

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



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，更是對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

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

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，表面似餽章，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，財富分配愈趨不平均，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。)

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年年報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

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，增長動力正向縣域市場轉移。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。

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。中國模式前瞻性強，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，卻擁有多大餘裕，這源於中央與地方高效協同。

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。

黃偉棠
寰宇太陽能投資管理行政總裁、香港都會大學客座講師、註冊會計師、特許金融分析師