

稳定币系统介绍和解读

➤ 定义

加密货币

在理解稳定币之前需要先理解加密货币：加密货币属于数字虚拟资产，市面上存在的所有加密货币都使用“去中心化”和“区块链”的信任保障设计和加密技术固定了加密货币（例如比特币和以太坊）的“安全性”和“可靠性”。比特币的“去中心化”与写入底层代码的“固定发行量”（2100 万枚）使得货币的供给彻底不存在超发可能性，赋予比特币“稀缺性”。

高价值波动

巨大能量的影响

数字虚拟资产的属性使得该类型的货币有极强的便携性与流通性（手机），加之“去中心化”设计使得其货币具有在全世界范围内的电子设备中的支付、贮藏、流通的能力和作为世界货币的可能，影响范围极广且难以从源头上监管和控制。这些因素在近些年促使了全球范围的资本投机（资）者、灰色资产进入虚拟货币市场，加大了货币的**不稳定性**。（因此比特币也可以理解成容纳了全球范围内的资本能量的货币载体。）

高位平衡

直到现在随着绝大多数有“流入意愿”资本的尽数出现使得虚拟货币价格已经脱离了低估区间（有“泡沫化”的可能）；由于未知投入的大量排尽；虚拟货币的价格已处于平台期（新资本进场所带来的“需求侧水涨船高”已经不再成规模出现）；虚拟货币总体已处在了目前环境条件下的高位平衡的状态。

无供给侧的调节能力

由于许多虚拟币的设定的数量是固定的，意味着货币无法通过改变货币供给量来调节货币的价值。

以上的因素共同作用使得“斩断了供给侧的价值调节能力”的虚拟货币被动具有比其他资产更强的价值波动性。

稳定币

稳定币是一种基于区块链技术的**加密货币**，其核心特征在于通过**外部资产抵押机制**（如法币、国债、黄金等储备资产）或**内生算法调节机制**（如供需动态平衡协议），将自身价值锚定至特定基准（通常为法定货币或一篮子资产），从而实现价格相对稳定的数字资产。简单来说：**稳定币的核心特征在于通过外部资产抵押或内部算法调节维持自身价格稳定的虚拟货币。**

抵押类型

根据是否抵押和抵押类型目前市场主流稳定币可分为三种：

- （1）以法定货币（如美元、港元）作为 100% 储备资产，通过中心化机构托管实现价值

锚定的法币抵押型、

(2) 通过超额抵押区块链资产（如比特币、以太坊、ETH）生成稳定币，依赖智能合约自动清算机制维持挂钩的加密资产抵押型、

(3) 不依赖实体抵押品，通过智能合约动态调整代币供应量，利用市场套利机制维持价格稳定的算法型（非抵押）。

即将到来的变化

目前全球市场即将出现两种特殊类型的稳定币，并且会限制一些区域内的已存在的稳定币发行实体的商业行为并加以监管。

美国国会在 2025 年 6 月 17 日通过《GENIUS Act》“《指导与建立美国稳定币国家创新法》”法案，法案生效后，监管机构计划在 2026 年上半年制定细则并全面落地。

- **准入对象：**法案允许公立银行子公司、受联邦批准的非银行机构、州级许可且符合联邦标准的发行商持牌准入，发行稳定币。
- **资本门槛：**市值超过 100 亿美元的发行人需接受联邦监管（如美联储、货币监理署 OCC），市值较小发行人可选择州监管但需符合联邦标准。
- **透明与监督：**发行人需每月公开储备构成及赎回政策，并由独立审计机构核验。法案规定稳定币必须由美元现金、93 天内到期的美国国债等高流动性资产 1:1 足额支持，禁止使用公司债等风险资产。

香港立法会于 2025 年 5 月 21 日通过《稳定币条例》，定于 2025 年 8 月 1 日生效。《条例》建立全球首个针对法币稳定币的全面监管框架，要求任何人在香港发行法币稳定币，或在香港以外发行锚定港元价值的稳定币，均需向香港金融管理局（HKMA）申领牌照。持牌人需满足以下核心要求：

- **资本门槛：**本地注册公司需实缴资本不少于 2500 万港元，海外注册的「认可机构」（如银行）可豁免此要求。
- **储备管理：**稳定币需 100% 由等值的优质高流动性资产支持（如港元现金、短期国债），储备资产需与锚定货币严格对应，并接受第三方独立审计。
- **合规要求：**持牌人需建立反洗钱系统、披露储备资产信息，并确保高级管理人员常驻香港。

香港金融管理局 2024 年推出稳定币发行人沙盒，作为受监管、可控的小规模试点环境，先行测试业务和风险管理做法，并让监管机构据此细化最终法规。该局共收到 40 多份沙盒申请，最终接纳 3 组参与者进入沙盒：渣打香港、安拟集团、香港电讯组成的团体，京东币链科技（香港）及圆币创新科技。

内地维持严格监管基调。全面禁止交易：2021 年 9 月 24 日《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》明确了虚拟币（稳定币）相关业务属于非法金融活动，境内交易、兑换、定价等行为均被禁止，但允许个人持有。央行联合多部门建立监测平台，切断支付渠道，打击境外交易所向境内用户提供服务。并且在近期倡导各地政府积极展开稳定币与发展结合的研究和学习，向社会科普稳定币的正确观念。

➤ 视角预测

盈利性的发行机构视角

对于发行机构，利用“利差”获利仍然是可行的，甚至将是受保障的。其运转方式本质上

是虚拟资产环境下的特许经营权的模式。

利益

利差：《GENIUS Act》和《稳定币条例》都明确的稳定币的**货币属性**，禁止发行方向稳定币持有方提供利息回报，即 0 利息；同时要求发行方持有 1: 1 的国债（主要）作为抵押，也意味着发行方将会收获国债到期后的本金利息和；发行资产和抵押资产相抵扣后剩余的国债利息是经营机构获得的“利差”。

利差之外，笔者认为持牌机构还会获得许多无形的利益。例如（1）持牌机构可构建稳定币发行、支付、清算的完整闭环平台获得天然的转向平台经济的机会、（2）提升品牌价值与信任度、（3）持牌机构可成为央行数字人民币（CBDC）、虚拟货币、传统金融的**接驳口**、（4）抢占行业的初期话语权。

风险

（1）初始的投入建设和合规的刚性约束磨合导致的适应期风险、（2）存在技术漏洞与操作性风险、（3）法律与政策转变导致的风险、（4）（因新事物）稳定币的信任基础脆弱导致的挤兑风险和流动性危机、（5）反洗钱法合规的技术瓶颈（虚拟货币本身的风险引入导致）。

国家视角

美国：规定短期美债和美金作为稳定币的抵押物可以（1）将美元霸权更好的辐射至虚拟资产、（2）有助于补救美债需求量降低的问题（国际社会对美债已形成规模的减持），将美债风险转至稳定币持有方、（3）加强管控、打击洗钱和黑色产业（4）抢占创新和监管制高点。

中国：只在香港发行内地严格管控，并且规定稳定币与法币（含数字人名币）/国债/受认可的银行存款 1: 1 抵押。此规定有助于（1）：将有助于提升香港金融中心的影响范围，重塑竞争力（2）巩固人名币国际地位，助力人名币国际化、（3）为中国产品出口提供支付的便利、（4）推广数字人名币在国际贸易中的使用占比、（5）为可能到来的趋势（虚拟资产方面）提前部署监管架构和全球性影响的防火墙、（6）测试稳定币在中国香港的影响和发展前景、（7）抢占技术创新的话语权、（8）隔离内地与香港试点，划定影响范围。

使用者视角

对于**使用者**，稳定币的正规化提供了（1）一个资金避风港：可以方便低成本的（在监管下）将加密货币等时刻处在价值波动中的虚拟资产变成稳定币，并且两者可以随时顺畅转换、（2）一个新的跨境支付手段：避开了传统的跨境支付垄断巨头的渠道（例如 VISA、Mastercard），有数据显示成本节省了 50%~99%（一般情况下手续费 1% 对比 0.01%），对于出口贸易商非常有意义、（3）灰色交易：鉴于虚拟货币（比特币）难监控和溯源的特点、不可否认的这也为灰色交易产生的虚拟资产敞开了一个出口、（4）一个货币代替的可能：未来一些交易有直接用稳定币支付的可能性。