

加密货币的中场战事：美国三大加密货币法案概览

作者：李珣 | 郑博 | 洪松¹

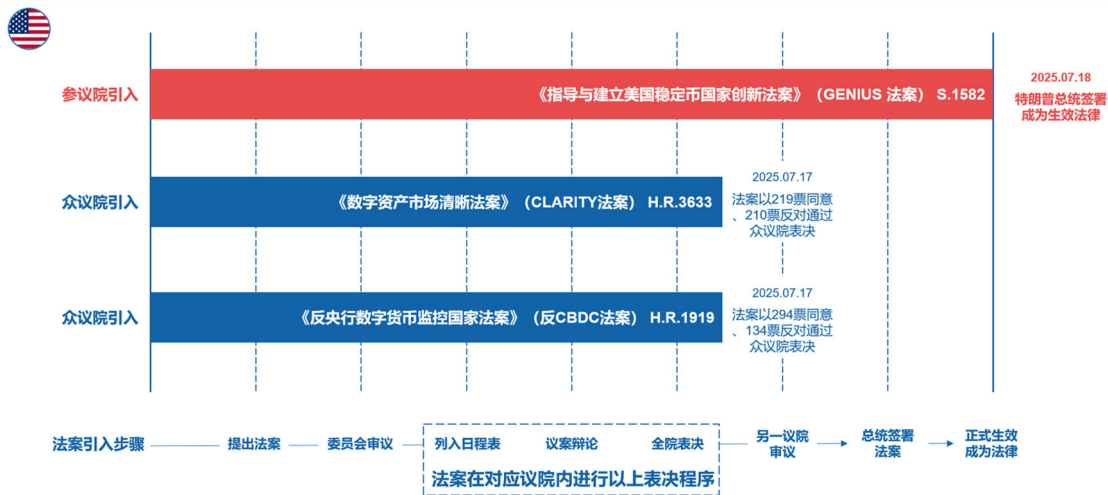
在刚刚过去的一周，美国国会众议院发起了名为“加密货币周”的立法活动，意在同一周内连续推动《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（“GENIUS 法案”）、《数字资产市场清晰法案》（“CLARITY 法案”）和《反央行数字货币监控国家法案》（“反 CBDC 法案”）三部足以奠定美国加密货币监管框架的重大法案的众议院表决。

最终，三部加密货币法案在上周内先后通过美国众议院表决，其中，已在6月通过参议院表决的 GENIUS 法案已经由美国总统特朗普在次日下午完成签署，成为正式生效的联邦法律；CLARITY 法案和反 CBDC 法案则结束众议院审议流程，转递至参议院进行下一步的立法流程（关于三部法案的立法进展，详见下图）。

加密货币的中场战事：美国三大加密货币法案概览

美国加密货币监管：特朗普政府全面支持加密货币行业，推动加密货币相关立法

HANKUN
汉坤律师事务所
Han Kun Law Offices



对于经历了不计其数的监管变动的加密货币行业而言，仅仅着眼于对特定法规文本的分析，远不足以理解文本背后的监管逻辑。因此在本文中，我们除评析三部法案的要点外，也将回顾美国过去在加密货币领域的监管困局，以理解三部法案背后，美国加密货币行业与金融监管机构之间的长期博弈，为理解这一场远未结束的中场战事提供一些线索和思路。

¹ 实习生阮雯昕对本文写作亦有贡献。

一、GENIUS 法案：确立美国稳定币监管框架

在特朗普政府上台之前，虽然稳定币已受到广泛关注，且有多位美国国会议员曾提出与稳定币相关的法案（例如 *Clarity for Payment Stablecoins Act of 2023*、*Stablecoin Transparency Act*、*Stablecoin TRUST Act of 2022*、*Stablecoin Classification and Regulation Act of 2020* 等），但由于美国前任拜登政府对加密货币行业持鹰派立场，因此相关法案始终处于最早期的引入（Introduced）阶段，并未进入后续的国会审议流程。

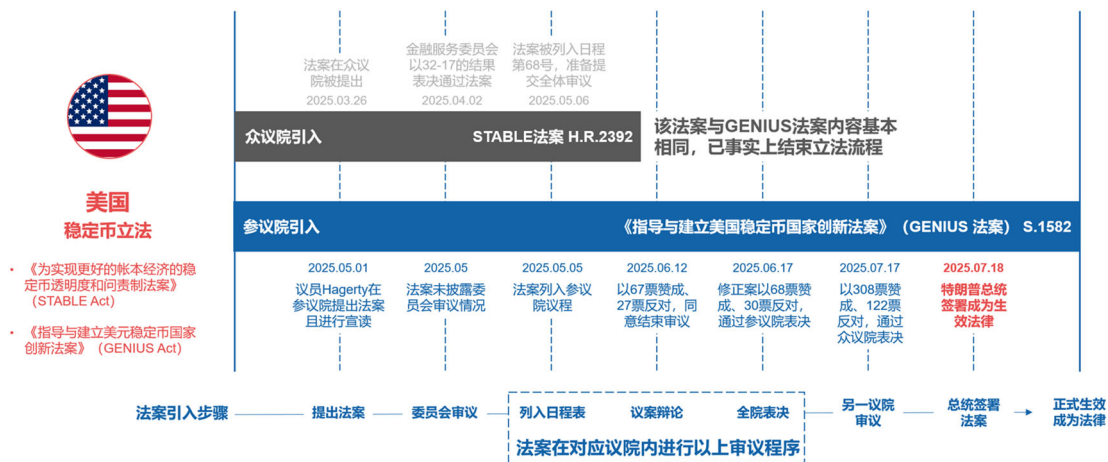
由于在竞选过程中得到加密货币行业的鼎力支持，特朗普在正式就任总统后将“推动加密货币行业纳入监管”视为总统任期内的重点工作，不仅专门设立总统数字资产市场工作组、设立美国首个战略比特币储备、任命亲近加密货币的保罗·阿特金斯（Paul S. Atkins）担任美国证券交易委员会（SEC）主席，还提出规范美国境内加密货币的发行和运营的联邦监管框架。

在监管立场转向的背景下，有关加密货币监管议题的法案也进入了快车道，其中即包括旨在建立稳定币监管框架的 STABLE 法案和 GENIUS 法案。GENIUS 法案由于其更好地平衡了金融创新与监管需求，最终成为生效法律；STABLE 法案则由于与 GENIUS 法案在内容上基本相同，在后者生效后已事实上结束立法流程（关于两部法案的立法进展，详见下图）。

加密货币的中场战事：美国三大加密货币法案概览

美国稳定币法案：GENIUS法案正式生效

HANKUN
汉坤律师事务所
Han Kun Law Offices



在稳定币的监管思路，GENIUS 法案与中国香港即将于今年 8 月 1 日生效的《稳定币条例》基本一致，旨在确立美国稳定币的监管框架，从而为基于美元储备资产发行、币值与美元挂钩的稳定币提供更多的监管确定性，包括：

- 只有获得许可的发行人才能发行供美国公民使用的支付稳定币，但须遵守某些例外情况和安全港规定
- 获得许可的发行人必须受到相应的联邦或州监管机构的监管。获得许可的发行人如果总发行量未超过 100 亿美元，可以选择由州对其进行监管
- 获准发行的机构必须按照规定，按一比一的比例持有支持稳定币的储备。储备资产具体包括：（1）实体美元现钞（含美联储票据）；（2）已投保银行存款；（3）93 天内到期的美国国债；（4）以美国国债作抵押的隔夜期限的回购协议或逆回购协议；（5）投资于前述资产的证券或货币基金；（6）联

邦政府发行的经主要联邦稳定币监管机构批准的具有类似于前述资产流动性的其他资产；以及（7）属于前述规定的代币化形式的现金、存款、国债、证券、货币基金和经批准的流动性资产

- 获准发行的机构必须公开披露其赎回政策，并每月公布其储备金详情
- 获准发行的支付型稳定币不属于证券法规定的证券。然而，获准发行的稳定币须遵守《银行保密法》，以遵守反洗钱及相关规定
- 关于 GENIUS 法案的更多介绍，参见我们此前撰写的《[汉坤·观点 | 美国稳定币法案最新进展及后续影响](#)》

尽管上述监管思路主要是对目前稳定币发行人普遍遵循的发行惯例的采纳，但由于以美元计价的稳定币在市场上具有绝对统治地位，以其他法定货币计价的稳定币至今仍未被市场主体广泛采纳和使用，因此旨在规制美元稳定币的 GENIUS 法案本身的影响力不容小觑。其不仅直接决定了全球稳定币市场的监管取向，也为美元霸权未来在全球的进一步扩张奠定了基础。

对于市场主体而言，GENIUS 法案的直接影响表现在：（1）以 Circle 为代表的在岸稳定币发行人将迎来发行规模的进一步扩容；（2）以 Tether 为代表的离岸美元稳定币发行人将不得不考虑是否“上岸”，以遵守 GENIUS 法案制定的合规要求；（3）作为美元稳定币储备资产首选的美国国债等美元资产将迎来更大的市场需求，从而为美联储降息提供政策支持，并为美国金融市场提供发展动能。

二、CLARTIY 法案：确立美国加密货币监管分工

相较于 GENIUS 法案旨在巩固美元稳定币优势地位的立法目标，CLARITY 法案则表现出更大的野心，希望通过明确加密货币的监管分工，以一劳永逸地解决美国证券交易委员会（SEC）与美国商品期货交易委员会（CFTC）对于加密货币监管权的争夺。

此前，美国对于“加密货币是否通过豪威测试（Howey Test）并作为证券加以监管”长期存在争议。一方面，由于比特币明显具有去中心化的特征，不存在明确的发行人，因此无法通过豪威测试，只能作为“商品”，由 CFTC 进行监管；另一方面，诸多发行主体采用与比特币相仿的链上架构，以 ICO（Initial Coin Offering，首次代币发行）的方式在区块链上发行加密货币进行募资，与传统 IPO 的募资方式存在高度相似性，导致 SEC 寻求将其认定为“证券”，由其进行监管。

由于加密货币的发行方式各不相同，在 SEC 与 CFTC 未能达成一致意见的情况下，SEC 选择自行将部分加密货币认定为证券，从而针对提供该等加密货币的发行人和为其提供交易服务的交易所发起执法行动，要求其履行前置注册要求，在业内引起广泛争议。

为解决这一问题，CLARITY 法案提出“数字商品（Digital Commodity）”概念，将“与区块链系统有内在联系，且其价值源于或可合理预期源于使用区块链系统的数字资产”这一绝大多数加密货币均具备的特征作为数字商品的定义，即在法律上将加密货币界定为数字商品，首先排除了作为证券的定性判断。

在此基础上，CLARITY 法案明确提出，由 CFTC 对数字商品交易进行全面监管，在成熟区块链上的数字商品在年销售额低于一定金额且满足其他要求的情况下，可免于 SEC 的注册要求。这一定量要求相较于豪威测试的定性要求更为友好，且将加密货币及其首次发行活动进行脱钩，避免加密货币在后续交易流通过程中持续面临证券定性风险，有助于加密货币的发行人判断和确认是否需履行证券发行义务。

除此以外，CLARITY 法案还针对加密货币交易相关生态做出规定，包括要求中心化的加密货币交易所（CeFi）向 CFTC 注册，豁免参与去中心化的 DeFi 平台在 CLARITY 法案下的合规义务等。尽管相关要求

仍然存在一定的监管强度，但这一清晰、确定的合规路径已成为加密货币行业近年来为数不多的监管利好。

然而，尽管 CLARITY 法案已通过众议院表决，但考虑到法案内容的突破性意义，以及在众议院表决中微弱的票数优势（219 票同意、210 票反对，为三大加密货币法案在众议院表决时的最低同意票数），其能否继续通过对待加密货币态度更加保守的参议院，有待后续观察，但这一法案已展现出特朗普政府对于加密货币的友好监管立场，将为更多加密货币行业的创业者提供政策支持。

三、反 CBDC 法案：全面封锁央行数字货币

与 GENIUS 法案推动稳定币合规发展、CLARITY 法案明确加密货币监管分工的立法思路一脉相承，反 CBDC 法案从限制路径出发，意在防范中央银行主导的数字货币（即 Central Bank Digital Currency, CBDC）对现有金融体系和私营稳定币生态造成结构性冲击。相较于 GENIUS 法案和 CLARITY 法案，反 CBDC 法案自引入众议院以来即获得两党的一致认同，其众议院表决结果为 294 票同意、134 票反对，仅微弱低于经参议院辩论修正后的 GENIUS 法案，反映了两党在这一议题上较强的共识基础。

CBDC，即央行数字货币，指的是由国家中央银行发行的数字形式的法定货币，主要包括零售型（rCBDC）、批发型（wCBDC）两种形态。尽管 CBDC 与稳定币在技术上都使用区块链以提升支付效率、降低清结算成本，并支持与法定货币的一比一偿付，但二者在发行主体、清结算机制上存在根本差异：CBDC 的发行主体为各国央行，由各国央行对支付和清算进行实时对账，其最终清结算主体为各国央行，因此选用的区块链通常为央行具有绝对控制权的私链或联盟链；而稳定币的发行主体则为私人机构（如 Tether、Circle），以发行机构作为链上链下支付活动的主对账方，清算过程由区块链系统自动完成，选用的区块链通常为不存在单一控制主体的公链。

正因如此，反 CBDC 法案的核心内容在于禁止美联储在缺乏国会明确授权的情况下直接或间接发行中央银行数字货币（即数字美元）或类似的数字资产，以及使用中央银行数字货币来执行货币政策，也不得测试、研究、创建或实施中央银行数字货币。该立法的基本立场为维护金融自由与个人隐私，防止联邦政府过度监管，同时支持货币市场自由发展，防范中央银行数字货币挤占私营稳定币发展空间。

这一规定不仅延续了美国长期以来崇尚自由市场竞争、反对联邦政府过度干涉公民自由的政治传统，而且回应了民主党议员在 GENIUS 法案审议过程中多次提出在 GENIUS 法案中加入反 CBDC 相关条款的诉求。因此，反 CBDC 法案通过参议院审议并最终生效的概率较高，其后续进展值得期待。

四、结语

从支持稳定币发展的 GENIUS 法案，到厘清加密货币监管分工的 CLARITY 法案，再到禁止央行发行数字货币的反 CBDC 法案，三部法案分别从组织法与行为法、正向立法与反向限制等多个维度出发，勾勒出美国加密资产监管“市场主导、政府支持”的总体思路与制度方向，标志着美国对加密货币治理正由“监管模糊”阶段迈向“框架建构”阶段。其中，

- **GENIUS 法案**作为一项典型的行为法，确立了支付型稳定币在发行、监管和储备托管方面的基本规则，不仅为美元稳定币合法化奠定了制度基础，也为市场主体的稳定币发行活动提供了明确的规范路径，进一步巩固了美元在全球加密生态体系中的锚定地位。
- **CLARITY 法案**则体现了组织法的功能，回应了市场长期以来对于监管主体模糊不清的质疑。通过将加密资产界定为“数字商品”，该法案在明确将对这类资产的监管职责划归 CFTC，仅保留了 SEC 在特定情形下的监管权限，以明确 SEC 与 CFTC 之间的监管分工，为加密资产市场提供清晰、可预期的合规路径。

- 相比之下，**反 CBDC 法案**采取了负面立法路径，从维护金融隐私与自由、保护自由市场竞争的美国政治传统出发，明确禁止美联储在未获国会授权的情况下发行 CBDC，意在防止央行数字货币对商业银行体系和私营稳定币市场形成制度性“挤出效应”，从而捍卫市场驱动型的数字货币发展模式。

三部法案的立法组合表明，特朗普政府倾向于将监管重心置于激励私营加密货币创新、维护自由竞争与监管弹性的方向，避免加密货币行业长期游离在监管射程以外。这一监管取向既是对美国长期金融制度传统的延续，也将在未来国际货币金融体系的重塑过程中，为以美元计价的稳定币体系和美国主导的加密货币生态提供更为有利的制度环境。

目前，CLARITY 法案与反 CBDC 法案距离成为正式立法尚有一定距离，其实质内容在立法过程中仍可能经历修订与调整。围绕加密货币立法体制的“中场战事”尚未结束，未来美国加密资产监管的最终制度形态仍有待进一步明朗。有鉴于此，包括发币机构、交易所，以及从事钱包、支付、托管等服务在内的加密货币市场主体应当高度重视相关立法进程所释放的政策信号，评估现有展业形态的风险敞口与合规路径，提前做好多种情形下的技术与合规准备。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李珣

电话： +86 21 6080 0232

Email: xun.li@hankunlaw.com