

從PoC到萬億美元結算：代幣化存款重塑數字美元生態(二之二)

加密演義



洪夢澤
HashKey Group
高級研究員

代幣化存款本質上是將銀行表內存款1:1上鏈，代表真實負債權益，具備實時計息、存款保險（美國聯邦存款保險公司（FDIC）上限25萬美元/歐洲同類）和銀行級KYC/AML嚴格合規優勢。相比之下，穩定幣如USDC僅為「儲備+智能合約」組合，易受脫錨、儲備不透明和發行人破產風險影響，無保險機制。2025年前三季度，機構客戶仍以USDC為主力結算工具；四季度JPMD、Citi Token和UBS Token上線後，對沖基金、資管公司和支付巨頭加速遷移。

這一替代效應在回購市場尤為顯著：傳統三方回購轉向「鏈上交付vs支付（DvP）」模式，JPMD佔美國隔夜回購額42%，處理超1萬億美元交易。未來，穩定幣或退守零售和DeFi場景，機構端將被銀行信用主導。

歷史回顧：銀行上鏈的三波浪潮

銀行上鏈進程可分為三波浪潮，每波均標誌着從封閉實驗向開放生態演進，推動結算效率提升並逐步擠壓私人穩定幣份額。

第一波（2019年-2022年）：私有鏈實驗階段。

以JPM Coin（Onyx私有鏈）為代表，聚焦銀行內部批發支付，僅限本行客戶使用。驗證了許可鏈在回購、短期融資和外匯結算中的可行性，但受限於封閉網絡，難以跨機構擴展。

第二波（2023年-2024年）：許可鏈試點階段。

Fnality、Partior、SDX等項目獲得監管沙盒批准，主攻批發央行貨幣（wCBDC）與銀行間互操作。Fnality英鎊系統獲英國央行最終性認定，Partior實現實時跨境清算，SDX測試wCBDC與傳統RTGS聯動。此階段強調央行儲備背書，進一步壓縮私人穩定幣在機構端的空間。

第三波（2025年至今）：公鏈+銀行存款階段。商業銀行開始將真實存款負債直接搬上公鏈。JPMD登陸Base並計劃擴展Polygon，實現「合規機構持有銀行負債」；Citi Token Services擴展至歐元並新增節點；UBS完成瑞士法郎跨行轉賬PoC。歷史規律顯示，每一次銀行更深度擁抱鏈上結算，私人穩定幣在機構端的份額就被進一步擠壓。這一浪潮預計將推動鏈上美元流動性從穩定幣主導逐步轉向銀行信用主導。

需密切監測關鍵指標 評估合規路徑

代幣化存款的監管環境正從碎片化向統一框架演進，關鍵指標需密切監測，以評估合規路徑和市場擴張潛力。

美國OCC全國性銀行公鏈代幣化存款指導：OCC Interpretive Letter 1183（2025年3月）已廢除IL 1179的預先通知要求，允許銀行持有加密資產支付網絡費（如gas費），並運營代幣化平台。CSBS敦促FDIC/Fed/OCC聯合州監管機構澄清保險覆蓋和報告要求，預計2026指導將覆蓋BTC/ETH/SOL/XRP等，用於測試和運營。GENIUS法案強化儲備審計，推動銀行主導。

歐盟MiCA下EMT與銀行代幣化存款分類邊界：

MiCA視EMT（單一法幣鑄定）為電子貨幣，受EMD2/PSD3管轄，而代幣化存款視為銀行負債而非EMT，無需額外恢復計劃。2025年，17家EMT發行人上線，但ART缺席；代幣化存款獲豁免，聚焦1:1儲備和30%銀行存款要求。ESMA/EBA註冊白皮書，推動透明。

新加坡MAS Project Guardian Phase 3成果：聚焦多幣種跨境即時結算，整合Swift和Polygon PoS，已完成15+試點，覆蓋6種貨幣。GL1框架構建開放網絡，吸引IMF加入，提供國際視角。預計2026成果將標準化外匯/回購DvP。

代幣化存款正以前所未有的速度重演20世紀70-80年代銀行存款對貨幣市場基金的全面替代：當受監管銀行直接提供具備實時計息、存款保險覆蓋、零信用風險且原生支持24/7原子結算與可編程支付的鏈上負債時，私人穩定幣的制度性空間被系統性壓縮。

2025年以來，這一進程已形成清晰的正反饋循環：機構通過低成本可轉債或協議存款獲取銀行代幣化負債，隨即將其用於鏈上回購、抵押品管理與跨境即時清算，在美聯儲降息周期中實現流動性放大與通脹對沖，同時持續強化比特幣作為終極價值儲存資產的市場敘事。

(完)

趁美國政策變動稍休 日本推進利率正常化

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

日本央行上周宣布加息0.25厘，至0.75厘。相比結果，本欄更想探討的是，是次加息事件相關市場預期及臨場反應。

上周市場焦點在日本央行能否一如外界一面倒的估計一樣真的成功加息。對於此問題，理性預期可以如下推理。要麼加息，要麼不加息，首先假設大家同意，沒有反過來減息之背景。

高概率事件 解構交易員思維

如大家接受這個假設，當前利率期貨以至各方的押注，大體上應九成多是加息。這樣一來，跟早前美聯儲減息25點子那情況，概率上算是很接近，幾乎可以視乎必定出現，雖然在嚴格意思下，不存在必定，仍是概率一個而已，尤其關於財經傳媒訪問分析師綜合出來的意見，更是主觀與客觀夾雜，未可盡信。

無論如何，既然大多數人已經預期真的加息，則要押注或已經押注，即使屆時公布真的加息，假如幅度沒有更大驚喜，則一切如常，消息落實，甚至稱之好消息出貨，亦無不可，甚至所謂見光死，在行情有逆轉可能。

相反，若這樣高概率的情況，最終大熱倒灶，則恐怕早已押注於此的，起碼部分人會減持以作止蝕，他們的離場正好推低更多。換言之，目前這刻如此擠擁的交易，眾地莫企是也。

當然，交易員事先的正常思維一回事，焦點關

獲利回吐少 反證預期非一面倒

始終此前市場綜合估計概率高達95%以上，如此說來，不加息才不合理也。無論如何，連部分相對不敢看好者，亦要扭轉預期，日圓上周五早上應聲向上，未有馬上出現外界猜想的獲利回吐，反過來說，外界原本並非真的絕對看好。

值得留意的是，誠如本欄早前分析道，對於日本央行而言，今年底的加息機會，相當難得，因為近月以來，美國總統特朗普並無太多政策改動。

此話何解？皆因眾所周知，打從二戰之後，日本政府很大程度受美國影響，一眾政商界利益共同體，包括多家日本財閥等，以至支持日本經濟重建等，都有重大的美國利益計算在內，不是純粹日本本身可以完全決定。

利率正常化 年底空檔機會難逢

因此，即使近幾年，日本央行一直給予外界相當清楚的訊息，表達要由量寬年代的非常時期非常手段，扭轉為正常，意味着利率正常化，由負變零，再由零變正，但一直舉步維艱，尤其2025年，看特朗普發動全球關稅戰的臉色，更是如此。際此小小空檔馬上加之，機會難逢，萬勿錯過。



●日本央行上周宣布加息後，日圓未見大提振。美元兌日圓處157日圓區間。

路透社

勿錯過。

無論如何，經過此次的加息後，相信亦令更多人抱有更大期望，認為2026年可望有多次加息。目前不少人甚至相信，明年將有4次加息，是耶？非耶？暫時看來，似乎是主觀願望和一廂情願居多，日本經濟雖有通脹壓力，但要快速加息，無視美元同步的大幅減息，未必真正可行。

（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。）

年末市況回穩 基金投資更要警惕直覺誤判

投資新策

彭永東 IPP Financial Advisers Limited董事

踏入2025年末，環球金融市場逐漸走出年中的劇烈波動，整體氣氛較早前穩定，但市場結構卻顯得更為複雜。11月以來，部分主要股市出現反彈，投資情緒有所修復，惟升勢並不平均，板塊輪動加快、估值分化擴大，成為當前市況的主要特徵。在這樣的環境下，基金投資者反而更容易被短期表現與直覺判斷所影響。

今年以來，科技及人工智能相關板塊無疑成為市場焦點。從基本面看，企業盈利表現並不疲弱，約八成以上標普500企業第三季盈利勝預期，其中科技及健康護理板塊表現尤為突出。然而，市場升勢高度集中於人工智能及大型科技股，令多項估值指標處於偏高水平。

11月期間，增長股明顯跑輸價值股，部分早前升幅較大的AI相關股份出現獲利回吐，引發

重點不在於持有基金數量，而在於分散風險來源，包括地區、資產類別及投資風格。其次，板塊輪動值得關注，但不等同需要頻繁追逐，過度調整反而容易放大風險。第三，與其嘗試捕捉市場高低，不如建立定期檢視投資組合的機制，確保配置仍符合自身風險承受能力與投資年期。

投資紀律優於判斷 莫放大情緒影響

回顧過往經驗，投資回報往往不是輸在判斷，而是輸在紀律。短期波動容易引發情緒化反應，導致過早獲利或恐慌離場，反而錯失其後的反彈與長線增值。基金投資的價值，在於透過時間與專業管理，平滑市場起伏，而非放大市場噪音。年末與其視為衝刺時刻，不如視為下一個投資周期重新校準方向的關鍵階段。

人民幣趨升值 資產配置迎考驗

黃偉棠 寰宇天瀛投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

近期人民幣在境內外市場持續走強，USD/CNY匯率（即每美元兌人民幣在岸價）由12月初約7.055逐步降至12月19日約7.0331，12月20日左右維持在7.0411附近，過去一周波動於7.040至7.055之間。此升值趨勢反映市場對國家經濟韌性和政策空間的重新認識，同時帶來出口競爭力與資產配置的雙重考驗。

外匯管理局強化宏觀審慎管理，透過中間價引導與預期穩控，維持匯率在合理均衡水平上的基本穩定。此舉延續央行近年成功經驗，為企業與投資者提供更可預測的經營環境，避免過度波動干擾實體經濟運作。雖然控制升值速度有助緩解外部關稅壓力，但央行需精妙平衡內外部因素，確保政策靈活應對複雜國際局面，防範潛在非理性干擾，同時堅持市場供求主導的浮動機制。歷史顯示，在類似階段央行總能穩健引導匯率，避免極端波動，保障經濟平穩運行與高質量發展。

人民幣升值促使企業主動優化資本結構與融資策略。企業融資順序優先考慮內部資金、次債務、後權益。此理論強調資訊不對稱下企業偏好低風險融資途徑。升值環境下，持有外幣債務的企業可獲匯兌收益，實際負債成本降低，從而提升整體估值吸引力；出口導向企業雖短期面臨利潤壓縮，但仍可轉向國內債券市場或股權再融資，改善負債比率並增強財務韌性。歷史上，2005年至2008年人民幣從約8.27升至約6.83階段，許多企業大幅增加人民幣計價債券發行，成功減低外匯風險並把握低成本融資機會。此模式至今具重要參考價值，讓企業在匯率變動中實現更穩健的資本管理，同時適應全球經濟環境變化，提升整體財務彈性與長期競爭力。企業藉此機會調整債務結構，轉向多元化融資渠道，不僅分散風險，還為未來擴張奠定堅實基礎，提供不同角度看待匯率波動的啟發。

優質資產再定價機會增多

人民幣適度升值有利刺激整體經濟、生產力提升推動本幣實際升值，增強國民持有本幣的信心與自豪感，提升購買力並擴大內需消費動力，促進高質量發展與內循環強化，同時帶動居民消費意願與經濟活力形成良性循環。此效應解釋為何經濟快速增長國家本幣往往長期趨升，有助轉變增長模式。國家持續推進高水平對外開放，人民幣國際化進程穩步前行，吸引更多長期資金流入。減持部分外幣資產、轉向多元化配置的做法，有助分散風險，提高資產回報穩定性。對投資者而言，升值階段往往伴隨資本市場活力增強，優質資產再定價機會增多，提供多樣化配置選擇。人行將持續謹慎管理，長期來看升值有益經濟結構調整與增長轉型，但短期宜維持現有水平，防範美國非理性舉動。此平衡策略不僅保障當前穩定，也為未來更強勁復甦創造有利條件，讓市場參與者從更廣視角理解匯率政策的深遠意義。

借鑑上海「空鐵聯運」港深連結聯通大灣區

葉文祺 團結香港基金副總裁兼公共政策研究院執行總監

梁耀昊 團結香港基金土地及房屋研究主管

郝亮 團結香港基金研究員

長三角的成功案例，側面反映粵港澳大灣區（大灣區）當前的挑戰與機遇。2024年，大灣區機場群旅客吞吐量突破2.14億人次，航空需求強勁、空域資源日趨緊張。在此背景下，提升整體競爭力的關鍵，已不再是各機場單打獨鬥式擴容，而在於如何以高效、具韌性和低成本的地面交通網絡，將客源導向最合適的航線，滿足跨城出行與無縫轉機需求。

中央在「十五五」規劃建議中強調加強基礎設施統籌規劃；廣東省委亦在早前公布的省「十五五」規劃建議中提出建設「軌道上的大灣區」，加快打造「3+4+8」世界級機場群。這些均清晰說明機場建設必須超越加跑道、擴大樓的傳統思維，轉向以系統視角，通過關鍵基建將區內機場由分散的「點」組織成高效協同的「網」。

港深一線接通國網 空鐵動脈聯通灣區

香港作為國家確立的國際航空樞紐，擁有成熟多元的國際航線網絡；深圳機場則在國內幹線網絡上優勢突出，本可形成大灣區版的「浦東+虹橋」天

然組合。然而現實是，兩大樞紐之間仍欠缺點對點直達鐵路，旅客往來需要多段接駁、反覆轉乘，行李與通關亦難以銜接。地面聯通的瓶頸，嚴重制約了港深協同潛力的釋放，也令大灣區機場群的系統優勢難以充分發揮。

要破解「強樞紐、弱聯通」的困局，關鍵在於推進建設港深機場聯絡線。借鑑上海經驗，這條鐵路可以即將上馬的港深西部鐵路為基礎，分別從規劃中的深圳前海終點站延伸至深圳寶安機場，及將其香港段的終點由洪水橋延伸至香港機場。這可通過未來在深圳機場的高鐵站，將內地廣闊腹地客源無縫銜接至香港的國際航網。同時，港深之間穩定、快速的直達連接，有助於把目前外溢至仁川、新加坡等海外樞紐的轉機需求留在大灣區內完成，從多個維度「把餅做大」。

對深圳及其他內地城市而言，此舉可借助香港成熟的國際網絡、專業服務和制度優勢，更高效地「引進來、走出去」，既方便內地企業和旅客通過港深雙樞紐連接全球，也能吸引更多香港居民及國際旅客經此北上南下，促進區域消費與產業合作，

形成更具活力的經濟雙循環。

以鐵為脈強化聯通 以港為門拓外循環

上海機場聯絡線的成功證明，在大型城市群中，只有實現機場與軌道交通的深度融合，才能將客流、資源與制度優勢轉化為國家級的競爭力。對大灣區而言，建設港深機場聯絡線，不僅是回應市民對便捷出行的期盼，更是香港主動對接國家「十五五」規劃，以基建設「硬聯通」支撐大灣區對外開放「軟實力」的關鍵一步。

機遇之窗稍縱即逝，唯有果斷推動這一戰略性聯通，積極聯手大灣區兄弟城市，方能共同構建「軌道上的世界級機場群」。這既是香港主動對接「十五五」規劃、深度參與粵港澳大灣區建設，以及更好融入和服務國家發展大局的積極響應，也是保障自身繁榮的長遠投資，從而在貢獻國家與推動自身發展中取得關鍵共贏。

題為編者所擬。本篇文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。