

货币竞争下的稳定币用户权益保护

——基对香港《稳定币条例》的观察
柯 达*

摘要：香港《稳定币条例》的出台，主要目的是巩固香港的国际金融中心地位，特别是强化货币流通的国际竞争力。该条例在界定稳定币概念的基础上，通过“发牌”制度，将从事特定稳定币活动的主体纳入监管范畴，其中体现用户权益保护的主要内容包
括赎回权、信息披露以及投诉处理。由于公众信心决定了市场化前提下的货币信用，用户权益保护程度的高低会决定货币竞争的能力。稳定币用户权益保护的财产侧重点是对用户赎回权的保障，《稳定币条例》已对用户的赎回权作出较全面的规定；但就数据侧而言，《稳定币条例》对身份识别以及数据权益的保护有更大的完善空间。我
国内地不宜照搬；鵑娠杈清袞嶸矚俐接齡綠罨倆鏹訥矚嫫樨 矚嫫樨 攣攸鈔嫫樨 矚嫫樨

快了虚拟货币或稳定币的立法进程,例如 年底欧盟《加密资产市场监管条例》生效,中国香港地区于 年 月通过《稳定币条例》,美国国会对《引导和建立美国稳定币国家创新法案》(即 法案)的审议进入新阶段,稳定币再次成为全球的关注焦点。

不过,“太阳底下无新鲜事”,不论是 年稳定币 崩盘, 年脸书公司发布 白皮书,还是 年稳定币 崩

区块链系统,以及由该系统发行、不代表任何权益的数字化资产,随着区块链技术的进一步发展,各类市场主体自年起,可凭借智能合约,基于“首次代币发行”(ICO)方式,吸收投资者的法定货币或主流虚拟资产(例如以太币),以发行其创造的新型虚拟货币。为解决比特币等虚拟货币价格波动过大的弊端,稳定币应运而生,其以泰达币(USDT)为代表。如稳定币采用锚定法定货币的价格稳定方式(即“法币稳定币”),其运行机制大致如下:一方面,用户向发行定人支付购买稳定币的法定货币,发行人向其提供等额面值的稳定币,并将收到的法定货币投资于低风险资产;另一方面,之后用户可将稳定币转让于他人,也可向发行人申请赎回与面值对应的法定货币。^①

随着年月脸书公司发布白皮书,稳定币受到了更多政府组织的关注。特别是七国集团于年发布的《全球稳定币影响调查》指出,具有全球性质的稳定币项目可能会对货币主权构成重大挑战,如果未适当设计并遵守与风险成比例的监管,以充分解决金融稳定等方面的风险,则不得开始运营。^②此后,金融稳定委员会(国际货币基金组织)、国际证监会组织等国际组织相继发布报告,提出稳定币监管的一系列基本原则。时至今日,尽管稳定币的市场规模在不断扩大,但稳定币的底层技术与运行机制未发生根本变动。在此背景下,香港对稳定币等虚拟货币采取了审慎观望的监管立场,既未鼓励发展,也未严格禁止。例如,香港证监会尽管多次发布可疑的虚拟资产交易平台的警示名单,但未主动对相关机构或交易活动前置性地开展主动执法。

不过,受到国内外宏观政治、经济因素对香港地区的影响,自年以来,香港对包括稳定币在内的虚拟货币的监管立场逐渐转变为,在构建正式监管机制的前提下,鼓励相关市场的发展。香港特区政府在年发布的《有关香港虚拟资产发展的政策宣言》中表示,“虚拟资产”因和元宇宙的未来机遇而在市场上不可或缺,即认可了此类新生事物对维护香港国际金融中心的积极作用,为提升香港与全球经济体竞争力,需要建立发牌等监管机制以确保虚拟货币得以可持续和负责任地发展,其中还肯定了稳定币在作为加密货币(例如比特币)与法定货币的交易媒介的功能,但并未认可其作为合法的支付方式。^③对于稳定币,香港相关政府机构于

① 如未特别说明,下文所指“稳定币”均为法币稳定币。

② 香港特别行政区政府:《政府发表有关虚拟资产在港发展的政策宣言》, 年 月 日访问。

③ 香港特别行政区政府:《政府发表有关虚拟资产在港发展的政策宣言》, 年 月 日访问。

2022年开始发布讨论文件,2023年末发布立法建议咨询文件,并与2024年初推出稳定币发行人沙盒安排,启动稳定币发行的试点活动,以探索性构建稳定币的基本监管框架。2024年末,香港特区政府发布《稳定币条例草案》,在部分条文经进一步完善后,香港立法会于2025年5月通过《稳定币条例》。2025年6月,香港特区政府发布《香港数字资产发展政策宣言2.0》,直接表示要建设值得信赖及致力推动创新的“数字资产”中心,最终目的是巩固香港作为国际金融中心的领先地位,其中,该宣言提出支持稳定币项目,确保稳定币发行的稳定性及可信度,提升其在本地及国际上使用的可靠性。

务付款、清偿债务或投资的目的；其三，可透过电子方式转移、储存或买卖；其四，在分布式分类账或类似资讯储存库上操作；其五，参照单一资产，或一组/一篮子资产以维持稳定价值。同时，该条规定还排除了由中央银行等官方机构发行的数码形式价值，以及其他条例中所界定的有限用途数码代币、证券或期货合约、储值金额或工具按金、存款。^①不过，《稳定币条例》拟构建的监管制度并非覆盖符合该定义的所有稳定币类型，而是第4条界定的“指明稳定币”（specified stablecoin）。此类稳定币是指完全参照一种及以上官方货币、金融管理专员指明的计算单位，或经济价值的储存形式的稳定币，进而将前文提及的法币稳定币视为重点监管的标的。^②

在界定稳定币概念的基础上，《稳定币条例》通过“发牌”制度，将从事特定稳定币活动的主体纳入监管范畴。该条例第5条规定，“受规管稳定币活动”主要包括在业务过程中，在香港发行指明稳定币，或在香港以外的地方发行参照港元的指明稳定币，或向香港公众积极推广前述活动。一家公司或在香港以外成立为法团的认可机构如果从事受规管稳定币活动，必须在符合法定条件（例如已缴资本2 500万港币、高管须具备适当的知识与经验）的前提下，向金融管理专员提出申请，要求发出牌照。^③

此外，《稳定币条例

时,持牌人须设有并实施健全及适当的风险管理政策及程序,以识别、防止、管理和披露该持牌人及其发行的稳定币用户之间的潜在及实际利益冲突。此外,持牌人还须适时披露以下信息:就储备资产的日常管理而言,持牌人须披露其储备资产管理政策,以及储备资产所引发风险及其管理的评估;就赎回权保障而言,持牌人须在网站上说明或通过可供公众取阅的方式。

复与处置、披露、赎回权、稳定与审慎要求、运营前的合规要求。这些监管建议基于稳定币不同于其他虚拟货币的主要特征——稳定机制的存在、作为支付或价值储存手段的可用性，以期解决稳定币的潜在金融稳定风险。^①因此，稳定币的监管重心是在“稳定”，即稳定币发行人所构建并运行的稳定机制的可靠性。

但是，没有用户权益的法律保护，国际层面的货币竞争很难常态化维持，因为市场化前提下的货币信用主要是由公众信心所决定的。一般而言，尽管政府机构可以通过立法、强制性要求境内公众接受使用某一货币，或通过军事、政治等手段使货币为他国公众所接受使用，但如果该货币币值无法让公众建立可预期性，那么市场仍会自发规避政府的强制性规定。因此，如果能通过适当的权益保护手段确保币值稳定，那么宏观层面的货币竞争能力将能得到极大强化。这一利益衡量结果，也体现在《稳定币条例》对受监管的“兜底”稳定币活动的界定上。该条例第 4 条规定，监管机构在评估某项稳定币活动是否要纳入监管时，要考虑该活动是否对或是否相当可能会对香港的货币稳定或金融稳定、发挥作为国际金融中心的功能至关重要，以及是否牵涉重大的公众利益的事宜。^②其中，“重大公众利益”是指相关活动受显著干扰后，极有可能会削弱公众对香港金融体系的信心，并导致香港的日常商业活动受到不利影响。

需要注意的是，尽管目前大量持有稳定币的用户所从事的交易活动难以评价为合法合规，但这并不意味着要降低稳定币用户的权益保护水平，甚至忽视权益保护。特别是在稳定币的正式监管机制建立后，稳定币可以在跨境支付等场景下发挥更突出的优势，进而有更多的用户会参与到稳定币的发行交易活动中。而稳定币的法律结构不同于银行存款、第三方支付等既有支付手段，加上其具有更复杂的技术逻辑，稳定币的权益保护更应当受到法律的重视，后期亦可根据稳定币的系统重要性区分为机构用户与个人用户。

（二）稳定币用户权益保护的财产侧评价

不论是资本市场中的投资者还是银行保险市场中的金融消费者，缓和信息不对称是共通的权益保护法理基础，这同样适用于稳定币。

稳定币的用户权益保护同样可以包括前述两类方式,因为实践中一出现稳定币发行人的利益冲突、市场滥用、治理不善等行为。同时,由于稳定币是一种可以发挥货币职能的支付手段,稳定币的用户权益保护应更贴近于传统的支付监管路径,即分为财产侧和数据侧两方面。

结合稳定币特殊的运行机制,稳定币用户权益保护的财产侧重点是对用户赎回权的保障。香港《稳定币条例》已对用户的赎回权作出较全面的规定。稳定币独特的发行与赎回机制,使其接近于世纪之前出现的、在金属本位制下流通的法定货币。其中,公众之所以认可并持有法定货币,是因为能赎回相应的贵金属(例如黄金),因此对法定货币的信任本质上是对贵金属的信任,此种逻辑不仅可以适用于银行活期存款,亦能适用于稳定币。实践中,许多稳定币发行人对可以请求赎回的人员类型进行了不当限制,或对其设定不合理的最低赎回价值。在许多稳定币项目中,稳定币发行者只允许规模较大的机构(例如交易平台)直接与稳定币发行者开展赎回业务,这不仅限制了稳定币用户本应拥有的赎回权,还使其面临与交易平台等大型机构的交易对手风险。^①因此,香港《稳定币条例》法律保障稳定币用户的赎回权十分具有必要性。同时,未来可以进一步探索完善的赎回权的边界,特别是稳定币发行人因自身经营或宏观市场事件,面临短期内无法赎回的状态,是否能在特定时间或金额范围内,暂停或向监管机构申请暂停用户赎回的权利,以进一步平衡涉及个体的权益保护与系关公共利益的金融稳定。

除了赎回权保障之外,稳定币发行人对储备资产的管理,在客观上也体现出用户财产权益保护的成效。香港《稳定币条例》附表第条规定了维持稳定币价值的根本活动——储备资产的管理,持牌人必须直接或通过他人保存指明稳定币的储备资产组合,并遵守以下规定:其一,确保储备资产组合在所有情况下均获足够保障,免受持牌人的其他债权人的申索影响,并与支付予持牌人或由持牌人保存或收取的其他资金,或其他储备资产组合分隔;其二,储备资产组合平

施特性作进一步规定。按照现行技术条件,持牌人只能在稳定币的发行或赎回阶段要求用户提供实名信息,其难以对日常的稳定币二级市场交易进行实名化监测,并对可疑交易作出处理。香港金管局于 年 月发布的稳定币反洗钱文件,重点也是稳定币的发行与赎回活动,对于二级市场交易则主要采取“额外的持续监控”。^①尽管实践中已发生稳定币发行人因用户涉嫌违法交易而冻结相应钱包地址,但相较于传统支付手段而言,这一封禁的实际效果并不理想。当然,香港《稳定币条例》未纳入更多相关规定,可能是为了鼓励相关技术的发展创新,为市场的发展留出空间。在司法上,香港法院已突破实名制的约束,通过区块链上全网广播不得与某匿名钱包地址发生交易,否则相关交易地址将被视为藐视法庭的内容,实现了查封数字钱包的效果。^②

另一方面,稳定币的数据保护义务规定有待细化,特别是个人信息保护义务与数据安全维护义务。理论上

香港《代币条例》对用户权利保护对
我国内地代币立法的启示

（一）虚拟货币“

式监管的适用范围。尽管已经有不少机构指出,将所有虚拟货币定为非法会扼杀创新并推动地下非法活动,^①但我国内地如果像美国、欧盟以及香港地区一样,“放开”稳定币——特别是锚定法定货币的稳定币(以下简称“法币稳定币”)的发行与交易活动,将会对现行法律带来巨大的冲击。

其一,架空外汇管理制度。不论是稳定币还是广义上的虚拟货币,实际上均能发挥规避外汇管制的效果。最简单的模式,便是付款人在我国内地将人民币经中间商兑换入虚拟货币,再将虚拟货币转至境外的收款人,收款人最后同样经中间商兑出为外币。更复杂的模式还包括通过虚拟货币“双向对敲”买卖外汇,该模式已在司法中被认定为变相买卖外汇,行为人被判处非法经营罪。与比特币不同的是,大量法币稳定币因直接锚定外币,具备了《外汇管理条例》第 4 条所规定的“外汇”实质,是否有独立的计价单位暂且不论。如果完全“放开”所有稳定币交易,我国外汇管理部门难以对境外损害境内个人合法权益或社会公共利益的稳定币活动直接进行监管,《外汇管理条例》所要求的外汇登记、申报等制度将无法有效实施。

其二,挑战多部法律法规中的基本概念。《关于防范代币发行融资风险的公告》规定,代币发行融资“涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动”,这同样适用于稳定币的发行活动。其中,稳定币是否属于“证券”曾在美国法上引发巨大争议,美国证监会(SEC)已在新的政治形势下称“受保障稳定币”(GBTC)不属于证券。与美国法不同,我国证券法对证券采用会了列举式定义,如果将来我国内地出现附有投资权益的稳定币类型,该类型势必会的“逃脱”证券法的约束。此外,《中国人民银行法》规定禁止印售替代人民币流通的“代币票券”,但未对该概念作进一步界定。考虑到稳定币在境内流通对人民币的高度替代可能,“代币票券”这一概念同样会产生能否适用的疑虑。^②

其三,依附于禁止式监管的执法司法活动将“推倒重来”。伴随禁止式监管的逐渐确立,针对包括稳定币在内的虚拟货币交易活动,我国内地法院大多直接推定相关交易活动违背公序良俗或违反社会公共利益,因此在法律上无效,不会进一步区分虚拟货币或相关交易活动的具体类型差异。同时,正是禁止式监管的存在,我国多地政府无法直接在境内变卖虚拟货币,而是通过多重中介在境外进行处置,已形成了多种具有代表性的虚拟货币处置模式。如果“放开”稳定币,多年来形成的司法裁判结论

①

② 参见证券法第 2 条,《中国人民银行法》第 3 条。

将不再具有指导意义,而在境外处置的需求将大为降低。

通过这三点表现可以看出,完全“放开”稳定币至少在短期内并不可行。稳定币的发

上述区别意味着,如果要“放开”稳定币,我国监管部门必须为稳定币设立专门的金融牌照,并结合稳定币与银行存款、货币市场基金以及非银行支付客户备付金在风险大小上的差异,设置专门的市场准

及新设支付清算组织等手段,加强不同支付账户之间、支付账户与银行账户之间的互联互通。^①这些互联互通手段重在打破不同账户之间的“围墙花园”,让货币资金基于同一计价单位在不同经济部门之间高效流通;同时,监管者以及承担法定义务的支付机构,能通过互联互通更加及时、精准地识别涉嫌违法犯罪活动的交易信息。

稳定币的出现与发展,会造成更严重的“反互联互通”现象。其一,如上文所言,稳定币有独立的计价单位,更容易发生“支付碎片化”。例如在实际交易过程