

21世纪经济报道记者胡天姣 北京报道

那时还没有触底，加密货币的财富还没有崩盘，太多的警告不痛不痒，比特币带着冲破65000美元/枚的投资者希冀，Tether等稳定币与美元有着1:1的紧密联系。

五周前的加密货币年度盛会在迈阿密举行，整场充斥着炒作、好玩与盈利。亿万富翁Michael Novogratz置身于数千名出席者中，展示着自己的纹身，一只对着月亮嚎叫的狼，意在向Luna致敬。它是TerraUSD ( UST ) 背后的代币，是一种被认为安全锚定在1美元的第三大稳定币，二者又被互称为姐妹代币。

资金总是带着同样的“获利”目的，比特币等加密货币的表现与全球股市等传统资产不断加大的相关性，引起了投资者的担忧情绪，失去约半生的存款不是一件会让人轻易释怀的事情。

当地时间5月9日，TerraUSD开始与美元脱钩，当日跌超三分之一，周三跌至23美分。脱钩发酵成整体的崩盘走势，周四，规模达1.3万亿美元的加密货币行业遭临了最严峻的挑战之一。稳定币Tether当日小幅下跌至96美分，随后重新与美元挂钩；比特币期间最低曾触及25401.29美元/枚，自2020年12月26日以来，首次跌破2.6万美元。

投资者在计算损失，也在思考这场动乱对更广泛市场的影响。然而，鉴于加密货币对于传统金融体系的贴合与渗透程度，前者当下的情况不足以引发一场真正的全面的危机。

对稳定币及更广泛的加密货币监管的呼声在加磅。美国财政部长耶伦(Janet Yellen)表示，稳定币的崩溃凸显了与该资产类别相关的风险。去年，该部门联合美国证券交易委员会 ( SEC ) 等联邦机构敦促立法者要求稳定币发行人成为有保险的存款机构，接受银行监管机构的监督。

当地时间5月13日，TerraUSD表示，已恢复区块生产，决定禁用链上交换。“对过去一周发生的所有事情的事后总结正在进行中，它将会尽快公布。”其说，对每个受影响的人来说，这都是非常困难的时刻。“感受仍然很强烈，请注意安全。”

### 姐妹代币的晃荡

在加密货币怀疑者眼里，这是一场滑稽的图表，TerraUSD是开始的征兆。

TerraUSD 于本周几近崩溃，信心的丧失使得其姐妹加密货币Luna在几天内从约80

美元一路下跌，几乎及零。

TerraUSD旨在通过一个基于算法的系统保持其与美元的挂钩。与其他一些稳定币不同，TerraUSD与虚拟货币Luna挂钩，而不是直接与它应该保持平价的法定货币挂钩。

TerraUSD 和 Luna 的储备是通过算法创建和销毁以保持其相对价值，在任一方向上的反弹不到一美分，使它们值得买卖——它们之间的交易也有助于稳定价值。

当TerraUSD在过去几天从挂钩中崩溃时，支持者增加了Luna币的供应量，试图将稳定币带回1美元，但至今没有成功。

CoinMarketCap的数据显示，流通中的Luna代币总量由此前的14.6亿枚上升到逾6.5万亿枚，单枚价格目前在0.0049美元附近。

TerraUSD的蒸发态势酿出广泛的加密货币抛售。比特币价格于周四一度下跌6.1%，跌破2.6万美元，为2020年12月以来的最低水平；Ether同期跌至12%，Avalanche和Solana等代币也出现了明显下跌。

“这并非罕见现象，本质是Luna背后交易机制弊端。”民生证券研究院通信&元宇宙首席分析师马天诣对21世纪经济报道记者说。

马天诣解释，UST（即TerraUSD）是Terra链上发行的一个去中心化算法稳定币，同美元挂钩。（UST与USDT、USDC有本质区别，USDT和USDC属于中心化公司发行的，背后有相对应的资产作为抵押）。UST作为算法稳定币背后是由Luna所支撑的，UST和Luna之间有一个焚烧和铸造机制来保证UST的币价稳定，也就是说每当有一个UST被铸造出来就必须销毁价值1美元的Luna。同样当有一个UST被销毁的时候也需要去铸造出等值为1美元的Luna，以此实现供需平衡。

因此，该机制的本质漏洞为： $1 \text{ UST} = 1u \text{ Luna}$ ，如UST与USDT脱锚，就会造成下跌螺旋。

他举例，1 UST可兑换1u Luna，假设Luna最高位100u，则1 UST可铸造0.01u Luna，且 $1 \text{ UST} = 1 \text{ USDT} = 1 \text{ USD}$ 。但如果1 UST被做空为0.5 USDT，则会造成螺旋下跌，因为USDT的锚定信用出了问题。如果手头有100 USDT，UST市场价格为0.5 USDT，则100个USDT可以铸造价值为200u Luna，而当前Luna市场价值仍为100u，那么投资者就可以铸造2个Luna卖出，并获得200 UST。

这就造成了，用100 USDT，完成上述流程就可以得到200 UST。“因此，如果有人发现漏洞机制，就会大量铸造发行Luna，造成：卖出Luna—换成USDT—USDT买为UST—UST铸造Luna，完成下跌螺旋。在UST没有回到1USDT时，该现象会一直存在。”马天诣补充。

其指出，而当有人在Luna崩盘前发现上述漏洞，就会大量囤积UST，而UST池子很大时，不容易做空，但当换池子时，UST会很脆弱，狙击者就会盯上并大量抛售UST，造成UST持有人恐慌，导致UST与USDT脱锚，1 UST兑0.5 USDT的漏洞就因此出现，下跌螺旋因此开始，造成Luna崩盘，在UST没有恢复与USDT的锚定前，Luna会一直跌。

马天诣说，假使基金去救UST，并拥有足够的USDT，但由于基金会先把USDT换为BTC，为救UST，基金大量抛售BTC，造成BTC同步缩水。而当前市场上UST的存量已经超过了基金持有BTC与USDT的估值，造成基金也无法救市，加剧了市场对UST的恐慌，进一步导致大量的UST继续抛售。

5月13日TerraUSD表示已恢复区块生产，决定禁用链上交换后，加密货币开始回稳。北京时间5月14日，比特币价格徘徊在29000美元/枚附近，以太币价格在2000美元/枚上下。

## 信心的脱锚

美联储的紧缩或是根本原因之一，该市场的人气也受到美国通胀情况的影响，通胀率上升意味着大幅加息，这对风险资产来说是个不利的环境。

当地时间5月4日，美联储决定加息50个基点，同时于6月启动缩表。5月12日，在连任美联储主席获确认后，鲍威尔重申其预期，即美联储将在未来两次政策会议上均加息50个基点，同时承诺，若数据的转向有任何变化，美联储将加大或减小收缩幅度。

美国4月CPI通胀数据从3月的8.5%下滑至8.3%，但仍高于市场预期的8.1%，核心CPI月率从0.3%上涨至0.6%，高于市场预期的0.4%。

基于算法的加密货币投资平台Mudrex的首席执行官Edul Patel表示，TerraUSD的衰落在很大程度上影响了加密货币市场。他补充说，尽管比特币过去常常从崩溃中迅速反弹，但这一次它可能会进一步下跌。

“3万美元左右的价格对比特币来说是一个特别敏感的区域。”瑞银外汇和加密货

币研究主管James Malcolm与策略师Moritz Diller在5月11日的研究中写道，这就是采矿业经济转向负面的地方，或导致对比特币的抛售增加。

二者称，因在此前的“加密货币之冬”中，这种态势已经持续了好几个月。因此，衍生品市场没有表现出恐慌的迹象。隐含指数最近被抬高了约10个波段，但几乎没有超过2020年11月的低点，并且自周一以来已经有一些回调。这可能表明一些对冲已经到位，并可能有进一步的看涨期权的清算。

稳定币加在一起的价值远远超过1000亿美元，信心的不断丧失是对数字资产生态系统的关键考验，算法代币的崩溃也促使投资者开始思考这场动荡对更广泛市场的影响。

Terra是最大的稳定币之一，但在其脱离挂钩之前，其5月8日的市值仅为186亿美元左右，低于Tether（832亿美元）或USD Coin（487亿美元）等较大的稳定币。“鉴于它的问题已经引发了更广泛的加密货币市场波动，投资者可能会更加关注稳定币及其储备证明的风险。”惠誉评级（Fitch Rating）在5月12日称，目前还不清楚这将产生什么影响，但它可能导致风险较低的稳定币获得市场份额，或者投资者对稳定币的总体兴趣减弱。

巴克莱银行研究分析师Joe Abate表示，一旦人们失去信心，如同此前货币市场的基金和商业票据交易中发生的情况那样，投资者就会竞相退出。

惠誉指出，若投资者对稳定币失去信心，可能会对加密货币和数字金融产生重大的负面影响。后者通过提供与法定货币金融市场的稳定联系，在更广泛地促进加密货币生态系统方面发挥了重要作用。

“我在这场波动中差不多损失约4万美金。”一位加密货币交易员说，这差不多是她投入该领域中资金的一半。“我并不认为这会造成行业的彻底洗牌，它或许会挤出该市场的一些非理性泡沫，促使专业的投资者与投资机构进入，使得行业健康发展。”

她称，加密货币有很多玩法，可以将资金押注其他加密货币衍生产品等。“利好与利空轮转，这只是一场游戏，这就是加密货币，要学会心平气和地承受损失。”

“但如果投入的资金是你赖以生存的资金，那么，大可不必。”该交易员补充。她更关心的是Tether的情况，因它对整个生态系统的影响更为大，也更为直接。“维持赎回过程是恢复人们信心的关键。”

暂不会引发全面的风险

浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林对21世纪经济报道记者说，随着美联储加息节奏加快，以及即将到来的美联储缩表，虚拟加密货币的泡沫也将走向终点。

盘和林称，当前虚拟加密货币并无体现出货币属性，其价格波动类似于一种风险资产。这种“罕见”的下跌，可能客观上验证了数字加密货币的本质，他不可能成为一种世界货币，而风险资产在强势美元的情况下，泡沫可能迅速破灭。

“本轮破灭的是算法稳定币，其并非市值上的稳定币，而是两种虚拟加密货币组合的套利模型，没有货币发行担保，所以虽然叫稳定币，风险依然很大。”盘和林补充，但未来整个虚拟加密货币都将呈现退潮态势。

但他个人认为不会导致系统性风险。“在国内，加密货币和金融体系脱钩，所以国内不会有很大影响。而在国外，参与加密货币的金融机构将面临较大风险，为这场泡沫狂欢买单，则会引发部分金融机构的危机。”

他说，但现阶段是否引起全面系统性危机，要看加密货币在金融领域的深入程度。

“面对美国政策利率上升和股票波动对高贝塔资产的压力，加密货币波动的阵痛可能会继续。”惠誉补充，但因加密货币市场和受监管的金融市场之间的联系仍然薄弱，预计这将限制加密货币市场波动溢出并导致更广泛的金融不稳定的可能性。

马天诣认为，华尔街机构与加密市场的联系日益密切，可能会威胁到金融稳定，引发信贷紧缩金融危机。尽管加密货币只占全球资产的一小部分，但随着数字金融和传统金融的联系愈加紧密，加密货币市场的波动会产生影响。

“如果金融机构继续更多地参与加密资产市场，可能会以意想不到的方式影响资产负债表和流动性。”马天诣称。

机构的参与一直在继续。富达投资(Fidelity Investments)计划允许投资者在401(k)养老计划中开立比特币账户，预计将在今年晚些时候落地。届时，通过富达管理员工退休计划的2.3万家公司将可以选择将比特币列入其401(k)计划投资选项；野村本周已开始向亚洲客户推出比特币衍生品，客户可交易比特币期货和期权；高盛此前提供了其首个由比特币为抵押的贷款工具；巴西最大的数字银行 Nubank 正在增加客户在其平台上买卖比特币 (BTC) 和以太币 (ETH) 的选项。

再度引起监管注意

“这也可能会加强监管机构对USDC和Tether的关注，虽然它们对更广泛的金融市

场还没有系统性的的重要性。” James Malcolm和Moritz Diller称，可能很难反驳美国劳工部对401k计划发起人提出的纳入加密货币的严厉警告，富达投资多年来一直是数字资产的主要倡导者。但在这个敏感时期，它触动了参议院的神经。与此同时，经营非法交易所的高调起诉案件仍在法庭上进行。

惠誉表示，算法稳定币一直难以获得监管部门的认可，因其在维持稳定价值方面可能面临特殊风险。就TerraUSD而言，当其的算法挂钩机制受到投机压力时，支持实体的加密货币储备不足以作为稳定的来源。

在惠誉看来，由具有明确法定货币价值的储备资产支持的稳定币（如Tether）面临着与算法稳定币完全不同的信用问题。“在这种情况下，稳定币的稳定风险可以更可控，这取决于各种因素，尤其是储备资产的安全性和流动性。”

其提醒，与储备支持的稳定币发行方信用档案相关的其他因素包括监管风险、交易对手风险(包括储备管理人)、储备的透明度和基础资产真正不相关的程度、稳定币持有者的合法权利，以及治理和操作风险。

目前约有800亿枚Tether在流通。2021年10月15日，美国商品期货交易委员会(CFTC)对Tether处以4100万美元罚款，称该公司对其储备做出了“不真实或误导性”的声明。

不管稳定币背后的结构是什么，监管的担忧已有一些时日，并不新鲜。在本周四于国会作证时，美国财政部长耶伦对TerraUSD的崩盘做出了美国政府迄今最有力的回应，她表示，稳定币的崩溃凸显了与该资产类别相关的风险。“我不会把这种规模描述为对金融稳定的真正威胁，但它们增长得非常快，呈现出我们几个世纪以来一直知道的与银行挤兑有关的风险。”

美联储、欧央行与英国央行都曾对稳定币与传统金融体系的联系所带来的风险发出了警告。

耶伦补充称，财政部正在就这一问题撰写一份报告。

去年11月，美国财政部和一些联邦机构呼吁国会采取行动，解决稳定币监管权力方面的“关键缺口”。他们敦促立法者要求稳定币发行人成为有保险的存款机构，接受银行监管机构的监督。

SEC正打算将其更名后的加密资产和网络部门的工作人员增加近一倍，该部门目前有30人。2017年至今，SEC已起诉了80多起加密货币领域内案件，收回了超过20亿美元的资金。

更多内容请下载21财经APP