CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第107期）

稳定币：货币金融体系演进的新支点

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2025年7月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第107期）

稳定币—货币金融体系演进的新支点

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第107期）

稳定币—货币金融体系演进的新支点

报告人：王晋斌

2025年7月13日

报告提纲

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

二、稳定币成功商业模式的基本要素

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

何为稳定币？一个立法框架下的解释

美国《Genius》法案（S.1582号法案）定义了“支付型稳定币”，“支付型稳定币”是一种用于支付或结算的数字资产，并可按预定固定金额（如1美元）赎回。

香港《稳定币条例草案》定义稳定币：参照一种或多种官方货币，或者参照金融管理专员指明的计算单位或经济价值的储存形式，以维持稳定价值的稳定币，可快速赎回。

稳定币：可视为法定货币和数字货币的结合体，法定货币链下交易支付媒介，稳定币的可编程性适合于链上（区块链）交易支付媒介。稳定币是链上链下交易的桥梁货币，是适应数字资产大发展和去中心化交易变革的产物。

稳定币并不是完整意义上的法币（信用货币）。发行需要监管许可、无息、不享受存款保险、无法绝对承诺1：1兑换、在发行人破产时有优先索取权等性质。稳定币是一种中心化（法定货币）和去中心化交易媒介（能否完全去中心化要取决于区块链上的运用场景）之间转换的数字金融工具，是一种以面值承诺为核心的私人信用工具。

何为稳定币？一个立法框架下的解释

稳定币的稳定机制可分为三类：

（1）储备支持型稳定币（asset-backed stablecoins）
这些稳定币由链下资产（如美元存款、短期政府债券）提供支撑。例如，USDT（Tether）和USDC（Circle）声称持有等额的美元储备。

（2）算法稳定币（algorithmic stablecoins）
通过自动化的供需调节机制维持挂钩，不依赖链下储备。此类模型通常更具实验性，稳定性较弱，在极端情况下会爆发挤兑，代表性失败案例包括 TerraUSD。

（3）混合模式
某些稳定币结合了算法调节与部分资产储备机制，以实现挂钩(美元挂钩的部分抵押型稳定币 —— IRON).

本报告侧重于第一类稳定机制的稳定币，也是现有立法框架确定稳定机制的稳定币，也是目前主导型的稳定币。

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

（一） 2025年立法：稳定币发展的历史性时刻

2025年6月17日，美国参议院通过《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS法案），为稳定币立法。

2025年5月21日，香港特别行政区立法会通过《稳定币条例草案》。

2014年稳定币是由Tether公司推出的泰达币（USDT），本为币值稳定，但其储备资产不够透明。2025年6月5日，2013年成立的稳定币发行商Circle由于“合规”，正式在纽交所上市（USDC），成为稳定币领域的首个IPO，至今股价暴涨数倍。政府立法背书的稳定币获得市场的追捧，2025年是稳定币大热之年。

十来年时间，稳定币完成了从野生到合法的蜕变，市场对技术进步效率的追逐，迫使立法监管者妥协“招安”，成为数字时代货币金融体系的基础设施。

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

（二）争议与质疑

2025年6月23日，欧洲央行行长Christine Lagarde在欧洲议会发表演讲（Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament）抨击稳定币。“稳定币是私人发行的，对货币政策和金融稳定构成明显风险。这些资产并不总是能够保持其固定价值，从而损害了其作为支付手段和价值储存手段的有用性。此外，用于支付和储蓄的存款可能从银行转向稳定币，存款转移可能会对货币政策通过银行的传导产生不利影响”。

2025年6月25日，美联储主席鲍威尔表示，过去几年中，稳定币行业已逐步成熟，更加成为主流。美联储开始着手审查并撤回之前有关稳定币的某些不恰当的监管。

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

（二）争议与质疑

2025年6月24日，BIS在《The next-generation monetary and financial system》（BIS Annual Economic Report，PartⅢ）认为，稳定币并没有通过“单一性”（singleness）、“弹性”（elasticity）和“完整性”（integrity）的“三性”货币测试。

单一性：货币可以由不同的银行发行，并被所有人毫不犹豫地接受。央行提供的共同安全资产（中央银行储备）按面值结算，中央银行有法定义务为公众利益行事。强调央行唯一铸币权。

弹性：指灵活提供资金，以满足经济中大额支付的需求，及时履行义务，避免陷入大堵塞（gridlock）。现代实时全额结算（RTGS）系统是弹性需求的典型例子。在双层银行体系中（two-tier banking system），央行以政策利率弹性地向金融机构提供高质量抵押品的准备金。强调央行最后贷款人角色。

完整性：货币体系打击非法活动的完整性（monetary system against illicit activity）。强调传统金融体系的完整性。

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

（三）稳定币大热背后争议的原因是什么？

1.行业利益之争

稳定币出现在以市场为主导的金融体系中，欧洲央行和BIS均是以银行为主导金融体系利益的代表，稳定币对银行体系最重要的冲击是不需要银行账户，产生的“脱媒”现象，对稳定币的质疑在所难免。行业利益之争的背后是金融系统发展模式之争（市场主导还是银行中介主导）。

2.创新与安全之争

稳定币并不“完美”，存在一些风险性。包括链上链下“平价”关系的维护；信任（中心化背书）与隐私（去中心化）；合规与非法等等。

3.货币主权之争

私人发行稳定币，作为链上数字资产以及部分链下活动的交易支付媒介，冲击了现有货币体系的铸币权和货币政策传递效率。对于弱势货币来说，货币主权冲击可能更为严重。

二、稳定币成功商业模式的基本要素

美联储理事C.J.Waller2025年2月在美联储发表了Reflections on a Maturing Stable，稳定币与任何支付方式一样必须证明：1.明确的用途；2.明确可行的经济商业案例。

（一）需求：谁需要稳定币？

1. **在加密生态系统中获取价格稳定的交易媒介**：加密资产价格波动大，投资者常使用稳定币作为“中间资产”，用于资产之间的转换、暂时避险，或持有资金。稳定币是一种安全的加密资产的货币价值存储。

2. **规避资本管制与支付限制**：稳定币可被用于跨境支付、资金转移，尤其在面临资本管制或本国货币不稳定的经济体中更为常见。稳定币不需要银行账户，吸引了没有银行账户的客户，具有普惠性。

3.**提供了一种获取或持有某种货币（美元）的方法**：出口商等可以收取稳定币，可以兑换为美元。

4. **套利工具**：稳定币为套利者提供便捷工具，可在不同交易所间利用价格差异套利。

5. **“去中心化”金融（DeFi,** Decentralized Finance）**活动中的抵押品与流动性池资产**：稳定币在DeFi协议中常作为抵押资产（链上信用创造）或提供交易流动性，其稳定性对整个协议运行至关重要。

（二）需求标的可靠性:平价关系

稳定币是一种数字资产，旨在保持相对于本国货币的稳定价值，并至少有1：1的安全和流动性资产支撑。美元稳定币与国家法定货币美元挂钩，是一种“合成”美元（synthetic” dollar）（Waller, February 12, 2025)。这个表述与《Genius法案》一致。

链上链下“平价”（Par）关系是稳定币的生命线。

面值稳定性并非自然存在，而是制度安排的结果。之所以能维持稳定币（负债）的面值，是因为它们嵌入了整个金融生态系统，是中心化的。

（三）一个目前成功的案例： Circle的USDC

1.“平价”维持：

Circle构建的“现金+短期美债”储备架构，在收益性与安全性之间实现了精妙平衡。根据2025年最新审计报告，其储备资产中85%配置于贝莱德管理的Circle Reserve Fund（主要投资3个月内到期的美国国债，剩余15%为分散存放于多家商业银行的现金存款。这种结构具有三重优势：首先，短期美债的极高流动性可满足突发赎回需求，2025年6月数据显示其美债组合平均久期仅47天（大幅度降低了利率波动的久期风险）；其次，现金存款采用多银行托管模式，在硅谷银行事件后已扩展至6家以上合作银行；最后，国债投资产生的利息成为核心收入来源，2024年贡献了16.76亿美元收益，占总收入的99.1%。

2.降低挤兑风险：

USDC的发行机制采用机构准入与散户间接参与相结合的模式，形成流动性缓冲体系。Circle仅允许通过严格KYC/AML（Know Your Customer/ Anti-Money Laundering)审核的授权机构（如交易所、做市商）直接参与USDC的铸造与赎回（一级市场），而普通用户需通过Coinbase等合作平台进行间接兑换。2023年硅谷银行危机中展现出风险隔离的价值——当部分银行储备账户出现流动性问题时，Circle通过快速切换至备用银行通道，配合T+1的大额赎回延迟清算机制，有效避免了挤兑风险。

（三）一个成功的案例： Circle的USDC

3.主动合规：

截至目前，Circle已持有美国46个州的货币传输牌照（MTL）、欧盟电子货币机构许可（EMI），并成为香港《稳定币条例》首批合规机构。这种前瞻性布局使其在监管环境变化时占据先机：当美国《GENIUS法案》要求稳定币储备必须包含90%以上高流动性资产时，USDC因早已调整储备结构（2021年即剔除商业票据）无需大规模重组，而竞争对手USDT仍保持19%的商业票据配置。Circle每月发布由四大会计师事务所审计的储备证明，其链上销毁操作完全透明（如2025年5月在以太坊和Solana链上合计销毁1.12亿枚USDC），这种透明度建设显著提升了机构投资者的信任度。Circle发行的USDC基本满足了**透明度和信任**，这是数字货币成功的最关键两要素。

4.协同优势的商业价值生态：

USDC采用“发行-分销-托管”的高效协作。Circle专注于底层协议开发与合规管理；Coinbase承担主要分销渠道（2025年流通量占比达23%）；贝莱德通过专属货币市场基金管理533亿美元的国债储备。这种分工带来显著的协同效应：Coinbase凭借USDC分发权获得2024年9.1亿美元分成收入（占其总营收12.4%），贝莱德强化了传统金融与加密市场的桥梁地位，Circle虽然净利润率高达61.2%，但需将过半储备收益分配给合作伙伴。这种利益分配机制虽降低了Circle的短期盈利能力，但构建了协同优势的运行生态。

（三）一个成功的案例： Circle的USDC

5. 应用场景的差异化渗透

USDC的市场定位明显区别于竞争对手USDT。从链上数据来看，USDC在以太坊、Solana等智能合约平台占据主导地位，其总锁仓量（TVL）在主流DeFi协议中占比超过60%，这得益于Circle持续优化的跨链传输协议（CCTP）和开发者工具。相比之下，USDT更多集中于Tron等侧重支付场景的区块链。在传统金融领域，USDC通过Visa的结算网络和Fidelity的机构托管服务，逐步渗透至跨境贸易结算、证券代币化等场景。2025年推出的“USDC机构账户”更是直接提供美债收益分配功能，模糊了稳定币与货币市场基金的界限。区块链技术可分为公链、私链和联盟链三大类。稳定币以及其他类型的加密货币，都是基于区块链技术的应用。每种链有不同的生态、链上资产特征、手续费、转账速度等差异，每种主流稳定币都有其偏好的公链，而公链可以理解为不同的链上“互联网”，彼此之间存在竞争性。

6、未来挑战与战略转型

Circle正推动两大战略转型：其一是拓展真实世界资产（RWA）赛道，通过与贝莱德合作发行代币化基金USYC，将稳定币应用延伸至传统资管领域；其二是构建跨境支付网络（CPN），试图替代SWIFT系统在中小企业跨境结算中的角色。如何在保持合规优势的同时实现商业模式的多元化，USDC在努力突破当前的市场格局。

（三）一个成功的案例： Circle的USDC

用户一般不直接Circle对接，而是通过服务商或做市商完成客户业务。具体步骤如下：

（1）用户将美元存入服务商的银行账户；

（2）用户提供钱包地址，服务商对接稳定币发行方铸造稳定币，并把等额的USDC转到客户账户；

（3）用户使用稳定币进行链上或交易所内的自由交易和转账；

（4）普通用户需要赎回美元，通常通过服务商或交易所完成赎回流程；

（5） Circle销毁等值稳定币，返还美元至用户提供的银行账户。

整个过程：中心化（链下银行存款账户）到去中心化（链上钱包地址非账户）再到中心化（链下银行账户）。中心化而不是完全“去中心化”是稳定币成功的关键要素之一。稳定币在价格稳定、去中心化与资本效率的不可能三角中，选择了价格稳定和资本效率。

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（一）稳定币在货币等级结构中的位置

从“货币等级结构”的视角来看（Mehrling, 2012），**中央银行负债**处于最顶层，**银行负债**居中，**稳定币**则位于更低层级。

支付型稳定币不是央行发行的货币，是一种市场创新的私人信用工具，其价值由监管指定的储备资产决定，美《Genius法案》以及香港《稳定币草案》都明确了这一点，是一种**数字资产**，不享有存款保险制度。

BIS用货币的“三性”测试来测试稳定币，**证明了稳定币非国家主权法定信用货币**。BIS的测试也提供了另外一个视角：**用主权法定信用货币来对标稳定币是偏颇的。**

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（二）稳定币在货币支付体系中的作用

一是提高支付结算效率。稳定币的数字技术支付结算效率要远远高于现有银行体系的电子支付效率，大幅度降低支付成本，是市场化选择的结果，会带来现代金融支付体系的重大变革。

二是成为链上的货币和链下的货币互通的金融工具。美元稳定币打通了链上和链下，成为链上金融活动和链下货币（现实世界中的货币）之间的桥梁。链上数字资产为稳定币的发展提供了土壤。换言之，要发展链上数字资产就需要发展稳定币。

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（三）稳定币在侵蚀货币主权边界中的风险

1.影响货币发行主权：稳定币具有一定的侵蚀货币主权的风险，这种功能来自技术的非国家主权性。稳定币是市场创新的结果，其全球市场的竞争性使其天然具有超越主权市场的属性。

非账户属性决定了消费者在网络世界更大的选择权：储备资产属性在很大程度上代表了主权货币属性，稳定币在很大程度上代表了主权货币在网络数字世界的竞争，**主权信用货币的优胜劣汰被置身于全球网络数字市场之中，在允许资本完全自由流动的背景下，某种稳定币商业模式越成功，其储备资产代表的主权货币影响力越大，对其他货币主权的侵蚀作用越大。**

稳定币创造了一种“**新型货币替代路径**”：与传统外币化不同，它们可以绕开本地银行系统，以链上方式渗透进一国经济金融体系，侵蚀一国央行货币发行权。稳定币可能成为削弱货币主权的新渠道，尤其是在那些本币不稳定、金融基础设施薄弱、监管能力有限的经济体中。

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（三）稳定币在侵蚀货币主权边界中的风险

2.影响货币政策传递：稳定币具有的侵蚀货币主权的能力，决定了稳定币会对一国货币政策的传导机制产生影响，可能包括：

（1）**影响利率调控敏感性：**资金以链上稳定币形式持有，而非存放在商业银行，存款转移导致货币政策利率变动对消费、投资与信贷行为的影响力下降。

（2）**削弱银行中介的信用创造：**稳定币不创造信用，不参与信贷中介信用创造功能，影响**央行货币供应的信用扩张**。但**加密金融系统通过链上合约实现了类似“货币乘数”的信用扩张机制，**这一机制并非源于信贷，而是通过**稳定币的重复使用与抵押路径的多层嵌套**构建而来。

（3）**资本流动“去管道化”：**稳定币允许资金绕过传统外汇管制和资本监管，削弱本国对跨境资金流动的管理能力，可能引发**资金“无序”流动。**

上述**对一国货币政策传导机制的影响，将取决于稳定币的规模。**

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（四）稳定币在扩展金融资产中的作用

稳定币的出现就是为了充当链上资产（比特币等）的交易计价、媒介以及避险功能。现实世界资产（RAW）代币化程度越高，稳定币充当扩展金融资产媒介的功能越强，稳定币的需求在很大程度上取决于数字资产的数量以及数字资产的交易活跃性。**传统的货币数量论（MV=PY）在数字资产世界具有重要参考价值。**有研究表明，稳定币净发行会在短期内显著推高加密货币价格并提升交易活跃度。

稳定币需求与链上数字资产规模直接相关，也与链上跨境支付需求密切相关。稳定币并不只是支付工具，而是一种**可能重塑货币金融权力结构的金融工具**。在没有相应制度保障与监管框架的前提下，其广泛使用将对一国的**货币政策独立性、金融稳定和货币金融系统控制能力**构成多重挑战。

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

（五）稳定币在重塑现代金融体系中的作用

路径	是否受监管	是否嵌入现有银行体系	面值稳定性	风险特征
1. 当前多数稳定币（如USDT）	否	否	依赖市场信心	高
2. 与银行合作发行（如Circle + 银行）	是	是	较强	中
3. 银行自身发行的稳定币（tokenized deposits）	是	是	强	低
4. 公共部门（央行）发行的CBDC	是	是	最强	最低

稳定币具有重塑现代金融体系的作用，尤其是改造银行主导型金融体系：银行要么拥抱稳定币提高自身的支付效率；要么被稳定币市场侵蚀自身的传统支付地位。稳定币迫使现代金融体系演进占上了新的十字路口。

几个关键问题的思考

1. 稳定币如何做到真正的稳定？

稳定币若要成为可靠的支付与金融工具，真正充当信用货币功能，不仅需要技术的可行性，更需要制度上的可信度。**用户信心的建立与维系、清晰稳健的结构机制**（如赎回机制、资产质量）、**合适的制度嵌入**（包括治理与监管安排）。可信度的来源不是算法或智能合约本身，而是制度结构设计、监管保障、信息披露与最后贷款人支持等公共机制的嵌入。因此，即使在“去中心化”口号下，现实中的稳定币在治理上需要展现**高度中心化的依赖结构**。**数字货币在追求技术效率、货币稳定与制度可信（去中心化）三者之间，需要做好平衡和选择。**

监管不应只看发行主体是否中心化或是否合规，**更应关注稳定币背后的结构机制**：高质量资产（如国债、现金）全额支持；透明、强约束的赎回安排；具备流动性缓冲与治理机制；以及应对**流动性转换 + 信心脆弱性**将导致系统性崩溃的措施（如 Diamond 和 Dybvig 1983）

稳定币的核心是稳定。

几个关键问题的思考

2. 稳定币如何做到维护货币主权？

货币主权仍可在数字时代得以维护，前提是政策制定者必须积极应对稳定币带来的新风险，构建可信、稳健且具包容性的货币与支付生态。维护货币主权并非打压新技术，而应以**制度化构建**为核心策略。关键在于：提前识别风险；提供可信、便捷的本币替代工具；建立适度包容但制度嵌入的监管体系。

私人信用工具和国家法币信用工具之间竞争的关键交集是稳定币背后的资产支持。一国在通过稳定币维护货币主权的制度安排上，监管好稳定币的支持资产和赎回机制是关键。

稳定币竞争到最后的底层逻辑依然是一国法定信用货币和高流动性的优质资产。因此，稳定的物价水平和高质量的经济增长是稳定币最根本的竞争力。

几个关键问题的思考

3. 稳定币如何在“去中心化”和“中心化”之间做好平衡？

竞争与市场结构是稳定币的关键议题。私营数字货币的兴起可能导致市场力量集中于少数主导平台，引发**垄断行为（网络支付规模效应带来平均成本（AC）下降，天然具有垄断或者寡头性质，需要监管）**。**公共数字货币**若设计得当，有望维护公平竞争环境，支持一个更加**开放且有竞争力的金融生态系统**。这包括处理好两个方面的关系：

（1）央行数字货币（CBDC）与私营稳定币之间的关系。存在竞争出效率的关系。

（2）银行中介与稳定币（脱媒）之间的关系。银行本身具有客户信息优势，与市场工具创新结合可更好服务于客户需求。

上述**两个问题决定：私营数字货币与央行数字货币之间的竞争合作关系；银行中介与市场之间的竞争合作关系。**

几个关键问题的思考

4. 稳定币如何影响国际货币体系？

稳定币作为一种创新的支付与金融工具，目前发行人“中心化”和司法辖区化，一定会影响国际货币体系。稳定币的最大优势是支付效率和链上交易的“去中心化”。前者所有参与者都会“大力支持”；后者任何监管者都是“有限支持”，甚至不表态（不支持），如**去中心化稳定币**（如 DAI），通过智能合约运作，无明显法定责任主体，模糊了证券、支付工具与商品的界限。

任何“货币”支付工具必须符合一系列现有法律监管，包括客户知晓（KYC），反洗钱与反恐融资（AML/CFT）等等。**金融科技的发展必须坚守不发生系统性金融风险的底线，高效利用科技金融创新带来的效率。**

从美元稳定币来看，目前规模突破2500亿美元，占稳定币市场规模的99%（中国银行研究院7月1日报告：目前全球99%稳定币锚定美元及其资产）。**数字美元（稳定币）在全球取得先发优势。**

“石油美元+芯片美元+稳定币美元”构成了现在和未来美元货币体系的支撑因素。技术不能替代货币信任，科技金融效率的最后还是靠稳定的物价和高质量的经济增长。市场效率会吸引更多人使用科技金融，从而带来的货币网络效应，影响国际货币体系的演进。

稳定币：货币金融体系演进的新支点

稳定币是链上货币与链下货币的桥梁，是数字资产的支付媒介。数字资产创造和支付需求影响链下的货币需求，而稳定币发行也影响数字资产价格与流动性。

稳定币一旦形成全球消费者认可的成功商业模式，就会提升其背后支持的货币或高流动性资产的需求，依赖区块链技术形成了对全球货币金融体系的渗透，为货币金融体系的演进提供了新支点。

謝謝主持人和各位尊敬的专家！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

聚焦稳定币--货币金融体系演进的新支点，CMF宏观经济热点报告发布

7月13日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（总第107期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦**“稳定币：货币金融体系演进的新支点”**，来自学界、企业界的知名经济学家**管涛、杨瑞龙、毛振华、王晋斌、沈建光、张明、刘锋**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院原常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

二、稳定币成功商业模式的基本要素

三、稳定币在货币金融体系演进的作用

美国今年5月份的《Genius 法案》将“支付型稳定币”界定为一种用于支付或结算的数字资产，可按固定面值（通常为1：1）赎回。香港《稳定币条例草案》则采用“参照一种或多种官方货币，或金融管理专员指定的计价单位或价值储存形式，并能维持稳定价值且可快速赎回”的表述。两项规定均指向同一核心特征：**稳定币依托区块链完成链上清算，以可编程方式实现价值传递，从而充当链上与链下交易的桥梁。**按照这个定义，稳定币可视为法定货币或数字货币的结合体，链下以法币形态存在，链上以可编程代币形态流通。其出现既顺应了数字资产规模的急剧扩张，也满足了去中心化交易机制对即时结算工具的需求。从美国法案对支付型稳定货币的定义来看，它是数字资产，并不是完整意义上的货币，因为它的发行需要有监管许可，没有利息，不享受存款保险，无法绝对承诺1：1兑换，在发行人发行稳定币破产时，消费者有优先索取权。从这个角度来讲，**稳定币本质上是一种以面值为承诺的私人信用工具，与法定信用货币存在制度性差异。**

稳定币靠什么稳定呢？稳定是稳定币最核心的部分，按照目前的稳定币稳定机制大体可以分为三类。

（1）**储备支持型稳定币。**例如发行1美元的稳定币需要至少等额的1美元或短期国债作为支撑，比如 USDT 或 USDC，当然 USDT 资产的透明度要差一些。

（2）**算法稳定币。这种稳定币是完全去中心化的，不依赖于链下的资产支撑。**最通常的像 Terral USD2022年失败的案例，就是用两个币之间的套利机制创造出均衡价格，通过一种算法而不需要有任何资产抵押。这种算法的稳定币实际是去中心化的，因为储备型资产的稳定币是中心化的，它需要有明确的银行账户或明确的资产储备。

（3）**混合模式。这种混合模式是半中心化半非中心化，**一部分是算法，是去中心化的；一部分是有明确储备机制，是中心化的。最典型的就是 IRON，75%的资产需要有储备，25%靠算法。

稳定币的稳定机制大体上可以分为以上三类。本次报告讲的是第一类稳定币，包括美国《Genius 法案》和香港《稳定币草案》所讲的稳定币，所以它是现有立法框架确定稳定机制的稳定币，也是目前主导型的稳定币。

一、从野生到合法：稳定币大热背后的争议

（一）稳定币大热背后有哪些争议呢？

2025年是稳定币从野生到合法的年份，因为有国家和区域法律的背书。6月17日，美国参议院的《Genius 法案》；5月21日，香港特别行政区立法会通过的《稳定币条例草案》。两者都是稳定币的立法。当然，2025年还有一件重要的事情，就是2013年成立的 Circle 被认定为“合规”，成功在纽交所上市，成为全球首家稳定币的 IPO，立法背书之后它的股价大涨。所以，2025年是稳定币的大热之年。2013年、2014年前后出现稳定币，其原因无非是当时大家都认为，交易各种数字资产价格波动太大，不便于兑换成链下货币，且彼此之间没法进行交易，需要有个稳定的媒介来进行交易，因此稳定币就出现了。

十年的时间，市场创新的稳定币追求的是一种技术进步的极致效率，包括支付效率、对隐私的保护等，这种去中心化的追求迫使立法监管者妥协，进行了招安，现在已经成为数字时代货币金融体系的基础设施。

（二）稳定币背后也充满争议，以下是几个有代表性的争议。

第一，欧洲央行行长 Lagarde 在今年6月23日抨击了稳定币，认为它是私人发行的，这些资产并不能总固定其价值；同时，由于它会把钱从银行储蓄转到稳定币市场，存款转移会影响货币政策的传导效率。他的要点在于：**1、私人发行；2、价值并不总能稳定；3、会带来存款转移。**所以，她个人对稳定币是持抨击态度的，并不是很支持这个稳定币。

第二，2025年6月25日，两天之后，美联储主席鲍威尔表态发生了很大的变化，2020年以来美联储就对稳定币市场有很多监管。现在他认为需要着手审查并进行撤回，所以，立法之后，美联储对于稳定币是非常支持的态度。

第三，国际清算银行 BIS 在今年6月24日发布了一篇名为《下一代货币金融体系》的文章。文章认为，**稳定币没有通过“三性”测试，就是所谓的单一性、弹性和完整性。**1、“单一性（Signleness），即央行有唯一的铸币权，稳定币是私人发行的，没有法定的义务确保面值，而央行作为唯一享有铸币权的机构是有法定义务的；2、“弹性”（Elasticity），即稳定币交易中有可能会出现问题，当交易不能够及时履行或者出现流动性稳定时，没有人给它提供最后贷款的角色。而现在的金融体系、银行体系是可以的，央行可以为银行提供“最后贷款人”的角色；3、“完整性”（Integrity），也就是稳定币在 KYC、反洗钱交易等方面的监管不够健全，认为它的完整性是不够的。BIS 是从银行，从传统的货币视角对稳定币做了“三性”测试，但“三性测试”用货币的属性来衡量稳定币，可以说是有失偏颇的。从目前的相关立法界定来看，稳定币是一种数字资产。

（三）稳定币大热背后争议的原因是什么？大体有以下三种。

1、行业利益之争。众所周知，稳定币出现在以市场为主导的金融体系中，一个地区金融市场越发达，就会越容易实现更多市场化的创新，而稳定币就是出现在以市场为主导的金融体系中。目前，欧洲央行包括 BIS 本身是代表银行体系的，欧洲是以银行主导型的金融体系，更多关注传统银行业的利益。例如算法稳定币是不需要银行账户的，所以就产生了“脱媒”现象，对稳定币的质疑是在所难免的。**所以，行业利益争议的背后是金融体系发展模式之争，即是坚持发展市场主导的金融体系，还是坚持发展银行中介主导的金融体系。**

2、创新与安全之争。当然，稳定币并不完美，过去很多稳定币会出现暴雷、爆仓的情况，是由于存在一些风险性因素，包括链上与链下估值关系的维系、1：1兑付承诺的可信度、中

心化背书与“去中心化”机制之间的冲突、隐私保护需求、以及反洗钱与非法资金转移等风险。**创新与安全之争也是稳定币大热背后的争议。**

3、货币主权之争。货币主权之争包含双重含义。（1）当一个国家或地区货币信用不足时，交易方可借助链上钱包直接要求以锚定外币的稳定币结算，规避监管，实质上将支付媒介替换为他国货币，削弱发行主体的法定货币垄断地位；（2）稳定币替代本币后，央行货币政策的传导路径被干扰，政策传递效率可能随之下降。因此，货币主权之争集中体现为铸币权侵蚀与货币政策传递效率下降的双重风险。**所以，货币主权之争实际包括了两个方面的含义，一是货币的铸币权，二是货币政策的自主权。**

这是稳定币大热背后，个人认为有以上三个重要的争议。这些争议到目前为止仍然存在，而且这个争议在未来数年的稳定币发展过程中，仍然会是三大核心性的争议。

二、稳定币成功商业模式的基本要素

稳定币之所以进入监管视野并被部分消费者采用，主要源于其规模与功能的现实扩张。截至2024年底，全球稳定币市值已逾2500亿美元，在跨境与链上结算中的份额持续上升。2025年2月，美联储理事 Waller 指出，**任何支付工具——包括支付型稳定币——必须满足两项条件：其一，具备清晰的用途；其二，具备可持续的经济—商业模式。**鉴于稳定币由私人机构发行，其存续与发展最终取决于能否构建并维系可持续的商业场景。

（一）需求：谁需要稳定币？

作为商业案例，首先它有明确的用途，即谁需要稳定币？大体可以有五类需求。

1、**在加密生态系统中获取价格稳定的交易媒介，这也是稳定币当年产生的原因。**数字资产或加密资产彼此之间的转换，也可以作为一种避险手段，例如加密波动大的时候该需要一种比较稳定的币值进行避险或持有这样的资金进行再投资，所以稳定币是一种安全的加密资产的货币价值储存。

2、**规避资本管制与支付限制。**没有银行账户的个人也可以用稳定币，因而稳定币具有一定的普惠性。在面临资本管制或本币汇率剧烈波动时，个人或机构可通过链上地址直接完成跨境资金转移，从而绕开既有的账户审查与额度限制。

3、**它提供了一种可以获取某种货币的方法。**出口商可直接以稳定币收取货款，并在链下将其兑换为所锚定的外币（如美元或其他强势货币），从而绕过传统结售汇流程，降低汇兑成本与时滞。

4、**套利工具。**稳定币一方面可在不同资产价格之间充当低摩擦套利媒介；另一方面，由于不同稳定币的底层储备资产构成存在差异，当市场价格出现偏离时，亦可通过跨币种、跨平台的低买高卖实现套利收益。

5、**“去中心化”的金融。**稳定币因其价值相对恒定，在去中心化金融（DeFi）协议中广泛用作抵押资产，用于链上信用扩张、提供交易流动性并支撑协议运行，从而成为 DeFi 生态的重要基础设施。

（二）需求标的的可靠性：平价关系。

在上述五类需求中，核心价值诉求在于“平价关系”的可靠维持：稳定币作为数字资产，须以不低于1：1的安全且具流动性的资产储备为后盾，从而确保其与本国货币的币值稳定。美联储理事 Waller 据此将美元稳定币界定为“合成美元”，学界亦普遍以“数字美元”称之，二者仅称呼有别，实质一致。《Genius 法案》亦将其定位为支付工具，并强调链上与链下1：1平价为“生命线”。一旦该平价出现偏离，持币者预期收益受损，极易触发挤兑、抛售及踩踏式崩盘。此种面值稳定并非市场自发形成，而是人为制度设计的结果。过往算法稳定币的崩溃即在于其仅依赖技术规则，缺乏制度性信任。所以，稳定币之所以稳定，是因为它的负债作为债务嵌入了整个金融生态系统，由国家或者区域法定货币或者优质资产进行背书的。**所以，本质上它是中心化的，资产支持的支付型稳定币，可以视为是一种中心化的稳定币。**

（三）一个目前成功的案例：Circle 的 USDC。

1、“平价”维持。

Circle 在整个稳定币市场占比，USDC 是远低于 USDT 的。USDT 占百分之六十多，USDC 占不到百分之三十，**但它的储备资产简单透明，就是“现金+短期美债”，而且是三个月以内的美国国债。**目前由贝莱德管理这个储备的资产，85%是三个月到期的国债，15%是现金，但现金并没有存在一家银行，因为银行有可能会倒闭，比如硅谷银行就出现这样的案例，所以存在多家商业银行去分散存款的风险。

首先短期美债有极高的流动性，可应对这样的赎回要求。国债短期越短，利率变化对它的风险就会越低，价格变化就会越低，因为久期风险大为下降。因此他们配置的资产都是短期的美债。其次，储备资产产生的利息收入（以国债利息为主，存款利息为辅）构成发行人营业收入的约99%，业务结构简洁透明。尽管在加息周期中利息收入较高，未来降息将导致收益下降，但上述模式仍保证了现金流来源的稳定性与可预测性，成为 Circle USDC 向市场传递信心的关键基础。

2、降低挤兑风险。

Circle 采取了机构或散户间接参与相结合的模式，例如 Circle 要求直接参与 USDC 铸造和赎回，必须经过严格的 KYC 或反洗钱的审核授权、合规的审核，普通用户只能通过 Coinbase 平台进行间接兑换。当2023年部分银行风险暴露时，Circle 凭多银行储备结构迅速切换至备用银行，并通过 T+1的大额赎回安排降低挤兑力度。这种机制虽然无法完全消除银行端价值损失的可能，但可显著缓解短期集中的赎回压力。

3、主动合规。

Circle 被监管者优先接纳并具备上市条件的关键在于其主动、透明的合规框架。与规模更大但储备资产不透明的 USDT（曾因信息披露不足遭美联储罚款，且约20%储备为风险较高的商业票据）不同，Circle 的储备结构简洁，仅由短期美国国债及银行存款构成；同时，每月接受第三方审计，并实时在链上公开铸币与销毁记录。赎回环节亦要求链上销毁对应代币，确保稳定币流通量与储备资产严格匹配。**透明度与可信度**构成了稳定币作为支付工具的核心要求，也是其核心竞争力，为市场参与者提供了可验证和预期的价值基础。

4、协同优势的商业价值生态。

USDC 的可持续扩张依托于对行业顶级机构的系统性整合：Circle 专注于协议开发与合规管理，Coinbase 负责渠道分销，BlackRock 提供储备资产管理。此类跨机构协同既提升了运营透明度与资金效率，也构建了清晰、可信的商业价值生态。

5、应用场景的差异化渗透。

USDC 的成功亦源于其在多元场景中的差异化渗透与需求匹配。Circle 作为市场化创新主体，通过 Visa 等传统支付网络实现跨境结算及证券代币化合作；同时，USDC 主要部署于以

太坊、Solana 等主流智能合约链，并持续迭代跨链传输协议，确保资产在不同链间的无缝流动。2023年，Circle 面向机构客户推出“USDC 机构账户”，可直接分配美国国债收益，功能近似货币市场基金。面对全球逾千条公链、私链及联盟链的竞争格局，USDC 聚焦于手续费、确认时间与生态活跃度最优的主要链种，以巩固其基础设施优势。

6、未来挑战与战略转型。

Circle 拟进一步拓展业务：其一，与贝莱德合作推进 RWA（真实世界资产）上链，将稳定币延伸至传统资管领域；其二，构建跨境支付网络（CPN），替代 SWIFT 系统在中小企业跨境结算中的角色，持续扩大其商业版图。

传统观点认为稳定币是去中心化的，其实完全不是这样的。在一次商业活动周期中，链下银行账户的开设与美元托管完全依赖中心化机构；链上钱包虽可非托管，但赎回环节仍需回归中心化银行体系。因此，支付型稳定币的核心特征恰为“中心化”：其价格稳定性与资本效率由中心化储备与合规框架支撑，而非去中心化。算法稳定币的多次崩盘表明，在透明度与信任维度上，完全去中心化方案尚难胜任。在去中心化—资本—效率的“不可能三角”中，当前主流稳定币优先保障价格稳定与资本效率，显著弱化去中心化属性。**支付型稳定币可以认为是一种中心化的稳定币。**

三、稳定币在货币金融体系演进中的作用

（一）稳定币在货币等级结构中的位置。

按照 Mehrling（2012）提出的“货币等级结构”，中央银行负债处于最顶层，银行负债居中，稳定币则位于更低层级的形态。银行负债存在破产风险，央行负债通常被视为无破产风险，而稳定币层级低于银行负债，故不构成严格意义上的货币。**支付型稳定币并非央行发行，而是一种由监管指定储备资产支持的市场化私人信用工具，其本质为数字资产，不享有存款保险，亦不支付利息，与法定货币存在很大区别。**

BIS 用货币的“三性”来测试稳定币，证明稳定币非国家主权法定信用货币的结论是对的。但 BIS 也提供了另外一个视角：用主权法定信用货币对标稳定币是偏颇的，或者它本来就不是一个真正意义上的法定货币，用法定货币的“三性”来对标它肯定不是合格的。BIS

用法定货币的“三性”对标稳定币是存在偏颇的。因此，尽管该视角为理解稳定币提供了参照，但它的结论我个人是不太认同的。

（二）稳定币在货币支付体系中的作用。

1、**支付型稳定币最具吸引力的优势在于显著提高支付结算效率。**众所周知，传统 SWIFT 结算需支付约5%的费用，且结算周期长达数日；而采用稳定币结算，费率可降至1%以下，通常为百分之零点几，同时资金在一至两小时内，甚至秒级可到账。随着稳定币规模的持续扩大，其极低的成本、极快的速度以及高度的便利性，将引发现代支付体系的重大变革。市场创新的根本取向即是追求效率的极致，因此，稳定币在效率维度的显著优势，使其成为支付领域最具潜力的创新工具。

2、**链上数字资产的发展离不开稳定币。**稳定币具备可编程性与链上交易功能，是链上货币与链下货币互通的桥梁，实现了链上与链下价值的高效衔接。稳定币的未来空间在相当程度上取决于链上资产规模；当链上数字资产持续扩张时，稳定币将获得更广阔的应用土壤。其支付职能既覆盖链上场景，也延伸至链下经济活动：贸易双方可在链上生成钱包地址，即时收取或支付稳定币。凭借显著的成本优势与极短的结算时间，稳定币在现代支付体系中的作用将持续放大，这一趋势已日益清晰。

（三）稳定币在侵蚀货币主权边界中的风险。

1、**影响货币发行主权。**稳定币的非账户性决定了使用者无需在特定司法管辖区域内开设银行账户，只需在互联网上拥有一个链上钱包地址，即可直接获取并持有锚定他国货币的稳定币。这一特性使主权货币的优胜劣汰被置于全球链上数字货币市场中：稳定币的商业模式越成功，其储备资产所对应的货币主权影响力越大，对其他主权货币造成的侵蚀就越显著。与此同时，稳定币能够绕过传统资本管制手段，在资本自由流动的背景下，其规避资本管理的效应与传统资本外逃类似。由此，稳定币创造了一条新型的货币替代路径，通过链上渗透进入一国金融体系，可能成为削弱货币主权的新渠道。尤其对于那些本币价值不稳定、对消费者缺乏吸引力、金融基础设施薄弱且监管能力有限的经济体，稳定币对货币发行主权的侵蚀作用将更为突出。

2、**影响货币政策传递机制。**稳定币主要通过三条路径削弱传统的货币政策传导：

（1）**当公众将银行存款兑换为稳定币时，银行负债规模缩减，利率变动对投资、消费与信贷的边际效应随之减弱，政策利率向实体经济的传导效率被削弱。**

（2）**它会削弱银行中介的信用创造。**传统银行体系通过准备金—央行—信贷链条进行信用扩张；当资金大量流向稳定币，银行可贷资金减少，链下信用创造能力下降。与此同时，稳定币在加密生态中以抵押资产形式实现链上信用扩张，信用创造机制由链下向链上迁移，呈现此消彼长的转换过程。

（3）**资本流动“去管道化”。**稳定币允许资金绕过传统外汇管制和资本监管，可能触发跨境资金的无序流动。最终，稳定币对一国货币政策传导机制的整体冲击强度，将取决于其规模：当规模较小时，影响有限；随着规模持续扩大，上述效应将显著显现并放大。

（四）稳定币在扩展金融资产中的作用。

数字资产增加，市场对稳定币的需求随之上升；已有研究表明，稳定币的净发行在短期内可推高数字加密资产价格并提升交易活跃度，从而进一步激活数字资产市场。依据传统货币数量论 MV=PY，当左侧的稳定币供给 M 增加时，右侧的价格 P 或资产量 Y 亦随之上升；反之，当链上加密资产 Y 扩张时，对稳定币的需求亦同步扩大，二者呈现相互促进关系。因此，稳定币不仅是链上支付工具，更可能重塑货币与金融的权力结构。**若缺乏相应的制度保障与监管框架，其广泛使用将对一国货币政策的独立性、金融稳定性以及对货币金融系统的整体控制能力构成多重挑战。**

（五）稳定币在重塑现代金融体系中的作用。

这是 BIS 的研究，做了一个总结，现在的稳定币大概有四种：

1、**当前主流稳定币（如 USDT）。**此类产品未纳入监管，也未嵌入银行体系，其价值完全依赖市场信心；而信心具有脆弱性，一旦市场恐慌，瞬间即可触发崩盘，算法稳定币的崩溃即为先例，整体风险偏高。

2、**与银行合作发行的稳定币（如 Circle 与银行合作的模式）。**该模式接受监管并嵌入银行体系，面值稳定性较强，但仍存在储备资产或托管机构稳健性不足的风险。

3、**银行自身发行的稳定币，即代币化存款。**由于发行主体即为持牌银行，面值稳定性高，风险相对最低。

4、**公共部门（央行）发行的数字货币 CBDC。**其本质是法定货币的数字形态，1元法币对应1单位 CBDC，稳定性最高，风险最低；目前多国央行数字货币正稳步推进。

因此，从上述四种形态可见，稳定币不仅必然重塑现代支付体系，而且将对整个金融体系产生深刻影响，尤其对银行主导型金融结构的改造作用显著：银行要么主动拥抱稳定币以提升自身支付效率，要么被动承受稳定币对传统支付份额的持续侵蚀。**稳定币由此将现代金融体系的演进推至新的十字路口，并在货币与金融资产两个维度上共同推动未来货币体系与金融体系的演进。**

最后是关于一些关键问题的思考。

1、稳定币如何做到真正的稳定？

稳定币若不能维持币值稳定，即失去存在意义，故其制度设计的核心在于通过多重安排确保价格锚定。然而，历次市场出清——境外稳定币的崩盘与 Circle 最终登陆资本市场——均表明：可信度并非源自算法或智能合约，而是源于制度化的结构设计、监管框架、信息披露以及隐含的“最后贷款人”公共支持。在去中心化口号之下，现实中的稳定币治理反而呈现出高度中心化的依赖特征。**因此，稳定币须在技术效率、币值稳定与制度可信之间进行权衡与选择；**Circle 通过弱化去中心化、强化技术效率与币值稳定，方得以满足透明度与信任要求，成为迄今相对成功的模式。

因此，监管重点不应局限于发行主体是否“中心化”或“合规”，而更应聚焦于稳定币背后的机制与结构。过去 P2P 平台大量跑路的教训表明，仅凭宣称“资产可产生稳定现金流”极易演变为谎言。**稳定币的根本在于“稳定”，而稳定的核心在于：其一，储备资产质量必须高；其二，赎回规则必须透明且具强制约束力；其三，全过程须充分保护消费者利益。**须知，任何无法保护中小投资者的市场都难以成熟。此外，制度设计还需嵌入流动性缓冲与治理机制，以应对 Diamond－Dybvig（1983）所言“信心脆弱性引致的流动性挤兑”。最终，消费者应体验到流程简洁、环节最少的赎回与销毁操作。可靠可信的资产支持和便捷赎回是确保稳定币真正稳定的关键因素。

2、稳定币如何做到维护货币主权？

货币主权在数字时代仍可维系；若本币质量堪忧，稳定币确有侵蚀之虞。私人信用工具与国家法定信用工具的关键交集在于稳定币背后的资产支持：稳定币不创造法定货币，仅依托法定货币充当储备。若本币稳健并被用作储备，则稳定币对主权的侵蚀主要表现为货币政策传导效率的影响，而非导致本币被替代。由于存款迁移与信用扩张机制在链上与链下的转换中始终存在，政策可通过前瞻性监管与制度设计加以缓释，故货币政策传导问题并非不可克服。

因此，一国在维护货币主权的制度安排中，关键在于对稳定币的储备资产与赎回机制实施有效监管；其底层逻辑始终依托本国法定信用货币及高流动性优质资产。**由此可见，物价水平的持续稳定与高质量的经济增长构成稳定币最根本的竞争力来源。**正如优质面粉方能制成上等馒头。货币本身若具备稳健价值与收益基础，以其为支撑的支付工具方具长期生命力；反之，若物价不稳经济增长乏力，即便技术再先进，亦难实现其稳定币的可持续运行。

3、稳定币如何在“去中心化”和“中心化”之间做好平衡？

竞争与市场集中度是稳定币治理的核心议题。私营数字货币的扩张可能使市场力量集中于少数主导平台，原因在于网络支付的规模效应带来平均成本递减，天然具备垄断或寡头倾向，因此需要强有力的监管干预。中央银行可通过推出公共数字货币提供竞争性替代，与私营稳定币形成有序竞争，从而支撑更加开放且富有活力的金融生态系统。为此，必须妥善协调以下两个关系。

（1）**央行数字货币（CBDC）与私营稳定币之间的关系。**私人稳定币一定要发展，因为竞争出效率，如果没有竞争，市场效率很难提高；竞争出效率的同时也会暴露出相关问题，通过不断改进完善，使得支付系统更加完善。

（2）**银行中介与稳定币之间的关系。**因为稳定币会产生“脱媒”，但银行本身天然具有客户信息优势，与市场工具创新结合可以更好地服务于客户需求。所以，银行本身是天然具备发行稳定币优势的，因为它有大量的客户信息，这是原来做稳定币的私营公司所不具备的。

上述两个问题决定了私营数字货币与央行数字货币之间的竞争合作关系；银行中介与市场之间的竞争合作关系，需要在其中进行平衡。

4、稳定币如何影响国际货币体系？

当前一些舆论普遍将稳定币抬升至“美元体系 X.0”的高度，此类观点过于前瞻。作为创新支付与金融工具，稳定币的发行人仍呈中心化形态，且受司法辖区严格限制：以美国为例，未来三年内禁止非美国人在美发行稳定币，其锚定货币与监管边界均体现国家主权。由此，稳定币的跨境扩张必然牵动国际货币体系变化。其最大优势集中于两点：一是支付效率，对此全球普遍支持；二是链上交易的去中心化，对此监管态度分化，或有限支持，或保持沉默，或直接反对。例如去中心化稳定币 DAI，因缺乏足额抵押资产，难以复制中心化抵押模式的稳定性，风险大。

任何货币的支付工具都必须符合一系列的法律要求，例如客户知晓（KYC）、反洗钱与反恐融资（AML/CFT）等等。金融科技的发展必须坚守不发生系统性金融风险的底线，高效利用科技金融创新带来的效率。目前来看，全球美元稳定币是有先发优势的，它背后的资产是美元和美债，它通过链上资产扩张了美元和美债的需求，也直接支持了美元和美债的货币体系。所以，稳定币对美元货币体系形成了一定的支撑。

历史维度观察，美元先后以“石油美元”“芯片美元”锁定战略资源与技术高地；当下，“稳定币美元”正在逐步成为支撑美元货币体系的新因素。“石油美元”+“芯片美元”+“稳定币美元”正在成为现在和未来支撑美元货币体系的三大支柱。

每一次货币体系变革，美元均捕获关键要素以巩固其体系支撑，并决定未来演进。**但要明确一点，技术本身无法替代货币信任，金融科技效率最终仍依赖物价稳定与高质量经济增长的经济基本面。**市场效率吸引使用者、放大网络效应，进而会影响国际货币体系演进，但这种效率的持续性与规模边界并非仅由技术设定，而取决于主权货币的购买力与收益率——物价体现购买力，高质量增长体现收益率，二者构成最底层的决定因素。

稳定币是货币金融体系演进的新支点。作为一个重要的创新性金融工具，是链上货币与链下货币的桥梁，是数字资产的支付媒介，当然也是加密资产的支付媒介。数字资产创造和支付需求会影响链下的货币需求，而稳定币的发行也会影响数字资产的价格与流动性。**所以，稳定币形成了一种链上资产和链下资产的互动。**货币本身来讲，链上资产的大发展、数字资产的大发展会增加稳定币的需求，而稳定币发行也会影响链上资产的流动性和价格，双方可以形成相互促进作用，因此稳定币已经形成了比较通畅的链上和链下流动性的互动关系。

因此，一旦稳定币在全球范围内形成被广泛认可的商业模式，其对背后锚定货币及高流动性资产的需求将同步上升。当前美国稳定币规模已逾2500亿美元，美国财政部长贝森特公开表示未来或达2万亿美元，此一量级将显著抬升美元与美债需求，从而直接强化美元货币体系。与此同时，稳定币依托区块链技术实现对全球货币金融体系的渗透：当用户需要美元钱包时，购入稳定币即间接增持美债并扩张美元需求。**由此，稳定币成为全球货币金融体系演进的重要新支点，既作用于货币体系层面，也波及含义更为广泛的金融体系层面。**

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“稳定币：货币金融体系演进的新支点”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)联合创始人联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，**稳定币的兴起源于其在支付效率、隐私保护和低费用上的显著优势**，并借助区块链技术对传统监管的套利空间实现市场化突破；其信用根基取决于监管背书与储备资产质量，**法币抵押型稳定币可视作法币延伸，而实物或虚拟资产抵押型因价格波动难以大规模推广。**监管应聚焦发行主体、储备资产及赎回机制的透明度与强制约束，防止 P2P 式风险，并关注发行者动机与系统重要性。

中国可采取四步渐进策略：央行发行数字人民币作为境内支付工具；香港试点离岸人民币稳定币；借鉴港元经验，将港元稳定币视为美元工具延伸以控制风险；始终对发行人实施严格的牌照、资本与行为监管，防范洗钱与金融欺诈。**稳定币的长期竞争力最终取决于国家物价稳定与高质量经济增长所赋予的购买力与收益率，**制度设计必须筑牢信用根基，才能在全球货币竞争中占据主动。

中财绿金所首席经济学家**刘锋**提到，稳定币以美元储备为基础、借助区块链提升支付效率，一旦形成规模，将强化美元单极化并扩大美债需求；**其“去中心化”特性可能绕过资本管制，形成新的资本外逃通道，并提升美国金融制裁能力。**当前美元稳定币在跨境电商、游戏资产结算中的占比已逾四成，而人民币稳定币几乎缺位。境内对加密业务仍定性为非法，外汇监管面临离岸资产锚定、清偿机制缺失、人民币跨境支付效率低等难题。（删除一句）

中国具备成熟的电子支付技术与基础设施，但制度开放与监管手段滞后。应利用窗口期：1.在“一带一路”、RCEP 等场景推出离岸人民币稳定币，扩大人民币国际使用；2.以香港为试验田，完善监管框架与赎回机制，打通离岸—在岸通道；3.加快资本项目开放与外汇便利

化，降低中小企业跨境结算合规成本。唯有通过制度创新提供人民币高流动性资产，才能在全球稳定币竞争中变被动为主动。

中国社会科学院世经政所副所长**张明**认为，稳定币是近年重大金融创新，中国既不应忽视也不应错过。其三大现实场景——**加密资产交易中介、跨境汇兑替代、高通胀国家硬通货**——已验证需求；人民币稳定币可借助阿里、京东等互联网巨头自带场景优势，在离岸市场与上海临港试点并行推进，与数字人民币互补，显著扩展人民币海外使用并助力国际化。

然而，稳定币并非万能：抵押品短期美债在极端情形下可能触发闪电挤兑；合规审查若趋严，跨境低成本优势将迅速侵蚀；脱媒将冲击商业银行跨境业务；大规模流通将扭曲货币乘数与政策传导；美元稳定币虽暂时强化美元地位，但其对美债价格更敏感，反而可能加剧美债波动。因此，**其风险与成本需被充分评估，对国际货币体系的冲击仅为边际性而非颠覆性。**

中银证券首席经济学家**管涛**指出，**稳定币的核心在于“代币化”而非“私人发币”**；若统一按1：1法定货币储备并纳入监管，再冠以新币名既无必要亦增加成本，港币与第三方支付的实例已证明统一规则下可直接沿用原货币名称。当前舆论过度聚焦私人货币叙事，实质是2008年后“货币非国家化”思潮的延续，但合规要求、流动性与信用风险、寡头竞争及监管负担将压缩绝大多数发行者的生存空间。

中国已凭第三方支付与数字人民币实现无现金社会与跨境实时结算，技术路径多元，无需神化稳定币。未来应在监管框架内允许私人机构参与跨境支付创新，同时厘清离岸—在岸规则衔接，防范外汇管理冲击；美元稳定币即便锚定美元亦不等于美元国际化，其边际效应有限。**保持战略定力，以数字人民币、第三方支付及自贸区试点多轨并行，**方能在数字货币竞争中稳健推进人民币国际化。

筑牢信用基础、明确监管目标，积极应对稳定币浪潮

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第107期）上的发言

稳定币是当前金融领域的热门话题。从传统金融视角出发，我认为当前稳定币应重点关注以下四个问题：一是为什么要使用稳定币，稳定币的优势体现在哪些方面；二是稳定币币值稳定吗，其信用来源于哪里；三是对于稳定币要怎么监管，监管的重点对象是什么；四是面对稳定币大潮，中国该如何应对。

一、稳定币是支付领域的变革，部分仍处于传统金融监管框架下

稳定币的作用与优势主要体现在支付领域。现在稳定币已经走到前台，成为热议的焦点，美国、香港等国家和地区拟出台或已经出台稳定币相关法案，其他国家或地区也正在关注稳定币的相关话题和进展，甚至有观点认为，稳定币或将成为改变世界金融体系、货币体系的非常重要的新工具。稳定币走到前台，能够发挥什么样的作用？我们为什么需要稳定币？我认为，稳定币的作用并不在于炒作增值，而在于支付便利化。稳定币在支付方面有很多创新和优势，它利用了区块链技术，具有匿名性，能够保护用户隐私，同时，稳定币支付时交易成本更低，到账时间更短，支付更加便捷。根据世界银行的测算，在当前的跨境结算体系下，全球跨境汇款的平均成本为6.35%，而如果采用稳定币结算，则每笔跨境汇款的成本不到0.01美元，同时到账时间也不足1秒。

稳定币作为支付体系的重大变革，虽然对当前金融市场过度监管形成一定挑战，但部分仍处于传统金融监管框架下。过去金融市场和支付领域发生的变革中，中国网上支付体系的变革是非常值得全世界关注和研究的。网上支付体系，包括支付宝、微信支付、云闪付等，并没有新货币的发行，只是在法定货币的支付体系方面进行了一些变革，就吸引了很多普通人通过支付宝、微信等网上支付体系进行交易和结算。也就是说，仅仅支付体系的变革就可以改变支付方式和货币流向，并对信用卡和现金等传统支付体系造成较大冲击。但这些支付体系的变革由于并没有发行货币，仍然是在传统的货币流通领域进行交易和结算，因此监管层面的变化并不大，监管较为容易。稳定币虽然涉及新货币的发行，但本质

上还是支付体系的变革，因此仍部分处于传统的金融监管框架下，但对传统监管形成了一定挑战。另外，稳定币的使用可能涉及资金跨境流动，因此对于中国来说还需要防范使用稳定币导致资本外流对监管造成的挑战，但对资本账户可自由兑换的国家来说，除了反洗钱以外不会对资金跨境流动进行特殊监管，因此稳定币对其监管的冲击主要还是在支付体系方面。

二、稳定币的信用根基取决于监管背书与基础资产质量

稳定币的信用与其基础资产相关性较高，具体来看，稳定币的基础资产大致有两种：

第一种是以法定货币为基础资产，这类稳定币的核心问题是信用。以法币为基础资产的稳定币虽然由私人机构发行，但其以法定货币为基础资产，并得到了法币监管机构的信用背书，因此这类稳定币本质上是法币的延伸。以港币为例，我认为从某种意义上来说，港币就是以美元为基础资产的稳定币。香港采用的是联系汇率制度[1]，港币并不是由香港特区政府发行，而是由汇丰银行、渣打银行、中国银行（香港）三家私营机构作为发钞银行发行，同时由于港元现钞的发行需有美元资产的十足支撑，因此也不存在传统意义上的货币创造。从这个角度来看，港币的发行过程与以法币为基础资产的稳定币的发行过程非常相似。因此，当前香港推行的稳定币虽然以港币为基础资产，但本质上仍是以美元为基础资产的，实际上扩大了美元的使用范围。总之，以法币为基础的稳定币的核心问题是信用，无论其发行方是央行还是私营机构，私营机构是金融机构还是非金融机构，只有得到了监管部门的信用背书，才可以成为法币的延伸，进而具有较高的权威性和流通性。

另一类是以实物资产为基础资产，这类稳定币的核心问题是基础资产的价格变动。例如，以黄金为基础资产的稳定币，相当于回到了金本位，黄金价格的波动将对稳定币币值产生较大影响。另外，是否能够以 REITs 等其他证券作为基础资产发行稳定币，也是值得讨论的问题。但这背后的核心问题是基础资产价格的波动。当前市场交易仍以法币定价，如果以稳定币作为支付手段，而该稳定币又以价格波动较大的黄金等实物资产作为基础资产，那么在这个过程中稳定币的币值是不是还稳定，就是一个非常复杂的问题。因此我认为，如果私人公司创造了一项虚拟资产，再以该虚拟资产为基础资产发行稳定币，那么这类稳定币完全依赖于公司信用，无法在日常交易中广泛使用，只有在特定的时间有特定的人群可以接受。例如，以比特币这类虚拟资产为基础资产的稳定币，由于比特币价格波动较大，因而以其为基础资产的稳定币的价格波动也较大。这类稳定币通常不具有支付手段

的功能，更多的是交易炒作的功能，类似于证券，通常交易者通过买卖差价来获利，当然特定时间也可以作为支付手段。

三、稳定币的监管重点是对发行者的监管

及时介入对稳定币的监管是非常重要的。金融创新在监管和效率的博弈中进行，尽管很多金融创新是在货币市场运行的过程中自发产生的，但监管的介入仍然非常重要，除了国家意志、金融主权等方面的原因，还有对风险的考量，如果放任金融创新无序发展，会引发大量投机者聚集，风险不断累积，最终造成社会动荡，例如，P2P 产生于法定货币框架之内，起初监管当局仅仅将其视为自愿的买卖交易行为，并未进行严格监管，结果产生了大量问题。因此，对于稳定币监管当局也要及时介入，防止风险累积。

稳定币监管最重要的是对发行者的监管。虽然稳定币的发行是以货币或实物资产作为抵押，例如以法币作为抵押物，但正是由于当前发行稳定币需要将等量的法币交到监管者手中，因此会有非常大的货币量流到监管当局，尽管稳定币的信用扩张程度有限，但巨大的发行流量仍然会对金融体系造成较大的冲击，因此需要监管者的介入。对于稳定币发行者的监管，厘清发行者的获益来源非常重要。例如渣打、汇丰和中国银行三家发行机构在港元的发行过程中，似乎并未获得太多实际利益，但在稳定币的发行过程中，发行者在金融体系中的作用和服务领域发生了变化，应当获得收益，但目前获益来源似乎也不明晰。因此，监管机构应该细致观察发行者，明确其获益来源，尤其是要明确其发行稳定币是否出于投机动机，进而有针对性地进行监管，同时还应当将发行者的货币资金实力和行为纳入监管框架，这都是十分重要的。

四、稳定币浪潮来袭，中国应当如何应对

发行离岸人民币的稳定币是把握机遇、应对挑战的有益尝试。面对稳定币的蓬勃发展，中国可以做很多尝试，比如，央行发行的数字人民币可以理解为一种稳定币。但我认为，更重要的是要发行离岸人民币的稳定币。当前，离岸人民币的规模较小，发行离岸人民币的稳定币，有助于提高人民币在国际结算中的便捷度和信用度，扩大人民币的影响力，对于今后提升人民币国际化水平、提高人民币在各国外汇储备中的占比等都非常有益。另外从风险来看，在当前我国法币资本账户结算仍受严格监管的背景下，发行离岸人民币的稳定币对于跨境资金流动的冲击较小。综合考虑上述因素，我认为可以利用香港的实践，探

索发行离岸人民币的稳定币。当前，香港已经通过了稳定币立法，开始审批稳定币发行牌照，同时，香港对稳定币的监管也非常审慎。因此，香港作为稳定币发行的“试验田”，已经积累了很多有益经验。应当继续支持香港在稳定币方面的实践，并且探讨在香港发行离岸人民币的稳定币的可行性。

当前稳定币已成为全球热议话题，在稳定币逐渐走向前台的过程中，我认为中国有以下四个方面是可以去做的。**一是**继续由央行发行数字人民币，与支付宝、微信支付在小额支付领域的创新类似，数字人民币可能会成为大宗交易领域的支付创新，是非常有价值的。**二是**如上文所述，在香港发行离岸人民币的稳定币用于国际结算，提升人民币国际化水平。**三是**香港作为稳定币发行试点，已经积累了很好的经验，虽然港币稳定币的发行对金融市场有限，但仍需通过“试点”这样的制度安排进一步审慎地探索稳定币的功能，并应对随之而来的挑战。**四是**监管部门要尽早辨别稳定币发行者的获益来源，并对其进行严格监管。虽然稳定币是一项很好的金融创新，但不可否认的是，在稳定币发行交易的过程中，很多非金融机构，尤其是稳定币的发行者，可能有较高的投机意识，会引发金融诈骗，提升金融风险，对于这部分发行者要进行重点监管。

稳定币的长期竞争力最终取决于国家物价稳定与高质量经济增长所赋予的购买力，制度设计必须筑牢信用根基，才能在全球货币竞争中占据主动。

【注释】

[1]联系汇率制度，即香港特区政府规定，发钞银行一律以1美元兑换7.8港元的比价，事先向外汇基金缴纳美元，换取等值的港元“负债证明书”后，才可增发港元现钞，同时政府亦承诺港元现钞从流通中回流后，发钞银行同样可以用该比价兑回美元。

稳定币发展前景的研究问题与建议

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第107期）上的发言

国际清算银行在年度报告里发布了《下一代货币和金融体系》，提到了稳定币在代币化方面有一些前景，但在单一性、弹性和完整性三个关键测试中均未达到国际货币体系支柱的要求。所以，稳定币在未来货币体系中将扮演何种角色仍然有待观察。

报告核心观点认为，任何货币安排的基础是按面值，就是全额结算的能力。通过这种方式，货币通过所有主体对其价值的共同认知来支撑经济协调。如果这种共同认知失效，协调也会失效，货币体系就会失去支撑，带来巨大的社会成本。货币体系支柱的三性原则是单一性、弹性、完整性，在上述三项测试中，稳定币的表现不佳。报告总结称，虽然稳定币的未来角色尚不明朗，但它们充其量只能扮演辅助角色。

一、稳定币的代币化技术重要还是私人发行货币重要？

稳定币由代币化和代币两部分构成。代币化是将传统账本上存在的对实物资产或金融资产的索偿权记录到可编程平台上的过程。稳**定币的代币指其作为加密货币的数字化表现形式。**绑定法币的稳定币就是法币的代币化。

稳定币的前身是比特币。2008年金融危机的爆发使中央银行的声誉及整个金融体系的信用中介功能受到广泛质疑，所以当时兴起了“货币国际化”的思潮。在这样的背景下，2008年中本聪提出了“比特币”的概念，逐渐地挖矿，上市交易，以比特币为代表的并以国家主权信用为价值支撑的“去中心化”和“可编程”的货币横空出世。**这是信息技术发展带来的私人货币与法定货币的“战争”，是货币“非国家化”对法定货币的挑战。**

后因价格波动大，比特币更多被视为资产，而不被认可为货币。2023年2月，国际货币基金组织制定了一项行动计划，不授予比特币等加密货币官方或法定货币地位。同时，由于比特币等加密资产的全球化、匿名化等特性对各国的金融体系、对各类犯罪的掌控（如洗钱等）造成了一定的威胁。所以，各国纷纷出台监管政策，导致部分国家的投资者无法使用法币直接交易比特币。在此情况下，稳定币出现了。2012年《泰达白皮书》发行，2014年10月份，

泰达币第一个通证发行，11月20日泰达项目正式命名，2015年，稳定币在加密货币交易所上市，之后各种稳定币陆续问世。**稳定币作为加密货币，相比比特币这些加密资产最大的差异是价格波动小，能够用于履行货币的支付结算。**

在没被监管之前，稳定币有挂钩法定货币、商品（如黄金、石油）、加密资产（如比特币、以太坊）和基于算法四种方式。由于每种稳定币背后挂钩的储备资产种类及支持程度不同，唤作不同的代币名称以做区分是必要的。但纳入监管之后，尤其是统一按1：1挂钩法定货币（又称法币抵押型稳定币）、通过代币化实现“占有即所有”的确权后，是否要以代币名义编程，才能进行“支付即结算”的操作却值得探讨。在此列举两个例子。

第一，以中国香港地区发行的港币为例。港币是由当地三家发钞行统一按照1美元：7.8港币的联汇制规则发行，类似于现在的稳定币。但三家发钞行发行的港币没被分别叫做中银币、汇丰币、渣打币，且三家发钞行发行的港币在日常使用中也是互通的、无差异的。

第二，以中国内地的第三方支付为例。目前第三方支付吸收的客户资金全额托管在央行，类似于1比1的稳定币发行。通过第三方支付平台，可以通过银行账户直连进行支付。只是现实中支付结算用的仍然是人民币，而没有叫做微信币或蚂蚁币。

进一步分析，过分追求炒作稳定币的货币特征或是美丽的泡影。有以下几方面的原因：

从稳定币的发行者来讲，**第一，纳入监管以后合规成本将会上升。**外资银行的观点认为合规成本上升以后，80%的现有稳定币将退出市场。摩根大通的报告提到，原预期稳定币被合法化以后，2028年它的市值会达到1万亿，但在研究了“天才法案”后认为2028年市值可能仅能达到5000亿。第二，稳定币如果是真实的货币，货币是一般等价物，最终必然会走向寡头垄断，所以绝大部分稳定币的发行者难以生存或者无法赚钱。第三，非金融企业发的稳定币，就像现在发充值卡收预付款一样，但预付款属于无息负债，而现在按照1：1的比例是狭义银行制度。第四，稳定币的发行者还需要管理流动性风险、信用风险，并不是一本万利的。第五，原本可以用法币的名义履行支付结算功能，名字更改为稳定币后，还需要付出新的市场开拓成本，机构的国际影响力与货币的认可度都存在许多不确定因素。

对稳定币的使用者来讲，假设不是把稳定币作为加密资产进行投资，也不是用稳定币可匿名的特征来规避监管，如果一个单位的稳定币永远等值于一个单位绑定的法定货币，持有

和使用稳定币则会是多此一举。如果不能保证一个单位的稳定币等于一个被单位绑定的等值的货币价值，那使用者为什么要承担价格波动的风险。

对稳定币的监管者来讲，BIS 认为现在私人发行稳定币就是回到了过去的私人银行时代，会造成金融混乱，影响金融稳定。同时，这会加大金融脱媒风险，货币替代风险，增加监管的负担。此外，过去非法集资是区域性的，但互联网+以后使其变成了全国性的。现在稳定币是全球性的，将来的溢出影响更大，监管面临的挑战也将会急剧增加。

二、稳定币的去中心化、可匿名性特征是否是必须的？

中国是一直拥抱新兴支付技术、支付工具的先行者。

第三方支付在中国已经得到了长足的发展，基本实现了无现金社会。微信支付、支付宝支付已经深度渗透到中国人的生活，覆盖率分别达到93.4%和87.6%。而且，2013年9月份，中国第三方支付机构的跨境支付试点已经开始，而且逐步已经在全国推广。**第三方支付已经能够做到7*24小时、秒到账跨境支付，满足跨境支付场景的要求，支持跨境电商的发展。**

中国很早就开始尝试央行数字货币。现在央行数字货币范围已经覆盖17个省市26个地区，截至去年7月末，数字人民币 App 累计开立个人钱包1.8亿个，试点地区的累计交易金额7.3万亿，而且中国还是“多边央行货币桥”项目的创始成员。截至2024年，全球有5.6亿加密资产持有者，中国有数字钱包1.8亿。当前 USDC、USDT2024年年交易量达到10-20万亿美元，但绝大部分交易和加密资产交易有关，现实世界里真实交易的相关性非常低，可能仅为数千亿美元。相比之下，中国数字人民币7.3万亿元的累计交易额虽非全部为2024年新增，若将其自试点启动以来逐年分摊，年均真实经济交易规模亦达千亿美元量级，且均直接服务于实体经济支付需求。央行数字货币项目是基于区块链、分布式账本技术，采取了区块链点对点交易模式和去中心化特征，参加了“多边央行货币桥”项目。据介绍，现在通过数字货币桥已经可以实现跨境实时结算，比如中国和印尼之间的案例，跨境支付的耗时从传统支付体系的3-5天缩短到只有8秒。

2023年底中央金融工作会议提出的“五篇大文章”之一就有数字金融，可以看出我国对其的高度重视。日前人民银行在陆家嘴论坛宣布，在上海设立“数字人民币国际运营中心”。

从美国来看，通过“天才法案”把稳定币纳入监管。**中国选择了央行数字货币发行的渠道，而美国是限制了央行发行数字货币，鼓励和规范私人发行数字货币，只是路径选择的不同。而且，“天才法案”把稳定币纳入监管实际是“中心化”战胜了“去中心化”。**

稳定币的区块链、分布式账本技术有助于实现点对点、支付即结算，从底层重塑了传统支付体系，大幅缩短了跨境支付链条，改善了跨境支付体验。但区块链是由去中心化的比特币问世带动发展起来的新兴支付技术，而比特币是在共识算法或挖矿的基础上获得的。因此，它的分布式账本是基于价值而不是基于账户，以实现可匿名的“占有即所有“。但用区块链技术给传统金融赋能时，若非有别的考量，可匿名是否必需，却值得探讨。至少从技术上讲，基于价值切换或兼容基于账户或基于身份的支付路线应该不是难题。

人民银行2018年就在深圳试点了“湾区跨境贸易融资区块链平台”，这是区块链技术在供应链金融场景中的应用。央行多边货币桥项目也是用到了区块链技术，也实现了降低跨境支付的成本，缩短跨境支付的时间，据介绍，现在跨境支付结算的成本比传统支付方式降低了50%。**因为稳定币天然具有跨境性，2023年国际清算银行的报告把稳定币就理解为“欧洲美元”，天然具有离岸性质，更有必要解决好链上和链下衔接的问题。**对于中国，要引入稳定币这样的支付工具，离岸在岸规则需进行更好的衔接，否则会对当地的金融管理特别是外汇管理形成巨大的挑战。

三、不要神话和迷信稳定币，要保持发展数字货币和推进人民币国际化的战略定力

首先，**要改善跨境支付效率，提高跨境支付体验，技术路径并不是唯一的。**第三方支付平台已经开始做到跨境支付，实现了7×24小时提现秒到账。诚然第三方支付平台跨境支付不一定用到区块链分布式账本这些技术，如果稳定币技术确实比第三方支付用的现有技术更好，而区块链是开源式的技术，第三方支付也可以迅速切换到区块链的技术，技术障碍较少。

其次，**跨境支付通试点。**中国内地与香港之间推出“跨境支付通”业务，通过两地快速支付系统的连接，实现了即时到账、零手续费的跨境小额汇款。内地的快速支付系统是2010年建成的，没用到区块链和分布式账本。两地汇款也没用到稳定币，而是自家银行账户里的钱。由于汇款人使用银行 APP 和手机银行等离柜服务，不受银行营业时间和网点的限制。

再次，**要在监管的前提下规范，同时也需要根据各国、各地的情形对稳定币这个工具或技术适当地改造。**鼓励和支持私人部门参与到跨境支付场景中，这样才能鼓励跨境支付的竞争和创新。

最后，美元的稳定币是美元的国际化吗？若该稳定币虽以美元为价值锚定，却未以美元名义直接流通，则能否被视为美元国际化？有个简单的例子，2004年中国在香港试点了个人人民币业务，其中有项重要的业务试点就是允许用有银联标识的银行卡在香港刷卡消费可以直接付人民币。但没有人认为，当时的银联出海是严格意义上的人民币国际化。原因在于，用银联卡在香港透支付人民币，持卡人角度消费的是人民币，但香港商家的角度收到的是港币，由中国银联在境内统一购汇偿还，并不涉及人民币的跨境。**由此可见，美元稳定币虽锚定美元且以美元资产作为储备，但若其以“稳定币”名义而非美元名义流通，则其是否仍属美元本身仍需进一步界定。至少美元是美国的法偿货币，美国政府是认账的。但美元稳定币却不是美国的法偿货币，缺乏主权信用的保障。**

稳定币的多维解析：机遇、风险与冲击

张明 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自张明在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第107期）上的发言

一、稳定币是既不该忽视也不该错过的重大金融创新

当前，全球范围内稳定币有三个重要的应用场景。

1、**在买卖加密货币与加密资产时，稳定币是最重要的交易媒介。**以中国大陆市场为例，尽管境内比特币交易已被明令禁止，但部分投资者仍在参与此类活动。由于传统银行转账渠道在此类交易中无法实现资金划转，投资者通常先行获取稳定币，随后借助互联网渠道完成交易，借以规避现有监管框架。很多加密货币投资者都倾向于把稳定币作为买卖加密货币和加密资产的交易媒介，这是稳定币目前最重要的应用场景。

2、**用于跨境汇兑**。传统跨境汇兑会经过复杂的银行体系，既有参加行，也有清算行，费时费力，跨境银行转账需要几天时间，费用3%-6%不等。而稳定币基于分布式账户技术，可以点对点即时完成，既实现瞬时到账，费用也不到传统跨境汇兑的十分之一。

3、**进行货币替代。**在一些国内经济基本面不好，本币贬值压力较大，国内通货膨胀率较高的发展中国家，稳定币已经成为私人主体争相持有的“硬通货”。在这些国家，货币替代现象已经比较明显。

当前中国政府应高度重视全球稳定币市场的发展，而且积极融入这一浪潮。中国主推的数字人民币定位为零售型央行数字货币，其核心功能在于替代 M0（现金）。因此数字人民币最重要的应用场景是零售，即商户和个人之间的交易。然而，零售场景恰好又是微信支付、支付宝最擅长的领域。在上述竞争格局下，目前数字人民币的发展速度较为有限。在企业对企业、企业对金融机构以及金融机构对金融机构等更为广阔的交易场景中，数字人民币由于当前仅能替代 M0，尚无法覆盖上述需求，导致其应用范围受到显著限制。此外，数字人民币的海外使用场景亦相应受限。这一结构性约束成为数字人民币试点推行已有时日却进展较慢的重要成因。

相较之下，人民币稳定币天然携带使用场景。京东集团已向香港监管机构递交申请，拟于监管沙盒内发行人民币稳定币。依托其庞大的线上零售与供应链生态，京东可为该稳定币提供即时、高频的交易需求。同理，若腾讯、阿里巴巴等互联网巨头相继推出人民币稳定币，其拥有的多元且国际化商业场景将直接转化为稳定币的应用场景，从而构建完整的跨境支付与清算网络。**因此，两条腿走路，同步推进数字人民币与人民币稳定币的发展，可充分借力中国互联网企业在全球市场的竞争优势，显著拓宽人民币在海外各类交易场景中的使用边界，进而为人民币国际化提供强有力支撑。**

中国的资本账户开放是一个渐进过程，目前存在离岸的人民币市场与在岸的人民币市场，这为我国推动两种不同数字货币的发展提供了平台。具体建议是在在岸金融市场进一步推广数字人民币，应尽快把数字人民币的替代范围从 M0扩展到 M1甚至到 M2，从而显著扩展其使用场景。**离岸市场则可以同时推进数字人民币和人民币稳定币。**离岸金融市场不限于中国香港，内地也有不少自贸区和自贸港，其境内关外特点意味着也是准离岸市场。例如，上海自贸区临港片区正致力于打造在岸的离岸金融中心，因此可以在该片区推进人民币稳定币试点工作，人民币稳定币及相关资产可以成为推动在岸的离岸金融中心建设的重要抓手。

二、不要过度夸大稳定币的优点和应用前景

稳定币其实也面临如下问题与潜在风险，未来的发展未必是一马平川。

第一，稳定币是否真的稳定。稳定币通常以高流动性、高信用等级的金融资产作为抵押品，抵押率不低于100%。美元稳定币最重要的抵押品是短期美国国债。然而，该类资产的稳定性并非绝对：正常情况下，短期美债的价格是比较稳定的，而在特定情况下，假定美元国内利率显著上升或者美国爆发了财政危机，短期美债的市场价格可能大幅下跌。一旦出现这种情况，抵押品跌破面值必定会引发挤兑。稳定币体系既缺乏最后贷款人支持，也不具备存款保险机制，挤兑风险可能迅速放大。与线下银行挤兑需物理排队不同，线上挤兑呈现“闪电式”特征，资金可在极短时间内完成撤离，从而进一步加剧风险。

第二，稳定币面临着成本效率与合规深度之间的权衡。稳定币在跨境汇兑环节表现出显著的时间优势与低成本特征。传统银行体系历经百余年演进，其跨境清算之所以周期冗长、费用高昂，并非主要源于银行网络本身，而是源于多重复合合规程序：资金汇出前须完成客户身份识别（KYC），继而接受反洗钱（AML）及反恐融资（CFT）审查，每一道程序均既耗时

亦耗费资源。美元稳定币当前之所以能够实现近乎瞬时到账且费用极低，核心原因在于其合规审查尚未充分覆盖上述环节。**因此，数字稳定币面临成本效率与合规深度之间的权衡：一旦各国监管机构将其纳入既有的跨境监管框架，逐层叠加的合规要求势必侵蚀其现有的时间与成本优势，最终使其运行特点逐渐趋近于当前银行主导的跨境支付清算路径。**此外，稳定币可被用于规避监管。以实施严格资本管制的中国为例，若境内居民能够便捷地获取人民币稳定币，即可通过点对点网络将资金转移至境外，从而绕过现行资本账户管制。鉴于这一情景可能削弱货币政策与金融监管的有效性，预计中国政府对在岸人民币稳定币的推出将会非常审慎。

第三，脱媒风险。数字人民币现阶段仅定位于替代 M0，其初衷在于将央行数字货币对既有央行—商业银行双层运行体系的冲击降至最低。倘若未来人民币稳定币实现快速扩张，传统商业银行的若干核心业务，尤以跨境汇兑为代表、且构成其重要盈利来源的业务，将面临显著分流。因此，数字稳定币的广泛运用可能对现行商业银行体系产生深刻冲击。对于以商业银行为主导的中国金融体系而言，该冲击尤为突出。因此政策层面需预先筹划，以确保中国能够主动融入全球稳定币的发展浪潮，而非被动置身事外。

第四，稳定币规模扩张对一国货币政策效果的影响不容忽视。以美国为例，当前美元稳定币存量约2500亿美元，倘若未来发行量上升至3万亿乃至5万亿美元，且持有人可在稳定币与传统货币之间瞬时、低成本地双向转换，则其对货币乘数、信用传导机制以及金融市场流动性的冲击将显著放大。在此情境下，美联储制定与实施货币政策的效力将趋于下降，政策目标的可控性与精准度亦随之削弱，货币政策框架面临重新校准的压力。

第五，对一国货币主权的影响。该效应可区分为两类国家情景。其一，基本面脆弱的发展中国家。若未来美元稳定币在该类经济体中逐步完成对本币的替代，则本国货币发行能力及市场对本币的接受度将持续下滑，货币政策、财政政策乃至更广泛的经济政策效力均会显著削弱。其二，美国自身。当美元稳定币规模扩张至某一临界点后，美国政府依托传统货币发行进行财政融资的能力或将明显下降。一旦美元稳定币的去中心化程度超出美国政府可控范畴，美国官方对稳定币的态度可能由当前相对欢迎转向相对警惕，并随之提高监管强度。

三、稳定币对国际货币体系的冲击是边际性的而非颠覆性的

当前主流观点认为，美元稳定币的迅速扩张将通过两条机制强化美元的国际地位：其一，稳定币发行机构为维持足额抵押，必须持续购入短期美国国债，从而在美国国债的外国官方持有量下降之际形成新的需求来源，支撑美债市场的可持续性与流动性；其二，美元稳定币在全球稳定币供给中的占比超过95%，显著高于美元在传统跨境支付与国际储备中的份额，其网络效应将进一步巩固美元作为主导储备货币的地位。由此，国际货币体系的演变节奏可能放缓，“三足鼎立”的多极化前景趋于黯淡，“一超多强”格局的延续期将被拉长。该逻辑具有一定的合理性，**但将美元稳定币视为足以颠覆现有游戏规则的核心变量，这个判断恐怕有些过于夸张。**

美元稳定币的抵押品为美国国债，因而稳定币发行方对国债的信用风险、评级变动及价格波动极为敏感。出于盈利考量，发行方难以维持过高的超额抵押比例，通常仅设定100%—105%的储备率。一旦短期美债价格显著下跌，发行方见可能面临大规模赎回压力。与中日印沙等长期持有美债的主权投资者不同，后者关注长期价格稳定，对短期波动的容忍度较高，不会因瞬时价格变化而频繁调整头寸。而以利润为导向的私人稳定币发行机构则必须在短期波动中迅速做出反应，其对美国国债价格的敏感程度显著高于传统主权持有者。所以，未来美元稳定币的规模上升，可能会使美国国债市场稳定性趋于下降，而非上升。

归根结底，稳定币体系的核心取决于能否提供高质量、高流动性、高信用等级金融资产，尤其是本币国债的能力。此外，它还取决于一个国家是否愿意提供金融基础设施等公共产品的意愿。

从上述两个维度观察，美元稳定币的扩张未必能够显著延续美元的国际主导地位。近期美元指数的快速下行已凸显市场的两大结构性隐忧：其一，投资者对美国财政赤字及政府债务可持续性的担忧日益加剧。“漂亮法案”的通过预计将在未来五年内使美国财政赤字占 GDP 比率持续高于6%，并进一步推高政府债务规模。尤其值得注意的是，美国对外净负债占 GDP 的比重已突破80%，达到历史性高位。市场对未来五年内美国是否会爆发财政债务危机的忧虑明显升温。其二，美国履行偿债承诺的意愿受到质疑。正如《米兰报告》所示，其政策路径分为两个阶段：第一阶段为关税战，第二阶段为金融战。核心在于压低美元对全球主要货币的汇率，手段包括推动“新广场协议”，促使欧元、人民币等其他关键货币对美元大幅升值。若该协议未能达成，美国或将对国际官方债权人实施强制性债务重组，将存量美国国债置换

为低息甚至无息、超长期限的新券。此举本质上构成对现有国债的违约，将严重侵蚀美国国债作为全球首要安全资产的声誉，进而动摇当前国际货币体系的基石。

简言之，稳定币的发展即使能够延缓国际货币体系的调整，但延缓能力也是较为有限的。因此不应夸大美元稳定币发展对国际货币体系的影响。这个影响更多的是边际性的，而非颠覆式的。

稳定币冲击下的中国金融安全与人民币国际化窗口

刘锋 中财绿金院首席经济学家

以下观点整理自刘锋在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第107期）上的发言

一、稳定币崛起

从风险视角审视，稳定币的问世对全球金融体系，尤其是中国金融体系，将带来何种潜在冲击，以及中国应如何因应，已成为亟需回答的问题。**稳定币本质上是依托数字化技术提升金融运行效率的支付创新，其初始形态强调“去中心化”，随后又不得不引入中心化机制以解决信用与兑付问题。**中国在该领域的电子化布局起步并不滞后：早在数字人民币推出之前，国内零售支付已高度数字化，支付宝与微信支付覆盖广泛，纸币流通几近消失，支付效率显著领先。数字人民币虽“起个大早”，却因场景渗透不足，短期内难以与已占据生态高位的第三方支付工具抗衡，导致其除在工资发放和生活缴费等外的其它高频场景中的应用进展缓慢。更为关键的是，中国货币体系存在独特的“离岸—在岸”双重结构，二者之间长期以“防火墙”形式区隔，仅通过有限通道实现资金流动。这一过渡性制度安排自确立以来已运行三十余年，但其演进速度明显滞后，成为全球范围内罕见的货币治理案例。

二、美元信用闭环下的中国金融冲击

从风险视角考察，美国已通过立法为稳定币提供正式背书；自2014年 USDT 问世至今，以美元信用为支撑的美元稳定币已运行十余年，美国政府对该业态总体持拥抱态度。反观中国，监管路径呈现明显差异：2017年《关于防范代币发行融资风险的公告》即禁止境内加密货币交易所开展法币兑换业务；2021年《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》进一步将虚拟货币相关业务定性为非法金融活动。当前讨论虽已涉及境外稳定币发展态势，但在中国境内，任何加密货币及稳定币交易仍属被禁之列。这一政策背景决定了稳定币若大规模渗透，将对中国金融体系带来显著冲击。

第一，从美元宏观背景观察，其信用持续扩张的诉求与偿债需求同步上升。通过稳定币的数字化延伸，美元的单极化程度得到强化：当前美元稳定币已占据全球稳定币市场份

额的98%。相比之下，离岸人民币仅发挥支付通道功能——尽管我国跨境人民币结算规模高达96万亿元，但境外存款余额仅3.5万亿元，境外债券存量仅1.2万亿元，形成27:1的流量-存量比，显著高于美元的5:1。由于缺乏足额资产锚定，离岸人民币信用基础薄弱：近期中资房企在境外发行的2000余亿美元债券虽以国内资产为初始锚定，但违约后投资者难以获得实际赔偿，回收率仅百分之零点几，已对人民币国际信用造成实质性损害。在此格局下，首要风险在于美元稳定币的扩张进一步巩固了美元的全球信用闭环。

第二，美债风险与美元脆弱性已深度绑定，稳定币链条的扩张进一步放大了美债发行通道的潜在脆弱性。一旦美债信用受损，稳定币体系将同步暴露于系统性风险之中。鉴于上述隐患，官方正通过增持黄金、配置其他境外资产等方式逐步降低美元敞口。然而，可替代且具有足够存量与优质属性的资产类别极为有限；加之境内与国际资本通道尚未打通，国际投资者对中国资产的配置比例明显偏低，形成“弱配置—弱定价—弱影响力”的循环。造成此局面的关键并非外部因素，而在于自身制度型开放的节奏相对滞后：与经济体量和贸易规模相比，跨境金融服务供给、资本双向流动的便利度仍存在显著障碍。为阻断风险的跨境传递，亟须加快制度型开放步伐，打通资本与金融服务国际循环的堵点。

在支付领域，即便中国与澳大利亚互为第一大贸易伙伴，且“一带一路”框架下对外金融、投资与贸易活动规模庞大，第三方国家间的贸易结算仍有约80%以美元计价。一个值得监管部门深思的问题是：为何中国商户在收到人民币付款时往往被拒收，而对方更愿接受美元。**核心症结在于，中国投资者、消费者及企业，尤其是私营企业，在国际交往中的支付、消费与投资环节仍面临高成本、低效率的痛点。**若人民币稳定币可由官方供给并在境外实现低成本、高效率的流通，上述需求将迅速转向自身体系。反观美元，其既有的金融基础设施与制度条件已相当完备，加之美国政府新近通过立法给予稳定币正式背书，过去十年间加密货币生态在美国、东南亚等地持续活跃，而境内却被严格限制。由此，美元稳定币不仅可能为资本外逃提供新的技术通道，也进一步巩固了美国借助金融制裁实现域外管辖的能力，对俄罗斯的制裁即为先例，并通过稳定币将管辖权延伸至更广泛的跨境支付场景。

三、以制度型开放撬动人民币国际化窗口

支付体系的替代正在持续加速。在国内，电子支付已基本由支付宝与微信支付主导，二者通过与银行账户及信用卡绑定完成资金清算。近期，为缓解境外游客在华支付痛点，

支付宝已打通境外银行渠道，使外部资金得以顺畅流入并使用，标志着支付开放取得实质性进展。与此同时，支付宝与微信支付虽已覆盖多国商户，但主要集中于与中国存在业务往来的场景，渗透率仍处低位。在国际维度，美元本就是主要支付货币，其线上化进程因稳定币而进一步提速：美元稳定币在跨境电商支付中占比已逾42%，在游戏资产结算中更超过65%；在民间跨境支付领域，原先以地下渠道为主的资金流动正迅速转向稳定币，因其具备全天候、低成本、即时到账等优势。数据显示，美元稳定币对东南亚数字钱包的渗透率已达38%，而人民币稳定币的接入率尚不足4%。由此引出的核心问题是：为何中国电子支付起步较早，却在人民币国际化线上场景中形成如此差距？监管滞后、资本管制及反洗钱要求被视为关键掣肘。面对这一局面，外汇管理成为中国当前面临的重大挑战：**既要守住风险底线，又需在制度与技术层面寻求可操作的监管方案，以适应支付体系加速替代的全球化趋势。**

稳定币目前主要集中于支付场景，用于日常买卖。发行方之所以积极布局，并非因为美元资产或美债本身能够提供与40余亿元利润相匹配的收益率，而是其隐含盈利模式必然推动稳定币向资产端渗透。一旦稳定币被用于购置房产、股票或其他资产，资产风险即可能反向传导至货币端，而普通持币者对此缺乏清晰认知。**必须明确区分：以货币形式持有资产的风险，与货币本身的风险并不相同。**此前 P2P 失控即源于资金经多层置换后流入高风险资产，最终信用崩塌却难以监管。外汇领域亦面临同样困境：借助去中心化网络，资金可在多个环节脱离既有监测体系，即便声称与美元或人民币信用挂钩，经过数次周转后，终端投资者已无法实时核验其真实储备状况，风险暴露往往滞后于事态恶化。如何穿透这一信息黑箱，是当前监管亟需解决的核心难题。

2023年我国货物贸易项下外汇储备虽账面增加820亿美元，但实际资本外流压力显著增大，外汇管理部门面临严峻挑战：在数字空间，主权货币的主权属性正遭受稳定币侵蚀，监管难度随之攀升。人民币国际化亦受同一症结掣肘——离岸市场已投放大量流动性，而可抵押资产（股票、房地产等）均位于在岸，信用如何有效挂钩、如何提供持续背书、风险爆发后如何完成清偿，均成为亟待解决的制度性难题。

最后，当前正处关键窗口期：中国在境内支付电子化方面起步早、基础设施完备，技术效率已处于全球领先，主要短板在于规则体系与监管手段的迭代速度。特朗普政府的多边施压客观上加剧了国际市场对美元信用的疑虑，并促使部分经济体寻求“去美元化”路

径；然而，替代资金最终仍回流美债，原因在于其规模庞大且具备“最后一公里”信用。以柬埔寨为例，尽管对华关系密切，美元使用率仍高达80%。在“一带一路”及东南亚区域，人民币国际化虽需时间，却蕴含机遇。核心在于向国际市场提供更多可流通的人民币计价资产，并打通离岸与在岸的诸多环节。笔者近期在义乌调研发现，商户因每笔交易需提交多项单证方可结汇，往往放弃正规渠道，转而选择效率更高的替代路径。问及风险，商户坦言“确实存在，但多年如此，并未出事”，原因在于市场首要解决的是效率问题。

夯实美元替代根基并同步提升技术能力，借此窗口期加速人民币国际化。依托“一带一路”倡议、RCEP 等多边框架，以及中国对东南亚、全球及俄罗斯、中东、伊朗等地区的庞大贸易与能源交易规模，可将人民币使用场景由区域性延伸至全球性，使其成为真正意义上的国际流通货币。**在此基础上，通过扩大交易规模、提升市场深度，逐步增强人民币定价权，实现由被动接受到主动塑造的转变。**

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：