

香港稳定币立法：背景、框架及展望

黄 辉* 李曦元**

摘要：稳定币是一种通过与其他资产挂钩而实现“价格稳定”的加密资产，从而有别于比特币和以太币等原生加密资产，可以作为支付工具，特别适合用于跨境支付和去中心化金融等场景。然而，稳定币也有潜在风险，需要进行监管。香港近年来大力推进加密资产市场发展，对于稳定币尤为 加

积极探索和立法尝试。年 月 日,《稳定币条例》正式刊宪生效,标志着香港在稳定币监管领域迈出了重要一步。

本文旨在通过对香港《稳定币条例》的系统性分析,探讨其立法背景、核心规则及其对稳定币市场的监管框架,同时通过与美国和欧盟相关立法的比较,揭示不同经济体在稳定币监管上的政策考量与战略差异,并对香港稳定币立法对内地的启示进行探讨。本文第二部分对稳定币的定义、分类、优势及风险进行系统梳理。第三部分详细探讨了香港《稳定币条例》的立法背景和过程。第四部分系统解读了《稳定币条例》的核心规则,包括监管范围及定义、注册登记制度设计、储备资产与赎回机制等。第五部分对香港《稳定币条例》进行了系统性评价,包括对于内地发展人民币稳定币的启示。

二、稳定币概述

(3) 链上抵押型稳定币 (On-chain Collateralised Stablecoin)。以链上加密资产作为抵押物, 依赖智能合约实时清算, 如 MakerDAO 的 DAI。^① 其优势在于去中心化管理, 但高波动抵押品蕴含潜在爆仓风险。

(4) 算法型稳定币 (Algorithmic Stablecoin)。无资产储备, 仅靠算法计算市场供给情况来调解稳定币发行量, 以维持稳定币价格, 如 TerraUSD。2022 年 5 月 TerraUSD 崩盘及发行商破产后,

化金融的抵押品。约七成链上协议以稳定币为流动性基础，总锁仓量由 年 的 亿美元增至 年的 亿美元。^①其三，新兴市场财富保值。印度、尼日利亚、印尼等国家因本币贬值压力，零售端稳定币交易量位居全球前列。^②

三、《稳定币条例》立法背景

(一) 香港对于虚拟资产的政策支持

香港作为国际金融中心，长期以来对金融创新持开放态度。特区政府自 年 月发布《有关虚拟资产发展的政策宣言》起，^③即明确由“审慎观望”转向“积极拥抱”，首次提出探索稳定币在支付体系中的应用，并确立“相同业务、相同风险、相同监管”原则，为加密资产业务提供开放而可控的制度土壤。 年 月，香港金融管理局启动“稳定币发行人沙盒”，就储备资产、赎回机制及审慎标准向业界释出监管预期。^④同年 月，金管局推出“ 项目”，试验以稳定币结算代币化绿色债券及代币化产品，为后续大规模商用奠定技术基础设施。 年 月 日，特区政府发表《数字资产发展政策宣言》，以“ 框架”升级顶层设计并计划一年内完成交易所、托管人及稳定币发行人的统一发牌。^⑤经过探索，香港逐步构建起从政策愿景、监管沙盒到正式立法的监管闭环，为稳定币作为绿色债券、代币化产品等结算工具提供清晰且具国际竞争力的法律框架。在支持发展加密资产市场的政策环

监管框架》，首次为交易平台提供“自愿持牌”路径。^① 稳定币因“不具投资收益预期”而被排除在强制牌照之外。

（ ）成型阶段（ — ）。 年

行若继续为提供法币通道,将被迫计提更高资本,直接抬高业务成本。

另外,金融稳定理事会第 条建议要求“全球稳定币”发行人须与所有主要交易节点所在地监管者签署“监管合作与信息共享协议”。若香港无法提供等效制度,美稳定币发行人可援引该条款拒绝向香港持牌交易所提供链上清算节点,阻碍本地平台参与链上交易。

目前的国际机构监管指引表明,金融稳定理事会 年框架已将 年 月 日设为“合规大限”。香港若错过,将不仅失去监管话语权,更会触发国际银行、平台、评级机构的多重“连锁惩罚”。立法会从“可选项”升格为“必答题”,这是香港稳定币立法最紧迫的外部驱动力。^①

稳定币监管的本土需求
尽管当前流通的绝大多数稳定币与美元挂钩,但许多知名稳定币发行方及加密资产交易的平台均在香港设立公司。 年,一家名为 的平台曾提议发行与港元挂钩的稳定币。^②随着香港加密市场日趋成熟,越来越多的企业有意在香港开展业务。目前,已有十家 获牌为香港投资者提供服务,另有九家平台提交申请。^③

香港在金融监管方面仍采用分业监管模式。金管局履行央行职能并监管银行机构和非银行支付机构,证监会则监管证券市场。由于稳定币法律定义模糊,监管权限划分问题初现。例如,兼具支付与投资属性的稳定币可能同时受金管局(被视为储值的支付工具)^④与证监会(被视为证券)的监管,但多数稳定币无法严格契合任一机构的监管范畴,导致监管重叠或空白。金管局注意到,稳定币因与其他资产的关联性而区别于其他加密资产。尤其当稳定币展现出成为储值及支付工具的潜力时,金管局认为其更可能被纳入主流金融体系并用于跨境支付。若稳定币融入日常商业活动,其对货币与金融体系的直接影响将更为显著。

最后,现行监管制度不足以覆盖稳定币。比如,《支付系统及储值支付工具条例》(第 章)将储值支付工具界定为预先储存货币价值并可用于支付或转账的工

① 《稳定币条例草案》委员会背景资料简介,立法会 () ()号文件,档号: 。

② () :

③ 《虚拟资产交易平台名单》,载香港证监会官网, 。

月 日访问, 年

④ 《支付系统及储值支付工具条例》,第 条。

具。^①然而,稳定币与之存在根本张力,主要有三方面。第一,稳定币价格波动使其未必反映用户存入的货币价值,无法满足价值恒定要求。历史数据表明,USDT、USDC在极端市场下曾分别脱锚至0.95、0.88美元,触发用户挤兑。这样显著的价格波动明显不能满足储值支付工具的定义。第二,储值支付工具必须“无场景限制”,但多数稳定币发行方在智能合约中预设交易或应用限制条款,无法满足储值支付工具的要求。第三,储值支付工具以中心化托管为前提,许多稳定币却依赖链上智能合约完成自动化清算,缺少监管主体。

另外,对于稳定币反洗钱监管,在缺乏专门立法的情况下,香港监管机构也面临挑战。由于监管目标不同,不同金融产品所受反洗钱审查程度各异。通常,用作支付手段的金融产品属主要监管类别,而卡逗嵩龛嫫混崧嗚滲殍湮梛綠罨価徑駟慎捷涇嵩龛燦嚙愾罨価

1. 稳定币的法定概念

《条例》第3条首先给出“稳定币”的三重技术特征,包括以计算单位或经济价值存储形式表述;以分布式账本或类似技术运行;以及通过参照单一或一篮子资产来维持稳定价值。^①

只要同时满足上述三点,即落入“稳定币”的广义范畴。然而,广义概念并不自动触发监管义务。立法者进一步通过第4条将监管重点聚焦于“指明稳定币”(specified stablecoin),即“完全或主要以官方货币(如港元、美元)为参照的稳定币”。^②该定义排除了央行数字货币(CBDC)、有限用途代币、证券型代币、储值支付工具余额以及银行存款,从而将监管资源集中于对货币与金融稳定最具潜在冲击的法币稳定币。

2. 受规管活动的范围

第5条明确了两类“受规管稳定币活动”,包括在香港发行指明稳定币或就指明稳定币提供“发行”之外的附加服务(例如赎回、托管、交易撮合等)。金管局可借宪报公告形式,经过研判合理纳入。如此设计使监管框架具备弹性:当市场出现新的商业模式时,政府无须修订主体法例,仅需通过行政命令即可将新业务纳入监管。^③

考虑到稳定币业务的跨境属性,《条例》第100至107条创设“指定稳定币实体”(designated stablecoin entity)机制。即使发行人不设在香港,只要其发行的指明稳定币在香港拥有“显著使用量”(如日均交易额、持有人数等达到法定值),金融管理专员即可通过宪报公告将其纳入监管。此举有效填补了传统“属地监管”在虚拟资产领域的真空,防止境外发行人通过“离岸+在线”方式绕过香港监管。

3. 与其他监管框架的边界划分

为避免重复监管,《条例》第2条及附表8对“存款”“证券”“储值支付工具”等传统金融工具作出明确排除。^④举例而言,若某代币被定性为《证券及期货条例》下的“集体投资计划”,则自动脱离《稳定币条例》的管辖;反之,若某储值支付工具余额仅以港元计价且不具备投资属性,则继续受《支付系统及储值支付工具条例》监管。通过“排他清单”,立法者向市场清晰传递了“同一业务、同一风险、同一监管”的原则,减少合规不确定性。

① 《稳定币条例》,第3条。

② 《稳定币条例》,第4条。

③ 《稳定币条例》,第5条。

④ 《稳定币条例》,第2条及附表8。

(二) 注册登记制度设计

条例 以牌照制度为主要监管措施 构建了一套“前端许可—持续监管—动态退出”的监管体系

✂✂ ✂

主要营业地址、附加条件及任何撤销、暂停、变更信息。①退出机制方面，持牌人可主动申请撤销牌照，但须证明储备资产足以全额赎回流通稳定币且不存在未决客管主纠纷。②若触发资本不足、虚假陈述、无力赎回或危害公众利益等撤销事由，金管局可即时启动强制撤销程序，并委任法定管理人接管业务，处置资产及兑付客户。③清盘或撤销程序中，储备资产须优先用于赎回流通稳定币，剩余资产方按一般破产程序分配。

（三）储备资产与赎回机制

《条例》将“储备资产”视为稳定币信用与香港货币金融稳定之间的关键防火墙，并以“100%备付、高流动性、安全隔离、实时赎回”四项原则为核心，构建了一套涵盖资产池组建、托管、估值、审计及赎回流程的精细化制度。该制度既回应了传统金客托“银行的挤兑”风险的监管经验，又充分吸收了加密市场价值脱锚及大股东侵占客托资产的教训。储备资产与赎回机制通过设置100%全额备付、实时披露、独立的灵活赎回与极端情景处置等多种政策，体现了金管局“技术中性、风险导向”的监管目标。

1. 储备资产要求

根据《条例》第5条及附表2，任何持牌人就其发行的每一“指明稳定币”类别，必须设立独立且唯一的指明储备资产组合。该组合的市值在任何时点不得低于相应的稳定币尚未赎回的流通总量之面值，即实行严格的1:1全额兑付，而非传统银行业的“部分准备金逻辑”。立法者刻意使用“任何时点”而非“会计期末”或“工作日终”措辞，旨在杜绝“隔夜腾挪”“窗口粉饰”等操作空间，使储备充足率成为实时硬约束。储备资产在资产性质上必须满足“高质量、高流动性、最低信用及市场风险”三项要件。④金管局保留对单一发行人敞口、货币集中度及衍生工具使用的上限调整权。

2. 资产隔离与赎回流程

为防止“资金混同”导致的优先权纠纷，《条例》要求各储备资产池与持牌人的自有资产从法律、账户及运营层面三重隔离。⑤

《条例》将赎回权规定为持币人的法定权利。立法者以“三不”对发行人设置刚

① 《稳定币条例》，第21

②

③

④

⑤

性底线：不得拒绝赎回、不得设置“过分严苛”之限制、不得收取“不合理”费用。^①条文将判断标准交由金管局以指引形式细化，实务中出现的设置最低金额、锁仓期、以外附加证明等做法可能被视为不合理限制。

KYC

日常情形下，持牌人收到有效赎回要求后须在切实可行范围内以最快速度完成兑付，且必须以参照资产按面值支付；若发行人拟引入任何“非实时”或“阶梯赎回”安排，须事先获得金管局书面豁免，而金管局仅在发行人证明具备充足流动性、技术与风控措施后方可批准。为落实上述权利，条例要求发行人通过白皮书、官网等渠道披露赎回费率、触发条件、处理流程及每日可赎回额度，确保市场透明与公众预期稳定。

（四）消费者保护与市场行为规范

1. 消费者保护

《条例》

而使用任何手段、计划或计谋的行为界定为刑事犯罪，循公诉程序可处最高 1 000 万港元罚款及 10 年监禁。同时，对于牌照申请人和持牌机构，第 149 条进一步规定，任何人在向金融管理专员提交资料时如故意提供“在要项上属虚假或具误导性的资料”，亦构成犯罪，循简易程序可处第 6 级罚款及 6 个月监禁，循公诉程序最高罚款 100 万港元及 2 年监禁。另外，条例第 150 条针对文件造假设立特别责任，如由第三方签署的文件“在要项上属虚假或具误导性”，签署人在明知或理应知道的情况下仍予签署，即属犯罪，量刑与第 149 条等同。

市场宣传方面，为杜绝市场混淆，第 151 条明文禁止持牌人或指定稳定币实体在香港或其他地方作出“其能力或资格已获金融管理专员认可或保证”的虚假表述，违者一经定罪可处第 5 级罚款。在分销与广告层面，第 9 条与第 10 条将未获牌照发行人的要约或广告行为列为犯罪，循公诉程序最高罚款 500 万港元及 7 年监禁，确保消费者只能通过持牌发行人、持牌虚拟资产交易平台、持牌法团或认可银行投资稳定币产品。

（五）监管权力与执法机制

《条例》在制度设计上体现了“风险导向，

有序退出”的危机处理闭环。^①
另外,条例充分保障金管局的事

赎回费率、触发条件、处理流程及每日可赎回额度等信息,确保市场透明与公众预期稳定。最后,为了增强监管的有效性,《条例》赋予金管局广泛的监督准入、持续监管、危机干预与执法救济等权力。在监管工具方面,金管局可随时索取资料,委任技术人员出具报告、进入处所搜查并扣押文件等,且在持牌人出现重大风险时,可指示立即补救、委任顾问或法定管理人接管其事务、业务及财产,实现了“早期干预—接管—有序退出”的危机处理闭环。这些措施在一定程度上增强了监管的灵活性和有效性,有助于防范稳定币业务带来的系统性风险。

香港政府为保证稳定币在香港推行有序有效，除了推动立法，还采取了一系列配套的监管措施。首先，金管局通过邀请特定机构入驻沙盒，^①实施严格的高流动性储备、独立的审计披露、反洗钱、反恐融资合规以及技术安全验证等要求，金管局能够在风险可控的环境中测试稳定币的应用场景及潜在风险。这种“试错”机制有助于提前识别和解决可能出现的问题，为《稳定币条例》的完善提供了实践基础。^②另外，金管局有意将稳定币应用于跨境支付场景，并通过“结算网络”提供技术基础设施。这一举措具有重要的战略意义，有助于提升香港作为国际金融中心地位，推动加密资产产业的发展。

需要指出,在牌照申请方面,金管局将在首阶段采取“邀请申请制”,即先与意向申请者进行预沟通,确认其具备具体且务实的应用场景,后方发出正式申请表。定邀方申请的机制看起来似乎不够开放公平,但非常务实,因为稳定币的市场竞争非常激烈,加之监管成本提高,发行人的盈利水平将大幅降低,能否盈利和生存下来,关键是要有良好的应用场景和充足用户。这种机制可以避免起初一窝蜂的蹭热度申请,获批后缺乏应用场景和交易量而空转,以及最终一地鸡毛的倒闭潮等问题。

最后,作为新生事物,稳定币的发展需要加强投资者教育。在《条例》的立法咨询过程中,无论是行业从业者抑或零售投资者,均普遍将稳定币与现有支付工具(例如证券及储值支付工具)混为一谈。^③这种概念混淆可能使金融消费者暴露于成熟市场之下。与传统金融产品(如股票、债券或储值支付工具)不同,稳定币尚未具备完善的监管框架,零售投资者难以通过披露程序了解自身面临的风险。此外,从

^①首批入驻的三家机构为：京东区块链科技、圆币创新科技及渣打×××合资公司。

②

② 《金昌局三市德足市文行六》形盘》参与台》年 月 日访问。

③ 《在香港实施稳定币发行人监管制度的立法建议咨询总结》。

⑤ 《庄百尼大施德定市发付六血自制度时立法年》第 1 页。访谈。

的反馈来看,即使是加密资产行业的从业者也对条例草案中的定义与监管范围存在困惑。对于零售投资者来说,理解确切的受监管活动与产品存在挑战。如何以简明准确的语言阐释复杂监管逻辑,并平衡科技创新与风险防控,将成为金管局在立法实施及持续监管中面临的长期命题。

(二) 比较法分析: 美国与欧盟

我国香港地区以及美国与欧盟对稳定币的制度回应既呈现“法币锚定、足额储备、持牌发行”的趋同性,又映射出迥异的金融主权战略。

其一,政策考量的分野最为鲜明。香港特别行政区的《稳定币条例》以巩固其国际金融中心地位和助力离岸人民币跨境支付为核心目标。香港力图在“一带一路”倡议中释放港元稳定币的清算潜能,通过稳定币的高效跨境支付功能,进一步提升其在国际金融体系中的地位。这种政策考量不仅有助于香港经济的多元化发展,也为人民币国际化提供了新的路径。美国的《GENIUS 法案》则嵌入了美元霸权的叙事框架,通过强制美债储备为财政赤字提供“链上流动性”。^① 法案要求稳定币的储备资产必须是美元或美国国债,这一规定不仅巩固了美元的全球主导地位,还为美国财政赤字提供了新的融资渠道。同时,联邦与州的双轨牌照体系旨在平衡金融创新与货币主权,体现了美国在金融监管上的灵活性和分权特征。欧盟的《加密资产市场条例》(MiCA) 则以统一内部市场和消费者保护为首要任务。通过建立统一的监管框架,欧盟旨在消除内部市场的监管碎片化,同时为数字欧元预留制度空间。这种政策考量不仅有助于提升欧盟内部市场的效率,也为未来数字货币的发展奠定了基础。

对于监管对象,主要经济体也呈现出不同的监管态度。香港对任何“指明稳定币”实施金管局一元化许可,并辅² 以 500 万港元资本门槛及本地实体要求,同时,任何海外以港元为锚定资产的稳定币发行人已被纳入监管范畴,形成了“属地+属人”双重管辖。这种严格的监管措施旨在确保稳定币的发行和流通符合香港的金融稳定和消费者保护要求。对比金管局政策变化可以发现,在多家全球稳定币发行人出险后,香港明显收紧了监管政策。例如增加了本地注册要求。美国则根据稳定币的市值区分监管层级,100 亿美元市值以上的稳定币发行人归属联邦监管,其余机构由州级机构依联邦最低标准进行监管。这种分级监管体系体现了美国联邦主义的分权特征,既保障了联邦分 管统一监管救 又糊德 懈机构一

《法案》,联邦合格支付稳定币发行人由美国货币监理署()监管,而州级合格支付稳定币发行人则由州级监管机构监管。^① 欧盟通过单一牌照在一个成员国家间实现互认,集中由欧洲银行管理局()与各国主管机关协同监管。这种超国家治理模式不仅提高了监管效率,还促进了成员国之间的市场一体化。

其二,各地对于风险事件应对的策略也有所不同。过往发生风险事件揭示了资产托管及破产处理的重要性。香港采用法定信托隔离机制,要求稳定币的储备资产必须由持牌银行托管,并赋予金管局在必要时采取立即补救、委任顾问或法定管理人接管其事务、业务及财产的权力。这种机制确保了储备资产

化美元国际地位,为美国国债创造新需求并压低其利率水平,最终提升综合国力。中国作为大国,应当对此高度重视并积极应对,适时和妥善调整对加密资产与稳定币的相关政策和立法。

尽管稳定币在跨境支付和贸易结算中具有一定的优势,但其带来的各种风险也不容忽视。当前,内地市场尚未具备全面接纳稳定币的监管和法律框架,且稳定币在实际应用中的诸多痛点尚未解决,因此,从具体国情出发,可以采取内外有别的稳定币发展政策。具体而言,内地可以暂不发行基于在岸人民币的稳定币,但应当面向境外积极参与加密资产与稳定币的发展。

一方面,今年以来,稳定币在内地的使用呈现增长势头。多地报道显示,跨境电商开始大规模使用稳定币进行贸易结算。区块链分析机构追踪到大量以计价的大额跨境流水,年义乌链上稳定币支付被估算已超百亿美元。^①然而,实地调研显示,真正以稳定币收款的义乌商户不足百分之一,且多为熟客之间的小额暗线交易。^②跨境电商使用稳定币主要有三个原因:一是“支付即结算”压缩了传统电汇——天的周期,分钟即可到账。二是链上手续费相对通道更低,尤其在非洲、南美等银行基础设施薄弱地区,可直接充当“数字美元”;三是部分新兴国家本币波动剧烈,商户与采购商均愿意以美元锚定资产锁定汇率风险。

然而,稳定币尚不能完全解决支付痛点。其一,出口退税政策明确排除数字货币结算,——的退税红利一旦丧失,稳定币的费率优势不再;其二,银行流水仍是企业融资、参展、贷款的核心凭证,链上交易无法替代传统金融记录;其三,合规与操作风险高,商户需通过“商”(没有牌照的虚拟资产中间商)兑换,汇差——且易被冻卡;其四,欧美主流客户仍以美元电汇或信用证为主,稳定币尚未进入其采购流程。由此可见,稳定币在跨境电商中的真实渗透率远低于链上数据所暗示的“百亿美元”,更多扮演的是“应急通道”而非“主流工具”。

另一方面,近年来内地以“理财”为幌子的诈骗案呈爆发式增长。仅“鑫慷嘉”一案就涉及万名投资人、亿元人民币,资金全部通过泰达币

① 《义乌稳定币交易“亿美元流水”调查:仅个别商户收取》,载《世纪经济报道》,2023年11月15日访问。

② 《稳定币支付的百亿美元传说 调研中义乌人连连摇头》,载第一财经日报《数字报》,2023年11月15日访问。

进出。^①境内公安机关即便掌握钱包地址,也常因“实际控制人无法对应”而止步。

现实中,境外追赃的难点在于“三重不对称”。一是技术不对称:链上地址可瞬时生成、多层嵌套,传统经侦的追踪、账户冻结手段在去中心化网络前迅速失效。二是司法不对称:发行主体位于英属维尔京群岛,服务器遍布全球,内地司法函件平均耗时——一个月方可获得一次“形式性回复”。三是证据不对称:受害者手持的往往是群里的喊单记录,缺乏银行流水、合同文本等符合《刑事诉讼法》要求的证据形式,难以立案。

更重要的是,内地实行资本管制,而稳定币可能成为规避资本管制的工具。比如,2019年广东海关破获的“虚假出口骗税”案中,犯罪团伙先将人民币换成比特币,再通过迪拜虚拟市场兑换成美元,最终汇入美国券商账户购买美股,形成“出口——美股——美元”的闭环。^②由于稳定币不受外汇额度限制,其隐蔽性与速度远超传统地下钱庄。

本文建议,内地应当考虑在香港推出离岸人民币稳定币,主要理由有三个。第一,与在岸人民币稳定币不同,发行离岸人民币稳定币不会影响内地金融稳定。第二,美元稳定币的快速发展,给人民币跨境支付清算带来全新的挑战,如果在支付效率、清算成本等方面不能跟上美元稳定币,那么,人民币跨境支付和国际化发展将面临很大阻碍。第三,香港作为国际金融中心,具备独特的制度优势和丰富的金融经验,现在香港稳定币监管法规建设也走在世界前列,从而能够为离岸人民币稳定币的探索提供坚实的土壤。

离岸人民币稳定币的推出,不仅可以补充现有的人民币跨境支付系统,还有望构建起一条独立于现有体系的人民币支付体系。

具体而言,持牌金融机构可以在监管沙盒内发行离岸人民币稳定币,用于大湾区跨境电商、航运贸易等高频小额支付。成熟后推广到覆盖香港、澳门等区域结算,同时试点债券代币化等(现实世界资产)应用,进一步丰富离岸人民币稳定币应用场景并增加市场接受度。

① 《虚拟币投资平台跑路 涉案 亿元 万人》,载财新网,2019年12月10日访问。

② 《2019年出口骗税资金流追溯核心技术与实战案例》,载中税联华税务师事务所网站,2019年12月10日访问。

六、结 论

律 香港《稳定币条例》的出台,为稳定币市场提供了一个全面且具国际竞争力的法