

稳定通证未来：立足行业，循序渐进

——稳定通证的真与幻之五

通证通研究院
FENBUSHI DIGITAL
区块链研究报告

专题报告

宏观研究

2019.01.30

通证通 x FENBUSHI DIGITAL

分析师：宋双杰，CFA

Email:master117@bitall.cc

分析师：吴振宇

Email:wuzhenyu@bitall.cc

特别顾问

沈波

Rin

更多研究请关注公众号获取

通证通研究院

FENBUSHI DIGITAL



请务必阅读最后特别声明与免责条款

导读：区块链技术的进步和行业的发展带来了多元的应用需求，稳定通证也随之诞生。现阶段，稳定通证出现了一些模式，也存在不足。立足于行业发展，各类稳定通证自身将发生改变，循序渐进走向成熟。

摘要：

稳定通证是一类通过特定机制锚定其价值和价格的数字通证，根据价值支撑划分，当前主要有法币锚、资产锚和内部锚三种模式。稳定通证产生于市场对符合主流价值体系的价值尺度和交易媒介的需求，兴起于2017年的增量市场，作为通证间交易媒介得到了广泛应用。当前，法币锚的USDT占主流地位，受监管的法币锚稳定通证发展迅速，模式创新也不断涌现。

法币锚稳定通证以发行机构持有的法币准备为价值基础，维持通证价值和价格的稳定。法币锚稳定通证本质上是法币等价物，其竞争力短期看取决于规模带来的外部性，而长期由信用决定。USDT的信任危机使人们开始重视稳定通证的信用度，规模的护城河并不牢固，交易所已开始着手解决USDT依赖问题。长期来看，法币锚稳定通证的发展将从审计、监管和发行方正规性等方面逐步增信的过程，信用最好的品种将获得最大的规模和最好的外部性。各国央行开始关注和研究稳定通证市场，其拥有最高的信用水平，央行和央行特许机构发行的通证化法币可能是这类稳定通证的最终形态。

资产锚稳定通证是一类通过锚定数字资产或现实资产实现自身价格稳定的通证，其自身存在一些问题。数字资产波动剧烈，资产锚稳定通证风险相对较大且没有提供补偿，发展受对标资产规模限制，相对缺乏竞争力。传统经济体系中，基于资产抵押的债权以固定收益资产的形式存在，相对更合理，资产锚稳定通证也可能向这个方向发展，转化为基于智能合约的类债权通证。

内部锚稳定通证价值锚定行业内因素，可能是未来的发展方向。随着行业的发展，锚定外部主权货币的外部锚稳定通证可能难以满足市场的需求。参考超主权货币模式，我们认为未来的内部锚稳定通证可能是基于智能合约的ETF模式。这种稳定通证以抽象规则锚定行业发展情况和实际需求，适合更高发展水平的区块链经济体系，具有客观性、内生性和灵活性的特点。随着行业的发展与价值体系的完善，ETF型稳定通证可能具有较大的发展空间。

风险提示：行业发展不及预期，监管政策风险

目录

1 稳定通证：方兴未艾，不断发展.....	4
1.1 兴起于增量市场，有三种主要模式.....	4
1.2 受监管稳定通证发展迅速，模式创新涌现.....	5
2 通证化法币：增信的终点.....	5
2.1 长期法币锚稳定通证将逐步增信.....	5
2.2 增信过程最终将产生通证化法币.....	7
3 类债权通证：资产锚的演进.....	8
3.1 资产锚模式风险分配不合理.....	8
3.2 可能演变为类债权通证，根据收益分配风险.....	9
4 基于智能合约的 ETF：超主权模式.....	10
4.1 长期来看，行业有内部锚稳定通证的需求和基础.....	10
4.2 可能出现智能合约控制的 ETF 式稳定通证.....	11

图表目录

图表 1: USDT 规模增长主要发生在上行市场	5
图表 2: USDT 换手率与市场活跃度高度相关	5
图表 3: USDT 年内曾爆发信任危机, 出现持续性折价	6
图表 4: USDT 规模下滑, 受监管稳定通证增长迅速 (亿 USD)	7
图表 5: 资产锚稳定通证缺乏竞争优势, 规模较小 (亿 USD)	8
图表 6: bitUSD 出现大幅折价, 规模下滑	9
图表 7: 类债权通证发行模式	10
图表 8: 长期来看 BTC 市值增加, 波动性降低	11

自 2008 年《BTC：一种点对点的电子现金系统》发表以来，区块链走过了诞生后的第一个十年。现在，区块链早已不是纯粹的支付结算系统，智能合约的诞生和更多共识机制的出现使区块链有了应用在更多场景的可能，通证类型也随之增加，市场中涌现了对充当价值尺度、交易媒介、储藏手段和支付工具的稳定通证的需求。经过几年的发展，稳定通证的规模已超过 20 亿美元，成为了市场上不可忽视的一股力量。立足于行业发展，各类稳定通证自身也将发生改变，循序渐进走向成熟。

1 稳定通证：方兴未艾，不断发展

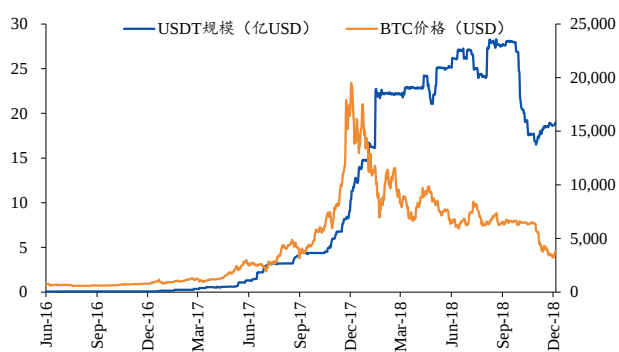
1.1 兴起于增量市场，有三种主要模式

随着市场的发展，人们对通证的应用需求不再局限于点对点的支付结算，开始变得更加多元化。同时，行业规模扩大的同时区块链的使用者也不再以崇尚技术的极客玩家为主，普通用户的比例逐渐增加，市场愈发需要一种符合主流价值体系的价值尺度和交易媒介。需求的驱动下，人们设计出了稳定通证，在区块链体系内实现了法币价值坐标下的价值尺度、交易媒介、低风险价值储藏和支付工具的功能。

稳定通证是一类通过特定机制锚定其价值和价格的数字通证。根据价值支撑划分，稳定通证当前主要有法币锚、资产锚和内部锚三种模式。法币锚稳定通证以发行机构持有的法币准备为价值基础，维持通证价值和价格的稳定，是目前主流的模式；资产锚稳定通证是一类通过锚定数字资产或现实资产实现自身价格稳定的通证，现阶段也有一些成功的例子；内部锚稳定通证锚定体系内的某些指标，现阶段只有算法银行这一并不成功的尝试，但我们认为内部锚很可能是稳定通证的发展方向。

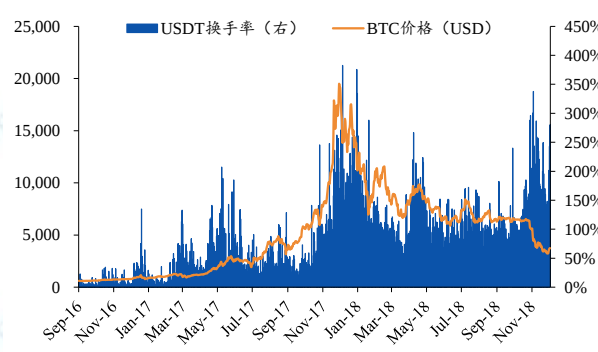
稳定通证兴起于 2017 年的增量市场，作为交易媒介得到了广泛应用，规模迅速扩大。2017 年中开始，通证市场在增量资金的推动下开始了一波加速上行的行情，BTC 收盘价最高从 1930 美元上涨至 19497 美元，成交量也随之放大，价格的上涨和市场的活跃极大的增加了对交易媒介的需求。与此同时，随着基于区块链的数字资产总量不断增长，主要国家的监管机构也开始注意到这一领域。当前，除了日本认可 BTC 作为支付方式外，其他主要国家基本将其定义为商品或证券，并在融资和交易等方面推出监管措施，其中一个重要的项目就是对法币交易所的限制，投资者开始转向通证间交易。市场交易量的扩大和通证间交易占比的提高共同推动了以 USDT 为代表的稳定通证需求的增加，其经历了一轮野蛮生长的过程。

图表1: USDT 规模增长主要发生在上行市场



资料来源: CoinMarketCap, 通证通研究院

图表2: USDT 换手率与市场活跃度高度相关



资料来源: CoinMarketCap, 通证通研究院

1.2 受监管稳定通证发展迅速，模式创新涌现

当前，稳定通证的主要模式是法币锚，而法币锚稳定通证中 Tether 基金会发行的 USDT 市值占主导地位。Tether 基金会已不再提供审计报告，财务状况不透明，市场一直对其准备的充足率持怀疑态度，造成 USDT 经常出现大幅度折价。本质上，法币锚稳定通证是法币的劣等等价物，相比法币增加了发行方的信用风险，信用度和网络外部性是不同品种间竞争的的决定性因素。

USDT 的规模较大，交易所支持度高，具有较强外部性，很难短期迅速衰落，但是信用度更高的受监管稳定通证发展迅速。2018 年 9 月 10 日，纽约金融服务局 (NYDFS) 批准了两种受监管的稳定通证 PAX 和 GUSD，但初期规模均较小。随着 USDT 信任危机的爆发，稳定通证的信用度逐渐受到人们的重视，交易所也开始着手解决对 USDT 依赖的问题，PAX 和 GUSD 等其他稳定通证规模和交易对数量不断增长，而 USDT 规模出现了较大幅度的下降。

此外，稳定通证的模式创新也不断涌现。除了模仿现实中中央银行、依据需求调整稳定通证发行量的算法银行机制外，还出现了股权通证+稳定通证并结合资产锚和算法银行的模式，以及稳定通证平台等创新方案，稳定通证成为了行业的一个热点。作为基础性的方向之一，提供稳定的交易媒介和价值贮藏工具的稳定通证对行业来说十分重要，也能够带来巨大的经济利益，可以预期在行业的发展过程中，稳定通证的模式创新会不断涌现，为市场参与者提供更多选择。

2 通证化法币：增信的终点

法币锚是当前稳定通证的主要模式，也是大部分投资者真正接触和使用的品种。这种模式当前来看最适合市场环境和行业的发展水平，在一定时期内还将持续存在。USDT 的信任危机让从业者和市场参与者重新审视了法币锚稳定通证与法币的区别，思考其改进的方向，并采取了一些行动。我们认为，法币锚稳定通证的发展过程是一个不断增信的过程，其最终的形态可能会是央行或央行特许的金融机构所发行的通证化法币。

2.1 长期法币锚稳定通证将逐步增信

USDT 的信任危机使人们开始重视稳定通证的信用度。2018 年 10 月开始，USDT 在一次恐慌后出现了持续性折价，市场规模也大幅度下降。虽然现在信任危机虽然暂时解除，但怀疑的种子逐渐在

人们的心中发芽,昔日银行挤兑破产的场景依稀浮现。便利性之外,人们开始关注这种此前一直当作美元使用的通证的信用,以避免潜在的资产损失。

图表3: USDT 年内曾爆发信任危机, 出现持续性折价

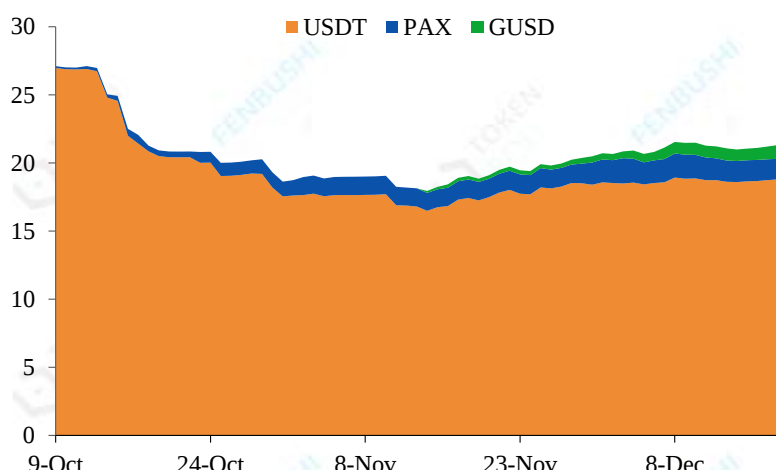


资料来源: CoinMarketCap, 通证通研究院

法币锚稳定通证本质上是法币等价物,其竞争力短期看取决于规模带来的外部性,而长期由信用决定。根本上讲,法币锚稳定通证是法币的通证化替代,但增加了发行方的信用风险,是一种劣等等价物。实际应用中,其主要作为交易媒介和储藏手段,使用的便利性是用户的最核心考量,而便利程度取决于规模所带来的外部性。所以,法币锚稳定通证具有很强的规模效应,外部性是短期竞争力决定的主要因素。但是,作为法币的等价物,法币锚稳定通证不仅具有使用属性,还有信用属性。长期来看,规模和便利程度都是可以改变的,那么决定法币锚稳定通证竞争力的就是其本质属性,也就是信用。信用程度越接近法币,长期就越可能在这一同质化领域的竞争中胜出。

规模的护城河并不牢固,交易所已开始着手解决 USDT 依赖问题。虽然 USDT 凭借其自身较大的规模和丰富的交易对成为当前通证间交易的主要媒介,但在相对早期的通证市场,这种优势不具刚性。一方面,USDT 的规模目前仅有 18.8 亿,相对全球经济体量非常小,规模优势并非绝对;另一方面,其广泛的交易对支持由交易所提供,而绝大部分交易所与 Tether 并没有独家合作协议等硬性联系,也不会愿意过度依赖某一特定稳定通证而增加经营风险,Tether 对下游没有控制力。随着 USDT 自身问题的暴露,主要交易所开始着手采取措施降低对 USDT 的依赖,以防止其信用问题影响自身业务。Huobi 推出了聚合型稳定通证 HUSD,允许用户将 PAX、GUSD、TUSD 和 USDC 转化为 HUSD,并为其开设了大量交易对,Binance 也宣布将增加基于不同稳定通证的交易对。同时,PAX 和 GUSD 等品种规模增长迅速,而 USDT 市值出现较大缩水,其市场优势受到一定动摇。

图表4: USDT 规模下滑, 受监管稳定通证增长迅速 (亿 USD)



资料来源: CoinMarketCap, 通证通研究院

长期来看, 法币锚稳定通证的发展将是逐步增信的过程, 信用最好的品种将获得最大的规模和最好的外部性。从长期的视角来看, 规模和外部性的优势并非刚性, 信用是法币锚稳定通证竞争力的最终决定因素。随着市场的不断发展, 法币锚稳定通证也将经历不断增信的过程, 从发行机构、审计、监管和机制等方面降低自身的信用风险, 提高公众的信心, 并提高自身价值稳定的程度, 更好的发挥交易媒介和价值储藏的功能。

2.2 增信过程最终将产生通证化法币

法币锚稳定通证的增信过程中, 审计、监管和发行方的正规化都是必由之路。当前阶段, 法币锚稳定通证的发行方在信用方面存在较大瑕疵, Tether 基金会不仅自身规模较小而且不受监管, 甚至已停止披露审计报告, 其资产的充足性和资金使用的合规性存疑。PAX 和 GUSD 发行方虽然受到美国相关部门的监管, 但自身实力同样不足, 相比香港货币局模式的三大发钞行在资本金规模、运营历史和专业水平上都存在较大欠缺。未来的发展过程中, 法币锚稳定通证可能在审计、监管与发行方资质等方面逐渐改进, 从而增加自身信用水平。

当前, 各国央行开始关注和研究稳定通证市场, 未来可能会对法币锚稳定通证进行干预。法币锚稳定通证本质上是一种法币等价物, 而发行方的业务与银行相似, 但不需要准备金, 法币锚稳定通证的发行会造成货币总量的等额扩大, 且没有资本金要求。这种模式有潜在的金融风险, 并且会影响央行对货币总量的调控。随着法币锚稳定通证规模的不断扩大, 各国央行都开始对这一领域进行研究, 可能未来会进行干预, 将其纳入现有监管体系中。

央行背书的法币锚稳定通证有最高的信用水平, 通证化法币可能是这类稳定通证的最终形态。当前阶段, 法币锚稳定通证的需求是客观存在的, 其形式具有跨地域、分布式的特点, 很难通过行政手段完全禁止。法币锚稳定通证的发展长期来看将是逐步增信的过程, 而央行作为法币的发行者, 拥有最高的信用程度, 是法币锚稳定通证价值的最终提供者, 二者的距离可能会越来越近。法币锚稳定通证增信过程的终点, 很可能是央行或央行特许的机构发行通证化法币, 这不仅是监管政策可能的发展方向, 也是市场竞争的必然结果。

3 类债权通证：资产锚的演进

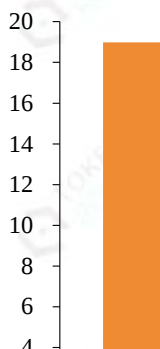
资产锚稳定通证是一类通过锚定数字资产或现实资产实现自身价格稳定的通证，申购者将自身的数字资产超额抵押给发行算法，获得稳定通证。资产锚模式虽非主流，但也出现了 DAI、bitUSD 等一些相对成功的品种，形成了一定规模。我们认为，现在的资产锚稳定通证机制设计上存在问题，从传统经济视角看其信用相对更加劣后，相对难以扩大规模和推广应用，后期可能向类债权模式方向发展。

3.1 资产锚模式风险分配不合理

数字资产波动剧烈，资产锚稳定通证风险相对较大，且发展受对标资产规模限制。虽然规模相对初期规模已有很大的增长，数字通证仍是一个新兴市场，风险资产属性较强，波动性相对较大。为了应对抵押品价格波动风险，资产锚稳定通证设置了超额准备制度，相对扩大了容忍阈值，但面对过大幅度的波动仍然无能为力，会形成下跌——平仓的正反馈循环。此外，目前的资产锚稳定通证往往依托单一抵押资产，未能分散风险。如果资产锚稳定通证规模较大，还可能反过来对抵押资产的价格产生影响，加剧价格波动，其发展会受到对标资产规模的限制。

使用者没有获得额外收益，却要承担一部分流动性风险，风险收益分配不合理。当前的资产锚稳定通证为申购者提供了一种杠杆工具，形式上与抵押支持债券比较相似，持有者承受了一定风险。但是，当前的资产锚稳定通证没有为接受者提供任何收益，这些被动使用者所承受的风险并没有得到相应的补偿，其信用相对劣后，在与法币锚稳定通证的竞争中缺乏优势。

图表5：资产锚稳定通证缺乏竞争优势，规模较小（亿 USD）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14343

