

浅谈全球稳定币监管（二）：美国、新加坡、香港稳定币立法趋势比较

一、背景

2023年4月，美国国会接连出台两版稳定币立法草案（分别称“美国草案 2023年初稿¹”与“美国草案 2023年二稿”，合称“美国草案”），并就此先后举行两次听证。美国国会表示两个月内会再颁布第三版立法草案，并认为该草案极可能获两党支持并正式通过。在听证中，美国国会议员屡次提及数字资产领域代表未来趋势，而立法缺失可能导致美国及美元丧失在数字资产领域的领先地位，立法迫在眉睫。

针对稳定币监管，除美国之外的多个国家和地区已先行一步，先后进行了咨询及/或颁布了立法草案：新加坡金管局于2022年10月出台了针对稳定币相关活动的建议监管方式咨询案（“新加坡咨询案”）²，其中包含对比其他国家或地区更为具体的监管措施，并拟于2023年中发布咨询案总结回复³；香港金管局也在2023年1月颁布了《加密资产和稳定币讨论文件的咨询结论》（“香港金管局结论”）⁴，总结了业界对香港金管局在一年前向各界征求对稳定币咨询案意见的反馈意见及金管局的相应立场；2023年4月，英格兰银行表示对稳定币的使用

“需要更多限制”；同月，日本颁布了Web3白皮书；也是同月，欧洲通过了数字资产的牌照监管制度，Markets in Crypto-Assets (MiCA)，成为首批对数字资产进行综合管理的地区之一。

一年前，Terra USD 稳定币暴跌事件发生，我们团队发布了「[浅谈全球稳定币监管](#)」一文。Luna事件发生一年以来，各个国家和地区日益意识到稳定币监管的重要性，各自行动的同时也开展了国际性讨论与合作。我们团队基于对全球稳定币及其相关活动立法动态的追踪，撰写了本文作为对前文的更新，旨在就美国草案、新加坡咨询案及香港金管局结论中针对稳定币监管的立法趋势进行比较。

二、稳定币立法趋势比较

1、监管重点：用于支付的稳定币 (payment stablecoins)

稳定币的类型多种多样，包括资产支持型稳定币（包括链下资产支持及链上资产支持）、算法稳定币等。基于不同的发行目的，稳定币的使用场景也各有不同。大部分稳定币具备成为主流支付方式的潜质，因此构成传统金融市场（法定货币）与虚拟

¹ <https://docs.house.gov/meetings/BA/BA21/20230419/115753/BILLS-118pih-Toproviderequirementsforpaymentstablecoinissuersresearchona digitaldollarandforotherpurposes.pdf>

² https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/publications/consultations/pd/2022/consultation-on-stablecoin-regulatory-approach_finalised.pdf

[stablecoin-regulatory-approach_finalised.pdf](https://www.mas.gov.sg/news/parliamentary-replies/2023/written-reply-to-parliamentary-question-on-cryptocurrency-and-stablecoins-consultations)

³ <https://www.mas.gov.sg/news/parliamentary-replies/2023/written-reply-to-parliamentary-question-on-cryptocurrency-and-stablecoins-consultations>

⁴ <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/press-release/2023/20230131e9a1.pdf>

资产市场间的重要桥梁，也因此可能对传统金融市场带来更高、更紧迫的风险。用作支付用途的稳定币（即可用于购买货品、服务或用于其他金融交易的稳定币）成为愈受关注的课题。有鉴于此，在大方向上，美新港三地都对其优先监管。

美国：美国草案 2023 年初稿对“用于支付的稳定币”作出了详细的定义，即“（受限于个别除外情况）（i）被用于或被指定用于支付或结算的虚拟资产，且（ii）（其发行人）有义务以固定货币价值转换、赎回或回购（稳定币）；或（其发行人）声称将维持或创造对以下的合理期待：（稳定币）价值相对某固定法币金额的价值将维持恒定比例。”根据该定义，我们认为市场上多数主流稳定币（例如 USDT、USDC 等）都将属于“用于支付的稳定币”而被纳入美国草案的监管范畴。美国草案 2023 年二稿尚未公开，但公开渠道对其内容的转述中尚未体现美国草案 2023 年二稿对“用于支付的稳定币”的定义存在实质性改变。

香港：根据香港金管局结论，“用于支付相关的稳定币（payment related stablecoins）”被定义为“具有成为被广泛接受的支付手段潜质的稳定币”。香港金管局表示将优先监管那些声称是锚定法定货币的稳定币。无论是通过算法或套利机制锚定法定货币，也无论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均会被纳入监管重点。

新加坡：类似的，新加坡金管局也在新加坡咨询案中表示，挂勾单一法币稳定币（Single-currency pegged stablecoins）更具支付及清算功能，将作为该草案的主要监管对象。

2、稳定币定性及管辖权

美国：美国草案 2023 年初稿在“用于支付的稳

定币”的定义中排除了国家货币及注册投资公司（registered investment company）发行的证券。而根据公开渠道对美国草案 2023 年二稿的转述，二稿中进一步明确了稳定币不属于联邦法律下的“证券”，这一点也成为 2023 年 4 月 27 日相关听证会争议的焦点。

当前，美国法律下对于稳定币定性争论的愈发白热化，这源于美国两大监管机构——美国证监会与美国商品期货交易委员会就稳定币到底属于证券抑或商品，进而带来谁对稳定币具有管辖权问题的长期战争。美国证监会认为相当一部分稳定币应被纳入“证券”的范畴由其重点监管。例如，美国证监会近期认定加密货币发行公司 PAXOS 发行的一种稳定币 BUSD 应属于证券范畴，应当根据相关美国证券法注册而未注册，因此可能对发行人采取强制措施。但美国草案的听证会中有证人指出稳定币本质上类似现金，价值稳定，且投资人对其并无传统证券投资中对于盈利的期待，因此不应属于“证券”的范畴。美国商品期货交易委员会主席 Rostin Behnam 也在 2023 年 3 月表示，他认为稳定币应属于“商品”的范畴。可以预见的是，在出台两党都能接受的草案并正式施行之前，美国证监会与美国商品期货交易委员会对于稳定币的管辖权争议仍将持续。

香港：香港金管局具有对稳定币的管辖权。在香港金管局结论中，香港金管局指出稳定币活动强制性发牌制度可能与现时由香港证监会负责管理的虚拟资产服务提供商牌照制度存在一定重合，并表示会进一步咨询其他监管机构的意见，考量如何避免未来发生监管套利的情况。

新加坡：新加坡金管局对于新加坡银行业及资本市场行业均具有管辖权。

3、牌照必要性，及银行和非银行机构的区别对待

美国、香港及新加坡的监管机构均同意稳定币相关活动需要牌照，而发牌制度的针对性及侧重各异。

美国：美国草案下，牌照的颁发对象是稳定币发行人。银行发行人仅需获批，而非银行发行人则需持牌，否则有相应的罚金及刑罚。值得注意的是，尽管监管机构对最终是否批准或授予牌照有裁量权，美国草案列明了监管机构在裁量时必须考虑的各事实要素。

香港：香港金管局结论中明确了从事各类型稳定币相关活动的强制性牌照要求，且表示牌照基于不同类型的稳定币活动而颁发，包括（i）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；（ii）发行：发行、创建或销毁受规管稳定币；（iii）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；（iv）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。

值得注意的是，同一实体需要就不同类型的稳定币活动取得不同牌照。就稳定币发行活动而言，香港金管局认可银行及非银行机构皆可作为稳定币发行人。

新加坡：类似美国草案，新加坡咨询案的牌照制度以稳定币发行人为颁发对象。此外，对银行与非银行发行人适用不同规管。

4、算法稳定币

美国：美国草案 2023 年初稿对不同类型的算法

稳定币作出了区别对待。其采纳了“内源性抵押稳定币（endogenously collateralized stablecoins）”的概念，可以大致理解为无抵押（uncollateralized）稳定币，或稳定币背后作为价值支撑的是同一发行人发行的数字资产⁵。基于其他数字货币资产抵押的算法稳定币，例如 DAI，不会纳入这一范畴。而 Terra USD 因为其背后没有其他资产作为支撑，而是依赖同一发行人发行的 LUNA（一种二级代币）进行套利来衍生其美元价值，因此会被纳入“内源性抵押稳定币”的范畴。

根据美国草案 2023 年初稿，内源性抵押稳定币很可能在法案实施后两年内受禁令限制，期间不能发行新币，而已发行的存量算法稳定币则不受该禁令限制。另一方面，美国草案 2023 年初稿也要求相关机构对内源性抵押稳定币开展进一步研究，并在法案实施后的 365 日内出具报告。但根据公开渠道对美国草案 2023 年二稿的转述，美国草案 2023 年二稿则不再涉及算法稳定币的相关内容。美国监管机构对于算法稳定币的态度尚待明确。

香港：香港金管局表示无论是通过算法或套利机制锚定法定货币的稳定币，也无论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重点。而香港金管局结论中列出的颁布稳定币牌照应符合的条件之一是相关稳定币的储备金价值应始终与已发行存量稳定币的数量相匹配，且储备金资产应具有高质量及高流动性。算法稳定币并不满足上述要求，因此，从事算法稳定币相关活动的主体并不符合香港金管局的发牌条件。在稳定币牌照制度正式出台后，已经提供算法稳定币相关服务的实体应如何应对，例如是否需要逐步关闭或调整对香港的服务，存量香港用户能否继续使用算法稳定币等问题

⁵ 参见美国草案 2023 年初稿，Sec 106

值得进一步关注。

新加坡：新加坡金管局则认为相较其它稳定币，算法稳定币不确定性较大，其咨询案主要规管对象“挂勾单一法币稳定币（Single-currency pegged stablecoins）”的定义是不包括算法稳定币的。算法稳定币将继续作为一种数字支付代币（digital payment tokens，“DPT”）受到监管。

5、牌照申请人的本地化要求，及是否允许挂勾非本国/地区法币的稳定币

美国：美国草案中并未对牌照申请主体是成立于美国境内或境外作出区分。换言之，只要“直接或间接在美国境内，通过位于美国的任何传输沟通方法或工具，或针对美国境内人士”⁶进行稳定币发行活动，均需要在美国取得牌照。其似乎也未禁止发行人发行挂勾美元以外货币的稳定币。

香港：在香港金管局结论中，香港金管局认为要求发牌实体“在香港成立公司”有利于对获发牌实体的监督及监管要求的强制执行。这项要求能使与受规管业务有关的资产与持牌实体集团内其他实体的资产负债分隔，且便于在有需要时征缴其资产。尽管如此，香港金管局也在其结论中表示会参考其它国家或地区的监管发展及业界的意见，进一步衡量是否能在确保监管措施的稳健性及有效性的同时采纳其他的措施替代“在香港成立公司”的要求。在香港之外成立的实体是否能在香港获得稳定币业务相关牌照有待香港金管局进一步明确。

除此之外，香港金管局也指明（i）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（ii）进行涉及声称锚定港元价值的稳定币的活动（无论是否为受规管业务，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）都将受限于香港金管局的稳定币牌照要求。值得注意的是，类似美国草案，香港金管局结论中，似乎并未禁止发行人发行挂勾港币以外货币的稳定币。

新加坡：新加坡似乎并未提出类似香港的本地成立要求，但指出其当下的立法优先关注对象为于本地发行的稳定币。⁷此外，其专门考虑了在同质化（fungible）的前提下，同一稳定币于不同国家或地区由不同发行人发行的情况，并计划从两个方面解决：一是要求新加坡发行人向金管局提交年度鉴证，以证明其它重大发行人（发行大于5%/10%流通稳定币）遵循了同等储备资产要求及审慎标准；二是建立挂钩单一货币稳定币的相关监管机构之间的监管合作，以交换该稳定币的运营信息。

与美国香港不同，新加坡金管局咨询案中建议为了保证稳定币有高质量资产的强支撑，在起步阶段，挂钩单一货币稳定币的挂钩对象只限于新元或者G10货币。其也表示，迫在眉睫需监管的对象，是在新加坡本地发行的挂钩单一货币稳定币。

鉴于数字资产具有跨境特征，我们会继续关注对已在其它国家或地区取得相关牌照的外国主体是否会实施本地简化牌照流程，或者未来是否会达成国际公认的相应简化流程或豁免。

6、稳定币发行人资产隔离

美国及新加坡：相较而言，美国草案中的资产隔离要求更侧重于保护客户权益不受债权人诉求影响。美国草案明确禁止客户资金的再质押及混同。而根据新加坡金管局咨询案，发行人需将稳定币储备资产与发行人自己的其它资产隔离在不同账户里，且客户的金管局规管挂钩单一货币稳定币、客

⁶ “directly or indirectly in the United States, through any means or instruments of transportation or communication in the United States, or to persons in the United States”

⁷ 参见新加坡金管局咨询案，第3、5（b）段

户的其它资产与发行人自身的资产也需隔离在不同托管账户里，以减少资金混同的风险。

7、资产支持型稳定币的储备资产价值及构成

香港：香港金管局结论中，要求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。储备金资产应具高质量及高流动性。

新加坡：对于储备资产及其高质及流动性，新加坡咨询案中规定了具体的标准，如以市定价，储备资产只能是现金或等价物，或离到期不超过三个月的债券，且由稳定挂勾货币的央行或信用评级不低于 AA- 的政府性国际化机构发行，并以其挂勾货币计价。

美国：美国草案 2023 年初稿对储备资产标准的细化程度类似新加坡：至少一比一的基准，可包括美元、作为受保活期存款持有的资金、美国国库券、回购合同及央行准备金存款⁸。

8、披露/鉴证/审计

香港：香港金管局结论提到了对持牌人的常规审计及披露要求。

新加坡：新加坡金管局咨询案中，对于披露、鉴证及审计要求的频率、独立性及公开渠道都作出了具体阐述。

美国：类似于新加坡，美国草案中也规定了发行人须每月在其网站上公开储备资产的构成。鉴证不仅须每月向联邦监管机构作出，且鉴证人须为发行人 CEO。至少在美国草案 2023 年初稿中，并未提及对外部审计的要求。

三、结语

全球金融环境发展迅速，科技创新也日益蓬勃。

随着挂钩欧元、港币、新元、英镑及日元等货币的稳定币陆续出现，美元作为稳定币锚定货币的垄断地位逐渐消失，锚定货币多元化则成为未来趋势，美港新三地监管机构都注意到稳定币演变为支付手段的潜质。稳定币领域的平稳有序发展将成为虚拟资产行业走向成熟的基石之一。

我们建议现在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的申请做好准备。我们也将持续关注各国家或地区在日后发布的进一步规则和指引的动态。

我们的团队在虚拟资产和区块链相关合规领域具有丰富的知识和经验，曾就以下专题发布文章。欢迎关注，并就任何疑问随时与我们联系：

- (1) 有关全球各主要国家及地区对于稳定币的监管情况，可参阅我们之前发布的[「浅谈全球稳定币监管」](#)一文；
- (2) 有关针对香港金管局结论的内容的特别分析，可参阅我们之前发布的[「香港金管局拟就经营稳定币业务设立强制性发牌制度」](#)一文；
- (3) 有关 SFC 对 VASP 的监管体系，可参阅我们之前发布的[「香港将针对虚拟资产服务提供商建立发牌制度」](#)一文；
- (4) 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，可参阅我们之前发布的[「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；
- (5) 有关 SFC 于 2023 年 2 月 20 日发布的

⁸ 参见美国草案 2023 年初稿，Sec 102 (b) (4)

《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运营者的建议监管规定的咨询文件》的详情，可参阅我们之前发布的「[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；

(6) 有关美国加密资产法案的讨论，可参阅我们之前发布的「[美国 Lummis-Gillibrand 加密资产法案要点解析](#)」一文。

乔喆沅 合伙人 电话：852 2167 0020 邮箱地址：zyqiao@junhe.com
张 璐 合伙人 电话：852 2167 0056 邮箱地址：luzhang@junhe.com
成晓宇 律 师 电话：86 10 8553 7881 邮箱地址：wanghy@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”。

