

稳定币与加密资产的分类监管：逻辑、困境与中国路径

叶锡睿

广西大学

DOI:10.32629/ej.v9i8.3619

[摘要] 稳定币兼具支付、价值储存和投资等多重属性,其分类决定监管权分配、审慎规则、投资者保护与跨境准入。文章基于“实质重于形式”和功能监管理论,比较美国、欧盟、中国香港及中国内地实践,发现当前面临锚定与支付混同、算法稳定币脱锚、跨境套利及监管重叠与真空并存等问题,提出以发行储备、赎回承诺和使用场景为核心的“三分类”框架:法币抵押型按电子货币或支付工具监管,资产参考型按证券或集合投资工具监管,算法型原则上禁止面向公众发行,并配套动态重分类、连续监管和跨境互认机制,为完善我国稳定币与加密资产监管提供参考。

[关键词] 稳定币; 加密资产; 分类监管; 跨境监管

中图分类号: F821 **文献标识码:** A

Classification and Regulation of Stablecoins and Crypto-Assets: Logic, Dilemmas and China's Path

Xirui Ye

Guangxi University

[Abstract] Stablecoins combine payment, store-of-value, and investment characteristics, making their classification decisive for supervisory allocation, capital requirements, and investor protection. Based on substance over form and functional regulation, this paper reviews the stablecoin frameworks in the United States, the European Union, Hong Kong, and mainland China, finding current rules weakened by blurred type boundaries, algorithmic de-pegging, cross-border arbitrage, and overlapping mandates. It proposes a three-tier framework centered on reserve assets, redemption promises, and actual use: fiat-backed stablecoins should be regulated as e-money or payment instruments, asset-referenced tokens as securities or collective investment vehicles, and algorithmic stablecoins prohibited or subject to the highest risk controls. It further designs dynamic reclassification, continuous supervision, and cross-border mutual recognition mechanisms to inform China's policy.

[Key words] stablecoin; crypto-asset; classification-based regulation; financial risk; cross-border regulation

引言

稳定币是连接传统金融与加密资产市场的重要桥梁,近年以美元计价的稳定币在计价结算、跨境支付和去中心化金融等领域快速扩张。但“稳定”并非无条件:储备质量、赎回安排、算法设计、托管机制和跨境运营都可能引发挤兑、脱锚和传染风险。监管者的首要问题是如何将多重属性的加密资产纳入既有法律框架。文章从稳定币与加密资产的双重属性出发,提出以储备资产、赎回承诺和使用场景为核心的三层分类框架,结合主要经济体实践,讨论分类标准、监管工具与跨境协调,为完善我国金融监管提供参考。

1 稳定币与加密资产及分类监管的问题分析

1.1 稳定币与加密资产的金融属性与风险外溢

加密资产有支付型、功能型、证券型代币与稳定币等,稳定币通常指与特定资产保持相对稳定价值的加密资产,可分为法币抵押型、资产参考型、加密资产抵押型和算法型四类:法币抵押型以法定货币或高流动性资产维持一比一兑换,资产参考型锚定一篮子货币、债券或贵金属,加密资产抵押型以比特币等加密资产作超额抵押,算法型以发行回购调节供给、在无足额储备下维持稳定。

不同机制风险各异:储备不透明可能使名义锚定与偿付能力脱节;加密资产抵押的波动会在下跌时触发清算;算法稳定币在信心下降时易形成价格下跌与供给扩张的螺旋;若广泛用于支付结算,挤兑将绕过银行体系向外扩散。风险事件表明,“稳定”本质上是制度安排与市场信心的结果,而非技术属性。

1.2 分类监管的实践意义

分类监管的意义有四：一是明确监管权归属，避免证券、银行、支付和商品监管机构争抢或推诿；二是决定审慎规则，包括储备托管、资本、流动性、压力测试和处置安排；三是决定信息披露与投资者保护，如白皮书、审计和赎回权；四是影响跨境准入，使发行地、流通地与托管地形成可预期映射。

从创新角度看，分类监管不是简单的标签化管理，而是建立“业务实质—风险识别—监管工具”的对应关系，既防止无约束的创新演变为公众风险，也为有真实支付、结算和资产配置需求的合规产品保留空间。

表1 稳定币主要类型及风险特征

类型	价值支撑	典型机制	主要风险	监管定位
法币抵押型	法定货币及高流动性资产	全额储备、按面值赎回	储备不透明、挤兑、赎回延迟	支付工具或电子货币
资产参考型	一篮子货币、债券或贵金属	参考一篮子资产定价	估值偏差、托管失败、流动性错配	证券或集合投资工具
加密资产抵押型	比特币、以太坊等加密资产	超额抵押和自动清算	加密资产波动、连环清算	加密资产业务或衍生品
算法型	无足额外部储备	算法调节供给和回购	脱锚、价格螺旋、公众损失	高风险加密资产或禁止

2 稳定币与加密资产分类监管逻辑分析

2.1 实质重于形式与功能监管

加密资产以代码形式存在，经济实质未必是全新金融产品。若稳定币承担支付功能并接受公众资金，应接受支付或存款类监管；若价值依赖管理人对储备的主动投资与组合管理，则应纳入证券或集合投资监管；功能型与证券型代币适用消费者保护或证券规则。功能监管并非归入单一类别，而要求规则与风险实质匹配。

以“实质重于形式”为起点，监管者不应仅依名称、技术协议或发行主体性质判断。无论中心化账户还是智能合约，只要面向公众提供可赎回价值承诺，即具有金融产品核心特征；以算法维持价格却缺乏资产支撑的项目，不应获得稳定币的“信用外衣”。

2.2 分类的核心维度

分类需回答价值来源、赎回条件和使用场景三个问题，并从锚定资产、赎回机制、使用场景、发行主体和持有人分布五个维度识别金融属性：锚定资产决定价值来源与偿付能力，赎回机制决定流动性与兑付义务，使用场景区分支付结算与投资储存，发行主体确定机构监管对象，持有人分布决定零售保护。

多维分类可避免只凭名称或技术形态判断。同一枚稳定币在不同市场功能各异：在交易所内是计价结算工具，在链上借贷中是抵押品，在跨境贸易中又是支付媒介，故应允许分类结果随使用场景动态调整。

2.3 稳定币的双重属性

稳定币的困境在于兼具类货币与类证券属性：货币属性要求流动性、稳定性和普惠性，证券属性要求信息披露、审慎管理和适当性。只按支付工具监管会忽略投资风险与资产负债表风险，只按证券监管又难以覆盖支付结算、反洗钱和消费者保护义

务。因此，分类监管不是一次性命名，而是随发行规模、使用场景和风险结构变化的动态过程，只有与持续监管结合，才能在货币替代、资本市场效应和系统性风险之间保持平衡。

3 主要经济体的稳定币与加密资产分类监管实践

3.1 美国：证券监管与支付监管并存

美国实行“多部门、多层次”监管：SEC依豪威检验认定特定加密资产属于证券，CFTC将比特币等视为大宗商品，州层面以货币转移法监管支付，财政部和银行监管机构关注系统性风险。其优势是善用既有法律工具，劣势是各机构对同一资产定性不一，发行人需在多个辖区申请许可。

美国财政部等发布的报告强调，支付型稳定币发行主体应取得类似银行的许可，接受储备、赎回和反洗钱监管；但联邦立法进展缓慢，州法与联邦规则的差异仍为监管套利留下空间。

3.2 欧盟：MiCA的电子货币代币与资产参考代币

欧盟《加密资产市场条例》(MiCA)将加密资产分为电子货币代币(EMT)、资产参考代币(ART)和其他加密资产。EMT锚定单一法定货币、承担支付功能，须由信贷机构或电子货币机构发行；ART参考多种资产，须获得授权、发布白皮书，达到规模门槛可能被认定为重大稳定币，适用更严的资本、流动性和压力测试要求。

MiCA体现了“同一业务、同一风险、同一监管”，但执行依赖成员国监管能力，全球运营的稳定币安排仍需跨境合作；其价值在于将稳定币从笼统加密资产中分离，按支付功能与参考资产建立差异化标准。

3.3 中国香港、新加坡与中国内地

中国香港以金融管理局为核心建立稳定币发行人发牌制度，要求支付型稳定币持牌、足额储备并满足赎回要求，并配套虚拟资产交易发牌制度；新加坡以支付服务法对数字支付代币实施许可管理；中国内地坚持风险防控，禁止代币发行融资和虚拟货币交易炒作，并推进数字人民币，以法定数字货币应对私人稳定币替代压力。

3.4 国际比较与启示

表2 主要经济体稳定币监管比较

辖区	主导规则	分类标准	核心制度	主要不足
美国	证券法、支付法、州货币转移法	证券与支付工具并存	发行许可、储备披露、反洗钱	联邦与州职能分散，定性不稳定
欧盟	MiCA	电子货币代币与资产参考代币	牌照、白皮书、资本与压力测试	执行成本高，跨境运营依赖合作
中国香港	稳定币发行人发牌制度	支付型稳定币	牌照、足额储备、明确赎回	跨境协调与处置规则有待细化
中国内地	禁止代币融资与虚拟货币交易	风险防控优先	禁止公开发行业务、数字人民币替代	合规创新和试点空间有限

比较可见，加密资产监管正从“是否允许”转向“如何分类、如何许可、如何处置”。监管确定性越高越易吸引合规发行，真空越明显越易成为套利和风险聚集地。各经济体的共性是按价值支撑方式和支付功能分配监管责任，以发行牌照、足额储备、明确赎回和跨境合作为制度支柱。

4 稳定币与加密资产分类监管困境分析

4.1 稳定币类型边界模糊

分类的首要困境是边界模糊：法币抵押型稳定币既可日常支付，也可被长期持有为美元替代资产；资产参考型虽归入投资类，却可能接入支付网络。发行人将按监管成本选择最有利类别，出现“名为支付、实为投资”或“名为加密资产、实为吸收存款”的形态。

4.2 算法稳定币与脱锚风险

算法稳定币的定性最为困难：其无足额储备，依靠市场预期和套利维持价格，一旦流动性收缩，易陷入价格下跌、抵押品清算和赎回挤兑的负反馈，本质上接近高杠杆的投机性加密资产，不应纳入“稳定币”范畴。监管者应拒绝以“算法稳定”名义规避支付、证券和反洗钱监管。

4.3 跨境监管套利

跨境运营使分类标准难以统一：发行人可在监管宽松地区注册并向全球提供支付交易服务，储备可能存放于第三国，实际控制人可能在第四国。单一国家监管难以覆盖境外发行、跨境营销和链上交易，各国标准不同还会产生套利，同一加密资产可能在一地是支付工具、另一地是证券、第三地则处于监管空白。

4.4 监管重叠与监管真空

监管重叠与真空并存时，发行人须同时满足证券、支付、反洗钱和消费者保护规则，成本高、规则冲突；中小型项目则可能绕过许可，借去中心化结构进入市场。中国内地的禁止性政策降低了公众风险，但可能抑制合规创新，使跨境贸易结算和Web3基础设施缺乏本土试验空间，应在风险可控前提下建立可分类、可试点、可退出的制度通道。

5 稳定币与加密资产分类监管的中国路径

5.1 以储备资产、赎回承诺与使用场景为核心

表3 稳定币三层分类监管框架

层级	判定标准	监管定位	核心监管工具	适用范围
第一层 货币型	法币全额储备、按面值随时赎回、主要用于支付	电子货币或支付工具	发行牌照、足额储备、独立托管、日间流动性、赎回时限、反洗钱	零售支付、跨境结算
第二层 资产参考型	锚定一篮子资产或由加密资产抵押	证券或集合投资工具	发行披露、估值审计、托管隔离、集中度限制、销售适当性	投资储蓄、合格投资者
第三层 算法型	无足额资产支撑、价值依赖算法	高风险加密资产，原则上禁止	禁止公众发行、交易限制、沙盒测试、熔断与处置安排	仅限监管沙盒或禁止

文章提出以“储备资产—赎回承诺—使用场景”为核心的三层分类框架。第一层为货币型稳定币，特征是法币全额储备、按面值随时赎回、主要承担支付结算，应按电子货币或支付工具监管，由持牌机构发行，储备由合格托管人独立持有，并建立日间流动性、赎回时限、反洗钱和破产隔离安排。第二层为资产参考型稳定币，价值锚定一篮子货币、债券或加密资产，收益与储备组合相关，按证券或集合投资工具监管，适用发行披露、估值审计、托管隔离、集中度限制和适当性规则。第三层为算法型稳定币，价值依赖算法与市场预期、缺乏足额资产支撑，原则上不得以稳定币名义面向公众发行交易，仅可在监管沙盒中测试，并具备熔断、处置和赔偿安排。

上不得以稳定币名义面向公众发行交易，仅可在监管沙盒中测试，并具备熔断、处置和赔偿安排。

5.2 动态重分类与监管工具映射

三层分类还应配合动态调整：当货币型稳定币储备比例下降、赎回条件改变或支付场景占比降低时，应重新评估类别；当资产参考型被广泛用于支付且规模达到系统性门槛时，应叠加支付监管和重大稳定币规则。分类结果须公开透明，以稳定预期、统一口径。

5.3 连续性监管与监管科技

连续性监管覆盖发行、分销、托管、赎回、二级交易和跨境流通全链条：发行环节审查储备真实性和赎回条款，分销环节限制未获许可机构向零售者推广，托管环节要求资产隔离与第三方审计，赎回环节及时兑付，二级交易环节监测价格偏离和异常交易，跨境环节由托管地、发行地和流通地共享信息。监管科技与链上分析可实时监测储备账户、持仓和异常转账。

5.4 中国监管路径选择

对我国而言，可坚持“分类施策、风险为本、先立后破”，在禁止虚拟货币投机交易的同时，为跨境贸易和数字人民币生态的合规稳定币提供试点空间，并对加密资产交易、托管等实行牌照化管理。应推动监管规则代码化，将分类标准、储备比例、赎回时限、交易限额嵌入系统；同时参与国际标准制定，推动分类互认和处置协作，避免风险向薄弱地区转移。

6 结论

稳定币与加密资产分类监管，本质是金融监管从技术形态判断转向经济实质判断的制度升级。文章比较主要经济体实践，提出三层分类框架，以储备资产、赎回承诺和实际使用场景识别稳定币功能，并以动态重分类、连续监管和跨境互认解决类型模糊、重叠与套利问题。

未来监管应兼顾风险防范与创新空间：既防止无储备支持的算法稳定币演变为公众风险，也为合规支付型稳定币在跨境结算等真实需求中提供可试验的制度通道。只有将分类标准、监管工具和国际协调置于同一框架，才能实现保护投资者、维护金融稳定与促进创新的多重目标。

【参考文献】

[1]中国人民银行等七部门.关于防范代币发行融资风险的公告[Z].2017.
[2]中国人民银行等十部门.关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知[Z].2021.
[3]香港金融管理局.稳定币发行人监管制度咨询总结及立法建议[Z].2023.
[4]International Organization of Securities Commissions.Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets[R].Madrid:IOSCO,2023.

作者简介：

叶锡睿(2002--),男,汉族,四川省成都市人,广西大学硕士研究生在读,研究方向：金融监管。