

评估方法

2025 年 7 月 31 日

征求意见：稳定币评估方法

中诚信亚太对拟定的法币类稳定币稳定性的评估方法征求意见

摘要

稳定币是一种加密货币，旨在维持相对于特定资产（通常是法定货币）的稳定价值。在本报告中，我们将阐述稳定币维持与目标法定货币挂钩能力的评估框架，并解释其稳定性的评分逻辑，评分范围为 **S1**（稳固）至 **S7**（不稳定）。稳定币评估并非评级，而是对其维持挂钩能力的相对排名。

我们的评估主要适用于与传统法定货币（例如美元、欧元、人民币或港币）价值挂钩的法币类稳定币。主要依赖发行人信用或算法抵押品支撑的稳定币不在我们的考虑范围内。法币类稳定币通常在交易所交易，并可从发行人处赎回。

我们认为，稳定币与其法币挂钩的价值偏离风险来自两个关键因素：（1）储备资产的特征；（2）影响稳定币发行人可靠性和运营的其他风险因素。我们首先从储备资产评估开始进行稳定性评估，审查直接影响稳定币价值的资产质量。其次，我们会考虑一系列调整因素来评估稳定币的预期稳定性，包括法律和监管环境、基础实力、治理和控制、业绩记录以及市场流动性。

我们的稳定性评估主要依赖于公开信息。如果数据不足或结论不明确，我们可能会进行有限的评估，或者干脆不进行稳定性评估。

本评估方法介绍了我们用于评估稳定币稳定性的关键因素，详细解释了每个因素，并展示了我们在每个因素中的评分方式。此外，本文还阐述了稳定币评估的评估等级和定义。

分析师联系人

左丰铭 +852-2860 7142

分析师

saul_zuo@ccxap.com

唐永盛 +852-2860 7125

评级副总监

vincent_tong@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

评级总监

elle_hu@ccxap.com

客户服务

香港 +852-2860 7111

本文为 2025 年 7 月 31 日发布的 **Stablecoin Stability Assessment** 的翻译版本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，请以英文版本为准。

评级方法影响

稳定币评估不是信用评级。此外，中诚信亚太目前尚无任何符合本次稳定币稳定性评估分析方法适用范围的已评稳定币。采用本方法预计不会导致任何评级变化。

提交意见方法

在此征求意见中，中诚信亚太邀请感兴趣的市场参与者在 **2025 年 8 月 31 日** 之前在征求意见页面或通过电子邮件 info@ccxap.com 提交对本次拟定方法的书面意见。中诚信亚太将在发布该方法之前进行检讨并考虑所有收到的意见。

稳定币稳定性的定义

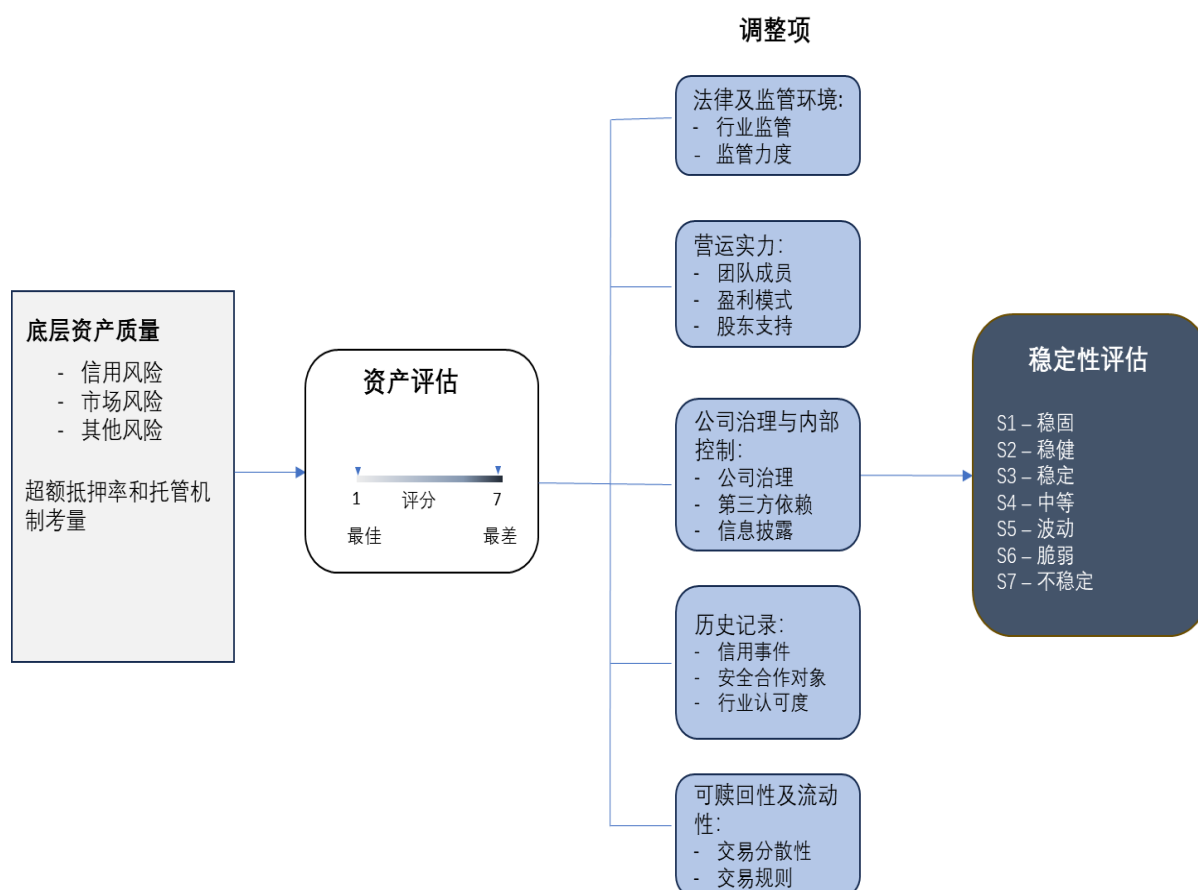
稳定币稳定性评估反映了中诚信亚太对稳定币维持与锚定法币挂钩能力的评估。稳定性可以通过以下两个指标来定义：（1）稳定币的市场价格与锚定法币之间的偏离程度；以及（2）这种偏离的持续性。因此，如果我们观察到稳定币与锚定货币之间存在较大且持续的价格差距，我们往往会降低该稳定币的评估，这表明其作为货币的价值保存能力较弱。

稳定币与其锚定货币之间的价格偏差可能来自多种原因，例如储备资产质量下降、对发行人可靠性失去信心、流动性压力或对 IT 基础设施安全性的担忧。下文将阐述我们的评估框架，并解释衡量稳定币稳定性的关键因素，并解释我们对这些因素的评分逻辑。

稳定币的稳定性评估框架

我们认为，稳定币价值偏离其与锚定法币的风险来自两个关键因素，包括（1）储备资产的特征；以及（2）影响稳定币发行人可靠性和运营的因素。因此，我们从储备资产评估开始分析，评估稳定币保持与法币挂钩的足够内在价值的能力，同时考虑其支持资产的质量、超额抵押和清算机制。之后，我们将定性考虑一系列影响稳定币发行人可靠性和运营的因素，包括法律及监管环境、营运实力、公司治理与内部控制、历史记录和可赎回性及流动性。这些因素对稳定币稳定性评估的影响可能是正面、中性或负面的，从而导致标的资产评估后稳定币的上调或下调。然而，上调的要求比下调更为严格。

图表 1：法币类稳定币评估框架



我们采用从 S1（稳固）到 S7（不稳定）的等级来评估稳定币的稳定性。我们会先对基础资产进行评估并给出 1 至 7 分的评估结果，再根据调整因素的考量得到最终评估结果。例如，稳定性评估结果为 S1，意味该稳定币预

计将与法定货币保持稳固的挂钩，任何价格偏差都将得到快速纠正。相反，评估结果为 **S7**，则表示稳定币预计将与其挂钩货币保持较大的偏差，并且这种偏差不太可能得到纠正。

储备资产评估

1. 基础资产质量

本部分重点关注稳定币基础资产的资产质量风险。在评估基础资产质量时，我们将考虑以下几个方面：

- 信用风险
- 市场风险
- 其他风险（如托管风险、外汇风险）

稳定币的价值由其基础资产支撑。基础资产的资金损失或减值可能导致抵押品不足，并使其价格偏离其锚定汇率。信用风险和市场风险可以通过资产性质或参考债务工具、发行人、交易对手等的评级来衡量。接近无风险的资产，例如评级至少为“**AAg/Ag-1**”或以上的短期主权债券，预计最高得分为 **1** 分。价格波动较大的资产，例如大宗商品或加密资产，通常得分最低，为 **7** 分。我们将根据稳定币标的资产的加权平均得分，将稳定币的评分定为 **1** 至 **7** 分。我们可能会根据标的资产未来变化的预期进行调整。

图表 2：不同资产类别的评分示例

资产类别	示例	分数
接近无风险资产	• 主权债券评级至少为“AAg/Ag-1”且到期日低于 180 天 • 现金存款存放在“AAg/Ag-1”评级的机构中 • 优质现金等价物（例如 mfAAA_g 评级的优质货币市场基金、AAg/Ag-1 评级的主权债券或同级别机构支持的隔夜回购）	1
优质资产	• 主权债券评级至少为“Ag/Ag-2”且到期日低于 180 天 • 现金存款存放在“Ag/Ag-2”评级的机构中 • 现金等价物（例如“Ag/Ag-2”评级的主权债券或同级别机构支持的隔夜回购）	3
非流动性风险资产	• 长期公司债券、高收益或无评级债券	5
其他资产	• 大宗商品、加密货币、加密资产或其他非流动性资产	7

我们也会将其他风险如托管人风险和外汇风险考虑在内。托管人的信用状况或托管协议的性质可能会对所持有资产的安全性产生不利影响，从而面临后勤挑战或市场信心受损。此外，当基础资产货币与挂钩货币不同时，稳定币的价值可能会受到外汇风险的影响。如果我们发现托管人的信用状况存在缺陷或存在重大外汇风险敞口，我们可能会降低基础资产质量评估。对于无法披露其资产托管人的发行人，其评分将被下调。

2. 超额抵押与清算机制

如果稳定币具备超额抵押或可靠的清算机制，将有助于降低其资产质量风险。超额抵押可以为标的资产价值的波动提供额外的缓冲，并在面临持币人赎回时提供流动性。我们认为，优秀的超额抵押率安排会给整体底层资产组合带来较好缓冲，稳定其波动性。但是较差的超额抵押率安排会在真正的压力事件面前杯水车薪，严重损害底层资产的安全性。此外，一些稳定币可能会设定清算门槛或机制，以在压力环境下保持充足的流动性。良好的清算机制可以在短时间内（例如 **24** 小时）清算其高流动性资产，且不会造成重大损失。中诚信亚太将评估超额抵押水平和清算机制的有效性。当稳定币具备足够的超额抵押和良好的清算机制时，我们倾向于提高其储备资产的评估。

调整因素

在评估基础资产质量之后，我们将通过另外五个方面对评分进行调整：

- **法律及监管环境：**将考虑与监管不确定性相关的各种风险，包括区域法规的立法程序、严谨性和执行实践。
- **营运实力：**将考虑稳定币运营公司的基础实力，包括团队成员、盈利模式、股东支持情况等，确保公司拥有充足的管理经验、专业能力和优秀的资本结构，能够管理稳定币的铸造、发行、流通等日常流程。
- **公司治理与内部控制：**将考虑稳定币运营公司的治理能力，以确保内部控制（包括法规、管理框架和保密机制）和外部关系（如第三方验证和重大事项披露程序）符合合理标准。
- **历史记录：**在衡量一家公司的运营安全性时，除考虑其内部管理水平外，还需考虑公司与安全相关的外部关系和历史事件。因此，安全指数将由公司过往的信用负面事件或压力事件、公司现有的安全合作伙伴、以及行业对公司及其发行稳定币的认可度构成。以上三个因素将支撑公司的安全系数，并增强公司应对安全相关挑战的能力。
- **可赎回性及流动性：**运营公司稳定币的流动性与稳定币底层资产的流动性有所不同，关注稳定币本身的交易集中度和交易规则，并考虑到公司可能面临的挤兑风险。

我们将对上述五类调整项目进行综合评估，并采用正面、中性、负面（绝大部分情况下为中性/负面）的评价，以汇总调整得分。然后，我们将根据储备资产评估结果调整最终的稳定性评估结果。换言之，中诚信亚太的评估整体会采取储备资产+调整项的评估逻辑，基于如下所示的五个大类、12 个小类的评估维度对发行公司的运营能力进行评估。

1. 法律及监管环境

主要衡量国家或地区是否出台稳定且成熟的监管方案，现阶段风险主要集中在行业监管和监管力度方面。良好的区域合规法律体系和监管环境可能对评估结果产生积极影响。

	中性	负面
行业监管	地区已制定的稳定币监管政策，但其规范的严谨、有效性及可行性有待进一步验证及完善	地区目前尚无监管框架，也无稳定币监管方案，未来稳定币的合法性尚无法判断
监管力度	公司所在地的预期的监管执行力较强，明确的立法流程、监管方式、处理方式、处理案例等	公司所在地无相关法律法规

2. 营运实力

衡量稳定币公司有效运营业务的综合能力，其标准与团队成员、盈利模式以及股东支持相关。

	中性	负面
团队成员	发行公司团队核心成员曾在多家金融机构工作，过去在金融产品的推广和创新方面经验较多，与监管部门沟通经验充足，且取得极好的业绩	发行公司团队核心成员在过去缺乏推广和创新金融产品的经历，缺乏与监管部门沟通的经历，或者过往产品推进过程中业绩极差
盈利模式	发行公司的盈利模式已经建立并且行之有效，在实际交易过程中也给发行公司 and 市场参与者创造了盈利空间	发行公司的盈利模式并未建立，或者理论框架建立后并未在实际交易过程中实现，发行公司 and 市场参与者缺乏盈利空间

股东支持	发行公司的股东有明确的意愿和足够的能力来覆盖公司压力情况下的运营支出和或有负债	发行公司的股东未能明确其在压力情景下继续支持公司发展、维护公司日常的态度，或者公司股东能力不足以支撑发行公司在一些压力情况下的运作维持
------	---	---

3. 公司治理与内部控制

侧重于公司内部控制以及一些外部合作关系的质量。其核心考量围绕包括公司治理流程、信息披露、第三方验证等。

	中性	负面
公司治理	发行公司的公司治理制度已经建立并且非常完善，在实际交易过程中公司治理体系也能够及时应对和处置风险事件	发行公司的公司治理制度并未建立或者已经初步建立公司治理制度但是存在很多漏洞，在实际交易过程中公司治理体系无法应对和处置风险事件
第三方验证	发行公司与多家实力雄厚的第三方机构合作，为其进行公证和外部审计	发行公司在向外部披露信息时利用第三方的经验较弱
信息披露	发行公司信息披露及时、全面，能够提供外部机构需要的绝大部分用于决策的信息	发行公司缺乏信息披露，或有信息披露但是质量极低、缺乏时效性和决策辅助性

4. 历史记录

考量公司能否通过安全问题的考验得以存续，包括其过往记录、与其他方的合作以及行业认可度，这些都能在面临安全挑战时提供支持。

	中性	负面
过往信用事件	该稳定币有大规模的交易额，但是在过往交易历史过程中并未发生过信用事件，安全指数极高	该稳定币在过往交易历史过程中发生过非常严重的信用事件、且发生后无法及时采取应对措施，安全指数极低
安全合作对象	该稳定币有与外部第三方知名安全机构合作，安全指数极高	该稳定币没有与外部知名安全机构合作，安全指数极低
行业认可度	发行公司在行业内有一定知名度，且所发稳定币存在稳定、明晰的应用场景	发行公司在行业内知名度较低，且所发稳定币应用场景并不明确

5. 可赎回性及流动性

取决于其持有者及预期的交易规则。若稳定币被少数参与者持有，公司将面临较大的挤兑风险。

	中性	负面
交易分散性	该稳定币前两大持有人的稳定币持有量不超过总流通量的 30%，最大两个潜在交易的比例极低，整体流动性良好	该稳定币前两大持有人的稳定币持有量超过总流通量的 30%，最大两个潜在交易的占比高，整体流动性低
交易规则	投资人可以在一个工作日内赎回所有的稳定币投资，整体流动性和可赎回性极佳	投资人无法赎回稳定币投资，整体流动性和可赎回性极差

稳定币评估等级定义

稳定币稳定性评估并非信用评级，而是对稳定币维持其锚定汇率的前瞻性能力的相对排名。

图表 3：稳定币稳定性评估等级定义

评估等级	定义
S1（稳固）	“S1”评分表示稳定币具有极稳健的锚定法币能力
S2（稳健）	“S2”评分表示稳定币具有非常稳健的锚定法币能力
S3（稳定）	“S3”评分表示稳定币具有较稳健的锚定法币能力
S4（中等）	“S4”评分表示稳定币具有中等的锚定法币能力
S5（波动）	“S5”评分表示稳定币具有较脆弱的锚定法币能力
S6（脆弱）	“S6”评分表示稳定币具有脆弱的锚定法币能力
S7（不稳定）	“S7”评分表示稳定币具有极脆弱的锚定法币能力

假设及局限性

我们的稳定性评估主要依赖于公开信息。如果数据不足或结论不明确，我们可能会进行有限的评估，或者干脆不进行稳定性评估。最终评分是基于中诚信亚太的前瞻性意见，我们假设宏观环境的变化均符合我们的预期，因此并不包含任何非预期变化，例如战争爆发和破坏性自然灾害等。

中诚信亚太评估中包含对稳定币发行人未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评估模型指示的评分不一定与稳定币的最终评分吻合。评估模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评估时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因而，评估考虑因素的权重可能会有所不同。

同时，中诚信亚太假定评级中所使用的数据真实、合法且不包含误导性陈述。评估依赖公开信息及由稳定币发行人或其关联方所提供的资料，但中诚信亚太不确保信息的完整性和真实性。在某些情特定情况下，可能因资料的延迟而未能及时地反映稳定币的资产质量。

附录：稳定性评估的假设性示例

XYZ 币 – S5（波动）

XYZ 币是由 ABC 公司推出的一款与美元挂钩的加密稳定币。其核心设计理念是实现 1 币 $\approx$ 1 美元的价值锚定，使其成为波动剧烈的加密货币市场中稳定的价值存储和交易媒介。XYZ 币是连接传统金融与去中心化世界的重要桥梁，为全球用户提供高效、低成本的数字资本流通方式，但其储备透明度和监管合规性也引发了争议。ABC 公司声称每枚 XYZ 币都由等价资产支撑，并定期发布储备报告，但一些投资者仍对其审计机制存有疑虑。本案例旨在量化 XYZ 币的风险等级，并提出可行的修改建议。

储备资产评估 – 4

首先，在考虑 XYZ 币的储备资产时，我们对其底层资产进行了拆解。该公司的储备资产为相对稳定的无风险资产，占比超过 80%，基础资产的加权平均得分为 2 分。考虑到 XYZ 未披露其存管机构和快速清算机制，且其超额抵押率显著低于我们衡量的建议超额抵押率，因此有必要进行调整。

调整因素 - 负面 (-1)

我们将考虑调整 XYZ 币的风险评估。首先，美国的监管政策相对稳定，但大部分属于自我监管性质，目前具有法律效力的稳定币法案仍在制定中。此外，我们担心 XYZ 币不良的信息披露习惯和披露制度损害了其透明度。此外，第三方验证也存在问题，即其披露的大部分数据未经第三方验证，有效性较低。

稳定币最终评估 – S5（波动）

综上所述，该公司因上述风险点而获得的调整得分为-1，即降低 1 分。因此，考虑调整因素后，XYZ 币的评分为 S5（波动）。

为了提高 XYZ 币的评估水平，建议该公司可以采取以下措施：（1）加强公司信息、托管信息和第三方合作的披露；（2）优化储备资产结构，提高超额抵押率。

本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址： 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室
网站： www.ccxap.com
邮箱： info@ccxap.com
电话： +852-2860 7111
传真： +852-2868 0656