

從PoC到萬億美元結算：代幣化存款重塑數字美元生態(二之一)

加密演義



洪夢澤
HashKey Group
高級研究員

代幣化存款 (Tokenized Deposits) 作為銀行存款的區塊鏈化形式，正從概念驗證 (PoC) 階段加速向大規模商用轉型，已成為機構級鏈上結算的核心替代方案。2025年下半年，JPMorgan (摩根大通)、Citi (花旗銀行) 和 UBS 的 (瑞銀集團) 等頭部銀行密集上線或擴展試點，推動鏈上結算量突破萬億美元大關。這一進程不僅提升了支付效率和流動性，還通過 1:1 鑄定真實銀行負債、實時計息及存款保險機制，顯著降低了信用風險和脫鑄隱患。

受此影響，私人穩定幣如USDC和USDT的市場份額出現明顯下滑。短期內，銀行系代幣化存款仍處擴張初期，面臨互操作性和監管碎片化挑戰；中長期，其「計息+保險+全監管」特性有望全面取代機構端穩定幣需求，重塑數字美元生態格局。

根據 Ripple/BCG 報告，全球代幣化資產市場規模預計從2025年的6,000億美元增長至2033年的18.9萬億美元，年複合增長率達53%，其中代幣化存款將貢獻顯著份額。這一轉型不僅優化了跨境回購和抵押品管理，還為DeFi (去中心化金融) 與傳統金融的融合鋪平道路，推動萬億美元級流動性向鏈上遷移。

銀行存款上鏈 維持貨幣工具本質

什麼是代幣化存款？代幣化存款是指受監管商業銀行將其資產負債表上的真實存款（即客戶在銀行的普通存款）以1:1比例發行到區塊鏈上的數字代幣。每一枚代幣代表銀行對持有人的真實負債，具有完全相同的法律地位、計息權利和存款保險保護。與穩定幣「儲備金+智能合約」不同，代幣化存款不是新創造的貨幣工具，而是「把銀行存款搬上鏈」，本質仍是傳統商業銀行貨幣 (M1)，只不過獲得了區塊鏈的24/7原子結算、可編程性和跨鏈互操作性。核心特徵總結如下：

1:1 真實背書：代幣發行時銀行負債表同步增加存款負債，贖回時同步減少，鏈上餘額=鏈下存款餘額；

額；

實時計息：利息按銀行活期/協議存款利率每日鏈上累積；

存款保險全覆蓋：與普通存款完全一致，受各國存款保險制度保護；

銀行級監管與KYC(認識你的客戶)：僅限白名單機構持有，轉移需通過銀行合規節點；

觸發鏈下最終結算：鏈上轉移的同時，銀行後台完成傳統賬務記賬，確保法律最終性。國際清算銀行 (BIS) 在2023年報告中將其正式定義為「最接近數字現金的銀行負債形式」，並明確區分於私人穩定幣和CBDC (中央銀行數位貨幣)。

正從PoC進入大規模生產階段

2025年11月，摩根大通 (JPMorgan) 正式將JP-MD (JPM Deposit Token) 推向生產環境，部署於Coinbase Base公鏈 (Ethereum Layer 2網絡)，支持機構客戶24/7實時結算，日峰值處理金額超過150億美元。這一里程碑源於6月啟動的PoC (概念驗證) 試點，當時B2C2、Coinbase和Mastercard等合作夥伴成功完成即時發行與贖回測試，累計結算超1.5萬億美元。作為許可型代幣，JPMD僅限摩根大通機構客戶使用，代表美元存款的數字權益，支持抵押、跨境支付和數字資產贖回，標誌着商業銀行貨幣首次大規模上公鏈。JPMorgan Kinexys業務

單元負責人Naveen Mallela強調，JPMD結合了傳統銀行的平衡表背書與區塊鏈的編程性，提供優於穩定幣的利率支付和破產隔離。

香港為代幣化存款先行地之一

同月，花旗銀行完成第二代代幣化存款系統升級，支持USD、EUR和SGD多幣種，並無縫接入DTCC清算網絡，實現跨行24/7美元清算。Citi Token Services (CTS) 已處理數十億美元交易，覆蓋美國、英國、新加坡和香港四個節點。該系統通過許可區塊鏈整合智能合約，消除傳統銀行時區限制，支持企業流動性優化和自動化貿易融資。合作夥伴包括滙豐 (HSBC) 和渣打銀行 (Standard Chartered)，日均結算超100億美元。

歐洲方面，瑞銀集團、Syngnum Bank和PostFinance於9月完成瑞士法郎代幣化存款PoC，由瑞士銀行家協會 (SBA) 主導，在公共Ethereum區塊鏈上測試跨行P2P即時轉賬。該試點驗證了許可應用下的技術可行性和法律約束力結算，總結算超500億美元，並保留存款保險覆蓋 (esuisse上限10萬瑞士法郎)。UBS數字資產主管Christoph Pühr指出，此PoC證明了銀行貨幣與公鏈互操作性，推動代幣化資產創新。Syngnum副CEO Thomas Eichenberger補充，該系統通過智能合約確保合規和可驗證性。

(未完，待續)

提升衍生品市場地位對香港發展的重要性及迫切性

向曦

香港中資期貨業協會副會長、秘書長 弘業國際金融控股有限公司董事長

香港中資期貨業協會

CHINESE FUTURES ASSOCIATION OF HONG KONG

香港中資期貨業協會專欄

在全球金融體系中，衍生品市場作為風險管理、價格發現和資本配置的重要工具，已成為現代金融市場的核心組成部分（本文所指衍生品主要包括期貨、期權、掉期等產品），其發展水平往往反映了一個經濟體的金融成熟度和國際競爭力。隨着全球經濟不確定性加劇，衍生品市場的作用日益凸顯。對於香港作為國際金融中心而言，提升衍生品市場的地位不僅是優化金融生態的需要，更是鞏固其全球樞紐地位的戰略選擇。

一、國際衍生品市場

美國作為全球最大衍生品市場，以芝加哥商品交易所 (CME) 和紐約證券交易所 (NYSE) 為代表，涵蓋利率、股票指數、外匯、商品和大宗商品衍生品。2025年，美國衍生品市場繼續保持強勁增長，受美聯儲貨幣政策調整、通脹壓力和科技股波動影響，交易活動顯著增加。

在全球衍生品市場中，美國佔比約27%，2024年底全球名義總額超過700萬億美元，美國貢獻約189萬億美元。在整體金融市場的比重方面，美國衍生品市場佔據顯著位置。全球權益市場資本化2024年達126.7萬億美元，而衍生品名義總額遠超此數，表明衍生品槓桿效應強。在美國金融體系中，衍生品交易額佔GDP比重遠高於股票和債券市場。它服務於對沖基金、養老基金和企業風險管理，推動華爾街的創新。2025年，隨着美聯儲降息預期，利率衍生品交易激增，強化了美國的金融霸權地位。總體而言，美國衍生品市場的成熟度體現在其深度流動性、產品多樣性和全球影響力上，為香港提供借鑑。

英國衍生品市場以倫敦為中心，是歐洲最大的衍生品交易中心，受脫歐後監管調整和全球利率波動影響，2025年市場呈現復甦態勢。倫敦金屬交易所 (LME) 和洲際交易所 (ICE) 貢獻了絕大多數的商品期貨/期權交易量。英國作為全球第三大權益市場，金融市場對GDP貢獻巨大。衍生品交易額佔金融總交易的30%以上，很好地支持了倫敦作為全球清算中心的地位。

二、香港衍生品市場現狀

相較於歐美市場，香港衍生品市場以香港交易所 (HKEX) 為主，產品包括恒生指數期貨、期權以及場外掉期等，排除權證和牛熊證等結構性產品。2025年，市場活躍但規模較小。目前香港期貨和期權平均

三、提升香港衍生品市場的重要性

在全球金融體系中，衍生品市場作為風險對沖、價格發現和資本配置的核心工具，已成為評估一個金融中心成熟度和競爭力的關鍵指標。香港作為「一國兩制」框架下的國際金融樞紐，其衍生品市場的發展水平直接影響整體經濟韌性和國際吸引力。2025年，隨着全球經濟復甦、地緣政治不確定性和數字化轉型加速，提升香港衍生品市場的地位已不僅僅是金融領域的優化，更是戰略性需求。本節將重點闡述其重要性及迫切性，結合最新市場數據、政府政策及全球趨勢，分析香港如何通過這一提升鞏固其「超級聯繫人」角色，並應對外部挑戰。重要性在於增強經濟活力和國際影響力，而迫切性則源於競爭壓力和機遇窗口的緊迫。

提升衍生品市場的地位對香港長遠發展具有多維度的重要性。首先，它能顯著強化香港的風險管理能力和金融穩定性。在當前全球經濟波動加劇的背景下，衍生品如期貨、期權和掉期產品為企業和投資者提供有效的對沖工具。通過擴大衍生品市場規模，香港可更好地服務本地及大灣區企業，幫助它們應對匯率波動、通脹壓力和商品價格不確定性。例如，在中美貿易摩擦持續影響下，許多出口導向型企業依賴衍生品鎖定成本，提升香港衍生品市場將直接提升這些企業的競爭力，從而穩定供應鏈並促進貿易增長。長遠來看，這將降低系統性金融風險，增強香港作為亞洲金融緩衝區的角色。

其次，提升衍生品市場有助於推動金融創新和產品多元化，吸引全球資金流入。香港的交易所交易產品 (ETP) 市場在2025年已躍升為全球第三大，按成交額計算超過韓國和日本。然而，當前香港衍生品市場的深度仍需擴展，以涵蓋更多商品期貨、利率掉期。通過發展商品交易生態，香港可刺激相關衍生品需求，培育更活躍的期貨市場。這種創新不僅能吸引對沖基金、養老基金和主權財富基金，還能與內地市場聯動，如通過「南向互換通」允許內地投資者接入香港衍生品市場。結果將帶來資金湧入，推動香港資產管理規模進一步增長。2025年上半年，香港IPO資金已超1,000億港元，衍生品市場的升級將放大這一效應，形成良性循環。

最後，從經濟貢獻角度看，提升衍生品市場將直接

刺激就業、稅收和GDP增長。衍生品市場的擴張可創造高附加值職位，如交易員、風險分析師和合規專家。香港作為亞洲心臟，其金融中心地位依賴於資本市場的深度。2025年第一季度，香港經濟因貨物和服務出口增長而擴張，衍生品市場的升級將放大這一勢頭。此外，通過稅惠措施，政府可吸引更多參與者，增加財政收入。這不僅提升本地福祉，還強化香港在「一帶一路」中的樞紐作用，促進區域經濟一體化。

四、發展香港衍生品市場的迫切性

儘管重要性顯而易見，但提升衍生品市場的迫切性源於多重外部壓力和有限機遇窗口。首先，全球競爭加劇要求香港迅速行動。新加坡作為亞洲另一金融樞紐，在衍生品領域長期領先，尤其在中國股票期貨市場佔有壟斷地位。新加坡提供更優流動性、更少假期和成熟的離岸生態，而香港雖有股票交易鏈接優勢，但需通過產品創新搶佔份額。若香港不加速，可能會失去區域主導權。2025年，香港需利用施政報告措施，如支持商品交易生態，盡快反超競爭對手。否則，新加坡和上海的吸引力將分流資金和人才。

其次，地緣政治和經濟不確定性放大迫切性。中美關係緊張、全球供應鏈重塑和通脹壓力使風險管理需求迫在眉睫。2025年，香港作為中美橋樑面臨挑戰，但也迎來機遇。例如，內地經濟轉向內需驅動，香港可通過衍生品市場提供對沖工具，支持企業轉型。若延遲行動，香港可能錯失全球復甦窗口。建議，通過提升股票市場流動性 (如期權市場發展) 應對這些挑戰。此外，脫歐後倫敦的調整和歐盟監管變化，為香港搶佔歐洲資金提供機會，但需立即強化衍生品基礎設施。

最後，內部挑戰如人才流失和市場波動要求迫切響應。香港需通過衍生品市場升級吸引專業人才，逆轉腦流失趨勢。總體，迫切性在於抓住2025年的政策和市場機遇，否則香港的金融領導地位將面臨風險。

結語：香港的優勢在於「一國兩制」框架下的獨特定位：開放經濟、深厚資本市場、穩固法律體系和國際連通性。作為全球最自由經濟體，香港連接內地與全球，提供無縫金融服務。行政長官李家超在2025年政府施政報告中強調，鞏固優勢，整合國家發展。持續加強金融市場建設，提升流動性、設立大宗商品交割倉庫等。提升香港衍生品市場的地位是戰略必然，其重要性體現在風險管理、創新驅動、國際競爭力和經濟貢獻上，而迫切性源於激烈競爭、地緣風險、政策窗口和全球趨勢。通過落實施政報告措施並學習全球經驗，香港可實現躍升，鞏固全球金融樞紐地位。這不僅是金融領域的變革，更是香港可持續發展的關鍵引擎。

香港樓市復甦：成交活躍與價格築底

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、特許金融分析師



●香港銀行無跟隨12月美國減息。 資料圖片

利率環境調整與銀行審慎應對

香港金融管理局上周跟隨美國聯儲局減息25個基點，將基礎利率降至4.00%，惟主要銀行如滙豐、中國銀行 (香港) 及渣打維持最優惠利率不變 (分別為5%及5.25%)，此舉反映銀行在資金成本控制與利潤空間之間的謹慎平衡。雖然HIBOR回落已緩減按揭實際負擔，政策環境有利樓市維持漸進穩定，避免過度刺激引發波動。市場數據顯示，借貸成本相對可控，為買家提供有利入市窗口，同時強化樓市結構性復甦基礎，吸引剛需及投資者逐步回歸，鞏固市場信心。

成交量顯著反彈與價格企穩訊號

2025年住宅成交量強勁回升，據Cushman & Wakefield報告，全年總成交預計達58,000至60,000宗，較2024年增長9%至13%，創四年新高。其中第三季度成交達16,700宗，按年上升63%，月度成交多次超過5,000宗。價格指數自年初起止跌回穩，部分季度輕微上升，市場已有效消化前期調整壓力。Cushman & Wakefield預測全年樓價穩定並可能輕微上升至2%，顯示住宅物業價格觸底跡象日益明顯，預示進入長期穩定向上階段。此復甦得益於政策優化、低息環境及股市回暖，帶動買家信心持續提升，成交活躍度反映市場活力重現。

大模型顯示住宅樓價有見底跡象

內地人才及家庭持續流入成為樓市核心支柱，透過多項人才引進計劃，2025年淨流入人口貢獻顯著，強化剛性住房及教育相關需求，特別是中小型單位。租金收益率維持於約2.5-3.9%吸引水平，較歷史低位大幅提升，反映租務市場強勁，吸引投資者關注租金回報。供應方面，據差餉物業估價署數據，2025年預計新落成私人住宅單位約20,860伙，一手庫存逐步消化，需求增長速度料超越供應釋放，庫存耗盡或早於預期，進一步鞏固價格基礎及上升潛力，為樓市提供堅實支撐。

筆者在香港都會大學金融課程講授期間曾與學生討論香港房地產現況，亦與學生運用人工智能及機器學習技術，利用包括多層面深度網絡與隨機模型提升決策精確度，對香港主要區域進行全面多情景估值模擬。透過大數據整合及動態預測，綜合多年至今年上半年供需數據，模型精準映射市場各種可能性，結果亦顯示在需求穩固、利率趨穩及人才流入環境下，住宅物業估值已呈現觸底特徵，提供客觀證據支持樓市長期穩定向上。

總括而言，現階段之香港中小型住宅物業投資，租金收益率現達高水平，實是多年高位。需求持續支撐下，回報穩健且價格上行潛力漸顯。短期租務投資，或長期自住持有均可考慮。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

美聯儲議息後 焦點轉歐日

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

當美聯儲完成年內最後一次議息，其他央行立場便成新焦點。最多人留意的為日本央行，其目前立場偏向加息，以實現長期目標的利率正常化，盡快由負變零再轉正，然後是以正常經濟周期而論之，視乎通脹和失業數據而行，跟其他先進經濟體系看齊。有關立場可謂已人所共知。

日央行若加息 年底前宜為之

傳統看法，既然日本經濟已有通脹壓力，貨幣政策上當可加息作為調節。何況，日本過去幾年，各界均打算利率正常化。然而，多番努力，只聞樓梯響，不易成事，尤其今年，一波幾折，特朗普上任美國總統後，美國對全球經貿政經形勢改變，日本不可能不受影響。特朗普一句，日本豈有真正自訂幣策空間？

真實世界非教科書所講，假設其他因素不變，「不能一部通書看到老」。未計貨幣政策或財政政策最多只能對周期問題紓緩，不能大改。偏偏日本真正難題是人口老化，全球第一，惟接納外來移民程度偏低，

英倫先沽債 實為他日謀

日本央行外，英倫銀行取態亦堪關注。最新經濟數據顯示，通脹相對緩和，反是失業可能再臨，令原本看來十拿九穩，安度聖誕，即有變數，英倫銀行減息否，並非絕對確定。

這點跟早前其試減手上債券，表面看，當然衝突，因後者收緊銀根，但考慮量寬工具屬於幣策非常規手段，力所能及之下，盡可能提早減一些，保留之後再做空間，是為增危機彈藥，算負責任做法。常規時候就由利率升降去做，合理。

相比之下，歐央行很可能一切不變，以表尚未完成抑制通脹壓力決心，對市場人士來說，期望管理一部

分，熟悉之至。如此一來，短期氣氛，以兌美元計，日圓跑贏歐元，歐元跑贏英鎊。

特朗普仍在位 金價新高不絕

說到底，全球各地央行歐美日等，或多或少以貨幣為其財政包底背書。如今看來，無論朗普任命哪一位做下屆美聯儲主席，條件一樣，就是支持其大幅激進減息，這一點，其實市場人士如達里奧早有分析，人所共知，無法增稅和減開支下，公共財政困境無法持續下去，只有減息一途，才可降低融資成本的每年財政壓力。

由此可見，特朗普一天在位，金價新高不絕，畢竟其治下美國跟貿易夥伴關係轉差，外界不太可能繼續以出口創匯為美債包底背書，反而暗度陳倉減持美匯美債，增持黃金為上。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)