

观点与分析

编辑日期: 2026年11月2日

一种货币可以旅行，但它能成为钱吗?

当数字美元跌到八十六美分

2023年3月，一枚USDC稳定币本应等于一美元：这是它的经济名称、发行人承诺，也是人们持有它的理由。然而，在美联储研究者观察到的二级市场最低点，这枚数字美元只能在约0.86美元附近找到买家。数据库没有变成新的货币秩序，代币也没有丢掉小数位；变化的是买家提出的问题：这项请求权还能否变成一种可在自身世界之外使用的美元？1

USDC发行人Circle披露，硅谷银行进入处置程序时，有33亿美元储备存放在那里，约占当时储备的8%。美国当局3月12日宣布保护该行存款人后，市场价格重新趋近一美元，赎回也恢复。信心来自对普通银行存款的决定，而非区块链速度。12 网络工程师可以证明支付消息抵达，却不能凭这项证明释放被困在倒闭银行中的存款。

更细微的事件发生在Dai的“锚定稳定模块”（Peg Stability Module）。它按程序规则，以一比一把USDC兑换成Dai。USDC市场价值下跌后，交易者涌入该机制，很快触及每日9.5亿单位上限。原本用于增强稳定的工具，把一枚币的压力传给另一枚。算术完全按代码运行，条件却无法创造与合同承诺相等的银行美元。1 智能合约（Smart Contract）的智慧，不可能超过交给它的义务。

把这一事件变成反对数字资产的布道，是对昂贵事件最廉价的阅读。它揭示了请求权的可转移性与该请求权作为货币使用的适格性之间的结构差异。前者涉及账本、网络、密码密钥与共识；后者涉及法律、信用、流动性、储备，以及让不同请求权表现为同一个经济单位的机构。把两者都叫“支付”，只是把关键问题推迟到真实考验到来。

从阿姆斯特丹银行到货币单一性

1609年的阿姆斯特丹，面对重量、纯度与价值各异的欧洲硬币。城市建立阿姆斯特丹银行，为商人提供更稳定的记账单位和账簿转账，取代一箱箱金属。国际清算银行研究把它的早期结构与稳定币比较：以金银为基础的记账存款，随存入与提取扩张或收缩。此后银行开始放贷，增加资产负债表弹性；1780年代在缺少充分公共财政支持下扩大信贷，侵蚀信任并促成崩溃。3

重点不是区块链四百年前就已存在。改变所有权的记录方式，并没有回答记录的究竟是什么、债务人能否履行、同时赎回时流动性来自哪里，或发行人义务超过可收回资产时谁承担损失。这些问题早于电力，今天只是改用编程语言说话。

美国内战前，各州银行发行的美元纸币，在外地商户手里可能遭折价或拒收。美联储历史资料把1863和1864年改革描述为对更统一货币的追求，而不只是让纸张移动更快。4 今天，持有某发行人美元锚定币的人，可能要向只接受另一发行人代币的人付款。两者都写“美元”，市场却会给这两种承诺之间的兑换定价。移除金属重量，并没有移除发行人的名字。

货币通常被描述为交换媒介、记账单位与价值储藏。制度工程还需追问：什么让买卖双方无需每次重新估值这种媒介？面包店不会分析每位客户的银行，是因为货币体系努力让同一币种下的商业银行存款按面值兑换，尽管仍有法律限额与剩余风险。国际清算银行称之为货币单一性（Singleness of Money），并把它与央行货币最终结算、监管，以及让不同银行请求权等值交换的网络联系起来。5

“美元”不只是贴在每一项接近一美元资产上的标签。它指向义务，也参与一套使常用支付工具按面值交换的安排。一千种名为“单位”的代币，就像一千把编号直尺；若每个制造者的厘米都不同，测量就会变成投机。

以现金资产支持的稳定币，不会只因属于私人请求权就毫无价值——商业银行货币同样是请求权。差别在保护、接受和赎回网络。足额储备可以降低部分风险，但资产负债表价值不等于某一持有人在某一时刻可得的现金。国库券信用质量可以很高，大规模赎回时仍需出售或融资。2026年6月的研究分析了以可交易债券为储备、同时面对即时赎回时，压力销售如何影响价格与代币持有人。6

三种“一”

本文区分三种“一”。记账上的一，是指代币依某项明确覆盖标准，对应一美元储备而发行；合同上的一，追问谁能向谁、何时请求一美元，在破产中如何处理；市场上的一，则问普通持有人需要时，能否真正按面值转换。平静时期三者趋同，压力时期可能分离。这是分析分类，不是现行法律定义。

Circle称USDC获得全额支持，可一比一赎回，同时说明直接通过Circle Mint赎回只面向符合条件的机构，不向个人与小企业开放。这些用户通常依赖交易所、钱包与中介。7 这并不能决定所有法律权利或中介可靠性，却区分了公开承诺、权利持有人与实际通道。机构窗口可以支持套利，而无需让每个用户直接敲门。

条件适合时，合格交易者可以低于一美元买入，再按一美元赎回，通过利润稳定价格。这条路径依赖中介流动性、托管、资格、规则、对冲，以及储备价值进入支付的能力。任何一个条件断裂，名义价值就可能与市场价格分开，即使代码仍把一枚代币记作一。15

设想一家小商户收到10,000枚以美元命名的代币，可用市场价格为0.995美元，退出费0.3%。不计其他成本，商户最终收到9,920.15美元。发送者屏幕上只显示“已发送10,000”，看不见缺少的79.85美元。这是假设性算术例子，不是观察到的平均价格。本币转换还会增加汇差、本地费用、身份要求与限额。问题不只是代币移动多快，而是最后一个人拿到多少可花单位。

跨境转移与退出价格

国际货币基金组织2026年6月研究称，尼日利亚家庭与小企业会把美元挂钩代币用于部分汇款、跨境支付与外汇获取。它引用世界银行数据，向撒哈拉以南非洲汇出200美元的平均成本接近9%。8 当替代渠道缓慢而昂贵时，即使退出成本不为零，代币路径也能带来真实价值。为了维护一个被理想化的传统系统而否认收益，无法替任何人付款。

转移有用不等于货币独立。尼日利亚人用美元代币储值和交易，会把记账单位推向外国货币。国际清算银行研究称之为稳定币美元化（Stablecoin Dollarisation）。研究者分析130多个经济体，发现推动因素与传统存款美元化相似，初始原因消失后仍可能持续；同时警告，代币流量数据比外币存款数据更弱。9 个体储蓄选择汇聚起来，可能改变本币需求与货币传导。

国际清算银行研究者分析2021至2025年间，四种美元稳定币在64个平台上相对27种法定货币的价格。他们发现，通过代币获得美元与传统外汇之间存在价差，并与中介资产负债表约束相关。在模型中，指定的稳定币净流量外生增加1%，与价格差扩大约40个基点相关。10 这个样本特定估计不是普遍定律，却足以反驳“美元代币必然以同等成本提供美元”的说法。

国际清算银行估计，截至2026年5月底，稳定币市值约3,200亿美元，法币支持稳定币价值中99.4%与美元挂钩。它引用2025年约28万亿美元稳定币交易，同时警告，剔除自有钱包之间转账后的净值低得多。5 网络移动未必是商业、工资或购买；重复相加会夸大支付经济。

货币弹性不只是储备

货币弹性（Monetary Elasticity）不是无纪律印钞的许可，而是支付需求变化时，系统恰当供应流动性与信贷的能力。银行通过受监管信贷创造存款；央行通过有条件工具支持结算。全额储备代币通常随匹配资产流入而扩张，无法独自承担两层货币体系的主权放贷或紧急流动性功能。储备刚性会减少部分风险，却不能提供所有公共信用功能。56

外部贷款人可以围绕代币创造信用，或把它作为杠杆头寸抵押。这不会让发行人成为央行，而是把更多义务叠加在看似简单的工具上。2026年宏观经济研究区分两条渠道：储蓄离开银行存款，会提高银行融资成本并影响放贷；发行人购买国库券，则可能降低部分政府借款成本并创造财政空间。净影响取决于监管、储备与外部需求，不能用“代币摧毁银行”或“代币解放经济”概括。11

一个人可以不直接开银行账户就获得数字美元，其价值却最终依赖银行存款、货币市场基金与国库券。入口处看似移除中介，实际可能只是重新排列并隐藏中介名字。2023年，一个开放网络代币因传统银行里的储备资金暂不可用而震荡。[12]

金融完整性与分母

金融完整性（Financial Integrity）的讨论常掉进两个薄弱命题之间：公共区块链使犯罪不可能，或匿名钱包使追踪不可能。公共账本支持不同程度的分析，却未必识别受益所有人，也未必能在自托管钱包与不同链之间执行合规。金融行动特别工作组（FATF）2026年3月报告讨论稳定币通过非托管钱包直接转账被滥用，以及在法律与技术许可时，采取相称的核验、分析与冻结工具。[12]

报告引用一项估计：2025年非法虚拟资产交易量中，稳定币占84%。这不表示稳定币交易中84%非法；分母不同。混淆二者，会用一个正确数字制造恐惧。真正有用的问题，是如何连接账本分析、身份凭证与跨境程序，同时不否认合法使用。[12]

“自由资金”不等于没有权力。一些发行人可以依据合法命令冻结特定地址的代币，各种治理模式也不同。赎回本身就对某一主体施加义务。更高流动性与清晰储备托管责任并不矛盾，但产品必须说明：用户持有的究竟是不可阻挡资产，还是在某些节点受制度规则约束的可转移请求权。

当赎回成为法律权利

欧盟MiCA制度赋予单一官方货币电子货币代币的持有人，向发行人按面值赎回的权利。美国GENIUS Act于2025年7月18日成法，包含储备、披露与持有人权利条款。美国货币监理署在2026年10月21日发布最终规则，并称规则与法律将于2027年1月18日生效。[13][14] 不能把美国全部保护描述为2026年11月已经全面生效，也不能假定欧盟与美国的发行人资格、持有人权利与跨境执行完全相同。

金融稳定理事会建议关注的不只是漂亮的储备披露，还包括强有力的用户请求权、及时赎回、恢复与处置计划，以及发行人、托管、机制和治理信息。[15] 法律是产品定义的一部分：请求权需要可识别的债务人，破产顺位是价值属性，不是使用条款脚注。

也不能把国际清算银行的系统性视角，转成对每一种私人数字货币形式的否决。一个跨境购买零件的工作室，只关心付款是否更便宜、更快。开放轨道、可编程交换与竞争，在传统渠道失灵处可以创造真实收益。[8][16] 一项工具不必成为整个货币体系的锚，才对某条通道有用；通道有用也不等于它与每一种美元形式等同。

稳定币最有力的辩护，始于承认局限：它不是独立记账单位，而是借用美元长期积累的信任。发行人无需说服世界重新给每件商品定价；但借用一把尺度，不会同时取得使其值得信赖的所有制度属性。因此，批评者不应因代币没有发明美元而惩罚它，支持者也不应声称跟踪美元的代币仅凭名称就拥有使美元被接受的全部权利与保障网络。

国际清算银行2026年8月演讲比较了稳定币与代币化存款（Tokenised Deposits）。二者都能使用可编程账本。私人发行、在用户间流通的不记名代币，不一定等于银行请求权；银行请求权又需以央行资产在银行之间结算。代币化存款也不会自动互操作，仍需运行、法律与连接规则。差别不在新旧技术，而在架构如何分配谁欠谁，以及什么资产最终解除义务。17

“货币返还检验”

本文提出一项未经检验的研究框架：“货币返还检验”（Monetary Return Test）。从最后一位收款人出发，沿路径反向走到发行人：不同持有人类别在扣除全部成本后，能有多大比例按面值赎回？需要多久——用分布而不是好看的平均数表达？本地进出价差如何？中介或银行通道失效时，赎回是否还能继续？破产时谁拥有法律请求权？储备融资或清算如何影响其他人？跨链转移中，每一步是否都保留对同一资产清晰、最终的权利，还是引入桥接与托管风险？

这些问题不能压成一个分数。应发布多维地图：价格平价、赎回准入、储备安全、法律终局性、接受广度、退出成本与可扩展流动性，并按持有人、国家、货币、时间与规模分层。小额获授权交易、报价与成交价、储备压力测试及法律分析，都能证伪或改进该框架；本文没有提供验证它的实地结果。

沙特与海湾机构研究跨境稳定币使用时，可以先识别真实通道、货币、参与方、合法路径与收款人最终兑换价值，再比较替代方案。这既不假设沙特已普遍授权某种稳定币，也不构成使用建议；它比追问应用支持多少条链更有用。

储备不能解决一切。足额审计资产与持牌发行人，可以和昂贵本地提现同时存在，原因可能是竞争不足、流动性薄弱或外汇价差。内部转移便宜，端到端旅程仍可能昂贵；也可能确实优于高收费传统通道。分析应允许两种结果，而不是预先选择技术或银行。

三种发明经常被混为一谈：承载价值的工具、证明转移的基础设施，以及让它成为货币的社会与制度系统。阿姆斯特丹用账本回应硬币混乱；美国商户曾给数字相同的纸币打折；2023年3月USDC仍在移动，市场却质疑赎回。更快转移不会消除使所转移之物获得广泛接受的条件。

稳定币可能成为重要支付桥梁，也可能有些功能迁移到代币化存款或其他尚未定型的形式。任何商业标签都逃不过一个检验：代币可以在一秒的一小部分内抵达，货币却可能需要几代制度，才能让持有人无需以折价替名称中的疑问付费。问题不是美元有没有移动，而是哪一种美元抵达了，以及它的承诺最终留在谁那里。

参考资料

1. 美联储理事会，银行挤兑的阴影之下，2025年12月17日。
2. Circle，33亿美元USDC储备风险解除，2023年3月12日。发行人声明，并非独立审计。
3. 国际清算银行，早期稳定币？，工作论文902号，2020年。
4. 美联储历史，1863与1864年《国家银行法》，2022年。
5. 国际清算银行，2026年年度经济报告：锚定对货币的信任，2026年6月。

6. 国际清算银行，让稳定币更稳定，工作论文1355号，2026年6月2日。
7. Circle，USDC，2026年11月2日访问。
8. 国际货币基金组织，尼日利亚的稳定币，2026年6月16日。
9. 国际清算银行，美元化与货币控制，工作论文1370号，2026年7月21日。
10. 国际清算银行，稳定币流量及其对外汇市场的溢出，工作论文1340号，2026年3月27日。
11. 国际清算银行，稳定币的宏观经济学，工作论文1363号，2026年6月23日。
12. FATF，稳定币与非托管钱包专题报告，2026年3月3日。
13. 欧盟，条例(EU) 2023/1114（MiCA），2023年5月31日。
14. 美国，GENIUS Act，Public Law 119-27，2025年7月18日；OCC，Bulletin 2026-50，2026年10月21日，2027年1月18日生效。
15. 金融稳定理事会，高级别建议，2023年7月17日。
16. 国际货币基金组织，稳定币如何改善支付与全球金融，2025年12月4日。
17. 国际清算银行，推动货币前沿，2026年8月28日。