

穩定幣對銀行生態系的衝擊



金融穩定研究中心主任-陳鴻達

金融研究所研究員-陳緹珍

金融研究所副研究員-謝順峰

TABF

 台灣金融研訓院
TAIWAN ACADEMY OF BANKING AND FINANCE

【內容綱要】

- 一、 前言
- 二、 改變跨境支付面貌
- 三、 對銀行存貸的影響
- 四、 對金融風險的隱憂
- 五、 對數位人民幣的挑戰
- 六、 香港穩定幣的前景
- 七、 開啟監理科技新時代
- 八、 結語

一、前言

穩定幣的出現將改變許多金融面貌，但目前各界大多關注在是否增加美債買盤為美元續命，較少討論其對傳統銀行所帶來的衝擊。事實上穩定幣除了會搶走銀行匯兌生意外，也會排擠銀行的存款與放貸。甚至影響到中央銀行的貨幣政策。此外若發生大規模拋售穩定幣時，穩定幣的發行者就必須動用其現金或債券儲備，來滿足贖回的需求。屆時大規模銀行資金急速外流，也將升高銀行的流動性壓力或資金錯配問題。大規模拋售債券，也將影響市場供需與利率波動。當然穩定幣能否發利息，這對傳統銀行的衝擊將非常深遠。因為銀行受衝擊程度的大小，跟穩定幣是否能發利息有絕對關係。

二、改變跨境支付面貌

傳統透過銀行進行的跨境匯款，必須經過中介銀行與 SWIFT 的協助，因此程序冗長且手續費昂貴。根據世界銀行的統計，以匯款二百美元為例，平均匯款費率約 6.6%，到帳時間須 1-5 天。這對有小額跨境轉帳需求的人來講，是一筆不小的負擔，特別是廣大移工須將其所得匯回母國。因此聯合國將降低跨境匯款手續費，列在其永續發展目標(SDGs)中，並以 3%為努

力目標。事實上透過傳統轉帳程序幾乎無法達到這個目標，但透過穩定幣很容易就可將手續費降到 1%以下。

目前每日透過 SWIFT 的跨境轉帳金額約有 5-7 兆美元，透過穩定幣轉帳約有 200-300 億美元。因此穩定幣法制化後，由於消費者的權益有保障，預期未來的業務將有爆炸性發展。此外反洗錢是目前跨境匯款的重要法遵事項，但傳統匯款在進行反洗錢檢查時，因自動化程度低需要大量人力。相反的穩定幣因為已代幣化，因此可透過程式化與智能合約來提高自動化程度，並降低法遵的人力與成本，更增強穩定幣的競爭力。此外以穩定幣進行匯款的優勢還包括：全年每天 24 小時都可進行交易，不像傳統銀行有營業時間限制。且穩定幣交易是點對點交易，不用透過中介，也降低對中介的依賴與風險。

此外穩定幣在俄烏戰爭期間的表現，也預告跨境支付將有一新面貌。2022 年 2 月俄羅斯大舉入侵烏克蘭，該國銀行隨即被 SWIFT 剔除。接著俄羅斯就以加密資產或美元穩定幣進行石油或糧食出口的結算，再用於支付從中國等進口的電子產品。據估計光是在 2024 年與中國的石油交易，就有 1,900 億美元是透過穩定幣等加密資產進行。再如吉爾吉斯發行盧布穩定幣(A7A5)，也為被金融封鎖的俄羅斯留下一扇窗。

2014 年俄羅斯在併吞克里米亞之後，因為擔心被 SWIFT 剔除，所以建置經營自己的金融交易平台 SPFS，但因為參與銀行太少而效益不彰。同時對進行交易的雙方人來講，這些中心化的金融支付平台，還不如 P2P 的平台方便好用。因此俄羅斯在 2024 年通過加密貨幣法案，建立以區塊鏈為基礎跨境支付系統。在這個法案支持下，俄羅斯的軍火巨頭 Rostec 預計在 2025 年推出 RUBX 的盧布穩定幣，並建立 RT-Pay 的支付平台。相關交易費用將直接從買方的錢包，進入賣方的錢包。也就是說美俄兩大強國，基於不同的原因，殊途同歸的重視穩定幣的發展，也注定穩定幣將為跨境支付帶來新面貌。

三、對銀行存貸的影響

美國與香港陸續推動穩定幣相關法案後，各界除了關注是否增加美債買盤為美元續命外，大多是討論其所帶來的商機，較少討論其對傳統銀行所帶來的衝擊。事實上穩定幣除了會搶走銀行匯款的生意外，也會排擠銀行的存款與放貸。甚至影響到中央銀行的貨幣政策，銀行的經營者不可不留意。

根據美財政部的一份報告指出，穩定幣法案通過後預估可增加美債買盤約五兆多美元，但商業銀行體系中的存款也可能有約 6.6 兆美元會轉移到穩定幣，減少銀行放貸能力，這對中小型銀行的衝擊特別大。這也是為什麼之前有一份調查顯示，美國有三分之二的銀行高層對此現象表示憂慮。雖然美國這次通過的穩定幣法案，禁止穩定幣發利息，這雖然緩和穩定幣向傳統銀行存款吸金的力道，但業者可能還是會以各種形式的回饋，雖無利息之名，但有利息之實，來與銀行爭取資金。

台灣雖然還沒有企業公開表示將發行自己的穩定幣，但在台灣透過各種交易所進行國外發行穩定幣的買賣匯兌十分方便，也都會侵蝕銀行在支付系統與放貸的地位與利基。另外值得注意的是一些電商或電子支付巨擘，例如亞馬遜、PayPal 與 Stripe 也將投入穩定幣的發行，將穩定幣整併到其支付系統，這將侵蝕傳統銀行體系的業務。

在阿根廷等通膨與匯率貶值嚴重的國家，美元穩定幣的成長快速，也使得民眾減少傳統銀行的服務。因為若將外匯換成本國貨幣存入銀行，將面臨巨大的通膨與匯兌風險。這也使得這些原本國際收支狀況就不佳的國家，更是雪上加霜。日前美國宣布給阿根廷二百億美元的貨幣互換，應該也是為預防金融風暴的產生。

此外穩定幣在傳統金融之外，創造另一個平行的金融系統，也實質的改變貨幣供給。例如個人或企業的銀行存款轉移到穩定幣，使得依傳統央行計算方式的貨幣供給量減少，但實際上在市面上流通的貨幣是另一個較高數字。另外由於穩定幣的交易速度非常快，無形中也加快貨幣流通速度，這可能對通膨有一定的推力。因此中央銀行未來可能需要調整貨幣供給

的計算與衡量方式，來校正還原穩定幣所造成的影響。當然穩定幣越普遍，對中央銀行透過存款準備率或公開市場操作來控制貨幣供給的衝擊就越大。

四、對金融風險的隱憂

雖然天才法案開宗明義說，穩定幣是支付工具，不得支付利息。但目前的穩定幣發行者提供各種「類似利息」做為招攬客源的誘因，未來天才法案生效後要限制嗎？正反雙方勢力目前正展開激烈交鋒，其結果對金融穩定也將有深遠影響。因為立法者擔心，一旦要支付利息，那麼穩定幣的發行者勢必要對其儲備進行投資，獲利後才能派發利息給持有者。但問題來了，要是投資失利怎麼辦？屆時穩定幣就不能錨定其當初約定的幣值，這個損失誰來承擔？此外穩定幣若有支付利息的壓力，那將迫使穩定幣追逐高報酬的投資，伴隨而來的是增高的投資風險。屆時監理機關可能要把監理銀行的那一套，拿來監理穩定幣的發行者，因為它已經是「影子銀行」。

穩定幣的出現除了侵蝕傳統銀行的匯款收入外，也將影響其放貸能力。當然傳統銀行受衝擊程度的大小，跟穩定幣是否能發利息有絕對關係。穩定幣的利息越優厚，將吸收越多的銀行存款。這除了排擠銀行的獲利外，甚至也會影響央行的貨幣政策。

那又有人說，穩定幣的發行者將其儲備購買各種長短期的美債，坐收百分之四以上的報酬。使得穩定幣發行者成為人均獲利最高的公司，每位員工每年貢獻獲利超過一億美元，持有穩定幣者卻不能分享此利潤，太不公平。因此有些穩定幣的發行者以現金以外的利益來分享給其消費者，這種變相的發送利息，是否違反立法宗旨？接著各種穩定幣發行公司互相較勁加碼，以此來招攬客源，勢必影響其儲備配置，也升高其風險。

另外一些加密貨幣交易所會詢問穩定幣持有者要不要進行理財，並喊出誘人的百分之十的年報酬。這些穩定幣被拿去投資賺取高報酬，成功了皆大歡喜，失敗了要找誰索賠。特別是這幾年因為美國利率處在高點，讓穩定幣有空間派發優厚利息。但未來降息之後，絕對難以持續。更可怕的是會不會掩蓋初期的虧損，讓問題越滾越大，等到撐不住了才爆發成龐氏

騙局。這些都是目前普遍的現象，也是監理漏洞，未來應該有更具體的規定。無可諱言，若嚴格限制穩定幣發利息，那將限制其發展，但若不限制，那埋下的金融風險種子，未來可能的代價更大。

此外目前比較多人關心的是，若發生大規模拋售穩定幣時，穩定幣的發行者就必須動用其現金或債券儲備，來滿足贖回的需求。大規模銀行資金急速外流，也將升高銀行的流動性壓力或資金錯配問題。大規模拋售債券，也將影響市場供需與利率波動。

五、對數位人民幣的挑戰

美國的天才法案規定，發行美元穩定幣需要有百分之百的現金或美債作為儲備。許多人認為這可為搖搖欲墜的美債「續命」，因為投資者對美債的疑慮日深，這項法案可為美債增加大量的買盤。事實上增加美債買盤的效益可能不大，但強化穩定幣交易的保障後，可能抑制了數位人民幣的發展。

為什麼說「天才法案」對美債的買盤增加不是很大？因為美債目前早已是美元穩定幣最常見的儲備資產，也為穩定幣業者創造可觀的利息收入。因為穩定幣的業者不會發放利息給穩定幣的持有者，因此人們不會長期持有穩定幣。人們持有穩定幣的動機是，它在進行跨境交易清算時的效率。一旦沒有這個需求後，人們還是會換掉穩定幣改為一般的美元。因為美元穩定幣的價值趨近於美元，但不會大於美元。持有美元有利息，但持有穩定幣沒有利息。也就是說人們持有穩定幣的動機是當作交易媒介，並不是當作儲蓄或投資的標的。再加上穩定幣當作交易媒介時，不但效率非常高，還可不斷重複使用。這也是為什麼在去年全球的穩定幣發行量只有二千五百億美元，但所完成的交易金額超過二十七兆美元，超過 VISA 與 Master 的交易總額。未來有「天才法案」加持後，穩定幣的法律地位將讓它創造更多的業務。這也是為什麼穩定幣發行商「圓圈網路集團(Circle Internet Group, Inc.)」六月五日在紐約證券交易所掛牌上市時出現慶祝行情，開盤上漲超過 120%，一度因漲幅過大而觸發熔斷機制。

那誰會受影響呢？應該是中國人民銀行近年來積極推動「央行數位貨幣跨境支付計畫 (mBridge)」，目前該計畫已經與香港、泰國與阿拉伯聯合大公國等完成多起交易試驗，技術上應該沒什麼問題。問題較大的是該計畫選定的參與者是各國央行，因此便延伸出國際政治與效率的問題。例如國際清算銀行(BIS)原本有參與該計畫，但在去年退出且另外啟動一個 Agora 計畫，這很難說沒政治考量。此外各國央行對於推動這項計畫應該也不像中國這麼熱心，所掌握的技術也不若中國嫻熟。但一個銅板敲不響，光是中國一頭熱也無法迅速推動。此外境外人民幣資金池太小，對手國沒有充裕的人民幣跟中國購買貨品或服務，也限制了人民幣跨境支付的發展。再如俄羅斯之前也多次表達希望建立「金磚幣(Brick Currency)」與支付平台，用以繞過金融制裁與去美元化。結果川普警告對參與國將課以高關稅後，便沒有國家呼應此訴求。

但穩定幣則沒這些問題。現在大家積極發展穩定幣，是因為看中其在進行跨境交易的潛力，包括極低的交易成本與極快的處理速度，另外還有外溢的投資效益。因此現在各國法規若能給予適度的監理，保障參與者的權益，那麼未來前景可期。雖然各國投資者沒有特別的政治考量，純粹基於商機考量與習慣的現狀，結果卻有利於鞏固美元霸權，為出現動搖的美元續命。面對這種趨勢，中國的確陷入要不要跟進的兩難。

六、香港穩定幣的前景

2025 年 6 月在陸家嘴論壇上，中國前後任人民銀行行長周小川與潘功勝，先後強調穩定幣未來對全球金融體系的衝擊。接著香港的「穩定幣條例」也在同年八月一日生效實施，路透社更報導京東與阿里巴巴已向人民銀行提出申請開辦人民幣穩定幣業務。這或許預告從 2017 年以來中國打擊加密資產的政策即將調整，至少對穩定幣的處理與其他加密貨幣脫鉤。甚至數位人民幣跨境支付的推動是否會有重大改變，都有待觀察。

為什麼會有此政策急轉彎？事實上各方的努力早已進行好幾年，考量在中國內地政策一時很難突破，因此先到香港爭取試辦的機會。因此在 2022 年 1 月香港金管局進行推動穩定幣的社會對話，2024 年 3 月開始啟動穩定幣沙盒計畫。尤其在今年上半年美國在推動天才法案

時，更傳出美元穩定幣將為美債找到新的買盤，更為已經動搖的美元霸權續命的論述。這在在都迫使中國決策當局重新思考開放穩定幣的發展。

香港的「穩定幣條例」規定，任何人在香港發行法幣穩定幣，或發行聲稱錨定港元價值的法幣穩定幣，都必須向金融管理專員申領牌照。也就是說未來穩定幣發行商可自由選擇錨定各幣種，包括離岸人民幣、日元、歐元或美元等，而非僅限於港元。這也隱含著中國禁止加密貨幣政策將出現轉彎。由於目前全世界已有約 180 種穩定幣，其中前兩大的穩定幣發行商 Tether 與 Circle，就吃下九成以上的業務。由於穩定幣的市場有大者恆大，寡頭壟斷的趨勢，這對較晚投入市場非常不利，因此真的有獲利的發行商只有極少數。那麼香港在穩定幣市場上有何利基？如何做出其市場區隔？

事實上號稱「紐倫港」世界三大金融中心的香港，現在才要正式推動穩定幣業務，是讓人有點意外地慢了好幾拍。因為早在 2019 年全世界最大的穩定幣發行商 Tether，已經發行離岸人民幣穩定幣。但因中國政府基本上反對加密貨幣的政策，使得香港在推動時格外小心。例如在 2022 年 1 月香港金管局進行推動穩定幣的社會對話，2024 年 3 月開始啟動穩定幣沙盒計畫。是不是因為香港在推動的過程「想太多」，以至於失了先機？

因此雖說香港可發行各種幣別的穩定幣，但要選對項目才能避免無利可圖的窘境。例如現在香港發行美元穩定幣，那只是「拿香跟拜」，無足輕重，也成為美元霸權的從屬組織。發行港幣穩定幣呢？那也沒解決什麼痛點，只是多此一舉，預料也不會有什麼市場。因此善用離岸人民幣資金池的地位，發展離岸人民幣穩定幣才是香港在穩定幣市場的利基。因為在中國對外貿易中，以人民幣定價的交易，所佔的比例越來越高，這都是潛在的客群。同時錨定離岸人民幣，也算跟人民幣之間有一道防火牆。

七、穩定幣開啟監理科技新時代

過去外界看加密貨幣總感覺隔著一層神秘的面紗，再加上其去中心化的運作方式，使人往往有洗錢工具的聯想。但隨著穩定幣的發展，這些發行者不甘心持續扮演邊陲的角色。為了使穩定幣成為主流金融商品或工具，主要發行者「天才法案(Genius Act)」完成立法前，就主動宣示進行相關法遵作業。天才法案通過後，更是具體要求發行者要做好那些消費者保護法，建立有效的反洗錢機制，並協助執行政府的金融制裁措施，以強化國家安全。而這些新的監理要求與挑戰，都有待運用監理科技來落實。

過去加密貨幣的誕生，主要是對傳統金融體系的反抗，因此有去中心化的設計等等。這就好像梁山泊的好漢，在王法之外，靠自己的信任機制運作。現在為了更大的成長空間，接受朝廷的招安，當然也就必須接受體制法律的要求。「天才法案」規定，穩定幣發行者必須遵守「銀行保密法(Bank Secrecy Act)」，明確要求他們建立有效的反洗錢、落實法遵與盡職調查，包括風險評估、制裁名單驗證和客戶識別。並且在法律要求時，穩定幣發行者要能扣押、凍結或銷毀相關穩定幣。除此之外還要追蹤整個交易流程，從區塊鏈地址到銀行帳戶，消費者的身分以及資金的流動，都要做全天候即時的監測。而監測的結果必須能夠做「顆粒化(granular)」的紀錄與報告。

事實上這些 KYC 的監理要求對穩定幣的挑戰甚大，例如過去在區塊鏈中存在已久的匿名交易，現在要如何來追蹤查驗這些交易者。再如許多穩定幣用於跨境支付交易，但這些國家的監理要求不同，也使得整個問題更加混雜。此外穩定幣可快速全天候自動化的交易，所衍生即時監測的需求，也有待解決。當然穩定幣大都在去中心化平台交易，也是增加監理破碎化的挑戰。

因此未來穩定幣交易作業的 KYC 作業，應無法再用傳統半人工的方式，用試算表的黑名單來比對揪出可疑名單，而必須善用監理科技。由於穩定幣已經「代幣化」，因此可善用其「可程式化」與「智能合約」，在區塊鏈上設計規定一些邏輯條件讓它自動執行。屆時資金就會依照原先設計好的條件來流動，而無須人為的介入。此外也可設計動態風險評分機制，

例如原本被視為低風險的錢包，突然有大金額的跨境交易，就可即時調高相關交易者的風險評分，以利在風險升高前便可提前監測。此外在交易的過程中若符合相關條件，客戶的相關資料都必須回傳，以確保交易的可追溯性，並降低非法使用的風險。

此外值得注意的是，「天才法案」還有一個配套的「清晰法案(CLARITY Act)」，規定不同的加密貨幣由不同的監理機關來負責。例如非屬穩定幣的加密資產，如比特幣和以太幣，被視為「證券類」的數位資產，因此由證券交易委員會(SEC)負責。而穩定幣因屬支付性質，則由銀行監理機關進行監督。因為目前許多加密貨幣的投資，都是透過穩定幣來進行。這些加密貨幣要上岸轉換成法定貨幣時，還是需要穩定幣來做中介。因此設計銀行為監理機關，在穩定幣上岸或下海的關口進行把關。

無可諱言，穩定幣的主流化為監理機構和相關產業帶來了許多挑戰。這也促使相關業者與監理者，都必須採用監理科技，以掌握不斷變化的監理環境。這也讓監理科技運用到更多的場景，滿足更多的監理要求，創造出一番新的風貌。

八、結語

無可諱言的，這波穩定幣熱潮是由美國的天才法案所帶動，未來天才法案的相關細節如何實施，我們還未可知。因為天才法案規定的生效日期是，總統簽署後十八個月，或是相關機關完成配套行政命令後的一百二十天，看哪個日期先到。這段時間相關配套應該是緊鑼密鼓的進行中，我們應保持密切注意。

TABF

TAIWAN ACADEMY OF
BANKING AND FINANCE

台 灣 金 融 研 訓 院

地址：(10088) 台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02) 3365-3666

<https://www.tabf.org.tw/>

