

No. 2522

研究报告

IMI | 稳定币的风险、挑战与中国对策

邓建鹏



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

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



稳定币的风险、挑战与中国对策¹

一、稳定币的基本内涵和特征

稳定币与所锚定法币保持 1:1 相对稳定兑换比例，不过其“稳定”是相对的。以泰达币或 USDC 为例，多数情况下在二级市场交易或线下购物时可等额视为 1 美元，但也可能略高于 1 美元，极端情况下会低于 1 美元甚至归零。稳定币的 Token 在区块链公有链上运行，交易者在同一区块链账本记账，账本包括以太网、比特币网络、Solana 网络等。区块链是全球一体化账本，点对点交易无需中间环节，到账快，但若发送数额错误，因无第三方中介机构，无法追责索回。

讨论稳定币，实际讨论的是美元稳定币。自 2014 年泰达币出现后，法币支持型稳定币成为主流，其中美元稳定币市值占比最高，达 95%。截至今年 8 月 23 日，稳定币市值达 2600 多亿，到今天已超 2900 亿，增长迅速。市值中泰达币 USDT 和 USDC 占比超 80%，是学术研究重点。稳定币虽市值在六七年前虽然相对较小，但其换手率极高，2019 年时一天换手率高达 500%，一个月总交易额高达 3 万多亿美元，因此影响力巨大。

USDC 的发行公司 Circle 是合规稳定币发行方，其稳定币市值约 650 亿美元，今年 6 月上市，一个月股价翻了 10 倍，引发投资圈轰动。泰达公司员工不到 200 人，去年净利润 137 亿，接近 1 名员工创造 1 亿美元净利润。相比之下，国际信用卡巨头 VISA 有 3 万名员工，去年净利润 197 亿，稳定币的盈利能力和吸引力可见一斑。

稳定币基本特征如下：与央行数字货币相比，稳定币由私营机构发行，它不是国家力量，不是政府力量直接推动。例如泰达公司借助公有链账本实现了去中心化的资产流通，其稳定币在全球一体化的区块链网络中自由流转，包括比特币、以太坊、波卡及 Solana 等网络，这种无国界、跨司法管辖区的流通模式，突破了传统地域与司法管辖界限，从而对传统金融监管体系构成了全新挑战，从研究角度而言，其学术增量可能远大于法定数字货币；与传统支付相比，稳定币无中介机构，支付路径最短、即时到账，支付、清算、结算一步到位。跨境支付手续费是传统支付的 1/10 左右甚至更低，在跨境支付领域优势明显；对全球约 9 亿-10 亿没有银行账户的人而言，稳定币无需银行账户，只要有手机、能上网下载加密货币钱

¹ 作者：邓建鹏 中央财经大学法学院教授、金融科技法治研究中心主任

包即可全球支付，便捷性极高。

稳定币的发行过程如下：授权参与者如亚马逊这类大型机构，向泰达公司申请发行 1 亿稳定币且通过审核后，将 1 亿美元汇入泰达公司银行账户；泰达公司每收到后，便向该机构加密钱包发行 1 亿个 USDT，同时将汇入资金的 10%-20% 作为美元基金储备以应对赎回需求，剩余 70%-80% 则主要用于投资高流动性、低风险的美国 93 天以内短期国债等品种（年化收益达 4.25%），凭借这种商业模式，泰达公司实现了近乎无风险的盈利。而赎回流程主要是授权参与者将泰达币发送到指定钱包，泰达公司出售美国国债获得现金后支付给授权参与者，同时销毁对应的泰达币。

未来，稳定币与人工智能的结合很有前景，亦极具研究价值。当前人工智能在金融领域的应用受限于无法独立开户，人工智能体无法持有现金及完成支付，导致其功能仅停留在智能客服、智能投顾等初级阶段；而区块链技术的匿名性（无需身份识别）与去中心化特性恰好能弥补这一缺陷，使人工智能体通过加密货币钱包实现自主支付。这种结合将彻底改变现实经济规则：例如 AI 智能体可自主为用户规划旅游行程、预订机票酒店，或通过支付稳定币打赏机制激励网民为之创作，实现 7×24 小时无缝交易。相比传统金融受法律约束的局限，区块链上已涌现大量自主发币、智能打赏的实践案例，这种融合不仅可能重塑金融领域的权利义务结构，更将催生全新的交易模式，为未来金融研究提供极具学术价值的突破口。

二、稳定币的风险与挑战

当前全参考国际清算银行、金融稳定委员会等著名国际金融组织的研究报告及个人心得，可总结出稳定币的如下四个风险与挑战：

（一）非法活动与监管规避风险

诸如电信诈骗、贩卖毒品、贩卖人体器官等犯罪行为经常利用稳定币作为洗白巨额收益的工具。稳定币一定程度具有匿名性和假名性，无身份识别，区块链不依赖传统金融规则，为增强匿名性，犯罪者还借助混币器，例如被美国制裁的龙卷风（“Tornado cash”）混币器彻底隐藏身份，甚至朝鲜黑客也通过此类工具规避追踪。更关键的是，稳定币基于非托管钱包的点对点交易特性，绕开了需受监管的第三方实体，使传统反洗钱、反恐融资体系对其失效，极大削弱了金融监管的有效性，成为非法资金跨境流动的“灰色通道”。

（二）对货币主权与货币政策的挑战

美元稳定币跨境大规模使用，侵犯其他国家货币主权。在通货膨胀严重的国家，如津巴布韦、土耳其等，有的一年通货膨胀率达 70%，有的国家一年通货膨胀达 200%，理性人会选择将本国法定货币换成美元稳定币，这种理性选择将直接削弱本国货币的流通需求，形成对法币的替代效应，同时冲击外汇管制等货币主权措施；而传统监管手段对此几乎无效，除非采取断网等极端措施，否则难以阻止资本通过稳定币渠道外流，这无疑对各国维持货币稳定、实施独立货币政策的能力提出了根本性挑战。

（三）金融稳定与系统性风险

稳定币发行机构为追求利益最大化，可能购买高风险投资品，存在风险。如稳定币发行机构早期用美元现金购买比特币，比特币在 2015 年到 2021 年期间波动性大，一天涨跌 30%-70%是常态。

美国监管规则下，稳定币储备资金放银行无联邦存款保险，存在风险。且稳定币多次发生脱锚事件，如算法稳定币 LUNA，从和美元 1 比 1 兑换变成 0.14，最后 500 亿美元市值崩盘为零，导致多人倾家荡产。从历史经验来看，稳定币没有监管，以及没有现实资产锚定的稳定币风险大。

（四）跨境监管协调与合规困境

稳定币依托公有链实现全球无缝流通的特性，导致跨境监管协调与合规面临根本性困境：各国对稳定币的监管态度差异显著，如中国全面禁止、美国有限放开、香港持牌运营，其它一些国家或地区则选择完全无视（自由放任），而公有链的去中心化架构使发行机构天然游离于单一司法管辖区之外，形成与单一民族国家金融监管规则的直接冲突。尽管美国等金融监管强国可通过长臂管辖（如美国财政部下属 FinCEN）强制发行机构合规与海外执法，但弱国监管能力缺失导致发行机构可能在这些国家或地区肆意规避相关法规，这导致相同业务、相同风险、相同监管原则在实践中难以执行，更会引发监管套利乱象；当全球司法机构因稳定币涉电诈、贩毒等犯罪活动频繁要求冻结资产时，发行机构（如泰达公司）在应对数十亿笔跨国司法协助请求时必然选择性司法协助，优先响应美国等强国而忽视弱国诉求，最终使跨境反洗钱合作陷入“强者通吃、弱者无援”的合规僵局。

三、美国稳定币监管框架与潜在冲击

美国今年7月通过《GENIUS 法案》，核心内容中针对稳定币的监管框架颇具看点，尤其对美元稳定币及其监管影响值得深入剖析，这其中也包含着对中国的影响以及中国的立场考量。

从储备要求来看，该法案要求发行机构要么以百分之百储备支持美元，要么持有93天以内的美国国债，流动性强、风险低且收益可观，发行机构只能在现金和美国国债中选择，不能有其他储备形式。监管分级方面，发行市值超过100亿美元由联邦储备系统、财政部、货币监理署监管，低于100亿美元的由州监管，像USDC发行机构由联邦监管，这种“抓大放小”的模式对中国未来出台相关法律监管有参考价值。

透明度与合规要求也是重要内容。法案禁止误导性营销，要求发行者遵守反洗钱和了解客户的规定，进行年度审计财务报表，确保发行透明性。此前，泰达公司在该领域堪称“航空母舰”，自2014年推广以来市值达1700亿美元，但近十年一直缺乏有效监管。其声称每一枚泰达币都有一美元储备资产支持，却长期受到质疑。早期虽有第三方独立审计机构证明其储备充足，但此后七八年无机构敢为其审计，其储备的美元现金曾存放在中美洲不知名国家的银行，这让稳定币持有人忧心忡忡，担心泰达公司暴雷导致比特币暴跌，所以透明度至关重要，美国此规则为行业重塑了规则。

《GENIUS 法案》将发行人作为反洗钱和打击非法金融活动“第一责任人”，要求具备技术能力，在FBI要求冻结涉嫌违法的泰达币时，发行机构能第一时间响应。同时，美国财政部 FinCEN（犯罪执法网络司）要求制定细则，开发新工具监测泰达币加密活动和审查合规计划。该法案对整个加密货币领域意义重大且友好，但其战略意图值得中国金融监管机构警惕。一方面，它为行业制定规则，重塑全球规则，影响全球该领域规则走向；另一方面，固化稳定币和美元、美债的挂钩机制，构建美元、稳定币、美债的完美闭环，鼓励、推动甚至强制发行机构成为美国国债重要买家，强化了美元在国际货币体系中的地位，提高了全球对美元数字化接受度和需求，进一步巩固了美元的国际金融主导权。

《GENIUS 法案》实施后，美元稳定币市值可能快速上升，美国财政部长预计到2028年稳定币可达3万亿美元，当前仅为2900亿，因此有很大的上升空间。稳定币市值上涨可能会创造大量美国国债购买需求，解决过去一两年美国国债需求量下降的风险。同时，该法案将本国规则向全球输出，实现全球稳定币规则重塑。其基本原则如储备金透明度、反洗钱和

反恐怖融资、破产保护和消费者权益保护条款等是行业的共识规则，也值得中国金融监管机构未来参考。

不过，美国的规则也存在一些问题。一是没有储备金的联邦保险保障，一旦出现极端风险可能引发问题，如去年 Circle 约 30 亿美元储备金放在硅谷银行就曾出现风险，导致其发行的美元稳定币 USDC 与美元比例从 1 比 1 降至 0.8。二是稳定币安全基石在目前立法中未受关注，如可验证的储备金透明度、兑付承诺、可预演的有序风险处置以及风险处置流程等未被提及。三是赎回和流动性的实时报告与每日资产净值报告、第三方透明审计等细则，在美国、香港以及欧盟的 MiCA 法案加密资产监管法案中均未全面体现，这些都是未来金融监管研究需要着力探索的。此外，美元稳定币隐私风险大，依托公有链的稳定币转账记录永久存储在区块链上，所有人可查，这可能泄露支付用户的个人隐私和商业秘密，未来监管规则如何保护用户隐私和商业秘密亟待探索。

四、数字货币主权博弈及稳定币的影响

近年来，中美在国际金融领域竞争激烈，给美元稳定币带来影响。2017 年以来中美国际金融体系层面的金融安全冲突加剧，2022 年俄乌战争后美国和欧盟对俄罗斯实施 6000 多项制裁，包括将其从 SWIFT 剔除，引发其他国家对金融制裁的担忧。中国作为经济和金融大国必须考虑应对方案，如去美元化、发行央行数字货币、联合“一带一路”国家搞数字货币桥等，但这些方案存在各种局限，稳定币可能是中国的另一个机会。

过去两年美元有所弱化，美国国债也不那么受欢迎，有金融学家认为美国金融霸权正在衰落，国际金融权力正在转移。但美国的《GENIUS 法案》推动的美元稳定币可能带来新机会，甚至逆转这一趋势。美元稳定币增长迅速，其发行机构已成为美债重要接盘侠，过去 12 个月持有 1280 亿美元美国国债，成为美债前 20 大持有者，超越德国、沙特等主权国家。花旗银行研究报告显示，到 2030 年稳定币持有美债可能飙升至 3.7 万亿美元，若如此将排全球第一，这可能逆转美元霸权衰落的趋势。

在所有稳定币类型中，美元稳定币在过去及未来十年预计最受欢迎。信用货币弱势国家的民众会更倾向于选择坚挺的货币，这会加速信用较弱的其他法币边缘化，甚至影响人民币的国际化。

稳定币发行商还存在货币创造问题。国际清算银行 2025 年报告认为稳定币没有弹性，

但实际发行机构存在货币创导和信用扩张。以泰达公司为例，假设发行机构收到授权参与者支付的 100 万美元现金后（类似 M1），少量现金存银行，大部分用于投资（如购买美国国债甚至黄金等），同时支付给授权参与者 100 万的 USDT，这些 USDT 接近 M2。USDT 本质是泰达公司面对持有人的负债凭据，但持有人拿到 USDT 后可用于支付交易，USDT 基本上承担了货币的功能（类似 M1），相当于凭空创造出货币，存在货币创造。这种货币派生的乘数放大效应会在某个领域推升资产价格，导致细分领域（如加密资产）通货膨胀，挑战了央行的货币创造，目前监管法规对此思考较少，值得从金融学角度深入研究。尤其在早期加密货币领域，这一问题较为严重，曾有人怀疑泰达公司当年是推动比特币价格波动的罪魁祸首。

合规化驱动下，《GENIUS 法案》将稳定币定义为支付工具而非证券，禁止向发行商支付利息，赋予其类型 M1 的货币地位。美元稳定币在法币世界和加密资产世界之间搭桥，为交易所、去中心化金融和非同质化对等生态提供数字化支付和结算媒介，沟通了加密金融和传统金融，重构了这两个领域。它在跨境支付中具有高效率 and 低成本的优势。同时，在线下支付场景中，稳定币逐渐和万事达卡、Visa 卡结合起来，通过充值 USDT 到 Visa 卡，绑定微信支付和苹果支付，可在路边烧烤摊等线下场景消费，不过手续费较昂贵。这种趋势将区块链金融和传统金融联合起来，挑战了传统金融监管规则。

五、稳定币对中国金融安全的挑战与政策再考量

稳定币给中国金融安全带来诸多挑战。一方面，存在主流支付体系被边缘化以及法币被替代的潜在危机。中国虽不像阿根廷那样通货膨胀严重，但美元稳定币依托区块链技术构建高效跨境支付网络，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，导致我国外管局无法掌握外汇资金往来，威胁货币主权与金融安全。同时，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元货币桥、CIPS 等。此外，稳定币依托区块链点对点跨境支付，可能挑战中国金融管制里的“三元悖论”，同时打破资本自由流动、独立货币政策、汇率管理三个目标。

投资者可通过抛售本币、囤积美元稳定币削弱本币需求，尤其在美元理财收益达 4%-5% 且人民币贬值预期下，这种转换行为更为显著；加密货币市场波动更会加剧风险——当比特币等资产价格暴涨时，投资者为抢购比特币会大量将人民币兑换为稳定币，这种高收益与自

动化结算特性不仅挑战传统银行结算模式，更会通过资本外流冲击汇率稳定，使传统资本管制手段面临失效风险。

中国监管政策也存在着一些反思点。2021 年央行等发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，宗旨是严格禁止虚拟货币交易。当时遏制虚拟货币炒作风险有很大的积极意义，但长期来看则出现了制度真空问题。司法层面，这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。而且，央行监管政策产生意外的“涟漪效应”，如 2017 年 9 月 4 日的监管政策出台后，交易平台促成的比特币与法币直接交易渠道被切断，集成稳定币与比特币的交易成为投资人的新选择，这使得稳定币使用量飞速上升，比特币从人民币计价变为美元计价，这并非央行希望看到的。古人云“制度不可不察也，治法不可不慎也，国务不可不谨也”，金融监管政策的推出要慎密思考，避免“运动式执法”。

中国的应对策略需要深思。其一，监管理念要调整，由压制型监管转向协同治理理念。协同治理不是监管者独自决策，如“无币区块链”政策不合理，应让稳定币的各种重要利益相关者，如发行机构、授权参与者、加密货币钱包发行机构、加密货币平台等汇合，共同探讨监管规则，探索创新与风险防范的平衡之道。目前香港监管规则存在过度严苛问题，恐怕本地未来发行的稳定币不大乐观。个人认为相关监管初期可宽松些。其二，构建货币防火墙与提升金融反制裁能力。中国可分步骤、分层次、分区域逐步开放稳定币，以香港为试验田探索经验，逐步形成中国未来监管规则。同时开展多边稳定币合作，优先锚定离岸人民币稳定币发行，再推进在岸人民币发行，与人民币国际化协同。在国际治理层面，与国际清算银行、货币基金组织等推动国际规则制定，提升中国话语权。国内提升监管科技，用 AI 识别异常交易。另外，拓展锚定人民币稳定币的应用场景很重要，如通过 RWA，蚂蚁数科已委托多笔在香港成功发行，未来链上交易可直接用人民币稳定币支付，打开人民币稳定币发展空间。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战和对策	IMI
IMI Report No.2507	《人民币国际化报告 2024》系列五：贸易融资如何促进中小企业融入全球供应链？	IMI
IMI Report No.2506	《人民币国际化报告 2024》系列四：对外投资：中国企业国际化的互利共赢之路	IMI
IMI Report No.2505	《人民币国际化报告 2024》系列三：供应链金融助力全球供应链参与度	IMI
IMI Report No.2504	《人民币国际化报告 2024》系列二：外部冲击下金融支持对供应链及全球经济的影响	IMI
IMI Report No.2503	《人民币国际化报告 2024》系列一：国际货币金融体系如何提升全球供应链包容性和韧性？	IMI
IMI Report No.2502	数据资产入表	IMI
IMI Report No.2501	日本企业出海	中国人民大学财政金融学院课题组
IMI Report No.2415	跨境人民币观察报告（2024 年第 1 季度）	马勇
IMI Report No.2414	中国货币政策取向及前瞻	贾俊雪、刘勇政
IMI Report No.2413	中国财政政策：演进、逻辑与取向	中国人民大学国际货币研究所课题组
IMI Report No.2412	跨境人民币观察报告（2024 年第 3 季度）	IMI 中国数字金融合作论坛
IMI Report No.2411	中国财富管理行业如何做好数字金融大文章——中国财富管理行业趋势报告（2024 上）	中国人民大学 交通银行
IMI Report No.2410	跨境人民币观察报告（2024 年第 2 季度）	IMI



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