



MCR 嘉世咨询

2025

中国稳定币市场现状报告

Report on the Current Situation of China's Stablecoin Market

报告说明

本报告的全部内容版权归上海嘉世营销咨询有限公司（简称：嘉世咨询）。未经授权，任何单位或个人不得以任何形式复制、传播或用于商业用途。

调研方法

桌面研究：搜集整理政府公开数据、行业协会、权威期刊、券商研报及企业公开披露的行业数据。

专家建议：听取行业资深人士意见和观点，提升分析深度与可靠性。

免责声明

本报告结论基于当前可获得信息，不构成投资或决策的唯一依据。研究团队对因使用本报告引发的直接或间接损失不承担责任。

目录

摘要	5
第一章：中国稳定币市场发展背景与监管框架	7
1.1 稳定币的定义与核心机制	7
1.2 中国大陆对加密货币与稳定币的监管政策演进	8
1.3 市场悖论：禁令之下的“地下”市场为何存在？	12
第二章：中国稳定币地下市场规模与应用场景剖析	15
2.1 市场规模估算与用户画像	15
2.2 核心应用场景分析	17
2.3 交易流转路径与模式	20
第三章：市场竞争格局与主要参与者分析	22
3.1 主流稳定币的主导地位	22
3.2 服务提供方生态	25
3.3 资本动态：国内资本对稳定币赛道的间接参与	27
第四章：监管打击与合规风险深度分析	29
4.1 监管执法的重点领域	29
4.2 市场参与者面临的核心风险	31
4.3 市场应对策略与“猫鼠游戏”	33

第五章：数字人民币（e-CNY）的挑战与替代潜力	35
5.1 e-CNY 的设计理念与试点进展	35
5.2 e-CNY 与稳定币的本质区别	36
5.3 e-CNY 在跨境支付领域的探索	38
5.4 e-CNY 能否取代稳定币的灰色市场需求？	38
第六章：香港特别行政区：稳定币监管的“试验田”	40
6.1 香港的虚拟资产监管新政	40
6.2 香港金管局（HKMA）对稳定币的监管框架	41
6.3 香港作为“缓冲区”与“连接器”的潜在角色	43
第七章：总结与未来展望	45
7.1 核心结论总结	45
7.2 未来趋势展望	46
7.3 对行业参与者的最终建议	47

摘要

本报告旨在全面、深入地剖析中国稳定币市场的特殊生态。研究核心发现，尽管中国大陆对虚拟货币交易实施了全球最严厉的监管禁令，一个规模可观且具有高度韧性的“地下”或“灰色”稳定币市场依然存在。该市场的存在并非源于投机炒作，而是由一系列刚性需求驱动，主要体现在三个层面：作为连接法币与全球加密资产市场的关键“出入金”桥梁、在部分外贸及个人场景下作为规避资本管制的跨境支付工具、以及作为特定人群进行资产保值与转移的渠道。

报告指出，Tether公司发行的USDT以其先发优势和强大的流动性，占据了我国稳定币市场的绝对主导地位，成为事实上的“硬通货”。交易主要通过全球性交易所内嵌的C2C/P2P平台以及高度分散的场外交易（OTC）网络进行，形成了独特的“线上平台撮合、线下分散交易”的模式。然而，这个灰色市场生态也使其所有参与者——从个人用户到OTC商家——暴露在巨大的风险之下。这些风险不仅包括稳定币自身可能出现的脱锚、流动性等市场风险，更严峻的是来自中国强力监管与执法的合规风险，如银行账户冻结、资金罚没甚至刑事追责，洗钱、诈欺等违法犯罪活动亦在此生态中滋生。

报告进一步分析了中国政府的“双线战略”。一方面，监管部门通过持续的高压政策和专项打击行动，不断压缩稳定币的流通空间，提升其交易成本与风险，特别是针对OTC承兑商和相关支付链条的打击。另一方面，中国正自上而下地、积极地推进主权数字货币——数字人民币（e-CNY）的研发与试点。e-CNY以国家信用为背书，旨在提升支付效率、加强金融监管能力，

并在跨境支付领域探索主权解决方案（如 mBridge 项目）。尽管 e-CNY 在设计理念、技术架构和监管目标上与去中心化的稳定币截然不同，但其在合法支付场景下的普及，将可能在长期挤压稳定币的部分应用空间。

最后，报告将视角延伸至香港特别行政区。在全球虚拟资产监管趋严的背景下，香港正积极构建一个清晰、稳健的监管框架，探索成为全球合规虚拟资产中心，其中就包括对稳定币发行进行监管的计划。香港的这一路径与内地形成鲜明对比，可能使其成为连接中国与全球 Web3 生态的“缓冲区”和“试验田”，其未来政策走向将对整个大中华区的稳定币格局产生深远影响。本报告结论认为，在可预见的未来，中国大陆的稳定币地下市场将在“刚需驱动”与“强力监管”的持续博弈中演变，呈现出更加隐蔽化、去中心化的特征。

第一章：中国稳定币市场发展背景与监管框架

1.1 稳定币的定义与核心机制

稳定币（Stablecoin）是一种旨在维持稳定价值的加密资产。在波动剧烈的加密货币世界中，比特币（Bitcoin）、以太坊（Ethereum）等主流加密资产的价格可能在一天内发生超过 10% 的剧烈波动，这使得它们难以承担日常支付和价值储存的职能。稳定币的出现，正是为了解决这一核心痛点，它通过特定的机制将其价值与某一相对稳定的资产（最常见的是美元）进行锚定，力求实现价格的稳定，从而在加密生态系统中扮演“交换媒介”、“计价单位”和“价值储藏”的关键角色。

1.1.1 法币抵押型稳定币（如 USDT, USDC）

法币抵押型稳定币是目前市场中最主流、接受度最高的稳定币类型。其核心机制是：发行方每发行一个单位的稳定币，其储备账户中就对应存入一个单位的等值法币或高流动性的等价物（如现金、短期国债等）。用户可以将法币（如美元）交给发行方以换取等量的稳定币，也可以将稳定币交还给发行方赎回等量的法币。这种模式通过真实的、中心化的资产储备来维持其价值锚定。

- **Tether (USDT):** 作为稳定币的开创者和市场份额的绝对领导者，USDT 由 Tether 公司发行，主要锚定美元。它凭借其先发优势、最高的流动性和在各大交易所的广泛接受度，成为加密货币交易者最常用的稳定币。然而，USDT 也长期因其储备资产透明度不足而备受争议。

- **USD Coin (USDC):** 由 Circle 公司和 Coinbase 交易所联合组成的 CENTRE 联盟发行，同样锚定美元。USDC 自诞生之初就强调合规与透明，定期发布由第三方会计师事务所审计的储备金报告，因此被认为是合规性更高的选择。

1.1.2 加密资产抵押型稳定币

此类稳定币通过在智能合约中超额抵押其他加密资产（如 ETH）来生成。例如，用户可能需要锁定价值 200 美元的 ETH，才能借出价值 100 美元的稳定币。这种超额抵押机制旨在缓冲抵押品价格下跌带来的风险。如果抵押品价值跌破某个清算阈值，智能合约将自动出售抵押品以偿还债务，从而维持稳定币的价值。MakerDAO 发行的 DAI 是此类稳定币最著名的例子。其优势在于去中心化程度高，不依赖中心化机构的托管，但其机制相对复杂，且面临着加密市场系统性暴跌可能引发连锁清算的风险。

1.1.3 算法稳定币

算法稳定币试图不通过任何资产抵押，仅依靠算法和智能合约来调节市场上的代币供应量，从而维持价格稳定。当稳定币价格高于锚定价格时，算法会自动增发代币，增加市场供应以压低价格；当价格低于锚定价格时，则会通过回购、销毁或其他机制减少供应，以提升价格。这种模式最具创新性，但也最脆弱。Terra/Luna 的崩盘是算法稳定币失败的最典型案例，其螺旋式死亡证明了在极端市场压力下，纯粹依靠算法维持信任的巨大挑战。

1.2 中国大陆对加密货币与稳定币的监管政策演进

中国对加密货币的态度和监管政策经历了一个逐步收紧、全面禁止的过程。这一过程清晰地反映了监管层对于虚拟货币可能带来的金融风险、洗钱、资本外流以及对法定货币体系冲击的深切担忧。

1.2.1 2013年：首次风险提示与支付机构禁令

2013年12月，中国人民银行、工业和信息化部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会联合发布了《关于防范比特币风险的通知》。这是中国监管机构首次就加密货币发布官方文件。该通知明确了比特币不具有与货币等同的法律地位，不能也不应作为货币在市场上流通使用。同时，文件要求各金融机构和支付机构不得开展与比特币相关的业务，如买卖、作为中央对手方、提供保险等，并切实防范比特币可能产生的洗钱风险。这一文件为后续的监管政策定下了基调：承认比特币作为一种虚拟商品的属性，但坚决将其与金融系统和支付体系隔离开。

1.2.2 2017年：《关于防范代币发行融资风险的公告》（“9·4禁令”）

2017年，随着首次代币发行（ICO）在全球范围内的狂热，中国监管层采取了更为严厉的措施。2017年9月4日，中国人民银行等七部委联合发布了《关于防范代币发行融资风险的公告》，这被市场称为“9·4禁令”。该公告明确将ICO定义为一种未经批准的非法公开融资行为，涉嫌非法发售代币票券、非法证券发行以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。公告要求立即停止所有ICO活动，并责令已完成的ICO项目进行清退。更重要的是，公告进一步要求任何所谓的代币融资交易平台不得从事法定货币与代币、“虚拟货币”相互之间的兑换业务，不得买卖或作为中央对手方买卖代币或“虚拟货币”，不得为代币或“虚拟货币”提供定价、信息中介等服

务。这一禁令直接导致了中国本土的加密货币交易所（如火币、OKCoin等）关停其在大陆的法币交易业务，并开启了“出海”经营的历程。

1.2.3 2021年：《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》

在“9·4禁令”之后，虽然境内的交易所被取缔，但大量用户通过境外交易所平台，借助场外交易（OTC）的方式，依然能够参与虚拟货币交易。为了彻底切断这一链条，2021年9月24日，中国人民银行等十部委发布了《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》（“9·24通知”），被视为终极版的“监管铁拳”。该通知重申并升级了监管要求：

- **明确虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。** 首次明确指出，包括虚拟货币兑换、作为中央对手方买卖、提供撮合服务、代币发行融资以及虚拟货币衍生品交易等均属于非法金融活动。
- **严厉禁止境外交易所通过互联网向我国境内居民提供服务。** 这意味着即便是服务器在境外的交易所，其为中国大陆用户提供服务也是非法的。
- **切断支付链条。** 要求金融机构和非银行支付机构不得为虚拟货币相关业务活动提供账户开立、资金划转和清算结算等服务。
- **强化技术封堵。** 加强对境外交易所相关网站、移动应用、小程序的技术处置。
- **明确法律责任。** 首次明确指出，境内居民参与虚拟货币投资交易活动，如果违反公序良俗，相关民事法律行为无效，由此引发的损失由其自行承担。

这一系列政策的叠加，特别是2021年的“9·24通知”，从法律层面彻底宣告了在中国大陆境内任何形式的加密货币交易、兑换和中介服务均为非法，为稳定币地下市场的定性和监管执法提供了最明确的依据。

表格 1：中国大陆主要虚拟货币监管政策历程及核心内容

发布时间	文件名	发布机构	核心内容与影响
2013年12月	《关于防范比特币风险的通知》	中国人民银行等五部委	首次明确比特币非法币地位；禁止金融和支付机构从事比特币相关业务；为监管定调。
2017年9月	《关于防范代币发行融资风险的公告》	中国人民银行等七部委	定义ICO为非法公开融资；禁止任何代币融资交易平台从事法币与虚拟货币兑换业务；导致境内交易所关停并出海。
2019年	多个部门联合风险提示	互金整治办、网贷整治办等	针对“炒鞋”等热点，重申虚拟货币交易风险，打击借区块链名义进行的非法活动。
2021年5月	金融业三大协会联合公告	中国互联网金融协会等	重申有关虚拟货币交易的风险，强调

			金融机构、支付机构不得开展与虚拟货币相关的业务。
2021年9月	《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》	中国人民银行等十部委	将虚拟货币相关业务活动定性为“非法金融活动”；禁止境外交易所向境内居民提供服务；切断支付链条，构成最严厉、全面的禁令。
2022年4月	最高人民法院发布司法解释	最高人民法院	明确将虚拟货币交易产生的债务认定为“非法债务”，不受法律保护，进一步降低了虚拟货币的司法可诉性。

1.3 市场悖论：禁令之下的“地下”市场为何存在？

在如此严厉且层层加码的监管禁令之下，一个看似矛盾的现象是，中国的稳定币交易活动并未销声匿迹，反而以一种更隐蔽、更分散的方式持续存在，并形成了具有相当规模的地下市场。这种“市场悖论”的背后，是强大而持续的“刚性需求”在驱动。

1.3.1 全球加密资产市场的“价值标尺”与“避风港”需求

对于依然希望参与全球加密资产投资的中国用户而言，由于无法直接使用人民币进行交易，稳定币（尤其是 USDT）成为了不可或缺的桥梁。他们需要先通过场外交易将人民币兑换成 USDT，然后才能在国际交易所上用 USDT 去购买比特币、以太坊等其他加密资产。反之，当他们需要获利了结时，也需要将加密资产卖成 USDT，再通过场外交易换回人民币。在这个过程中，USDT 扮演了“出入金通道”和交易媒介的角色。此外，在加密市场剧烈波动时，将其他加密资产换成 USDT 也是交易者们规避风险、暂时停泊资金的“避风港”。

1.3.2 跨境交易与支付的灰色需求

在中国严格的外汇管制体系下，个人每年结售汇额度为 5 万美元，企业的跨境汇款则需要提供详尽的贸易合同和报关单据，流程复杂且成本较高。对于一些有特殊需求的中小企业（如从事灰色地带贸易、需要向海外支付服务佣金等）和个人而言，传统金融渠道难以满足其需求。稳定币，特别是 USDT，提供了一种绕开监管的、低成本、高效率的替代方案。一笔数额巨大的 USDT 转账，在区块链上几分钟内即可完成，且手续费极低，这对于某些特定场景具有巨大的吸引力。

1.3.3 资产全球化配置的民间渠道

部分高净值人群或中产阶级存在将资产进行全球化配置以分散风险的需求。在现有金融框架下，大额资金的出海渠道受到严格限制。因此，一些人选择将人民币资产兑换成 USDT 等稳定币，再将其转移到海外的加密钱包或账

户，从而实现资产的无国界转移。尽管这条路径充满了法律和操作风险，但在强大的需求面前，它依然成为了一个现实存在的选项。

综上所述，正是这些游离于主流金融体系之外的、强烈的现实需求，共同构成了中国稳定币地下市场存在的根基。监管的“围堵”与市场的“突围”形成了一场持续的博弈，也塑造了当前中国稳定币市场高度独特且复杂的生态格局。

第二章：中国稳定币地下市场规模与应用场景剖析

2.1 市场规模估算与用户画像

由于市场的非公开性和非法性，精确统计中国稳定币市场的规模是一项几乎不可能完成的任务。任何数据都只能是基于特定方法论的间接估算。然而，通过综合分析全球领先的区块链数据分析公司（如 Chainalysis, TRM Labs, Elliptic）的报告，我们仍能对这个市场的量级有一个大致的感知。

2.1.1 基于链上数据与区域流量的规模推测

区块链分析公司通常通过分析特定区域的交易所网络流量、链上交易地址的活动模式以及与 OTC 相关的地址交互数据，来估算一个国家或地区的加密货币活动规模。

- 交易量指标：**Chainalysis 在其报告中曾多次指出，东亚地区（其中中国占据主导地位）是全球最大、最活跃的加密货币市场之一。尽管存在禁令，该地区在原始交易量和场外交易量方面持续领先。报告估算，在监管收紧后，虽然中心化交易所的直接流量有所下降，但 P2P（点对点）交易量依然巨大，而这些交易绝大多数以稳定币（尤其是 USDT）作为结算单位。据估计，与中国相关的稳定币年交易额可能达到数千亿甚至万亿美元级别。

2. **资本外流指标：**一些研究将与中国相关的地址向境外地址的大额稳定币转移视为潜在的资本外流指标。根据过往数据，每年通过加密货币（主要是稳定币）从东亚流向其他地区的净额高达数百亿美元。这从侧面印证了利用稳定币进行资产转移的巨大规模。

需要强调的是，这些数据是高度动态且难以精确归因的。但它们共同指向一个结论：中国的稳定币地下市场，无论从用户基数还是资金流转量来看，都达到了一个不容忽视的体量。

2.1.2 主要用户群体分析

中国稳定币市场的用户群体呈现出多样化的特征，其动机和行为模式各不相同：

1. **加密货币投资者/投机者：**这是最核心、最庞大的用户群体。他们是加密货币市场的积极参与者，从资深交易员到散户投资者。稳定币是他们进入和退出市场的“高速公路收费站”，是他们交易策略中不可或缺的一环。
2. **跨境电商与外贸从业者：**这部分群体主要利用稳定币进行货款结算，尤其是在与一些金融基建不完善或受制裁的国家和地区进行贸易时。例如，一些从事对俄贸易、东南亚小商品贸易的商家，会使用 USDT 来规避复杂的汇款流程和汇率波动风险，实现快速收款。
3. **有资产转移需求的个人：**包括希望在海外购置资产（如房产）、为子女支付留学费用，或单纯寻求资产避险的高净值人群。他们通过 OTC 渠道将大额人民币换成稳定币，然后转移至海外。

4. **网络黑灰产从业者：**这是监管部门重点打击的群体。包括网络赌博、电信诈骗、勒索软件等犯罪团伙，他们利用稳定币的匿名性和跨境流动的便利性来进行洗钱和资金转移，使得非法所得难以被追踪和冻结。
5. **出海企业与开发者：**随着 Web3 和元宇宙概念的兴起，一些中国的开发者和创业团队在海外设立主体，他们需要使用稳定币向海外员工支付薪酬、支付服务器费用或进行项目融资。

2.2 核心应用场景分析

稳定币在中国的地下市场中，已经渗透到多个特定的应用场景，成为解决特定痛点的“瑞士军刀”。

2.2.1 出入金通道：作为法币与加密资产转换的核心媒介

这是稳定币最基础也是最广泛的应用。整个流程形成了一个闭环：

- **入金（On-ramp）：**用户在一个提供 C2C 或 P2P 交易功能的境外交易所上，找到愿意出售 USDT 的承兑商（商家）。用户根据商家报出的价格（通常会比实时美元汇率略高，这个溢价包含了商家的利润和风险成本）通过支付宝、微信支付或银行卡转账等方式向商家支付人民币。商家确认收款后，平台会将托管的 USDT 释放到用户的账户中。
- **出金（Off-ramp）：**过程相反。用户将持有的 USDT 通过平台卖给承兑商。承兑商通过银行卡等方式向用户支付人民币，用户确认收款后，平台将 USDT 释放给商家。出金时的价格通常会略低于实时汇率。

这个看似简单的过程充满了风险。用户可能收到来源不干净的资金（黑钱），导致自己的银行卡或支付账户被司法冻结。对于承兑商而言，他们则面临着更严峻的监管打击风险。

2.2.2 跨境支付结算：在特定外贸与个人汇款中的应用

对于许多外贸企业，尤其是中小型企业，传统的电汇（T/T）方式存在以下痛点：手续费高（通常涉及中间行费用）、到账速度慢（2-5个工作日）、流程繁琐（需提供大量单据）、且受限于外汇管制。稳定币支付提供了另一种选择：

- **操作模式：** 进口商在中国的 OTC 市场购入 USDT，然后通过区块链网络（如 TRON 的 TRC-20 网络，因其速度快、手续费低而备受青睐）将其发送给境外出口商的钱包地址。出口商收到 USDT 后，可以在其所在地的 OTC 市场卖出，换成本国法币。
- **优势：** 整个过程几乎是即时的，手续费极低（通常不到 1 美元），且不受额度和国界的限制，也无需复杂的单据。
- **风险：** 这种交易完全脱离了银行和海关的监管体系，涉嫌违反外汇管理规定，属于非法行为。同时，交易双方也面临着欺诈和币值波动的风险。

2.2.3 价值储存与转移：应对资本管制与市场波动的选择

在人民币面临贬值压力或国内投资渠道有限的背景下，一部分人会将稳定币作为一种临时的资产避险工具。他们认为，持有锚定美元的稳定币，相当于间接持有了美元资产，可以对冲汇率风险。更重要的是，稳定币提供了一种高效的资产转移方式。一个存储着巨额稳定币的钱包，其私钥可以记录在一

张纸、一个 U 盘或者仅仅记在脑子里，就能轻松地实现资产的无痕跨境转移，这是任何传统金融工具都无法比拟的。

表格 2：稳定币在中国主要应用场景、操作模式及潜在风险对比

应用场景	核心操作模式	主要优势	核心参与者	潜在风险
加密资产 出入金	通过交易所 P2P 平台或 OTC 商家，用 法币买卖 USDT 等稳定 币。	便捷高效，是 进入全球加密 市场的唯一通 道。	加密投资 者、投机 者、OTC 商家	法律风险：涉嫌 非法买卖外汇； 操作风险：收到 黑钱导致账户被 冻结；市场风 险：平台跑路， 商家欺诈。
跨境支付 结算	境内买入 USDT，通过 区块链转账给 境外收款方， 收款方在当地 卖出换成法 币。	速度快（分钟 级）、成本极 低、无额度限 制、流程简 单。	中小外贸企 业、跨境电 商、个人汇 款	合规风险：严重 违反外汇管理条 例；信用风险： 交易对手方违 约；技术风险： 转错地址导致资 产永久丢失。
资产储存 与转移	将人民币资产 兑换成稳定 币，存放在去 中心化钱包 中，实现资产 的数字化和便 携化。	高度隐蔽、便 于携带、无国 界限制、对冲 本币贬值风 险。	高净值人 群、有海外 资产配置需 求的个人	安全风险：私钥 丢失或被盗等于 资产全部损失； 市场风险：稳定 币脱锚；法律风 险：可能构成洗 钱或非法转移资 产罪。

2.3 交易流转路径与模式

中国的稳定币地下市场已经演化出几种主流的交易模式，以适应不断变化的监管环境。

2.3.1 C2C/P2P 交易：基于交易所平台的个人对个人交易

这是目前最主流的模式。大型境外交易所（如 Binance, OKX 等）虽然禁止了中国大陆的 IP 访问，但用户仍能通过 VPN 等工具访问。这些平台内嵌了 C2C（Customer-to-Customer）或 P2P（Peer-to-Peer）交易市场。

- **平台角色：**交易所本身不直接参与法币交易，而是扮演一个“淘宝”式的撮合与担保角色。它允许认证的承兑商（商家）在平台上发布买卖稳定币的广告。
- **担保机制：**当用户下单购买稳定币时，平台会暂时锁定商家账户中对应数量的稳定币。用户付款给商家后，上传凭证，商家确认收款，平台才会将稳定币释放给用户。这种托管机制在一定程度上解决了信任问题。
- **支付方式：**支持支付宝、微信支付和银行卡转账等多种主流支付方式，但为了规避风控，交易双方通常会备注“学费”、“购物”等无关信息，并且频繁更换收款账户。

2.3.2 OTC（场外交易）柜台：专业承兑商的角色与运作

除了平台上的 P2P 交易，还存在大量更为隐蔽的 OTC 交易网络。这些 OTC 团队通常由少数核心人员运作，通过熟人介绍或在私密的社交群组（如 Telegram）中拓展业务。

- **服务对象：** 主要服务于有大额交易需求（通常单笔在数十万人民币以上）的客户，因为大额交易在 P2P 平台上容易触发风控。
- **运作模式：** 交易通常更为“传统”，可能需要线下面对面交易，或者通过高度信任的中间人进行。OTC 团队对资金来源的审核更为严格，以避免收到“黑钱”污染自己的资金池。
- **利润来源：** 他们的利润来自于买卖稳定币之间的价差，以及为大额交易提供流动性服务的佣金。这些 OTC 团队是稳定币地下市场中的关键流动性提供者。

2.3.3 社交媒体与线下交易网络

在最末端，还存在一个完全基于社交关系和地理位置的交易网络。人们通过微信群、QQ 群、Telegram 群组发布买卖信息，或者在一些特定城市（如沿海贸易发达城市、边境城市）形成线下的交易圈子，进行现金交易。这种模式最为原始，也最危险，没有任何担保机制，完全依赖于人与人之间的信任，欺诈事件频发。

第三章：市场竞争格局与主要参与者分析

3.1 主流稳定币的主导地位

在中国这个特殊的地下市场中，稳定币之间的竞争并非一场公平的较量，而是由网络效应、历史惯性和路径依赖所主导的。

3.1.1 USDT (Tether): 绝对主导地位及其原因分析

无论是在全球还是在中国市场，USDT 都是无可争议的王者，其市场份额远超所有其他竞争对手的总和。其主导地位主要源于以下几个原因：

- 1. 先发优势：** USDT 是第一个被广泛采用的稳定币，早在 2014 年就已面世。当 2017 年中国禁止法币交易、稳定币成为刚需时，USDT 几乎是唯一的选择。这使得它抢占了用户心智，并与所有主流交易所和钱包应用进行了深度绑定。
- 2. 无与伦比的流动性：** 由于其巨大的市场体量和广泛的接受度，USDT 拥有最佳的交易深度和最小的买卖价差。对于交易者和 OTC 商家而言，流动性就是生命线。选择 USDT 意味着可以快速、低成本地完成大额交易，而选择其他稳定币则可能面临找不到交易对手或交易成本过高的问题。
- 3. 多链部署策略：** Tether 公司积极地在多个主流区块链上发行 USDT，如 Omni、Ethereum (ERC-20)、TRON (TRC-20)、BNB Chain 等。尤其是在 TRON 链上的 TRC-20 USDT，因其转账速度快、手续费极其低廉

（通常低于 1 美元），完美契合了小额、高频的支付和出入金需求，在中国用户中尤其受欢迎。

4. **对监管的“模糊”态度：**相较于其主要竞争对手，Tether 公司在合规和透明度方面一直采取较为模糊的策略。虽然这备受批评，但在某种程度上，这种“不完全合规”的特性反而使其更能适应全球各地复杂的监管环境，尤其是在中国这样的市场，用户和商家反而不希望发行方过于配合某些司法管辖区的监管要求。

3.1.2 USDC (USD Coin)：合规性优势下的市场渗透

USDC 是 USDT 最强有力的挑战者。其最大的卖点在于“合规”与“透明”。

1. **合规优势：**USDC 由受美国金融监管机构监管的实体发行，其储备金由全球顶级的金融机构托管，并定期接受顶级会计师事务所的审计。这为其提供了强大的信用背书。
2. **市场渗透：**在全球 DeFi（去中心化金融）领域和机构投资者中，USDC 的接受度非常高。然而，在中国地下市场，其“合规”标签反而成为一种劣势。用户和 OTC 商家担心，过于透明和合规的 USDC 发行方（Circle）可能会更容易配合执法机构进行地址冻结或信息披露。因此，尽管 USDC 在安全性上被认为更优，但在中国的市场份额仍然远小于 USDT。它更多地被一些对合规有更高要求或进行大额长期价值储存的用户所选择。

3.1.3 其他稳定币（如 BUSD, DAI）的有限存在

- **BUSD (Binance USD):** 由币安（Binance）品牌背书并由 Paxos 发行的稳定币，曾一度是市场第三大稳定币。然而，在 2023 年受到美国监管机构的打压后，其发行方 Paxos 被命令停止发行新的 BUSD，导致其市场份额急剧萎缩。
- **DAI:** 作为去中心化稳定币的代表，DAI 在加密原生用户和 DeFi 玩家中有一定的受众，但其复杂的生成机制和潜在的稳定币风险，使其难以进入需要与法币进行高频兑换的主流 OTC 市场。

表格 3: USDT 与 USDC 核心特性对比分析

特性	USDT (Tether)	USDC (USD Coin)	在中国市场的含义
发行方	Tether Limited	Circle (CENTRE Consortium)	Tether 的离岸公司结构和历史使其显得更“灵活”，而 Circle 则深度嵌入美国金融体系。
监管与合规	监管状态模糊，历史上有争议。	受美国金融犯罪执法网络(FinCEN)监管，被视为货币服务业务(MSB)。	USDC 的强合规性对寻求规避监管的用户构成威慑，USDT 的模糊性反而提供了“保护”。
储备透明度	定期发布报告，但审计不充分，资产构成复杂。	每月由第三方顶级会计师事务所发布储备金证明报告，透明度高。	市场对 USDT 的储备一直存有疑虑，但在强大的流动性面前，这些疑虑被暂时搁置。

流动性与接受度	极高，所有主流交易所的核心交易对。	高，尤其在 DeFi 和机构市场，但在 C2C/OTC 市场次于 USDT。	流动性是王道。OTC 商家和用户首选 USDT 以确保交易效率和低成本。
主要流通网络	TRON (TRC-20), Ethereum (ERC-20) 等	Ethereum (ERC-20), Solana, Polygon 等	TRC-20 USDT 的低成本和高速度使其成为中国市场进行小额转账和支付的首选。
市场定位	事实上的加密世界“美元”，交易媒介。	合规、透明的数字美元，DeFi 和机构的基石。	在中国，USDT 是“流通货币”，USDC 更像是“价值储备”。

3.2 服务提供方生态

稳定币地下市场的运转，依赖于一个复杂且多层次的服务提供方生态系统。

3.2.1 全球性加密货币交易所的角色

尽管这些交易所声称已清退中国大陆用户，但实际上它们仍然是交易发生的核心场所。它们通过提供以下关键基础设施，维系着市场的运转：

- **P2P撮合平台**：提供技术平台，让买家和卖家能够发布广告、匹配订单并进行沟通。
- **托管服务 (Escrow)**：在交易过程中锁定卖家的稳定币，为交易提供信用担保。

- **争议解决机制：**当交易出现纠纷时（如一方未付款或未放币），平台会介入仲裁。
- **钱包服务：**为用户提供存储、发送和接收稳定币的数字钱包。

这些交易所通过收取商家入驻费、广告费或从交易中抽取微量手续费来盈利，同时将直接的法律风险转嫁给了参与交易的个人和商家。

3.2.2 OTC 服务商：类型、规模与风险

OTC（场外交易）服务商，或称承兑商，是这个生态系统中的“做市商”和“毛细血管”。他们是连接法币世界和加密世界的直接桥梁。

- **类型：**
 - **平台认证商家：**在交易所 P2P 平台缴纳保证金、通过认证的大 V 商家，拥有较高的信誉和交易量。
 - **独立 OTC 团队：**不依赖单一平台，通过私域流量（如 Telegram 群）运营，服务于大额交易客户。
 - **个人“散户”商家：**兼职从事稳定币买卖，交易量较小。
- **规模：**顶级 OTC 团队的日流水可达数千万甚至上亿人民币。他们通常拥有专业的风控团队和庞大的资金池（包括人民币和稳定币），以及数百个用于收款和付款的“周转”银行账户。
- **风险：**OTC 商家处于风险链条的最顶端。他们最大的风险是收到涉嫌洗钱、诈骗等犯罪活动的“黑钱”。一旦收到黑钱并将其用于支付给其他客户，就会污染自己的资金池，并可能导致自己的银行账户被大批量司法冻

结，甚至被追究刑事责任。因此，风控（如审查交易对手、要求提供资金来源证明等）是 OTC 业务的核心竞争力。

3.2.3 支付渠道与“跑分”平台

为了分散风险和规避银行、支付机构的风控系统，OTC 交易中发展出了一系列复杂的支付操作。

- **支付中介：**一些商家会使用大量的第三方或第四方支付平台进行资金中转。
- **“跑分”平台：**这是与网络赌博、电信诈骗紧密相关的黑产。这些平台招募大量个人出租自己的收款码（微信、支付宝），为非法资金提供“过桥”服务，将大额资金拆分成无数笔小额支付，增加追溯难度。在稳定币交易的某些环节，也可能涉及此类非法支付渠道。

3.3 资本动态：国内资本对稳定币赛道的间接参与

尽管在中国大陆直接投资或运营稳定币项目是非法的，但一些具有敏锐嗅觉的中国资本，正通过更为间接和合规的方式，参与到这个赛道中。

3.3.1 对海外稳定币发行方或相关项目的投资

一些中国的风险投资基金（VC）或家族办公室，会通过其海外主体，投资于全球范围内的稳定币发行项目、相关的技术解决方案（如合规科技、钱包技术）或 DeFi 协议。他们看好稳定币作为 Web3 底层基础设施的长期价值。

3.3.2 对香港 Web3 和虚拟资产生态的布局

随着香港对虚拟资产采取日益开放和鼓励的政策，大量来自中国内地的资本和人才开始涌入香港。他们积极申请香港的虚拟资产服务提供商（VASP）牌照，投资于本地的加密基金、交易所和初创公司。虽然目标不完全是稳定币，但一个繁荣的香港 Web3 生态必然需要合规的稳定币作为基础。因此，通过布局香港，内地资本实际上是在为未来可能出现的、合规的稳定币（特别是港元稳定币）市场提前卡位。

第四章：监管打击与合规风险深度分析

4.1 监管执法的重点领域

面对持续存在的稳定币地下市场及其伴生的各类风险，中国的监管和司法部门采取了多维度、常态化的高压打击策略。执法行动主要聚焦于以下几个领域：

4.1.1 打击利用稳定币进行洗钱的犯罪活动

这是打击的重中之重。犯罪分子（尤其是电信诈骗、网络赌博、贪污腐败、非法集资等）将非法所得的人民币通过 OTC 渠道购买成 USDT，利用其匿名性和跨境流动的特点，将资金“洗白”并转移至境外。

- **执法模式：**公安机关经济犯罪侦查部门（经侦）会从受害者的资金链条入手，逆向追踪，当发现资金流入某个被用于购买 USDT 的银行账户时，会立即对该账户及所有关联账户进行司法冻结。随后，顺藤摸瓜，打击为犯罪活动提供 USDT 兑换服务的 OTC 团队。近年来，破获的多起特大洗钱案件都涉及利用 USDT 作为核心工具。

4.1.2 整治为虚拟货币交易提供服务的 OTC 商家与支付渠道

监管部门认为，OTC 商家是连接非法金融活动与银行系统的“转换器”，是必须斩断的关键环节。

- **法律定性：**对于明知他人利用信息网络实施犯罪，仍为其提供支付结算等帮助的行为，可能构成《刑法》中的“帮助信息网络犯罪活动罪”（帮

信罪)。如果 OTC 商家与上游犯罪团伙有通谋，或者交易规模巨大，情节严重，则可能被认定为上游犯罪（如洗钱罪、非法经营罪、掩饰、隐瞒犯罪所得罪）的共犯。

- **“断卡”行动：**全国范围内持续开展的“断卡”行动，旨在打击整治非法开办贩卖电话卡、银行卡的行为。这直接冲击了 OTC 商家赖以生存的“卡池”，大幅提高了他们的运营成本和风险。

4.1.3 涉虚拟货币的非法集资与网络诈骗

许多传销和庞氏骗局项目也利用稳定币作为其资金盘的计价和流转单位。它们以“区块链新概念”、“高科技投资”为幌子，承诺高额回报，诱骗公众将法币兑换成 USDT 进行“投资”，最终卷款跑路。这类案件通常涉案金额巨大，受害者众多，社会危害性极强，也是公安机关重点打击的对象。

表格 4：近年来中国涉及稳定币的典型司法判例与执法行动

时间/地区	案件类型	涉案稳定币	核心案情与判决/行动	法律定性/意义
2023 年，浙江	特大虚拟货币洗钱案	USDT	某犯罪团伙利用 USDT 为网络赌博、诈骗等上游犯罪提供资金支付结算服务，涉案流水超百亿元。主犯被以“洗钱罪”判刑。	明确将利用 USDT 进行资金清洗的行为定性为洗钱罪，展示了全链条打击的决心。
2022 年，福建	非法经营案	USDT	陈某等人组建 OTC 团队，在明知客户资金可能来源非法的情	首次在司法层面明确，在特定情况下，大

			况下，仍大量从事人民币与 USDT 的兑换业务，被法院认定为“非法从事资金支付结算业务”，构成“非法经营罪”。	规模的 USDT 兑换业务可被认定为非法经营罪，为打击 OTC 业务提供了判例依据。
2024 年，多地	“断卡”行动专项打击	USDT	公安部统一部署，针对利用虚拟货币、跑分平台进行洗钱的“水房”进行集中收网，抓获大量 OTC 商家和“卡农”。	显示出监管从打击交易本身，转向打击为交易提供服务的整个生态系统，尤其是支付结算环节。
2023 年，上海	涉虚拟货币合同纠纷	USDT	法院判决，因委托他人购买 USDT 产生的合同纠纷，由于该行为损害了社会公共利益，违反了公序良俗，因此合同无效，相关损失由当事人自行承担。	进一步明确了涉虚拟货币的民事行为在司法上不受保护，增加了参与者的民事风险。

4.2 市场参与者面临的核心风险

在严密的监管网络下，稳定币地下市场的所有参与者都如同在钢丝上行走，面临着多重且严峻的风险。

4.2.1 法律与政策风险：账户冻结、资产罚没与刑事责任

这是最直接、最致命的风险。

- **银行账户/支付账户冻结：**即便是普通的个人用户，在进行 OTC 交易时，如果其交易对手的资金链条上存在“黑钱”，那么该用户的银行卡就有极大概率被异地公安机关司法冻结（通常是冻结半年，可续冻）。解冻过程极其繁琐，需要本人前往冻结地公安机关提供详尽的交易证明，且不保证成功。对于 OTC 商家而言，账户被批量冻结更是家常便饭。
- **资产罚没：**如果被认定参与了洗钱等违法活动，或交易行为被定性为非法经营，那么涉案的稳定币资产和非法所得的人民币将被依法没收。
- **刑事责任：**对于 OTC 商家和黑灰产从业者，一旦其行为触犯刑法，将面临牢狱之灾。

4.2.2 交易对手方风险：OTC 交易中的欺诈与“黑钱”风险

在缺乏有效监管和法律保护的的环境下，交易的信用风险极高。

- **欺诈风险：**在 P2P 交易中，可能遇到“假币商”（付款后不放币）或者骗子利用伪造的付款凭证进行诈骗。在线下交易中，更是可能遭遇抢劫等人身安全风险。
- **“黑钱”风险（Contamination Risk）：**这是最普遍的风险。用户在卖出稳定币时，收到的可能是来自赌博、诈骗等非法活动的资金。一旦收到这类资金，自己的账户就会被“污染”，进而被司法机关冻结，甚至被卷入案件调查。

4.2.3 市场波动风险：稳定币脱锚与流动性危机

虽然名为“稳定币”，但它们并非 100% 稳定。

- **脱锚风险 (De-pegging Risk) :** 当市场出现极端恐慌，或发行方的储备金出现问题时，稳定币可能与其锚定的法币（如美元）发生价格偏离，即“脱锚”。例如，历史上 USDT 和 UST（算法稳定币）都曾出现过严重的脱锚事件，导致持有者资产瞬间缩水。
- **流动性危机:** 在市场极端行情下，可能会出现所有人同时希望将稳定币换回法币的情况，届时 OTC 商家可能暂停收购，导致“出金”通道关闭，用户持有的稳定币无法变现。

4.3 市场应对策略与“猫鼠游戏”

面对高压监管，市场参与者也在不断调整和进化其策略，与监管展开了一场持续的“猫鼠游戏”。

- **交易方式的隐蔽化与去中心化:** 交易越来越多地从公开的社交群组转向更为私密的、基于强信任关系的圈子。同时，一些用户开始探索使用去中心化交易所 (DEX) 和隐私币 (如 Monero) 来增加交易的匿名性和抗审查性。
- **KYC/AML 措施的规避与反规避:** 虽然境外交易所要求用户进行 KYC (身份认证)，但存在大量使用他人信息注册的“伪实名”账户。OTC 商家为了自保，也会建立自己的“反洗钱”规则，例如要求新客户提供视频验证、银行流水证明等，以过滤掉高风险的交易对手。

- **法律模糊地带的利用：**一些参与者会利用司法实践中对虚拟货币属性认定不一、跨国司法协作困难等法律模糊地带进行抗辩。例如，主张自己只是进行一种“虚拟商品”的买卖，对上游资金的非法性并不知情。

这场博弈仍在继续，监管的每一次升级都会催生市场新的应对方式，使得整个地下生态变得愈发复杂和隐蔽。

第五章：数字人民币（e-CNY）的挑战与替代潜力

5.1 e-CNY 的设计理念与试点进展

在中国对私人加密货币进行全面封堵的同时，官方主导的数字货币项目——数字人民币（e-CNY）正在加速推进。e-CNY 是由中国人民银行发行的数字形式的法定货币，其设计理念与稳定币有着本质的不同。

- 定位（M0 替代）：** e-CNY 的官方定位是替代流通中的现金（M0），属于央行对公众的直接负债，具有与实物人民币 1:1 兑换的价值特征和无限法偿性。这意味着任何商户都不能拒绝接受 e-CNY。
- 技术架构：** e-CNY 采用“双层运营体系”。第一层是中国人民银行，负责发行和管理；第二层是指定的商业银行、电信运营商和支付机构，负责向公众提供兑换和流通服务。这是一个中心化的管理模式，确保了央行对货币发行和流通的绝对控制权。
- 试点进展：** 自 2019 年底启动试点以来，e-CNY 的应用范围已从深圳、苏州、雄安、成都等初始试点地区，扩展到全国 20 多个省市的近 30 个地区。应用场景也从最初的零售消费、交通出行、生活缴费，扩展到薪资发放、普惠贷款、企业间支付（B2B）乃至跨境支付等更广泛的领域。截至 2024 年底，e-CNY 累计交易金额和存量钱包数量均已达到相当规模，技术可行性和系统稳定性得到了充分验证。

5.2 e-CNY 与稳定币的本质区别

将 e-CNY 视为中国版的“稳定币”是一种常见的误解。两者在信用基础、管理模式和隐私设计上存在根本性的差异。

5.2.1 主权信用 vs. 私人信用

- **e-CNY:** 其价值由国家主权信用背书，与现金人民币具有同等的法律地位和信用等级。它不存在信用风险和法偿性风险。
- **稳定币:** 其价值依赖于发行方的私人信用和其储备资产的充足性与透明度。发行方可能破产，储备资产可能不实，导致稳定币价值崩溃。

5.2.2 中心化管理 vs. 分布式账本

- **e-CNY:** 运行在一个由央行完全控制的中心化系统上。所有交易的最终确认和账本记录都由央行完成，这使得监管机构能够实时、穿透式地掌握资金流向。
- **稳定币:** 通常运行在公有区块链（如以太坊、波场）上，这些网络是去中心化的，交易记录公开透明且不可篡改，任何个人或机构都无法单方面控制网络。

5.2.3 可控匿名 vs. 完全匿名/假名

- **e-CNY:** 遵循“前台自愿，后台实名”和“可控匿名”的原则。用户在开立低等级钱包时无需绑定银行卡，可以进行小额匿名交易，满足日常隐私需求。但后台系统对所有交易都有记录，监管机构在需要时（如反洗钱、反恐怖融资调查）可以依法追溯交易信息。

- **稳定币**：在区块链上的交易是基于假名（钱包地址）的。虽然交易记录公开，但地址与现实世界身份的对应关系是匿名的。除非通过交易所 KYC 信息或复杂的链上分析，否则难以追踪资金的最终拥有者。

表格 5：数字人民币（e-CNY）与主流美元稳定币全方位对比

维度	数字人民币 (e-CNY)	美元稳定币 (USDT/USDC)
发行方	中国人民银行 (央行)	私营公司 (Tether, Circle)
信用基础	国家主权信用	公司信用 + 储备资产
法律地位	国家法定货币 (M0)	虚拟商品 / 数字资产 (在中国大陆被禁止交易)
管理模式	中心化 (央行-商业银行双层运营)	去中心化 (基于公有区块链)
账户体系	松耦合账户 (可不绑定银行卡)	钱包地址 (假名)
隐私性	可控匿名 (前台匿名, 后台可溯)	假名交易 (原则上匿名, 但可被追踪)
交易成本	零成本 / 极低成本 (零售端)	链上交易手续费 (Gas Fee)
跨境能力	探索中 (如 mBridge 项目)	原生全球化, 无国界
主要用途	国内零售支付、对公业务、未来跨境支付	加密市场交易媒介、跨境灰色支付、资产转移
监管合规	完全合规, 本身即是监管工具	在全球面临日益增长的监管压力, 在中国非法

5.3 e-CNY 在跨境支付领域的探索

中国推动 e-CNY 的一个重要战略目标，就是提升在未来全球数字货币体系中的话语权，并探索绕开当前以 SWIFT 和美元为主导的国际清算体系的路径。

- **多边央行数字货币桥 (mBridge)：** 这是 e-CNY 在跨境支付领域最重要的探索。该项目由国际清算银行 (香港) 创新中心、香港金融管理局、泰国中央银行、阿联酋中央银行和中国人民银行数字货币研究所联合发起。它旨在通过一个通用的技术平台 (“走廊网络”)，实现不同国家央行数字货币之间的点对点交易和同步交收 (PvP)，从而大幅提升跨境支付的效率、降低成本并减少对代理行的依赖。
- **对现有体系的潜在影响：** 如果 mBridge 项目成功并推广，它将为参与国之间的国际贸易和投资提供一个全新的、更高效的支付结算选择。这将对稳定币在某些合法合规的 B2B 跨境支付场景中的应用构成直接竞争。

5.4 e-CNY 能否取代稳定币的灰色市场需求？

这是一个关键问题。答案在很大程度上是否定的。e-CNY 和稳定币服务于完全不同、甚至是相互冲突的需求。

- **在合法合规场景下的替代潜力：** 对于那些希望降低成本、提高效率的合法跨境贸易，如果 e-CNY 的跨境支付方案 (如 mBridge) 能够提供比传统电汇更好的体验，那么它确实有潜力取代这部分对稳定币的需求。

- **难以满足规避资本管制和加密交易的需求：** 稳定币地下市场存在的核心驱动力——加密资产出入金和规避资本管制——恰恰是 e-CNY 作为国家主权货币所要防范和打击的。e-CNY 的设计目标是加强监管而非规避监管。其中心化的架构和可追溯的特性，使其不可能被用于资本外流或作为进入匿名加密世界的桥梁。

因此，结论是清晰的：e-CNY 的推广和应用，将在合法经济领域构建一个更高效、更受控的数字支付基础设施，但这并不会消除稳定币地下市场赖以生存的土壤。两者将在不同的维度上平行发展，一个在“地上”，一个在“地下”，共同构成未来中国数字货币领域的复杂图景。

第六章：香港特别行政区：稳定币监管的“试验田”

在中央政府对虚拟货币采取严厉封禁政策的背景下，香港特别行政区基于其“一国两制”的独特地位和作为国际金融中心的目标，走出了一条截然不同的监管路径。香港正试图在防范风险和鼓励创新之间寻求平衡，将自身打造为全球合规虚拟资产的中心，而稳定币监管正是这一宏伟蓝图中的关键一环。

6.1 香港的虚拟资产监管新政

自 2022 年以来，香港政府高调宣布了其发展 Web3 和虚拟资产生态的决心，并推出了一系列实质性的监管举措。

- **VASP 发牌制度：** 2023 年 6 月 1 日，《打击洗钱及恐怖分子资金筹集（修订）条例》正式生效，建立了虚拟资产服务提供商（VASP）的发牌制度。任何在香港经营虚拟资产交易所业务的实体，都必须向香港证券及期货事务监察委员会（证监会，SFC）申请牌照，并遵守严格的反洗钱（AML）、反恐怖融资（CFT）以及投资者保护规定。
- **对零售投资者开放交易：** 与此前仅允许专业投资者参与的立场不同，新政允许持牌交易所向零售投资者提供主流虚拟货币（如比特币、以太坊）的交易服务，这是一个标志性的转变，极大地激活了市场。

- **虚拟资产现货 ETF：**2024 年 4 月，香港证监会正式批准了首批比特币和以太币现货交易所交易基金（ETF），使香港成为亚洲首个推出此类产品的市场，进一步巩固了其作为虚拟资产枢纽的地位。

6.2 香港金管局（HKMA）对稳定币的监管框架

在整体虚拟资产生态建设中，香港金融管理局（HKMA）深知稳定币作为连接传统金融与虚拟资产世界的桥梁的重要性，因此专门针对稳定币的监管进行了深入研究和规划。

1. **稳定币发行人监管制度的咨询与立法方向：**香港金管局和财经事务及库务局在进行多轮市场咨询后，于 2023 年底发布了《有关虚拟资产活动及稳定币的立法建议咨询文件》，明确了对稳定币发行人的监管思路。其核心原则是“相同风险，相同监管”，计划建立一个类似于储值支付工具（SVF）的强制发牌制度。
 - **监管对象：**主要针对以法币为支持的稳定币（FRS），尤其是那些声称锚定一种或多种法币的稳定币。
 - **发牌要求：**未来的稳定币发行人必须获得金管局颁发的牌照。申请者需要满足严格的要求，包括：必须在香港设有实体办事处、具备健全的公司治理和风险管理体系、储备资产必须足额且高质量（主要由现金和短期国债构成）、储备资产必须与发行人的自有资产隔离并由独立第三方托管、以及必须定期披露经审计的储备报告。
2. **对港元稳定币（HKDG）的展望：**监管框架的明确，为合规港元稳定币的诞生铺平了道路。市场预期，一旦立法完成，将会有持牌机构发行由港

元 1:1 支持的稳定币。这不仅能提升港元在数字经济时代的地位，也能为香港的虚拟资产生态提供一个可靠、低风险的本土计价和结算工具。

3. **“沙盒”安排：**在正式立法前，香港金管局已经启动了稳定币发行人“沙盒”计划，允许有意在香港发行稳定币的机构在受控环境中测试其运营模式，以便监管机构和业界共同探索最佳实践。

表格 6：中国大陆与香港特别行政区对稳定币监管政策的对比

监管维度	中国大陆	香港特别行政区
总体态度	全面禁止、严厉打击	积极探索、规范发展
法律定性	虚拟货币相关业务属“非法金融活动”	视为虚拟资产，纳入金融监管框架
监管机构	中国人民银行、公安部等多部委联合监管	香港金融管理局 (HKMA)、证券及期货事务监察委员会 (SFC)
监管方式	封堵交易渠道、打击相关犯罪	发牌制度 (牌照驱动)
稳定币发行	严厉禁止	计划推出强制发牌制度，鼓励合规发行
稳定币交易	全面禁止，P2P/OTC 交易属非法灰色地带	允许在持牌交易所进行交易
政策目标	维护金融稳定，防范化解风险，推广 e-CNY	发展 Web3 生态，巩固国际金融中心地位
与全球市场关系	隔离、切断	融合、连接

6.3 香港作为“缓冲区”与“连接器”的潜在角色

香港独特的监管路径，使其在中国整体的数字货币版图中扮演着一个不可替代的、复杂的角色。

6.3.1 合规稳定币的发行与流通中心

未来，香港有望成为亚洲乃至全球的合规稳定币（特别是与亚洲货币相关的稳定币）的发行中心。持有香港牌照的稳定币，将拥有强大的政府信用背书，能够吸引全球机构投资者和企业用户。这将与当前由 USDT 主导的、游离于监管之外的稳定币市场形成鲜明对比和竞争。

6.3.2 连接中国内地与全球 Web3 生态的桥梁

尽管内地对虚拟货币交易严加禁止，但对区块链技术本身以及在产业领域的应用是持支持态度的。许多内地的科技公司和开发者渴望参与全球 Web3 的创新浪潮。香港提供了一个完美的“窗口”和“试验场”。内地的企业可以通过在香港设立的合规子公司，合法地接触和使用虚拟资产，参与全球项目，进行融资和投资。在这个过程中，合规的稳定币将是必不可少的金融工具。

6.3.3 对内地稳定币地下市场的潜在影响

香港的监管发展对内地的地下市场可能产生双重影响：

- **示范与分流效应：**一部分寻求安全和合规的内地高净值人士或企业，可能会选择通过合法渠道在香港参与虚拟资产活动，从而分流部分原本地下市场的资金。

- **“虹吸”与“中转”效应：**香港作为一个开放的离岸金融中心和虚拟资产枢纽，也可能在客观上成为内地资金通过灰色渠道流出后的一个重要目的地和中转站。在香港，这些源自地下的稳定币可以更方便地转换为其他资产或融入全球金融体系。

总而言之，香港的探索为中国在数字货币领域保留了一个与世界接轨的、高度市场化的接口。它既是防范风险向内地传导的“防火墙”，也是内地企业和资本有限度、合规地参与全球 Web3 竞争的“缓冲区”与“连接器”。香港稳定币监管的最终成型，将深刻影响整个亚太地区的虚拟资产格局。

第七章：总结与未来展望

7.1 核心结论总结

本报告通过对中国稳定币市场的多维度剖析，得出以下核心结论：

7.1.1 需求驱动下的市场韧性

中国稳定币市场的存在是典型的需求驱动型市场。尽管面临全球最严格的监管环境和持续的执法高压，但由于其在连接中国投资者与全球加密市场、提供替代性跨境支付方案以及满足特定资产转移需求方面的“刚性”功能，市场通过不断调整其运作模式（如转向更隐蔽的 P2P 和 OTC 网络），表现出极强的韧性。只要这些底层需求依然存在，稳定币的地下市场就难以被彻底根除。

7.1.2 持续高压的监管态势

监管层的态度是明确且一贯的：防范化解金融风险、维护国家金融主权是首要任务。因此，对稳定币及其交易生态（特别是 OTC 承兑商和支付渠道）的打击将是长期且毫不松懈的。未来的监管行动将更趋精准化和技术化，利用大数据、人工智能等技术手段提升对非法交易的监测和打击能力，使得地下交易的成本和风险持续升高。

7.1.3 e-CNY 与香港监管路径的双线叙事

中国在数字货币领域的策略呈现出清晰的“双线叙事”。对内，通过强力监管为法定数字货币 e-CNY 的推广扫清障碍，旨在构建一个由国家主导、完

全可控的国内数字支付体系。对外，则通过香港这一“一国两制”下的特殊窗口，探索一条与国际接轨的虚拟资产监管路径。这两条线并行发展，互为补充，共同构成了中国应对全球数字金融变革的复杂战略布局。e-CNY 无法取代稳定币的灰色市场功能，而香港的合规市场也难以在短期内影响到内地的地下生态，两者将在各自的轨道上继续演进。

7.2 未来趋势展望

展望未来，中国稳定币市场的发展将受到以下几个关键趋势的影响：

7.2.1 全球稳定币监管趋同对中国市场的影响

全球主要经济体（如美国、欧盟）正在加速对稳定币的立法和监管。随着全球监管框架（如 MiCA 法案）的落地，稳定币发行方的合规成本将大幅增加，其运营将更加透明化。这可能会对 USDT 等现有市场领导者构成挑战，并催生出更多完全合规的替代品。虽然中国市场相对封闭，但全球监管的收紧会通过影响稳定币发行方本身，间接传导至中国市场，可能改变未来市场中稳定币的竞争格局，并增加执法机构进行跨国协作和信息获取的可能性。

7.2.2 区块链技术与合规科技的应用

“猫鼠游戏”的另一面是技术的持续对抗。市场参与者可能会越来越多地利用去中心化交易协议（DEX）、混币器（Mixer）和隐私增强技术来提升抗审查能力。与此同时，监管机构和区块链分析公司也在不断升级其链上追踪和地址标记技术。未来的监管将更加依赖科技手段，形成“以技术对抗技术”的新常态。

7.2.3 地下市场的长期演变与转型

在持续的压力下，中国的稳定币地下市场可能会呈现以下演变趋势：

- **更加分散和原子化：** 大型的、集中的 OTC 团队目标过大，容易被打击。市场可能向更小、更分散、基于个人信用的交易网络演变。
- **风险分层加剧：** 市场将明显分层，能够提供更强资金安全保障和风控能力的服务商，其服务溢价会更高。而底层市场将继续充斥着欺诈和“黑钱”风险。
- **与香港市场的联动增强：** 香港合规市场的建立，可能为内地地下市场的资金提供一个新的“出口”。未来可能会形成“内地 OTC-稳定币-香港合规平台”的复杂资金链路。

7.3 对行业参与者的最终建议

- **对于个人用户：** 必须清醒地认识到，在中国大陆参与任何形式的稳定币交易都面临着巨大的法律风险、财产损失风险和个人信息安全风险。司法体系对相关交易行为不予保护，任何损失都只能自行承担。
- **对于企业：** 任何试图通过稳定币进行跨境支付、货款结算的行为都严重违反了中国的外汇管理规定，属于非法行为。企业应严格遵守国家法律法规，通过正规银行渠道进行所有跨境金融活动，避免触碰法律红线。
- **对于寻求在 Web3 领域发展的创业者：** 香港提供了合规发展的宝贵机遇。建议将业务主体和运营严格限制在允许虚拟资产活动的司法管辖区

内，并聘请专业法律顾问，确保所有业务活动符合当地法律法规，切勿在内地开展任何与虚拟货币交易相关的业务。

最终，中国稳定币市场的故事，是全球化数字浪潮与一国强力主权监管之间张力的一个缩影。它的未来，将继续在技术、需求和政策的激烈碰撞中被塑造。

上海嘉世营销咨询有限公司

作为中国专业市场研究与战略咨询机构之一，自 1998 年创立以来，已深耕行业近 30 年。公司一直致力于为企业提供精确的竞品调研、行业分析及战略规划服务。作为竞品调研领域的标杆，嘉世咨询运用其模块化研究模型，深入分析行业领先企业的市场策略、销售体系和运营动态。同时，通过动态监控模块，实时追踪竞争对手的扩张计划、重大决策和新品发布，为客户提供具有前瞻性的洞察。

业务范围

行业研究、企业研究、竞品研究、消费者研究

业务邮箱

mcr@chinamcr.com



公众号



抖音



小红书

