

迈向新前沿：美国与香港稳定币及加密资产监管之对比分析

随着数字资产持续重塑全球金融格局，在鼓励创新与维护投资者保护及市场完整性之间取得平衡的监管框架正逐步成形。作为两大重要的国际金融中心，美国与香港在加密资产监管路径上提供了具有代表性的比较样本，分别展现出不同的制度取向与监管思路。

过去一年对两个司法辖区而言均具有里程碑意义。在美国，2025年7月《指导并建立美国稳定币国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act，简称《GENIUS 法案》）的颁布，标志着对支付型稳定币实施联邦层面监管的重大转向。同时，包括《数字资产市场清晰法案》（Digital Asset Market Clarity Act，简称《CLARITY 法案》）在内的多项立法提案，旨在明确数字资产的分类标准，并厘清美国证券交易委员会（SEC）与商品期货交易委员会（CFTC）之间的监管职责分工。另一方面，香港则通过实施法币参照稳定币发行人监管制度，以及针对虚拟资产交易、托管、咨询及管理服务的新发牌框架，持续推进其“相同活动、相同风险、相同监管”的监管理念。

对比分析显示，两地在监管理念与制度架构方面存在根本性差异。美国长期以来采取相对分散的监管模式，通过监管机构指引、执法行动及司法解释，将既有证券与商品监管框架套用于新兴数字资产类别。这种分散格局根植于美国的联邦—州双层体制及普通法传统，其所固有的监管裁量空间与解释弹性，既能适应创新发展，亦可满足不断演变的监管要求。《GENIUS 法案》在稳定币领域迈出了协调统一的重要一步，但在更广泛的加密资产领域，在国会进一步立法明确之前，整体监管格局仍处于动态调整之中，某种程度的监管裁量与解释不确定性仍将是美国模式的结构特征。

相较之下，香港则采取了统一且专门构建的监管架构。通过在现有证券监管体系以及打击洗钱与恐怖分子资金筹集（AML/CFT）框架之上叠加针对特定活动的发牌制度，香港构建了一个相对清晰且连贯的监管边界，既涵盖传统资产代币化业务，也覆盖原生虚拟资产商业模式。证券及期货事务监察委员会（SFC）提出的“A-S-P-I-Re”路线图，为市场参与者勾勒出虚拟资产市场逐步融入传统金融基础设施的明确发展路径。

下文图表对两地制度进行了系统性比较，涵盖加密资产分类、发牌制度、稳定币监管、执法机制及新兴监管举措等方面。对于需要在数字金融不断演进的监管环境中驾驭复杂局势的市场参与者、法律从业者及政策制定者而言，深入理解上述发展趋势具有重要意义。

司法辖区	美国	香港
<p>监管路径</p>	<p>美国对加密资产的监管格局主要建立在传统监管框架之上，包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 由 SEC 负责证券监管、CFTC 负责商品期货监管，二者均依托既有判例法体系及针对加密资产发布的专项指引开展监管； 2. 各州层面的货币传输监管制度。 <p>美国在维持既有监管体系运行的同时，正逐步过渡至为加密资产量身打造的新型监管框架。</p> <p>2025 年 7 月 8 日颁布的《GENIUS 法案》确立了支付型稳定币的联邦监管框架，在一定程度上补充或取代各州对稳定币发行的监管，但并未排除所有州层面对加密资产业务的监管权限。</p> <p>就旨在建立加密资产整体监管框架的数字资产市场立法而言，目前已发布若干版本的法案与讨论稿，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 众议院金融服务委员会提出的《CLARITY 法案》，并于 2025 年 7 月 17 日在众议院获得通过； • 参议院农业、营养与林业委员会于 2025 年 11 月 10 日发布、并经 2026 年 1 月 21 日更新的讨论稿（简称“参议院农业版草案”），其内容建立在《CLARITY 法案》基础之上； 	<p>香港正依据“相同活动、相同风险、相同监管”的原则，实施全面且以风险为本的监管框架——在既有证券监管体系及 AML/CFT 制度基础上，叠加针对具体业务活动的发牌制度及行为规范标准，以同时容纳传统资产代币化模式及原生虚拟资产（VA）商业模式，并在此过程中保障投资者权益与市场完整性。</p> <p>除根据《证券及期货条例》（SFO）及《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（AMLO）实施的双重虚拟资产交易平台（VATP）发牌制度外，法币参照稳定币（FRS）发行人监管制度亦已于 2025 年 8 月生效。2026 年，香港正推进针对 VA 交易及托管服务提供者的新 AMLO 发牌制度，并就 VA 咨询及管理服务制度征询意见，其监管要求将参照 SFO 第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动的发牌范式，涵盖资本要求、适当人选标准、公司治理、行为规范、AML/CFT 及客户资产保障等方面。</p> <p>SFC 提出的“A-S-P-I-Re”路线图，为 VA 市场逐步融入传统金融基础设施提供清晰指引，包括分阶段对接全球流动性、允许集团内部共享订单簿，以及在完成产品尽职调查和信息披露的前提下逐步向散户投资者开放市场。整体政策秉持技术中立与“重实质、轻形式”原则，以防止监管套利。</p>

	<ul style="list-style-type: none"> 参议院银行、住房与城市事务委员会于 2025 年 7 月 22 日发布、并分别于 2025 年 9 月 5 日及 2026 年 1 月 12 日更新的讨论稿（简称“参议院银行版草案”）。 <p>在形成统一法案之前，各版本之间仍需就实质性条款进行协调与进一步讨论，包括 SEC 与 CFTC 的监管职责划分以及去中心化金融（DeFi）相关条款。</p>	
<p>主要监管机构</p>	<p>美国证券交易委员会（SEC）：目前监管构成证券或证券类互换的加密资产，以及证券交易所、经纪自营商及投资顾问等主体。</p> <p>美国商品期货交易委员会（CFTC）：目前监管构成商品期货或互换的加密资产（对现货市场仅享有一般性反欺诈及反操纵权限），以及指定合约市场、期货佣金商、互换交易商、商品池运营商及商品交易顾问等。</p> <p>根据《CLARITY 法案》及参议院农业版草案，CFTC 将负责监管“数字商品”，包括其现货及衍生品市场，以及“数字商品交易所”、“数字商品经纪商”、“数字商品交易商”等新设类别。</p> <p>稳定币认证审查委员会（SCRC）：负责监督符合《GENIUS 法案》的支付型稳定币发行。</p> <p>美国货币监理署（OCC）：监管经批准的联邦层面非银行支付型稳定币发行人。</p>	<p>证券及期货事务监察委员会（SFC）：作为 VA 中介机构、VATP 以及拟议 AMLO 牌照（涵盖交易、托管、咨询及管理）的主要行为及审慎监管机构，负责发牌审批与持续监管（包括财务资源、公司治理、内部控制、客户资产保障、信息披露、适当性及产品尽职调查），执行主动营销限制并协调跨境执法。</p> <p>香港金融管理局（HKMA）：作为认可机构的审慎监管者，并为 2025 年 FRS 发行人制度下的监管机构，负责监管储备资产构成、赎回机制、资产隔离、运营韧性及钱包/支付接口等事项，同时运营代币化相关计划（如 Ensemble 项目沙盒）及金融科技监管沙盒。</p> <p>其他机构：</p> <ul style="list-style-type: none"> 公司注册处：在适用情况下负责信托或公司服务提供者（TCSP）发牌； 香港海关及律政司：负责 AML/CFT 执法。

	<p>州银行监管部门：监管从事与支付相关加密资产业务的非银行公司。</p> <p>金融犯罪执法网络（FinCEN）：制定并监督针对货币服务企业（及其他金融机构类型）的反洗钱合规要求。</p>	<p>各监管机构通过联合通函及咨询意见总结协调监管口径，统一中介机构分销 VA 相关产品的行为预期。</p>
<p>加密资产分类</p>	<p>在现行 SEC 及 CFTC 监管框架下：</p> <p>证券：包括“投资合同”（依据 Howey 测试认定）及股票、债券、可转让股份等工具。SEC 认为比特币（BTC）及以太坊（ETH）不属于证券，但法院曾依据 Howey 测试认定某些代币销售构成证券交易。</p> <p>商品：广义定义涵盖可进行期货合约交易的所有服务、权利及利益。CFTC 认为 BTC 及 ETH 属于商品。</p> <p>支付型稳定币：根据《GENIUS 法案》，指已被或设计用于支付或结算的数字资产，其发行人负有按固定货币金额进行转换、赎回或回购的义务（不包括以固定货币金额计价的数字资产），并维持其价值相对于固定货币金额的稳定性，或建立维持该稳定性的合理预期。</p> <p>根据《GENIUS 法案》，支付型稳定币不包括国家货币、存款（包括以分布式分类账技术记录的存款）或证券。</p> <p>依照《GENIUS 法案》发行的支付型稳定币既非证券亦非商品。</p>	<p>证券型代币：如具有投资合同、股权或债权等传统证券特征，则按证券监管。</p> <p>功能型代币：一般不视为证券，除非具有投资属性。</p> <p>交易型代币：作为交换媒介处理；如特征改变则可能构成证券（如 BTC）。</p> <p>稳定币：根据结构及用途监管；FRS 须遵守新发牌制度。</p> <p>非同质化代币（NFT）：原则上不构成证券，除非被设计为集体投资计划或具投资特征。</p>

	<p>现行美国各州货币传输及虚拟货币许可法律中，“虚拟货币”定义不一，但通常指非政府发行、具有货币功能的数字交换单位或数字储值工具。</p> <p>参议院农业版草案下：</p> <p>数字商品：指可由个人独占持有及点对点转让（无需依赖中介机构）、记录于区块链上的可替代数字资产，包括“网络代币”（定义见 SEC 规则）及“迷因币”，但不包括证券、证券衍生品、支付型稳定币、银行存款、传统商品及其衍生品、集合投资工具、商品及其他非商品类数字资产。</p> <p>参议院银行版草案下：</p> <p>附属资产：指一种“网络代币”（详见下文），其价值依赖于附属资产发起人或相关人士的创业或管理努力。</p> <p>附属资产发起人：通常指首次发行、销售或分销（无论直接还是通过一家或多家子公司或受控实体）特定附属资产的主体，或在此后 12 个月内控制或促成其发行、销售或分销的主体。</p> <p>网络代币：一种与分布式分类账系统内在关联的数字商品，其价值来源于或合理预期来源于该系统的使用，并在联邦证券法下被视为不属于证券。</p>	
<p>登记/发牌制度</p>	<p>SEC 登记制度：目前包括证券发行及证券类别、投资顾问、全国性证券交易所、经纪自营商等登记类别。</p>	<p>虚拟资产交易平台 (VATP)：监管机构预期须同时根据 SFO 及 AMLO 取得牌照。</p>

参议院银行版草案提出，SEC 将制定《加密资产条例》（Regulation Crypto），对附属资产的发行与销售提供登记豁免安排：在最长四年内，每年募集总额不超过 5,000 万美元或发行在外的附属资产美元总价值的 10%（以较高者为准）。附属资产发起人依赖该豁免累计募集总额不得超过 2 亿美元。

CFTC 登记制度：目前包括指定合约市场、期货佣金商、介绍经纪商、互换交易商、商品池运营商、商品交易顾问等登记类别。

根据《CLARITY 法案》及参议院农业版草案，CFTC 将新增“数字商品交易所”、“数字商品经纪商”、“数字商品交易商”等登记类别。

《GENIUS 法案》建立了支付型稳定币发行的联邦框架，同时为符合条件的州监管实体保留路径。仅“获许可的支付型稳定币发行人”方可在美国发行支付型稳定币。受保银行的子公司可在获得主要联邦监管机构批准后发行稳定币。非银行机构经 OCC 批准亦可成为发行人；未偿发行规模低于 100 亿美元的实体，如符合规定条件，可成为州合格发行人。

根据各州货币传输法及特定虚拟货币法律（如纽约州 BitLicense 制度），在相关州内接收、持有、传输或兑换虚拟货币的主体，通常需就受规管活动取得货币传输许可证。

虚拟资产基金管理人：须持有 SFO 第 9 类（提供资产管理）牌照；如 VA 敞口超过 10%，需满足额外监管要求。

中介机构：从事 VA 相关活动，须取得第 1 类（证券交易）及/或第 4 类（就证券提供意见）牌照。

稳定币发行人：自 2025 年 8 月起须取得 HKMA 稳定币牌照。

虚拟资产托管人：须取得 TCSP 牌照。

<p>稳定币监管</p>	<p>在各州层面，发行、购买、销售、兑换、托管或传输稳定币，通常受客户所在州的货币传输及虚拟货币许可制度监管。</p> <p>根据《GENIUS 法案》，稳定币发行仅限于获许可的支付型稳定币发行人；单纯持有州货币传输许可证并不够，除非该州获得《GENIUS 法案》下的认证资格。尽管《GENIUS 法案》未明确授权其他稳定币相关活动（例如第三方支付），但对于受保存款机构的子公司或 OCC 监管的全国性信托公司，州层面的货币传输监管很可能被适用联邦法律所取代。</p>	<p>HKMA 已实施 FRS 发行人发牌制度，确立面向香港公众发行及赎回的审慎与行为监管要求。</p> <p>发行人须在香港注册成立或为认可机构；持有符合资格、独立隔离、具破产隔离功能的储备资产，并明确其估值、审计/鉴证安排及按面值赎回标准；实施健全的公司治理、风险管理、运营韧性、信息披露、AML/CFT 以及恢复与有序退出安排。</p> <p>仅有获 HKMA 牌照的发行人方可向散户发行 FRS；钱包及支付接口须接受监管以确保资产保障与隔离。中介机构分销 FRS 须遵守 SFC/HKMA 的行为监管要求。监管沙盒机制支持稳定币发行及应用场景的试点测试。</p>
<p>执法</p>	<p>SEC、CFTC、美国司法部（DOJ）、FinCEN、纽约州金融服务部（NYDFS）及外国资产控制办公室（OFAC）均积极开展执法。重大案件涉及交易所、去中心化金融协议及代币发行人。未注册经营、欺诈、反洗钱违规及制裁违规行为均将收到处罚。</p> <p>各州银行监管部门亦积极打击无照经营活动。</p>	<p>SFC 积极打击无牌 VATP、误导性宣传及欺诈行为，处罚包括罚款、监禁及公开警告。</p> <p>监管工具包括公开警示、限制通知、牌照附加条件及刑事转介。民事救济途径持续开放；香港法院承认加密资产为财产，可签发所有权/追踪禁令，并受理涉及数字资产的清盘及接管申请。</p> <p>重要执法案例包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● JPEX 事件：2023 年 9 月，SFC 警示 JPEX 无任何实体在香港持牌或申请 VATP 牌照，并以涉嫌欺诈将案件转交警方。

		<ul style="list-style-type: none"> • 币安 (Binance) 事件: 2021 年 7 月, SFC 警示币安提供未经授权的股票代币交易服务, 且无任何币安实体在香港持牌。
数字资产作为抵押品	<p>《统一商法典》(UCC) 2022 年修正案明确加密资产在担保交易中可作为抵押品使用, 引入“可控电子记录”(包括特定数字资产) 概念, 并规定权属完善与优先顺位规则。</p> <p>截至 2026 年 2 月, 美国已有 33 个州采纳该修正案。</p> <p>2025 年 12 月 8 日, CFTC 宣布启动数字资产试点项目, 允许期货佣金商 (FCM) 在其衍生品头寸中使用包括 BTC、ETH 及支付型稳定币在内的特定代币化资产作为保证金抵押品。</p>	<p>根据香港法律, 数字资产被承认为财产, 可成为专有财产禁令标的并可设立信托。其可作为抵押品使用, 但须遵守合同法、财产法、破产法及监管要求。贷款人通常通过对 VA 设立衡平押记或转让安排取得担保, 并辅以控制机制 (如独立钱包或受监管托管人)。担保权的完善主要通过通知与控制实现, 而非依赖登记制度。</p>
沙盒及创新机制	<p>SEC 加密项目 (Project Crypto): 旨在落实总统数字资产市场工作组报告建议</p> <p>CFTC 加密冲刺计划 (Crypto Sprint): 与 SEC 加密项目并行推进</p> <p>CFTC 挂牌现货加密交易倡议: 允许在 CFTC 注册的指定合约市场交易现货加密资产合约, 包括杠杆现货合约</p> <p>数字资产试点项目: 允许 FCM 使用特定代币化资产 (含 BTC、ETH 及支付型稳定币) 作为保证金抵押品</p> <p>全天候交易机制: 在 CFTC 监管的指定合约市场实现 24/7 全天候交易</p>	<p>SFC 沙盒: 供 VASP 及金融科技公司在监管监督下测试新产品</p> <p>HKMA 金融科技监管沙盒: 供银行及科技公司试点金融科技/区块链解决方案</p> <p>稳定币发行人沙盒: 用于稳定币发行的运营测试</p> <p>Ensemble 项目沙盒: 用于资产管理领域的代币化市场试点</p> <p>保险业监管局 (IA) 保险科技沙盒: 用于保险相关区块链试点</p>

	<p>永续期货合约：允许在 CFTC 注册的指定合约市场交易永续期货合约</p>	
<p>近期及未来监管发展</p>	<p>随着《GENIUS 法案》颁布生效，美国的监管重点转向市场结构立法——尤其是协调整合各版本法案与讨论稿，建立专门的加密资产监管框架，明确 SEC 与 CFTC 职责分工，并优化数字资产发行的登记路径。</p> <p>未来可能的发展包括：在《GENIUS 法案》框架下明确区分证券型稳定币与支付型稳定币；对代币发行及空投提供进一步指引；建立更契合区块链原生特征的托管与信息披露框架，而非完全套用传统证券基础设施。</p>	<p>财经事务及库务局（FSTB）与 SFC 已发布咨询意见总结，拟根据 AMLO 对 VA 交易及托管服务提供者设立新的发牌制度，并设定强制生效日期且不设过渡推定安排。</p> <p>另一项咨询意见建议对 VA 咨询（参照 SFO 第 4 类）及 VA 管理（参照 SFO 第 9 类）服务提供者设立单独的 AMLO 监管制度。上述措施将共同形成覆盖交易、托管、咨询及管理的统一的风险对齐框架，监管要求以 SFO 第 1/4/9 类标准为基准。</p> <p>客户 VA 托管预计须由 SFC 监管的托管人提供（对新代币允许有限度自托管）。SFC 正加强主动营销规范，并推进“A-S-P-I-Re”计划，包括持牌平台之间共享订单簿，以及在投资者保护控制下分阶段对接境外流动性。</p>

结语

随着美国和香港持续完善数字资产监管框架，有一点始终保持不变：监管环境正以惊人的速度演进。无论是美国通过国会就市场结构立法进行政策协商，还是香港快速扩展针对特定业务的发牌制度并推动虚拟资产与主流金融基础设施的整合，两地都在实时迭代监管政策。市场参与者必须保持高度灵敏，密切关注监管动态，并随时准备根据预期的监管变化调整策略。在这个创新加速、监管迭代同样迅速的时代，适应能力不仅是竞争优势，更是自信参与全球数字资产生态系统的必备条件。