

「21章」為Web3企業在港上市突破口？

銘察秋 稿

過去一年，隨着香港積極發展數字資產與Web3產業，資本市場亦開始探索如何為這類創新型企業提供融資與上市平台。今年6月，由前港交所行政總裁李小加創辦的Web3金融科技平台滴灌通正式申請按港交所上市規則第21章(Chapter 21/「21章」)形式在港交所掛牌，引發市場對Web3企業上市可行性、監管環境及資本市場配套的熱烈討論。這不僅是一次個別企業的實驗，更是香港數字資產金融政策的試金石。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、法律學士、EMBA、證監會持牌人



●李小加創辦的滴灌通申請按上市規則第21章形式在港交所掛牌，引起市場熱議。 資料圖片

上市。對於以區塊鏈技術進行鏈上資產收益管理的滴灌通而言，這是一條現行制度下較可行的上市通道。RWA，即實體資產（如地產、應收賬、債券等）通過區塊鏈技術進行代幣化。不同於加密貨幣或NFT，RWA承載了與實體經濟的現金流或擁有權，其穩定性與合規性更易為投資者接受。滴灌通正是以RWA邏輯為核心，為小微商戶提供現金流支持，並將這些商業收入轉化為鏈上「日收益資產單位」供投資者認購。

這種將真實資產以鏈上形式供認購的做法，在技術上已十分成熟，但要納入港交所現行上市制度，

仍為試驗階段。

現有測試框架 難審計Web3企

目前絕大部分Web3企業面對的最大挑戰，是其業務模式尚未納入傳統財務報表可衡量的標準，例如DAO(Decentralized Autonomous Organization)治理權益、市場流動性、智能合約收入等，皆難以納入現有主板或GEM的盈利測試框架。目前港交所並無針對Web3或RWA資產的專屬上市板塊，其制度基礎仍以傳統盈利測試、資產證明及現金流穩定性為核心。

對於「數字現金流」的營運模式及鏈上資產分類，現有財務審計與法律框架未有明確標準覆蓋。滴灌通的「日收益單位」究竟應視為股、債、還是新型衍生工具？這不僅是會計問題，也攸關投資者保障與監管問題。制度之外，不少投資者對鏈上收益、數碼化資產等概念仍感陌生，缺乏有可比性的估值標準與信貸評級體系，使傳統資本市場較難給予合理估值。

建議特設鏈上審計機制

事實上，特區政府近年積極推出穩定幣發牌制度、虛擬資產交易平台認可、Web3發展工作小組等措施，顯示出政策支持方向。但這些政策較聚焦於交易與資產託管層面，對應用型Web3企業、鏈上

資本市場、RWA等創新模式的融資環境仍屬空白。與其他國際市場相比，香港在RWA制度建設上仍處初階。新加坡早於2023年啟動Project Guardian，允許金融機構試點發行代幣化債券與基金單位；阿布達比更設立專供數字資產企業的上市板塊，配合全鏈上資產登記系統，成為資本流入熱點。香港要維持競爭力，必須積極在制度層面作出創新。筆者建議可以考慮包括設立針對Web3企業的上市板塊、允許申請特別股權設計，考慮以鏈上審計機制取代部分傳統審計項目。

另外，政府可建立針對數字資產企業的「沙盒上市」框架，允許符合特定準則的企業試點掛牌，逐步完善監管細節，這便可在做到風險把關下而放寬上市門檻。

盼滴灌通上市計劃成試驗先鋒

滴灌通能否成功上市，是香港Web3政策實驗的測試案例，但其象徵意義遠大於商業成敗本身。若他能成功以「21章」打開制度缺口，或衝關失敗而反思探討出更好的上市方案，香港將構建出一個面向全球創新企業的資本平台，延續其國際金融中心的戰略角色；反之，若只淪為特批個案，則Web3企業仍將向外流。港交所與政府是否具備制度調適的能力，將決定香港能否成為亞太地區RWA交易與Web3創新的中心。

觀望關稅影響 鮑威爾拒減息

百家觀 點

市場期待已久的美聯儲議息，本港周四凌晨公布結果。其決策卻一點不令人意外，自然是什麼都不變，沒有減息，唯一有變的是，美聯儲主席鮑威爾態度更清楚，更堅決，表明短期內減息並無理據。一如本欄一直的分析所指出，鮑威爾實在沒有意圖，要滿足或應酬美國總統特朗普任何要求。

美雙赤爛攤子 非美聯儲任務

隨着關稅戰貿易談判大致已有定案，能夠談的都談了，未能談完的仍有延續，投資者把焦點轉移至美聯儲議息，外界關注，不單是美聯儲主席鮑威爾會否屈服於美國總統特朗普連番步步進逼，更留意議息會議後的記者會上，鮑威爾會否透露少許玄機，局方如何看待最新的關稅戰形態，以至經濟數據上，有否呈現任何跡象，顯示通脹受影響，又或者經濟衰退的概率增加，導致失業的風險相對提升。

純以美聯儲本身的雙重任務而言，質亦以至財赤的爛攤子，原則上當然不直接由央行處理，就算是總統以行政手段，硬要迫使央行以貨幣政策配合就

範，也不是一下子容易做到的。以目前雙方態度關係惡化，基本上鮑威爾處之泰然，繼續數據為本，一眾委員都看到趨勢才作出減息決定，不必急於一時。此之所以，即使會有委員提出支持減息，但整體而言，仍是有待踏入第三季末以至第四季初，才有減息的較佳時機，屆時有相當經濟數據說明關稅影響，名正言順也。

年末前料兩度降四分之一厘

一切還原基本步，看經濟數據而定。美聯儲仍在等，要關稅對於經濟的影響更清楚地反映在經濟數據上，換言之，連9月份的減息機會亦隨之而下降。筆者自然維持看法，就是年末前將有兩次減息，一次是在10月份，一次在12月份，都是減四分之一厘。環球宏觀多元資產配置，可以此大方向作調節。

值得留意的是，短期而言，隨着關稅戰或多或少已經緩和下來，外界原本一直憧憬期望，可以透過一直談妥更多貿易協議的樂觀情緒，亦自然由過去

幾周漸次消滅。打從4月關稅戰最激烈，全球風險資產已作出相應部署，中長線固然減持美元和美債，但短線則趁低吸納美股，而美元資產以外，全球各地都有相應的行動，外幣兌美元上升之餘，歐股以至港股，都有相當進展。

關稅戰激烈程度與金價成正比

這一點亦可用本欄常用分析角度作印證，那就是金價。「他山之石，可以攻玉」，現貨金在高見3,500美元之後，欲升乏力，反覆又再回到3,300美元大關，之前上試3,400美元未能一竟全功。顯然，投資者對於避險需求略為緩和，正好印證上述樂觀情緒。也就是說，4月關稅最烈時，金價最高，相反，之後關稅戰緩和，金價亦由高位回落。如今既無特別刺激進展，金價整固為主，相信其他風險資產亦然。

（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。）

實現「南金融北創科」需發揮好香港國際化角色

銘察秋 稿

回顧今年上半年，筆者認為有兩個國際論壇帶來重要啟示，值得香港工商界人士留意。首先是6月份舉行、以「新時代企業家精神」為主題的2025年夏季達沃斯論壇。國務院總理李強在天津出席了該國際論壇開幕式並致辭。

筆者在上述論壇認識到，現時中國大力推動自由貿易和多邊主義。自由貿易可以打破貿易壁壘，促進資源在全球範圍內的優化配置，而多邊主義則是維護國際秩序、保障各國共同利益的柱石。同時，中國通過技術創新成為為全球發展的引擎。中國主動融入全球市場，加強和世界經濟的互動。

論壇的啟示為，中國已成為全球經濟在大海波濤中的穩定錨，國際地位日漸提升。

另一個重要論壇是今年兩會後在北京舉行的中國

深度融入國家發展大局，在粵港澳大灣區建設中發揮「一國兩制」優勢，是國家發展戰略方向，亦是香港重塑定位、與大灣區內城市實現優勢互補、合作共贏的關鍵一環。香港擁有深厚的國際金融、法律和專業服務基礎，具備聯通中外、接軌全球的獨特優勢，這些都是香港長期以來既有的優勢。在大灣區發展的宏遠藍圖下，北部都會區將成為粵港兩地深度合作、基礎先行為主軸。在「南金融、北創科」的雙軸產業布局下，繼續發揮國際金融中心的地位，而北部區則承載香港創科產業的未來。以香港國際金融中心的角色，結合北部區的科技產業群，開啟協同創新的經濟引擎，這正好呼應國家「科技自立自強」的發展方向。

立足大灣區 吸引全球人才

在這發展藍圖下，香港的國際化角色同樣需要在北部區繼續延伸與深化。北部區不僅是大灣區的產業基地，更需要逐步發展成為創科產業的「超級聯繫人」。要推動北部區成為國際創科中心，憑藉大灣區創科企業集群與產業鏈的支持，加上香港高等院校的科研實力，固然令北部區有着雄厚的創科發展潛力。然而，現今世界的創科發展均步向國際化，透過政府不同的優惠政策，扶植初創發展，協助大學與科研機構作融資配對，從而匯集世界的頂尖科研企業、專才和資金，逐步推動科技創新與走向市場。再看現今前沿的芯片科技和人工智能發展，均依靠國際多方技術合作，如荷蘭先進光刻機技術、日本的半導體化工科技、世界各地的流動數據，以及科研團隊訓練人工智能等等。

筆者曾經提及，環顧世界創科發展前沿的國家，如德國的汽車工業、以色列的大學與產業合作，都是由政府長遠的政策推動，繼而匯聚世界各地的人才與資金，吸引科研機構與企業落戶，循序漸進，一步步促成科研創新的發展與經濟動力。

香港房託永續發展實踐亮眼

陳楚君 華坊諮詢評估可持續發展高級分析師、Certified ESG Analyst、SCR、WELL AP

GRESB〈全球房地產可持續標準〉是由投資者推動的全球可持續建築評級基準，現已成為評估房地產行業可持續發展表現的權威框架，為資本流向符合可持續標準的項目提供重要參考。GRESB的房地產評級參加者包括上市實體、非上市實體及政府實體，其中上市實體可細分為房地產公司和香港房地產投資信託基金(REITs)。

GRESB評級助可持續性化為商業價值

值得注意的是，REITs是專門投資於房地產的證券化金融工具，為穩健型投資者的重要配置選擇。作為上市項目中房地產公司以外的重要參與方，REITs透過GRESB評級向投資者透明化其資產組合的表現，不僅強化市場差異化的優勢，更將可持續性轉化為商業價值，包括融資成本優勢、運營效率提升及資產溢價效應等。

根據最新的披露數據，已在香港上市的11隻REITs中，有8隻參與GRESB，參與率高達72%。所有參評REITs均獲得4星及以上評級，其中逾一半更獲得最高5星評級，這表現遠超全球平均的3星水平，彰顯了香港上市REITs在可持續房地產領域的積極作為。

要理解GRESB評級，首先要知道其採用100分制，並全面檢測實體的管理效能及個體物業的績效。管理維度主要評估在實體策略領導、政策流程以及風險管理等的表現；績效維度則基於物業資產層面的數據，具體衡量資產在目標設定、租戶與社區關係、公用數據監測、資源管理及綠色建築認證等方面的實際表現。當中的公用事業數據的質量和綠色建築認證佔較大權重，高分的實體通常在這兩方面表現優異。

促更多房企參與永續發展

隨着全球對永續發展需求提升，GRESB評級對房地產市場影響力將持續擴大，預期能吸引更多實體參與評級，此趨勢亦有望進一步推動香港REITs或是整個房地產市場在永續層面上的發展深度與參與率。

政策顯效內房趨改善 後續加碼可期

龐溟 經濟學博士、經濟學家

工程投資增速一直慢於房企的信用融資增速，就是例證。

除此之外，在筆者看來，房地產開發投資相比施工面積錄得更為迅猛的同比降幅，還有一個原因是目前房地產市場銷售端熱度持續降溫。銷售端數據顯示，從全國來看，6月份商品房銷售面積和銷售金額同比增速分別回落2.2個和4.8個百分點至-5.5%和-10.8%，可以說，房企主要銷售策略仍是「以價換量」。房價改善預期仍偏弱，也降低了房企施工的意願和強度。

存量提質增效 料成發展新動力

7月中舉行的中央城市工作會議提出，內地城市發展正從大規模增量擴張階段轉向存量提質增效為主的階段，並提到「高質量開展城市更新」「穩步推進城中村和危舊房改造」「分類推進以縣城為重要載體的城鎮化建設」等工作內容。筆者認為，長期來看，中心城市的存量更新需求與低線城市的增量需求帶動去化，有望成為房地產行業發展新動力來源。

在短期，為了推動房地產市場企穩回升，筆者認為應加快推進更具力度、精度和效率性的政策舉措，確保土地收儲專項債、擴圈「白名單」機制、城市更新及城中村改造等前期已宣布的各項措施相儘快落地實施。在供給端，應繼續深化結構性改革，特別是要加快健全「人房地錢」要素聯動機制和在規劃、土地、財政、金融等方面的支持保障，扎實有力推進「好房子」建設；在需求端，應繼續建立購租並舉的住房制度，更好滿足城鎮居民的剛性需求和改善性需求等多層次住房需求。

LPR「按兵不動」 留出政策空間

此外，在筆者看來，7月份LPR「按兵不動」，可以更好地配合下半年將陸續推出的各項逆周期調節措施，更好地處理支持實體經濟與保持銀行體系自身健康的關係，也可以更好地留出政策空間以推動房地產市場止跌回穩。

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。