

# 美國Clarity法案背後更深層博弈邏輯：數碼資產與傳統銀行之爭(二之一) 加密演義

近年來，美國加密市場快速擴張，但監管體系卻長期處於「灰色地帶」。圍繞數碼資產的法律屬性、監管權屬、項目合規路徑等關鍵問題，聯邦層面始終缺乏統一標準。美國證券交易委員會（SEC）與商品期貨交易委員會（CFTC）在監管邊界上的分歧，不僅引發持續的管轄權爭議，也使市場參與者難以判斷何為合規、何為風險。



丁肇飛  
HashKey Group  
首席分析師

2022年FTX交易所爆雷事件進一步暴露了監管缺位所帶來的系統性隱患，直接推動美國國會加快數碼資產立法進程。Clarity法案（全稱《數碼資產市場結構清晰法案》）正是在這一背景下提出，其核心目標並不只是回應單一風險事件，而是試圖從制度層面回答幾個長期懸而未決的問題：數碼資產究竟應被認定為證券還是商品？「去中心化」應如何界定？SEC與CFTC之間的監管分工應如何劃定？

非單純「立規則」已成多方角力場  
需要指出的是，對Clarity法案的理解，不能僅停

留在條文解讀或立法進程層面。該法案表面上是在為加密市場「立規則」，但其背後實質上牽涉的是穩定幣、加密平台與傳統銀行體系之間更深層的制度博弈與利益重構。圍繞穩定幣是否可以向用戶提供收益、金融中介職能應由誰承擔、以及新舊金融體系如何競爭與共存，Clarity法案正在成為各方力量角逐的關鍵戰場。本文將在梳理法案背景與爭議焦點的基礎上，進一步拆解其背後的深層邏輯。

Coinbase商業模式受衝擊  
Coinbase為何反對Clarity法案？作為美國最大的合規加密交易平台之一，Coinbase近日公開反對參議院版本的Clarity法案。其核心原因，並不在於對「監管本身」的抵觸，而在於法案中新增的限制性條款，可能實質性禁止平台向用戶提供穩定幣相關的收益獎勵，從而直接衝擊其現有商業模式。

目前，Coinbase透過USDC相關計劃，為持幣用戶提供約3.5%的年化回報。該收益並非來源於高風險投資，而是將用戶穩定幣（USDC，由Circle公司發行）對應的資金投向美國國債等低風險資產，從中獲取息差。雖然Circle是發行方，但因協議約定，透過Coinbase平台分銷的USDC大部分利息收入歸屬於Coinbase。2024年Coinbase從USDC相關業務中獲得了9.08億美元，而Circle的淨利潤僅為1.56億美元。這一模式在合規框架下運行，同時也構成了Coinbase近年來增長最快、確定性最高的收入來源之一。

據公開披露數據，2025年第三季度，Coinbase來自穩定幣相關業務的收入已超過3.5億美元，按當前趨勢推算，其全年規模有望達到十億美元量級。隨着穩定幣整體市場規模的持續擴大，這一「低風險、高確定性」的息差空間仍在不斷放大。在此背景下，若立法明確禁止平台層面向用戶分配穩定幣收益，等同於從制度上切斷了Coinbase極為關鍵的一條增長曲線。

在Coinbase看來，相關條款並非僅針對穩定幣發行方，而是將限制範圍延伸至交易平台與中介機構，實際上對整個穩定幣收益機制進行了一次「整體封堵」。正因如此，Coinbase行政總裁布萊恩·阿姆斯壯才會公開表示：「寧可沒有法案，也不要

一個壞法案。」這一表態，與其說是反監管，不如說是對自身商業模式被制度性否定的直接回應。

也為傳統銀行與數碼資產制度博弈  
從傳統金融視角看，銀行業的核心盈利模式長期建立在「淨息差」之上：以極低的利率吸收公眾存款，再透過放貸或配置債券獲取更高回報。以美國大型商業銀行摩根大通為例，其淨利息收入通常佔據整體利潤結構中的絕對比重。當前普通儲戶在銀行體系內獲得的存款利率，普遍僅在0.01%至0.11%之間。

相比之下，穩定幣平台依託鏈上清算效率與貨幣市場工具，能夠在風險可控的前提下，為用戶提供顯著高於傳統銀行的回報率。這種差異，使得穩定幣不再只是「支付工具」或「交易媒介」，而開始對銀行體系的存款基礎構成實質性競爭。一旦大量資金持續從銀行賬戶遷移至穩定幣體系，銀行賴以生存的低成本資金來源將被直接侵蝕。

更進一步，穩定幣在跨境支付領域的效率優勢，也對銀行長期依賴的SWIFT體系及相關手續費收入形成衝擊。穩定幣繞過傳統清算網絡，實現近乎即時、低成本的價值轉移，這不僅是技術替代，更是对現有金融基礎設施商業模式的挑戰。

(未完待續)

## 特朗普谷經濟 利舊經濟能源 百家觀點

誠如日前本欄所言，美聯儲下任主席人選能否順利接任，以至其最終對央行角色乃至貨幣政策之看法，皆甚不明朗，因此投資者宜以多元資產分散風險。

資訊確認再加注 似蝕章實除笨有精  
關鍵是平衡外間對上述事件主觀武斷猜想，給予時間，「聽其言，觀其行」，以證實其真正方向所在，屆時押注更有把握，而非純粹憑空猜測。

不少投資者未必習慣這種押注，一廂情願希望



●在市場不確定性高企下，部分投資者押注美國經濟政策利好舊經濟板塊。 美聯社

早已把握所有資訊，且以最有利位置進場離場，但其實不切實際，皆因若有此資訊，基於自利，不同交易者早已透過買賣反映價量上矣。

反過來，隨着情勢愈趨明朗，就如牌局上並不單靠開首的牌，陸續有其他資訊補充，屆時加注，表面似蝕章，其實除笨有精，勝算反而大，贏面更高。考慮特朗普搞事作風，大方向分散風險，小注加在有信念項目，既降風險，亦增回報，這點對環球宏觀多元投資，多空無礙，更相關。

跑贏長期平均回報非易事  
上述原則是從統計上長期平均入手，畢竟金融市場充滿不同程度隨機震盪，基於交易者自利，都快速反映價量上，任何人正常情況下，皆不易持續跑贏所有人所有資產類別長期平均回報表現。

換言之，這是投資者本身認知局限，在多數沒足夠高勝算項目上，只追求與大眾長期平均相應回報，但求不落後於大市，然後集中個別少數明顯有資訊優勢勝算項目，如此一來，風險降，回報升。

這點對當前政經形勢不明尤其重要，特朗普治

下，美國三朝兩日新動作，影響所及，大家疲於奔命，但下令者有明顯資訊優勢，他人皆處劣勢，押注宜用上述方法，避免跟車太貼，降低槓桿，較易達到上述長期平均回報。

做多道指羅素石油天然氣  
兵不厭詐，大家一面倒以為特朗普出擊必然風險升，冷不防其施政亦有其他方向，為顧及中期選舉，其管治班子已向不少傳統大企業軟硬兼施，希望企業領導高抬貴手，短期內配合動作，令傳統經濟，尤其老百姓選民直接感受層面，做點工夫。

有別於過去十多年，美股由高科巨頭領漲，財富分配愈趨不公平，如今需表面工夫，未來幾個月，馬上見效，難怪外界乘機減持部分新經濟股，轉投舊經濟，道指首度刷新五萬大關。

以此觀之，舊經濟板塊如石油能源等，近期趁金銀貴金屬整固而蠢蠢欲動。短期內，股指看好道指和羅素，大宗商品看好石油天然氣，未嘗沒有短線獲利空間。

（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。）

經中國能源局、國際能源署及彭博新能源財經等多源交叉驗證，2025年中國新增風電與太陽能裝機容量超過430吉瓦，其中太陽能新增315吉瓦、風電119吉瓦，總發電容量達3.89太瓦，年增長率16.1%。可再生能源佔比突破六成，這一里程碑體現中國綠色轉型的高效執行力，遠超多數發達經濟體。美國同期新增容量約63吉瓦，以太陽能32.5吉瓦為主，風電7.7吉瓦，總增長明顯落後。

歷史上，中國在高鐵、5G及電動車基礎設施領域，憑藉集中資源與快速決策實現彎道超車，此模式在電力領域同樣展現優勢。中國還新增約74吉瓦儲能容量，強化電網穩定，為AI等高耗能產業提供堅實支撐。依資源稟賦理論，中國已將電力轉化為「新石油」，確保全球競爭中的長期領先。彭博新能源財經基於基線情景預測，2026至2030年，中國將新增超過3.4太瓦發電容量，此數據獲國際能源署及最新市場報告佐證，顯示電力系統餘裕度極高。

中國數據中心需求僅佔總需求2%，美國則預計達7%，這得益於太陽能、風電、核電與天然氣的多元協同，以及智能電網升級。太陽能裝機2026年超越煤炭，已獲中國電力企業聯合會及全球能源監測確認，此轉變優化能源結構、降低碳排放並提升安全。美國受供應鏈瓶頸、政策波動及審批延遲影響，2025年新增容量僅為中國的約八分之一。中國模式前瞻性强，類似光伏產業從跟跑到領跑的路徑，短短十年即主導全球。數據顯示，中國貢獻全球數據中心需求增長最小比例，卻擁有最大餘裕，這源於中央與地方高效協同。

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

中國能源系統有望助國產AI後發先至

AI時代電力優勢的全面比較  
中國在電力底層資源上明顯領先，強力支撐AI產業鏈規模化。美國雖在先進製程晶片與頂尖模型保有優勢，但電力瓶頸正快速侵蝕其部署能力。國際能源署預測，到2030年美國數據中心電力需求達426太瓦時，佔總需求9%，中國僅277太瓦時，佔比更低，反映電力系統的彈性與效率。中國電價具競爭力，結合本土晶片設計與模型訓練快速追趕，AI產業鏈優勢日益顯現。依比較優勢理論，中國高效資源配置最大化電力對科技創新的槓桿效應。美國若無法加速電網改革、重啟核電與可再生項目，其AI落地將面臨挑戰；中國則新增78吉瓦煤炭作為過渡保障，平衡安全與穩定。

中國長遠系統性規劃助其在AI賽道後發先至，為全球數位經濟提供新範式。美國需加快電網改革以維持領先。展望2030年，中國AI產業鏈優勢更顯著，電力作為底層支撐將推動經濟高質量發展。投資者可聚焦綠色轉型不僅提升競爭力，也為全球氣候挑戰貢獻力量，展現大國擔當。

## 全球資產分化加劇 A股吸引力上升 時富金融研究部

美國股市上周五收盤大幅造好，標普500指數與納斯達克指數強勁反彈，終結連續三日跌勢；金融與周期股帶動道瓊斯工業平均指數強勢上行，歷史上首次收於50,000點以上。另一方面，加密貨幣市場則遭遇重挫，比特幣價格大幅跳水並失守關鍵關口。

與此同時，A股市場經歷此前的主動調整後，憑藉業績回升的基本面支撐，加上政策窗口期臨近的利好預期，展現出較強的獨立走勢，有望在全球資產波動中率先企穩，逐步轉入反覆向上的格局。

板塊輪動 美股反彈  
美股上周五強勢反彈並突破重要關口，此輪反彈伴隨板塊分化與資金輪動，市場廣度持續改善。具體來看，科技股承壓明顯：投資者憂慮人工智能工具可能侵蝕企業利潤率，加上市場重新評估多年累積的高估值，導致軟件類股份遭遇集中拋售，納斯達克指數較去年10月高位回落約4%。與此同時，金融、工業、原材料等此前表現滯後的傳統板塊走勢強勁，成為道指突破50,000點的核心驅動力，反映資金正從高估值科技股流

向估值更具吸引力、盈利前景更明確的周期與價值板塊。此輪資金輪動標誌着市場正由「科技股主導」轉向多板塊協同發展，降低對單一行業的依賴，提升市況的廣度與可持續性。儘管科技股估值分歧仍未消除，且後續業績期及聯儲局政策信號可能引發短期波動，但美股整體上行趨勢短期內仍具韌性。

比特幣失守6.5萬美元關口  
與美股強勢反彈形成鮮明對比，加密貨幣市場上周五遭遇重挫，比特幣跌破6.5萬美元關鍵支持位，市場恐慌情緒迅速蔓延。此輪跌勢不僅加劇自1月中旬以來的回調趨勢，更完全蒸發特朗普當選後所累積的升幅，投機泡沫進一步被擠壓。

今次比特幣下跌並非由單一因素所致，而是多重利空共振的結果。一方面，全球風險偏好回落，科技股調整與金價上升引發避險交易，高波動性的加密資產首當其衝；另一方面，資金面壓力加劇拋售——部分基金因贖回而被迫減持，加上高槓桿倉位集中平倉，形成「下跌—平倉—再拋售」的負面循環。更重要的是，市場正重新審視比特幣的估值邏輯：其在近期動盪中並未展現

避險特性，反而與高風險資產走勢高度關聯，暴露其缺乏基本面支撐、價格易受情緒驅動的本質。

隨着機構參與度提升，比特幣與全球資本市場的相關性顯著增強，在系統性避險環境下更易受到衝擊。倘若全球風險偏好未能持續改善，比特幣仍可能面臨進一步回調壓力，短期難以作為穩健配置選項。

A股基本面築底企穩  
在全球大類資產劇烈波動、風險偏好分化的背景下，A股展現較強的獨立性，有望率先企穩回升。隨着企業2025年年报預告持續釋放正面訊號，為中期慢牛行情奠定基本面基礎。政策面亦提供有力支持，春節後穩增長、促轉型的政策有望密集落地，加上A股此前已充分消化估值壓力，目前整體估值優勢顯著。近期全球市場動盪期間，A股未有跟隨大幅調整，反而呈現企穩跡象，反映資金認可度正在提升。A股憑藉業績修復、政策紅利與估值吸引力，有望逐步轉入反覆上行通道，成為全球資產配置中更具韌性的選擇。

## 內地消費：從「超級城市主導」到「多中心增長」 龐溟 經濟學博士、經濟學家

本專欄上周分析了北京和上海這兩座超大型城市的消費表現差異與內部結構分化，探討了經濟周期、人口結構、產業布局、消費文化與政策節奏等全國消費復甦背後的深層邏輯。本周特此再分享對內地消費市場的觀察及發展建議。

2025年全年和12月單月的內地城市消費數據表明，中國的消費版圖正在悄然重塑——由少數一線城市主導全國消費的格局正在鬆動，取而代之的是更具多中心特徵的增長模式：萬億級城市依舊穩居基本盤，但內部增速分化明顯；中西部 and 南方的區域中心城市展現出更強的擴張勢頭；傳統製造業城市的消費增速普遍偏弱，結構性壓力開始顯現。

從體量上看，上海、重慶、北京、成都、廣州、深圳六座城市是全國消費「萬億俱樂部」的成員，但內部表現卻出現了明顯分化。上海在超大城市中保持4.6%的全年同比增速和消費結構升級的韌性。重慶憑藉16,689億元（人民幣，下同）社會消費品零售總額的龐大體量成為全國消費第一，但12月同

比幾乎停滯，說明其增長更多依賴規模，而非結構性動能。

與此同時，增速在3%至4%之間的城市，如杭州、南京、長沙、合肥、青島、無錫，構成了全國消費的「中堅力量」。這些城市規模多在5,000億元至9,000億元之間，增長穩定，結構均衡，是全國消費市場的重要支撐。但佛山、寧波、蘇州、東莞等傳統製造業與外貿重鎮，消費增速明顯低於全國平均水平。這些城市的消費增速偏低是產業結構調整的必然結果，其製造業佔比高、外需依賴強、服務業佔比偏低，使得這些城市在全球需求波動中更容易受到衝擊。

城市消費結構現三大變化  
綜合年度與單月數據可以看到，中國城市消費結構正在發生三方面的深刻變化。首先，超級城市進入平台期，增長更多依賴結構升級。北京、上海、深圳等城市的消費增速普遍放緩，說明高基數效應顯著，人口結構變化影響消費，服務消費佔比高，

對預期敏感，產業結構調整帶來短期壓力。

其次，區域中心城市成為消費增長的主力。成都、廣州、鄭州、西安、武漢等城市增速普遍高於一線城市，人口持續流入、文旅消費爆發、新經濟產業帶動、城市更新提升消費場景。

第三，製造業城市消費承壓，需通過產業升級帶動內需。蘇州、佛山、寧波、東莞等城市增速偏低，反映出製造業周期性波動影響居民收入，外需不確定性傳導至消費端，服務業佔比偏低，消費結構單一。

因此，未來的政策設計必須更加注重城市差異化特徵。對於萬億城市而言，消費增長的關鍵不再是規模擴張，而是結構升級：文化、體育、演藝、會展等體驗型消費需要進一步擴容，數字消費、綠色消費、智能家居等新場景需要加快布局，夜間經濟和城市微度假模式需要更高品質的供給。增速領先的快跑城市的政策重點應放在鞏固其增長優勢，通過打造城市級消費IP、推動節慶經濟常態化、建設

沉浸式商業街區等方式，進一步提升城市吸引力，使其成為全國性的消費目的地。對製造業城市來說，消費復甦的關鍵則在於產業升級與服務業擴容的雙輪驅動，製造業數碼化升級可以提高居民收入穩定性，服務業擴容可以改善消費結構。

城市群內部的消費協同也將成為未來政策的重要方向。長三角、粵港澳大灣區、成渝地區、中原城市群等區域具備高度一體化的基礎，通過跨城消費券互認、跨城文旅線路打造、物流支付交通一體化等措施，可以形成區域消費合力，進一步擴大內需。此外，下沉市場的潛力加速釋放，城鄉消費循環不斷提速，消費增長動力實現區域再平衡，增長動力正向縣城市場轉移。未來的關鍵在於穩住基本盤、強化新動能、補齊短板、推動消費結構升級，讓中國消費更加多元、更有韌性、更具活力。

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。