支付巨头押注稳定币 常见的误解有哪些？

撰文：Christian Catalini编译：深潮 TechFlow

Stripe Inc. 总部位于美国加州南旧金山，2024 年 4 月 16 日，星期二。

Stripe最近收购了稳定币编排初创公司 Bridge，这在加密货币界引起了巨大反响。这是首次有大型支付公司投入超过十亿美元来推动这项技术的发展。虽然这不是 Stripe 首次涉足加密货币领域，但这次的时机显得尤为不同。当前，市场对稳定币的热情空前高涨，而 Bridge 的联合创始人 Zach Abrams 成功地将公司塑造成「加密货币界的 Stripe」，从而引起了 Collison 兄弟的关注。

许多人可能没有注意到，虽然 Bridge 对 Stripe 来说价值 11 亿美元，但其自身可能并未达到这个估值。这并不是因为团队缺乏能力——Zach 及其团队汇聚了一批顶尖的工程师——而是因为在稳定币领域盈利极其困难。无论是发行、编排（即在不同稳定币之间转换），还是与传统银行系统的整合，实现长期盈利都是一大挑战。

那么，这又是为什么呢？毕竟，Circle 和 Tether 在过去两年利率上升的背景下获得了丰厚利润，并且随着市场对 Circle 上市的期待不断增加，市场似乎已为进一步的增长和整合做好准备。

然而，实际情况是，稳定币市场的网络效应可能远不如预期强大，也不是一个「赢家通吃」的局面。实际上，稳定币可能只是亏损的引流产品，如果没有必要的补充资产，甚至可能成为亏损的项目。虽然业内人士通常认为流动性是只有少数稳定币能够占据主导地位的主要原因，但事实要复杂得多。

关于稳定币有哪些常见误解呢？让我们深入探讨一下。



Tether Holdings Ltd. 的首席执行官 Paolo Ardoino

摄影师：Nathan Laine/Bloomberg© 2023 Bloomberg Finance LP

## 1.稳定币需要一个配套的商业模式

在设计 Libra时，我们意识到，稳定币要想成功，必须依赖一个配套的商业模式。Libra 生态系统是围绕一个非营利协会构建的，该协会将钱包、商家和数字平台结合起来，以支持稳定币的发行和支付网络。

仅靠储备利息来实现稳定币盈利并不可持续。我们早在计划发行以低利率（如欧元）甚至负利率（如日元）支持的稳定币时就意识到了这一点。像 Circle 和 Tether 这样的稳定币发行公司似乎没有注意到当前的高利率环境只是暂时的异常现象，而一个可持续的商业模式不能建立在这种可能很快改变的基础上。



当然，稳定币不仅可以通过「存量」盈利，还可以通过「流动」盈利。Circle 最近提高了赎回费用，显示他们开始认识到这一点。然而，这种做法违背了支付领域的一个基本原则：为了赢得用户的信任和忠诚度，资金的进出应该是无缝的。虽然在游戏行业中，退出费用可能是可接受的，但在主流支付中，这种费用会破坏人们对资金自由流动的基本预期。因此，交易费用可能成为一个潜在的收入来源，但在没有严格控制协议的情况下，在区块链上实施这些费用是很有挑战性的。即使如此，也无法对同一钱包提供商内用户之间的交易收取费用。这些都是我们在 Libra 项目中深入研究过的情境，揭示了非营利协会商业模式的复杂性和不确定性。

那么，稳定币发行者该如何选择呢？除非他们依赖短暂的监管漏洞——这些漏洞不太可能长期存在（下一节会详细讨论）——否则他们需要开始与自己的客户竞争。

Circle 最近的一系列举措，包括推出可编程钱包、跨链协议和 Mint 计划，明确显示了公司的发展方向。但这对许多与其关系密切的合作伙伴来说并不是好消息。在平台战略中，这种情况并不罕见：永远不要让合作伙伴插足于你和客户之间。然而，许多交易所和支付公司却通过将 Circle 纳入他们的生态系统而犯了这个错误。为了生存，Circle 必须转型为支付公司，即便这意味着要侵占盟友的市场。这种模式并不新鲜——想想亚马逊与第三方卖家、旅游平台与酒店连锁、或 Facebook 与新闻出版商的关系。当平台取得成功时，它们往往会将原本依赖合作伙伴的功能收归己有，并对有效的部分进行盈利。苹果和谷歌生态系统中的开发者对此再熟悉不过。

Stripe 则不面临这样的困境。作为全球最成功的支付公司之一，他们已经掌握了如何在全球资金流动之上构建和盈利于精简的软件层——这种模式通过网络效应高效扩展，而无需依赖国家特定的银行牌照。稳定币加速了这一进程，通过在 Stripe 和国内银行及支付网络之间架起桥梁，使得原本受限于传统机构（如卡公司）的网络能够克服最后一英里的问题，为商家和消费者提供更大的价值。

这就是为什么 PayPal 推出了自己的稳定币，而其他金融科技巨头如 Revolut 和Robinhood也纷纷跟进的原因。与以往不同，他们开始在开放协议上展开竞争，但可以通过调整稳定币策略来增强其核心业务。这样，他们将使稳定币对消费者和企业变得极其便宜和便捷。



2023 年 9 月 26 日星期二，等值 1,000 美元的阿根廷比索纸币在阿根廷布宜诺斯艾利斯整理

© 2023 Bloomberg Finance LP

## 2.美元化不是一种产品

加密货币领域曾严重低估监管对其未来的影响。我们在发布第一版 Libra 白皮书时就经历了这一点，这导致了两年艰难的监管对话，以确保项目符合政策制定者和监管者的期望。

如今的稳定币也面临同样的情况。许多人认为，稳定币可以无缝地为消费者和企业提供低成本的全球美元账户。毕竟，在危机时刻，全球的人们都希望能在一个「大而不倒」的美国金融机构中持有美元。此外，有人可能认为美国政府会支持这一趋势，因为这有助于巩固美元作为全球储备货币的地位。

然而，现实情况要复杂得多。尽管美国若失去其金融和制裁基础设施作为全球标准的地位将面临巨大损失——尤其是如果美元的「过度特权」如同之前的储备货币那样被削弱，后果将更严重——这并不意味着美国财政部会一直支持加速美元化。事实上，其国际事务办公室可能会将此视为对外交和全球金融稳定的重大挑战。

那些重视货币政策独立、担心危机中资本外逃以及国内银行稳定的国家，将会强烈反对大规模采用无摩擦的美元稳定币账户。他们会利用一切手段来阻止或限制这些账户，就像他们抵制其他形式的美元化一样。尽管完全禁止加密交易可能不现实，正如互联网的发展所示，政府仍有多种方法限制访问并抑制其在主流中的应用。

这是否意味着在有资本管制或担忧资本外逃的新兴经济体中，稳定币会面临困境？其实不然——遵循本地银行和监管框架的国内稳定币的兴起是必然的趋势。尽管美元一直以来在稳定币市场上占据主导地位，局势可能会迅速变化。在欧洲，随着《加密资产市场》（MiCA）法规的实施，银行、金融科技公司和新兴企业都在争相发行欧元计价的稳定币。这种策略有助于维护本地银行系统的稳定性，并将在拉丁美洲、非洲和亚洲等地区变得愈发重要。

明确的监管还使得银行能够在公平的环境中参与竞争，这在美国尚未实现。银行除了可以发行完全支持的稳定币之外，还可以发行存款 Token，通过货币创造来增加收益。这让没有银行牌照、贴现窗口或政府存款保险的纯稳定币发行者处于显著的竞争劣势。



在中国香港，各种支付服务的图标被展示出来

摄影师：Anthony ... [+]© 2016 Bloomberg Finance LP

## 3.不会有单一的稳定币赢家

确实，发行者可以围绕其稳定币的全球流动性和可用性建立网络效应，但正如去中心化交易所（DEX）协议所知，流动性容易得来，也容易失去。同样，品牌和营销的规模效应可能帮助发行者占据市场份额，但这并不总能转化为真正可持续的竞争优势。

现实是，稳定币最核心的特性——锚定美元或欧元等货币——同时也是它最大的弱点。目前，这些资产被视为独立存在，但一旦监管统一了标准，使得所有稳定币都同样安全，个人和企业就会将它们视作普通的美元或欧元。虽然法律上确实有区别——就像在硅谷银行挤兑事件中所显现的那样——但大多数人并不在意他们的美元是存放在美国银行还是摩根大通。这就是美元作为货币的神奇之处，这一切都由美联储在背后推动。

稳定币也将经历类似的过程。尽管每个主要市场可能会有数十种稳定币，但这些复杂性将被用户忽略。一旦这种情况发生，稳定币的经济将更有利于那些拥有互补业务模式的公司，或者是那些掌控稳定币与其支持资产（如银行存款、美国国债或货币市场基金）之间接口的公司。

这对像 Circle 这样的纯稳定币发行者来说是个坏消息，因为他们的银行系统接口依赖于 BlackRock 和 BNY Mellon 等公司。这些金融巨头可能成为直接竞争对手。例如，BlackRock 已经运营着全球最大的代币化美国国债和回购基金（BUIDL）。

技术颠覆的历史中有一个常见的误解，即现有企业往往能成功抵御挑战。即便是 Clayton Christensen 提到的颠覆性创新的经典案例——小型磁盘驱动器制造商在硬盘行业的崛起——也不完全正确：Seagate 不仅在颠覆中生存下来，而且至今仍是全球最大的制造商。在金融服务等高度监管的行业中，新进入者面临的挑战更大。



拥有银行牌照的科技公司，如 Revolut、Monzo 和 Nubank，已经在市场中占据了有利位置，其他公司可能会加速获取牌照以获得类似的优势。然而，稳定币市场中的许多参与者将难以与传统银行竞争，可能面临被收购或失败的风险。银行和信用卡公司将抵制一个由少数几个稳定币主导的市场，而是倾向于支持一个由多个互通且可替换的发行者组成的市场格局。当这种情况出现时，流动性和可用性将由现有的消费者和商户分销渠道推动，这正是像 Stripe 和 Adyen 这样的新银行和支付公司所具备的优势。

像 USDC 和 USDT 这样的全额支持的稳定币需要找到高频使用场景，如跨境资金流动，来保持其市场地位，或吸引一个能够引入透明分数化的去中心化金融（DeFi）生态系统，以支持其窄银行模式。同时，由银行发行的存款 Token 或代币化基金将因其更强的经济基础而得到更广泛的应用，尤其是在消费者和机构层面。机构用户尤其习惯于管理多样化的资产，如货币市场基金，并非常关注其资本的机会成本。在这一领域，稳定币收益分享的竞争已经展开。

在每个地区，无论是银行还是加密货币公司，都将努力成为进入当地市场的关键门户。然而，他们需要认真考虑稳定币如何通过将本地支付系统与区块链网络连接，从而降低外国竞争者进入市场的门槛。毕竟，从商业角度来看，核心的变化在于这些系统将基于开放协议运行。



国际清算银行总经理 Agustin Carstens

Vernon 拍摄... [+] Yuen/NurPhoto 来自 Getty Images

## 那么这一切意味着什么？

对于领先的支付公司、金融科技企业和新兴银行来说，前景一片光明。他们可以利用稳定币来简化运营并加速全球扩张。这也为国内稳定币发行者创造了新机会，使他们能够提升自身地位，并为支付系统的全球互操作性做好准备——在这一领域，稳定币有望取得成功，而国际清算银行的「金融互联网」愿景可能难以实现。

领先的加密货币交易所也将利用稳定币更积极地进入消费者和商户支付领域，成为主要金融科技和支付公司的有力竞争者。

尽管关于稳定币在普及过程中如何扩展反洗钱和合规控制的疑问仍然存在，但毫无疑问，它们为快速现代化金融服务体系并改变行业领导格局提供了机会。