



度滲透至跨境支付、企業結算、個人儲蓄等傳統金融領域。►穩定幣不僅迅速成為加密市場中最重要的流動性提供者，更以驚人速

經濟觀察家

在白宮首屆加密貨幣峰會上，穩定幣成為焦點議題。美國總統特朗普表示將加速推動穩定幣立法，並計劃在8月國會休會前完成，借助穩定幣保持美元的全球主導儲備貨幣地位。穩定幣逐漸從加密交易「附屬品」演變為兼具支付與收益功能的多元化金融產品。

計息穩定幣帶來監管新挑戰



Web3洞察
蔣照生 日前香港特區政府也向立法會提交了《穩定幣條例草案》，預計將於年內出台。如今的穩定幣不僅是虛擬資產與Web3市場的重要分支，更是連接傳統金融與加密市場最重要的橋樑，在諸多場景內成為新型支付與投資選擇。

投資市場反應熱烈

筆者認為，穩定幣的崛起是對於加密貨幣波動性的技術性回應，爆發則源於對現實金融需求的精準捕捉。2010年代初期，以比特幣為代表的加密市場快速增長，但劇烈的價格震盪使參與者在實現財富增長的同時也深受波動之苦。加密市場對於提供價格穩定性的資產產生了強烈需求，穩定幣應運而生。

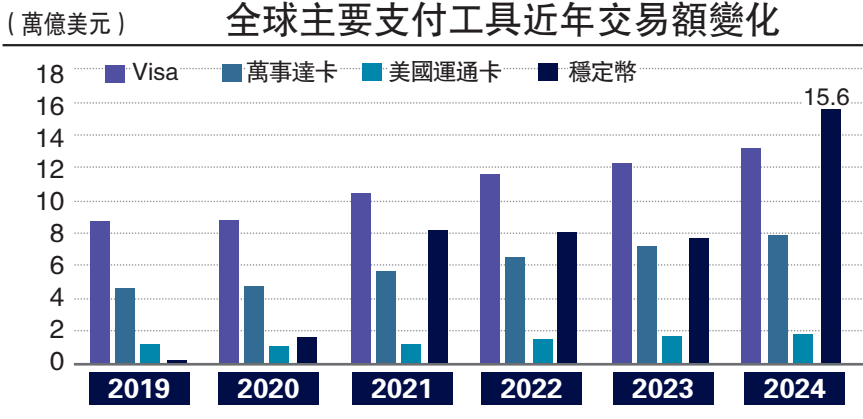
其後穩定幣不僅迅速成長為加密市場中最重要的流動性提供者，更以驚人速度滲透至跨境支付、企業結算、個人儲蓄等傳統金融領域。在部分新興市場國家，穩定幣已被廣泛用作抵禦本地通脹、降低跨境轉賬手續費及改善支付體驗的工具，自身市場價值與流通規模不斷攀升。

根據ARK Invest數據顯示，2024年全球穩定幣交易額已達到15.6萬億美元，超越傳統支付巨頭Visa和萬事達卡同期規模，成為全球最重要的價值傳輸網絡之一。與此同時，穩定幣活躍地址數量突破2300萬，單月交易筆數達1.1億筆，總供應量也邁過2300億美元大關，接近美國M2廣義貨幣供應量的1%。這些數據都表明，穩定幣已經從邊緣創新走向主流，成為全球金融體系中不可或缺的一環。

但隨着近年來全球經濟環境持續面臨不確定性，地緣政治衝突、貨幣政策調整等多重因素，推動投資者對穩定性資產的需求上升。在此背景下，穩定幣市場也加速自我變革，正向着具有收益屬性的方向演進，計息穩定幣興起。與傳統穩定幣要求用戶犧牲資金的時間價值來換取價格穩定不同，計息穩定幣能通過將底層資產的收益權代幣化，使持幣者在享有穩定性的同時獲得固定收益。

以Ethena Lab的USDe為例，其創新性在於通過加密衍生品市場期現套利的形式，持續為持有者帶來收益。截至2025年3月7日，USDe市值已超過53億美元，僅次於USDT和USDC，成為全球第三大穩定幣。此外，包括傳統資管巨頭貝萊德和加密創新機構Ondo Finance在內，大量機構陸續湧入計息穩定幣賽道，使其成為穩定幣市場增速最快的細分領域：計息穩定幣在以太坊生態中的穩定幣市值佔比從2024年年初的0.4%飆升至目前的5.4%左右，預計未來三年內將提升到10%以上。

計息穩定幣的快速增長不僅解決了用戶資金長期閒置的問題，也滿



資料來源：ARK Invest

足了機構投資者現階段對高收益、低風險資產的迫切需求。ARK Invest報告顯示，對沖基金和資管機構已開始將穩定幣納入現金管理策略，這表明計息穩定幣正成為機構資金配置的新選擇，將為加密金融體系注入新活力。在這個過程中，穩定幣逐漸從簡單的「現金替代品」演變成兼具「支付工具」和「收益產品」雙重屬性的資產，並打開更多應用想像空間。

類似傳統固定收益產品

儘管計息穩定幣發展迅速，但由於體量較小尚未引起監管廣泛關注。直到美國證監會（SEC）近期批准金融科技公司Figure Markets發行計息穩定幣YLDS，在嚴要求下實現加密金融創新，不僅徹底顛覆「穩定幣不得計息」的監管共識，也讓全球市場開始重新審視計息穩定幣的發展潛力與合規議題。

傳統非計息穩定幣主要被用於交易支付場景，且商業模式趨近於傳統支付機構，監管機構大都傾向於將其視為「支付工具」，並採取針對性監管舉措。無論是像新加坡將穩定幣納入現有支付監管體系，還是像香港為其單獨制定監管框架，穩定幣監管的重心始終圍繞着穩定幣的穩定機制和償付能力。

但計息穩定幣的設計中包含明確的固定收益或分紅機制，結構更接近傳統固定收益產品，因此理論上須受到更嚴格的證券監管，除了關注穩定機制和償付能力，還需要對其收益能力進行考量。筆者研究發現，Figure Markets為滿足監管要求，此次將YLDS註冊為「面額證券」，使其既符合SEC對固收產品的監管要求，又避免被歸類為銀行存款，同時採用與美國國債等低風險資產掛鉤，確保產品資產全額支持且能產生穩定收益，同時滿足定期信息披露、風險管理等監管要求，從而使其能合法支付利息。

上述模式與代幣化美債等創新類似，本質上是將符合證券註冊要求的金融產品在風險可控的前提下，完成上鏈並向特定市場提供產品與服務。

儘管看似難度不大，但在SEC批准YLDS後，該模式可能成為未來更多類似項目尋求合規的範本，並進一步打消機構資金的合規顧忌，讓

機構投資者對計息穩定幣的接受度再度提升。這些變化可能對包括香港在內的全球市場產生深遠影響：短期內，計息穩定幣可能吸引部分機構資本和跨境資金轉向美國市場，進而加劇香港市場的資金外流和監管套利風險；長期來看，若全球資本逐步認可計息穩定幣作為一種合法金融工具，香港等地區則必須重新審視現行監管政策，適時引入靈活試點和分層監管機制。

港宜及早探索監管機制

香港可考慮在現有穩定幣沙盒內逐步試點「有條件付息」模式，嚴格限定產品底層資產和收益上限，並在試點初期僅面向專業投資者開放，待驗證風險可控後再逐步擴大範圍；同時探索分層監管機制，既保持支付型穩定幣的純粹性，又能为收益型產品提供合規路徑。相比修訂《穩定幣條例草案》，筆者認為更直接的方式可能是通過監管指引明確計息穩定幣的證券屬性，並將其納入「代幣化證券」的監管範疇進行規管，使其與支付型穩定幣區分。

此外，香港還可依託國際金融中心和離岸人民幣樞紐優勢，推動以人民幣債券、大灣區基礎設施收益權為底層資產的計息穩定幣發展，吸引東南亞及「一帶一路」資金流入香港，進一步增強本地金融市場競爭力。當然，如果考慮允許計息穩定幣，香港還須建立更完善的風險管理框架，確保底層資產安全和流動性，並防止因收益支付引發的資金擠兌風險，同時加強與其他國際監管機構的協調，避免監管套利和跨境風險擴散。

總之，穩定幣從早期單純的價格錨定工具，演變成為兼具支付和收益功能的多元化金融產品。美國SEC批准計息穩定幣的舉措，展示了在嚴格監管框架下實現產品創新的可行性，但也對現有穩定幣監管模式提出了新挑戰。於香港而言，如何在維護金融穩定的基礎上，推動創新與合規並舉將是關鍵。監管部門、傳統金融機構與Web3企業需密切協作，共同制定適應全球變革的新監管策略，確保香港在未來數字金融生態中繼續保持領先優勢。

（作者為歐科雲鏈研究院資深研究員）

內地哪些城市房價先企穩？



經濟把脈
林采宜

2021年以來，中國房地產市場持續調整，但2024年末至2025年初的數據顯示市場已現企穩跡象，國家統計局發布的70個大中城市、尤其是一線城市的二手住宅銷售價格指數同比跌幅持續收窄。這一趨勢反映出政策托底促使市場信心有所修復，但區域分化加劇、長期風險猶存。

去年9月26日，中央政治局會議定調「要促進房地產市場止跌回穩」，釋放了近年來最強的「穩地產」信號。當前政策以「穩預期、防風險」為核心，通過貨幣寬鬆與結構性工具雙管齊下。2024年央行降息、降準及重啟PSL（抵押補充貸款），首套房貸利率降至3.1%以下。同時，發行專項債收購存量土地、城中村改造貨幣化安置、「白名單」項目融資支持等政策，既緩解房企流動性壓力，又推動去庫存進程。

在需求層面，新增購房需求趨弱。2024年，中國老齡化人口達3億，年輕一代對結婚、生育以及購房的意願率都有所下降。全國城鎮化率達67%，城鎮人口流入的動力下降，部分三四線城市甚至面臨人口外流的壓力。因此，城鎮房地產庫存去化周期延長。此外，居民負債率也年年攀升，目前各大城市的房貸總額遠遠高於當地居民的可支配收入，在50個樣本城市中最高的是杭州，居民負債率高達327%，最低的東莞，也已經達到138%，房企債務風險向居民端傳導的跡象顯著。

為評估不同城市面臨的房地產潛在風險水平，我們從房價和需求兩個層面，選取年化租售比、租金收入比、房價收入比、購房人口增速、購房人口佔比、出生率、外來人口流入增速、可支配收入增速及居民負債率等九個維度的指標，對國內50個主要城市進行房地產風險指數的測算。

數據顯示，房價高的城市市場下探的動力相對較強，高房價城市中廣州、蘇州和東莞的房價繼續下行風險相對較低；低房價城市中，徐州、南寧和惠州的風險相對較高。

國際上通常認為房價收入比在3至6倍之間、租金收入比在30%以內是合理的。超過合理水平的房價通常被認為是「房價泡沫」。在50個樣本城市中，有一半城市的房價收入比在10倍以上，其中深圳(34.24)、北京(30.65)、上海(26.40)等地的比值極高；深圳、北京、三亞、上海、杭州的租金收入比也超過了30%。

租售比衡量房地產作為資產的收益水平，當其高於國債收益率時，持有

房產的收益可以覆蓋無風險收益。2024年末到2025年初，中國10年期國債收益率基本在1.6%至2%間。在統計的50個城市中只有約一半城市的租售比高於2%，一線城市的租售比普遍低於1.8%。

中國目前出生率普遍較低。一般而言，不生孩子的家庭的購房意願低於有孩子的家庭，且生育率越高，家庭結構更穩定，未來住房需求更有支撐。數據顯示，廣東各主要城市出生率較高且購房人口佔比大，在需求側房價有一定的支撐；上海、天津、蘇州、南通等城市購房人口增速為負且出生率低，對增量房產需求較弱。

在統計的50個樣本城市中，超過一半的城市人口面臨外流，疫情之後服務業蕭條，大量打工人士失業回鄉所導致北上廣深等一線城市人口流入基本不變甚至減少；只有南通、長春、合肥等城市在2023年人口流入增長較快。

區域分化趨勢加劇

此外，居民債務收入比不斷攀升也是購買力下降的重要因素。目前居民負債率排名前五的是杭州、南京、福州、珠海和鄭州。這些城市的居民在貸款買房方面槓桿加得猛，導致家庭抗風險能力下降、未來繼續加槓桿的潛力較弱。從支付能力看，2024年大部分城市的城鎮居民可支配收入增速在3.5%至5%間，深圳、合肥、石家莊和蘭州超過5%，而杭州、珠海和佛山不足3.5%。可支配收入增速下降導致居民對未來收入增長的謹慎預期，也是影響購房動力的重要因素。

基於多維指標測算與分析，2025年中國房價走勢將呈現「整體承壓、區域分化」的特徵，核心結論如下：

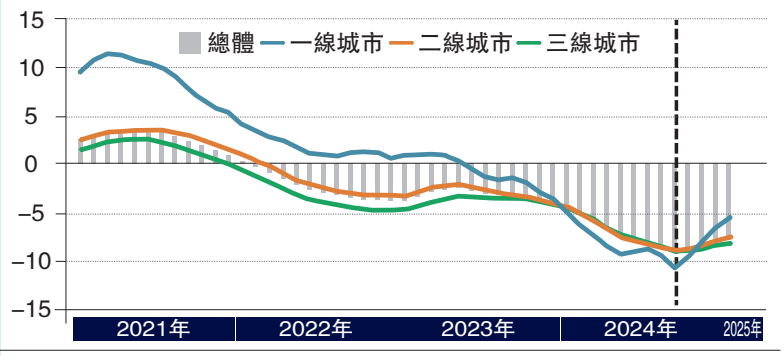
1) 高風險城市調整壓力加劇。北京、深圳、三亞因房價收入比超25倍、租售比低於1.8%，房價泡沫水平較高；杭州、南京因居民負債率超250%及人口淨流入放緩，房價下行壓力仍存。

2) 低風險城市房價韌性較強。如成都、武漢、重慶等二、三線城市因房價收入比只有10倍左右、人口流入穩定、年購房人口增速超3%，房價有望逐步企穩，甚至局部回暖。

3) 當前「穩預期、防風險」政策緩解了短期流動性危機，但難以逆轉高泡沫區域的價格調整趨勢。政策效力更多體現在延緩下跌節奏，而非扭轉市場邏輯。低生育率削弱長期需求支撐，疊加居民高負債率與經濟放緩，可能引發需求端「斷檔」風險，進一步拖累房價。

（作者為中國首席經濟學家論壇研究院副院長）

內地二手住宅銷售價格指數走勢



投資信心增強 港樓氣氛回暖



主樓布陣
布少明

本港踏入3月份，樓市終於迎來期待已久的「小陽春」。在息口下調的憧憬、政策層面的鬆綁，以及投資氣氛與經濟環境向好的多重動力推動下，樓市交投明顯回暖，市場信心逐步恢復。

根據市場統計，本月首九天的一手交投已錄得超過1000宗，顯示市場活躍度顯著提升。二手方面，據美聯物業分行統計，3月份首十四日，二手10大指標屋苑共錄得約83宗成交，較2月份同期錄得約59宗按月大幅增加約40.1%。隨着更多利好消息出現，入市信心已然增強，預計二手「小陽春」會緊接新盤爆發，成交有望持續向好，並帶動樓價回穩。

筆者相信，部分資金有機會從股市轉移至樓市，尋求更穩定的投資回報，持續帶動成交回升，樓價的跌勢亦有望回穩。筆者睇好樓市成交的主要原因，是現時投資物業的回報率已經大幅改善。物業投資的回報通常分為兩個層面：一是物業的升值潛力，二是租金收益。當中，租金走勢穩步上揚。儘管目前仍處於傳統租務淡季，但私人住宅租金已率先回升。根據美聯「租金走勢

圖」，2月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約37.81元，按月回升0.4%，創下四個月新高，較去年同期更錄得約6.15%的升幅。

反觀樓價，則呈現反覆回落趨勢。「美聯樓價指數」最新報126.76點，續創逾八年半新低。這種「租升價跌」的現象，令租金回報率持續上升。根據美聯物業估價署的數據，1月份A類私宅的租金回報率錄得3.6%，較去年同期的3.3%上升0.3個百分點，進一步提升了物業投資的吸引力。

冀「購房資金通」成行

日前十四屆全國人大三次會議在北京閉幕，會有港區人大常委提出建立「購房資金通」，容許兩地居民以跨境匯款方式，直接將資金用在香港或內地購買物業。這一建議若得以實施，將進一步促進兩地的樓市交投。配合特區政府早前推出的減免印花稅措施，政策層面扶持樓市的信息非常明確，樓市交投有望持續回升。對於投資者而言，現時正是把握入市良機，尤其是那些租金回報率高且升值潛力優厚的物業，更是「手快有手慢無」。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）