

No. 2534

研究报告

IMI

稳定币的发展历程、 成败叙事及其对中国的启示

王永利



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

美元稳定币加快发展带来深刻警示¹

一、美元稳定币的出现和加快发展

美元稳定币 USDT，中文称泰达币，作为最早出现的稳定币形态，其白皮书于 2014 年末发布，2015 年 2 月正式投入运营，迄今已逾十年。此类与美元等值挂钩的稳定币诞生根源及其近期爆发性增长态势，需从底层需求分析。美元稳定币的出现本质上是为满足比特币等加密资产发展需求。比特币、以太币等纯链生资产或区块链原生资产，天然具备去中心化、无国界的线上数字化属性。若承认其合法资产地位，则必然存在交易需求，并可能如黄金般成为金融交易的核心标的物，支持现货的即期交易、远期交易，以及期货、期权乃至衍生品 ETF、ETP 等产品。此类交易具备全球化、全天候运作特征，亟需货币计价与清算机制支撑。由此引出的核心问题是：比特币等加密资产能否承担货币职能？当前“加密货币”、“数字货币”等术语存在概念模糊性。货币是价值尺度、交换媒介及可流通价值通证。最根本的价值尺度属性要求币值基本稳定，理论上货币总量需与可交换财富价值总额动态适配，货币供应应随价值总量变化而调整，形成从属映射关系，具有可调性。反观比特币类资产，其总量与阶段性增量受系统规则锁定，无法响应可交易财富价值变动，必然面临货币短缺困境及剧烈价值波动，最终陷入有限供应货币的固有缺陷。比特币与以太币的不可调控供应机制决定其无法承担货币职能，不可能成为真正的货币。加密资产交易需外部货币进行计量清算，但现有法币支付清算体系难以满足其需求。此情形类比电子商务初期：淘宝平台因银行支付体系无法实现无缝连接实时清算，催生支付宝并推动线上支付清算体系快速发展。2014 至 2015 年问世的美元稳定币，正是通过构建独立于银行与 SWIFT 体系的新型支付清算模式，以更高效率、更低成本成为连接加密世界与法币体系的桥梁。

比特币在 2009 年推出后长期未受关注，影响力有限。2013 年以太坊通过将比特币全节点工作量证明机制改良为有限节点权益证明机制，引入智能合约及 ERC20 标准协议，显著降低新币发行门槛，同时启动 ICO 募资模式，为比特币及以太币提供了应用场景。此举推动比特币与以太币价格在 2013 年从 200 美元急速攀升至逾 1000 美元，引发全球社会关注。同期举行的二十国集团央行行长会议对此高度警惕，央行数字货币（CBDC）概念由此提出。需关注的是：与 USDT 同期起步的 CBDC 至今基本上仍处于开发或试点阶段，而美元稳定币已形成

¹ 作者：王永利 神州数码信息服务集团股份有限公司联席董事长

重大市场影响。稳定币发展加速加密资产扩张，后者又反向促进稳定币交易规模增长。然而纯粹虚拟资产交易难以解决现实世界痛点，推动区块链技术向实体经济渗透的探索（如 NFT、RWA 及 Web3.0 基础设施建设）持续深化。此类实践正强化稳定币与加密资产的协同演进，并向现实世界加速渗透。值得注意的是，此前稳定币长期处于监管真空状态。USDT 的注册地归属、储备资产充足性、发行过程杠杆操作等问题均缺乏有效监管。大规模发展虽可能提振美元及美债需求，但长期监管缺位必然冲击美元和美国金融运行体系，并对非美元国家货币主权及外汇管制构成威胁。2024 年特朗普公开支持加密资产发展后，美元稳定币呈现加速发展态势，当前市场热度显著提升，竞争格局亦日趋激烈。同时，加强监管也成为必然趋势。此即美元稳定币演进历程的概要回溯。

二、法币稳定币纳入监管后的新变化

2024 年 5 月 19 日美国参议院初审通过《稳定币创新法案》，6 月 17 日终审通过并即将提交众议院。特朗普催促众议院尽快审议通过，并宣称将快速签署生效。香港立法会于 5 月 21 日三读通过《香港稳定币条例草案》，5 月 30 日正式颁布并定于 8 月 1 日实施。当前美国正加速推进法案在 8 月 1 日前生效。全球多国正加快稳定币及加密资产监管立法进程：新加坡要求未持牌数字服务商于 6 月 30 日前清退离场。当前关于法币稳定币的讨论多基于监管前状态，此认知框架存在偏差，亟需探究监管落地后稳定币可能的变革。关键变化包括：

一、稳定币须持牌经营并满足监管要求。涵盖国际货币基金组织（IMF）标准、反恐融资（CFT）规范、消费者保护条款等。国家监管的强化将显著提升稳定币中心化属性，弱化其去中心化特征。USDT 等早期稳定币可能面临重大合规挑战。

二、监管核心在于抑制稳定币超发。现代信用货币主要通过信贷方式投放，包括央行向商业银行注入基础货币（再贷款等信贷形式）及商业银行向社会信贷投放实现。为杜绝稳定币超发，监管明确要求发行须具备 100% 储备甚至超额储备，实施独立第三方托管，并至少每月接受审计且公示结果。严格执行此机制后，稳定币难以实现超发。部分观点担忧美元稳定币可与美元美债循环创造货币超发，此属过度忧虑，现行监管重点就是杜绝此类风险。

同时，监管禁止稳定币发行人向持币人支付利息或收益。用户以美元资产兑换美元稳定币属交换行为而非存款。即便稳定币存于发行人平台，亦不可计息。若允许付息，将对传统银行体系构成冲击。

这些要求，将强化实际凸显稳定币的代币属性与支付功能，弱化其资产属性与投资收益

功能。

三、稳定币监管还需配套措施协同推进，并强化国际协调。加密资产政策需兼顾创新激励与技术模式发展，严格限制其自由流通，落实反洗钱及反恐融资要求。加密资产交易平台监管将同步强化。监管核心应聚焦法定货币：加密资产间交易若不涉及法币兑换，对现实世界影响有限；但经加密资产中介实现法币兑换且脱离监管，必然引发系统性风险。全球监管协同性将持续增强，无监管的“避风港”模式将不可持续。此即新加坡清理未持牌机构的内在逻辑。

需特别关注美国推动加密资产发展并强化美元稳定币监管的战略意图。全球去美元化趋势源于其自身政策缺陷及国际格局深刻变革。为维系美元国际中心地位，美国亟需拓展具有全球影响力的新应用场景。类比工业革命后石油贸易美元计价体系对美元地位的强化作用，当前区块链加密技术向现实世界渗透的趋势，预示可能形成与现实世界并行的加密世界新空间。若美元能率先占据此潜力领域的制高点，将对美国战略利益产生深远影响。此动态需引起各国尤其是中国的高度重视。

三、法币稳定币发展带来新的思考

美元稳定币的加速发展提出以下警示：

一、法定稳定币与锚定法币的实质关系。纳入监管的等值挂钩稳定币本质是法币代币，无法取代锚定货币。所谓“特朗普意图以新货币替代美元”的论点缺乏逻辑基础。

二、稳定币形态的多样性辨析。除法币等值挂钩模式外，存在算法稳定币（依赖加密资产锚定及算法维稳）、法币-加密资产混合锚定等形态，甚至出现模拟 SDR 的多法币挂钩机制。此类模式风险极高且难具实操性，仅法币等值挂钩型稳定币具备发展前景。该类型即法币代币。代币并非新事物，如中国存在校园饭卡、商场购物卡、电商平台积分等代币形态。但代币必须受货币当局管控，使用范围限定于特定商业生态。当前稳定币因前期去监管化野蛮生长，未来纳入监管后将回归代币本质，接受相应监管约束。

核心思考命题在于，稳定币已实现全球全天候线上化运作，而法币体系为何未能达成？主权货币是否需借鉴稳定币技术模式进行改造以提升效率与国际竞争力？若法币支付效率与成本劣于美元稳定币，其国际化进程必将受阻。多国法币稳定币并存将加剧竞争并重塑国际货币体系，亟需建立国际协调规则与执行机制。

三、货币本质与运行方式的认知更新。货币作为价值尺度、交换媒介与价值通证，其发

展必然趋向无形化、数字化与智能化。不应将货币等同于物理载体（如贝壳、现金），载体形态仅为阶段性表征。当代货币亦不等同现金，更非央行独家创造。商业银行信贷投放的人民币（央行再贷款形成基础货币、商业银行贷款形成派生货币）、支付机构钱包内的人民币均属货币范畴。存款作为货币表现形态，不应与货币本体混淆。“央行货币-银行货币-钱包货币”的分类方式存在概念缺陷。现金终将如贝壳、铸币般退出历史舞台，未来货币将表现为基于智能账户/钱包的数字代码，其加密重点在于账户及转移支付流程而非货币本身。监管框架下的稳定币虽表面为字符串，实则嵌入公钥私钥、持有人实名信息、账户余额、智能合约及监管接口等要素。其账户系统与运行流程的深度加密特性，支持在公共区块链与互联网实现全球节点直连，通过P2P点对点清算大幅提升效率、降低成本。传统专线网络与多环节清算模式必然导致高成本劣势。此技术路径需要重点研究。

四、必须切实加快数字人民币进程

美元稳定币的全球扩张对人民币国际化构成新挑战。若人民币跨境支付清算效率不及美元稳定币，将引发战略风险。需在国家层面重新审视加密资产、稳定币及交易平台的认知框架与政策体系。具体路径包括：依托离岸市场推进人民币稳定币发展，积极参与国际加密资产交易与监管实践以提升竞争力；重点发挥香港特区优势开展先行先试；大陆金融机构、学术机构及监管主体需深化相关研究。当前大陆若无加密资产交易场景，人民币稳定币缺乏应用基础。未来稳定币发行除技术门槛外，需满足高成本合规要求及生态体系支持如低成本获客、服务支撑、交易规模等，否则难以持续运营。中国需决策优先发展人民币稳定币，或通过离岸实践验证技术模式，同时加速数字人民币体系升级。数字人民币在法定数字货币领域仍具先发优势。需强调货币体系需与数字身份认证融合。金融活动必需身份验证，中国公安部国家网络身份认证管理平台已发布网号+网证双模式数字身份系统，支持互联网环境应用，在数字身份建设上中国比较领先。数字货币与数字身份的结合可能形成新国际竞争优势。最后需明确稳定币纳入监管表明国家主权与监管的胜利，而非加密资产去中心化理念的成功；反映区块链技术模式的有效性，而非否定监管必要性。应在严格监管框架下推动行业健康发展。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2533	稳定币的经营模式、发展影响与监管框架	朱太辉
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融入全球供应链？	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