

美國Clarity法案背後更深層博弈邏輯：數碼資產平台與傳統銀行之爭(二之二)

加密演義

本欄上期分享了美國Clarity法案背景與爭議焦點，並指出穩定幣等數碼資產對於傳統銀行營商構成挑戰。本周聚焦美國Clarity法案仍有望通過原因，其通過後對香港市場的啟示與影響，冀助讀者進一步了解Clarity法案對香港等其他加密金融中心產生外溢影響。



丁肇飛 HashKey Group 首席分析師

傳統銀行對穩定幣的警惕，並非源於短期市場波動，而是一種制度層面的防禦反應。同時在監管者看來，穩定幣真正觸碰紅線的，並非「是否給用戶利息」，而是其正在事實層面扮演銀行的角色，卻不承擔銀行的監管責任。穩定幣平台以公眾資金為基礎配置國債等低風險資產，形成穩定、可預期的收益結構，其經濟實質已高度接近傳統銀行的淨息差模式。

但不同的是，這一體系不需要繳納存款保險、不受資本充足率與流動性監管約束，也無需接受系統性壓力測試。如果這種模式被允許合法化，意味着一種「沒有銀行監管，卻在幹銀行的活」的金融中介將被制度性認可。對監管體系而言，這不僅是競爭問題，更是對金融安全框架本身的挑戰。

從這個意義上看，Clarity法案所承載的，並非單純的合規技術問題，而是新舊金融體系之間圍繞中

介職能與收益分配展開的一次深層制度博弈。

預期法案通過機會較高

法案為何仍然勢在必行？儘管Coinbase等加密企業公開反對，Clarity法案在中長期內通過的概率依然較高，其背後原因並非單一因素所致。

首先，推動該法案的重要動力，來自傳統金融機構「必須在合法合規前提下入場」的現實需求。無論是大型銀行、資產管理機構，還是保險與養老金體系，它們對數碼資產並非缺乏興趣，而是長期受制於法律邊界不清，無法在現有框架下放心開展業務。這些機構並不追求監管真空，而是需要一個明確、可執行、可預期的制度結構，以便將數碼資產納入其合規業務體系。Clarity法案正是為滿足這一需求而設計。

其次，立法者與監管機構之間，已逐步形成「先立規則、再談發展」的共識。過去幾年加密市場頻繁爆雷，使得放任式監管在政治層面難以持續。無論黨派立場如何，構建統一的數碼資產市場結構，已成為美國政策制定者的共同方向。

最後，即便Coinbase態度強硬，其立場也未必能

代表整個行業。部分機構更傾向於接受一個「並不完美但足夠清晰」的監管框架，並在規則之內進行博弈與調整。立法層面亦可能在通過主幹法案後，再透過配套細則不斷修正執行方式。對Coinbase而言，徹底對抗立法進程，反而可能在未來制度格局中失去話語空間。

綜合政治現實、金融利益結構與監管邏輯來看，Clarity法案的推進更像是時間問題，而非是否通過的問題。

對香港市場啟示與影響

若Clarity法案最終落地，美國數碼資產市場將首次擁有相對完整、可預期的監管框架，這一變化必然對香港等其他加密金融中心產生外溢影響。

過去幾年，香港透過推行虛擬資產交易平台發牌制度、推進穩定幣相關立法、並明確支持Web3創新，逐步建立起在亞太地區較為清晰的合規形象。在一定程度上，部分機構選擇香港，正是因為美國監管長期處於灰色地帶。

一旦美國完成市場結構立法，這種制度差將明顯收窄。對於以服務美國資本或美國用戶為主的國際機構而言，監管確定性往往比地理位置更具吸引力，香港的「替代優勢」將面臨現實考驗。

但從長期看，美國若遲遲不立法，並不一定對香港構成真正利好。缺乏國際標準，意味着監管規則難以對齊；全球資本持續觀望，也不利於市場規模化發展。香港若長期運行在相對孤立的制度環境

中，反而可能被邊緣化。

因此，對香港而言，關鍵並不在於美國是否領先，而在於自身如何在全球監管體系中重新定位。在「一國兩制」框架下，香港既需把握金融創新機遇，又必須兼顧國家層面的金融安全考量。這種內外張力，決定了香港加密金融道路的複雜性。

未來，香港仍可透過多項路徑保持競爭力，例如：在風險可控前提下探索多幣種穩定幣機制（包括港幣及離岸人民幣錨定）；深化對亞洲市場的本地化服務能力，如跨境支付和DeFi基礎設施等；持續提升審批效率與制度透明度；鼓勵Web3技術創新與人才流動。歸根結底，Clarity法案是否成為全球監管「金標準」尚待觀察，但可以確定的是，香港若希望在新一輪制度競爭中不被邊緣化，唯一的選擇只能是持續調整、主動進化。（完）



● 面對美國Clarity法案有望通過，有分析認為香港監管需作調整準備。圖為交易廣場。資料圖片

高水平安全護航香港經濟金融高質量發展

明小沖 香港中資期貨業協會會長



香港中資期貨業協會專欄

2026年2月10日，國務院新聞辦公室發布了《「一國兩制」下香港維護國家安全的實踐》白皮書，全面總結了香港維護國家安全的實踐歷程和經驗啟示。無論是從國安立法到完善選舉制度、還是從止亂制變到邁向興盛的過程，都清晰地揭示了一條客觀規律：安全是優化營商環境的前提，法治是維護安全的基石。對香港這座國際大都市而言，維護國家安全的每一次制度升級，都是為經濟發展築牢根基；法治的每一步完善，都是為市場繁榮注入信心。

安全方可發展金融

金融以信任為本，而信任之源是穩定，穩定之基在於安全。回歸後，很長一個時期香港未能完成基本法第23條立法，使香港維護國家安全的法律制度存在漏洞，猶如繁華之下的隱患。2019年「修例風波」動盪，經濟下滑、評級下調，讓市場清楚地看到法律缺失、預期不穩帶來的代價。2020年《香港國安法》的實施成為由亂到治的分水嶺。這部法律不是束縛發展的「緊箍咒」，而是保障繁榮的「護

身符」。實施五年來，危害國家安全案件佔全部刑事案件比例不足0.2%，事實證明，法律精準、公正地保護了廣大市民與投資者的權益。法治升級帶來了信心與繁榮：2024年GDP突破3萬億港元，2025年增長3.5%，港股領跑全球IPO。投資者的選擇表明，沒有安全堤壩，就沒有資本的持續信任。

政權安全是發展安全的支柱。曾經因政治對立而陷入僵局的香港，在選舉制度完善後重回正軌。2021年中央推動「愛國者治港」，從制度上保障政權安全，確保治港者以民為本、以實幹為要，帶來新氣象。特區政府以結果為導向推進發展，北部都會區、河套合作區加速建設，長期困擾民生的住房、醫療等問題得到改善。政治生態淨化使營商環境持續優化，香港重返全球競爭力前三，亞洲人才排名居首。超2,700間家族辦公室入駐，外資企業數量創歷史新高。

2024年3月19日，《維護國家安全條例》全票通過，香港完成基本法第23條立法。這是履行憲制責任的重要一章，也是本地國安體系成形的關鍵一步。從此，香港國安法與本地條例有機銜接，形成兼顧中央與特區、懲治與預防、司法與人權的完備體系。從經濟視角看，這標誌着香港從「防風險」走向「建安全」。立法採用普通法原則，與國際規

則銜接，既固根本、又促開放。國際調解院、亞非法協仲裁中心等機構落戶，體現國際社會對香港法治的信任。香港以開放視野守護安全，以法治方式延續國際化信譽，展現出了「一國兩制」下積極維護安全的獨特優勢。

香港兼顧安全與發展

白皮書指出，安全不是「緊箍咒」，而是「護身符」「助推器」。安全與發展從不是矛盾，而是同向而行的夥伴。面對複雜國際形勢，香港堅持「發展是硬道理，安全也是硬道理」。實踐證明，香港找到了平衡之道：既強化傳統優勢領域的安全韌性，又布局科技、數據等新興領域防線。94%的美資企業信任香港法治，亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）宣布落戶香港辦事處，國際金融領袖投資峰會盛況空前，這一連串信任的回響，是對香港安全與發展雙贏的肯定。

安全奠定發展之基，制度孕育信心之源。今日的香港，自由港地位依舊，普通法傳統不變，國際化特質延續，但多了一道堅固的安全屏障，守護的不僅是750萬市民的安寧，更是世界投資者的長遠信任。有着高水平安全的護航，香港的經濟金融的高質量發展將闊步前行，「一國兩制」的航程也必將行穩致遠。

香港稅基擴闊需深思熟慮

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

近期有專家在電視訪問時討論擴闊稅制基礎的可能性，其間提及消費稅及資產增值稅（利得稅）等潛在稅種情況。筆者藉此闡述對引入新稅種看法及建議。

歷史數據顯示，稅收結構若過度依賴直接稅，在經濟波動時易受影響，導致收入不穩。香港長期維持簡單低稅制，吸引全球資本流入，成為投資者首選地點，無資本利得稅的優勢更令股票及資產交易活躍，支撐港交所作為亞洲樞紐的重要地位。若貿然引入新稅種，恐扭曲投資行為，產生無謂損失，減少資本流入及交易量。

歷史上，早在1980年代香港已考慮引入銷售稅，但未有落實；2001年諮詢委員會建議引入3%貨物及服務稅以增加每年180億元收入，惟經廣泛諮詢後擱置；2006年貨物及服務稅提案經九個月公眾諮詢，因公眾及商界強烈反對，擔憂影響消費意慾、零售業競爭力及低收入人士負擔，最終撤回。反映稅改需謹慎平衡各方利益。專家意見雖指出稅基狹窄可能導致長期財政風險，但特區政府會從長遠財政可持續性出發，進行全面研究及公眾諮詢，方能避免短期衝擊復甦中的零售及旅遊業。

香港作為無資本利得稅的投資天堂，多年來吸引家族辦公室及財富管理機構進駐，推動資產管理產業升級。若引入資本利得稅，將增加交易成本，投資者可能轉向稅務更友善的地區，如新加坡，削弱香港的競爭優勢。依據有效市場假說，稅負增加會扭曲資產定價及配置效率，長期阻礙財富管理業增長，甚至影響股票市場流動性。過去多次類似建議，如2001年諮詢中探討資本利得稅，但因預計收入有限而被否決；特區政府財政司司長亦多次在財政預算案中強調維持稅制簡單以鞏固國際金融中心地位，避免複雜稅制嚇跑投資者。

經濟合作與發展組織研究顯示，低稅環境可提升資本流入及本地生產總值增長，香港若偏離此原則，恐損害吸引家族辦公室進駐以鞏固財富管理樞紐地位的進程。當然，大家都希望政府能增加收入，但需權衡香港金融和稅務的獨特定位，避免如安裝高性能引擎卻加裝反向推進器，導致經濟前進受阻。

特區政府具備長遠視野

在國家支持下，特區政府始終以智慧方式處理稅制議題，優先維護香港核心優勢，同時探索可持續財政來源。經濟理論中，在復甦期應避免加重稅負以刺激需求，政府過去拒絕貨物及服務稅等提議，正是基於此考量，避免抑制消費及投資意慾。政府向來重視公眾意見及經濟影響評估，傾向透過優化現有稅務優惠、發行綠色債券或跨境稅務框架等方式增收，而非直接引入新稅種，例如近年推廣的稅務寬免吸引離岸基金，鞏固金融業地位。歷史證明，此類謹慎態度有助維持穩定增長，確保香港繼續作為超級連接器，吸引全球資金與人才。相信政府將繼續成熟地權衡成本與效益，確保稅改不損長期價值，而是助力經濟穩健前行。

地緣局勢升溫 催生避險需求

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

送蛇迎馬，適逢馬年，坊間正流傳「赤馬紅羊」之說，尤其關注地緣政局不穩，帶來潛在的金融市場波動，包括但不限於傳統所說的避險。

目前美國和伊朗的關係再度緊張，地緣政治風險升溫，究竟是否一如以往，特朗普只是志在示威，維持一貫的TACO（「特朗普總是臨陣退縮」）作風，高開低收，拿點着數便收手，不妨拭目以待。

油價追落後 短期續看漲

短期而言，油價有向上動力，加上就算在近期相關風險事件出現前，年初貴金屬大上大跌之後，已有相當多投資者，基於金油比率，甚至金股比率，押注於相對落後的能源板塊，油價已有向上的苗頭。

純粹以追隨趨勢的技術分析而言，「寧買當頭起」，當相關勢頭形成，不妨以小注跟進。

參考本欄近年一直跟進的避險模式，萬一出事，油價將突然急升，但未必維持太久，投資者很快將消化衝突事件。當然，今次是否依然如此，視乎特朗普出招如何，這才是真正不明朗之處。

關稅裁定非法 馬年首件喜訊

金融市場迎來馬年第一件大喜訊，美國最高法院宣判，美國總統特朗普去年的眾多關稅舉措為非

法，對於全球各地美國的貿易夥伴而言，可謂舒一口氣。事實上，也對美國當地居民，減低了生活壓力。

所謂關稅，行政上看似出口國生產商負擔，但實際上從來不是這樣一回事，美國消費者也多少有負擔，這是簡單經濟學。換言之，單純以為向外徵收多少關稅，人家便乖乖奉上，只是一廂情願主觀願望而已，真實情況是美國消費者補貼了美國生產商，只因後者不願外國出口生產商那麼有效率而已。

自由貿易有利各地多賺錢，自然減少紛爭，有生意做便少點打仗，基本上人類歷史上的共識。不論從出口當地企業的利益着眼，抑或入口當地的消費者着眼，都是好事。

施壓美聯儲減息 金銀價勢漲

不難發現，特朗普就在上述裁定公布前幾天，可能早有心理準備，自己亦同樣兩手準備，以美伊地緣政治作為另一焦點，為本身可能在美國當地法院的失敗轉移視線。

特朗普有可能加強對伊朗的施壓力度，對於投資者而言，從傳統角度看，自然要避險，對油價和金價有利。當然，從本欄近年一直跟進觀察所見，油價就算短暫急升，在全球經濟增長動力欠奉，以至

百家觀點

各國加快產油，甚至科技戰之下，石油戰略價值下降，諸般局限之下，油價不容易持續高企。

特朗普既無可靠替代方案，還得催迫本身央行即美聯儲，換主席之後盡量大幅減息，才能降低本身財困之下的利息開支壓力，自然有利金價甚至一眾追落後的貴金屬，包括銀價。

（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持有SPDR金(2840)。)



● 特朗普政策及行動持續為市場增加不確定性。圖為紐約證券交易所交易員。路透社

全球金融市場分化復甦

時富金融研究部

2026年春節假期期間，全球金融市場表現分化，呈現復甦勢頭。除香港與日本股市表現較為平淡外，多數主要經濟體的股票指數均錄得正回報，市場板塊輪動特徵明顯，反映全球資金風險偏好正逐步回暖。

聯儲局政策：內部分歧加劇

主導海外市場情緒的關鍵變數，依然是聯儲局的

貨幣政策走向。近期經濟數據與政策訊號顯示，聯儲局內部決策層的分歧正在擴大，短期減息預期雖然受壓，但整體貨幣政策的制約力度已出現邊際放緩。

從經濟數據看，美國通脹自去年11月起持續降溫，核心通脹穩步回落，加上關稅對物價影響有限，為未來政策調整預留空間。不過，1月非農就業數據優於預期，失業率微降，反映勞動力市場保

持穩定，減低短期減息的迫切性，市場現普遍預期首次減息將推遲至6月份。

前期美股因市場對科技股盈利前景的憂慮，以及估值壓力而出現階段性回調，尤其是部分軟件、人工智能(AI)相關板塊，因行業競爭及盈利兌現能力的質疑而遭週期拋售。然而，目前科技股回調壓力已有所緩解，短期內有望迎來超跌反彈，成為帶動美股回穩的核心動力。

支撐因素主要有兩方面：一是AI行業景氣度持續向好，並未因短期市場波動而逆轉。雖然早前市場對AI技術的顛覆性影響曾出現過度恐慌，但隨着行業發展逐步回歸理性，AI基礎設施建設穩步推進，

應用場景不斷擴展，市場已逐漸認識到AI行業的長期成長價值。部分優質AI龍頭企業業績穩定性較強，估值已回落至合理水平，具備反彈條件。

二是聯儲局貨幣政策制約邊際放緩，10年期美債利率維持區間波動，減低了高估值科技股的貼現壓力，資金回流科技板塊的機會增加。此外，美國經濟體性為科技企業盈利提供支撐，隨着市場對科技股盈利預期逐步改善，相關股份的市場信心有望進一步修復。

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。