



稳定代币的动因与分类

虚拟货币无法有效履行计价单位、交易媒介和价值储藏三大货币基本职能，客观上阻碍了其自身的应用进程。因此，致力于维持币值稳定（即维持对法定货币的汇率稳定，且兼顾隐私性等特点）的稳定代币应运而生。

稳定代币追求的目标并不等于传统意义上的“货币稳定”。现代中央银行追求的货币稳定目标，大多旨在维持以货币跨期购买力稳定为核心的货币金融环境，传统货币政策操作上以通胀目标为名义锚。而稳定代币普遍选择的目标是维持与法币的汇率平价，本质上是希望“锚定”法定货币体系，以求获得代币价值的稳定。

当前市值最高、使用范围最广泛的稳定代币是Tether公司发行的以1:1比率锚定美元的USDT。在发行过程中，对手方以美元从Tether公司平价兑换USDT，Tether公司承诺流通中的USDT由100%美元存款背书，从而保证USDT与美元的平价锚定。为保证持有者的信心，Tether公司声称通过第三方审计证明自己拥有与USDT流通量对等的美元存款。在技术实现上，USDT借助比特币的Omni层协议在区块链网络上流通，流通数量在区块链上公开透明。由于USDT的发行端由Tether公司控制，流通端与普通虚拟货币无异，因此具有发行中心化、流通去中心化的特点。

除USDT之外，市场上目前还存在或者即将推出的稳定代币还包括TrueUSD、Dai、Center、Basecoin、Fragments、Reserve等产品。根据其背后的代币稳定机理，主要的稳定代币产品大致可分为三类。

第一类是基于法币抵押的稳定代币。此类产品的实现原理类似货币局制度，使用足额法币存款作为抵押物保证稳定代币的价值，代表产品有USDT、TrueUSD等。

第二类是基于数字资产抵押的稳定代币。此类产品允许用户使用数字资产进行超额抵押来产生稳定代币，同时利用写入智能合约中的算法自动进行风险管理，在抵押资产价格低于某一阈值时自动清算，确保流通中的稳定代币始终拥有超额抵押品做背书，从而维持对于法定货币的汇率锚定。比如MakerDao的Dai就属于此类稳定代币的代表产品。

第三类是无抵押的稳定代币。这类产品没有任何资产作为背书，而是利用算法根据当前稳定代币价格自动增发或回收稳定代币，调控供需平衡，从而保持稳定代币的汇率稳定。这类稳定代币意图模仿中央银行的业务操作逻辑，使用算法自动对代币数量进行调控，因此自称为“算法央行”（algorithmic central banking）。由于此类产品无任何资产作为背书，也有人认为它们近似庞氏骗局。Basecoin（Basis）就是其中的代表性产品。



稳定代币试验带来的启示

目前虚拟货币市场体量较小，稳定代币应用还处于初级阶段。IMF今年的评估认为，虚拟货币总市值不到G4中央银行资产负债表的3%，尚不足以对金融稳定性产生影响。但是值得注意的是，稳定代币产品的流通总市值在稳步增长，产品种类不断增加，产品创新活跃度高，流转速度可能快速增加。稳定代币产品的逐步成熟与推广普及，有可能对宏观金融管理造成影响，值得货币当局和监管部门高度重视。

其一，稳定代币希望“锚定”法定货币体系，以求获得代币价值的稳定，较之其他虚拟货币产品，与支付清算、货币市场、跨境资本流动等中央银行业务的潜在关联性更强。从产品试验的角度观察，无论是代币稳定机制的设计优化，还是流通环境的软硬环境建设，都需要现代货币金融理论的指导，是一个复杂的系统工程。由于货币与支付体系广泛存在的网络外部性，未来真正能够存活发展的稳定代币产品可能会呈现“赢者通吃”的结果。

其二，稳定代币可能对跨境资本管理框架带来挑战。稳定代币交易呈现出的小额、分散、高频的特点，提高了自动化监测的难度。稳定代币的“匿名性”“去中介化”等特征，也提高了打击非法跨境资金流动的难度。稳定代币模糊了“离岸”与“在岸”货币市场的边界，对建立在以居民、非居民为划分标准的跨境资本流动管理框架形成冲击。

其三，政府监管的稳定代币与民间稳定代币或有质的不同。近期一些经济体出现了地方金融监管机构批准的稳定代币产品。直观上看，受到监管的稳定代币获得了政府信用的部分背书，有利于提升用户对于稳定代币产品的持有信心。较之原来的民间稳定代币产品，政府监管的稳定代币可以接入商业银行、存款保险、支付清算等金融基础设施和基础制度，实质上在价值内涵上进行了更高阶的“去虚拟化”，货币特征更趋明显。

其四，在数字资产的世界里，数字法币的缺失是问题的根本，稳定代币的出现一定程度上是这一症结的体现。以人工智能、量子信息、物联网、区块链为代表的新一代信息技术正在加速突破应用，区块链体系可能成为未来数字经济的重要基础架构。央行数字货币的设计与研发需要考虑对接与兼容基于区块链系统的交易结算服务，助力数字经济发展。

■[本文得到国家重点研发计划（批准号：2016YFB0800600）资助，仅代表个人学术观点，与任何机构无关]