

# 香港的穩定幣發行人監管制度

本文由貨幣管理部提供

## 背景

過去10年，各方積極利用區塊鏈等分布式分類帳技術(DLT)，藉以提高金融服務的成本效益、透明度與共融性。與其他技術的發展進程一樣，採用DLT亦面對不少挑戰。值得注意的是作為採用區塊鏈的堅實支持者，加密資產業界在2020年迎來「去中心化金融之夏」，見證了在區塊鏈上提供金融服務的一系列實驗。然而，在爆發連串市場事件，包括演算法穩定幣(如TerraUSD)脫鈎及其後多個加密貨幣對沖基金、借貸平台及交易平台(如FTX)「崩盤」後，加密資產業界於2022年進入了所謂的「加密貨幣寒冬」。

雖然這些事件對傳統金融業的影響有限，但全球各地的金融監管機構意識到加密資產和相關市場人士對金融體系構成的潛在風險，並與國際組織攜手合作，以應對這些風險。汲取相關事件的經驗，金融穩定理事會在2023年7月制定加密資產活動全球監管框架的最終版本。有關框架就加密資產活動和市場，以及「全球穩定幣」安排的監管與監察提出建議<sup>1</sup>。其他標準制定組織亦發布了建議與標準，以緩減與加密資產相關的各種風險。

清晰的法規不僅有助應對這類活動涉及的風險，亦能在監管方面提供確定性，以及締造有利創新發展的環境。此外，適當的法規將有助發展出用例以應對經濟活動中的痛點，並為香港經濟和金融服務業創造價值與新機遇。

2022年的「加密貨幣寒冬」並沒有減慢金融服務採用DLT的趨勢。自該年以來，在科技革新及全球監管發展的推動下，傳統金融機構亦積極採用DLT，把鏈上鏈下兩個世界連繫起來。這一點從全球資產管理人推出加密貨幣現貨交易所買賣產品及代幣化基金可見一斑。環球銀行正就提供數碼資產服務，特別是資產代幣化的範疇進行研究。部分海外機構亦有發行穩定幣，或與穩定幣發行人合作，以幫助其服務發揮更好的作用。

<sup>1</sup> 見金融穩定理事會於2023年7月17日發布的《金融穩定理事會加密資產活動全球監管框架》(FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities (英文版)) (<https://www.fsb.org/2023/07/fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/>)。

香港方面，香港特別行政區政府於2022年10月發表有關虛擬資產發展的政策宣言<sup>2</sup>，在積極擁抱金融創新與科技發展之餘，亦適時訂立所需規範。此後，政府與金融監管機構一直致力促進香港數碼資產行業可持續和負責任地發展。具體而言，香港已推出新的虛擬資產交易平台發牌制度，現時已有持牌虛擬資產交易平台在香港營運，多隻比特幣及以太幣交易所買賣基金亦已獲准推出。

同時，香港的公營與私營部門一直研究不同形式的代幣化貨幣，以便與傳統形式的貨幣互相補足，當中包括央行數碼貨幣以及私營部門發行的代幣化貨幣即穩定幣，而金管局正着手為後者制定穩定幣發行人監管制度。金管局又在2024年7月推出「沙盒」，以便向計劃在香港發行穩定幣的機構傳達監管期望，以及讓參與機構在有限範圍和風險可控的情況下測試其預期用例。

圖表 1  
加密資產市場發生的主要事件



<sup>2</sup> 見於2022年10月31日發布的《有關香港虛擬資產發展的政策宣言》([https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000455\\_404825\\_1\\_1667173459238.pdf](https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000455_404825_1_1667173459238.pdf))。

## 數碼資產與穩定幣

數碼資產又稱為加密資產，一般指利用DLT(例如區塊鏈)加密，並以數碼形式呈現的資產。比特幣和以太幣是較多人認識的兩種加密資產，它們都是在其各自的區塊鏈網絡中的原生代幣，推出以來吸引不少人使用，用戶群組的規模一直擴大。自比特幣於2009年面世以來，市場上出現了在不同區塊鏈發行的不同類別的加密資產，其中有部分加密資產嘗試解決真實世界中的問題，並為持份者創造價值，但亦有許多其他加密資產可能並無內在價值。

加密資產往往令人聯想到價格波動，而這種情況在一些發展未臻成熟的市場並不罕見。虛擬資產價格波動，導致市場運作不暢、成交活動分散(即市場窒滯及碎片化)，因而促成穩定幣面世，作為促進區塊鏈上交易暢順進行的結算資產。實際上，穩定幣是一種藉參考某些資產(通常為法定貨幣)來維持穩定價值的數碼資產。使用者可以用法定貨幣向穩定幣發行人換取同等價值的穩定幣，或以穩定幣換回相應數額的法定貨幣。

市場亦一直就在實體經濟中以穩定幣作為交易媒介進行研究，例如用於支付交易。以穩定幣進行支付和結算，可以藉利用DLT提高效率和透明度，並且由於交易數據不容篡改，也有助提升支付的確定性。另外，如配合使用智能合約(儲存在區塊鏈的自我執行程式)，穩定幣亦可作為「可編程貨幣」，用於執行複雜的交易。

作為可跨越不同區塊鏈網絡並可由不同市場人士使用的可編程支付和結算方式，穩定幣的共融性特質或能帶動合作與創新，對數碼和實體經濟產生更大的網絡效應。

## 穩定幣的潛在風險

虛擬資產市場過去幾年已經歷數個周期，雖然市場仍未臻成熟，但可以預見它將會繼續發展演變。然而，市場有越來越多跡象顯示傳統金融與數碼資產業界漸趨融合。以穩定幣而言，部分海外機構已發行或採用穩定幣，以提升其跨境支付服務。如穩定幣逐漸成為大眾選用的其中一種支付方式，穩定幣是否真正具備「穩定」的條件，就會變得愈加重要。在缺乏監管的情況下，使用者將難以得到有效保障，金融體系的穩定亦可能受到威脅。

從使用者的角度而言，他們使用穩定幣的信心來自穩定幣有能力維持其相對於參考法定貨幣的價值，以及是否能隨時將穩定幣兌換成相關法定貨幣。因此，穩定幣發行人必須保持充足的儲備資產並作出披露，以維持穩定幣的穩定價值，以及確保能在合理時間內按面值贖回穩定幣。否則，除了會令使用者蒙受金錢損失，亦會擾亂經濟和金融活動。

穩定幣的儲備通常包括現金及其他優質及具高流動性的金融資產，而穩定幣發行人亦因此成為數碼資產與傳統金融行業之間的聯繫點。一旦出現大規模贖回穩定幣的情況，發行人可能需要在市場大量拋售儲備資產以應付贖回要求，傳統金融市場或因此會受到牽連。

## 制定穩定幣發行人監管制度

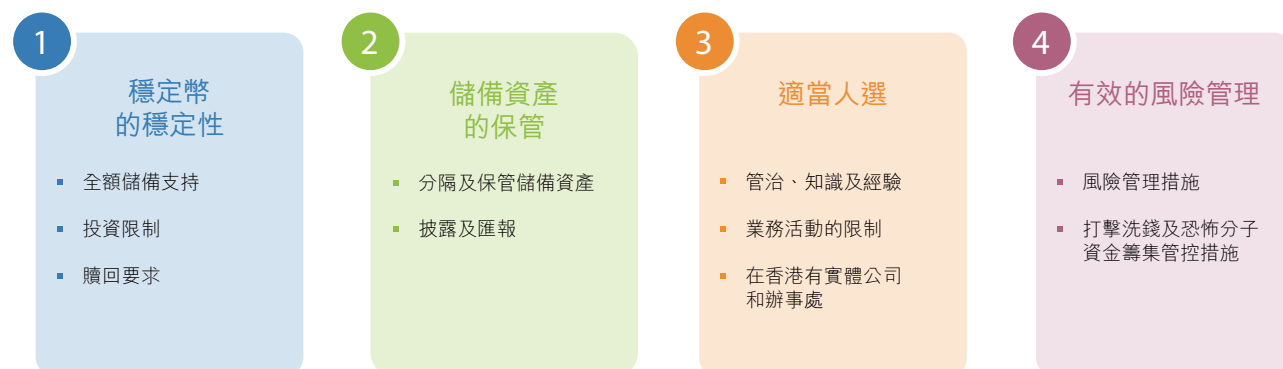
鑑於穩定幣所帶來的潛在風險，國際組織包括二十國集團(G20)轄下的金融穩定理事會已明確要求各地應對加密資產相關活動，包括就穩定幣發行實施監管。其他國際金融中心亦正加緊進行有關穩定幣發行的立法工作。香港需要建立一套既切合本地情況，又依循國際標準與慣例的監管制度，提供適當措施以應對穩定幣帶來的風險、保障使用者、促進有利香港數碼資產生態圈發展的環境，以及進一步鞏固香港的國際金融中心地位。

金管局在2022年1月發布一份關於加密資產和穩定幣的討論文件，闡述其對加密資產，尤其穩定幣的監管意向，並於2023年1月發布討論文件的總結，概覽所收到的意見，並建議將若干有關穩定幣的活動納入監管範圍。財經事務及庫務局(財庫局)與金管局於2023年12月就實施穩定幣發行人監管制度的

立法建議聯合發表諮詢文件。諮詢總結已於2024年7月發布，回應有關建議監管制度的涵蓋範圍及發牌準則的意見。

根據建議制度，發行人若要在香港發行參考單一或多種法定貨幣的穩定幣(「法幣穩定幣」)，則必須向金管局申請相關牌照。持牌人將需要在港有實體公司和配置管理層，並確保其負責日常業務管理的人員具備所需知識與經驗。持牌人應設有有效的穩定機制，例如維持由優質並具高流動性的資產所組成的儲備資產並作妥善托管安排，以確保使用者能按照他們的意願隨時按面值將穩定幣換成法定貨幣。此外，持牌人亦須制定穩健的管治、風險管理及打擊洗錢及恐怖分子資金籌集的措施。金管局亦計劃對發售穩定幣施加限制，以保障使用者，尤其只有由持牌發行人所發行的法幣穩定幣才可以售予零售投資者。

圖表 2  
對穩定發行人的建議監管要求



## 穩定幣發行人「沙盒」

市場瞬息萬變，監管機構有需要時刻掌握最新發展，並設立一個在維繫金融體系穩定和推動創新之間保持適當平衡的監管制度。因此，金管局已推出穩定幣發行人「沙盒」，以了解計劃在香港發行法幣穩定幣的機構的業務模式，並向其傳達監管預期及提供指引。金管局亦可透過「沙盒」收集參與機構對擬議監管要求的意見，使監管制度的設計能切合監管目標及與風險相稱。對「沙盒」參與機構而言，他們可測試預期業務模式的可行性，並可以直接與金管局溝通及了解如何遵守未來的監管要求。

考慮到穩定幣的特性和擬議監管要求，金管局有關加入「沙盒」的門檻有相當的要求，並訂立「入盒」的特定要求。申請者須證明他們(i)有真實意願和合理計劃在香港發行法幣穩定幣；(ii)就參與「沙盒」已有具體計劃；及(iii)能夠符合擬議監管要求的合理預期。在評估申請的過程中，金管局會與申請者保持溝通，並考慮一系列因素，例如申請者提出的應用場景、價格穩定機制、儲備資產管理、對使用者的保障等。

個別機構包括現有的穩定幣發行人是否申請進入「沙盒」取決於眾多因素，例如法例實施後該發行人的業務計劃、是否有需要在現階段和有限範圍內測試穩定幣發行流程等。需要強調的是，進入「沙盒」並非將來申請穩定幣發行人牌照的先決條件，即使已進入「沙盒」的參與機構，如日後有意獲取牌照，仍須在監管制度落實後另行提交正式申請。

## 穩定幣在「沙盒」內的應用場景

香港現時已有多種廣為應用及行之有效的交易媒介，例如傳統銀行存款及儲值支付工具。金管局與銀行界亦一直積極探討央行數碼貨幣及代幣化存款的潛在應用場景，而最終都是由使用者自行決定哪些選項最能切合他們的需要。穩定幣的共融性將會提供獨特的契機，有助開發創新的應用場景，以解決真實世界中的一些痛點。穩定幣「沙盒」則提供一個可控的環境，讓已有具體計劃的申請者調整擬定的應用場景，以期成為成功的案例。

首批共3個參與機構已於2024年7月獲准進入「沙盒」，而他們提出的主要應用場景包括支付、供應鏈管理及資本市場用例。現時在這些場景下進行資金調撥可能牽涉不同時區的金融機構、支付服務公司、結算系統等，但有關「中間人」或金融市場基建並非24/7全天候運作，而且費用頗高昂且有效率偏低等痛點。穩定幣不但可以發揮交易媒介的作用，降低成本和減省交易時間，還可以利用其可編程的特性，開拓多種類的創新方案，使金融服務流程自動化和智能化，便利資金流動之餘，可以更精準地管理與交易相關的各種風險。除了以上的應用場景，「沙盒」參與機構亦提出其他用例，包括Web3、遊戲以及虛擬資產交易等。

## 「沙盒」的測試

「沙盒」的所有運作和測試將會在有限範圍和風險可控的情況下進行，例如會限制使用者數目和穩定幣發行星量，於起步階段亦不會涉及使用客戶或公眾的資金。視乎參與機構的方案及測試的進展，金管局可以適當調整「沙盒」的設計場景和應用範圍。如果「沙盒」參與機構因測試範圍的調整而可以有限度使用公眾資金，金管局會另行作出公布。

金管局期望參與機構透過「沙盒」展示可行的穩定幣發行和贖回流程、穩健的錢包和私鑰管理措施，以及已落實有效措施保障穩定幣持有者和打擊洗錢與恐怖分子資金籌集活動。金管局會根據測試過程取得的經驗和反饋，制定各個運作範疇的良好做法，從而提高監管效率和成效。

除了需要符合「沙盒」的要求和香港的法律，如應用場景牽涉跨境元素，參與機構更須確保機構本身和海外合作夥伴在進行測試的過程中嚴格遵守當地適用的法律和法規。假如發現有任何違規情況，金管局會終止相關參與機構的資格。

## 提防騙徒利用「沙盒」名義行騙

另一方面，近年涉及數碼資產的騙案數字有上升的趨勢。部分騙案涉及以訛稱在香港獲得發牌的穩定幣吸引投資、假冒「沙盒」的參與機構或提供相關產品。因此，讓公眾具備相關知識以辨別及避免騙局至關重要。

為方便市民了解，金管局已在網站公布「沙盒」參與機構名單，並適時更新<sup>3</sup>。如有懷疑，市民可以向金管局查詢確認有關「沙盒」參與機構的資料。如出現懷疑虛假或有誤導性質的公告，金管局可能會轉介至執法機關跟進，並會透過各種渠道通知公眾。

## 總結

政府和金融監管機構透過提供穩健而透明的監管環境，鼓勵金融創新。繼虛擬資產交易平台發牌制度落實後，財庫局及金管局正全力推進有關在香港實施穩定幣發行人監管制度的法例草擬工作，爭取在2024年年底前把相關的條例草案提交立法會審議。金管局相信盡早落實監管制度將會建立穩健基礎推動創新，並有助促進香港的穩定幣以至整體數碼資產生態圈的健康、負責任和可持續發展。

---

<sup>3</sup> 見金管局網站的「沙盒」參與者名單(<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/international-financial-centre/stablecoin-issuers/>)。