



Tether最初被称为Realcoin，由Brock Pierce、Craig Sellars和Reeve Collins于2014年创建。在创立Tether之前，三位联合创始人中的两位参与了一个名为Mastercoin（后来更名为Omni）的项目。Mastercoin的任务是允许用户在比特币协议的基础上创建自己的虚拟货币。为了这个目的，Mastercoin基金会在Bitcoin的顶部开发了一个额外的层，这将作为2014年10月发行第一个Tether令牌的技术基础。

Tether增长的关键驱动力之一是它在加密货币交易所上市和分销。Bitfinex作为最大的加密货币交易所之一，在推动Tether代币USDT捆绑交易方面发挥了关键作用。尽管两家公司的官员均予以否认，但多个迹象表明，Bitfinex和Tether有着密切的关联。

2015年，当Tether代币首次在Bitfinex上交易时，它们的交易额微不足道。然而，随着加密货币增长，Tether稳定币的需求也在不断增长。截至2017年年中，Tether的市值已超过1亿美元（见图1）。与此同时，Bitfinex用户的美元提款请求曾出现过严重延迟，此后不久，有传言称Bitfinex被切断了与美元电汇业务的联系。与此同时，众多加密货币交易所，如Kraken、Binance和Huobi，决定将USDT捆绑交易对上市。这种支持使得Tether代币能够迅速在加密货币交易生态系统中传播。通过提供另一种结算法制，Tether可以绕过传统的电汇。尽管代币用户无法提取美元，但Tether允许他们在交易所之间转移与美元挂钩的代币，而不会受到加密货币价格波动的影响。

在2018年加密货币崩溃后，一篇文章发表，声称Tether被用来抬高和操纵比特币价格。有人认为，加密货币交易所可能有既得利益，以继续分销Tether，并在总体上促进使用稳定币来增加交易量。此外，稳定币为加密货币交易所减少对不稳定银行关系的依赖提供了一个机会。

鉴于对类似Tether的稳定币的强劲需求，从2017年底开始，新玩家纷纷入场。例如，在2018年，TrustToken、Paxos、Gemini和Circle都推出了锚定美元的稳定币/stablecoin。这些项目促进了Tether变得更加可靠和可信，在其储备管理方面提供了更高的透明度。请注意，所有这些stablecoins主要是为了在加密货币空间内进行竞争而设计的。项目的激增也激发了对如何设计稳定机制的探索。例如，一个名为MakerDAO的项目建立了一个分散的稳定代币DAI，其储备将由其他加密货币组成，并通过以太坊智能合约完全上链管理。另一个名为Basis的项目筹集了1.33亿美元，目标是推出一个算法加密货币协议，声称在不需要锚定任何资产的情况下创建一个通过算法稳定的数字稳定币。然而，值得注意的是，Basis团队决定关闭该项目，因为它没有应适用于美国证券监管。

与加密货币社区的稳定币发展同步，大型公司开始尝试区块链技术——主要用于大规模交易。例如，瑞银（UBS）在2016年发表了一篇论文，介绍了所谓的公用事业结算币（Utility Settlement Coin），金融机构可以用它来促进跨境支付和结算，[28]。2018年，麻省理工学院提出了Tradecoin的概念，即多个“赞助商”组成一个财团，在这个财团中，他们可以将自己的资产代币化，并在此基础上构建一个数字现金系统。发起人向集体所有的资产池贡献资产，并从财团获得商业代币作为交换。财团资产池由一家银行管理，以保证商业代币与实际资产基础的充分支持。然后，财团可以使用他们的商业代币作为资产基础，向零售用户发行电子现金代币。2019年初，摩根大通宣布，它将成为第一家创建代表法定货币的数字代币的美国银行。虽然这些项目不一定能与类似Tether的稳定币相媲美，但它们似乎确实受到了人们对新型数字货币形式兴趣不断的推动。

2019年6月，Facebook宣布推出新的全球数字货币Libra的计划。Libra项目立即引发监管部门的强烈反对。例如，法国财政部长布鲁诺·勒梅尔（Bruno Le Maire）说，“任何私人实体都不能有货币权力，这是国家主权所固有的。”。2019年8月和10月，欧洲央行（ECB）和国际结算银行（BIS）的出版物紧随其后，讨论了与稳定币相关的潜在风险。

## 五、术语

在这一节中，我们首先简要讨论了稳定币/stablecoin的词源，然后回顾标准stable coin定义的优缺点。然后我们指出了stablecoin术语的一些困难。接着，我们简要

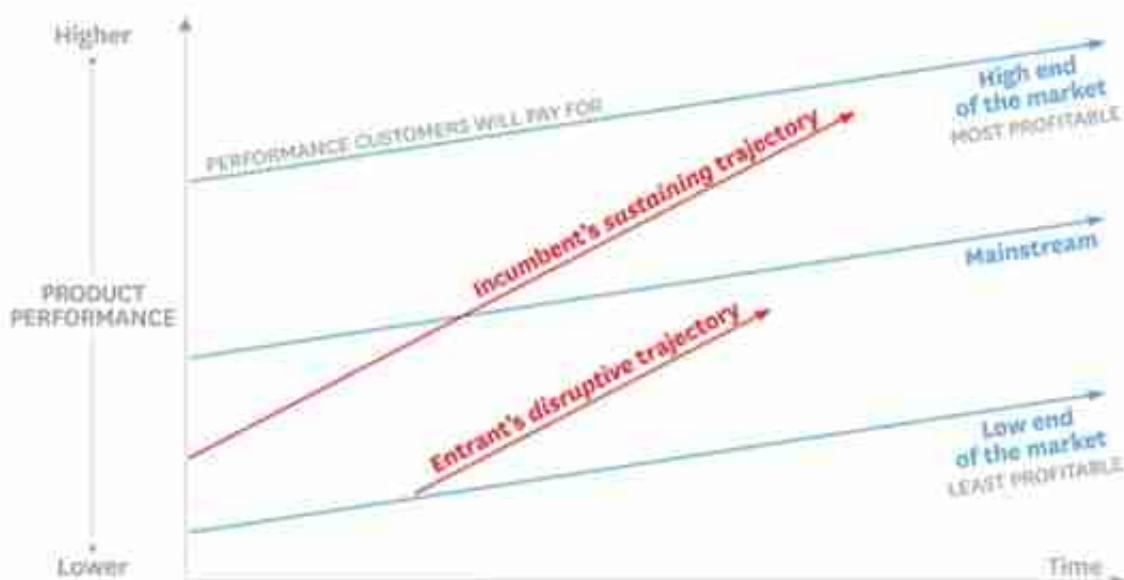
回顾了克里斯滕森 ( Christensen ) 在稳定币创新背景下的颠覆性创新理论，最后给出了稳定币创新的新定义。

## A、词源-从比特币到稳定币

在2008年之前，“硬币”一词明确地与实际的实物硬币联系在一起。然而，比特币的出现导致了这个词的再文本化（数字化，recontextualisation）。人们不禁要问，为什么比特币在当时没有被命名为比特现金（Bitcash）或比特钱（Bitmoney）。但随着比特币的出现，单词coin经历了语义上的变化。它的用途现在扩大到数字经济。

随着加密货币项目数量的增加，数字货币术语的兴趣也随之增加。从Litecoin到Dogecoin，数字铸币非常流行。随着大量固有的不稳定数字货币的出现，区块链社区开始探索区块链是否也可以用于创建更稳定的加密货币，或者换句话说，稳定的代币。

谷歌趋势（Google Trends）的数据显示，stablecoin一词最早出现在2013年末。它的出现恰逢对万事达币/Mastercoin的搜索量激增（见图2）。如第四节所述，万事达币为Tether奠定了基础，并使当时模糊的稳定币概念成为现实。因此，无论从概念上还是从词源学的角度来看，万事达币和稳定币都紧密地交织在一起。



SOURCE: CLAYTON M. CHRISTENSEN, MICHAEL BAYNOR, AND RORY MCDONALD  
FROM "WHAT IS DISRUPTIVE INNOVATION?" DECEMBER 2011

© HBR.ORG

把克里斯滕森的颠覆性创新理论来理解稳定币，让我们考虑三个例子：Tether、大摩币（JP Morgan Coin）、TradeCoin和Libra。

1) Tether表现出颠覆性创新的特征。原因如下：首先，它起源于一个被现任者忽视的低端市场（见第四节）。Tether提供了一个足够好的产品，可以帮助加密货币用户在不需访问传统支付系统或银行服务的情况下，以接近美元的价格进行交易。其次，Tether开始向高端市场转移。在超过100家交易所上市，包括Coinbase等保守的交易所，无论是主流还是高端机构客户（如贸易公司）都开始使用Tether。此外，Tether正在扩大规模，以支持其他区块链网络（如以太坊、Liquid、Tron）和货币（如欧元、人民币）。

2) JPM Coin展示了持续创新的品质。支持这一观点的原因有两个：第一，代币旨在使银行间清算和结算更好。这些服务在JPM代币之前就已经提供了，但代币的推出是为了使流程更快、更高效。其次，目标客户群显然位于高端市场（因为JPM Coin只面向机构客户），而不是面向主流或低端客户。因此，JPM币遵循了持续创新轨迹。

3) TradeCoin代表了一种颠覆性的创新。它的主要目标是让资产支持的货币获得新的生机。在其成熟的状态下，直接转矩控制可以作为当今法定储备货币的一个强有力的替代品。

4) Libra/天秤币的创新质量取决于其走向市场的策略。如果（1）它最初确实专注于低端市场，并且（2）随后向上移动市场，那么它可能被认为是一种颠覆性创新。根据Libra的网站，Libra的愿景是为17亿未开户的用户提供支付服务。无银行的人口是一个低端市场，传统上被在职者忽视。天秤币的每一个创始成员都拥有全球影响力和雄厚的财力，他们最有能力将自己的愿景变为现实。如果Libra兑现了承诺，有朝一日在无银行的市场独占鳌头，它就有强大的潜力进军高端市场，并最终颠覆传统的支付服务。

虽然错过一个潜在的持续创新可能只会产生很小的影响，但未能发现一个破坏性创新对现有企业构成了生存威胁。随着分布式账本技术（DLT）的兴起，金融服务领域已经挤满了看似创新的支付解决方案。与此同时，越来越难以将真正新的支付解决方案与以创新为幌子的方案分开。因此，我们主张更谨慎地使用稳定币stablecoin这个词来标记真正具有破坏性潜力的新货币形式。同时，我们建议避免使用稳定币/stablecoin这个词来标记那些现有的或用新技术稍加改进的产品。

#### D、稳定币的新定义

我们为稳定币提供一个更加紧凑的新定义，捕捉他们的基本特点，易于使用。我们确定了稳定币的三个基本特征，并将其与其他货币形式区分开来。

稳定币具有以下三个属性的数字值单位：

- 1) 它不是一种货币，
- 2) 它可以在不与发行人交互的情况下直接使用，
- 3) 它可以在二级市场上交易，就目标报价货币而言，价格波动性很低。

使用这个定义的好处如下：首先，它是技术中立的，关注稳定币的底层概念元素，而不是它的实现细节。其次，它与现有的货币形式相互排斥（类似于欧洲央行的定义）。这个属性使得这个定义对于识别具有破坏性潜力的真正新的稳定币形式非常有用。第三，它突出了稳定币不同于以往已知支付系统的独特之处。稳定币可以在不需要与发行人直接交互的情况下使用（例如，用于点对点传输），它们可以在二级市场上以某种可靠和“稳定”的价格进行交换。

## 六、稳定币的分类学

### A、回顾

大多数分类法根据其抵押锚定的机制的不同对稳定币进行分类。例如，一些作者建议区分法定的、商品的、加密的和非抵押的稳定币。其他人建议按链上、链下和未抵押的稳定币分组。另一些人则将完全法币抵押的、部分法币抵押的、加密资产超额抵押的、动态稳定的和资产抵押稳定的区分开来。由于担保抵押类型的分类法已经众所周知。我们不把重点放在抵押锚定分类上，而是指出稳定币的一个简单而揭示性的二分法：即稳定币是否具有法偿性，如果是一种法律要求，即它的运行需要一个有效的法律体系，或者即使没有任何机构的情况下，它也能起作用。前者是作为借据发行的，如果发行人未能兑现承诺，可能会被追究责任。后者是自我维持的，因为稳定机制不依赖任何机构，也不依赖一个正常运作的法律制度。稳定币经常被审查的原因，如去中心化程度和系统的开放程度，与代币持有者的法律要求的存在或不存在高度相关。例如，如果一枚代币没有相关的法律要求，那么这个系统很可能是去中心化的，责任低，公开性高。由于稳定币系统通过其网络效应，它不太可能因为自身的原因而受到限制，而是会由于监管和法律的限制。如果法律和监管结构允许这一体系开放，那么它很可能会开放。

### B、三重分类：

稳定币的公允价值应等于其预期可赎回金额。对稳定币可赎回性的信任可能基于不同的理论基础。作为现有分类法的扩展，我们提供了一个额外的分类来反映这些不同的可赎回性原理，将稳定币分为三类：

- 1) 基于赎回：这些代币可以有两种形式：第一，代币持有者有直接的法律强制执行权利，根据预先确定的参考资产（如法定货币或商品）的金额或价值，赎回他们的资产。例如，Circle在其对USDC的条款中声明，“将USDC发送到另一个地址即将分配给该持有人的锚定资产赎回权利自动转移，即将USDC兑换成美元基金的权

利转移给后续持有人”。此外，预付费支付系统中的电子货币或商业银行货币也属于这一类别。第二，代币持有者可能受益于一种传递索赔请求（a transitive claim），即他们可能无权自己赎回代币，而是必须通过传给第三方代理。例如，双层稳定币系统，比如Libra提出的，其中一些特权用户（“授权经销商”）有权兑换，而其他用户没有，都是基于传递索赔的思想。

2) 基于信任：这些代币的持有者相信发行人的良好商业信誉，假设他的代币是可赎回的，没有任何法律权利。发行人通常会促进代币的储备，但不包括任何赎回权利的条款和条件。例如，TrustToken在其法律条款中声明，“公司本身不保证任何赎回或将TrueCurrency代币兑换为法定货币的权利”。

3) 基于技术：这些是代币，技术被用来自主地引导价格稳定，例如，使用智能合约来存储和管理加密资产抵押品。这些系统不依赖于法律请求或对发行实体良好意图的信任。相反，用户对可赎回性的期望是由他们对底层技术和实现的信仰所驱动的。例如，链上抵押和算法稳定属于这一类。

为了将我们的观点放在更广泛的背景下，我们参考了国际货币基金组织（IMF）的货币树（见图4）。货币树标识了五种不同的支付方式，即B-money、e-money、i-money、央行货币和加密货币。根据我们的定义（见第V-D节）和分类法，赎回和基于信任的稳定将包括I-money和部分E-money。基于技术的稳定货币与国际货币基金组织对“管理货币”的定义一致。我们可以看到，我们的框架至少部分符合国际货币基金组织的分类——特别是在基于债权存是否的差异方面。