

货币竞争下的稳定币用户权益保护

——基于对香港《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。我国内地不宜照搬香港地区全面“放开”稳定币业务活动，需要统筹考虑目前突破虚拟货币“禁止式”监管立场的可行性，厘清稳定币的法律定性与支付监管挑战，以及应对稳定币的账户体系及其互联互通难题。

关键词：稳定币 货币竞争 数字货币 投资者保护 数字人民币

稳定币(stablecoin)是通过与法定货币、主流虚拟货币(香港地区又称为“虚拟资产”或“数字资产”)、大宗商品等财产锚定,或通过第三方主体调控货币供应量的方式,实现市场价格“相对稳定”的数字化表示。稳定币主要用于促进其他虚拟货币的交易、借贷,并在相关交易平台以及去中心化金融(DeFi)应用程序和协议中用作加密资产“交易对”的稳定支柱,以及借贷活动中的抵押品。^① 近年来,许多国家或地区加

* 法学博士,华东政法大学经济法学院副教授。

① International Organisation of Securities Commissions, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Final Report, 2023, p.69.

快了虚拟货币或稳定币的立法进程,例如 2024 年底欧盟《加密资产市场监管条例》生效,中国香港地区于 2025 年 5 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 GENIUS 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 2018 年稳定币 NBT 崩盘,2019 年脸书公司发布 Libra 白皮书,还是 2022 年稳定币 UST 崩盘,均在政府、市场和学界层面引发了如何监管稳定币的讨论。我国央行负责人亦在 2025 年 6 月,专门提及稳定币“从底层重塑传统支付体系,大幅缩短跨境支付链条,同时对金融监管也提出了巨大的挑战”,并认为加密资产“全球监管协调不足,监管的取向大幅摆动并受政治的驱动太强”。国际清算银行(BIS)亦指出,稳定币在货币单一性、弹性与市场诚信方面难以作为未来货币体系的支柱。^①就本轮“稳定币热”而言,学界或业界主要探讨中国香港、美国等地的稳定币立法对稳定币乃至整个数字经济体系带来的积极影响,普遍对稳定币的创新价值给予高度肯定;亦有不少人士认为提出我国应当发展人民币稳定币,以抢占国际市场,甚至主张放开虚拟货币的交易活动,因为香港的稳定币立法是为了内地“放开”稳定币铺路。

稳定币作为一种新生事物,对社会公众的认知带来了更大挑战,因此法律层面的讨论除了聚焦于金融稳定之外,还当重点围绕稳定币的个人权益保护。不论是学界还是业界,对购买、持有或使用稳定币的主体称谓尚未统一,存在“投资者”“持有者”“客户”“用户”等词混用的现象。从稳定币的运行机制角度看,由于稳定币价格波动较小、创设目的主要为支付而非投资,因此本文采用“用户”(user)的称谓。^②

一、货币竞争下香港《稳定币条例》中的用户权益保护规定

(一) 货币竞争:香港《稳定币条例》的制定背景

稳定币早在 2014 年便已出现,其并非近两年在市场中新生的虚拟货币类型。自 2009 年比特币被实际创设与流通之后,许多机构和个人模仿比特币架构创设了诸多区

^① 此前,BIS 已指出,即便稳定币可以帮助缓解特定的跨境支付摩擦,它也不一定会对跨境支付产生积极影响,因为其缺点可能超过任何潜在的好处。Committee on Payments and Market Infrastructures, Considerations for the Use of Stablecoin Arrangements in Cross-border Payments, 2023, p.2.

^② 香港相关政府机构负责人亦表示,不应将稳定币视为生财或发财工具,而应视为金融发展工具。

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 2013 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,其以泰达公司于 2014 年发行、锚定美元资产的“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 2019 年 6 月脸书公司发布 Libra 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 2019 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(FSB)、国际货币基金组织(IMF)、国际证监会组织(IOSCO)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张,但稳定币的底层技术与运行机制未曾发生根本变动。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 2022 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 2022 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 Web 3.0 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;为提高香港与同规模经济体的竞争力,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 G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the Impact of Global Stablecoins, 2019, p.2.

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》, <https://www.info.gov.hk/gia/general/202210/31/P2022103000455.htm>, 2025 年 7 月 10 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。^①

从上述香港的虚拟货币监管变迁不难发现,香港推动《稳定币条例》等稳定币相关立法的目的,重在巩固香港作为国际金融中心的竞争力,特别是货币方面的竞争力,因此是一种“政策驱动”而非“风险驱动”或“市场驱动”的立法表现。目前,稳定币市场占据绝对主导地位的是锚定美元资产的稳定币,美国立法机构近期积极推进稳定币立法,试图巩固并进一步扩大美元的全球影响力。香港稳定币立法的推进,势必能在国际市场上对抵御美元稳定币的不利影响,发挥积极作用;如将来相关企业获准发行离岸人民币稳定币,还有助于推进人民币的国际化。此外,稳定币的一大优势是在跨境支付中降低成本、提高效率与安全程度,稳定币特别是法币稳定币的应用,还可以补充甚至替代 SWIFT 主导、通过代理行运作的传统跨境支付模式,提升香港地区货币流通的效率。尽管基于稳定币的匿名性,目前大量稳定币被用于灰色与黑色交易,将稳定币纳入法律监管中会在一定程度上减少这部分交易,对强化政府层面的货币竞争或带来一定减损;但是,稳定币正式监管机制的建立,事实上有助于政府机构强化对稳定币背后所锚定法定货币的管控程度,从长远来看仍有助于推动国际货币竞争。

(二) 香港《稳定币条例》中的用户权益保护规定

香港《稳定币条例》的正式条文内容分为 11 部,包括导言、规管涉及指名稳定币的活动的限制、稳定币实体的指定、金融管理专员的职能、调查、制裁、稳定币仲裁处复核、一般罪行、保密、杂项、过渡条文及相应修订,此外还有八组附表的规定。界定什么是“稳定币”和“稳定币活动”是制定《稳定币条例》的首要任务,该条例第 3 条规定,稳定币是符合以下所有条件的“加密保护数码形式价值”:其一,以计算单位或经济价值的储存形式表述;其二,作为或拟作为公众接受的交易媒介,用于为货品或服

^① 香港特别行政区政府:《〈香港数字资产发展政策宣言 2.0〉将引领香港迈向全球数字资产领先新境界》, <https://www.info.gov.hk/gia/general/202506/26/P2025062500847.htm>, 2025 年 7 月 10 日访问。

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2500万港币、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》的附表2还确立了一系列稳定币活动的日常运营要求，包括储备资产管理、赎回、审慎与风险管理、打击洗钱与恐怖分子资金筹集、披露、投诉处理、无利息、恢复计划等。其中，涉及用户权益保护的日常运营要求大致可分为以下几类：

其一，用户赎回权的保障。持有稳定币牌照的主体（即“持牌人”）须向稳定币持有人（即“用户”），提供赎回该稳定币——即以该稳定币所参照的参照资产，向该持有人支付该指明稳定币的面值的权利。同时，持牌人不得附加任何在有关情况中属过分严苛的条件，以限制赎回稳定币，且不得收取与赎回稳定币相关的费用（除非该费用具备合理性）。如该持牌人无力偿债，可按比例赎回或处置剩余的储备资产组合。^④

其二，信息披露。持牌人须就其发行的稳定币发表白皮书，以提供该稳定币相关的全面及透明的资料，向稳定币用户提供关于持牌人投诉处理及补偿机制的资料；同

① 在香港法律体系下，稳定币的定义明显区别于与其运作模式较为相似的“储值支付工具”，后者的法律定义是用作储存款额的价值，该款额要么不时存入该工具，要么可根据该工具的规则储存于该工具，且该工具可根据发行人作出的承诺，用作就货品或服务付款或向另一人付款的方法。参见香港《支付系统及储值支付工具条例》第2A条。

② 与之不同的是，稳定币在欧盟《加密资产监管条例》(MiCAR)中可能被纳入锚定多种法定货币的“资产参考代币”(ART)，或锚定一种法定货币的“代币货币代币”(EMT)范畴。See Art. 3, REGULATION (EU) 2023/1114 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 31 May 2023 on markets in crypto-assets.

③ 香港《稳定币条例》第14条，附表2第4条、第7条、第8条。

④ 香港《稳定币条例》附表2第6条。

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与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,披露与赎回该等指明稳定币相关的费用、行使赎回权的条件、回的机制及程序,以及可在何期间内处理对稳定币的有效赎回要求。^①

其三,投诉处理。持牌人须设有并实施健全及适当的管控制度,以确保稳定币用户可使用投诉处理及补偿机制,而确保该机制健全、易于取用、可负担、独立、公平、具问责性、及时及有效率。同时,持牌人须确保该款所述的投诉处理及补偿机制,不会对有关用户施加不合理的费用或负担,或造成不合理的延迟。^②

需要注意的是,《稳定币条例》第 15 条通过无利息的规定,事实上限制了稳定币用户的“投资权利”,以此显示用户的非投资者属性。该条规定,持牌人不得就其发行的稳定币支付利息或准许他人支付利息。此处的“利息”,是指持牌人声称从持有该稳定币而产生的任何利润、收益或其他回报,而该等利润、收益或其他回报是基于用户持有该稳定币的期间长短,或该稳定币的面值或市值。

二、香港《稳定币条例》中的用户权益保护评价

(一) 法理基础:“透过”货币竞争看用户权益保护

从表面上看,近年来以美元为主导的国际货币体系面临诸多挑战,香港推进以《稳定币条例》为代表的稳定币立法,是出于货币竞争的需要,因此需要强调通过“审慎监管”维护金融稳定、防范金融风险,而非“行为监管”意义上的用户权益保护只是稳定币监管的系列组成部分之一。这一监管思路,与国际组织发布的稳定币监管原则大体保持一致;香港监管机构已经明确表示,香港稳定币监管框架的范本来自金融稳定理事会(FSB)于 2023 年发布的全球稳定币监管建议。2023 年,FSB 发布的《全球稳定币项目的高级别建议:最终报告》确立了十项针对全球稳定币的监管建议,包括当局做好监管稳定币的准备,对稳定币的活动和功能实施全面监管,跨境合作、协调与信息共享,治理结构与分布式运作,风险管理,数据存储与数据访问,稳定币的恢

① 香港《稳定币条例》附表 2 第 5 条、第 6 条、第 13 条。

② 香港《稳定币条例》附表 2 第 14 条。

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5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事关重要,以及是否牵涉重大公众利益的事宜。^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。一般而言,应对信息不对称的主要方式有两种,一是信息披露,二是适当性管理。在实现用户身份识别的前提下,

^① Financial Stability Board, High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements: Final Report, 2023, p.1, 10.

^② 香港金管局也在其报告中指出,在法律中未列出的与稳定币相关的活动通常只会带来较低且不太紧迫的货币和金融稳定风险。See Hong Kong Monetary Authority, Conclusion of Discussion Paper on Crypto-assets and Stablecoins, p.4.

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 20 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事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效果。香港《稳定币条例》附表 2 第 5 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,储备资产组合的市值须在任何时间,最少等同于该类指明稳定币属尚未赎回及仍流通者的面值;其三,储备资产组合须以该类指明稳定币所参照的相同参照资产持有;其四,储备资产须属高质素及高流动性,且具最低投资风险;其五,持牌人须设有并实施健全及适当的风险管理政策及程序,以管理其储备资产,确保该等资产获妥善管理,致使能够在没有不当延迟的情况下,兑

^① International Organisation of Securities Commissions, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Final Report, 2023, p.71.

现有效赎回要求,并健全及适当的管控制度,以确保其储备资产受定期独立核证及审计。

需要注意的是,清晰的法律定性是实施监管、保护个体权益的前提,例如七国集团在其发布的稳定币报告中提出,决定稳定币法律特征,最相关的因素是它们是否被视为等同于货币,以及能否被确定为合同请求权或财产权利,或拥有针对发行人或相关资产的权利。^① 尽管稳定币与电子货币等支付业务在法律性质上似乎有一定重叠,但由于香港《稳定币条例》已专门为稳定币创设了单独的牌照制度,且已经较为充分地保障了用户的赎回权,在香港现行法律体系下,这种法律性质的重叠其不会对稳定币的用户权益保护带来实质性的不利影响。

(三) 稳定币用户权益保护的数据侧评价

稳定币基于以分布式账本(即区块链)为代表的数字化基础设施运行,因此用户权益保护的类型还包括数据权益。比照银行存款、电子货币等传统支付手段的数据权益保护逻辑,稳定币的数据权益保护可以分为实名制与数据保护两个层面。相较于通过赎回权保障财产权益,香港《稳定币条例》对用户数据权益的保护有更大的完善空间。

一方面,稳定币的实名制(即身份识别)监管尚存不足。与传统支付手段不同的是,目前市场上主流的稳定币的发行、交易与赎回等活动均在公共区块链上进行,链上相关活动所生成的信息均为匿名信息,用户在不经交易所的前提下可通过非托管钱包持有或买卖稳定币,均无须经实名身份验证,甚至可通过当面交付钱包地址的方式,规避区块链上的信息记录。^② 虽然公共区块链上的匿名信息全网公开且可追溯,但仍会在反洗钱等方面给现行金融监管带来极大挑战,还无法在错误转账或非授权支付等情形发生时,及时维护稳定币用户的财产权益。对此,香港《稳定币条例》附表2第9条规定,持牌人须设有及实施健全及适当的管控制度,以防止及打击可能出现的,与其持牌稳定币活动相关的洗钱或恐怖分子资金筹集,相关制度须符合香港《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》以及金融管理专员公布的相关措施。这一条文明确了稳定币持牌人必须遵守现行反洗钱相关法律规定,但未针对稳定币的基础设

^① G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the Impact of Global Stablecoins, 2019, p.6. 在早期,稳定币曾被国际证监会组织和美国证监会认定为可能构成一种证券,例如货币市场基金。See International Organisation of Securities Commissions, Global Stablecoin Initiatives: Public Report, p.7.

^② Hong Kong Monetary Authority, Consultation Paper on the Proposed AML/CFT Requirements for Regulated Stablecoin Activities, 2025, p.5.

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 2025 年 5 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,任何主体可以自由加入或退出公共区块链的运作,尽管公共区块链的安全性比其他类型的区块链以及传统的中心化系统更强,但仍会存在系统崩溃、外部破坏的风险。同时,在此种区块链系统中,健全的治理颇具挑战性,特别是无法明确某一实体承担最终的法律 responsibility,以及减慢与运营问题相关的事件响应。^③ 根据 FSB 提出的监管建议,稳定币项目不仅应确保监管机构应能够及时、完整地获取稳定币相关数据,还采取适当的控制措施来保护链上或链下数据的完整性和安全性,并遵守可适用的数据保护法规。^④ 尽管《稳定币条例》附表 2 第 9 条、第 16 条分别规定了稳定币持牌人的风险管理与设立管控系统的义务,但通过上下文判断,这两项义务主要侧重于维护稳定币储备财产的安全,而非个人信息保护或数据的安全。稳定币发行人是否基于实名信息,以及是否在任何稳定币流通活动中维护个人信息保护与数据安全维护义务,仍有待考察。此外,稳定币如果具有“系统重要性”,将被视为一种金融市场基础设施(FMI)^⑤,稳定币持牌人是否应作为基础设施运营者,履行《金融市场基础设施原则》下的各项义务,以保护用户的数据权益乃至财产权带来不利影响,在香港法律中仍有待进一步厘清。

① Hong Kong Monetary Authority, Consultation Paper on the Proposed AML/CFT Requirements for Regulated Stablecoin Activities, 2025, p.13.

② See Worldwide A-Plus Ltd v. Holders of Wallet Address a.o., Action No. 2417/2024.

③ G7 Working Group on Stablecoins, Investigating the Impact of Global Stablecoins, 2019, p.6.

④ Financial Stability Board, High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements; Final Report, 2023, p.8.

⑤ Committee on Payments and Market Infrastructures & Board of the International Organization of Securities Commissions, Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to Stablecoin Arrangements, 2022, p.4.

三、香港《稳定币条例》用户权益保护对我国内地稳定币立法的启示

（一）虚拟货币“禁止式监管”的突破可行性

货币是受特定司法管辖区的政治、经济体制差异性影响极强的领域,例如一些国家或地区存在外汇管制,一些地方则允许资本自由流动。香港等地稳定币监管机制的建立,并不意味着我国内地必须要“紧跟潮流”,马上“放开”稳定币的业务活动。稳定币属于广义上的虚拟货币,我国内地对虚拟货币的监管始于2013年,中国人民银行等部委同年发布的《关于防范比特币风险的通知》将比特币界定为“特定的虚拟商品”,并否认其货币属性,禁止金融支付机构开展比特币相关业务,但不限制普通公众的交易活动。随着区块链技术的发展,企业可通过“代币发行融资”(ICO)方式发行新型虚拟货币。由于经ICO发行的虚拟货币与传统金融体系之间联系更为紧密,加上当时互联网金融风险整治等影响,2017年发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》否认包括比特币在内所有虚拟货币的货币属性,除了禁止金融支付机构参与虚拟货币业务之外,还禁止任何ICO活动和虚拟货币交易平台的运营。2021年,为进一步应对虚拟货币炒作带来的国家安全和社会稳定风险,《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》在重申虚拟货币不是货币、相关业务属于非法金融活动的同时,还将境外交易所为境内居民提供的服务纳入非法金融活动。

截至目前,我国内地对虚拟货币的“禁止式监管”覆盖了两个层面:在发行层面,禁止通过挖矿创造或通过ICO发行虚拟货币;在交易层面,禁止境内外任何主体向境内居民提供托管结算、兑换投资等虚拟货币服务,相关投资活动如违背公序良俗应认定为无效。由于我国内地未对虚拟货币的内涵外延作进一步界定,所有类型的稳定币事实上均受到“禁止式监管”的约束,监管部门亦很少专门针对特定的虚拟货币类型阐明监管立场。^①仅有时任中国人民银行副行长李波在2021年的一次会议中表示,如果能让稳定币成为得到广泛使用的支付解决方案,就需要像银行或者准银行金融机构一样得到严格监管。

包括稳定币在内,我国内地从2013年起阶段性、渐进式地扩张了虚拟货币禁止

^① 柯达:《虚拟货币“禁止式”监管:法理反思与制度优化》,载《华东政法大学学报》2025年第3期。

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,实际上均能发生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3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”(covered stablecoin)不属于证券。与美国法不同,我国证券法对证券采用了列举式定义,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“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 International Monetary Fund, Elements of Effective Policies for Crypto Assets, IMF Paper, 2023, p.24.

^② 参见证券法第2条,《中国人民银行法》第20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。稳定币的发行交易活动涉及多部法律法规的条文规定,而参照以往对待新兴金融经济业态的路径,我国内地如果“放开”稳定币,不宜像美国、欧盟或香港地区一样专门针对稳定币或虚拟货币制定一部人大立法位阶的法律,更妥当的方式或许先由多个监管部门联合发布规范性文件,再制定相应的部门规章。如果只是“放开”锚定(在岸)人民币的稳定币交易活动,我国内地仍然会面临不小的法律挑战,下文将从政策性问题、消费者保护问题、竞争规制问题进行讨论。

(二) 稳定币的法律定性与支付监管挑战

“相同业务、相同风险、相同监管”是国际上普遍认可的金融科技监管原则,而判断某一新兴金融业态与传统金融业态是否为“相同业务”,即给新兴金融业态定性,则是开展监管的前提;此外,金融消费者能够主张何种权利,同样与该金融业态的法律定性直接相关。稳定币——尤其是法币稳定币,只能由私人机构 1:1 等额吸收资金后发行,因而明显有别于银行存款货币;有学者认为稳定币是银行本票,但稳定币的运作机制明显不符合我国票据法的规定。^① 此外,虽然法币稳定币从运营者角度看类似于货币市场基金(份额),从消费者角度看类似于非银行支付客户备付金,但从业务逻辑上看,稳定币与后两者存在根本区别。

一方面,不同于货币市场基金,稳定币的核心功能在于支付。公募型货币市场基金形成了基金管理人、基金托管人、基金份额持有人三方法律关系,其中管理人负责将基金财产投资于货币市场,托管人负责保管基金财产,这与稳定币的运作机制较为相似。但是,稳定币持有者使用稳定币的主要目的在于支付结算而非投资获益,无法获得利息,尽管我国内地的部分货币市场基金份额可以用于支付,但此种支付并不是直接发生的,而是经历了从基金份额到银行存款的赎回过程。

另一方面,不同于非银行支付客户备付金,稳定币发行者可以获得稳定币的“储备资产”所产生的收益。稳定币之所以会出现,除了虚拟货币市场需要价格稳定的支付手段之外,更在于通过与传统金融体系的对接,创造额外的获益来源。而我国非银行支付机构虽然同样可以吸收客户资金,形成资金沉淀,但支付机构无法获得备付金存管所形成的任何利息。

^① 参见票据法第 73 条。

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,设置专门的市场准入条件。同时,为避免公众将稳定币与人民币相混淆,法律中的稳定币称谓不宜带有“币”字样,可考虑用相近意思的字词替代。

稳定币作为一种新兴支付手段,持有人面临的最大风险是“价值不稳定”的风险,这种风险进一步表现在信用风险与市场风险两方面:一方面,稳定币的发行者因技术故障无法及时赎回法定货币,或因挪用资金、管理储备资产不当导致无力赎回法定货币,最终造成“挤兑”;另一方面,稳定币所锚定法定货币或其他资产自身出现较大价格波动。为了防范以上风险,欧盟等发达经济体通过立法,在确立反洗钱身份识别的前提下,赋予稳定币持有人基于稳定币面值的无条件“赎回权”,并通过以下方式对赎回权进行保障:其一,储备资产隔离,即储备资产始终与发行人或运营机构的自有资产完全隔离,不会受到挪用;其二,强制信息披露。即稳定币发行人或运营机构应定期详细披露资产储备的构成、风险评估,以及投资程序等内容;其三,资产审慎管理,即稳定币的储备资产应与所有稳定币的面值总额等值,且仅由市场和信用风险最小、流通性较强的资产所构成。^①

此外,如果确实要“放开”人民币稳定币,其支付监管还需关注以下几个方面:其一,稳定币拥有独立的计价工具,这意味着稳定币的市场价格会出现偏离面值的价格波动。如果其市场价格低于面值,稳定币发行人应当采取适当介入措施;其二,货币的支付场景大体分为零售与批发,或大额与小额,考虑到中间商的服务费用,稳定币目前较少应用于小额、零售支付,其更适合作为机构间的大额或批发支付手段,监管上是否需要针对小额支付进行限制,尚存疑问;其三,稳定币的储备资产不同于基金财产和非银行支付客户备付金,如稳定币运营机构出现破产,稳定币持有人对储备资产有何种权利,仍有待进一步讨论。

(三) 稳定币的账户体系及其互联互通挑战

由于支付是一个追求网络效应的行业,且与社会公共利益紧密相关,提供支付服务的市场主体数量并非越多越好,因此支付行业又被视为“有限竞争”的行业。随着第三方支付行业的发展,为解决“支付碎片化”带来的支付低效和无序竞争问题,除了在牌照数量上予以控制外,我国监管部门主要通过推动支付功能共享、业务合并以

^① 参见朱太辉:《全球稳定币监管的框架、理论与趋势研究》,载《金融监管研究》2025年第3期。

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中,如果付款人用 A 稳定币支付,但收款人仅有 B 稳定币且没有接收 A 稳定币的媒介,此时便需要中介服务商提供 A 稳定币与 B 稳定币的兑换服务。换言之,不同私人机构发行的稳定币对应了不同的账户体系,而这些账户体系之间无法直接发生货币资金的转移。其二,大量科技企业(例如亚马逊、脸书)与金融机构(例如摩根大通、花旗银行)之所以发行或计划发行稳定币,除了可以节省支付结算费用之外,更在于建立自己的支付结算体系,同步、全面获取交易相关的资金流与数据流。

尽管“跨链”技术或中间服务商可以应对不同稳定币账户之间的信息交互或资金兑换问题,但对监管者而言,稳定币的存在必然会在资金与数据两个层面上削弱对支付行业的监管能力。因此,如果“放开”人民币稳定币,除了对牌照数量的限制之外,如何促进稳定币之间或稳定币与传统支付手段之间的互联互通,进而维护支付行业的竞争秩序,同样是立法者面临的一大挑战。

(责任编辑:沙 含 王昕宸)

^① 柯达:《数字人民币互联互通的法律规制》,载《苏州大学学报(哲学社会科学版)》2023年第5期。