

两种合规架构的制度效应：香港全额实名制与美国入口实名制下特定金融产品生态的双轨演进

韩鹏¹, 曹颖²

1 香港岭南大学商学院会计系, helenhan@ln.edu.hk

2 香港岭南大学商学院, yingcao2@ln.edu.hk

摘要：2025年，香港相关专门条例和美国《GENIUS 法案》（美国《指导并建立美国特定金融产品国家创新法案》）陆续生效。这标志着全球特定金融产品监管从“灰色地带”迈入了“专法时代”。两地都是率先为特定金融产品立法的司法管辖区，但在实名制强度、资产储备、创新豁免等核心制度上，呈现出明显的结构性差异。香港实行“全额实名制”，要求链上地址与法律身份强制绑定。虽然合规成本高，但换来了多元资产储备和计息空间。美国则采用“入口实名制”，只对法币出入通道进行客户身份识别（KYC），链上流转保留匿名性，同时设立了三年沙盒机制来激励创新。通过比较法分析，本文揭示出两种路径对特定金融产品功能定位的根本分歧：一种是合规优先型主权工具，另一种是创新优先型市场基础设施。这一制度分叉正推动全球特定金融产品生态演化为两个平行轨道，即“实名白名单链”和“有限匿名链”。这对发行人、投资者、监管者和开发者都会带来差异化影响。本文建议，香港在实名制框架下探索分级验证机制，同时推动财务行动特别组织（FATF）框架下的国际协调。

关键词：特定金融产品，实名制，香港相关专门条例，美国 GENIUS 法案，监管竞争

1 研究背景与问题意识：特定产品的全球监管浪潮

特定金融产品（是指在境外监管框架下发行或流通，以法定货币、短期高流动性资产或其他外部资产价值为参照，并通过储备资产、赎回安排或其他价格维持机制保持价值相对稳定，借助特定信息技术实现电子化记账、转移、清结算及兑付功能的金融产品。为行文简洁，下文简称“特定产品”。）是一种数字支付工具。它以链上代币的形式存在，跟法定货币等外部资产挂钩，再通过储备资产或算法机制来维持价格稳定^[18]。香港相关专门条例（香港法例第 656 章）第 3 条给出了一个更正式的定义：特定产品是具有加密保护、作为交易媒介、并通过资产挂钩来维持价值稳定的电子货币^[1]。从 2024 年开始，全球主要司法管辖区密集出台了针对特定产品的专门法律。欧盟的《加密资产市场监管法案》（MiCA）在 2024 年 12 月全面适用^[13]。香港相关专门条例在 2025 年 3 月正式生效^[2]。美国的《GENIUS 法案》也在 2025 年年中获得通过^[20]。这一波立法浪潮意味着，特定产品正式从“监管灰色地带”迈入了“专法时代”。紧随立法落地，香港金管局于 2026 年 4 月 10 日发出了首批特定产品牌照，授予砵点金融科技和汇丰银行^[3]。

为何香港选择了“全额实名制”，而美国坚持“有限匿名”？该差别不是简单的技术细节，而是反映了两地对特定产品功能定位的根本不同。香港把特定产品看作“数字债券”或“主权货币的补充”，强调的是合规、可追溯和金融稳定。美国则把特定产品定位为“现金替代品”和“创新试验场”，保留链上匿名性，以维护技术中立和隐私价值^[20]。本文进一步追问：这两种监管

作者简介：韩鹏，女，香港岭南大学商学院副教授，研究方向为法理学，比较中国法、法社会学，商业法。
曹颖，女，香港岭南大学商学院研究助理，研究方向为精算科学、统计分析、商业分析。

路径对全球特定产品生态的长期影响是什么？会不会形成不可逆的制度分叉？

本研究创新之处体现在以下几个方面。这是首批系统比较香港与美国特定产品专法的学术研究之一，填补了 2025 年立法尘埃落定之后的比较法空白。本文提出了“制度分叉理论”来解释监管竞争格局，这不同于传统的“监管竞次”或“监管竞优”二元框架。本研究也可为亚洲金融监管机构在制定数字资产政策时提供实证参考，尤其是如何平衡实名制与创新激励这一现实难题^[11]。

2 文献回顾与理论框架

特定产品究竟是什么？学术界一直有争议。一派观点认为，特定产品是“私人发行的货币替代品”。这类研究的核心担忧是，特定产品缺乏“无质疑原则”，容易发生挤兑^[18]。另一派观点则强调特定产品的功能，把它看作一种“数字支付工具”。这一派认为，特定产品的真正价值在于降低跨境交易成本^[8]。折中立场则认为，特定产品同时具备两种属性：它既是货币替代品，也可以成为数字债券。本文采纳折中立场，认为在实名制环境下，特定产品能够转化为具有法偿级信用的合规工具。而在匿名环境下，它更接近现金或商品。这种属性可塑性正是不同监管路径的根源。

监管竞争理论提出了两种理想模式^[22]。一种是“赛到底部”，监管机构为了吸引资本而不断降低标准。另一种是“赛到顶部”，通过制定更严格的标准来建立质量信誉。中国香港和美国的监管分叉，并不是简单的竞次或竞优。两地实际上是走上了不同的赛道。香港优先排序的是金融稳定与合规确定性。美国优先排序的则是创新弹性与市场流动性。同时，域外管辖权冲突也是一个关键变量。例如，美国对使用美元计价特定产品的跨境执法，会直接影响到全球特定产品的制度走向。

财务行动特别组织（FATF）的《旅行规则》要求，虚拟资产服务提供商在交易超过一定阈值时，必须传递客户信息^[16]。但这项规则并没有要求对链上地址进行永久性实名标记。美国严格遵循“风险为本”原则，没有选择全面实名。有些学者认为，美国宪法第一修正案和第四修正案分别保护匿名言论和财产隐私，这使得美国很难推行链上地址的全面实名制^[12]。相比之下，由于没有类似的立法桎梏，香港立法空间更加宽松。

3 香港《特定产品条例》的实名制架构

3.1 立法脉络与政策目标

香港金管局自 2022 年发布《加密资产与特定产品的讨论文件》后，先后完成三轮公众咨询。2025 年，相关专门条例正式通过^[2]。该条例的核心政策目标有三项。第一，防范金融稳定风险。第二，打击洗钱及恐怖分子资金筹集活动。第三，维护港元货币主权。

为实现上述目标，金管局采取了“持牌寡头”策略。按照 2025 年的表态，首批计划仅发放数个牌照。只有资本充足、治理完善且储备资产多元化的机构才能获得^[4]。2026 年 4 月，金管局正式向两家机构发出首批特定产品发行人牌照，分别是香港上海汇丰银行有限公司和确点金融科技有限公司^[3]。这标志着香港特定产品监管已从政策制定阶段进入实际运营阶段。同时，条例将特定产品明确定位为“数字港元的补充品”。零售支付场景由数字港元主导，特定产品则主要聚焦于批发跨境支付与机构间结算^[1]。

3.2 实名制的技术—法律双重构造

在技术层面，持牌人必须建立“白名单机制”。只有已经完成法律实名验证的地址才能被列入白名单。链上转账只能在白名单地址之间进行。持牌人还要持续监控地址行为。一旦发现异常交易，比如与未受监管的钱包互动，就有权冻结或拒绝该交易。这套设计实质上实现了“链上地址等于法律身份”的强制映射。监管机构可以追溯每笔交易的最终受益人。

在法律层面，金管局《打击洗钱及恐怖分子资金筹集指引（持牌特定产品发行人适用）》第 4 章作出了系统规定^[5]。持牌人必须从自然人客户处收集全名、出生日期、国籍、住址、证件类型及号码。还要识别客户背后的实益拥有人，并核实其身份。这意味着传统的反洗钱合规要求被直接移植到了特定产品的链上交易环节。未完成验证的客户不能建立业务关系，也不能进行赎回操作。

而在执行层面，相关监管指引进一步细化了地址识别与交易监测要求。例如，指引第 4.11 条要求获取 IP 地址、钱包地址、交易哈希等电子标识符。对非托管钱包的往来交易要持续监控和审查。此类措施强化了对链上行为的可穿透监管，使反洗钱义务能够延伸至区块链交易场景之中^[3]。从比较的角度看，这种构造体现了“功能等价”的思路：不论交易发生在传统渠道还是区块链上，反洗钱义务都应同等履行。白名单机制正是这一逻辑在技术层面的具体体现。

3.3 储备资产与计息权的制度红利

高合规成本并非只有代价，它也带来了制度红利。香港条例允许特定产品储备资产采用多元化配置，不限于美元。储备资产可以包括港元、人民币、高流动性国债及央行准备金^[6]。这一弹性空间让发行人在全球货币体系中有了分散风险的可能。

更重要的是，条例并未禁止特定产品计息。发行人可以将储备资产的投资收益部分分配给持有人，从而创造出“带息的链上现金”。这一特性对机构投资者具有较强吸引力，因为它将传统货币市场基金的收益功能与区块链的结算效率结合在了一起^[9]。

4 美国 GENIUS 法案有限匿名设计

4.1 立法背景与政治经济学

美国 GENIUS 法案的出台经历了一系列政治博弈。国会希望建立联邦层级的特定产品监管框架，以终结各州之间的“监管套利”乱象。行政分支方面，财政部与金融犯罪执法局（FinCEN）坚持维护反洗钱底线。美国证券交易委员会（SEC）与美国商品期货交易委员会（CFTC）则围绕加密资产的管辖权展开争夺。最终法案呈现出妥协特征。联邦储备系统获得对非银行特定产品发行人的主要监管权，各州对小型发行人的监管权限得以保留。从战略目标看，GENIUS 法案承载双重使命。一是维护美元霸权，确保全球特定产品交易仍以美元计价，并通过美国金融体系完成清算。二是保持数字支付竞争力，防止创新资本流向欧盟或亚洲^[7]。

4.2 分层式实名制架构

GENIUS 法案与 FinCEN 现行法规共同构建了“分层式”实名制度^[20]。法币出入层方面，任何将特定产品兑换为法定货币的行为，均须遵守传统的 KYC 与反洗钱规则，包括客户身份验证、交易记录保存及可疑活动报告。而在链上流转层方面，法案未强制要求对每一笔链上转账进行地址实名标记。只要资金未进出法币通道，用户即可在完全匿名的情况下完成链上转移。至于外部钱包提取方面，持有人可将特定产品从托管钱包提取至自己控制的非托管地址，无须提供任何身份信息。这实质上保留了“数字现金”的核心属性，即不记名、可拆分、无交易对手风险。此外，FinCEN 对可兑换特定电子化资产的监管始终瞄准服务提供商。2025 年 8 月，该机构要求 CVC 自助服务机运营商履行注册、反洗钱及客户识别等义务。监管落点在服务商而非链上地址，延续了“入口监管、链上匿名”的一贯逻辑^[17]。

4.3 创新豁免机制（监管演进）

2025 年以来，美国证券交易委员会（SEC）围绕特定产品及加密资产的证券法适用问题，通过工作人员声明及解释性文件逐步厘清监管边界。其中，2025 年 4 月就特定产品的证券属性适用发布声明，2026 年 3 月进一步就加密资产的证券法适用提供解释性规则，体现渐进式监管思路。

受此影响，市场逐渐发展出两类实践惯例：其一，是以创新导向为特征的豁免安排，即允许部分创新项目在符合基本投资者保护与反欺诈要求的前提下，适度减轻注册与披露负担，形成类似监管沙盒的运作空间。其二，是对代币功能属性的分类倾向，即根据用途区分支付型代币与投资型代币，对前者在一定条件下弱化证券监管适用。上述监管演进在一定程度上降低了市场对证券合规不确定性的预期，并与 GENIUS 法案所设置的三年沙盒机制形成制度呼应。2026 年第一季度，特定产品相关基础设施融资额超过 4.95 亿美元，已成为加密风投中最大的单一投资类别^[19]。

5 比较分析：实名制强度的光谱分析

5.1 三种模式的制度坐标

把香港相关专门条例、美国 GENIUS 法案和欧盟 MiCA 放在一起比较，可以清楚地看到监管强度的阶梯分布。为了方便直观对比，作者根据公开资料从八个关键维度做了梳理，并总结如下：

表1 特定产品监管强度的维度分布

维度	香港（全额实名）	美国（入口实名）	欧盟 MiCA（中间路线）
链上地址与身份绑定	强制绑定，白名单机制	不绑定	仅超1000欧元追踪
白名单机制	必须有，未经实名地址禁交易	无	无强制要求
非托管钱包交互计息权	原则上禁止	允许，自由提取	允许但需报告大额
	原则上禁止	联邦层面原则上禁止，各州执行可能存在差异	原则上禁止
储备资产	多元（美元、港元、人民币等）	主要为美元及短期美债	主要为欧元区资产
创新沙盒	有 （24年推出特定产品发行人沙盒，接近监管前沟通与辅导机制）	有 （25年推出三年沙盒）	有 （成员国层面，如西班牙央行24年推动金融沙盒）
记录保留期限	≥5年	≥5年	≥5年
对下游持有人要求	发行人需主动验证所有持有人身份	发行人不需主动追踪下游持有人	发行人端严格 KYC+服务提供商 TFR +自托管钱包大额验证

5.2 香港模式：链上地址=法律身份

香港要求持牌人对所有最终持有人进行系统验证，还要建立白名单机制。只有实名地址才能参与交易，任何与白名单外地址的转账都会被自动拒绝^[5]。这套制度背后的逻辑是，把区块链变成一本“可审计的合规账本”。这样一来，特定产品就能获得接近主权货币的信用确定性，可以用于跨境结算和代币化证券交割。代价也很明显。隐私空间显著受限，网络的灵活性大打折扣。合规成本非常高。从某种程度上而言，小型发行者基本被排除在外。

5.3 美国模式：法币通道实名、链上自由

GENIUS 法案实行分层监管。法币出入通道严格适用传统银行的 KYC 和反洗钱规则。但特

定产品在链上流转不受任何强制实名约束，用户可以自由提取到自托管钱包进行匿名交易^[20]。这个设计的逻辑是把合规压力集中在“接口”上，保留链上生态的开放性。监管者认为，只要非法资金难以进出法币体系，链上匿名就不会造成系统性风险。代价也很清楚。执法机构很难直接识别链上的非法交易，还存在监管套利的风险，比如跨链转移到隐私链。

5.4 欧盟 MiCA 的中间路线

MiCA 要求特定产品发行人在赎回时验证持有人身份^[13]。对于涉及服务提供商的加密资产转账，欧盟《资金转移条例》（TFR）要求执行 FATF 旅行规则。超过 1000 欧元的转账须收集并传递交易双方的身份信息^[14]。非托管钱包之间的直接转账不受监控。这个设计想兼顾隐私和合规，但实践中比较容易出问题。一是阈值漏洞，拆分交易就能规避报告。二是执行难题，去中心化交易没有服务商可以追责。相对而言对 DeFi 生态的覆盖力稍显不足。

5.5 监管哲学的根本分歧

把三种模式放在光谱上，能看出明确的监管哲学差异。香港把特定产品当成受监管的数字债券，强调金融稳定、货币主权和反洗钱合规。它的优先顺序是：安全第一，合规第二，创新第三，隐私最后。而美国把特定产品看作支付技术的创新，强调市场效率、美元霸权和技术中立。它的优先顺序是：创新第一，流动性第二，合规第三，隐私最后。但法币出入口的合规没有商量余地。欧盟则是把特定产品视为消费者保护工具，强调透明度、可赎回性和系统性风险防范。它的优先顺序是：消费者保护第一，合规第二，创新第三，隐私最后。这个光谱分析说明，实名制强度不是技术能力决定的，而是制度偏好决定的。香港的“全额实名”和美国的“入口实名”很可能代表了两极。未来其他司法管辖区的选择，很可能会落在这个光谱的某个位置上^[11]。

6 影响评估：全球特定产品生态的制度分叉

6.1 市场分割效应：“双轨制”格局的形成

中国香港和美国的监管路径正在走向分化。特定产品市场也因此演变为两个并行的轨道。第一条轨道可以称为“实名白名单链”，以香港为代表。这条轨道面向跨国企业、机构投资者和央行。它的主要用途是批发跨境结算、贸易融资和代币化证券的抵押品。这类特定产品的溢价来自三个来源：法偿级的信用保障、合规背书以及可计息收益。已有迹象表明，多家中东主权基金有意在香港发行合规特定产品，用于石油贸易结算。第二条轨道则是“有限匿名链”，以美国为代表。这条轨道主要服务零售投资者、DeFi 协议、全球开发者以及看重隐私的人群。它的功能包括链上杠杆工具、隐私支付，以及现实世界资产代币化的底层资产。其竞争力在于技术灵活、流动性强、网络效应大。USDC 和 USDT 就是典型代表，两者目前仍以美国网络为主，截至 2026 年 1 月合计市值占全球特定产品总量的八成以上^[23]。两种轨道并非完全隔绝。资金可以通过合规的跨链桥或受监管的交易所流动。但每一次跨越，都要在隐私和合规之间放弃一头。这就形成了一条“监管套利走廊”。发行人和投资者可以根据自己的偏好，选择在哪个司法管辖区注册。

6.2 对不同利益相关者的影响

对发行人而言，香港的合规门槛较高。持牌人须维持不少于 2,500 万港元的实缴资本^[1]，合规团队搭建及系统建设成本也相当高昂。小型发行者基本被排除在外，这种模式更适合大型金融机构。相比之下，美国的准入门槛较低，还有沙盒机制，对初创企业更为友好^[21]。投资者方面，机构投资者更倾向于香港。合规溢价使香港的特定产品更受机构投资者青睐。零售投资者和 DeFi 用户则偏好美国，匿名性让他们能够参与无许可的流动性挖矿和杠杆交易。对监管者而言，香港方案在巴塞尔框架下提供了完全的确定性，代价是承担监控数千个白名单地址的运营成本。美国方案降低了监管负担，却面临非法金融活动的风险^[17]。至于开发者，美国的三年沙盒对创新项

目吸引力巨大。部分对加密资产友好的州为创新项目提供了宽松的监管环境。香港目前还没有类似机制，开发者生态起步相对较慢。

从投资者角度，香港的监管体系提供了更严格的全流程监管，有利于确保资金安全，便于市场监管，更加有利于中大型机构投资者和企业进行大额跨境支付，长远来看有利于香港建立稳健的全球金融中心地位，但其隐私性和灵活度方面弱于美国，后续创新空间和市场流动性会有所限制。

7 结论、政策建议与研究展望

中国香港和美国的特定产品专法代表了数字时代货币监管的两种范式。香港走“全额实名制”，合规成本虽高，但换来了法偿级信用和计息收益，更适合搭建机构级跨境结算基础设施。美国走“入口实名制”，监管干预最低，保留了链上创新和隐私空间，维持了美元在零售加密生态中的主导地位。实名制差异表面是技术问题，背后是金融主权、创新与隐私的权衡。“制度分叉”可能是常态，而非过渡。两种路径的竞合将塑造未来十年全球特定产品格局^[22]。

7.1 对香港的政策建议

首先，在实名制框架里引入“分级验证”。允许小额交易（如 1000 港元以下）采用简化身份验证，仅对超过阈值或涉及高风险地址的交易实施全额实名，以平衡合规与用户体验^[15]。再者，加紧和内地数字人民币的互操作性设计，推动“数字人民币与合规特定产品”双币种跨境支付试点^[1]。最后，建立“合规溢价”的国际行销策略，向中东、东南亚等地区宣传香港特定产品的法偿级信用优势，吸引主权财富基金参与^[7]。

7.2 对国际监管协调的建议

在 FATF 框架下推动实名制标准的国际对话。明确“旅行规则”是否适用于非托管钱包交易，避免各国单边行动造成监管碎片化^[15]。建立跨境特定产品监管信息共享机制。鉴于特定产品的资产负债表结构与货币市场基金高度相似，但对货币政策的反应方向相反，各国监管机构应联合监测特定产品的储备资产变动及其对本国货币政策的潜在干扰^[11]。防范监管套利风险，通过最低标准协调来防止系统性风险跨境传播。例如，要求所有特定产品发行人均接受第三方储备审计^[14]。

7.3 研究限制与未来方向

本研究存在几点局限。两部法律均为 2025 年新立法，实证数据（如持牌机构数量、执法案例、市场占有率变化）尚待积累。技术演进可能颠覆现有制度设计，例如零知识证明技术有望实现“匿名但可审计的实名制”^[6]。本文仅比较了香港与美国，未纳入新加坡《支付服务法》修订版、日本《资金决算法》下的特定产品制度以及英国《金融服务与市场法案》中的特定产品条款。未来研究可在上述维度进行扩展，并进一步探讨“制度分叉是否会收敛于某一种主导模式”这一更深层的问题^[11]。

参考文献：

- [1] 香港立法会. 稳定币条例（香港法例第 656 章）[Z]. 2025.
- [2] 香港金融管理局. 加密资产与稳定币的讨论文件[R]. 香港: HKMA, 2022.
- [3] 香港金融管理局. 发出稳定币发行人牌照[EB/OL]. 2026-04-10.
- [4] 香港金融管理局. 稳定币的稳妥和可持续发展[EB/OL]. 2025-06-23.
- [5] 香港金融管理局. 打击洗钱及恐怖分子资金筹集指引（持牌稳定币发行人适用）[Z]. 香港: HKMA, 2025.

- [6] 香港金融管理局.持牌稳定币发行人监管指引[Z].香港: HKMA, 2025.
- [7] 台新银行.专家观点: 稳定币立法、天才法案与全球金融新秩序[EB/OL]. 2026-02-26.
- [8] Aquilina M,Cornelli G, Frost J, Gambacorta L.Cryptocurrencies and Decentralised Finance: Functions and Financial Stability Implications[R].BIS Papers No.156,Bank for International Settlements,2025.
- [9] Aldasoro I,Cornelli G,Ferrari Minesso M,Gambacorta L,Habib M H.Stablecoins,Money Market Funds and Monetary Policy[R].BIS Working Papers No.1219,Bank for International Settlements,2024.
- [10] Bank for International Settlements.Annual Economic Report 2025: Cryptoassets and Financial Stability[R].Basel:BIS,2025.
- [11] Brunnermeier M K,James H,Landau J P.The Digitalization of Money[R].NBER Working Paper No.26300,2019.
- [12] Carman v. Yellen,112 F. 4th 386 (6th Cir. 2024).
- [13] European Parliament and Council of the EU.Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) (EU 2023/1114)[Z].2023.
- [14] European Parliament and Council of the EU.Regulation (EU) 2023/1113 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on information accompanying transfers of funds and certain crypto-assets and amending Directive (EU) 2015/849 (Text with EEA relevance)[Z].2023.
- [15] Financial Action Task Force.Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers[R].Paris:FATF,2021.
- [16] Financial Action Task Force.International standards on combating money laundering and the financing of terrorism & proliferation[Z].2025.
- [17] FinCEN.FinCEN Issues Notice on the Use of Convertible Virtual Currency Kiosks for Scam Payments and Other Illicit Activity[EB/OL].2025-08-04.
- [18] Gorton G,Zhang J.Taming Wildcat Stablecoins[J].University of Chicago Law Review,2023, 90(3):909-972.
- [19] Noda D.Crypto VC's Great Pivot:Why \$2.5B in Q1 2026 Funding Chased Revenue,Not Narratives[EB/OL].2026-03-11.
- [20] U.S. Congress. Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act (GENIUS Act),Pub.L.No.119-27,119th Cong. (2025)[EB/OL].2025-07-18.
- [21] Vogel D.Trading Up: Consumer and Environmental Regulation in a Global Economy[M].Cambridge,MA: Harvard University Press,1995.
- [22] Zetsche D A,Buckley R P,Arner D W.The Distributed Liability of Stablecoins[J].European Business Organization Law Review,2021,22(2):291-330.
- [23] 3iQ. UAE at the Forefront:How Sovereign Wealth Funds and Stablecoin Regulation Are Shaping the Future of Digital Assets[EB/OL].2025-08-06.

Two Institutional Effects Under Distinct Compliance Architectures: The Parallel Evolution of Specified Financial Products Ecosystems Driven by Hong Kong's Full Real-Name Regime and the United States' Entry-Point Real-Name Model

Peng Han Helen¹, Ying Cao Nicole²

1 School of Business, Lingnan University, helenhan@ln.edu.hk

2 School of Business, Lingnan University, yingcao2@ln.edu.hk

Abstract: In 2025, Hong Kong's specified products Ordinance and the United States' GENIUS Act ("Guiding and Establishing National Innovation for U.S. specified productss Act") came into effect in succession. This marks a shift in global specified products regulation from a "grey area" to an era governed by special-purpose legislation. Both jurisdictions were among the first to legislate for specified productss, yet they exhibit pronounced structural differences in core regulatory design features, including the intensity of real-name requirements, asset-reserve standards, and innovation-related exemptions. Hong Kong adopts a full-scale real-name system, requiring an on-chain address to be forcibly linked to a legal identity. Although this approach entails high compliance costs, it yields broader opportunities for diversified reserve holdings and interest-bearing arrangements. The United States, by contrast, implements an entry-point real-name model, requiring customer identity verification (KYC) only at fiat on-ramps and off-ramps, while preserving anonymity in on-chain transfers. It also establishes a three-year sandbox mechanism intended to incentivize innovation. Through comparative legal analysis, this article demonstrates that the two regulatory pathways reflect a fundamental divergence in the functional positioning of specified productss: one path treats specified productss primarily as compliance-first sovereign instruments, while the other treats them primarily as innovation-first market infrastructure. This institutional bifurcation is driving the global specified products ecosystem toward two parallel tracks—namely, "real-name whitelisted chains" and "limited-anonymity chains". These differences will generate distinct implications for issuers, investors, regulators, and developers alike. The article further recommends that Hong Kong, within its real-name framework, explore a tiered verification mechanism, and simultaneously advance international coordination under the Financial Action Task Force (FATF) framework.

Keywords: Specified Financial Products, Full-Scale Real-Name System, Hong Kong Specified Financial Products Ordinance, US GENIUS Act, Regulatory Competition