

穩定幣立法啟航 港虛擬資產發展風正帆懸前景闊

銘察秋



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、法律學士、EMBA、證監會持牌人

上月，香港特區立法會正式通過《穩定幣條例草案》，訂立法幣穩定幣發行與營運牌照制度，為虛擬資產發展定下監管基礎。表面上此舉屬風險管政策，但深層意義卻是為資產Tokenization（代幣化）及Real World Assets（RWA，現實世界資產）鋪設制度跑道。這不僅奠定香港作為國際金融中心的未來角色，更為內地資產合法跨境融資開關潛在通道。

代幣化是指將實體或傳統資產，如房地產、債券、應收賬款、私募股權等，以區塊鏈形式進行數位化與分拆，並轉化為可交易的代幣。這類代幣與特定資產價值掛鉤，便屬於RWA的範疇，能大幅

提升資產流動性、擴展投資及融資渠道。根據波士頓諮詢（BCG）估算，全球代幣化市場至2030年可望達16萬億美元規模。國際大型金融機構如摩根大通、高盛、瑞銀早已積極布局實體資產上鏈市場，發行代幣化債券、代幣化基金及代幣化房地產權益等，並已在新加坡、瑞士及阿布扎比等地試點。

內地RWA已從實驗走向實戰

內地「區塊鏈不等於虛擬幣」的政策框架下，允許與鼓勵「受監管、可控、服務實體經濟」的區塊鏈應用，包括實體資產上鏈代幣化的試點與實務操作。其中具代表性的商業案例包括中登公司（中國證券登記結算有限責任公司）與螞蟻集團旗下的螞蟻鏈（Ant Chain）及中信銀行合作將企業間應收賬款（供應鏈金融）經平台上鏈登記、核驗與轉讓，並進行代幣化，將小微供

應商對大企業的應收賬款轉化為數字憑證，實時流轉給金融機構融資。另一個案例是招商銀行和中國信登（中國信託登記有限責任公司）合作，聯合開發私有鏈系統、鏈上簽章、收租驗證機制，將深圳、廣州、成都等地長租公寓運營方未來5年租金收益權，轉為數字憑證，由投資者認購後取得收益權。

RWA代幣化成內資「出海」新橋樑

RWA代幣化的另一重大意義是為內地實體資產創造合法出海的新橋樑。例如通過以下三種金融架構：1.境外SPV+RWA發行平台。中資企業可在香港設立SPV持有境內資產收益權，經審計與評估後轉化為代幣化票據發行予海外投資者。例如，能源公司可將其電站租金收益轉化為RWA代幣，於香港平台融資，並用穩定幣進行交收。2.跨境資產基金+代幣化基金。若基金通進一步開放，內地

資產管理人可透過香港設立代幣化REITs或私募基金，在合規框架下向國際機構投資者募集資金，有效形成「代幣化基金通」。3.RWA抵押貸款平台。企業將內地資產轉為RWA後，可透過香港數字資產平台抵押獲得港幣、人民幣或美元穩定幣貸款，再換成法幣資金注入國際項目。此模式已在新加坡、瑞士試行，香港有優秀的金融及資本市場人才，具備相同條件。

制度創新助提升金融競爭力

《穩定幣條例草案》的通過，象徵虛擬資產政策從「防火」走向「建城」。若能進一步推出例如代幣化債券指引、RWA認證制度及區塊鏈託管標準，香港不僅可擔任全球實體資產數字化的試驗場，更能成為連接內地實體資產與全球資本的數字橋樑。制度創新，正是未來資本市場競爭的決勝點。

減持美債增持黃金大勢所趨

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



●美債拍賣的情況表明，投資者正在真金白銀地改變部署。圖為交易員在紐交所內工作。資料圖片

特朗普今年1月20日上台，為其第二任期總統生涯揭開序幕，至今可客觀比較，其第一任期時，作風有何異同，連帶對於政策開展，甚至金融市場的影響。

有別於其第一任期，目前金融市場絕不受落其新政，尤其是掀起關稅戰不僅針對個別項目，而是全球性對待絕大多數貨品，打擊面太大，容易惹來貿易夥伴還擊，繼續影響美國本身利益，如意算盤不易打響。

關稅戰前 各國看破不說破

在特朗普第一任期時，金融市場有秩序地為美國債台高築危機排難解紛，沒真正造成4月至今那種恐慌。事實上，外界一直認清美國的財政黑洞，但看破不說破，不是不當一回事，而是知道大手術不動則已，一動可能致命，最好以不變應萬變，多年來生意照做，貿易往來繼續，用貿易賺到部分外匯儲存買美債，支持共生關係，直到特朗普今年4月發動關稅戰，才真正改變美元資產角色，而相關改變恐怕不會逆轉。

如今半年不到，全球政經形勢天翻地覆，特朗普在各領域全面出擊，對外不順利，低佔對手實力，對內也不客氣，不論是早前針對美國學術界，以哈佛大學為最明顯的攻擊對象，又或者近期的稅改方案，都跟傳統或起碼多年來的主流格局有明顯差異。

差異不一定不好，但也不一定好，唯一可以肯定的是，選民當日投票給特朗普，某程度而言就

是因為貪其差異，跟以往執政者不同，明知政治不正確，反正就希望他政治不太正確才能帶來變更，姑勿論變更是否成功。

對美財政黑洞不應有任何幻想

如此格局下，投資者只能自求多福。關稅戰後美國擺明車馬，外界對於其公共財政黑洞不可能存有幻想，面對現實宜減持美元美債，增持黃金，這是中長線大方向所在；短期方面縱有升跌，只是過程中無可避免的噪音雜訊，不應影響重大方向。

觀乎最近美債拍賣的情況，投資者對於美債有戒心，而不僅限於口頭上的表態，更多是在行動上真金白銀地改變部署。

目前大量機構投資者仍有極高的美債比重，不容易減持。道理很簡單，各地作為美國貿易夥

伴，以往按貿易比例加權，作為美元資產參考，隨著關稅戰開打後，機械式減持之餘，面對未來美債需求下降，但為應對財政危機，當局有更大誘因盡早安排，即供應再增，利率不得不向上。

難怪特朗普三番四次要求美聯儲主席鮑威爾配合減息，只是後者幾乎鐵下了心，按本子辦事，數據為本，言下之意不會為特朗普政策背書包庇。

美國的爛攤子，以前不主動刺破，還可以一拖再拖，如今擺明車馬，人家不避走也不行，特朗普當不成英雄之餘，還把美國起碼可能多捱十多年的現狀，一下子化為烏有。

（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。）

北都區發展紅利無限 基建節奏須「唱快板」



龍漢標
立法會地產及建造界議員

北部都會區的發展，是香港未來經濟與民生重塑的重點方向，也是特區政府對接國家戰略、邁向新質生產力的重要部署。這個藍圖不單承載着市民對土地與房屋供應的期望，也肩負着推動產業升級轉型、經濟增添動能的任務。

筆者一直強調北都區發展基建先行的重要性，若基建項目不能如期完成，或比市民遷入、商業機構進駐的時間更早竣工，這將會影響到發展區內各項主體工程項目的進度，亦會影響市民遷入日期、商業機構落戶的計劃，拖慢整體北都區的進展步伐。作為地產及建造界的議會代表，筆者了解到部分新發展區的基建工程，確實有出現跟不上計劃進度的情況。

基建工程進度事關整體發展步伐

根據土木工程拓展署、機電工程署的資料，古洞北/粉嶺北新發展區的部分基礎設施，包括輸水管道、排水系統、以及區域供冷系統等關鍵工程均出現了不同程度的延誤，仍未能確定完工日期。這情況令業界深感憂慮。就以供水為例，是申請入伙紙的必要條件，若輸水系統未能及時接通，即使樓宇已竣工，也無法取得合規證明書，影響到市民、商業機構遷入的日期。而區域供冷系統的完工日期，亦直接影響零售餐飲等業務的開業與運作。

對發展商而言，項目延誤不單拉長投資周期，資金回報延後，發展商甚至需要考慮申請延長建築規約限期，因而需要承受額外風險。

古洞北/粉嶺北新發展區是北部都會區首個進入建造階段的項目，預計未來可提供八萬多個房屋單位，容納超過22萬人口，當中逾57,000個屬公營房屋，首批公營房屋預計於2026年入伙。古洞北/粉嶺北新發展區，是北都區發展的重要試金石，若首批工程能順利交付，將增強社會與市場的信心。

「專業自我認證」利加快項目流程

筆者和業界一直建議政府設立「單一窗口」，即一個專案監督辦公室，統籌各項政府審批、行政工作、協調各政府部門和各項工程進度，設立時限、分階段通報機制，這機制既可加快審批速度，又可減輕政府與發展商雙方的行政與財政壓力。另一方面，政府亦應考慮引入專業自我認證機制，香港有不同的工程、規劃等專業人才，受不同的專業團體所監管，具高度操守與技術能力。若政府能授權這些專業人員作工程的認證與審批，將有效加快項目流程。

工程進度有時難免受天氣、勞動力量資源，以至工程難度等複雜因素所影響。因此，政府定期向業界和社會發布各項基礎工程進度，以及若工程出現延誤時，政府有何應變方案，這些資訊均有助業界作出應對策略，有利北部都會區提速落成，盡早為國家和香港帶來紅利。

聚焦可持續發展 酒店業環保措施助實現雙贏

財經淺談

陸宏立 理大工商管理博士、香港銀行學會會士、上市公司獨立非執行董事

可持續發展近年逐漸成為各行各業的共同目標。在酒店業界，可持續發展的實踐不單為社會帶來正面影響，還能提升酒店形象。筆者看到，社會大眾對環保的要求不斷增加，而對於酒店業而言，長遠能通過環保措施減少能源成本，兩者互蒙其利。

環保措施帶來品牌溢價

以筆者所知，酒店業正作出種種環保措施，如採用新科技、雙循環再造的建築材料等。這些措施可以作為賣點，提升對住客的吸引力。

根據Booking.com網站公布的《2023年可持續旅遊報告》，對全球三個國家約330,000名旅客進行意見調查，其中65%表示，得知自己所選擇的住宿獲得可持續旅遊認證，會令他們對旅程的

整體感覺加分。

筆者亦注意到，香港的學界研究亦得出類似的結果。中文大學商學院尹振英教授、陳嘉欣教授以及博士生薛勇曾進行合作，就關於推行可持續發展措施之各種資訊如何影響旅客的選擇展開研究。研究結果發現，在意整潔的客人傾向選擇獲得環保認證的酒店；在享受居停過程的客人則傾向注重酒店有關環保措施的資訊。他們亦發現，強調環保措施的資訊能驅使年輕人選擇環保酒店；較年長的消費者偏向環保認證的資訊。

設計有效策略可助吸客

至於策略方面，尹教授指出：「環保型酒店並不一定要同時向所有旅客宣傳它們的環保措施及環保認證。」她表示：「更有效的策略是按客戶

的認知決策習慣，設計相對應的推廣信息。」

亞洲人以及年輕客戶更重視環保措施，因為他們較能對過程相關的資訊產生共鳴。相對之下，西方人及年長消費者更傾向於強調成果的資訊，因此他們會更重視環保認證。

尹教授亦表示，酒店可在社交媒體上展示所獲得的環保認證，以吸引來自西方國家的旅客。目標客戶群為亞洲遊客的酒店則可強調其推行的環保措施。她認為：「這種方法使酒店能夠在現今的數碼時代，滿足具環保意識的旅客的不同認知偏好。」這是一個有前瞻性的好主意。

筆者建議，香港的酒店宜在顯而易見的地方展示其採取的環保舉措，如在天台擺放太陽能發電機、設置電動車充電站，以吸引注重環保的客人。

多措並舉應對訪港旅客消費範式新變化

龐溟 經濟學博士、經濟學家

香港作為全球最自由的經濟體之一，「大市場、小政府」的原則和範式塑造了其獨特的經濟生態。「特種兵式旅遊」的興起，雖說對香港傳統旅遊經濟模型形成結構性衝擊或言之過早，但這種高強度、短周期、低邊際消費的新型旅遊，無疑與香港習慣的高附加值服務模式有顯著不同。

「特種兵式旅遊」成業界新焦點

「特種兵式旅遊」群體具有明顯的需求價格彈性分化特徵：他們對交通等基礎服務的價格彈性較小，而對主題娛樂、高端餐飲和高端住宿等偏體驗類的消費則有較大的價格彈性。這種消費斷裂源於「特種兵遊客」將旅行視為可拆分的商品組合，通過時間成本置換貨幣支出。

當「特種兵遊客」受平台攻略推送和同儕效應影響，有可能對香港旅遊成本預期形成群體性低價共識，市場無法通過價格波動實現供需再平衡，質量不確定性的加劇導致高附加值服務供給自動萎縮，甚至有可能自發趨向「低質均衡」。而遊客在單位

時間內的消費決策高度離散化、個體化、碎片化、非標準化，使商家難以通過引導遊客提高出遊頻次、消費場景、客單價等三個因素，來增加自身的營業收入。

由於香港基礎服務價格受租金、人力等要素價格牽制而具有向下剛性和傳導阻滯，商家往往面臨兩難境地——維持現價與遊客支付意願相悖、恐導致客群流失，降價則可能觸發成本收益倒掛。正因如此，部分從業人員認為旅遊業歸根結底需要賺錢，只遊玩不消費最終會讓香港「蝕底」、盛事經濟和國際會展才是出路，這種想法可以理解。

港旅遊供給端存分層結構性矛盾

在對市場機制的高度依賴下，目前香港旅遊的供給端存在分層和結構性矛盾：五星酒店、奢侈品購物等高端服務供給較為充足，基礎服務受成本約束難以降價，中端體驗產品同質化嚴重。

以住宿為例，作為更廉價、更經濟的供給，全港賓館房間數目在過去一段時間裏一直未見明顯增

長，而酒店價格更為高昂、更為波動，這種質與量的結構失衡，雖然並不一定帶來快餐店凌晨時段的「過夜客」、海灘的「帳篷客」、公共交通樞紐內的臨時休憩者，但背後的原因，無疑是在市場機制自發調節供需矛盾的過程中無法提供足夠的經濟型供給和彈性供給，同時政府相應的監測、管理、應對措施也出現了缺位。

特區政府近年來努力削減各種與商有關的繁瑣規則，取消過分規管、精簡行政流程、提高行政效率，務求減低營商成本。但是，面對傳統市場機制與新型消費範式的制度性摩擦時，政府更重要的任務應在於維護市場規則的清晰性、維持市場競爭秩序，提供更多指引以降低信息不對稱程度，應在於通過保證要素自由流動、機制設計和精準干預，實現價格機制與創新激勵的再平衡，以突破自發調節盲區、拓展市場有效性邊界。

因此，未來既要全力打擊無牌賓館或影子賓館違規經營、招攬旅客、引致糾紛、影響業界聲譽、確保消防及樓宇安全和衛生標準，又要在公平維護持

牌酒店及賓館、屋苑大廈持份者利益的前提下，考慮逐步將在私人住宅物業場所經營的民宿納入法例和牌照等規管範疇，訂立行業標準和分級制度，並對允許其經營的時間、地點、範圍作出必要的限制和規定。

系統施策為遊客提供多元選擇

特區政府也可以配合增加基礎設施的韌性規劃與彈性供給，以優化供給彈性、應對客流脈衝波動，為遊客提供更多選擇，平抑價格波動，促進遊客過夜和留港消費。

此外，在重要節假日的公共空間管理、跨境交通服務、服務質素與態度等議題上，政府不同部門之間也應當緊密配合、系統施策。

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。