



▲香港的《穩定幣條例》將於下月生效，相關監管料可提升國際金融中心競爭力，吸引全球穩定幣項目落地。

經濟觀察家

全球各國對穩定幣的監管政策尚未統一，且處於不斷演變中。一些國家對穩定幣持謹慎態度，甚至採取嚴格限制或禁止措施；而另一些國家則在探索建立合規框架，鼓勵創新發展。這種監管政策的不確定性使穩定幣發行機構和投資者面臨較大風險。

各地穩定幣的發展思維



淵謀遠略
袁淵

美國：雙軌制監管與立法推進

美國的穩定幣監管呈現聯邦與州政府雙軌制特徵。在聯邦層面，多個監管機構各司其職。美國證券交易委員會（SEC）依據「Howey測試」判定穩定幣是否屬於證券範疇，若判定為證券，則需遵循證券發行與交易相關法規。商品期貨交易委員會（CFTC）將部分加密資產視為商品進行監管，對涉及穩定幣的期貨、期權等衍生品交易實施監管。金融犯罪執法網絡則重點關注穩定幣相關的反洗錢和反恐怖融資問題，要求穩定幣發行商和交易平台履行客戶身份識別和交易報告義務。

在州政府層面，各州對穩定幣監管政策存在差異。紐約州實施嚴格的BitLicense制度，要求在該州開展穩定幣業務的企業必須獲得牌照，並滿足資本充足率、風險管理和消費者保護等方面的要求。懷俄明州則採取更為寬鬆的政策，通過立法明確加密資產的合法地位，吸引了眾多穩定幣項目在此設立運營。

今年初，美國提出《穩定幣透明度和問責制促進更好賬本經濟法案》和《引導和建立美國穩定幣國家創新法案》。以上法案旨在加強穩定幣發行人的信息披露要求，規定發行人必須定期公開儲備資產構成、審計報告等信息，以提高市場透明度。同時以上法案聚焦於穩定幣的發行主體資格和監管框架，明確只有獲得聯邦或州政府許可的機構才能發行穩定幣，並對不同規模的發行人實施差異化監管。

歐盟：MiCA框架下的分類監管

歐盟通過《加密資產市場監管條例》（MiCA）構建了統一的穩定幣監管框架。MiCA將加密資產分為電子貨幣代幣（EMT）和資產參考代幣（ART），穩定幣通常被歸類為ART。對於EMT，發行人必須是獲得授權的電子貨幣機構或信貸機構，且需滿足嚴格的資本充足率、儲備資產和風險管理要求。

在儲備資產方面，MiCA要求穩定幣發行人必須持有足額的高質量流動資產作為儲備，以確保穩定幣可按面值贖回。儲備資產需與發行人自有資產嚴格隔離，並定期進行審計。在信息披露方面，發行人必須向監管機構和公眾披露穩定幣的發行機制、儲備資產構成、風險狀況等信息，提高市場透明度。

MiCA的實施對歐盟穩定幣市場產生了深遠影響。一方面，提高了穩定幣發行門檻，淘汰了部分實力較弱的項目，促進市場集中化。另一方面，增強了投資者保護，提升市場對穩定幣的信心。自MiCA實施以來，歐盟穩定幣市場規模穩步增長，新發行的穩定幣項目數量雖有所減少，但項目質量顯著提升。

中國香港：牌照制度與跨境監管

中國香港通過《穩定幣條例》建立了穩定幣牌照制度。根據該條例，

在香港發行或向香港公眾推廣穩定幣的機構必須獲得香港金融管理局（HKMA）頒發的牌照。牌照申請機構需滿足嚴格的准入條件，包括實繳資本不少於2500萬港元、具備健全的風險管理體系和合規機制等。

香港穩定幣監管具有顯著的跨境特徵。對於境外發行但錨定港元或向香港公眾積極推廣的穩定幣，同樣需遵守香港監管規定，申請牌照。HKMA有權對可能影響香港金融穩定或國際金融中心地位的境外穩定幣項目實施監管。這種跨境監管模式有效防範了外部風險輸入，維護了香港金融市場穩定。

香港穩定幣監管政策的實施，為香港金融科技產業發展注入新動力。吸引了眾多國際穩定幣項目在香港設立運營，如Circle計劃在香港推出錨定港元的穩定幣。同時，推動香港虛擬資產市場創新發展，促進區塊鏈技術在金融領域的應用，提升香港作為國際金融中心的競爭力。

監管目標與側重點

美國監管目標主要包括維護金融穩定、保護消費者權益和鞏固美元國際地位。通過將穩定幣納入現有金融監管框架，防範穩定幣引發系統性金融風險，同時保障投資者免受欺詐和操縱。美國強調美元穩定幣在全球數字支付領域的主導地位，以強化美元霸權。

歐盟監管側重於構建統一市場規則，消除成員國之間監管差異，促進加密資產在歐盟內部自由流通。通過實施MiCA，確保穩定幣發行和交易在整個歐盟區域內遵循一致標準，提升市場效率和透明度，同時注重金融穩定和消費者保護。

中國香港監管旨在提升國際金融中心競爭力，吸引全球穩定幣項目落地。通過建立牌照制度和跨境監管機制，規範穩定幣市場秩序，維護金融穩定，同時為金融創新提供空間，推動香港金融科技產業發展。

監管範圍與穩定幣定義

美國監管範圍涵蓋所有在美國境內發行、交易或向美國居民提供服務的穩定幣項目，將穩定幣定義為「旨在維持與法定貨幣穩定兌換率、用於支付或價值儲存的數字資產」，明確排除了不具備支付功能的加密資產。

歐盟將穩定幣納入資產參考代幣範疇，定義為「旨在通過參考一種或多種法定貨幣、商品或其他資產維持穩定價值的加密資產」，涵蓋了法幣抵押、加密資產抵押和算法穩定幣等多種類型。

中國香港《穩定幣條例》將監管範圍限定為「指明穩定幣」，即錨定一種或多種官方貨幣、通過資產錨定機制維持穩定價值的加密資產。算法穩定幣因缺乏實體資產支撐，被排除在監管範圍之外。

牌照與准入要求

美國實行聯邦與州雙軌制牌照制

度。聯邦層面，大型穩定幣發行人（市值超100億美元）需向貨幣監理署（OCC）等機構申請牌照，滿足嚴格的資本充足率、風險管理和信息披露要求。州級層面，中小發行人需向各州金融監管機構申請貨幣服務業務（MSB）牌照，不同州的牌照要求存在差異。

歐盟要求EMT發行人必須是獲得授權的電子貨幣機構或信貸機構，需滿足歐盟《電子貨幣指令》規定的資本充足率、儲備資產和審慎監管要求。對於ART發行人，雖無特定牌照要求，但需遵守MiCA規定的信息披露、風險管理等義務。

中國香港實施統一牌照管理，由HKMA集中審批。牌照申請機構需具備健全的公司治理結構、風險管理體系和合規機制，實繳資本不少於2500萬港元，且需在香港設立實質業務存在。

儲備資產與贖回機制

美國要求穩定幣發行人持有足額的高質量流動資產作為儲備，以支持穩定幣贖回。儲備資產類型包括現金、短期國債和高評級商業票據等，但未明確規定儲備比例。發行人需定期公開儲備資產審計報告，確保透明度。

歐盟MiCA要求EMT發行人必須持有100%足額儲備資產，且儲備資產需與發行人自有資產嚴格隔離。對於ART發行人，雖未強制要求100%儲備，但需確保儲備資產足以支持穩定幣按面值贖回，並定期披露儲備資產構成和估值信息。

中國香港規定穩定幣發行人必須維持儲備資產市值始終不低於流通穩定幣面值總額，且需根據資產風險特性設置緩衝。儲備資產僅限於高流動性、低信用風險的法定金融工具，如三個月內到期的銀行存款、剩餘期限不超過一年的可交易債務證券等，並通過法定信託架構與發行人自有資產分離。

信息披露與透明度要求

美國要求穩定幣發行人定期披露儲備資產構成、審計報告、財務狀況等信息，向投資者和監管機構提供充分的決策依據。發行人需在其官方網站或指定平台公開披露信息，確保信息可獲取性和及時性。

歐盟規定發行人必須向投資者和監管機構披露穩定幣發行機制、儲備資產構成、風險狀況、審計報告等詳細信息。信息披露需採用標準化格式，並在歐盟官方網站上統一發布，提高信息透明度和可比性。

中國香港要求穩定幣發行人每月披露儲備資產報告，包括資產種類、數量、市值和估值方法等信息。同時，需定期發布審計報告，對儲備資產合規性和財務狀況進行審計。發行人還需向HKMA提交季度和年度報告，匯報業務運營和風險管理情況。

（作者為外資投資基金董事總經理）

反內捲的他山之玉



金融熱話
趙偉

應對產業無序競爭、產能過剩，日本、美國、德國等海外經驗或可參考。其經驗顯示，鼓勵行業兼併重組，提高行業標準，加強市場化出清以及匹配相應托底政策，或是可行的政策組合。

日本經驗：

交叉持股形成經連會

1950年代至1980年代，大量日本企業深陷「規模過小」的發展困局，企業數量龐大但陷入過度競爭，不僅面臨勞動生產率低下、財務狀況持續惡化的壓力，還阻礙了具備國際競爭力的大型企業培育。為此，日本政府着力推動企業合併與聯合，1953年修訂《反壟斷法》，放鬆壟斷管制並提高金融機構持股上限；1963年通產省發布「新產業體制論」，指出企業規模「過小」問題，鼓勵通過合併發揮規模經濟優勢。

隨着政策放鬆壟斷管制、促進交叉持股，日本金融機構持股及企業交叉持股佔比明顯提升。1953年，日本政府將《反壟斷法》中金融機構持股上限從5%提升至10%。在此背景下，1960–1990年日本企業中金融機構持股佔比從30%提升至45%。而且日本加入經合組織後對外開放資本市場，引發企業對海外資本惡意收購的擔憂。因此，日本政府修訂《商法》，允許兩家企業直接向對方增發新股，無需現有股東批准。日本六大集團平均交叉持股比例明顯提升，從1962年的12%升至1998年的18%。

基於持股網絡，日本大批企業形成「經連會」企業集團，有利於穩定上下游產業鏈發展，助力產業升級。「橫向經連會」由不同產業的企業通過交叉持股和從經連會銀行貸款的方式組成企業集團。「縱向經連會」則為關聯企業縱向持股，包括生產型（如豐田等綁定零部件供應商協作創新），分銷型（如松下等通過指定品牌、控制折扣制止分銷商價格戰），資本金型（如東急電鐵藉經連會實現多元化）。

美國經驗：

市場化出清亦做好民生保障

1980年代初，面對國際供給衝擊下鋼鐵行業產能過剩，美國政府主要通過市場化機制出清過剩產能。在此背景下，美國政府取消了鋼鐵行業長期享有的稅收優惠等，加速低效企業退出。1986年美國通過《稅制改革法案》，取消鋼鐵企業長期享有的10%投資稅抵免和加速折舊等稅收優惠；1990年代，美國鋼鐵行業進入新一輪兼併重組期，優勢企業和投資集團通過收購

破產企業優質資產實現產品線與技術整合。

過剩產能市場化出清的同時，美國還重視托底保障機制建設，推出勞動力就業幫扶與養老保障措施。美國通過養老金保障等機制，緩解鋼鐵行業產能出清帶來的職工安置問題。美國養老金保障公司（PBGC）於1974年設立，作為獨立的聯邦機構，其主要依靠參保企業繳納的保險費和投資收益維持運轉，通過依法接管破產企業的養老金計劃，保障員工退休福利。

至2005年，PBGC累計接管超過3500個企業養老金計劃，保障了約69.8萬名退休人員，年度支出達到37億美元，其保險體系整體覆蓋約4410萬美國工人和退休者，成為美國產業結構調整過程中關鍵的社會保障緩衝器。

德國經驗：

制定產業高標準、推動差異化競爭

德國啤酒業的發展經驗則表明，通過立法明確產品標準、建立細分認證機制，或能有效推動產業技術升級、構建差異化競爭格局。德國的《啤酒純淨法》作為全球歷史最悠久的食品標準之一，明確規定啤酒釀造品質底線。1516年該法首次頒布，明確規定啤酒僅能使用大麥、水和啤酒花三種原料，從源頭阻斷不合格原料及有害物質進入生產，既保障了啤酒的質量純度，也通過限制進口保護了本土產業。

同時，德國政府鼓勵各地區域性風格發展，設置精細化認證機制，保障認證產品的真實性和品質，確保了地域和工藝的差異化。1994年，德國政府通過《商標和其他標誌保護法》，對地理標誌商標作出明確規定，進而鼓勵各地區域性風格發展。例如科隆、慕尼黑等城市型啤酒獲得歐盟PGI認證，確保其只能在特定的地理區域內生產，並且遵循嚴格的生產規範，並通過獨立監管機構監督，保障真實性和高品質。

進一步地，德國通過與國際啤酒分類標準緊密對接，確保啤酒風味、工藝及酒精度等多維度的標準化，從而引導市場向高質量、非價格競爭方向發展。BJCP 3 Beer Style Guidelines等標準為啤酒產品提供了全面的分類框架，依據釀造工藝、風味特徵、酒精度，以及原料等標準細分出多個風格類別。每種類別下，不僅有詳細的風味描述，還規定了評分標準，確保不同風格的啤酒在市場上有清晰的定位。標準化的分類體系或有助於推動企業通過風味創新、工藝提升和文化定位等進行差異化競爭。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

新盤連番上市 合力帶旺市場



樓語縱橫
楊永健

港股有「五窮六絕七翻身」之說，但今年樓市走勢卻反其道而行，自3、4月開始整體新盤市場持續熾熱，連同今個月整體再售出逾1800伙新盤。今年新盤市場已經連續6個月突破1000伙水平，過去一個月即使缺乏大盤登場，絕大部分的成交均屬於貨尾盤，新盤銷售仍然能夠連續兩個月上盤；同時，二手交投亦維持微溫狀態，連續多月維持於3500至4000宗左右的水平；當然最重要是交投回升的同時，樓價亦開始有反彈跡象。

早前筆者已經總括過，上半年的港島區新盤繼續成為市場的焦點，新盤銷售約1300伙，去年同期則只有約1200伙。其中，以新世界北角皇都，以及新世界、帝國、資本策略與麗新合作的黃竹坑激晨銷售最為突出，前者累計售出330伙，後者更已售出近450伙。

踏入8月份，新盤市場有力再闖高峰，其中柴灣海德園及啟德維港，灣畔的兩大新盤已足以炒熱樓市，前者作為近20年港島東區最大型新盤，無論是換樓客和分支家庭的上車需求均相當殷切，而後者則擁有區內最大的會所，以及全維港煙花海景，加上具市建局的東維港灣區概念，上述兩大新盤均有相

當吸引力。

因此，8月新盤銷售絕對有力突破2000伙以上的高位，加上新地亦部署於現樓當月推出啟德天璽，天，肯定可以進一步炒熱樓市氣氛。

值得注意的是，未來兩大新盤均屬於新來港人士買家的追捧新盤，去年啟德區新盤是吸引最多相關買家入市的地區。啟德區在去年共錄得2957宗交易，其中1482宗交易買家為普通話拼音，佔整體接近一半。同樣，港島區新盤是向來極受相關買家歡迎，今年3月推售的北角新盤皇都，整體亦約有四成買家是普通話拼音，相信未來推售的海德園及維港，灣畔，肯定會吸引他們入市。

租金上升 帶動轉租為買

當然兩大新盤的定價水平，肯定是作為樓市走向的關鍵所在，低息環境持續令樓市剛需持續強勁。雖然早前本地同業拆息稍微回升，但仍處於相對低水平，銀行亦繼續積極推廣新盤按揭業務，反映銀行對後市依然審慎樂觀。此外，租金持續上升，「供平過租」、「轉租為買」繼續帶動整體一、二手交投。隨着整體新盤貨尾庫存回落，發展商可能調高定價以增利潤，但供應壓力及信心問題仍然限制樓價大幅反彈。

（作者為世紀21 星鑄總經理）

一手市場今年每月成交宗數

