



中銀香港 研究產品系列

- 中銀財經述評
- Economic Vision
- 中銀經濟月刊
- 離岸人民幣快報
- 中銀經濟預測
- 東南亞觀察
- Green Insights
- 中銀策略研究
- 內部研究報告

作者：關振球
電郵：ckkwan@bochk.com
電話：+852 398 27181

聯繫人：陳女士
電郵：ccchan@bochk.com
電話：+852 282 66208

虛擬資產與傳統金融相互滲透 逐漸形成新遊戲規則

資深策略規劃師 關振球

前言

2025 年是虛擬資產實現提速發展的重要一年。繼今年 2 月香港證監會發表「香港虛擬資產市場的監管路線圖」後，特區政府亦計劃於年內發表第二份發展虛擬資產政策宣言，探討如何結合傳統金融服務優勢與虛擬資產領域的技術創新。回顧虛擬資產市場的發展軌跡，自 2008 年 11 月一份由署名中本聰，題為《比特幣：對等網絡電子現金系統》（Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System）的論文發表後，正式開啟了虛擬資產的發展序幕，其後「比特幣」網絡於 2009 年 1 月上線。16 年後，「比特幣」漸漸從小眾的「科技產物」變成了投資市場的寵兒。在「比特幣」投資熱潮的推動下，虛擬資產的種類持續發生變化，五花八門的產品相繼出現，單計虛擬貨幣（Cryptos）便有逾 1,600 種。不過，雖然虛擬資產的發展步伐急速，其去「中心化金融」（DeFi）概念卻受到不少挑戰和質疑，在政府及監管機構積極參與的情況下，虛擬資產市場的發展方向亦隨之而轉變。本報告扼要分析虛擬資產業務的最新市場情況，及探討其未來發展趨勢。

一、虛擬資產種類續增，市場影響力持續攀升

虛擬資產是基於區塊鏈技術及去中心化的線上金融生態系統，透過技術與金融創新，早期在區塊鏈及智能合約等技術基礎上，以「去中心化金融（DeFi）」概念迅速發展，其中「比特幣」及「以太幣」成為了具代表性的虛擬資產。在「比特幣」誕生 16 周年後的今天，虛擬資產市場持續演變及發展，並在全球呈現遍地開花的景象。



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

全球虛擬資產（包括加密貨幣、代幣化資產等）的總市值和規模受到多種因素影響呈現震盪上升趨勢。參照財經新聞網站「財情」（Investing.com）的數據顯示，截至2025年5月13日，全球虛擬貨幣總市值超過3.3萬億美元，其中「比特幣」市值佔據主導地位（逾50%），市值逾2萬億美元（約16萬億港元）；位列第二位的「以太幣」市值達2,960億美元（約2.3萬億港元），僅達「比特幣」的約16.4%。此外，穩定幣（如USDT、USDC）是全球另一種備受關注的虛擬貨幣，其時全球總市值亦超越2,200億美元。從市值角度看，「比特幣」已高於總市值僅約不足2萬億美元的白銀，當中還未計算掛鈎在不同虛擬資產的現貨和期貨ETF（交易所買賣基金）、RWA（代幣化實體資產）、NFT（非同質化代幣）、Meme Coin（迷因幣）、央行數字貨幣（CBDC），以及一些較少人認知的虛擬資產，如效用代幣（Utility Tokens）、隱私幣（Privacy Coins）等。其中，由現任美國總統發行的特朗普迷因幣（\$TRUMP），其總市值曾高達逾1,000億港元（約140億美元），至2025年5月份，市場更傳出特朗普可能會發行第二批迷因幣。此外，香港投資推廣署於2025年2月批准了一項以以太坊（ETH）作為3,000萬港元資產證明的投資移民申請，其價值等同於實體資產。同時，HashKey Capital於2025年2月推出首個獲得香港證監會（SFC）批准，面向機構及專業投資者的「HashKey FTSE 數字資產20指數基金」（HashKey 20¹），容許新資本投資者入境計劃（CIES）的投資者，可配置其中1,000萬港元（3,000萬港元投資門檻的一部分）HashKey 20指數基金，可見虛擬資產的市場認受性及影響力正在持續攀升。

二、監管機構逐步進場，市場結構從去中心化靠向傳統金融模式

虛擬資產在去中心化金融體系中，所有交易均不需要依賴券商、交易所、銀行等傳統金融機構提供的金融工具，也不需要律師、會計師等法律機構和中心化單位來核對與執行，其無法更改、可追蹤的特質讓交易雙方可直接信任這個DeFi體系，這很大程度上擺脫了對貨幣交易、金融服務及產品的監管要求。在虛擬資產發展前期，市場普遍看重其自主性高，可7x24透過智能合約自動執行交易，公開透明，全數交易均記錄在區塊鏈系統內，及成本較低，去除中介機構、人力及租金等成本，可透過手機進行交易等。但是，在完全去中心化的架構中運行，每筆交易都需要完整讀完所有區塊才能確定，在一定程度上會影響交易效率。因此，無論是「比特幣」或是「以太幣」，都出現了類似「歸檔節點²」架構，以快照把某個時點的鏈上所有帳本計算出來，可透過重新計算來驗證，又能加速帳本記帳速度。此外，無監管、無中介金融體系也造成了詐騙普及，如網絡詐騙、交易所遭駭等，受害者也很可能會求助無門，擁有技術或資本優勢的參與者可以得到相對優勢，漸漸形成不平等情況。

¹ HashKey 20 主要成分代幣包括比特幣（Bitcoin）、以太坊（Ethereum）、索拉納（Solana）、狗狗幣（Dogecoin）、卡爾達諾（Cardano）、雪崩（Avalanche）、ChainLink、波卡（Polkadot）、恆星幣（Stellar）、Filecoin 以及瑞波幣（Ripple）等。

² 歸檔節點（Archive Node）是在全節點的基礎之上，額外儲存了每個區塊的狀態（個人帳戶與合約帳戶之當時餘額等信息），即針對每個區塊當下的狀態進行快照並存檔。

近年，香港的虛擬資產發展在傳統金融的中心化監管體系中逐步植根發展。這一方面是因為市場及監管機構逐漸意識到，去中心化的運作模式存在較大的風險隱患。近年，虛擬資產市場在全球爆雷事件相繼發生，涉及如違法交易、項目欺詐、市場操縱等非法活動，曾導致多次重大事故，如全球第二大虛擬貨幣交易所 FTX 倒閉、交易所 Bybit 逾 40 萬枚 ETH（價值 15 億美元）被盜、LUNA 代幣價值歸零後蒸發 400 億美元市值等，為投資及金融市場帶來不少衝擊。因此，傳統監管機構必須適時進場，持續完善虛擬資產市場的監管環境以降低新興概念對傳統金融市場的衝擊。另一方面，全球不少國家的政府、央行及監管機構開始研究並加深對虛擬資產市場的參與。根據國際清算銀行（BIS）於 2024 年發布的調查顯示，全球已有 94% 國家的央行投入央行數字貨幣（CBDC）相關工作，在亞洲區內，中國、印度、泰國等已進入初階應用或測試階段，反映虛擬資產正逐步靠向傳統金融的經營體系。

三、香港特區政府積極推動，香港有望成為虛擬資產業務的創新試驗田

香港特區政府透過財經事務及庫務局，於 2022 年 10 月發表了《有關香港虛擬資產發展的政策宣言》，闡明政府對推動虛擬資產行業的政策立場和方針，明確展示了要推動香港發展成為「國際虛擬資產中心」的決心。其後，本地監管機構相繼推出相應的法規、聲明及指引。2022 年 10 月以後，香港金管局先後就虛擬資產監管向市場發出通知共 41 次，主要圍繞虛擬資產質押服務、中介人活動、代幣化資產託管、穩定幣發行人「沙盒」、防洗錢風險管理等領域，透過細化監管內容及指引，系統性推動虛擬資產市場發展。同期，香港證監會則發布了相關公告共 40 次，如虛擬資產交易平台發牌制度、有關證監會認可基金投資虛擬資產的通函、虛擬資產基金制定質押相關指引，以及「A-S-P-I-Re」虛擬資產市場監管路線圖等，分別為連接（Access）、保障（Safeguards）、產品（Products）、基建（Infrastructure）和聯繫（Relationships），實現有序發展。此外，香港特區政府計劃於 2025 年內發表第二份發展虛擬資產政策宣言，探討如何結合傳統金融服務優勢與虛擬資產領域的技術創新，提高實體經濟活動的安全性和靈活性，亦會持續鼓勵本地和國際企業探索虛擬資產技術的創新及應用。

在特區政府與監管機構的積極推動下，香港虛擬資產市場呈現多個重要突破。一是領先全球實現虛擬資產交易平台發牌制度，截至 2025 年 6 月共 10 家持牌交易平台正式營運，大幅降低了平台風險。二是成功推動在港發行虛擬資產 ETF，先後實現「比特幣」及「以太幣」期貨與亞洲首批現貨 ETF 的發行，截至 2025 年次季在香港交易所上市虛擬貨幣 ETF 共 18 隻，總市值達 92.23 億港元。三是透過引進虛擬資產質押服務，允許投資者在受監管的市場環境中從虛擬資產賺取收益，助力提升虛擬資產的流動性。四是就虛擬資產穩定幣及場外交易服務（OTC）等進行監管及 / 或實施發牌制度，香港立法會於 2025 年 5 月 21 日已完成三讀通過《穩定幣條例草案》，預計有關係例將於 2025 年內生效。此外，關於 OTC 的監管預期將於年內出台，將可推動虛擬資產市場進一步規範化發展，

並能減少近年本港接連出現的虛擬貨幣場外找換店騙案。**五是成功吸引全球加密貨幣及 Web3 行業重點活動「Consensus 大會」於 2025 年 2 月在港舉行**，匯聚數千名全球虛擬資產、區塊鏈、Web3 和金融科技等業界精英和企業代表，確認了香港在虛擬資產業務的市場地位。**值得關注的是**，香港特區政府更直接參與，在金管局 Project Genesis 的基礎上，於 2023 年發行全球首批政府代幣化綠色債券後，於 2024 年再發出另一批以港元、人民幣、美元及歐元計價，總值約 60 億港元的數碼綠色債券，使代幣化從概念驗證跨進實際應用層面。

四、虛擬資產由虛到實，傳統金融同業以審慎態度逐步探索業務機遇

虛擬資產從早期的 Web3.0 去中心化金融概念開始，無論是產品或經營模式都逐步靠向傳統金融體系。監管機構進場後虛擬資產市場開始呈現系統化、規範化等發展模式。在監管條例的要求下，傳統金融機構的角色亦逐漸變得重要。例如，香港特區政府於 2023 年 2 月推出首批政府代幣化綠色債券，引進了銀行、投行、託管等傳統金融機構，亦拉開了虛擬資產市場虛實結合，與傳統金融體系相互滲透的序幕，其後證監會引進虛擬資產交易平台發牌制度、虛擬貨幣現貨及期貨 ETF 的發行、Ensemble 與穩定幣沙盒等一系列重點項目的推出，在持續推動及提升傳統金融業在虛擬資產市場的參與度。同時，傳統金融機構亦開始主動運用區塊鏈技術，探索推出代幣化產品和服務。

今天，傳統金融機構如銀行集團、資產管理、保險公司、投資銀行、基金公司、券商等相繼進場，呈現了新舊金融體系相互滲透、互動發展的趨勢。不過，現階段傳統金融機構普遍採取「穩中有進，審慎推展」的態度，這主要可歸納為兩大領域，在**支持政策性項目方面，傳統金融機構的取態較為積極**，如參與 Ensemble 項目（如跨行支付結算、代幣化債券結算、代幣化 e 提單結算）、CBDC、mBridge 貨幣橋、穩定幣沙盒，以及支持發行虛擬貨幣 ETF 等項目，都在扮演着相當重要的支持角色，總體而言是在積極配合政府穩中有進的發展步伐；在**推動創新性項目方面，傳統金融機構的策略並未過於進取**，更多是實現虛實結合的發展策略，如推動代幣化基金、黃金、債券等實體資產（RWA）項目，同時避免大規模參與價格波動較大、潛在風險較高的虛擬貨幣及相關產品（如 ETF）的對客營銷及交易服務。截至 2025 年第二季，僅個別傳統銀行向客戶提供虛擬貨幣 ETF 的交易服務，而以創新突破為競爭策略的數字銀行及數字化券商則較為進取，參與度相對較高。

五、虛擬資產的「投資屬性」發展迅速，「交易屬性」有望提速發展

參照並節錄香港投委會的定義，「虛擬資產是一種以數碼形式來表達價值，可以用作交易、轉移、支付以至投資的資產，例如加密資產、去中心化自治組織代幣、非同質化代幣（NFT）、或聲稱有商品或其他資產支持的代幣（RWA）…」。**概括而言，虛擬資產主要包括兩大內涵，一是「投資及價值儲存」**，如代幣化實體資產（如黃金、房地產、藝術品）及虛擬貨幣（如比特幣、以太幣），可被視為儲值及投資獲利的工具，**二是「價值的交換媒介」**，

如作為傳統貨幣的替代品，實現點對點（P2P）交易、小額即時支付，遊戲內交易等（如特定用途代幣），或是用作降低傳統金融體系跨境匯款成本與時間的問題（如 USDT、XRP）。

從前述分析內容可見，香港虛擬資產市場的「投資及價值儲存」領域發展相對較快，投資者可以透過銀行、券商、持牌交易平台及傳統找換店等參與代幣化基金及黃金，債券、虛擬貨幣及相關的期貨及現貨 ETF 等，未來更有可能透過 RWA（代幣化實體資產）或 STO（證券型代幣發行）等形式接觸及參與更廣泛的投資產品（如房地產、藝術品、大型項目等），但目前本地零售及企業客戶普遍未能透過代幣化虛擬資產作為「價值的交換媒介」，仍然停留在傳統貨幣及相關的電子化模式進行交易，如銀行電子支付、信用卡支付、持牌儲值支付工具（SVF）的電子支付、金管局快速支付系統「轉數快」（FPS）及跨境匯款等。不過，隨著數字人民幣（eCNY）開始落地應用，eHKD 亦在研究中，加上穩定幣的監管及實施發牌制度可能於 2025 年內逐步實現，預期將有助於虛擬資產應用在日常支付及跨境貿易支付等領域的發展，逐步延伸發展其交易屬性。

六、總結：虛擬資產將繼續蛻變成長，在四大基礎上穩步發展

虛擬資產的市場變革仍然在路上，不少領域如虛擬資產穩定幣、場外交易服務（OTC）、跨境／跨國虛擬資產交易、代幣化資產的創新發展路徑及監管等不少領域都仍然在發展的過程中。預期在香港特區政府與監管機構的積極作為，並與國際監管機構保持溝通合作的情況下，虛擬資產市場的遊戲規劃將會逐步轉變，並朝向四個主要方向健康發展：

一是規範化，透過香港特區政府及監管機構的努力，如立法規管、發放牌照等，虛擬資產市場的監管環境將會持續完善及細化，從無序發展走向更規範化的發展階段；

二是專業化，一方面是產品專業化，進入監管認可的產品將會經過適當的評估或審查，有效降低風險並提升專業性，另一方面是交易平台管理專業化，在資產託管、資金運用、交易流程、技術運作都受到專業規管，保障投資者利益；

三是普及化，透過立法規管，虛擬資產交易的風險有望逐步降低，更多投資者可透過受規管的虛擬資產交易平台、券商、商業銀行及數字銀行等參與虛擬資產的買賣及投資活動；

四是多元化，虛擬資產正朝向兩大領域發展，一方面是投資產品種類的持續伸延，從虛擬貨幣相關交易擴展更多代幣化實體資產（RWA）的領域（如基金、債券、貴金屬、證券等），另一方面是交易服務的持續發展，在 eCNY 及 eHKD 等央行虛擬貨幣持續普及發展，加上穩定幣的後續進場，預期將有助於在監管環境下實現，以代幣化資產進行跨境支付的探索與發展。

免責聲明及重要注意事項

本文件由中國銀行（香港）有限公司「中銀香港」刊發只供參考。

本文件的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發亦無意供該等人士或實體使用。

本文件僅供參考並不構成亦無意作為也不應被詮釋為投資建議、專業意見或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本文件之內容作出任何投資決定。

本文件所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制惟該等資料來源未經獨立核證故中銀香港不會就本文件及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文件刊發日期前之判斷任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本文件所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者且並未考慮本文件各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦亦不會就此承擔任何責任。投資者須了解有關投資產品的性質及風險並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文件無意提供任何專業意見故投資者在任何情況下都不應依賴本文件作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許否則不可把本文件作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式轉發或傳送本文件任何部份予[公眾或]其他未經核准的人士或將本文件任何部份儲存於可予檢索的系統。

「中國銀行香港金融研究院」簡介：

「中國銀行香港金融研究院」是中銀香港集團的主要研究及策劃單位。以構建「中銀大腦」為目標，立足香港，面向大灣區和東南亞，放眼亞太和全球，主要研究當地的宏觀經濟與政策、金融市場、人民幣國際化與數字貨幣、金融業改革與創新、綠色金融與可持續發展等領域，發揮創研結合，宏觀、中觀、微觀一體，研究實務打通的優勢，持續提升「中銀研究」的品牌形象和社會影響力。研究院以服務國家和香港社會為己任，積極向政府和監管機構建言獻策，同時與香港及內地的一些著名大學、智庫以及行業領軍企業建立了廣泛的合作關係並開展聯合研究。目前，研究院擁有一支近60人的研究團隊，每年完成內外部各類研究報告近千篇。

作者簡介：

關振球：現任中國銀行香港金融研究院資深策略規劃師，香港理工大學工商管理博士、英國伯明翰大學工商管理碩士（國際商業）、澳洲科廷科技大學金融碩士、英國萊斯特大學職業及組織心理學碩士、香港城市大學應用心理學社會科學碩士、香港樹仁大學輔導心理學社會科學碩士、香港心理學會副院士、工業及組織心理學部註冊心理學家、輔導心理學部心理學家，加拿大特許商務管理學院特許管理師，於2003年取得英國皇家特許行銷協會特許市務師資格，在中銀香港任職逾20年，主要研究領域包括企業策略、渠道策略、業務創新、金融科技、零售銀行、客戶分層、客戶行為、數字化轉型及代幣化業務等。

如需投稿或提出建議，請發送至本單位

郵箱：espadmin@bochk.com

或直接聯絡本文作者



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一、本地生產總值 GDP	2022	2023	2024	2025/Q1
總量 (億港元) GDP(HKD 100million)	28,090	29,010	29,729	7,997
同比增長率 (%) YoY change(%)	-3.7	3.3	2.5	3.1
二、對外商品貿易 External merchandize trade			2025/4	2025/1-4
外貿總值 (億港元) Total trade(HKD 100million)				
總出口 Total exports	45,317	41,774	4,345	16,050
總進口 Total imports	49,275	46,450	4,505	17,020
貿易差額 Trade balance	-3,958	-4,676	-160	-970
年增長率 (%) YoY Growth(%)				
總出口 Total exports	-8.6	-7.8	14.7	11.9
總進口 Total imports	-7.2	-5.7	15.8	11.4
三、消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.9	2.1	2.0	1.7
四、零售市場 Retail market				
零售額同比升幅 (%) Change in value of total sales YoY(%)	-0.9	16.2	-2.3	-5.6
五、訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) Total arrivals(10 thousands)	60.5	3,400.0	384.8	1,607.6
年升幅 (%) YoY change(%)	561.5	5,523.8	13.5	10.0
六、勞動就業 Employment			2025/1-2025/3	2025/2-2025/4
失業人數 (萬人) No. of unemployed(10 thousands)	16.3	11.3	12.3	12.9
失業率 (%) Unemployment rate(%)	4.3	2.9	3.2	3.4
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.3	1.1	1.1	1.3
七、住宅買賣 Domestic property sales and price index			2025/3	2025/4
合約宗數 (宗) No. of agreements	45,050	43,002	5,367	5,694
住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index	369.7	337.4	284.7	285.7
八、金融市場 Financial market			2025/4	2025/5
港幣匯價 (US\$100=HK\$) 期末值	780.8	781.1	775.7	784.4
HKD exchange rate (US\$100 = HK\$), end of period				
銀行體系收市總結餘 (億港元) 期末值	962.5	449.5	446.1	1734.3
Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period				
銀行總存款升幅 (%)	1.7	5.1	4.1	-
Change in total deposits(%)				
銀行總貸款升幅 (%)	-3.0	-3.6	0.5	-
Change in total loans & advances(%)				
最優惠貸款利率 (%) 期末值	5.6250	5.8750	5.2500	5.2500
Best lending rate (%), end of period				
恒生指數 Hang Seng Index	19,781	17,047	22,119	23,290