

評估方法

2025 年 7 月 31 日

徵求意見：穩定幣評估方法

中誠信亞太對擬定的法幣類穩定幣穩定性的評估方法徵求意見

摘要

穩定幣是一種加密貨幣，旨在維持相對於特定資產（通常是法定貨幣）的穩定價值。在本報告中，我們將闡述穩定幣維持與目標法定貨幣掛鉤能力的評估框架，並解釋其穩定性的評分邏輯，評分範圍為 S1（穩固）至 S7（不穩定）。穩定幣評估並非評級，而是對其維持掛鉤能力的相對排名。

我們的評估主要適用於與傳統法定貨幣（例如美元、歐元、人民幣或港幣）價值掛鉤的法幣類穩定幣。主要依賴發行人信用或演算法抵押品支撐的穩定幣不在我們的考慮範圍內。法幣類穩定幣通常在交易所交易，並可從發行人處贖回。

我們認為，穩定幣與其法幣掛鉤的價值偏離風險來自兩個關鍵因素：（1）儲備資產的特徵；（2）影響穩定幣發行人可靠性和運營的其他風險因素。我們首先從儲備資產評估開始進行穩定性評估，審查直接影響穩定幣價值的資產品質。其次，我們會考慮一系列調整因素來評估穩定幣的預期穩定性，包括法律和監管環境、基礎實力、治理和控制、業績記錄以及市場流動性。

我們的穩定性評估主要依賴於公開信息。如果資料不足或結論不明確，我們可能會進行有限的評估，或者乾脆不進行穩定性評估。

本評估方法介紹了我們用於評估穩定幣穩定性的關鍵因素，詳細解釋了每個因素，並展示了我們在每個因素中的評分方式。此外，本文還闡述了穩定幣評估的評估等級和定義。

分析師連絡人

左豐銘 +852-2860 7142

分析師

saul_zuo@ccxap.com

唐永盛

+852-2860 7125

評級副總監

vincent_tong@ccxap.com

胡辰雯

+852-2860 7120

評級總監

elle_hu@ccxap.com

客戶服務

香港

+852-2860 7111

本文為 2025 年 7 月 31 日發佈的 Stablecoin Stability Assessment 的翻譯版本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，請以英文版本為準。

評級方法影響

穩定幣評估不是信用評級。此外，中誠信亞太目前尚無任何符合本次穩定幣穩定性評估分析方法適用範圍的已評穩定幣。採用本方法預計不會導致任何評級變化。

提交意見方法

在此徵求意見中，中誠信亞太邀請感興趣的市場參與者在 2025 年 8 月 31 日之前在徵求意見頁面或通過電子郵件 info@ccxap.com 提交對本次擬定方法的書面意見。中誠信亞太將在發佈該方法之前進行檢討並考慮所有收到的意見。

穩定幣穩定性的定義

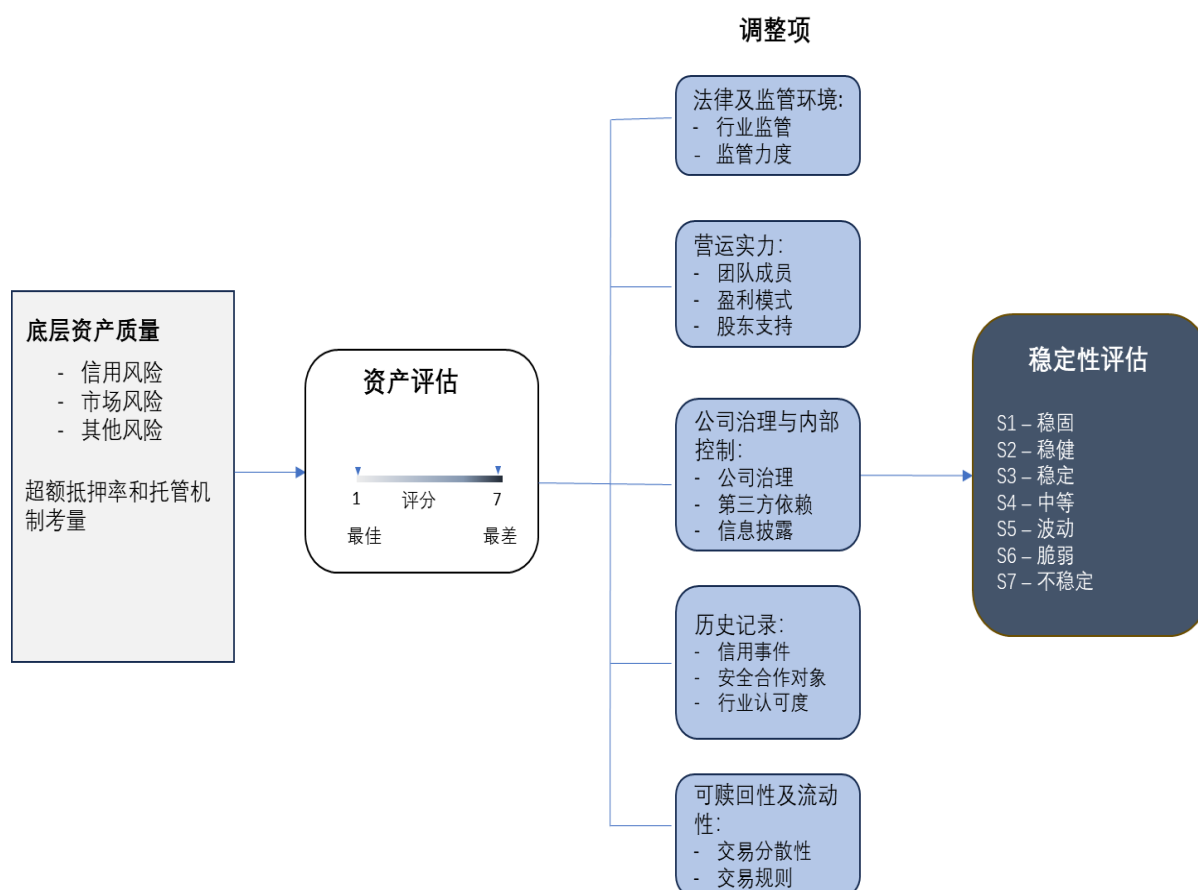
穩定幣穩定性評估反映了中誠信亞太對穩定幣維持與錨定法幣掛鉤能力的評估。穩定性可以通過以下兩個指標來定義：（1）穩定幣的市場價格與錨定法幣之間的偏離程度；以及（2）這種偏離的持續性。因此，如果我們觀察到穩定幣與錨定貨幣之間存在較大且持續的價格差距，我們往往會降低該穩定幣的評估，這表明其作為貨幣的價值保存能力較弱。

穩定幣與其錨定貨幣之間的價格偏差可能來自多種原因，例如儲備資產品質下降、對發行人可靠性失去信心、流動性壓力或對 IT 基礎設施安全性的擔憂。下文將闡述我們的評估框架，並解釋衡量穩定幣穩定性的關鍵因素，並解釋我們對這些因素的評分邏輯。

穩定幣的穩定性評估框架

我們認為，穩定幣價值偏離其與錨定法幣的風險來自兩個關鍵因素，包括（1）儲備資產的特徵；以及（2）影響穩定幣發行人可靠性和運營的因素。因此，我們從儲備資產評估開始分析，評估穩定幣保持與法幣掛鉤的足夠內在價值的能力，同時考慮其支援資產的品質、超額抵押和清算機制。之後，我們將定性考慮一系列影響穩定幣發行人可靠性和運營的因素，包括法律及監管環境、營運實力、公司治理與內部控制、歷史記錄和可贖回性及流動性。這些因素對穩定幣穩定性評估的影響可能是正面、中性或負面的，從而導致標的資產評估後穩定幣的上調或下調。然而，上調的要求比下調更為嚴格。

圖表 1：法幣類穩定幣評估框架



我們採用從 S1（穩固）到 S7（不穩定）的等級來評估穩定幣的穩定性。我們會先對基礎資產進行評估並給出 1 至 7 分的評估結果，再根據調整因素的考量得到最終評估結果。例如，穩定性評估結果為 S1，意味該穩定幣預

計將與法定貨幣保持穩固的掛鉤，任何價格偏差都將得到快速糾正。相反，評估結果為 S7，則表示穩定幣預計將與其掛鉤貨幣保持較大的偏差，並且這種偏差不太可能得到糾正。

儲備資產評估

1. 基礎資產品質

本部分重點關注穩定幣基礎資產的資產品質風險。在評估基礎資產品質時，我們將考慮以下幾個方面：

- 信用風險
- 市場風險
- 其他風險（如託管風險、外匯風險）

穩定幣的價值由其基礎資產支撐。基礎資產的資金損失或減值可能導致抵押品不足，並使其價格偏離其錨定匯率。信用風險和市場風險可以通過資產性質或參考債務工具、發行人、交易對手等的評級來衡量。接近無風險的資產，例如評級至少為“AA₊/A₊-1”或以上的短期主權債券，預計最高得分為 1 分。價格波動較大的資產，例如大宗商品或加密資產，通常得分最低，為 7 分。我們將根據穩定幣標的資產的加權平均得分，將穩定幣的評分定為 1 至 7 分。我們可能會根據標的資產未來變化的預期進行調整。

圖表 2：不同資產類別的評分示例

資產類別	示例	分數
接近無風險資產	- 主權債券評級至少為“AA₊/A₊-1”且到期日低於 180 天 - 現金存款存放在“AA₊/A₊-1”評級的機構中 - 優質現金等價物（例如 mfAAA₊評級的優質貨幣市場基金、AA₊/A₊-1 評級的主權債券或同級別機構支持的隔夜回購）	1
優質資產	- 主權債券評級至少為“A₊/A₊-2”且到期日低於 180 天 - 現金存款存放在“A₊/A₊-2”評級的機構中 - 現金等價物（例如“A₊/A₊-2”評級的主權債券或同級別機構支持的隔夜回購）	3
非流動性風險資產	長期公司債券、高收益或無評級債券	5
其他資產	大宗商品、加密貨幣、加密資產或其他非流動性資產	7

我們也會將其他風險如託管人風險和外匯風險考慮在內。託管人的信用狀況或託管協議的性質可能會對所持有資產的安全性產生不利影響，從而面臨後勤挑戰或市場信心受損。此外，當基礎資產貨幣與掛鉤貨幣不同時，穩定幣的價值可能會受到外匯風險的影響。如果我們發現託管人的信用狀況存在缺陷或存在重大外匯風險敞口，我們可能會降低基礎資產品質評估。對於無法披露其資產託管人的發行人，其評分將被下調。

2. 超額抵押與清算機制

如果穩定幣具備超額抵押或可靠的清算機制，將有助於降低其資產品質風險。超額抵押可以為標的資產價值的波動提供額外的緩衝，並在面臨持幣人贖回時提供流動性。我們認為，優秀的超額抵押率安排會給整體底層資產組合帶來較好緩衝，穩定其波動性。但是較差的超額抵押率安排會在真正的壓力事件面前杯水車薪，嚴重損害底層資產的安全性。此外，一些穩定幣可能會設定清算門檻或機制，以在壓力環境下保持充足的流動性。良好的清算機制可以在短時間內（例如 24 小時）清算其高流動性資產，且不會造成重大損失。中誠信亞太將評估超額抵押水準和清算機制的有效性。當穩定幣具備足夠的超額抵押和良好的清算機制時，我們傾向於提高其儲備資產的評估。

調整因素

在評估基礎資產品質之後，我們將通過另外五個方面對評分進行調整：

- **法律及監管環境：**將考慮與監管不確定性相關的各種風險，包括區域法規的立法程式、嚴謹性和執行實踐。
- **營運實力：**將考慮穩定幣運營公司的基礎實力，包括團隊成員、盈利模式、股東支援情況等，確保公司擁有充足的管理經驗、專業能力和優秀的資本結構，能夠管理穩定幣的鑄造、發行、流通等日常流程。
- **公司治理與內部控制：**將考慮穩定幣運營公司的治理能力，以確保內部控制（包括法規、管理框架和保密機制）和外部關係（如協力廠商驗證和重大事項披露程式）符合合理標準。
- **歷史記錄：**在衡量一家公司的運營安全性時，除考慮其內部管理水準外，還需考慮公司與安全相關的外部關係和歷史事件。因此，安全指數將由公司過往的信用負面事件或壓力事件、公司現有的安全合作夥伴、以及行業對公司及其發行穩定幣的認可度構成。以上三個因素將支撐公司的安全係數，並增強公司應對安全相關挑戰的能力。
- **可贖回性及流動性：**運營公司穩定幣的流動性與穩定幣底層資產的流動性有所不同，關注穩定幣本身的交易集中度和交易規則，並考慮到公司可能面臨的擠兌風險。

我們將對上述五類調整項目進行綜合評估，並採用正面、中性、負面（絕大部分情況下為中性/負面）的評價，以匯總調整得分。然後，我們將根據儲備資產評估結果調整最終的穩定性評估結果。換言之，中誠信亞太的評估整體會採取儲備資產+調整項的評估邏輯，基於如下所示的五個大類、12 個小類的評估維度對發行公司的運營能力進行評估。

1. 法律及監管環境

主要衡量國家或地區是否出臺穩定且成熟的監管方案，現階段風險主要集中在行業監管和監管力度方面。良好的區域合規法律體系和監管環境可能對評估結果產生積極影響。

	中性	負面
行業監管	地區已制定的穩定幣監管政策，但其規範的嚴緊、有效性及可行性有待進一步驗證及完善	地區目前尚無監管框架，也無穩定幣監管方案，未來穩定幣的合法性尚無法判斷
監管力度	公司所在地的預期的監管執行力較強，明確的立法流程、監管方式、處理方式、處理案例等	公司所在地無相關法律法規

2. 營運實力

衡量穩定幣公司有效運營業務的綜合能力，其標準與團隊成員、盈利模式以及股東支援相關。

	中性	負面
團隊成員	發行公司團隊核心成員曾在多家金融機構工作，過去在金融產品的推廣和創新方面經驗較多，與監管部門溝通經驗充足，且取得極好的業績	發行公司團隊核心成員在過去缺乏推廣和創新金融產品的經歷，缺乏與監管部門溝通的經歷，或者過往產品推進過程中業績極差
盈利模式	發行公司的盈利模式已經建立並且行之有效，在實際交易過程中也給發行公司和市場參與者創造了盈利空間	發行公司的盈利模式並未建立，或者理論框架建立後並未在實際交易過程中實現，發行公司和市場參與者缺乏盈利空間

股東支持	發行公司的股東有明確的意願和足夠的能力來覆蓋公司壓力情況下的運營支出和或有負債	發行公司的股東未能明確其在壓力情景下繼續支持公司發展、維護公司日常的態度，或者公司股東能力不足以支撐發行公司在一些壓力情況下的運作維持
------	---	---

3. 公司治理與內部控制

側重於公司內部控制以及一些外部合作關係的品質。其核心考量圍繞包括公司治理流程、資訊披露、協力廠商驗證等。

	中性	負面
公司治理	發行公司的公司治理制度已經建立並且非常完善，在實際交易過程中公司治理體系也能夠及時應對和處置風險事件	發行公司的公司治理制度並未建立或者已經初步建立公司治理制度但是存在很多漏洞，在實際交易過程中公司治理體系無法應對和處置風險事件
協力廠商驗證	發行公司與多家實力雄厚的協力廠商機構合作，為其進行公證和外部審計	發行公司在向外部披露資訊時利用協力廠商的經驗較弱
資訊披露	發行公司資訊披露及時、全面，能夠提供外部機構需要的絕大部分用於決策的資訊	發行公司缺乏資訊披露，或有資訊披露但是品質極低、缺乏時效性和決策輔助性

4. 歷史記錄

考量公司能否通過安全問題的考驗得以存續，包括其過往記錄、與其他方的合作以及行業認可度，這些都能在面臨安全挑戰時提供支援。

	中性	負面
過往信用事件	該穩定幣有大規模的交易額，但是在過往交易歷史過程中並未發生過信用事件，安全指數極高	該穩定幣在過往交易歷史過程中發生過非常嚴重的信用事件、且發生後無法及時採取應對措施，安全指數極低
安全合作對象	該穩定幣有與外部協力廠商知名安全機構合作，安全指數極高	該穩定幣沒有與外部知名安全機構合作，安全指數極低
行業認可度	發行公司在行業內有一定知名度，且所發穩定幣存在穩定、明晰的應用場景	發行公司在行業內知名度較低，且所發穩定幣應用場景並不明確

5. 可贖回性及流動性

取決於其持有者及預期的交易規則。若穩定幣被少數參與者持有，公司將面臨較大的擠兌風險。

	中性	負面
交易分散性	該穩定幣前兩大持有人的穩定幣持有量不超過總流通量的30%，最大兩個潛在交易的比例極低，整體流動性良好	該穩定幣前兩大持有人的穩定幣持有量超過總流通量的30%，最大兩個潛在交易的占比高，整體流動性低
交易規則	投資人可以在一個工作日內贖回所有的穩定幣投資，整體流動性和可贖回性極佳	投資人無法贖回穩定幣投資，整體流動性和可贖回性極差

穩定幣評估等級定義

穩定幣穩定性評估並非信用評級，而是對穩定幣維持其錨定匯率的前瞻性能力的相對排名。

圖表 3：穩定幣穩定性評估等級定義

評估等級	定義
S1（穩固）	“S1” 評分表示穩定幣具有極穩健的錨定法幣能力
S2（穩健）	“S2” 評分表示穩定幣具有非常穩健的錨定法幣能力
S3（穩定）	“S3” 評分表示穩定幣具有較穩健的錨定法幣能力
S4（中等）	“S4” 評分表示穩定幣具有中等的錨定法幣能力
S5（波動）	“S5” 評分表示穩定幣具有較脆弱的錨定法幣能力
S6（脆弱）	“S6” 評分表示穩定幣具有脆弱的錨定法幣能力
S7（不穩定）	“S7” 評分表示穩定幣具有極脆弱的錨定法幣能力

假設及局限性

我們的穩定性評估主要依賴於公開信息。如果資料不足或結論不明確，我們可能會進行有限的評估，或者乾脆不進行穩定性評估。最終評分是基於中誠信亞太的前瞻性意見，我們假設宏觀環境的變化均符合我們的預期，因此並不包含任何非預期變化，例如戰爭爆發和破壞性自然災害等。

中誠信亞太評估中包含對穩定幣發行人未來表現的合理預測，而這些預測資料主要是通過我們的前瞻性模型從歷史資訊中得出的。一些情況下，預測可能以不能披露的保密資訊為基礎。並且，往往也會參考行業趨勢、競爭對手的行為及其他因素。無論是何種情況，我們對未來的預測不可避免的存在不準確的風險。因此，多數情況評估模型指示的評分不一定與穩定幣的最終評分吻合。評估模型亦會包含一些定性評估因素，儘管中誠信亞太在評估時會通過客觀且謹慎的機制進行評估，但特定情況下不可避免地會存在主觀判斷成分。因而，評估考慮因素的權重可能會有所不同。

同時，中誠信亞太假定評級中所使用的資料真實、合法且不包含誤導性陳述。評估依賴公開信息及由穩定幣發行人或其關聯方所提供的資料，但中誠信亞太不確保資訊的完整性和真實性。在某些情特定情況下，可能因資料的延遲而未能及時地反映穩定幣的資產品質。

附錄：穩定性評估的假設性示例

XYZ 幣 - S5（波動）

XYZ 幣是由 ABC 公司推出的一款與美元掛鉤的加密穩定幣。其核心設計理念是實現 1 幣 $\approx$ 1 美元的價值錨定，使其成為波動劇烈的加密貨幣市場中穩定的價值存儲和交易媒介。XYZ 幣是連接傳統金融與去中心化世界的重要橋樑，為全球用戶提供高效、低成本的數位資本流通方式，但其儲備透明度和監管合規性也引發了爭議。ABC 公司聲稱每枚 XYZ 幣都由等價資產支撐，並定期發佈儲備報告，但一些投資者仍對其審計機制存有疑慮。本案例旨在量化 XYZ 幣的風險等級，並提出可行的修改建議。

儲備資產評估 - 4

首先，在考慮 XYZ 幣的儲備資產時，我們對其底層資產進行了拆解。該公司的儲備資產為相對穩定的無風險資產，占比超過 80%，基礎資產的加權平均得分為 2 分。考慮到 XYZ 未披露其存管機構和快速清算機制，且其超額抵押率顯著低於我們衡量的建議超額抵押率，因此有必要進行調整。

調整因素 - 負面（-1）

我們將考慮調整 XYZ 幣的風險評估。首先，美國的監管政策相對穩定，但大部分屬於自我監管性質，目前具有法律效力的穩定幣法案仍在制定中。此外，我們擔心 XYZ 幣不良的資訊披露習慣和披露制度損害了其透明度。此外，協力廠商驗證也存在問題，即其披露的大部分數據未經協力廠商驗證，有效性較低。

穩定幣最終評估 - S5（波動）

綜上所述，該公司因上述風險點而獲得的調整得分為-1，即降低 1 分。因此，考慮調整因素後，XYZ 幣的評分為 S5（波動）。

為了提高 XYZ 幣的評估水準，建議該公司可以採取以下措施：（1）加強公司資訊、託管資訊和協力廠商合作的披露；（2）優化儲備資產結構，提高超額抵押率。

本文版權歸中國誠信(亞太)信用評級有限公司(以下簡稱“中誠信亞太”)和/或其被許可人所有。

未經中誠信亞太事先書面許可，任何人不得對本刊物的任何內容進行複製、轉售或傳播。

信用評級是對受評主體和債項的信用品質所表達的前瞻性信用風險意見。中誠信亞太發佈的信用評級是其對受評主體或債項當前和未來相對信用風險的意見，但不涉及其他風險，包括但不限於流動性風險、市場價格風險及利率風險。

中誠信亞太刊物中的信用評級級別、非信用評估及其他意見並非建議投資者購買、出售或持有任何證券，也不評估受評主體和債項的市場價值。中誠信亞太相信其所獲取的資訊是可靠的，但中誠信亞太並不對其從受評主體或協力廠商來源獲取的資訊進行審計，也不承擔獨立核實或驗證的責任。

本刊物內的所有資訊屬中誠信亞太所有，中誠信亞太可在不事先通知的情況下更改資訊。所有資訊以“現狀”和“現有”為基礎提供，中誠信亞太相信資訊是準確和可靠的，但不保證資訊的準確性、充分性、完整性或及時性。

在法律允許的範圍內，中誠信亞太及其董事、經理、雇員、代表和代理對任何人或任何實體均不承擔以下任何責任 (i) 因本文所載資訊、或本文所載資訊的使用或未能使用而引起的任何直接或補償性損失或損害，包括但不限於由中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理的疏忽、及其控制範圍內或超出其控制範圍的偶發事件而引起的；以及 (ii) 因本文所載資訊、或本文所載資訊的使用或未能使用而引起的任何間接、特殊、後果性或附帶性損失或損害，即使中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理被事前告知該等損失或損害的可能性。

中國誠信(亞太)信用評級有限公司

地址： 香港中環康樂廣場 1 號
怡和大廈 19 樓 1904-1909 室
網站： www.ccxap.com
郵箱： info@ccxap.com
電話： +852-2860 7111
傳真： +852-2868 0656