

研究报告

香港的全栈押注：解码全球体系最完整的受监管数字资产市场

自 2022 年 10 月政策宣言以来，三年半时间里，香港拼出了其他任何金融中心都没有的东西：一套完整持牌的数字资产全栈——13 家受监管交易平台、亚洲首批加密现货 ETF、银行级稳定币发行人、全球最大代币化主权债券，以及 2025 年以 2,858 亿港元募资额重登全球榜首的 IPO 市场。链杉研究院用一手来源数据逐层绘制这套体系，并解读它对亚太盈利优先型投资者意味着什么。

Industry Reports • 2026 年 10 月 9 日 • Chainfir Research

从政策宣言到市场结构：三年建成

多数司法辖区靠执法来监管数字资产，香港选择先把规则书写完。整条时间线都有公开记录：2022 年 10 月虚拟资产发展政策宣言；2023 年 6 月虚拟资产交易平台（VATP）强制发牌制度生效；2024 年 4 月亚洲首批比特币、以太坊现货 ETF 上市；2025 年 5 月 21 日立法会通过《稳定币条例》、8 月 1 日生效；2026 年 4 月首批稳定币发行人牌照落地；而根据证监会《2025-26 年报》，虚拟资产交易、托管、投顾与管理四项新监管制度的立法工作亦已完成，相关法案将于 2026 年提交立法会。每一层都经公开咨询建成，每一层里如今都有真实机构在运营。

生态规模与规则书同步扩张。据立法会讨论文件，政府旗下的数码港已聚集超过 270 家 Web3 企业——数码港数据显示该社群 2026 年已突破 310 家，园区整体科技企业超过 2,400 家，并孕育了三家 Web3 独角兽。其中约 15% 的 Web3 企业来自中国内地及海外（包括美国和英国）——证明香港的号召力能够跨境。证监会 2025 年 2 月发布的「ASPIRe」路线图正引领下一阶段：在持牌底座之上做流动性、产品与互联互通。

数码港 Web3 社群企业来源分布 (270+ 家)

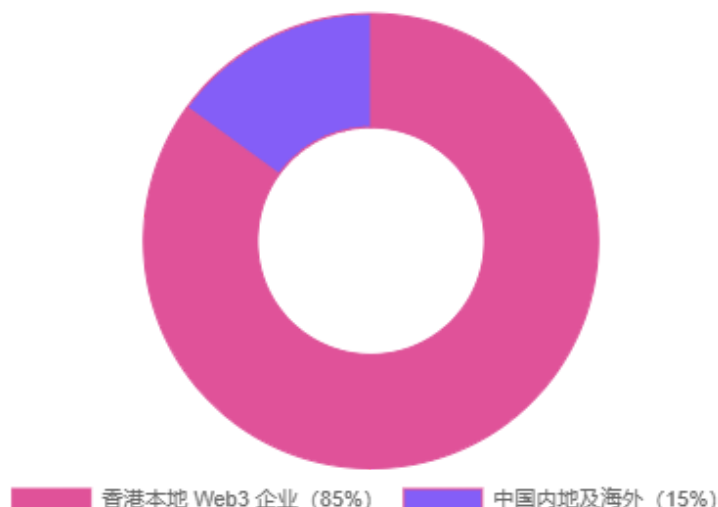


图 1：数码港聚集 270+ 家 Web3 企业（2026 年已超 310 家），含三家独角兽；约 15% 来自中国内地及海外（含美国、英国）。
数据来源：香港立法会讨论文件；数码港。

发牌主轴：13 家平台与「淘汰纪律」

证监会的公开登记册讲述的是一个刻意控制节奏的故事。OSL 于 2020 年 12 月获得首张牌照，HashKey 于 2022 年 11 月跟进。新制度生效后，HKVAX 于 2024 年 10 月获批，2024 年 12 月一批四家（HKbitEX、Accumulus、DFX Labs、EX.IO），2025 年 1 月 PantherTrade 与 YAX，2025 年 2 月 Bullish，2025 年 6 月 BGE。此后是长达八个月的暂停——直到 2026 年 2 月胜利数码科技（VDX）与 2026 年 5 月 NewBX 获批，持牌 VATP 总数达到 13 家，其中 5 家已通过证监会第二阶段评估验收、获得全面展业资格。

同样值得一提的是谁不在名单上。已有 17 份申请被撤回或退回——包括与 OKX、Gate、火币、BitMart 相关的实体——不少申请者直言合规负担（包括持牌平台不得服务中国内地用户的要求）是退出原因。这种淘汰正是制度的本意：香港用牌照数量换监管质量，而市场给出了回应——证监会《2025-26 年报》显示，12 家持牌平台成交额同比增长 125%。发牌条件要求机构级运营：客户资产至少 98% 存放冷钱包、保险覆盖、资产隔离托管、遵守 FATF「旅行规则」——标准与对传统证券券商的要求相当甚至更高。

证监会累计持牌虚拟资产交易平台数量，2020-2026

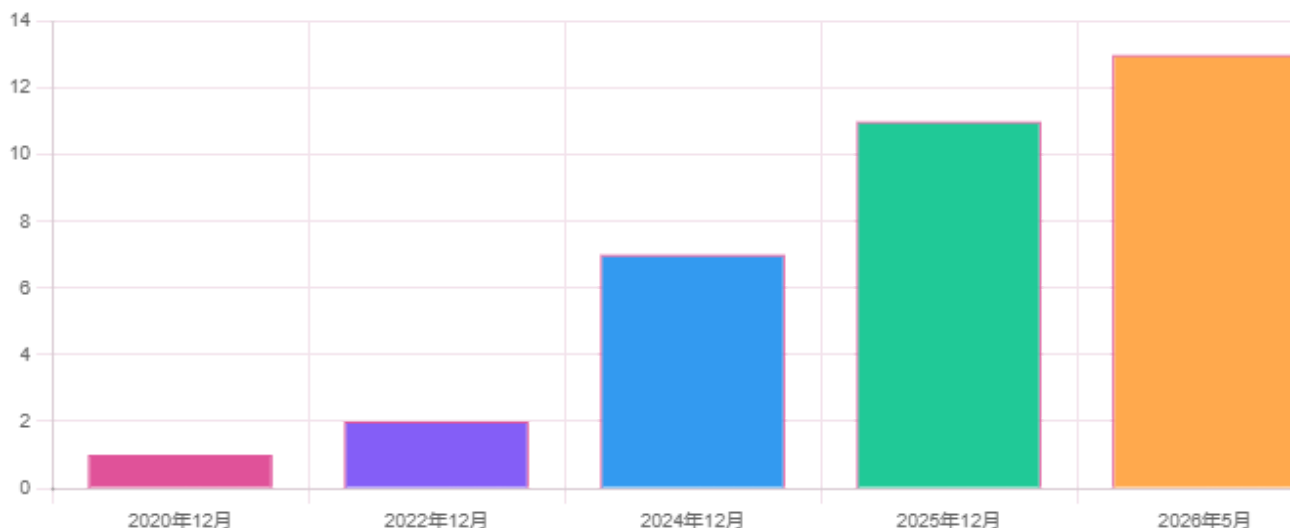


图 2：发牌节奏刻意克制——2025 年 6 月后经历八个月暂停，直至 VDX（2026 年 2 月）与 NewBX（2026 年 5 月）获批，总数达 13 家；期间 17 份申请被撤回或退回；持牌平台成交额同比增长 125%。数据来源：证监会持牌 VATP 登记册；证监会《2025-26 年报》。

产品层：从现货 ETF 到代币化基金

2024 年 4 月 30 日，香港成为亚太首个上市比特币与以太坊现货 ETF 的主要市场——比美国晚三个月，但具备美国产品最初没有的实物申赎机制。两年后货架不断加深：证监会年报显示，截至 2026 年 3 月，11 只虚拟资产现货 ETF 合计市值达 43 亿港元，较 2024 年上线以来增长 90%；亚洲首只 Solana 现货 ETF 亦获批准。更广义的代币化产品增长更快：13 只证监会认可的代币化零售产品资产管理规模达 108 亿港元，一年内增长近六倍。

规模需要放在语境里看。43 亿港元与美国现货 ETF 体量相比很小——但香港货架的战略功能不同：它是受监管通道，让无法或不愿接触离岸无监管场所的亚洲机构与零售资本获得合规敞口。其周边的包装生态正在繁荣：港交所数据显示，2025 年香港超越韩国和日本，成为全球第三大交易所买卖产品（ETP）市场（按成交额计），ETF 日均成交额 330 亿港元，同比增长 108%。换言之，产品监管正在转化为市场份额。

稳定币：银行级发行开启

《稳定币条例》——2025 年 5 月 21 日通过、8 月 1 日生效——是全球最「银行化」的稳定币制度：凡在香港发行法币稳定币，或在任何地点发行宣称锚定港元价值的法币稳定币，均须申领金管局牌照，并满足足额储备、按面额赎回、客户资产隔离以及比照银行监管的反洗钱义务。首批申请窗口于 2025 年 9 月 30 日关闭。

2026 年 4 月 10 日，金管局发出首批两张稳定币发行人牌照——获牌者清晰地表明了这套制度为谁而建：砵点金融科技（渣打银行（香港）、香港电讯与安拟集团的合资公司）与香港上海汇丰银行本身。两家均有银行背景，且都参与过金管局央行数字货币与代币化存款实验。汇丰计划于 2026 年下半年推出港元稳定币，接入 PayMe 与流动理财应用，覆盖个人对个人、个人对商户支付及投资产品认购；砵点的「HKDAP」自 2026 年第二季度起分阶段发行，通过指定分销商以 B2B2C 模式触达公众。当亚洲零售银行最大的两张分销网络开始发行受监管稳定币，这个工具就不再是「加密产品」，而是支付基础设施。

主权级代币化

香港是全球唯一把代币化主权发行从「试点」做成「常规项目」的政府。这条进阶路径由金管局记录、Chambers《Fintech 2026》收录：2023 年 2 月 8 亿港元一年期代币化绿色债券——全球首例；2024 年 2 月约 60 亿港元多币种数字绿色债券；2025 年 11 月约 100 亿港元多币种数字绿色债券——史上最大规模数字债券发行，也是全球首笔在一级结算中整合代币化央行货币（e-HKD 与 e-CNY）的发行。2025 年 11 月该笔发行将期限拉长至五年，并吸引了全球资管、银行、保险中大量首次投资数字债券的机构。

结算基础设施也在同步建设。金管局 2024 年 3 月启动的 Ensemble 项目于 2025 年 11 月 13 日从沙盒进入 EnsembleTX 试点阶段，贯穿 2026 全年：汇丰、渣打、中银等代币化银行与贝莱德、富兰克林邓普顿一起，用代币化存款经港元 RTGS 系统结算真实价值的代币化货币市场基金交易——并逐步升级至以代币化央行货币进行 7×24 小时结算。私营部门 RWA 发行紧随主权步伐：2024 年 8 月朗新集团与蚂蚁数科完成约 1 亿元人民币充电桩收益权代币化融资，2025 年 11 月香港中华煤气完成 1 亿港元信贷额度代币化。这一切之下是香港独有的货币地位——承担全球约 75% 的离岸人民币结算，并与 mBridge 跨境批发支付网络直接对接。无论是新加坡、卢森堡还是瑞士，没有任何竞争中心能把这种结算深度与完整发牌体系组合在一起。

香港政府代币化绿色债券发行规模（十亿港元）

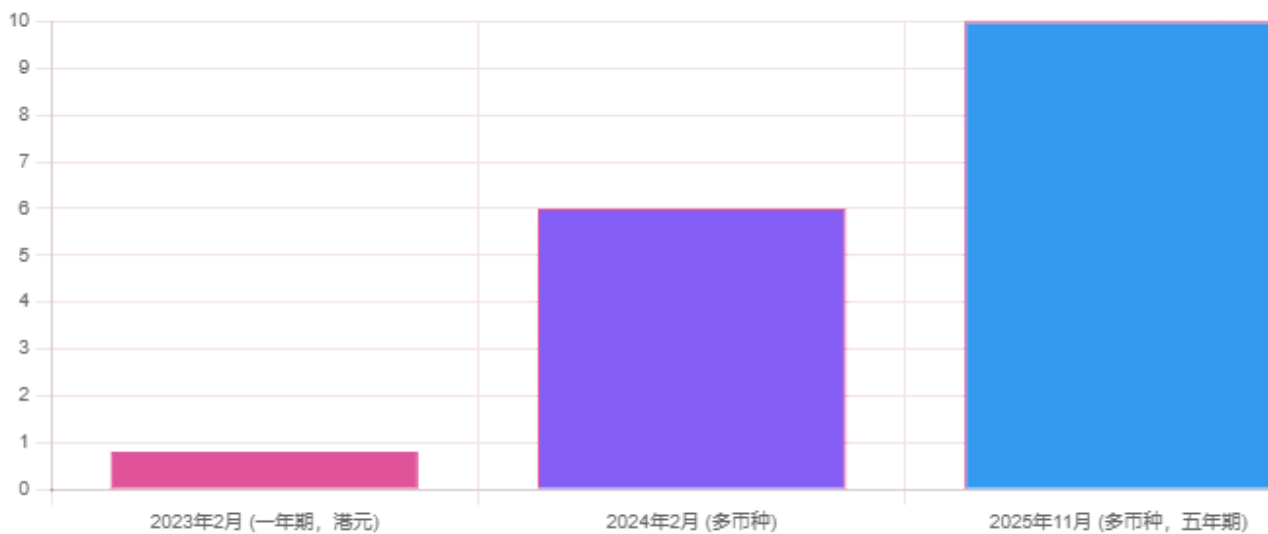


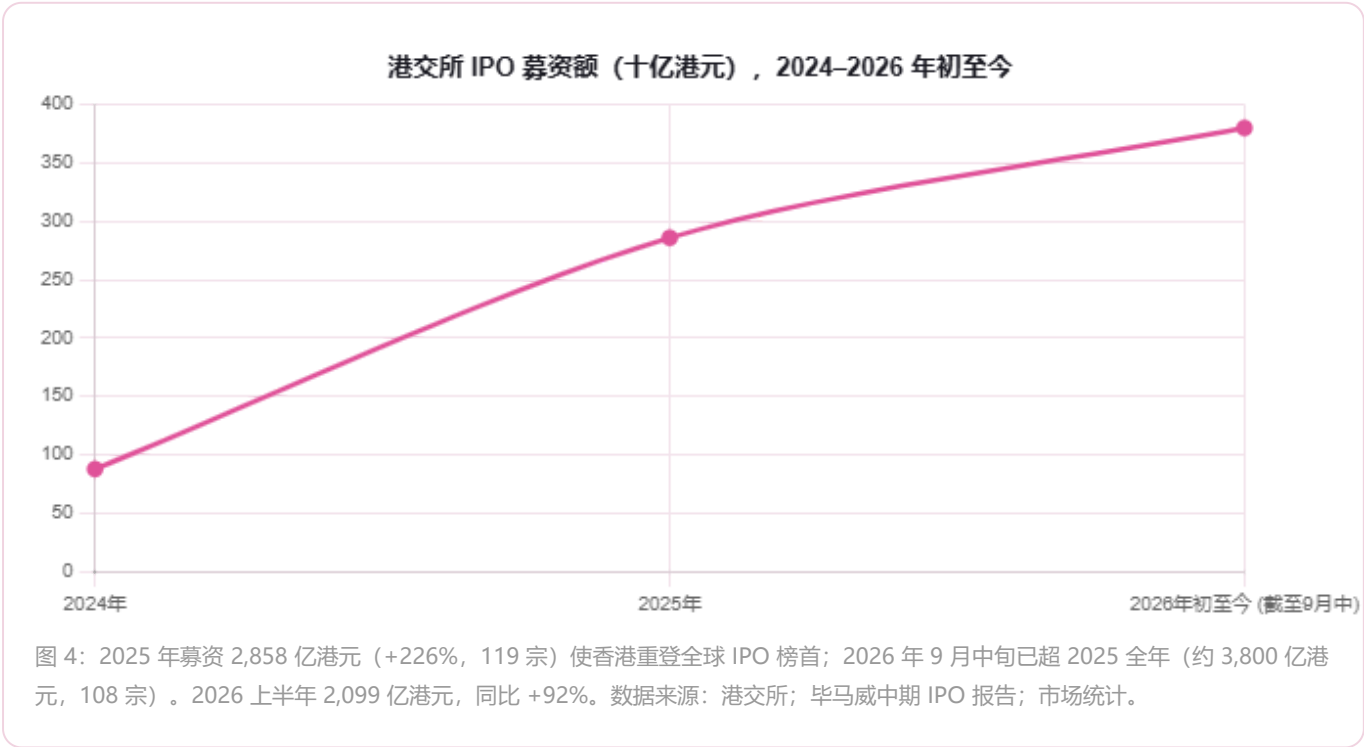
图 3：三笔主权数字绿色债券，不到三年规模放大 12.5 倍。2025 年 11 月约 100 亿港元的发行为史上最大数字债券，且是全球首笔以代币化央行货币（e-HKD 与 e-CNY）结算的发行。数据来源：金管局；Chambers《Fintech 2026》（中国香港章节）。

上市超级周期：退出引擎全速运转

数字资产战略的成色取决于资本市场的退出通道——而香港的退出引擎正全速运转。IPO 募资额从 2024 年约 875 亿港元（约 70 宗）跃升至 2025 年 2,858 亿港元（119 宗）——同比增长 226%，重登全球第一，全球年度十大 IPO 中独占三席（港交所数据）。2026 年动能继续放大：一季度募资 1,099 亿港元居全球首位（纳斯达克同期 52 亿美元）；上半年 85 宗上市募资 2,099 亿港元，同比增长 92%（毕马威数据）；到 9 月中旬，108 宗上市合计约 3,800 亿港元，已超 2025 全年总量。

结构才是故事的核。新经济公司占 2025 年上市数量的三分之二以上。仅 2026 上半年，13 家特专科技公司经 18C 章上市募资 267 亿港元——AI 芯片企业壁仞科技（56 亿港元）领衔，MiniMax（48 亿港元）与智谱（43

亿港元) 紧随——另有 11 家生物科技企业经 18A 章上市。二级市场深度同步跟进：2025 年现货市场日均成交额增长 89.5% 至 2,498 亿港元，再融资规模达 660 亿美元、增长 136% (Dealogic 数据) 。排队企业 488 家，其中超过 10 家为国际发行人。对 Web3 与 AI 公司而言，香港如今提供了其他亚洲市场无法组合的两样东西：在岸的持牌运营环境，以及全球最活跃的上市窗口。



盈利优先的读法

退后一步看，这套全栈已经合拢：底座是持牌交易平台，其上是受监管投资产品，银行发行的稳定币充当结算资产，主权级代币化证明工业级用途，全球最繁忙的 IPO 市场提供退出。每一层相互强化——每一层产出的都是有收入、受监管的生意，而不是白皮书承诺。对盈利优先型投资者，我们正盯着这个市场里的五个位置：

- **成交量复利的持牌基础设施。**持牌平台成交额 125% 的增长，说明受监管场所正从离岸平台手中夺取份额——这是整套体系的「收费站」位置。
- **稳定币支付与结算用例。**随着汇丰与砵点从获牌走向发行，把受监管稳定币轨道接入跨境支付、财资与商业流水的企业，从第一天起就赚取交易收入。
- **代币化中间件与托管。**交易、托管、投顾与管理四类牌照 2026 年提交立法会，「卖水人」层——发行平台、托管技术、合规工具——迎来的是监管催化剂，而不只是市场催化剂。
- **18C 与 Pre-IPO 管线。**半年内 13 家特专科技上市募资 267 亿港元，意味着有收入的后期硬科技企业正通过香港被重新定价——这是成长资本在上市前进场的窗口。
- **人民币计价的数字轨道。**凭借约 75% 的离岸人民币结算份额与 mBridge 对接，香港是唯一能让数字资产业务原生建在全球第二大货币之上的市场。

这对链杉意味着什么

香港的建成验证了我们自 2018 年以来一直在下注的判断：前沿科技的持久价值，产生在监管、真实收入与真实客户的交汇处——而不是投机最喧嚣的地方。如今在这套体系里复利的公司——成交量三位数增长的持牌平台、服务主权客户的代币化基础设施、营收数亿的硬科技发行人——都拥有我们在任何市场都坚持的特质：如果它们消失，客户会立刻在钱上感觉到。

这正是链杉资本的投资方式：只投已盈利企业——至少连续八个季度正运营贡献——约 90% 出资来自自有资金，并将资本、人才与资源整合为一个头寸，背后是 374 人以上的顾问网络。香港与新西兰、新加坡并列我们亚太三大核心市场，本报告描述的这套全栈正是我们组合策略所依托的基础设施：我们对资助监管套利没有兴趣；我们感兴趣的是站在发牌线正确一侧的公司——已经合规、已经盈利、已经在复利。

这轮周期的算术异常干净。曾经的成本项「监管」如今是护城河；曾经的试点「基础设施」如今在处理数十亿级交易；曾经关闭的 IPO 市场如今是全球最宽的退出窗口。香港不再需要被相信，它需要被承销。

「三年前的问题是：会不会有任何一个政府为数字资产建一个完整的、受监管的家。香港给出了答案——牌照、ETF、银行发行的稳定币、代币化主权债券、全球第一的 IPO 市场，全在一套体系里。现在的机会不是赌监管会来，而是投资已经在体系内运营的盈利公司。这是链杉自 2018 年以来的过滤器，而这个市场对我们的奖励超过以往任何一次。」——田大超 (Brian Tian)，链杉资本创始人兼 CEO