

No. 2533

研究报告

IMI | 稳定币的经营模式、 发展影响与监管框架

朱太辉



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

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

国际货币网

1937

稳定币的经营模式与主要争论¹

一、稳定币的经营模式与主要争论

(一) 稳定币的功能属性需要从“加密资产金字塔”来理解

广义的“加密资产金字塔”泛指使用了区块链和分布式账本、加密算法和共识机制等技术支撑的资产，包括央行数字货币（集中式账户与分布式账本兼用）、稳定币、资产代币化（RWA）、比特币等狭义加密资产多个类别，自上而下的链外价值支撑不断弱化、价值（价格）波动性不断加大。其中，稳定币兼具加密资产背后区块链和分布式账本技术带来的去中心化、高效率、可编程等优势，以及法定货币的价值稳定特征，目前稳定币市值在加密资产中的占比在 7.5% 左右，已成为链接加密资产与法定货币、打通加密货币市场和传统金融体系的关键工具。同时，相对于各国的央行数字货币而言，稳定币较好地解决了市场参与主体的激励机制问题。稳定币给发行人带来了显著的投资收益，提高了持有人跨境贸易的支付效率并降低了支付成本，对于一些高通胀国家的持有人而言持有外币稳定币还可以实现货币保值，此外给加密资产投资者提供了投资变现的通道，因而实现了参与各方的“帕累托改进”。此外，稳定币具有四种主要类型，即法币支持稳定币、加密资产稳定币、大宗商品稳定币以及算法稳定币，其中法币稳定币是主导货币。

(二) 稳定币的业务模式并非是完全“去中心化”

稳定币的去中心化主要是因为其在去中心化的公链上发行，交易可以是去中心化的，但发行和托管主要是中心化的。以 USDT 为例，稳定币的业务模式可分为五个主要环节：用户将法货等存入 Tether 的银行账户——Tether 按照 1:1 的价值比为用户创建 USDT、同时将储备资金进行托管和投资——用户使用 USDT 进行交易——用户将 USDT 存入 Tether 公司账户来赎回法货——Tether 销毁 USDT 并向客户支付法币。在这其中，稳定币的发行是中心化的、托管是中心化的、交易是部分去中心化的，同时储备资金的投资收益是稳定币发行人的主要收入来源，如 2024 年 USDC 发行人 Circle 的收益 99% 来自储备资金投资收入。

(三) 厘清稳定币的争论需要回归其业务模式。

当前围绕稳定币的功能属性，市场上存在五个主要争论：一是稳定币是否只是货币形态的变化？二是稳定币是否只是数字支付工具？三是稳定币是否是货币市场共同基金？四是

¹ 作者：朱太辉 国家金融与发展实验室特聘高级研究员

稳定币发行人是否在分享铸币税？五是稳定币是否会导致“货币非国有化”？对于这些争论，需要回到稳定币的产品定位与业务模式来分析。事实上，稳定币是加密资产、第三方支付、货币市场共同基金的综合体，底层利用了加密资产的区块链和分布式账本技术、释放了第三方支付的支付功能、具有与货币市场共同基金类似的价值稳定属性。因此，稳定币是现有法定货币的代币化，并没有创造新的货币，也不存在分享铸币税；稳定币是数字支付工具，但具有去中心化的交易特征；具有货币市场共同基金类似的价值稳定特征，但投资收益是归发行人而非持有人。

二、稳定币的使用场景与发展趋势

（一）规模化趋势：稳定币规模已经进入放量增长阶段

当前稳定币的市值在持续快速增长，已经进入规模化放量增长阶段。截至 2025 年 6 月 20 日，全球稳定币的市值已经达到 2615 亿美元（其中美元稳定币规模为 2533 亿美元），年活跃的稳定币钱包超过了 6.16 亿个。近期花旗的研究报告测算，若各国不断明确监管政策和提供政策支持，2030 年稳定币市值在基准情形下将达到 1.6 万亿美元，乐观情形下或达 3.7 万亿美元。

（二）大众化趋势：稳定币支付快速向实体交易场景拓展

稳定币的发展起始于对加密资产投资交易的结算，是加密资产与法定货币兑换的通道，目前正快速向实体经济支付拓展。自 2024 年以来，稳定币每笔交易支付的平均金额出现了持续下降的趋势，截至 2025 年 5 月，最近 12 个月的稳定币单笔支付金额平均为 4560 美元，最近 3 个月降为 4260 美元，最近一个月进一步降至 3380 美元，也说明稳定币的使用正在从大额的加密资产投资结算向小额的跨境贸易支付、日常交易支付拓展。2024 年 9 月，VISA 对巴西、印度、印尼、尼日利亚和土耳其调研显示，稳定币被广泛用于货币替代、商品服务支付、跨境支付、薪酬支付收取等。同时，Fireblocks 的数据显示，稳定币使用正从交易结算转向支付领域，目前支付公司交易量占比 16%，一年内将增至 50%。近期，沃尔玛和亚马逊等零售巨头宣布正在筹备研究发行自己的稳定币。

（三）合规化趋势：政策层与用户对合规性越来越关注

一方面，稳定币发展的合规性要求越来越高，除了欧洲、新加坡、阿联酋、中国香港等制定了稳定币监管法规之外，2025 年以来在美国稳定币立法的带动下，英国、韩国、澳大利亚、土耳其等 20 多个主要国家纷纷推进稳定币与加密资产立法计划，明确了稳定币发展的

合规要求。另一方面，市场越来越偏好高合规性、高透明度的稳定币。相对于 USDT，USDC 的合规性更高，受市场偏好变化影响，2025 年以来 USDC 的市场份额从 20% 左右提升到了当前的 25% 左右，而 USDT 的市场份额从 70% 左右下降到了当前的 64% 左右。

（四）融合化趋势：稳定币与传统金融体系加速融合发展。

首先，稳定币发行人不断拓展稳定币支付场景，USDT 在阿联酋用于房地产、石油的交易支付，新加坡美罗百货商店和全球连锁零售巨头 SPAR 等都在探索开展稳定币和加密货币支付。其次，支付机构主动探索推出稳定币支付，如支付机构 Paypal、Stripe 已经推出稳定币支付，信用卡机构 Visa、万事达与 Kraken、OKX、Crypto.com 等加密交易所合作，使用稳定币用于日常消费支付，万事达卡还宣布开发推出“多代币支付网络”。最后，主流银行正在尝试推出自己的稳定币，摩根大通将自己稳定币摩根币升级为了区块链支付平台 Kinexys，用于服务金融机构进行跨境支付和外汇结算服务，美国银行、花旗银行、富国银行等大型商业银行商讨联合发行稳定币。5 月 15 日，Fireblocks 发布的调查报告显示，90% 的支付和金融机构已实际应用或计划部署稳定币，仅 10% 持观望态度。

（五）代币化趋势：稳定币带动现实资产代币化快速增长。

当前，现实世界资产代币化（RWA）还处于发展的初级阶段，截至 2025 年 6 月，RWA 的市场规模刚超过 240 亿美元，RWA 的投资者仅为 21 万人，发行人刚超过 190 家。但 RWA 市场的发展速度非常快，最近的 12 个月内规模增长了 260%。2024 年 12 月《世界经济论坛》的分析指出，全球主要金融机构对资产代币化的兴趣持续升温，原因在于其能降低成本、提高效率并减少结算风险。例如，贝莱德通过 Securitize Markets 平台，将美国国债和回购协议代币化，为投资者提供每日分红，截至 2025 年 3 月其链上交易规模已突破 10 亿美元。

三、稳定币对全球货币体系的影响

（一）美元稳定币创造了一种“新的美元循环”，有助于强化美元的国际地位

从市场结构看，美元稳定币占据绝对主导地位。全球稳定币市场发展展现出了“两个 95%”的结构性特征：在稳定币市场中 95% 以上是法币稳定币，在法币稳定币中 95% 以上是美元稳定币，甚至达到了 99%，其中 USDT 和 USDC 的总市值占比在 90% 左右。锚定欧元、澳元、英镑、加元、港元、离岸人民币的稳定币也都已推出，但规模较小。从整体上看，美元稳定币在全球稳定币市场的占比，远远超过了美元在国际经济金融活动中的使用占比，如 2024 年底美元在外汇储备中的占比为 57.8%，在国际支付中的占比为 49.1%。

从投向结构看，稳定币储备资金的大部分投向了美国国债。截至 2025 年 3 月，Tether 发行的 USDT 等稳定币规模接近 1500 亿美元，其储备资产中持有的美国国债接近 1200 亿美元（包括货币市场基金和反向回购协议的国债间接敞口），占比在 80% 左右。同时，截至 2025 年 3 月，Circle 发行的 USDC 等稳定币规模超过 600 亿美元，其储备资产中持有的美国国债超过 555 亿美元（包括美国国债回购协议），占比超过 92%。2025 年 4 月，花旗银行发布的报告预测，按照当前的发展趋势和投资结构，2030 年稳定币发行人持有的美国国债将从超过 1.2 万亿美元，超过任何单一国家持有的美国国债规模。

美元稳定币创造了一种“新的美元循环”，有助于强化美元的国际地位。美元稳定币带动了新的美元环流，即“利用美元购买美元稳定币——美元稳定币广泛用于加密资产、跨境贸易结算、金融交易结算——美元稳定币储备投资美国国债和金融资产流回了美国国内”，“新的美元循环”将会扭转美元在“传统美元循环”下的走弱趋势，进而提升美元的国际地位（2024 年底美元在外汇储备中的占比为 57.8%，为近 30 年来的低位）。对此，特朗普政府顺势而为，2025 年 1 月的《关于促进美国数字资产与金融技术领域发展的行政命令》明确要求“包括通过采取行动促进全球合法、合法的美元支持稳定币的发展和增长等措施，促进和保护美元的主权”。最新的《Genius 法案》要求稳定币储备资金投向美元金融产品，限制境外实体发行稳定币在美国发展，再次体现了美国主导全球稳定币市场发展的思路：美国的稳定币市场发展既要实现美元稳定币主导，也要实现美国发行人主导。

（二）中国应通过渐进模式发展离岸人民币稳定币，作为人民币国际化新抓手

持续推进人民币国际化需要新思路。自 2024 年初以来，人民币国际化与经济、贸易占比相比还有较大差距。一方面，2024 年 12 月人民币在国际支付市场的份额为 3.75%，与 2024 年中国进口规模、出口规模在全球的占比（进口为 10.4%，出口为 14.6%）存在较大差距；同时，人民币在外汇储备、国际支付的占比与美元也有较大差距，2024 年 12 月美元在国际支付中的占比仍在 49% 之上，人民币的占比相对于美元的占比差距拉开到了 45.0%。此外，“央行数字货币桥”是推动人民币国际化的新渠道，但在 BIS 退出数字货币桥，并支持美欧等央行推出的 Agora 项目的情况下，央行数字货币的发展如何寻找更大的共识以及如何吸引更多国家央行的参与，是亟待解决的重要问题。

人民币稳定币是推进人民币国际化的重要抓手。在人民币国际化发展过程中，在没有中资企业参与的跨境贸易和金融交易支付中使用较少，具有单边性色彩。而稳定币具有天然的全球化属性，在推进货币互换、推广人民币支付结算的 CIPS 系统的同时，推出人民币稳定币有助于更好地缓解当前人民币国际化的单边性特征。同时，稳定币与央行数字货币也可以

共存发展。2022 年 10 月香港金管局与 BIS 创新中心合作测试的 CBDC 系统设计项目——Aurum 项目，就是一个央行数字货币与稳定币混合运行的数字货币体系，在批发层建立了两种不同类型的代币——中介 CBDC（央行的直接负债）和由 CBDC 支持的稳定币（发行机构的负债，其支持资产 CBDC 由央行持有），探索了去中心化交易的稳定币与集中化管理的央行数字货币共同运行的模式。

通过渐进可控模式发展离岸人民币稳定币。鉴于人民币稳定币对于人民币国际化的作用，同时考虑到供给侧 Tether 已经发行了离岸人民币稳定币、需求侧国内一些对外贸易商也在接受美元稳定币结算，我国应该采取“先境外离岸后境内离岸”的模式，渐进性地推出和发展离岸人民币稳定币。

一是在时间选择上，在香港尽快推出离岸人民币稳定币，宜早不宜迟。香港已有完善的制度基础、市场基础，港元是传统上的美元稳定币，香港打造国际加密货币交易中心需要人民币稳定币作为支撑。

二是在发展路径上，“先境外离岸再境内离岸”，从香港逐步向国内自贸区自贸港推广。长远来看，仅在香港发行离岸人民币稳定币远远不够，因为香港的市场规模和使用场景相对有限。

三是在锚定币种上，未来在自贸区、自贸港只允许发行和使用人民币稳定币，避免美元稳定币对国内货币主权的冲击。

四是在使用场景上，“先外贸支付、后金融投资”，通过“稳定币+智能合约”，先限定在跨境贸易与金融投资等支付结算场景，之后根据试点情况逐步扩大使用范围。

五是在使用用户上，早期可以限定在“适格投资者”，参考理财的用户筛选机制，确定用户的资产规模和风险偏好。

四、全球稳定币的政策演变与监管框架

（一）稳定币的治理挑战和潜在风险已经越来越清晰

在宏观治理层面，稳定币发展带来的治理挑战主要是三方面。一是对主权货币替代的影响相对可控，可以参考欧盟、阿联酋等的政策，通过限制外币稳定币在境内的使用来解决；二是对货币政策调控的冲击比较有限，国内第三方支付的发展我国货币政策的调控并没有带来大的影响，国外欧洲美元和石油美元的发展也没有影响美联储的调控能力，都是可以参考的案例；三是对反洗钱和非法金融活动监管的影响比较复杂，这是各国政策当局最为关注的

问题，目前看需要通过完善监管制度规则与强化监管技术应用双管齐下来缓解。

在微观风险层面，稳定币发展面临的潜在风险也主要是三方面。一是跟支付机构、银行机构类似，稳定币发行人也会面临信用风险、市场风险、流动性风险等财务性风险，主要跟储备资金投资相关；二是基础设施的技术性风险，如网络稳健性风险、数据丢失风险等，主要跟分类账和验证机制的可靠性和弹性、网络验证和交易处理能力相关；三是客户类风险，涉及欺诈防范治理的有效性、用户索偿的清晰度和稳健性等方面。这些风险防控可以参考数智化时代支付机构、银行机构的监管框架来解决，但要关注区块链和分布式账本技术带来的全球化、去中心化带来的叠加影响。

（二）美国带领全球稳定币政策转向支持合规创新发展

一方面，美国加密政策主线转向“支持创新发展”。特朗普上台后设立了总统数字资产市场工作组，积极推进美国加密货币监管政策制定，加密资产的政策主线回归“支持创新发展”。在发展思路上“四箭齐发”，支持稳定币与加密资产发展、打造战略比特币储备、禁止发行央行数字货币以及支持无需许可的区块链和分布式账本技术创新发展。2025年3月以来，美国FDIC、OCC和Fed都放松了银行机构参与加密业务的监管要求，不再要求事先获得监管批准，新任美SEC主席Paul Atkins明确提出将数字资产（加密资产）的监管方式转变为“理性”的方式，确保美国在加密操作和活动方面成为“世界上最好、最安全的地方”。

另一方面，美国对全球政策演变产生了带动效应。在美国政策转向的影响下，各个国家的稳定币和加密资产监管更加注重促进技术创新与维护金融稳定的平衡。自2020年以来，全球有47个国家放宽或简化了加密货币的监管，而4个国家则收紧了限制，甚至完全禁止了加密货币和挖矿。

（三）全球的稳定币监管的“五支柱框架”已经成型

一是明确稳定币的职能定位与使用范围。当前各国支持的主要是法币支持稳定币（支付性稳定币），同时参考数字支付监管对法币稳定币的使用进行监管，无资产抵押的算法稳定币波动风险太大，目前还没有受到各国监管当局的认可（欧盟、香港、美国）。同时，在稳定币的使用范围上，开放经济体（香港和新加坡等）和全球货币体系主导国（美国）大都支持在境内同时发行本币稳定币和外币稳定币，但大型经济体（欧盟、阿联酋）出于维护货币主权考虑，严格限制外币稳定币在境内使用。此外，为了避免稳定币发展过快对国内银行和支付的冲击，欧盟明确规定稳定币的日交易量做出了限制，并对稳定币市值超过一定规模后提出了新的监管要求。

二是设定稳定币发行人准入和持牌要求。对稳定币发行人实施持准入许可和监管是全球

统一的趋势，各国都提出了明确的稳定币发行人准入和牌照要求，同时各国大都支持银行机构作为法货稳定币的发行人（但要备案）。这背后的监管理念是，目前的银行监管框架比稳定币发行人监管框架更加完整，对银行的监管要求比稳定币发行人的监管要求更严。同时，各国大都要求稳定币发行人不能为稳定币持有人支付利息或收益，不能直接开展放贷服务。这主要是因为各国将稳定币界定为了支付工具，参考了第三方支付机构不能向支付账户支付利息、不能开展贷款业务的监管框架。

三是对稳定币发行人经营实施明确监管。各个国家基本上都在遵循“相同活动、相同风险、相同监管”的监管原则，对稳定币发行人整体上参考了支付机构、银行机构的经营监管框架，提出了资本、流动性和风险管理的监管要求，只是具体的具体措施和标准上存在差异而已。同时，各国都要求稳定币发行机构在本地设立实体（包括离岸稳定币发行机构），聘用一定数量的本地管理者，以此作为落实监管要求、开展监管检查、实施监管处罚的抓手。

四是将储备资金的投资和披露作为重点。为了确保稳定币的价值稳定和防范持有人挤兑，各国都对稳定币发行人的储备资金管理进行重点监管。首先，要求稳定币发行人聘请持牌和监管认可的会计事务所，对稳定币的储备资金规模和投向进行审计，并定期公开发布。其次，要求发行人发行什么货币的稳定币，储备资金就得投向的该货币计价的金融资产，以防范储备资产的货币错配风险（影响赎回效率）和汇率风险。再次，对稳定币储备资金可以投资的资产做出明确限制，主要国债、基金等高流动性高信用等级的资产。此外，各国对稳定币持有人的赎回机制和时限要求、以及发行人破产时的优先偿付顺序等，提出了具体要求。

五是加强对洗钱和非法金融活动的监管。基于区块链发行和交易具有去中心化、全球化、匿名性、可兑换性（兑换成法币）、交易的不可撤销性等特点，且链桥技术加强了不同区块链的互联互通，使得洗钱者可以更容易地隐藏自己身份和资金来源。目前，大部分国家是根据 FATF 的建议制定了稳定币与加密资产交易的反洗钱监管要求，整体上是将对银行等金融机构的反洗钱反恐怖融资监管要求移植给了稳定币发行人、加密资产服务商（含交易所），同步实施或从严实施“旅行规则”是普遍趋势。旅行规则（Travel Rule）要求当金融交易超过一定金额时（1000 美元/欧元），交易双方的身份信息必须随着交易一起传递（“旅行”），以便监管机构能够追踪和防止非法活动。

最后，未来稳定币发展监管还需要前瞻思考三大问题：

一是稳定币的发行和交易具有去中心化的特征，遵循“相同业务、相同风险、相同监管”监管原则、移植现有的监管框架，长期来看是否适用？二是新型技术支撑催生的金融创新，需要用新型技术来改变监管的理念、模式、工具，推行监管数智化转型，稳定币的发行和交

易监管是否采用区块链和分布式账本技术，实施“嵌入式监管”？三是当前的金融监管和治理是国家化的，而加密货币和去中心化金融是全球性的，各国监管当局和国际监管组织如何解决“业务全球化、治理国家化”难题？

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2532	稳定币的发展历程、成败叙事及其对中国的启示	柏亮
IMI Report No.2531	关税博弈维度下的人民币汇率波动与趋势研判	陆利平
IMI Report No.2530	从“参与者”到“定价者”:人民币债市国际化如何乘势突围?	宗良
IMI Report No.2529	AI、大数据与区块链:财富管理的未来已来	田力
IMI Report No.2528	中国传统思想精英对货币形态本质特征及其功能的长期追问	何平
IMI Report No.2527	离岸金融视角下沪港国际金融中心协同发展思考	邓志超
IMI Report No.2526	低利率时代金融机构的韧性重塑之路	高昊宇
IMI Report No.2525	人民币汇率波动与美联储政策预期	管涛
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局?	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
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



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