

日本發行 CBDC 與穩定幣相關競合性之研究

李儀坤

一、前 言

自 1995 年全球由工業社會進入網路社會以來，隨著金融科技的快速進展，金融科技得以參與支付業務。特別是 2007 年智慧型手機的出現，且旋即可用以為支付載具，金融科技支付業者藉由載具不斷創新，提供符合數位化經濟社會，國民多樣化需求。因此，傳統由銀行為主辦理支付（包括線上支付、實體商店支付及匯款，英文為 payment），以及信用卡、轉帳卡、預付卡乃至於行動支付，逐漸與非銀行之金融科技支付業產生競合現象。

2009 年利用區塊鏈技術研創出比特幣（即加密貨幣），成為新世代數位貨幣，用為國內外支付遠較上述傳統支付工具為佳。然而由於深受投資人青睞，逐漸成為投機商品，價格起伏過度劇烈，作為支付工具顯然不妥。為期改善，2014 年 10 月泰達（Tether）公司發行貨幣擔保穩定幣（USDT, Stablecoin），價格穩定，為新世代數位貨幣，可視為極為理想的國內外支付工具。Circle 公司旋即發行 USDC 穩定幣，幣安公司亦發行幣安 USD 穩定幣，規模急速擴大。

2019 年臉書擁有世界 29 億用戶，6 月提出發行 Libra 全球穩定幣計畫，立即遭到美國國會、G 20 反對而作罷。由於穩定幣特別是全球穩定幣的普及，將對各國央行貨幣發行權造成衝擊，影響央行貨幣政策。全球中央銀行乃積極研討發行中央銀行數位貨幣（CBDC，Central Bank Digital Currency）（亦為新世代貨幣）以資因應。

有鑑於加密貨幣已淪為投資商品，顯已不符支付工具需求，而穩定幣與

* 李儀坤曾任台北銀行駐日代表。

CBDC 作為今後金融體系新世代支付工具，極為契合。然而，由於穩定幣與 CBDC 同為新世代支付用數位貨幣，兩者具有高度競爭性。展望未來，究應如何定位。擬就日本產官學觀點，就貨幣數位化淵源、國際清算銀行（BIS）新數位貨幣報告、現行支付體系變革可行性、穩定幣與 CBDC 之內涵、競爭性，以及日本推動方針列述之，俾供參酌。

二、貨幣之演進過程與特色

(一) 貨幣之演進過程

全球貨幣的演進互異，然而，有鑑於我國貨幣的演進與東鄰日本相當接近，貨幣及金融體制甚而金融法制幾近一轍。因此，擬就日本貨幣由實體進而電子甚而數位化的演進過程列示之。

1. 實體法定貨幣

日本的貨幣可以上溯到 7 世紀，當時以米、鹽為主要的商品貨幣。其後由於鑄造技術的進步，銅礦的發掘，日本開始銅錢的製造與流通。嗣以銅礦生產不足，日本自 12 世紀起開始自中國引進銅幣，使用流通至 15 世紀末。迄 17 世紀初，日本江戶幕府開始發行金幣、銀幣，並自行製造銅幣，日本三幣併行制度成形。1882 年日本中央銀行設立，1884 年開始發行紙幣，迄 1931 年採行紙本位制，並積極改善紙幣品質以及防止偽造技術，逐漸取得民眾的信任。至此，日本以中央銀行發行紙幣為主，財政部發行硬幣為輔的貨幣體制乃告確立。迄今由於日本貨幣印製技術精良，鮮有偽鈔偽幣出現，日本貨幣因而深受國民信賴，成為最為普及的支付工具。

2. 第一世代數位貨幣：銀行存款帳戶

日本商業銀行於 1970 年代開始推動電腦化，使得傳統以人工記帳的存款帳戶，得以透過電腦取代人工作業，進行銀行同行內外匯款業務，銀行存款因而得以數位化。

同時，日本於 1961 年自美國引進信用卡後，原由信用卡公司(如 JCB)

發行，旋准許銀行發行。由於日本銀行業存款電腦化。因此，信用卡持卡人可用信用卡在加盟店進行支付。1980 年代日本引進轉帳卡（Debit Card）。凡在銀行開設帳戶者，得以申請轉帳卡，在加盟店進行支付，帳款即時由持卡人銀行帳戶扣款，透過通路轉入店家銀行帳戶。

同時，銀行進行電腦化後，即可提供用戶利用存款帳戶，進行內外匯款。亦可提供用戶於信用卡、轉帳卡在商店購物後或同時進行存款帳戶扣帳，便利用戶。因此，日本將銀行存款帳戶視為第一世代數位貨幣。

3.第二世代數位貨幣：電子貨幣（即預付卡）

日本銀行法採正面表列，銀行法中未將預付卡列為銀行業務項目，因此不准銀行發行預付卡迄今（Prepaid Card，歐美各國預付卡原則上由銀行發行）。

日本預付卡於 1982 年首次為日本電信電話公司（現為 NTT）發行的電話卡，其後日本鐵路（JR）、地下鐵公司、日本高速公路公司、百貨公司等亦發行預付卡。面對發行機構的多樣化，為保護消費者，有關預付卡相關法律乃先後訂定：①1932 年 10 月「商品券取締法」：此一法律的訂定，主要以各業別發行紙質的商品券為規範對象，以保護消費者。②1990 年 10 月「預付式證票管理法」：一般簡稱為預付卡法，主要規範內涵包括以表示金額或物品卡片證票等為管理對象。

嗣以前述預付式票證管制法並未將非屬票證之伺服器管理型電子貨幣納入管理，消費者有立法加以保護之必要。此外，歐美各國對於支付（匯款兌換與結算）業務均准許非銀行企業經營，日本有必要立法排除銀行法，准許非銀行業者介入。因而訂定資金結算法，以因應世界潮流。並採納歐美用語，將預付工具稱為電子貨幣。且以預付卡已廣為採用兼具記憶體與中央處理器（memory 與 CPU）晶片，並以近距離通信技術（NFC）支付（東日鐵發行的西瓜卡，即國內悠遊卡），故視為第二世代數位貨幣。

4.第三世代數位貨幣：CBDC 與穩定幣

依據 2025 年 6 月國際清算銀行（BIS, Bank for International Settlement）年度報告中，第三章以「次世代貨幣與金融體系（The

next-generation monetary and financial system)」為題，就今後全球應有的貨幣與金融體制之功能發表論文。該論文認為次世代（日本為第三世代）數位貨幣，包括：「中央銀行存款數位代幣化（tokenized central bank reserve）」即指中央銀行數位貨幣（CBDC, Central Bank Digital Currency）。以及民間企業「以特定資產或資產池或一籃資產為擔保，用以維持價值穩定的加密資產（A crypto-asset that aims to maintain a stable value relative to a specified asset, or a pool or basket of assets）」即稱為穩定幣兩種。惟，CBDC 為中央銀行發行之第三世代數位貨幣，穩定幣則為民間企業發行的第三世代數位貨幣，兩者 BIS 論文均定位為今後「次世代貨幣與金融體系」中，支付工具的重心。兩者均具有高效率支付功能，成本低廉，原則上採區塊鏈等技術，支付同時完成清算（Settlement，即 Finality）功能（因此亦稱為類現金數位貨幣）。

由於兩者性質相近，均為今後支付主要工具，就中央銀行而言，勢將引起貨幣發行主權之爭，衝擊現行為直接或間接支付體制。因此，如何平衡 CBDC 與穩定幣之競爭性，擬加以列述。

（二）特色

依據上列所述，日本貨幣由實體貨幣演進為第一世代、第二世代乃至第三世代數位貨幣，擬就其特色列示如表 1。

表 1 日本貨幣演進過程與特色

發展階級	型態	優點	缺點
實體貨幣	現金 (貨幣)	• 國內普用 • 銀貨兩訖，完成清算	• 無法數位交易 • 製造、運送、保管要成本 • 國外使用不便
第一世代 數位貨幣	銀行存款	• 可進行數位化交易	• 銀行行政、中央銀行、存款保險、銀行間結算系統、卡片網路、支付端末、API 等的制度基礎、系統需完備。 • 與非銀行等相關服務業合作不易。 • 支付(特別是國外)耗費時間、成本。

發展階級	型態	優點	缺點
			<ul style="list-style-type: none"> 未持有銀行帳戶者無法使用。
第二世代 數位貨幣	電子貨幣	<ul style="list-style-type: none"> 可進行數位化交易，非銀行亦可發行。 可以因應網購(線上)及實體商店(線下)支付。 可以儲值，無需在銀行開戶。 進行異業合作，提供多樣化服務。 	<ul style="list-style-type: none"> 必須以現金或銀行帳戶儲值。 各公司均有自己支付系統，難以相互連線使用。 發行公司信賴不足。 歐美可以變現，日本(台灣)則不得變現。(如西瓜卡)。
第三世代 數位貨幣	類現金數位貨幣(穩定幣與 CBDC)	<ul style="list-style-type: none"> 新架構廣泛進行支付及匯款。 數位貨幣支付、匯款，變現性使用與現金近似。 進行異業合作，提供多項樣化服務。 	<ul style="list-style-type: none"> 數位貨幣變現時，可能面臨價格變動風險。 傳統貨幣轉換為數位貨幣，可能對銀行、貨幣政策產生影響。 不當行為的防杜架構，以個人資保護特別嚴格。

資料來源：淵田康之，「ステーブルコインと中央銀行デジタル通貨を巡って」，野村資本市場研究所。

目前日本當局全力推動無現金社會，對於第三代數位貨幣之發行，已於 2023 年 9 月訂定穩定幣法，率先實施，准許銀行、信託公司、資金移動業（匯款公司），發行貨幣擔保型穩定幣。同時基於貨幣發行主權及金融體系穩定考量，已完成發行 CBDC 的準備事宜，適時發行。

三、國際清算銀行次世代數位貨幣相關報告

國際清算銀行 (BIS) 為各國中央銀行之央行，主要職責為促進各國中央銀行之合作，維護全球金融穩定。並就金融政策特別是貨幣及金融體系進行調查研究，按期提出報告供參。2025 年 6 月 BIS 提出「年度經濟報告 (Annual Economic Report)」第三章「次世代貨幣及金融體系 (The next-generation monetary and financial system)」內涵加以論述。2025 年 8 月 BIS 並將次世代貨幣及金融體系，相關 2024 年度調查結果提出「2024 年中央銀行數位貨幣

與穩定幣等調查報告（Advancing in tandem – results of the 2024 BIS survey on central bank digital currencies and crypto）。以下擬就 BIS 報告內涵，擇要分述之。

(一) 2025 年 6 月次世代貨幣及金融體系報告

BIS「年度經濟報告」第三章就次世代貨幣及金融體系下，今後次世代數位貨幣包括中央銀行數位貨幣（CBDC）及穩定幣，何者主導為宜論述如次：

1. 中央銀行數位貨幣（CBDC）

報告論及面對數位化經濟社會的進展，究竟由何種次世代數位貨幣得以妥適因應方面。報告首先指出 CBDC 最為合適，討論重點如次：

(1) CBDC 適任次世代貨幣及金融體系之基石：BIS 報告首先指出，中央銀行存款（central bank reserve，指銀行業在央行開設支存帳之款項）代幣化即 CBDC 為次世代數位貨幣，作為今後次世代貨幣及金融體系的核心最為妥適。

(2) CBDC 適任的主要理由：今後 CBDC 擔任次世代支付工具完全符合貨幣「單一性」(singleness)、「彈性」(elasticity)、「健全性」(integrity) 三大要件。CBDC（與銀行存款代幣化）為理想的次世代數位支付基石 (infrastructure)。

基於上述理由，BIS 報告結論肯定 CBDC（未來再與銀行存款代幣化組合），可做為今後次世代貨幣與金融體系，相關支付工具的核心，極為妥適。

2. 穩定幣（stablecoin）

BIS 報告對於穩定幣的定位，就貨幣三要件分別加以研討：

(1) 就貨幣要求「單一性」的「一對一交換」而言。首先以演算法甚至於法定貨幣擔保發行的穩定幣，常因擔保物價格下跌，未能完全以「一對一交換」，恐將引起擠兌，影響金融穩定。

其次，穩定幣發行後，擔保資金值或量下跌，則發行公司收益增加，而產生發行公司不當得利誘因的道德風險。

(2) 穩定幣就「彈性」要件而言最難符合。由於穩定幣須持有 100% 高流動性擔保資產，產生「滯留資金無法創造信用（Cash-in-advance

constraint)。因此，導致支付停滯 (gridlock)，失去「彈性」。

(3) 穩定幣在區塊鏈上發行，並由用戶個人以私密鑰進行管理與移轉。因此，實名制 (KYC) 與洗錢恐攻 (AML/CFT) 防制，難以落實。

基於穩定幣未能充分滿足貨幣「單一性」、「彈性」及「健全性」三要件。因此，BIS 報告乃對穩定幣發行所產生風險加以提示。同時認為，穩定幣「不宜」做為次世代數位貨幣。

(二) 2025 年 8 月中央銀行數位貨幣與加密貨幣報告

2024 年 BIS 以全球 93 國中央銀行為對象，就 2024 年各國中央銀行數位貨幣 (CBDC)、穩定幣 (Stablecoin) 研發概況為主。並就加密貨幣、金融資產、資產代幣化 (Tokenization) 發行狀況進行問卷調查，於 2025 年 8 月提出「CBDC 及加密貨幣 (Advancing in tandem – results of the 2024 BIS survey on central bank digital currencies and crypto)」報告，藉以印證 2025 年 6 月上述報告觀點。以下擬就本報告，就其前言、調查內涵與結論，分別摘要列述之。

1. 前言

報告係以迄 2024 年底，BIS 對全球 93 國中央銀行就 CBDC 及穩定幣 (crypto，含加密貨幣) 進行問卷調查。結果顯示，各國央行為維護央行貨幣發行權，提升貨幣政策績效，穩定金融體系，均積極研討實驗 CBDC，以便及早發行。至於穩定幣 (包括加密貨幣) 的支付使用，各國雖致力於監理規範。然而，穩定幣的發行仍不普及。

同時除 CBDC 與穩定幣外，其他有關金融資產及資產代幣化，未來可能在金融體系上擔任重要角色，從而影響銀行支付、金融政策、金融穩定功能，值得重視。

2. 調查重點

BIS 與 2024 年下半迄年底實施有關 CBDC (包括批發與零售 CBDC)，央行發行之參與、進展蒐集相關資訊。並就穩定幣使用狀況，加密貨幣相關規範進行問卷調查。此外，有關商業銀行存款及其他資產代幣化之進展，一併詢問，收集資訊。經 BIS 分析歸納，可重點列示如下。

(1) 各國央行推動 CBDC 態度積極

2024 年底為止，93 國央行中 85 國央行回答。無論先進國與新興國的央行，均積極推動 CBDC 發行事宜。實際上已發行 CBDC 的國家以開發中國家為主，包括巴哈馬、牙買加、奈及利亞以及柬埔寨等國。

先進國中，歐盟已於 2023 年 6 月提出數位歐元草案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Establishment of the digital Euro），預計 2025 年底前可望經歐洲議會、理事會通過實施。各國亦積極跟進（美國則以川普總統禁止為 CBDC 發行）。

(2) 各國基於穩定幣發行風險態度消極

面對穩定幣的發行，若穩定幣未能妥善設計，落實監理時即積極推展，將影響支付金融體系之穩定。

目前穩定幣發行規模尚小，多為美國發行且美國於 2025 年 7 月通過天才法案，引發各國關切，未來發展如何，似可密切加以觀察。

3. 結論

BIS 2025 年 8 月報告與 6 月報告的結論相近，咸認為面對數位化經濟社會的進展，央行貨幣功能必須藉由 CBDC 發行效率化，堅持通貨發行主權，確保金融穩定，作為次世代貨幣金融體系的主導者。

同時，調查結果顯示，穩定幣在近年來快速崛起，未來次世代數位貨幣輔助者。此外，未來推動商業銀行存款以及資產代幣化的研討實驗，亦有必要性再行研討。

四、世界主要國因應數位化推動 CBDC 概況

為改善舊世代數位貨幣的缺點（如表 1 所列），各國採取的因應對策有二：其一，歐美日主要國，大多針對第一世代銀行存款以及第二世代電子貨幣的缺點，在政府當局主導下，對支付體系進行大幅改革。其二，少數國家如肯亞與中國，則由大型金融科技業者及非銀行主導。推動第二世代數位貨幣改善缺失，提供用戶無所不在所用服務。然而，上述改革方針仍有其無法克服的缺失。相形之下，第三世代央行數位貨幣的發行與支付體系的運用，不但可以克服上述改革方針下的缺失。

同時，面對同樣具有第三代數位貨幣功能穩定幣的崛起，各國央行均把發行央行數位貨幣列為貨幣改革方針。如 BIS 2025 年 6 月報告所述。以下擬就主要國已就 CBDC 訂定法案歐盟，以及業已研擬 CBDC 發行模式、具體架構、優缺點以及國際 CBDC 研討、發行現況概述之。

(一)歐盟 CBDC 立法淵源與內涵

1.淵源

近年來，歐盟有感於數位化與科技創新，歐盟經濟快速數位化。同時，歐盟國民在交易時逐漸轉向於金融科技之數位支付業，使用新型支付方式。面對此一趨勢，歐元無論是紙幣、硬幣已無法因應數位化時代的歐盟經濟。

同時，隨著網路購物的普及，一般民眾轉向使用民間金融科技支付業，利用其提供多樣化數位支付工具。此一潮流導致央行的法定貨幣遭到民間數位支付業者提供支付工具替代，勢將影響央行的貨幣發行主權以及貨幣政策。

復穩定幣的登場。未來快速普及情況下，歐元在國內外相關支付功能，將面臨巨大挑戰。歐盟在上述背景下，當局體認到歐盟 CBDC 發行，賦予與現金同樣法定貨幣之必要性。

基於上述背景下，歐盟委員會乃提出數位歐元法案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of the digital euro）以資因應。該法案仍須經過歐洲理事會與歐洲議會審查通過即可實施。

2.內涵

上列法案主要內容重點如次：1.數位歐元之發行、設立與對象（第 1 條至第 4 條）；2.適用法律與管轄當局（第 5 條至第 6 條）；3.數位歐元之法幣定位（第 7 條至第 12 條）；4.數位歐元之提供（第 13 條及第 14 條）；5.數位歐元之儲值與使用限制（第 16 條）；6.數位歐元支付服務手續費（第 17 條）；7.歐元區外數位歐元之取得與使用（第 18 至第 21 條）；8.數位歐

元技術設計（第 22 條至第 24 條）；9. 數位歐元分配與使用（第 25 條至第 33 條）；10. 隱私與資料保護（第 34 條至第 36 條）；11. 洗錢防恐對策（第 37 條）；12. 法案實施後之規範（第 38 條至第 42 條）；

歐盟上述法案預計於 2025 年底前可望通過，並於 2028 年起實施。

歐洲央行將據以發行數位歐元，在先進國中僅次於日本。

（二）日本 CBDC 發行架構與優缺點

1. CBDC 發行架構

綜合日本專家學者相關意見指出，就 CBDC 發行對用戶之便利性、洗錢恐攻之防制，以及個人資料保護、金融體系之穩定性的觀點分析，可以歸納出日本理想之 CBDC 發行模式如次：

（1）間接發行帳戶型

帳戶型 CBDC 由於用戶的身分認證（KYC），CBDC 帳戶與本人資料連結。交易時，透過個人身分認證。因此，何時、授受對象、金額等交易資料均記錄於台帳中。交易時，可藉由類似 CBDC 轉帳卡（APP 或 IC 卡），自 CBDC 帳戶支付予交易對方之 CBDC 帳戶。

日本理想的間接發行帳戶型，具體架構如圖 1 所示：

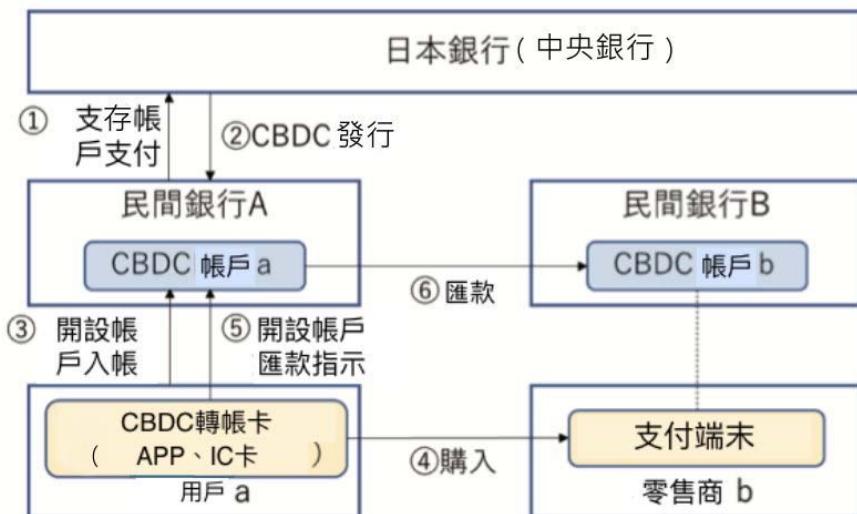


圖 1 間接發行帳戶型

(2)間接發行代幣型

代幣型 CBDC 可以用匿名進行支付。用戶可以從 CBDC 帳戶中 (AML/CFT 規定一定的上限金額內)，對其 CBDC 代幣匿名數位錢包 (無登記個人資料之手機 APP 或無記名 IC 卡) 進行儲值。交易時對交易對方 (零售店或其他用戶) 的端末或數位錢包直接支付代幣。此一 CBDC 具有與現金相同的特色，在離線情況下亦可以進行支付。自 CBDC 帳戶至對數位錢包儲存代幣時，即時由帳戶餘額中扣除。儲值履歷 (何時、何人、多少的 CBDC 代幣，作成何種數位錢包等) 帳戶中均有記錄。

日本理想的間接發行代幣型，具體架構如圖 2 所示：

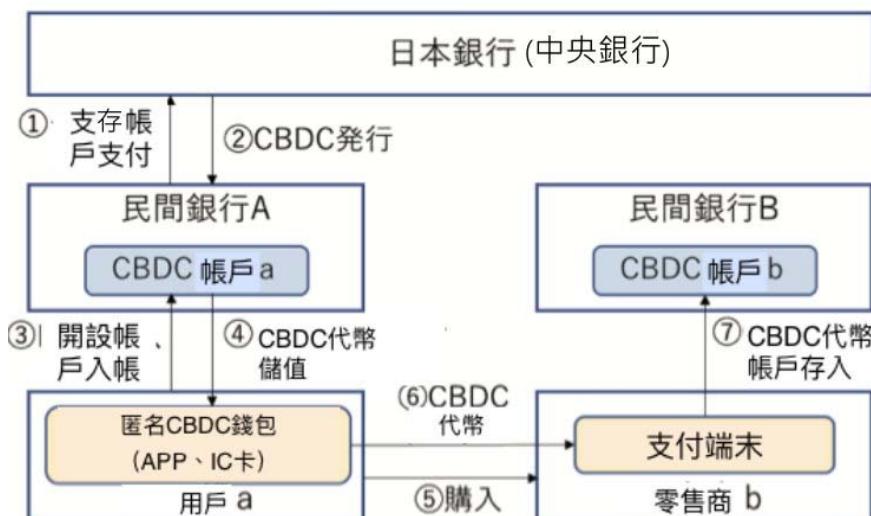


圖 2 間接發行代幣型

(3)間接發行帳戶代幣複合型

歸納日本央行支付機構局山田健企劃主管，財政部企劃官員樋崎正道撰文敘明日本央行數位貨幣發行，採取間接發行帳戶代幣複合型的可能性。前任職央行各局處的中島真志教授亦撰文認同。國際社會經濟研究所上席研究員則進一步強調，採行間接發行帳戶代幣複合

型，的確可以同時落實洗錢與恐攻防制與個人隱私保護，並使兩者取得平衡。認為此一複合型符合日本法系民情，最為可行，實為理想模式。

2.間接發行帳戶與代幣型 CBDC 優缺點

依據上列歐美英日各國 CBDC 相關報告可歸納出在採行間接發行模式下，無論採取帳戶型或代幣型，均各有優劣，各有長短。間接發行模式下，帳戶型與代幣型的優缺點可列示如表 2：

表 2 帳戶型與代幣型的優缺點

	優點	缺點
帳戶型 CBDC	<ul style="list-style-type: none"> 透過開設 CBDC 帳戶之實名制 (KYC)落實 AML/CFT 容易。 支付載具(手機、IC 卡)或密碼遺失，CBDC 無論金額大小，均可安全保有。 	<ul style="list-style-type: none"> 無法匿名支付，隱私難以確保。 外國觀光客使用困難。 離線情況下(災害、停電)無法使用。
代幣型 CBDC	<ul style="list-style-type: none"> 代幣與個人資料無連結，可匿名使用，隱私確保容易。 外國觀光客使用容易。 離線情況下(災害、停電)亦可使用。 	<ul style="list-style-type: none"> AML/CFT 無法落實。 CBDC 代幣保存在支付載具(手機、IC 卡)時，若載具遺失或損傷時，CBDC 因而遺失。 密鑰的密碼遺失或忘記時，則 CBDC 形同遺失。

資料來源：小泉雄介，「中央銀行デジタル通貨における個人情報保護と日本の発行モデル」，國際社會經濟研究所。

依據最近日本央行支付機構局三田健企劃主管，財政部企劃官員橋崎正道撰文敘明日本央行數位貨幣發行，採取間接發行帳戶代幣複合型的可能性。前任職央行各局處的中島真志教授亦撰文加以認同。國際社會經濟研究所上席研究員小泉雄介則進一步強調，採行間接發行帳戶代幣複合型，的確可以規避帳戶型無法保護隱私，與代幣型無法確切防制洗錢與恐攻的缺失。同時落實洗錢與恐攻防制與個人隱私保護，並使兩者取得平衡。

五、穩定幣現況與展望

(一)沿革

穩定幣源自加密資產（虛擬貨幣如比特幣，目前通稱加密資產），可以追溯到 2009 年利用區塊鏈技術，研創出比特幣，當初比特幣的誕生，目的在於比特幣利用分散式區塊鏈技術，完全去中心化。多數國家的業者多利用比特幣，進行國內甚至跨國際 P2P（點對點，Peer-to-Peer）匯款。比特幣匯款或支付完全不受制於固有銀行業匯款支付甚至清算體系。不僅可以不受時間、空間、地點限制，用戶便利且價格低廉，因而廣為普及。然而以比特幣為主的加密資產，深受諸多投資人的青睞，逐漸成為投機對象。迄今價格起伏劇烈超乎預期。導致比特幣作為支付工具顯已不適（據統計目前比特幣 9 成投資，1 成為匯款）。

有鑑於加密資產（加密貨幣）價格波動過度劇烈，為期因應，2014 年價格相對穩定的穩定幣登場。由於穩定幣採用區塊鏈技術，屬去中心化金融（DeFi, Decentralized Finance）的多樣化，穩定幣的類型逐漸多樣化，而逐漸普及。2025 年市場熱絡，因此一般稱 2025 年為穩定幣元年。

(二)類型與市場現況

1. 類型：

其一，法定貨幣擔保型（Fiat-backed Stablecoin）。此一類型指穩定幣的發行，利用美元、日圓等法定貨幣為擔保的穩定幣。如 Tether 發行的 USDT、Circle 發行的 USDC 為主。其二，加密貨幣擔保型（Cryptobacktched Stablecoin），包括 USD-e、USDS。其三，商品擔保型（Commodity Backed Stablecoin）包括 Tether-Tether Gold(XAUT)。其四，無擔保型（Algorithmic Stablecoin）包括：Neutrino USD-USDN。

2. 市場現況

2009 年比特幣在美國誕生以來，價格幾乎呈現停滯狀態。自 2013 年起價格變動逐漸巨大。其後以比特幣為首的加密貨幣（現已正名為加密資產），形成發行風潮，價格有如雲霄飛車。為期因應，價格相對穩定的穩定幣自美國誕生。

嗣以因應市場需求，各類型態穩定幣逐漸流行。然而，基於生態圈（ecosystem）的緣由，穩定幣絕大部分均在美國發行與流通。目前，加密資產市場市價總額已達 4 兆美元，其中穩定幣自 2014 年以來成長最為快速，迄今穩定幣市價總額已達 3 千億美元。美國穩定幣 Tether 所發行美元擔保穩定幣 USDT 市值 1,650 億美元，Circle 發行之 USDC 市值為 650 億美元，USDe 98 億美元，USDS 51 億美元。在穩定幣市場發行額分列第一至第四名，市占率分別為 USDT 55%、USDC 22%、USDe 3%、USDS 2%，四家市占率達 82%，市場寡占極為明顯。

相較之下，歐盟 MiCA（加密資產包括加密貨幣與穩定幣法）自從去年底實施以來，迄今已有 10 家穩定幣發行商取得執照，開始營運。由於業務營運伊始，績效仍待觀察。至於東鄰日本有關穩定幣法，已於 2023 年 6 月實施（2025 年修訂），迄今僅有 1 家 JPYC 金融公司於 2025 年 8 月依法取得資金移動業執照，預計於今年年底前發行穩定幣（法律定位為「電子支付工具」），預期三年後發行總額達 1 兆日圓。

（三）展望

穩定幣之未來展望，依據上列國際清算銀行 2025 年年度調查報告顯示，各國央行（美國除外）均認為，基於穩定幣法律規範尚未週全，穩定幣設計仍未完善。倘若未來穩定幣普及為國內外支付之運用，將衝擊支付體系，甚至金融體系。因此，目前穩定幣的發行仍極有限，幾均集中於美國的美元擔保穩定幣。

然而在美國川普總統大力推動下，今年 7 月通過穩定幣法，引發全球關注。諸多報告認為，穩定幣具有支付、匯款與加密貨幣（比特幣等）投資避險功能。摩根大通分析認為，穩定幣市值將由目前 3 千億美元，於 2028 年增加至 2 兆美元，成長迅速可以預期。

六、CBDC 與穩定幣競合性之定位

本節歸納日本產官學相關文獻報告，先就歐美中日推動 CBDC 與穩定幣政策，簡要列示之。次就美國何以積極推動穩定幣而禁止發行 CBDC，日本

已施行穩定幣法，迄今何以成效不彰之緣由。最後依據國際清算銀行建議推動 CBDC 為新世代數位貨幣的必要性簡要分述之。

(一)CBDC 與穩定幣政策方向

近年來，歐美中日各國為因應經濟社會數位化的進展，貨幣數位化的需求。各國積極就傳統貨幣雙層體制進行改革，或推動由金融科技支付業主導創新，成效可見。然而迄今仍侷限於第二世代數位貨幣。為進一步推動第三世代數位貨幣包括 CBDC、穩定幣，則各國政策為：美國推動穩定幣，禁止發行 CBDC，中國大陸推動 CBDC，原則上禁止發行穩定幣。歐盟日本則以推動 CBDC 為主，穩定幣為輔。

(二)美國積極推動穩定幣禁止發行 CBDC 緣由

美國之所以積極發行穩定幣乃是由於①天才法案通過，有利美元穩定幣遍布全球，強化美元國際貨幣地位。②穩定幣發行有助美國公債負債舒緩。③穩定幣有助美元數位化，維護數位市場中美元主導地位。④天才法案有利於穩定幣如 SUSDe 高收益(年收益率 10.86%)等營運模式的普及，新穩定幣業者將積極參與等緣由。禁止 CBDC 發行的主要原因為將削弱美元的國際地位。中國大陸發行 CBDC 則為強化人民幣國際地位，禁止穩定幣發行則與禁止加密貨幣發行政策有關。

(三)CBDC 與穩定幣為主輔競合之定位

2019 年 Libra 全球穩定幣發行計劃引發各國政府當局反對，咸認為此舉將衝擊各國央行貨幣發行權，影響金融體系，導致不測風險。為期因應，世界各國乃積極研發試驗，甚至發行 CBDC。目前已發行 CBDC 國家如東埔寨、奈及利亞、巴哈馬等國。先進國如歐盟已訂定 CBDC 法案待審。中英美主要國亦進行實驗試行(美國因川普政權反對而於今年禁止發行)。

東鄰日本為推動日圓國際化，自 2020 年迄今參酌歐盟法案。除進行實際測試外，並由央行金融研究所研討符合國際標準，適用日本的 CBDC 發行模式與具體架構。並就日本發行流通 CBDC 時，應行修訂相關法律。一旦歐盟 CBDC 法案通過，日本即將積極跟進，用於提升日本國內支付體系，強化日圓的國際地位。同時，有鑑於金融科技創新的重要性，迎合世界新數位貨幣的不可逆，亦於 2023 年訂定穩定幣法。與歐盟實施 MiCA 法相同，

政策上以 CBDC 定位為今後新世代數位貨幣主軸，穩定幣則定位為輔助地位。

如本文肆節國際清算銀行 2025 年 6 月及 8 月報告可知，全球推動新世代數位貨幣均以 CBDC 為主軸（美國川普反對為例外），穩定幣為輔助地位。如此一來，政府數位貨幣與民間數位貨幣呈現既互相競爭，又互司其職，透過創新，相互合作。此一競合關係，相輔相成，值得重視。

七、結 論

本文依據日本產官學對於新世代（第三代）數位貨幣，以 CBDC 及穩定幣為主，就其未來競合定位研討資料，歸納重點列示如次。

- (一) 全球貨幣隨著經濟社會科技進展，為期因應，貨幣乃由實體貨幣演進為第一、第二乃至第三代（新世代）數位貨幣。
- (二) 新世代數位貨幣包括 CBDC 與穩定幣，國際清算銀行研究結果顯示，CBDC 形同央行發行穩定幣，為政府發行具有貨幣「單一性」、「彈性」、「健全性」三大要件，洗錢詐騙防制易與落實，用為今後金融貨幣體系主軸極為合宜。穩定幣則以未能符合貨幣三要件，易淪為犯罪工具。且為私人貨幣，透明度不足，風險叵測，不建議發行。
- (三) 日本產官學研究報告指出，目前主要國政策方針有三：其一，積極推動穩定幣，禁止發行 CBDC 如美國。其二，積極推動 CBDC，原則禁止穩定幣發行如中國大陸。其三，以推動 CBDC 為主軸，穩定幣為輔助工具如歐日等國。
- (四) 若就現行貨幣雙層體制積極改革，日本研討結果認為為銀行與金融科技業透過 API 互聯困難，採用區塊鏈技術所費不貲，提升為新世代數位化實有困難。
- (五) 日本產官學研究報告指陳，新世代數位貨幣採行 CBDC 為主，穩定幣為輔政策，將產生 CBDC 與穩定幣在金融市場的競合性。亦即：CBDC 重批發（wholesale），穩定幣重零售（retail）。兩者競爭有助創新，分工合作有助民生，兩者相輔相成成效可期。