

穩定幣法案通過後 加密市場格局的改變和展望

加密演義



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

美國 GENIUS 法案與香港穩定幣條例草案的實施，標誌着全球數字資產市場正式邁入監管驅動的增長新周期。監管清晰化開啟穩定幣黃金十年，合規美元穩定幣將在十年內實現數量級增長，成為連接傳統金融與加密生態的核心橋樑。而公鏈基礎設施的技術演進，則決定其能否在監管框架內捕獲最大化的價值紅利。對於發行商而言，構建多鏈、多幣種、多監管兼容的穩定幣體系，將是贏得下一個十年競爭的關鍵戰略。

一、GENIUS 法案下的美元穩定幣增長動能與量化推演

美國《GENIUS 法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）於 2025 年 5 月在參議院獲得通過，標誌着美國在穩定幣監管方面邁出了關鍵一步。該法案為穩定幣發行商制定了詳細的監管框架，要求穩定幣發行人需要持有至少 1:1 由美元現金、短期美國國債或政府貨幣市場基金等高流動性資產支持的儲備，並接受定期審計，遵守反洗錢（AML）和了解你的客戶（KYC）等合規要求。這一立法旨在加強消費者保護，防範金融風險，同時為金融科技创新提供穩定的監管環境。

《GENIUS 法案》的實施預計將對全球加密市場格局產生深遠影響。首先，投資於不允許生息的高流動性美元資產將直接利好美債的發行，促使穩定幣成為美債分銷的重要渠道。這種機制不僅緩解美國財政赤字融資壓力，更通過數字貨幣渠道強化美元的國際結算地位。其次，明確的監管框架可能吸引更多金融機構和科技公司進入穩定幣領域，促進支付系統的創新和效率提升。

據 Citigroup 預測，在監管路徑清晰化情景下，全球穩定幣市值將從 2025 年的 2,300 億美元增長至 2030 年的 1.6 萬億美元。值得注意的是，該預測隱含兩個關鍵假設：其一，合規穩定幣將加速替代傳統跨境支付渠道，每年節省約 400 億美元的國際匯款成本；其二，DeFi 協議中穩定幣鎖倉量將突破 5,000 億美元，成為去中心化金融的基礎流動性層。

二、香港穩定幣監管框架的差異化定位

香港特區政府近期發布的《穩定幣條例》標誌着其在 Web3.0 領域系統性布局的重要進展。該條例建立了穩定幣發行的許可制度，要求發行人必須獲得香港金融管理局（HKMA）的許可，並滿足儲備資

產管理、贖回機制和風險控制等方面的嚴格要求。此外，香港還計劃在未來兩年內推出場外交易（OTC）和託管服務的雙重許可制度，進一步完善虛擬資產的全鏈條監管體系。這些舉措旨在加強投資者保護，提升市場透明度，鞏固香港作為全球數字資產中心的地位。

香港金管局計劃在 2025 年發布關於真實世界資產（RWA）代幣化的操作指引，推動包括債券、房地產和大宗商品等傳統資產的鏈上代幣化進程。通過智能合約技術，實現自動分紅、利息分配等功能，香港致力於構建融合傳統金融與區塊鏈技術的創新生態，為 Web3.0 的發展開闢更廣闊的應用空間。在香港的監管架構下，穩定幣的發行將呈現多幣種、多場景的繁榮發展態勢，進一步鞏固香港作為科技金融樞紐的地位。

三、監管競合下的全球穩定幣格局演進

香港《穩定幣條例草案》雖借鑒美國監管邏輯，但在實施細節上呈現顯著差異：

（一）美元穩定幣的全球儲備貨幣強化效應

在《GENIUS 法案》確立的監管框架下，支付型穩定幣必須以美國國債作為儲備資產，這一規定賦予了美元穩定幣超越數字貨幣範疇的戰略意義。本質上，這類穩定幣已成為美國國債的新型分銷渠道。這一機制可視為美元金融基礎設施的全球化延伸。

從國際結算的角度觀察，穩定幣的出現標誌着美元清算體系的範式轉變。傳統模式下，美元跨境流動高度依賴 SWIFT 等銀行間結算網絡，而基於區塊鏈的穩定幣則以「鏈上美元」的形式，直接嵌入各類兼容的分布式支付系統。這種技術突破使得美元結算能力不再局限於傳統金融機構。這不僅拓展了美元的國際使用場景，更代表着美元結算主權在數字時代的現代化升級，進一步鞏固了其在全球貨幣

美國與香港穩定幣監管框架對比		
對比維度	美國 GENIUS Act	香港《穩定幣條例草案》
監管機構	美聯儲（FRB）與財政部聯合監管，州級監管機構協作	香港金融管理局（HKMA）獨家監管
適用範圍	覆蓋所有與美元掛鈎的穩定幣（包括法幣、商品或算法穩定幣）	僅限與法幣（如港元、離岸人民幣）掛鈎的穩定幣（FRS），暫不納入算法穩定幣
准入制度	需向美聯儲申請聯邦牌照，並滿足州級牌照要求（「雙重牌照」）；一旦發行人的穩定幣流通市值>100 億美元，必須在規定期限內轉入聯邦監管體系，採用銀行業級別監管	僅需向 HKMA 申請單一牌照，無州級要求 持有 VATP 牌照的合規平台，需要另外向 HKMA 申請穩定幣牌照
儲備資產要求	100%現金或短期國債儲備，範圍包括現金、銀行活期存款、短期限的美國國債。同時，嚴禁挪用及再質押	1:1 高流動性資產（現金或短期債券），獨立託管且嚴格隔離，未規定必須是港元
審計要求	每月至少發布一次儲備報告，引入外部審計	季度審計披露
贖回機制	必須支持 7×24 小時即時贖回，禁止費用或延遲	需在「合理時間」內贖回（通常 1 個工作日），允許有限條件下延遲
零售投資者限制	允許向零售用戶銷售，但需強制披露風險	僅持牌發行人可向零售用戶銷售，非持牌機構僅限專業投資者
跨境合規	要求境外發行人設立美國實體並受美聯儲監管	境外發行人若錨定港元或面向香港用戶，需向 HKMA 申請牌照
創新支持	允許「監管沙盒」測試新型穩定幣（如算法穩定幣），但需聯邦批准	支持沙盒測試（如多幣種穩定幣），優先鼓勵與實體經濟結合的試點（如跨境貿易結算）
處罰力度	最高罰金為發行人年度收入的 5% 或 1,000 萬美元（取較高者）	最高罰金 500 萬港元，嚴重違規可吊銷牌照
政策目標	鞏固美元霸權地位，防範系統性風險	提升香港國際金融中心地位，推動 Web3 與實體經濟融合

體系中的核心地位。

（二）香港與新加坡需加強監管協調挑戰

儘管香港率先建立穩定幣牌照制度，但新加坡金管局（MAS）同期推出的「穩定幣沙盒」允許實驗性發行與現行法幣掛鈎的代幣。兩地監管套利可能引發發行商「監管選址」行為，需通過東盟金融監管論壇建立統一的儲備審計標準和反洗錢信息共享機制。

香港與新加坡在穩定幣監管政策上雖目標相近，但實施路徑呈現顯著差異。香港採取審慎收緊的監管思路，金管局計劃建立法定穩定幣牌照制度，將

穩定幣定位為「虛擬銀行替代品」，並嚴格遵循傳統金融監管框架。相比之下，新加坡則秉持實驗性監管理念，允許數字代幣與法幣掛鈎的創新試點，為技術及商業模式創新保留彈性空間，整體採取容錯試錯的監管態度。

這種監管差異可能導致發行機構選擇性註冊以規避嚴格審查，或利用監管標準差異進行套利操作，從而削弱法幣掛鈎機制的審查效力。兩地監管機構需加強政策協調，在防範系統性風險與鼓勵金融創新之間尋求更優平衡，以提升亞洲在全球數字金融治理中的整體影響力。

特朗普頻出招 小心避險需求

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國聯邦法院近日裁定，特朗普早前在所謂解放日，以非常時期緊急情況為由，對所有美國貿易夥伴徵徵關稅，實際上超越職權。

這邊廂才估計，考慮到特朗普幾年前競選連任失敗，其煽動支持者到國會山莊聚眾搞事，其作風可見一斑，若他反擊，可以沒完沒了；那邊廂，特朗普政府已馬上反擊，向司法部上訴，而上訴法院亦馬上暫緩執行日前貿易法院的相關法令。

消息面被動乏勝算

顯然，投資者面對如此多事端，根本處於被動，面對這些爭端，投資者風物長宜放眼量，不能太過被消息牽着鼻子走，沒有勝算可言。

消息面上，絕大多數情況下，絕大多數投資者都不可能第一手接觸，有別於特朗普本人以及其親信，而以近幾個月所見，上述人等完全不避嫌，在消息公布前後有交易動作。

全球各地投資者，不分個人或機構，面對如此資訊不對稱，不單不是優勢，甚至是擺明車馬的劣勢。故此，投資者應小心部署，避免跟車太

貼，尤其控制好槓桿運用，以免中長期看對方向，但短期被迫要止蝕止賺。

炮轟鮑威爾不利美元美債

另一方面，特朗普相約美聯儲主席鮑威爾正式會面，對上一次的見面已是 2019 年，當時特朗普是第一屆任期。不出所料，特朗普相當不客氣，把握機會，馬上向鮑威爾發炮，指責其不減息。

特朗普連番出招，最好還是退避三舍，以免誤中副車，相關風險非常不必要。對於選股以至資產配置方面，維持看法，美元作為全球儲備貨幣角色，跟美國公共財政危機，以至美國政府失信於全球各地，都有密切關係，中長期看淡美元或美債。

事實上，踏入 6 月份，一個基本問題是，究竟外界原本估計，特朗普打算在 6 月份美債到期以至重發的危機結束後，才再出招，相關說法是否仍然有效？若有效，對策為何？若無效，對策又為何？

顯然，近期特朗普針對多個領域，又再有多番

言行，包括針對歐盟以至中國，以及對於鋼鐵業的關稅，都不是友善舉動。配合 5 月下旬至今的不同動作看來，特朗普顯然無視所謂 6 月危機，一點也不能靜下來，似乎三朝兩日沒有新舉動，便已是最大極限。

6 月開局港美股俱差

果如是，投資者要小心，無論有沒有所謂五窮六絕七翻身的說法，6 月開局都不妙，起碼就股市而言，不論港美，都是受壓居多。至於美債甚至美元，在特朗普當前的言論之下，哪有平穩過渡之理？投資者又再延續 4 月時的步伐，減持美債或美元，才是合理之舉。

值得注意的是，早前加密貨幣有不錯表現，但十多年來，以至 4 月關稅戰最緊張時，加密貨幣表現跟一般風險資產無異，避險不以此為正着，反而可以留意黃金，近期徘徊整固，只待觸發避險需求，即可上試新高。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，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。）

以專業連接國家與世界

歐振興 香港會計師公會會長

行政長官李家超上月率領跨區域商貿代表團，到訪卡塔爾與科威特。筆者十分榮幸能夠以香港會計師公會會長身份成為代表團一員，親身見證香港以「超級聯繫人」和「超級增值人」的獨特角色，為香港、內地與中東三方合作開創嶄新局面。

代表團除了包括香港超過 30 名來自政商界的成員外，亦有超過 20 名內地企業代表共同參與。這些內地企業來自經濟重鎮包括廣東、浙江、江蘇、武漢、上海、北京及福建，而他們均認可中東市場具優厚潛力，展現出強烈的跨境合作意願，合作協議既廣泛亦具增值潛力，涵蓋金融科技创新、國際商事法律服務、政府間戰略合作等多個範疇。內地及香港代表共同外訪，開創了跨境合作新格局，有利建構粵港澳大灣區與內地重點區域協同的國際商務網絡。

中東經濟轉型港可助力創共贏

在大眾的認知而言，大部分中東國家均依賴開採石油及天然氣等化石燃料為主要經濟活動。然而事實上，近年中東多國均正在推展經濟轉型。例如代表團訪問的卡塔爾及科威特，兩國均已訂制未來長達五至十年的願景及發展計劃，加速推進經濟多元化轉型，重點發展金融服務、數碼經濟與智慧城市建設。在這背景下，香港憑藉「一國兩制」的制度優勢，既與國際市場及監管體系接軌，同時熟悉內地市場運作，使香港成為中東國家戰略發展夥伴的不二之選。其中香港的金融服務、專業諮詢、創新科技等領域擁有豐富經驗，使香港能為內地企業參與中東轉型升級提供「一站式」支持。

在與科威特工商會的专业交流中，筆者向與會者闡釋了香港國際化會計服務體系在跨境資本運作中的戰略價值。香港作為全球領先的資本市場，擁有活躍的國際首次公開招股（IPO）生態系統、頂尖的資產管理行業，近年新興的家族辦公室服務及綠色與可持續金融領域亦有長足的發展。這個全面的金融專業服務體系，為中東主權財富基金等機構投資者打通了進入香港及內地市場的渠道，同時亦幫助內地企業借助香港「出海」，實現國際化發展，真正體現香港「背靠祖國、聯通世界」的獨特優勢。

總括而言，這次中東之行彰顯了香港作為國際金融中心和專業服務樞紐的核心價值。我們不僅能夠為內地企業開拓中東市場搭建專業化平台，也協助中東資本把握內地發展機遇，發揮連通中國與世界的戰略橋樑作用。隨着全球經濟格局的演變，中東的戰略地位亦將日漸提升。這次代表團出訪卡塔爾及科威特取得豐碩成果，為香港開闢了更廣闊的發展空間，也為深化內地、香港及中東國家之間的三方務實合作奠定堅實基礎。未來，包括會計界在內的香港專業服務界別將繼續發揮關鍵作用，以專業連接國家與世界，創造共贏。

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。

香港經濟的輝煌蛻變與未來藍圖

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

過去五十年，香港從製造業主導轉向以服務業為核心，特別是金融服務和消費相關產業。1970 年代，製造業佔 GDP 約 30%，主要集中在紡織、電子和玩具等勞動密集型產業。隨着 1980 年代國家改革開放，香港製造業逐步遷往珠三角，製造業佔比在 1989 年降至 18.9%，至 1990 年代末進一步跌至約 10%。

與此同時，服務業迅速崛起，金融、貿易和物流等可貿易服務業的 GDP 比重從 1980 年的 25.7% 飆升至 2000 年的 51.9%。私人消費支出在 GDP 中的比例則保持穩定，1970 年代約為 60%-65%，近年維持在 65%-70%，與美國約 68% 和英國約 65% 等成熟經濟體相當。

這一轉變由全球化和中國經濟開放推動，香港憑藉其地理優勢和自由市場政策，成功轉型為國際金融和貿易中心。1980 年代年均 GDP 增長 6.56%，得益於製造業外遷的成本優勢和服務業的快速擴張；1990 年代年均 GDP 增 5.1%，則因金融服務業的成熟和區域貿易增長而持續繁榮。

2000 年代後，香港進一步鞏固全球金融中心地位，金融服務業佔 GDP 超過 20%，成為經濟支柱。這一結構性轉型提升了勞動生產率，1980 年

代年均增長 4.5%，並使香港經濟更具韌性，成功應對亞洲金融危機等挑戰。

需探索高附加值和新興產業

當前，香港經濟高度依賴服務業，2023 年服務業佔 GDP 約 91.5%，金融服務和旅遊業尤為關鍵。私人消費支出佔 GDP 約 66%，已達到或超越日本約 55% 和德國約 52% 等成熟經濟體的水平。但繼續依賴刺激消費和旅遊業來推動 GDP 增長的策略已顯疲態。

1980 年代和 1990 年代，旅遊業對 GDP 貢獻約 5%-8%，但如今即使旅遊業復甦，如 2023 年因大型活動帶動的遊客增長，其對 GDP 的增量貢獻仍難以實現突破。

過分聚焦消費忽略結構性問題，如房地產價格高企改變本地消費模式，而居民傾向於在內地消費。此外，旅遊業低附加值特性限制其長期經濟推動力。

香港亟需一次新時代轉型，擺脫對傳統服務業的過度依賴，探索高附加值和新興產業，以應對來自深圳、上海等內地港口的競爭，以及地緣政治和全球經濟不確定性帶來的挑戰。

香港作為中外橋樑的戰略定位

為重新定位為國家與國際世界的橋樑，香港應避免僅扮演「超級聯繫人」角色，而應專注於連結供需雙方的獨特價值創造。

首先，香港可發展高端專業服務，如國際仲裁和法律諮詢，憑藉健全法律體系和香港國際仲裁中心的全球聲譽。具體路徑包括建立國際法律合作平台，如亞非法律諮詢組織分支，並吸引全球高端人才。

其次，香港應投資綠色科技和可持續金融，結合金融中心優勢，推廣綠色債券，2025 年已發行約 1,959.78 億元，以滿足全球 ESG 投資需求。

另外，香港勞動力工作態度和技能亦需提升，年輕一代傾向追求輕鬆工作，缺乏對高強度創新的投入。政府可通過教育改革和創業激勵，鼓勵年輕人投身高附加值行業，如數據分析或高端製造技術，而非僅依賴內地金融科技或 AI 相關市場競爭。香港的國際化視野和靈活市場是其優勢，應以此打造獨特高價值產業生態系統。