

君合专题研究报告



2023年3月15日

香港金管局拟就经营稳定币业务设立强制性发牌制度

2023年1月31日，香港金融管理局（“金管局”）发布了加密资产和稳定币讨论文件的咨询总结（“咨询总结”），归纳就其2022年1月22日发布的加密资产和稳定币讨论文件收集到的意见和金管局的回应。金管局提出了以下以风险为本的监管框架及发牌制度，并计划于2023/24年度制定相关立法。总体而言，金管局通过本次咨询总结提出了对未来在香港开展稳定币业务实施强制性发牌制度的初步构想，并初步界定了受监管的稳定币类型、稳定币业务、受监管的主体类型等框架性问题。

A. 受规管的稳定币类型

金管局表示将以风险为本，优先监管那些声称锚定一个或多个法定货币的稳定币（“受规管稳定币”），因为这类稳定币更可能作为一种支付方式，并与传统金融体系有联系，因此比其他种类的稳定币可能对货币及金融稳定性带来更高及更迫切的风险。金管局表示将重点关注声称锚定法定货币的稳定币，无论该稳定币的底层稳定机制如何。无论是通过算法或套利机制锚定法定货币的稳定币，或该稳定币是否主要用于零售、批发或加密资产交易，只要是声称锚定法定货币的稳定币就会被纳入监管范围。

尽管如此，金管局表示将建立灵活的监管制度，以便日后能把更多类型的稳定币纳入监管范围内。

金管局同意有必要将某些稳定币（例如已

经受另一种金融监管制度监管，或仅在有限环境中使用而公众接触不到的稳定币）排除在监管范围外，并将针对排除范围及方向作进一步分析及咨询。鉴于存款活动受香港《银行业条例》规管，金管局将考虑如何对代币化存款（即数码形式的银行存款）作出适当的监管处理。

B. 受规管的业务

金管局在考虑了公众意见并参考其他国家的做法后，表示将主要针对以下稳定币关键活动以发牌形式进行监管（“受规管业务”），但请注意，金管局表示下列业务范围仅为举例说明，在此之外可能还会监管其他相关业务：

(1) 治理：建立及维护受规管稳定币的规则，例如稳定币的拥有权架构及营运安排；

(2) 发行：发行、创建或销毁受规管稳定币；

(3) 稳定性：就受规管稳定币的稳定性和储备资产作出安排（不论该等安排是否由发行人自行提供），包括以有效的方式维持稳定币的价值；

(4) 钱包：提供存储用户私钥的服务，使用户能使用并管理其所持有的受规管稳定币。

金管局表示在监管初期，上述受规管业务之外的稳定币业务，例如用法币与稳定币的兑换、稳定币借贷、发行以稳定币计价的借记卡或信用卡、经营稳定币提款机等将暂时不受发牌制度监管，但会建立灵活的监管制度，以便将来能把其他类型的稳定币业务也纳入监管范围内。

从字面意思来看，受规管业务中的钱包业务将涵盖所有可以存放受规管稳定币的数字钱包（无论是热钱包还是冷钱包），因此目前市场上流行的钱包提供商（例如 Coinbase Wallet, MetaMask, Ledger 等）若积极向香港公众推广其钱包业务（具体见以下 D 部分对于“积极推广”的讨论），则都可能须要向金管局申请相关受规管业务的牌照。具体细节我们期待金管局能够就钱包业务的范围作出细化的规定。

如将上述受规管业务进行外包，金管局期望受规管机构保留外包活动的最终控制权和对用户的义务，并将颁布指引性文件以补充阐明适用法例下金管局对有关牌照和持续监管事宜的要求。

C. 牌照类型及监管原则

金管局认为有必要针对不同类型的稳定币业务制定不同的监管要求，因此经营稳定币业务的实体需要针对不同类型的稳定币业务获得不同类型的牌照。

此外，金管局表示将进一步细化具体的监管要求并在适当的时机咨询市场参与者的意见，但总体监管框架将包括以下要点：

(1)全面的监管框架：监管要求将包括但不限于有关实体的所有权、治理和管理、财政资源要求、风险管理、反洗钱和反恐融资（AML/CFT）、用户保护和定期审计和披露等领域；

(2)全额储备金支持和允许面值赎回：稳定币的储备金价值应始终与已发行稳定币的数量相匹配。储备金资产应为高质量的并具有高流动性。稳定币持有者应可在合理时间内将稳定币按面值兑换成锚定的法定货币。

(3)主营业务限制：受规管实体不得开展偏离其牌照允许的主要业务的活动。例如，钱包运营商不应从事借贷活动。

从以上对于稳定币安排必须有全额储备金支持的要求可以看出，金管局将不会接受基于

套利或算法获得价值的稳定币。因此在相关立法出台后，发行人、钱包提供商等稳定币服务提供商可能将无法继续合规地为 Terra USD、DAI 等算法稳定币为香港用户提供服务。

金管局也留意到由关联实体提供多重或捆绑式金融服务带来的风险，而这些金融服务在传统金融中通常会基于利益冲突、审慎和用户保护等方面的考虑被分隔开来。金管局会进一步考虑捆绑式金融服务有关的问题并制定更细化的监管要求。

D. 受规管的实体类型

金管局认为施加“在香港成立公司”的要求有利于监督获发牌实体及强制执行监管要求。这项要求能使与受规管业务有关的资产与发牌实体集团内其他实体的资产负债分隔，及便于在有需要时征缴其资产。尽管如此，金管局会参考其他国家的监管发展及业界的意见，进一步衡量是否能够采纳其他的措施替代“在香港成立”的要求而同时确保监管措施的稳健性及有效性。

除上述外，金管局认为以下实体将需要向金管局申请有关牌照：

(1) 在香港进行与受规管稳定币相关的受规管业务；或

(2) 积极向香港公众推广与受规管稳定币相关的受规管业务；或

(3) 进行涉及声称锚定港元价值的稳定币的活动（不限于受规管业务，亦无论是否在香港进行该等活动或积极向香港公众推广该等活动）。

尽管金管局在资讯总结中并未对“积极推广”作出明确定义，但根据“相同风险，相同监管”的原则，我们预期金管局可能采纳与香港证券及期货事务监察委员会对香港《证券及期货条例》第 115 条下“积极推广”类似的定义，即包括经常联络香港投资者及推广其服务(包括销

售产品)的人士、进行以香港公众投资者为对象的大众传媒计划，及进行以香港投资者为对象的互联网活动¹。“积极推广”的行为可包括经常向香港投资者电话推销或提供相关产品或服务，针对香港投资者进行大幅媒体（如报章、电视、公共场所）宣传或互联网（如通过社交媒体）宣传等。

根据以上监管要求，若境外实体在香港以外开展受规管业务，但向香港用户“积极推广”其在境外的业务或进行声称锚定港元价值的稳定币的规管业务，则该等实体也须要获得相关受规管业务牌照。

与受规管稳定币以及受规管业务的范围类似，金管局也表示将建立有足够灵活度的监管制度，以便日后能把其他相关实体纳入稳定币监管体系。

E. 对稳定币发行人的特别要求及香港《银行业条例》下的“认可机构”

按国际标准，金管局将采用以风险为本的“相同风险，相同监管”的原则来监管与稳定币相关的实体和活动。金管局认为《银行业条例》下的“认可机构”（即银行等机构）和非认可机构只要能够满足稳定币监管体系下相关牌照的监管要求，均可以发行稳定币。金管局将基于不同类型的发行人对金融体系可能造成的风险，制定适用于认可机构和非认可机构稳定币发行人的最终监管要求（无论是否相同），但会注意不设置太高的门槛，旨在促进金融创新和维护金融稳定之间取得合理平衡。

就“系统性”（指具有规模扩大和快速增长潜力并被广泛用作零售支付的稳定币）及“非系统性”稳定币的区别而言，金管局表示不会对“系统性”稳定币制定额外的监管要求，而会考虑根据相关实体及相关稳定币的不同情况进行不同“强度”的监管。

F. 稳定币监管框架的立法时间，与 SFC 对虚拟资产服务提供商（VASP）监管体系及储值支付工具（SVF）监管体系的关系

金管局预期稳定币监管框架的立法草案将阐明以下关键问题，例如 (i) 定义根据该立法将受到监管或不受监管的稳定币产品结构和活动；(ii) 应授予金管局实施监管的权力范围（同时兼顾监管有效性和相称性）；(iii) 主要监管要求；(iv) 应授予金管局以便及时更新监管制度以涵盖额外的结构或活动的权力范围（以及相关框架）；(v) 金管局在行使与上述第 (iv) 点有关的权力时应考虑的相关指导因素。

金管局注意到稳定币监管体系下涉及的受规管业务可能与其他金融监管体系有重叠或相关联，例如 SFC 对 VASP 的监管体系及 SVF 监管体系。金管局表示会在立法制定稳定币监管制度细节时继续与香港政府、其他金融监管机构及其他利益相关者等合作和协调，参考国际监管方向，以避免监管套利和解决重复监管或监管漏洞的问题，并减轻不同活动产生的风险。

金管局目前正在权衡新立法和修订现行法律来实施监管制度的利弊，将在适当时候进行更详细的咨询，就将会纳入立法草案的监管制度中更加细化的规定寻求业界和公众的意见。

G. 对其他无储备金支持的加密资产的监管方向

对于更广泛的加密资产领域，香港特区政府已经于 2022 年 10 月 31 日发布了《关于在香港发展虚拟资产的政策宣言》，当中表明了香港致力推动虚拟资产各行业在香港持续蓬勃发展的立场，强调香港特区政府和金融监管机构将采

¹ 具体参见香港证券及期货事务监察委员会对《证券及期货条例》第 115 条下“积极推广”的解释：
<https://sc.sfc.hk/TuniS/www.sfc.hk/TC/faqs/inter>

取及时和必要的防护措施，以符合国际标准并减轻虚拟资产的风险，并提供一个促进虚拟资产可持续和责任发展的环境。

金管局在咨询总结中表示现阶段将优先考虑对于稳定币的监管，但同时将继续与香港特区政府和金融监管机构中的其他利益相关者持续讨论，积极参与相关国际论坛，并继续监察市场发展及不同类别的加密资产可能对货币和金融稳定性带来的风险，以及与香港特区政府和金融监管机构考虑对更广泛的加密资产领域进行合适的处理。

H. 下一步

金管局正在检视其工作目标，力促在 2023/24 年度正式推行稳定币监管制度。同时，金管局会继续关注来自国际方面的发展和建设。

虽然对现行 SVF 监管制度的修改可以将稳定币纳入监管范围，但引入一项新的独立法例，也有其优点，因为可以从监管稳定币开始，引入对加密资产市场的其他部分的监管。金管局将进一步评估这种方法的利弊。金管局也会就如何尽量减少监管重叠以及“在香港成立”要求等进行更详尽的咨询。与此同时，金管局亦会与其他持份者紧密合作，通过适当的立法以实施监管制度。

结语

作为 Web3 与传统金融之间的桥梁，稳定币使用场景丰富、用户接受度高。稳定币领域的平稳有序发展将成为 Web3 行业走向成熟的基石之一。过去一年发生的 Terra USD 稳定币暴跌事件及 FTX 加密货币交易所进入破产重组事件凸显了监管虚拟资产市场的重要性。我们也注意到近期美国证券交易委员会对 BUSD 进行调查，声称 BUSD 构成“证券”，而 USDC 也因美国硅谷银行倒闭一度与美元脱钩，导致投资者开始

放眼与美元锚定的稳定币以外的市场，包括与港币锚定的稳定币。金管局在此时发布资讯总结可谓是适当其时，为推动香港稳定币市场蓬勃有序发展带来动力。

我们建议现时在香港从事与稳定币相关业务的实体应提前为业务合规性及相关牌照申请做好准备。我们也将持续关注金管局在日后发布的进一步规则和指引的动态。

香港目前在虚拟资产监管领域有不同类型的牌照，如果对牌照申请有任何疑问，欢迎随时与我们的团队联系。

我们的团队一直密切关注世界各地对区块链及虚拟资产监管的发展动向，在虚拟资产和区块链相关法律领域具有丰富的知识和经验。我们的团队曾就以下专题发布文章，欢迎关注：

(1) 有关全球各主要国家及地区对于稳定币的监管情况，可参阅我们早前发布的「[浅谈全球稳定币监管](#)」一文。

(2) 有关 SFC 对 VASP 的监管体系，可参阅我们早前发布的「[香港将针对虚拟资产服务提供商建立发牌制度](#)」一文。

(3) 有关香港特区政府于 2022 年 10月31日发布的《关于在香港发展虚拟资产的政策宣言》的详情，可参阅我们早前发布的「[确保 Web3 创新发生在香港 - 香港就推动建设虚拟资产中心发布政策宣言](#)」一文。

(4) 有关 SFC 于 2023 年 2 月 20 日发布的《有关适用于获证券及期货事务监察委员会发牌的虚拟资产交易平台营运者的建议监管规定的咨询文件》的详情，可参阅我们早前发布的「[香港证监会就虚拟资产交易平台牌照\(1、7号牌照及 VASP 牌照\) 申请要求展开咨询](#)」一文。

乔喆沅 合伙人 电话：852 2167 0020 邮箱地址：zyqiao@junhe.com
成晓宇 律 师 电话：852 2167 0017 邮箱地址：jcheng@junhe.com
陈瑜诗 律 师 电话：852 2167 0059 邮箱地址：jennychan@junhe.com
梁国锵 律 师 电话：852 2167 0037 邮箱地址：tedleung@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

