



No. 2518

Working Paper

货币金融体系中稳定币的 运作原理与中国的抉择

何 平 孙嘉良 文 稳

【摘 要】 随着中国香港与美国完成稳定币立法，稳定币从民间主体的加密货币实验成为合法的支付工具，必将对经济金融和公共利益产生重要影响。既有文献研究表明，稳定币执行跨境支付中“支付即结算”的支付工具职能，作为价值载体仅仅体现在跨境支付中，而非贮藏手段。稳定币的运行机制表明，其中心化发行结构、储备资产透明度不足及市场赎回机制的脆弱，使其在货币稳定、金融稳定和公共利益层面存在显著风险。中国香港与美国的立法尝试，旨在通过牌照管理、储备披露和合规审计实现制度性矫正。据此，本文主张中国稳定币的抉择必须坚持价值导向与利益权谋相结合、央行主导大额支付与稳定币服务小额支付相结合、审慎实验与沙盒引进相结合的“三原则”。

【关 键 词】 区块链 法币稳定币 跨境支付工具 风险防范

【文章编号】 IMI Working Papers No.2518



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

货币金融体系中稳定币的运作原理与中国的抉择

何平¹ 孙嘉良² 文稳³

【摘要】随着中国香港与美国完成稳定币立法，稳定币从民间主体的加密货币实验成为合法的支付工具，必将对经济金融和公共利益产生重要影响。既有文献研究表明，稳定币执行跨境支付中“支付即结算”的支付工具职能，作为价值载体仅仅体现在跨境支付中，而非贮藏手段。稳定币的运行机制表明，其中心化发行结构、储备资产透明度不足及市场赎回机制的脆弱，使其在货币稳定、金融稳定和公共利益层面存在显著风险。中国香港与美国的立法尝试，旨在通过牌照管理、储备披露和合规审计实现制度性矫正。据此，本文主张中国稳定币的抉择必须坚持价值导向与利益权谋相结合、央行主导大额支付与稳定币服务小额支付相结合、审慎实验与沙盒引进相结合的“三原则”。

【关键词】区块链 法币稳定币 跨境支付工具 风险防范

2025年5月30日，中国香港《稳定币条例》刊登宪报，8月1日正式生效。2025年7月18日，美国总统特朗普在白宫正式签署了参众两院通过的《GENIUS法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act），形成美国首个联邦层面的稳定币监管框架。中国香港和美国的立法活动使稳定币监管制度化和法定化，必将对人们的实际生活和各国经济金融活动产生重要影响。这是经济和金融学者必须直面的重要主题。本文拟就稳定币的以下方面进行尝试性探讨：第一，在梳理既有文献并比较不同数字货币的基础上，辨析稳定币的内涵、外延及功能。第二，在分析民间稳定币的既有实践、中国香港和美国稳定币立法和监管框架指向的基础上，探讨稳定币的功能边界、风险及监管导向。第三，在解读稳定币技术层面的不可控性与货币的国家主权治理之间存在的天然矛盾基础上，提出中国面对稳定币浪潮应当做出的合理抉择。

一、稳定币的既有研究文献与稳定币的性质

既有文献一般性地讨论了平台代币和数字货币问题。Cong et al.开创了一个动态模型分析代币的估值和定价问题。⁴ Li and Mann探讨了代币发行如何帮助新型平台克服用户协调失灵问题。⁵ Cong and Mayer从数字货币竞争视角研究了不同国家在面对数字货币浪潮时的差异化选择。⁶对于稳定币，相

1 何平，中国人民大学财政金融学院教授、中国财政金融政策研究中心研究员

2 孙嘉良，中国人民大学财政金融学院金融学博士研究生

3 文稳，中国人民大学财政金融学院金融学博士研究生

4 Lin William Cong, Yizhou Li, Neng Wang, “Tokenomics: Dynamic Adoption and Valuation”, The Review of Financial Studies, vol.34, no.3, 2021, pp.1105-1155.

5 Jiasun Li, William Mann, “Digital Tokens and Platform Building”, The Review of Financial Studies, vol.38, no.7, 2025, pp.1921-1954.

6 Lin William Cong, Simon Mayer, “Strategic Digitization in Currency and Payment Competition”, Journal of Financial Economics, vol.168, 2025, pp.104055.

关研究主要聚焦于其职能与性质。

（一）稳定币的职能：支付工具与价值载体

关于稳定币的研究，学者近期发表的论文已经对此进行了归纳梳理。¹²³⁴这里主要从货币职能的维度，聚焦于稳定币作为支付工具和价值载体的本质特征。

1. “支付即结算”：作为新型支付工具的稳定币。

从既有实践和立法导向来看，稳定币的首要功能是利用区块链技术发挥跨境支付的“支付即结算”功能，充当新型支付工具。

当买方使用稳定币购买商品或劳务时，在其发起稳定币转账进行“支付”并获得商品或劳务的瞬间，稳定币即可通过区块链技术直接转到商家的账户中完成“结算”，这一过程实现了稳定币的使用者（买方）与商家（卖方）的直接联系。买方的稳定币通过区块链和分布式账本技术直接进入卖方账户，省去了商业银行传统路径产生的成本。

邓建鹏认为，稳定币正逐渐成为主流的革命性跨境支付结算工具之一。⁵孙浩认为，稳定币的核心价值潜力在于支付效率的提升，其链上的支付即结算能力使跨境支付成本从传统电汇的 6% 降至 0.5%，耗时从 3 天缩短至秒，⁶且可实现链上 24 小时的无休服务。分布式账本的透明性和自动化减少了对人工审核和第三方信用担保的依赖，压缩了手续费、汇兑费用及运营维护成本。

2. “价值载体”：价值储藏与分配储蓄的金融工具。

比特币的诞生源于对主权货币超量发行币值不稳的纠正，进而塑造新的价值贮藏载体。由于地缘政治和主权货币发行国特定的国家利益，美元等主权货币充当国际货币的现实不利于国际持有者的金融安全和利益保证。而以美元等主权货币为储备的国家，有可能借助技术革新，获得以稳定币形式调配国际储备的新路径。

Azzimonti 等专文探讨了数字经济、稳定币与全球金融体系的关系。⁷该文聚焦数字经济的潜在发展将如何影响美国债务在全球金融市场中的核心地位，着重分析了稳定币作为价值载体和分配储蓄的金融工具。稳定币作为一种特殊的加密货币，其设计目的在于减缓（乃至消除）美元计价资产

1 沈建光、朱太辉：《稳定币发展十年：趋势、应用与前景》，《国际金融》2024 年第 12 期。

2 邓建鹏、罗敬蔚：《论稳定币的本质属性、运行方式及风险防控》，《新疆师范大学学报(哲学社会科学版)》2025 年第 6 期。

3 黄国平：《稳定币的稳定机制、应用场景与政策启示》，《新疆师范大学学报（哲学社会科学版）》2025 年第 6 期。

4 任屹颖、王剑、朱艺凡、张绪政：《跨境支付体系的双轨演进：货币桥与稳定币的竞合格局》，《国际金融》2025 年第 8 期。

5 邓建鹏、马文洁：《加密资产全球监管趋势与中国因应》，《山东大学学报（哲学社会科学版）》2025 年 7 月 31 日网络版。

6 孙浩：《加密货币技术与金融基础设施创新——从去中心化金融到金融互联网》，《金融监管研究》2025 年第 6 期。

7 Marina Azzimonti, Vincenzo Quadrini. “Digital Economy, Stablecoins, and the Global Financial System”, *National Bureau of Economic Research*, No.w34066, 2025.

等工具的价值波动。从价值来源上看，以主权货币美元为抵押的稳定币的价值载体功能不可能优于美元本身，其可能的优势在于利用特有的区块链技术平台获得吞吐货币储备的灵活性。这样，稳定币可以形成对美元主权货币的替代，对美元的需求形成压力。但无论如何，稳定币或主权信用货币均依赖于制度和政策的维持，而不是单纯的技术问题。与数字记录一样，稳定币作为价值载体与马克思论述的超越时空具有“时间的交换”意义的货币的贮藏手段职能存在根本区别。

（二）数字货币谱系中的稳定币

稳定币并非加密货币、央行法定数字货币、第三方支付及货币市场共同基金的综合体。在基于区块链技术的加密数字货币金字塔谱系结构里，只有与加密货币、央行法定数字货币和平台代币比较，才能准确定义稳定币。

1. 基于算法共识的加密货币和锚定主权货币的稳定币。

加密货币指一个区块链上的原生货币，如比特币、以太坊等。稳定币和加密货币都是基于区块链技术和分布式账本技术发行的，但其中心化程度不同。¹加密货币的鼻祖比特币就是以去中心化的形式发起的。²加密货币完全依托区块链和分布式账本技术运行，交易的记录、验证与确认及货币的发行均由网络中分布式的节点共同完成，具备高度去中心化的特征。它在运行过程中不依赖任何单一主体，系统的安全性和交易的有效性主要以共识算法和各节点的共时互动来保障。稳定币同样基于区块链和分布式账本技术，但由具有中心化的组织或机构发行。USDT 和 USDC 在发行与赎回环节均依赖其发行机构，发行机构负责稳定币与法币之间的兑换以及链上代币总量的调节。同时，稳定币的交易和转移依然通过区块链账本完成，但相关智能合约的部署、储备机制的监控及链上数据的管理多由发行主体集中控制。

稳定币和加密货币的价值保证机制存在根本上的不同。加密货币没有任何区块链下的资产储备，价格完全由市场机制确定。加密货币的信用，源自区块链系统的安全性与不可篡改性，关键基于在分布式系统中针对区块数据有效性实现各节点（即矿工）的广泛共识，价值来源于算法共识导致的稀缺性。³尽管加密货币在技术上采取了共识机制，但从经济机理看并不符合一致同意的货币共识规则。⁴相较之下，稳定币通过与主权货币的锚定来维持其价值机制稳定。法币抵押型稳定币的稳定机制在于通过法定货币或高流动性资产的 1:1 储备实现价格锚定（邓建鹏和罗敬蔚，2025）。当前，规模最大的两个稳定币 USDT 和 USDC 均锚定美元和美元资产，其价格通过市场套利机制维持在目标汇率附近，从而实现相对稳定。以 Circle 公司为例，其发行的 USDC 通过持有短期国债和银行存

1 沈建光、朱太辉、王若菡：《厘清稳定币的四重属性》，《第一财经日报》2025 年 7 月 14 日第 11 版。

2 冯永琦、刘初：《货币职能、货币权力与数字货币的未来》，《经济学家》2020 年第 4 期。

3 李翌、李振：《法定数字人民币：中国特色社会主义“货币文明”的创新——基于马克思货币信用理论的反思》，《经济学家》2022 年第 4 期。

4 姚前：《共识规则下的货币演化逻辑与法定数字货币的人工智能发行》，《金融研究》2018 年第 9 期。

款等高流动性资产进行 100% 储备，并通过定期披露审计报告增强用户对其兑换机制的信心。

2. 充当支付工具的稳定币和作为主权货币数字形式的央行法定数字货币（CBDC）。

从表面上看，稳定币与央行法定数字货币（CBDC）均表现为数字形式，但二者却具有完全不同的性质。

央行法定数字货币（CBDC）是法定货币的数字化，与作为法定货币的现金同质，其背后是国家的信用支撑，具备法偿性，¹代表的是中央银行或国家的信用。²而稳定币看似锚定美元等主权法币，但实际上其信用结构并不依赖主权国家货币当局的直接担保，而是通过托管账户、储备审计与市场流通形成一个由私人机构运行的“链上信用网络”。³姜雪晴和李婧认为，稳定币对法币的挂钩，实际上是一种“借”信用的行为，锚定法币只是发挥信誉“助手”的作用。⁴尽管稳定币发行机构通过声称与主权货币锚定而从主权货币处“借”来了信用，但稳定币发行机构能否长期维持承诺并保持稳定币的稳定性仍值得怀疑。⁵

在履行跨境支付职能方面，稳定币能够提供央行法定数字货币的功能性补充。Cong and Mayer（2025）构建了数字货币竞争模型，强调随着稳定币的发展它将不可避免的与公共部门进行合作。

区块链支持下的稳定币特质是去中心化的节点连动支持，央行不可监测，与央行法定数字货币的中央主导存在着本质的差别。

3. 充当一般支付工具的稳定币与作为特定平台支付工具的非同质化代币（NFT）。

平台代币是通过智能合约在区块链内发行的数字凭证，其功能通常与特定平台所提供的权益、资产或使用权相绑定。平台代币和稳定币的主要区别在于适用范围。有别于加密货币，平台代币并不能作为区块链上的通用交换媒介，而只能在其平台内部用于结算交易，并从平台上的基础经济活动中获取价值（Cong et al., 2021）。

稳定币作为一般性代币，超越特定的个别平台，适用范围更为广泛。从稳定币的应用场景结构看，稳定币已从最初的加密货币媒介发展到跨境支付、DeFi、RWA 代币化领域（黄国平，2025）。同时，稳定币有助于主权货币在国际上发挥交易媒介功能，⁶其以价值稳定为目标，能够在多元化的场景和跨平台环境中承担支付、清算与跨境转移等功能。可见，稳定币是一种具有普遍接受性的代币。

既有研究表明，稳定币是一种基于区块链技术而由中心化机构发行、以特定主权货币和合规金

1 明元鹏、陈伟光：《私人数字货币与央行数字货币的关系解构》，《南开学报(哲学社会科学版)》2023 年第 4 期。

2 何平：《私人数字货币的限度与法定数字货币的未来》，《探索与争鸣》2019 年第 11 期。

3 施志晖、陆岷峰：《从稳定币到数字货币桥：跨境支付体系的制度重构与中国企业的应对策略》，《改革与战略》2025 年 8 月 6 日网络版。

4 姜雪晴、李婧：《数字货币的政治经济学思考：效率、公平与合法性》，《太平洋学报》2022 年第 11 期。

5 Barry Eichengreen, “From Commodity to Fiat and Now to Crypto: What Does History Tell Us?”, Digital Currency, 2019, pp.18.

6 刘东民、宋爽：《数字货币、跨境支付与国际货币体系变革》，《金融论坛》2020 年第 11 期。

融资产为抵押，执行跨境支付工具职能的加密货币形式的代币。稳定币本身并不具有央行法定数字货币的法定货币性质。

二、稳定币的运行机制、风险与立法

为了厘清稳定币的功能和效应，我们以 USDT 和 USDC 这两种典型的稳定币作为个案，从稳定币的既有实践透析其运行机制。在此基础上，以新近颁行的美国《GENIUS》法案和中国香港《稳定币条例》为中心，探讨稳定币法律建构的指向及其对既有稳定币实践的矫正，并从实践和立法之间的拉锯来看稳定币发行和运营所隐含的风险。

（一）稳定币的运行机制及其风险

1. 从两个经典案例看稳定币的发行机制。

Tether 发行的 USDT 和 Circle 发行的 USDC 是当前规模最大的两种稳定币，占全球稳定币的 90% 左右。USDT 是世界最早的稳定币，2014 年 11 月推出，其发行主体 Tether 属于草根逆袭的自行创业。USDC 由 Circle 于 2018 年 10 月推出，它背靠传统重要金融机构，是传统金融的明星企业回应科技金融浪潮的业务拓展。发行商不同的两种稳定币形成了两个路径，可以视为稳定币发展的典型代表。

Tether 是当前规模最大的稳定币 USDT 的发行商，总部位于萨尔瓦多。Tether 最初仅基于比特币的 Omni 层发行 USDT，随后逐步扩展至以太坊、Tron、Solana 等多个公链，以满足不同生态系统的需求。随着全球加密资产交易量激增，截至 2025 年 9 月 7 日，USDT 的发行规模已超过 1600 亿美元，在稳定币市场占据绝对主导地位。Tether 接受用户存入美元并铸造等值 USDT，并将相关资金配置于高流动性的资产组合，如美国国债和现金。Tether 也有 20% 左右的资产投向企业债券、加密货币、股权投资等领域。凭借庞大的资金池及较高收益资产的配置，Tether 在 2024 年实现了 130 亿美元的净利润，远超其他稳定币发行机构。

Circle 成立于 2013 年，是一家专注于金融科技与数字支付的公司，总部位于美国。2018 年，Circle 公司同虚拟资产交易所 Coinbase 合作推出稳定币 USD Coin (USDC)。2025 年 6 月 5 日，Circle 公司在纽约证券交易所成功上市，成为稳定币“第一股”。USDC 与美元严格保持 1:1 的挂钩关系。Circle 将其储备资产全部投资于现金、美国短期国债等现金等价物，具有极高的流动性。USDC 基于以太坊区块链起步，截至 2025 年 9 月 7 日，USDC 的发行规模已超过 720 亿美元。USDC 自创建之初便积极拥抱监管，目前已在美国 48 个州取得相关牌照。通过与美国监管机构合作，USDC 已成为合规性与透明度优势最为突出的稳定币之一。USDC 的推出与美国传统金融机构的支持密切相关。Circle 在成立早期即获得高盛的股权投资，而其发行的 USDC 储备则托管在包括纽约梅隆银行在内的大型受监管金融机构。这一资本与托管层面的双重支撑，使 USDC 与缺乏透明度和合规性的 USDT

形成显著区别，体现出美国金融体系在稳定币市场中的制度性影响力。但由于合规性较高，Circle 的披露、审计、法律等成本支出较高，其净利润低于 Tether。

稳定币运作的简要流程是，发行商运用注册资本构建法定货币、国债等金融商品的抵押资产，通过合作机制建立无国界发行或兑付平台，发行稳定币支持跨国界的商贸、金融和投资等交易，将销售稳定币获得的资金注入抵押资产，通过合作平台扩大稳定币的发行规模。

稳定币市场普遍存在一级市场与二级市场的分级交易机制。¹USDT 和 USDC 的发行与流通均依赖于这两个市场的互动。

稳定币一二级市场的主要参与者可分为三方，亦即发行机构、发行商认定机构客户和终端用户。发行机构本身并不依赖一级市场发行获取利润或获得铸币税，而是通过配置其收到的美元储备资产（如短期美国国债、银行存款等）赚取利息收入。2025 年上半年，Circle 公司收入的 90%以上来自储备利息收入，在 2024 年则高达 99%。²³其次，是服务与产品收费，包括稳定币铸造和回收的手续费、面向机构和开发者的 API 调用费、托管与结算服务费、企业账户与商业支付解决方案等。2025 年上半年，Circle 公司这项收入为 4447 万美元，仅半年就较之去年一整年上涨超 190%，但占其总收入仍不足 5%。

机构客户依靠二级市场与一级市场之间的价格差进行套利获利，终端用户则主要通过稳定币进行支付、结算或投资，不直接从价格机制中获利。

2. 稳定币的应用范围。

根据 World Economic Forum 的数据，2024 年稳定币的交易总额已达 27.6 万亿美元。⁴稳定币在跨境支付中的“支付即结算”功能是稳定币的核心功能，但稳定币的使用场景并非仅限于在跨境支付中购买商品或劳务。黄国平（2025）指出，稳定币的交易场景已从最初的加密货币交易媒介，扩展至跨境支付、DeFi、RWA 等领域。当前，稳定币的使用场景主要呈现三个特征。

第一，加密货币交易和 DeFi 活动的中介工具。根据 CoinLaw 的数据，DeFi 和加密交易占稳定币交易的 67%，远高于跨境汇款（15%）和零售支付（5%）。⁵麦肯锡在其报告中指出，仅“加密购买”（crypto purchases）相关的稳定币使用就达近 20 万亿美元。⁶殷剑峰和吴博（2025）进一步指出，

1 Yiming Ma, Yao Zeng, Anthony Lee Zhang, “Stablecoin Runs and the Centralization of Arbitrage”, National Bureau of Economic Research Working Paper, no.w33882, 2025.

2 Circle, Form S-1 Registration Statement Under the Securities Act of 1933 - Circle Internet Group, Inc., SEC: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1876042/000119312525070481/d737521ds1.htm>, October 9, 2025.

3 Circle, Q2 2025 Earnings Presentation, Circle: <https://investor.circle.com/financials/quarterly-results/default.aspx>, October 9, 2025.

4 Spencer Feingold, Stablecoin surge: Here’s why reserve-backed cryptocurrencies are on the rise, World Economic Forum: <https://www.weforum.org/stories/2025/03/stablecoins-cryptocurrency-on-rise-financial-systems>, October 9, 2025.

5 Barry Elad, Stablecoin Statistics 2025: Growth, Adoption, and Regulation, CoinLaw: <https://coinlaw.io/stablecoin-statistics>, October 9, 2025.

6 Matt Higginson, Garry Spanz, The stable door opens: How tokenized cash enables next-gen payments, McKinsey: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-stable-door-opens-how>

当前稳定币的主要作用仍是加密资产之间的重要中介和沟通 Web3.0 与传统金融市场的桥梁。¹

第二，跨境支付等现实场景中的应用，逐渐呈多元化增长态势（沈建光和朱太辉，2025）。FXC Intelligence 在其报告中指出，2024 年整个跨境支付市场规模约为 194.8 万亿美元，但其中使用稳定币的跨境支付市场总额可能仅仅数十亿美元，在总跨境支付中的占比不到 1%。² 2024 年，Castle Island Ventures 对 5 个新兴市场国家进行调查，数据显示有超过 45% 的稳定币使用者将使用美元计价的储备手段作为使用稳定币的主要目标，近 70% 的使用者曾使用稳定币作为本地货币替代，有 40% 的使用者使用稳定币购买商品或劳务。³ 稳定币正逐步在跨境支付、货币替代和零售市场中积累现实功能。

第三，稳定币误用于真实世界资产代币化（RWA）的项目融资，成为影响金融秩序的破坏力量（详论见后）。

3. 稳定币运营过程中的风险。

在稳定币立法前，有两个显明的制度化风险：作为稳定币的价值稳定机制设定的二级市场导致的风险；在使用范围上将稳定币作为真实世界资产代币化的工具形成的风险。

（1）制度化风险一：二级市场的价值稳定机制所隐含的风险。

稳定币发展经历了算法稳定币、算法与资产混合型稳定币和法定稳定币三个阶段。在前两个阶段，发行商利用二级市场的交易来活跃自身发行的稳定币，以便确立社会信任和提升市场热度。这种稳定币具有证券和基金单位的性质，与锚定的主权货币与资产存在着价值的偏离，成为二级市场的交易对象。

稳定币二级市场的存在形成了巨大风险。第一，参与一级市场申购与赎回的合格机构客户的匿名性存在进行大额非法交易的风险，严重削弱监管当局进行反洗钱、系统性风险识别的能力。第二，二级市场的存在不符合跨境支付中稳定币“支付即结算”的功能要求。第三，稳定币二级市场通过把外汇需求从受控的商业银行体系移入链上与离岸交易，绕开了国家对跨境资本流动的制度性约束，从而削弱了外汇管制的有效性。第四，套利机构在一二级市场的套利行为会扭曲稳定币的功能定位。套利机制的存在逻辑上依赖于稳定币价格的偏离，这与稳定币在跨境支付中的价格稳定功能诉求存在内在矛盾。

二级市场是稳定币以交易维持其价值的机制，在制度设计上是将稳定币定义为具有价差波动收益的证券。这与稳定币作为价值稳定的跨境支付工具的要求背道而驰。

（2）制度化风险二：现实世界资产代币化（RWA）与稳定币的功能扭曲。

tokenized-cash-enables-next-gen-payments, October 9, 2025.

1 殷剑峰、吴博：《构建加密货币与现实世界的桥梁》，《新金融》2025 年第 9 期。

2 Lucy Ingham, The state of stablecoins in cross-border payments: The 2025 industry primer, FXC Intelligence: <https://www.fxcintel.com/research/reports/ct-state-of-stablecoins-cross-border-payments-2025>, October 9, 2025.

3 Castle Island Ventures, Brevan Howard Digital, Stablecoins: The Emerging Market Story, Castle Island Ventures: https://castleisland.vc/wp-content/uploads/2024/09/stablecoins_the_emerging_market_story_091224.pdf, October 9, 2025.

RWA（Real World Asset），与字面不同，实际内涵是“现实世界资产代币化”。2016年RWA由MakerDAO社区提出，指存在于现实世界中具有经济价值的资产，通过区块链技术进行代币化，进而形成可以在区块链上进行交易和管理的形态。具体地说，RWA是通过区块链技术将传统资产（房地产、艺术品、新能源设备、数据等）转化为可分割、可交易的数字代币，从而提升资产流动性、降低投资门槛并拓展融资渠道。

一种误读稳定币功能和RWA融资的观念正在流行。¹在他们看来，稳定币作为链上价值锚定工具，能够为RWA代币化提供交易媒介、流动性和跨境结算支持。现实世界资产代币化可以分为金融资产代币化、实物资产代币化和数据代币化。²这些代币化可上链的资产，抛却了传统金融有成熟法律与制度维持的间接融资模式中银行中介的合规程序，也省略了法律与制度维持的直接融资模式的资本市场纪律约束，其社会信任仅仅依赖于技术设定的自我叙事。私人企业的代币化措置，是在缺乏合规程序的条件下提供了没有可信根据的商品可交易性。

如果将稳定币作为支持RWA的工具，稳定币被误读为“法币资产RWA”，那么这就完全扭曲了稳定币依赖区块链技术从正面改进传统支付方式的功能。当稳定币作为RWA代币化的融资工具时，融资的起点是民间RWA平台的非合规自发行行为引出加密货币形式的代币，进而以法定货币支持型稳定币替代。在稳定币由100%的主权法定货币抵押的情况下，RWA代币置换为稳定币，就形成民间RWA平台的自发行行为对中央银行货币政策和货币供给的“倒逼”之势，给货币金融秩序带来破坏性影响。

可见，利用稳定币来支持RWA，既破坏货币金融秩序，也扭曲了稳定币作为新型跨境支付工具的性质，必须切断稳定币与RWA融资业务的关联。

除了上述两个稳定币实验过程中的既有制度性风险，在立法完成后，基于稳定币的主权货币法定代币特性和技术基础仍然面临着以下三个维度的风险。

（1）稳定币的储备资产模式与货币稳定。

现代金融体系建立在信用货币制度基础之上，非银行私人部门持有的信用货币是由银行创造的。³稳定币的迅速发展威胁传统银行业的稳定性，引起人们的担忧。⁴这种威胁来自两个方面。一方面，稳定币发行机构可能存在和商业银行存款乘数效应类似功能。邓建鹏认为，若监管不到位或储备资

1 孙湛（2025）等认为，RWA能够为实体资产注入流动性、重塑资产价值发现机制。黄国平（2025）认为稳定币与RWA的协同演进不仅能够优化资本配置效率，而且将催生新的金融范式。事实上，郑磊和郑扬洋（2025）进一步建议国家应利用香港的独特优势推动RWA和稳定币的稳健发展，推动传统行业转型。

2 郑磊、郑扬洋：《推动数字技术与实体经济深度融合的RWA》，《山东大学学报》2025年6月19日网络版。

3 孙国峰：《货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判》，《经济研究》2019年第4期。

4 William Chen, Gregory Phelan, “Digital Currency and Banking-Sector Stability”, *Journal of Financial Stability*, 2025, pp.101414.

产不透明（如缺乏独立第三方审计），则很难保证发行方不会超过抵押资产发行稳定币。¹王国刚和孙增认为，如果对稳定币的发行不加制约，只要增加付息（或以其他方式分配收益）功能，稳定币就会成为金融投资对象，它的数额在短期内将以惊人的速度增长，会给正规金融体系带来意想不到的严重冲击。²

另一方面，稳定币发行公司可能会直接或间接地影响传统商业银行货币创造功能。Liao and Caramichael 系统梳理了不同储备资产构成下稳定币对货币创造机制的潜在影响。³他们将稳定币的储备模式划分为三类：一是以 100%准备金存放于中央银行的“狭义银行型”；二是存放于商业银行的“双层中介型”；三是配置现金等价证券的“证券持有型”。在他们看来，只有“狭义银行型”会直接削弱商业银行的货币创造功能，在其余两类模式下，购买稳定币的资金最终都会回流至商业银行体系，对货币创造的影响有限。

（2）稳定币与金融稳定。

从外汇管制的角度来看，已有文献的论述重点大都在反洗钱、反恐怖主义融资等方面。⁴⁵在传统框架下，跨境资本流动通常需经由银行体系与清算网络，不仅受到额度、用途等方面的严格限制，还需履行层层申报与审批程序。而稳定币依托区块链与分布式账本技术，可以绕开官方监管渠道，在点对点网络中快速完成大额跨境价值转移。这种机制相较于传统资本外逃更具隐蔽性与可扩展性，一旦规模化发展，将显著削弱中央银行通过外汇管制调节国际收支与缓释资本流动波动的能力。更为关键的是，在稳定币与法定货币兑换的环节，交易所通常执行的 KYC 和 AML 流程更多停留在合规性检查的层面，⁶难以对资金跨境流动的整体规模和速度形成实质性约束。

从赎回风险来看，重点体现在稳定币储备资产的透明度等方面。⁷当市场遭遇恐慌或出现对稳定币发行方的信任危机时，用户可能集中性地以稳定币赎回法定货币。如果发行方无法以足够的速度和规模出售其储备资产来满足赎回需求，就可能引发“挤兑”。更严重的是，为了满足赎回，发行方可能被迫抛售其持有的高流动性资产，如短期国债、商业票据或银行存款。这种大规模、无序的资产抛售行为可能会传导至更广泛的金融市场，推高短期借贷利率，并对传统金融机构的资产负债表造成冲击，从而引发系统性流动性危机。这与 2008 年金融危机中货币市场基金面临挤兑时的情形相似，但稳定币的全球性和无监管特性可能使这种风险更具破坏性。

1 邓建鹏、邓集彦：《稳定币 Libra 的风险与规制路径》，《重庆大学学报（社会科学版）》2020 年第 2 期。

2 王国刚、孙增：《直面稳定币的风险和挑战》，《中国金融》2025 年第 13 期。

3 Gordon Y. Liao, John Caramichael, “Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking”, 2022.

4 邓建鹏、张夏明：《稳定币 USDT 的风险及其规制对策》，《经济社会体制比较》2021 年第 6 期。

5 吴云、朱玮：《虚拟货币的国际监管：以反洗钱为起点走出自发秩序》，《财经法学》2021 年第 2 期。

6 Jorge C. Crisanto, Johannes Ehrentraud, Diego G. Ocampo, Stablecoins: Regulatory Responses to Their Promise of Stability, Bank for International Settlements, Financial Stability Institute, 2024.

7 郑丁灏：《全球稳定币的系统性风险：监管挑战与应对》，《税务与经济》2021 年第 2 期。

稳定币的全面放开，可能使新兴市场国家面临加密化、美元化的风险。¹稳定币的出现提供了一个新的、更易于获取的“数字美元”替代品。这不仅会限制这些国家央行通过独立货币政策来应对国内经济冲击的能力，还会使新兴市场的经济体更容易受到美国货币政策变动的影响，从而丧失经济主权，陷入“美元化”的陷阱，长期经济发展和金融稳定受到根本性威胁。

（3）稳定币与公共利益。

稳定币还可能通过溢出效应间接影响公共利益。这些效应不仅限于稳定币的用户，还会波及到未使用稳定币的普通大众，给公共财政、社会公平和消费者保护等领域带来深远影响。

稳定币的广泛应用可能对公共财政和社会公平产生负面的溢出效应。稳定币的去中心化和匿名或假名特性使得税务机关难以直接获取客观、全面的涉税信息，这为逃税行为提供了便利。²从金融普惠的角度看，稳定币的应用可能在无意中加剧数字鸿沟。³从监管的角度看，稳定币可能成为非法活动的温床，包括洗钱、恐怖主义融资和网络犯罪。⁴为了应对这些新威胁，政府需要投入大量的公共资源（包括人力和技术）来加强监管和执法。这部分成本最终将由纳税人承担，构成了对公共财政的隐性压力。

关于稳定币给使用者带来的风险，学界聚焦于市场兑付风险（陈卫东等，2025）和信息不对称风险。⁵从监管的角度而言，稳定币给使用者带来的风险，是消费者保护的严重缺失。在稳定币的去中心化特性下，当智能合约出现漏洞或被攻击时，责任主体难以界定，受害者往往只能自行承担损失。

（二）中国香港和美国稳定币立法对既有稳定币实践的矫正

作为稳定币监管法律的美国《GENIUS》法案和中国香港《稳定币条例》，从将稳定币定义为新型支付工具的立场出发，对既有稳定币实验进行了限定性矫正。

第一，稳定币的定义。美国《GENIUS》法案明确以单一美元“支付型稳定币”为立法主体，支付型稳定币是指能够按照固定货币价值进行兑换、赎回或回购的一种支付或结算手段。支付型稳定币的发行人应当维持支付型稳定币与固定金额的货币价值的相对稳定。

从建立国际金融中心的立场出发，中国香港《稳定币条例》为多币种稳定币提供了合规路径。条例以“指明稳定币”为法律条文术语，在对稳定币进行定义时，对稳定币的适用范围进行了说明，

1 陈卫东、张明、李成威、马昀：《全球货币治理：稳定币的影响、风险与对策》，《国际经济合作》2025年第5期。

2 张茜茜：《数字资产的属性认定与税制适用性探析——以美国《FIT21法案》为切入点》，《税收经济研究》2024年第6期。

3 齐爱民、王璐：《全球稳定币法律监管走势与我国法治路径展望》，《新疆师范大学学报（哲学社会科学版）》2025年第6期。

4 吴云、薛宏蛟、朱玮、罗璠：《虚拟货币洗钱问题研究：固有风险、类型分析与监管应对》，《金融监管研究》2021年第10期。

5 张阳：《论稳定币本土发展的规范逻辑》，《交大法学》2025年第5期。

包括购买商品或劳务、清偿债务、进行投资，但并未明确稳定币的使用场景是链上生态抑或现实场景。

美国法案与中国香港条例都明确规定，不允许发行人就其发行的稳定币支付利息。这特别地限定了稳定币作为代币的支付功能，而不是金融资产，消除了二级市场存在的基础。

第二，发行主体的资格。两部法律文档都做出了严格的合规准入限定。根据《GENIUS》法案，三类美国境内的支付型稳定币发行机构，分别是经批准的受保存款机构的子公司、联邦批准的支付型稳定币发行人、州批准的支付型稳定币发行人。根据支付型稳定币的发行规模，法案进一步规定了分级的监管机制。当支付型稳定币的发行规模小于 100 亿美元时，州批准的支付型稳定币发行方仅受对应州的监管机构管理。当发行规模超过 100 亿时，州批准的支付型稳定币发行方需要在 360 天内过渡至美联储设立的联邦监管框架之下，或停止发行新的支付型稳定币，直至规模低于 100 亿美元。法案规定，境外发行方接受其所在地区的监管需为美国财政部认可的与法案有可比性的监管制度、在美国境内金融机构需持有足量的储备资金、需向货币监理署（OCC）登记并接受其监管。法案为所有稳定币发行机构提供了 3 年的豁免期。

中国香港《稳定币条例》规定，稳定币的发行人必须是在香港注册成立的公司或在香港以外地区注册成立的银行，实施严格的持牌制度。发行人的高级管理人员必须常驻香港。发行人的实缴资本不得低于 2,500 万港元（或等值其他货币），并持有足额的优质流动性资产，以保证稳定币 1:1 的兑付能力。条例为当前稳定币的运营商提供了 6 个月的过渡期（至 2026 年 1 月 31 日），以确保市场平稳过渡。这种持牌和资格的资本限定，杜绝了靠击鼓传花式的影响力扩展获得市场信任的稳定币自发生长，也消除了稳定币平台最终不免跑路的“稳定”叙事。

第三，稳定币的储备保证。美国法案对稳定币发行人的储备资产实施严格要求，获准的支付型稳定币发行人应至少按照 1:1 的比例维持其已经发行的支付型稳定币的储备金。其中合格的储备金来源包括：美元现金及硬币、受保存款、到期期限在 93 天内的美国国债、到期期限在 7 天以内的国债质押的回购协议或逆回购协议、货币市场基金、中央银行储备存款。法案对支付型稳定币发行人的运营范围也有规定：（1）禁止支付型稳定币发行人为其发行的支付型稳定币提供收益或支付利息；（2）仅可从事稳定币的发行赎回、管理储备、资产托管等直接支持稳定币发行与赎回的职能。在法案的结尾处，法案也提到了对非支付型稳定币持审慎态度。在储备资产管理方面，法案要求：（1）发行人公布月度稳定币储备资产组成报告，每季度进行独立的会计师审查，规模在 500 亿美元以上的稳定币每年需发布经审计的财报；（2）禁止储备资产被质押、再质押或重复使用；（3）储备资产隔离，储备资产需存放在独立账户中，与托管人自有资产隔离。

根据香港条例，发行机构需对发行的稳定币进行全额储备，储备要求 100% 高质素及高流动性资

产，金管局在《持牌稳定币发行人监管指引》中进一步指出，高质素及高流动性资产可包括现金、存期不超过3个月的银行存款、高信用政府债券等金管局可接受的合格资产。储备资产管理方面要求：（1）稳定币发行人需披露储备资产的构成和市值，需定期披露由合格的独立审计师对其储备资产进行的独立审计报告；（2）发行人必须确保其储备资产与发行人的自有资产隔离；（3）不得收取与赎回稳定币相关的费用。

这种稳定币发行的储备限定及其管理约束，杜绝了立法前稳定币发行机构通过类似商业银行的部分准备金制度进行无节制扩张发行稳定币的行为。同时，这些储备资产是成熟的传统金融监管机构认定的合格资产，而非RWA平台这种民间实体自行定价的资产价值，从根本上割断了RWA代币化融资与作为支付工具的稳定币之间的联系。

中国香港和美国关于稳定币的立法指向，对稳定币的既有民间实践进行了根本的矫正。立法以严格的资本限定、持牌人责任、储备要求、信息披露，与区块链技术相匹配，明确界定了稳定币的支付工具职能。同时，基于稳定币的技术条件，即区块链的天然去中心化和不可控性，两部法律均将最终监管责任定位于财政长官。这既体现了适应金融科技发展为经济生活提供便利的意图，也显示出由政治实体来承担具有实验性质的新型支付工具可控风险的责任。

三、中国稳定币发展的合理抉择

在以“去中心化”为特征的比特币及加密货币领域，我国走了一条严格禁止的道路，从《关于防范比特币风险的通知》（简称《2013通知》）到《关于防范代币发行融资风险的公告》（简称《2017公告》），再到《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》（简称《2021通知》），从发行、交易、结算到服务各环节实施严格封堵。然而，稳定币时代的到来，是现代高新科技介入全球金融领域的必然结果，必须从“风险防控”和“价值认可”相结合的行为逻辑，塑造对稳定币的规制和立法，才能因势利导，发挥稳定币的应有功能。

（一）正确定义稳定币：跨境支付工具，而非贮藏手段

为了对基于区块链技术的稳定币进行合理利用，首先必须在认识上破除两个迷雾，亦即“代码即法律”与“代码（信息）即价值”。

区块链加密货币的中文文献众多，但最基本的文献表明，基于区块链的比特币和加密货币在根本上具有去中心化和不可控的特征，它的运行基于算法共识机制，超脱了传统的法律和制度规则模式。¹其仅仅依靠技术支持的去中心化、匿名性、分布式、公开性，超越国境、主权、既存法律和制度体系，似乎最完美地体现着人类的公理。这种技术性假设仅仅是虚妄的想象，其参与者只是有限

¹ [美]菲尔·尚帕涅：《区块链启示录：中本聪文集》，陈斌等译，北京：机械工业出版社，2018年。

的人群，而过往的跑路者众多，同时算法等技术崩溃的事件不断出现。因此，这种单凭技术支持的行为模式，与其他人类行为一样，必须加以规制和法律约束。“代码即价值”，仅仅看到了真实价值和财富形成和转移的一个小的片段，也就是马克思所称的货币执行流通手段职能那一瞬间“可以符号化”的特性。事实上，“代码”要转换为真实的物质财富，必须有商品与服务供给的责任者，而这个责任人在民族国家共存的当今世界，只能是主权国家。基于这样两点，稳定币的抉择，是一个关乎国家安全和需要法制化的事项，而不仅仅是一个金融和支付问题。

鉴于稳定币本身的便捷特质（以区块链技术省却传统金融中介）和天然缺陷（去中心化运作体现出的不可控），必须从“风险防控”和“价值认可”的合理权衡做出抉择，必须正确定义稳定币的性质和功能为跨境支付工具。比特币诞生的动机，只是解决央行货币的贬值问题，而不是投资标的。

法定货币支持型稳定币，只是主权货币在跨境支付中的一种支付工具。它是主权货币的一种代币，代币的安全和风险由国家法律和稳定币发行人的行为决定，与法定货币的最终责任由国家负责完全不同。有鉴于此，就应对稳定币发行人的准入和行为、稳定币业务的全过程进行全方位的监管和规制。稳定币不是一种货币，但它在行使支付手段功能时，履行着储备主权货币相同价值的功能。稳定币，只是一种适宜区块链技术传输的代币形态。在这个意义上，它是一种价值载体，但决不是马克思论述的具有“时间交换”价值的跨越时空的货币贮藏手段职能。

（二）稳定币抉择“三原则”

在此基础上，中国的稳定币抉择必须坚持如下原则。

1. “价值导向”与“利益权谋”相结合。

稳定币是依托区块链技术发展起来的支付手段，由于区块链天然的去中心化和不可控特征，对稳定币的使用和监管依赖于对“灰色地带”和“黑箱”治理的制度塑造。中国作为负责任的大国，在合理利用稳定币服务于公众的前提下，必须维持传统货币国际汇划和传输的真实性和价值保证，引领国际社会指向维护国际货币金融秩序向健康积极的方向发展。

与此同时，金融作为国际竞争的一个领域，具有相对的独立性。在中国经济体量日益增大的情况下，如何利用新兴科技服务于中国经济战略和国际竞争，是一个需要审慎对待的问题。可以尝试如下战略：第一，以海外人民币为锚定资产发行离岸人民币稳定币，主要服务“一带一路”贸易，提升跨境交易便捷性，推动人民币国际化。第二，以中国持有的数千亿美元的美国国债作为底层资产发行中国版美元稳定币，为中国企业海外业务、中国的国际贸易提供支付工具。

2. 大额支付的央行主导与小额支付的稳定币相结合。

比特币设计的初衷，就是解决点对点的小额现金支付的成本高和不便问题。后续各私人平台的

加密货币发展单纯从追求利益出发，完全抛弃了这个初衷。国际货币的传输，不仅关乎个人和经济主体的经济利益，也关乎国家的货币金融稳定。从安全性和成本角度来看，大额资金的国际汇划，应当坚持各国央行主导。在这方面，mBridge 的尝试已经初见成效。¹

稳定币借助新兴科技，具有快捷和成本低廉的特征。但它抛却了传统支付方式的合规和审查程序，具有天然的“黑箱”操作的不可控特性。让稳定币只服务于小额支付领域，既可实现消除不合理的目标，也能将使用者的风险控制在可以承受的范围之内。有鉴于此，必须对稳定币的使用，做出数额和内容上的切实限定。在数额上，如限定在 30000 人民币（4000 美元）以内。在使用范围上，服务于商品和服务的购买、劳务费汇划和债务偿还，绝不得绕过传统金融的监管，用于 RWA 和其他证券类投资。

3. 审慎实验与沙盒引进相结合。

由于美国稳定币政策的积极推进，国内学界和业界提出主张，中国的稳定币发展应当作为中国金融竞争的重要一环。其理由是，稳定币给中国金融安全带来诸多挑战。第一，存在主流支付体系被边缘化以及法币被替代的潜在危机。国际商贩可直接接受美元稳定币，绕开我国外汇管制等传统支付体系，威胁货币主权与金融安全。稳定币与合规信用卡机构卡组织合作搭建全球化支付渠道，对国内已有第三方支付渠道监管产生冲击。而且，美元稳定币在跨境支付中可能架空传统支付体系，包括中国费大力气构建的多边货币桥、CIPS 等。第二，投资者可通过抛售本币、囤积美元稳定币削弱本币需求。中国稳定币的法律存在缺失，私法层面无法有效保障稳定币合法持有人权益，公法层面不能有效应对美元稳定币带来的洗钱、恐怖融资、资本外逃等问题。²

然而，美元的霸权和美国货币及其稳定币在全球的渗透力，实际上决定于经济和政治等多重因素，其中最为核心的是科技研发的引领地位和国际主导商品的定价权。单纯从金融运作的技术上着眼，不仅不能扩大人民币和金融对中国经济的支持作用，而且极有可能造成无谓的伤害。所以，不妨采取审慎实验策略，先利用香港地区的特殊地位进行有效实验。

在获得可资借鉴的经验后，在国内再行推进稳定币的实际运作。在此前提下，可能的途径有两个：一是科技金融企业凭借科技实力开展稳定币业务，并获得传统的其他金融业务资格，（；）二是传统金融机构利用自身的势力拓展稳定币服务。从金融活动的功能监管而言，除了对稳定币业务的特定监管之外，法定货币支持型稳定币之前的稳定币业务，必须实施传统监管体制给予的外汇和货币金融秩序的穿透式监管。

¹ 任屹颖、王剑、朱艺凡、张绪政：《跨境支付体系的双轨演进：货币桥与稳定币的竞合格局》，《国际金融》2025 年第 8 期。

² 参见邓建鹏讲座纪要：《稳定币的风险、挑战与中国对策》，中国人民大学国际货币研究所，2025 年 9 月 24 日。

The Operation Principles of Stablecoins in the Monetary and Financial System and China's Policy Choice

He Ping Sun Jialiang Wen Wen

Abstract: With the enactment of stablecoin legislation in both Hong Kong China, and the United States, stablecoins have evolved from private cryptocurrency experiments into lawful payment instruments, carrying profound implications for the economy, the finance, and public interests. Existing literature suggests that stablecoins serve as payment instruments facilitating "real time settlement" in cross-border payments with their role as a store of value being limited to cross-border payments. The operation mechanisms of stablecoins indicate that their centralized issuance structure, insufficient reserve transparency, and fragile redemption mechanisms introduce considerable risks to monetary stability, financial stability, and the broader public interests. The legislative initiatives in Hong Kong and the United States seek to address these issues through licensing regimes, reserve disclosure requirements, and compliance audits. Based on these developments, this paper suggests that China's approach to stablecoin regulation should adhere to three principles: a combination of value orientation and strategic interests, the integration of central bank-led large-scale payments with stablecoin services for small-scale payments, and a balance between cautious experimentation and regulatory sandboxes.

Key Words: Blockchain, Fiat-Backed Stablecoin, Cross-Border Payment Tool, Risk Prevention



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn