

KINH TẾ

Hiệu Ứng Lan Tỏa của Stablecoins đến Hệ Thống Tài Chính Truyền Thống: Phân Tích Định Tính theo Tiếp Cận Thể Chế

Nguyễn Thị Yên Nhi^{*1} và Võ Thành Đạt¹

¹Khoa Kinh tế và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Tân Tạo, Tây Ninh, Việt Nam

*Tác giả liên hệ:

Nguyễn Thị Yên Nhi – Khoa Kinh tế và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Tân Tạo, Tây Ninh, Việt Nam
Email: nhi.nguyen@ttu.edu.vn

Ngày nhận: 05/08/2026. **Ngày sửa:** 20/08/2026. **Ngày chấp nhận:** 28/08/2026. **DOI:** [10.53901/tjs.2026.v01.issue03.art06](https://doi.org/10.53901/tjs.2026.v01.issue03.art06)

TÓM TẮT

Stablecoins đang nổi lên như một dạng tiền số tư nhân ngày càng gắn kết với hệ thống tài chính truyền thống, trong khi văn liệu hiện có vẫn phân tán giữa các tiếp cận về rủi ro rút tiền, trung gian tài chính và quản lý. Nghiên cứu này phát triển một khung phân tích định tính đa tầng theo tiếp cận thể chế nhằm hệ thống hóa các cơ chế lan tỏa của stablecoins bảo chứng bằng tiền pháp định. Khung phân tích kết nối ba cấp độ – hành vi người nắm giữ, bảng cân đối nhà phát hành và liên thông hệ thống – với bốn kênh: Thay thế tiền gửi ngân hàng, liên thông thị trường tiền tệ, cạnh tranh hạ tầng thanh toán và truyền dẫn rủi ro hệ thống. Nghiên cứu cho thấy mức độ mong manh của stablecoins phụ thuộc đồng thời vào chất lượng dự trữ, cơ chế quy đổi, niềm tin thị trường và mức độ neo thể chế. Bài viết dùng thuật ngữ “ngân hàng hẹp trong bóng tối” (shadow narrow bank) như một lăng kính tổng hợp, không phải loại hình định chế pháp lý mới, mô tả cấu trúc lai ghép giữa dự trữ tương đối an toàn và nghĩa vụ có thể bị rút nhanh nhưng không hưởng đầy đủ lưới an toàn công. Kết quả hàm ý stablecoins có thể thúc đẩy đổi mới thanh toán, song khi đạt quy mô lớn và liên thông sâu với thị trường tiền tệ, chúng có thể khuếch đại căng thẳng thanh khoản. Nghiên cứu đề xuất nguyên tắc quản lý dựa trên rủi ro và nhấn mạnh giám sát đo lường hóa sổ, dòng vốn xuyên biên giới tại các nền kinh tế mới nổi.

Từ khóa: Stablecoin; ổn định tài chính; ngân hàng bóng tối; tiền số; trung gian tài chính; CBDC.

GIỚI THIỆU

Sự phát triển nhanh chóng của công nghệ Blockchain đã thúc đẩy sự xuất hiện của nhiều dạng tài sản số, trong đó stablecoins nổi lên như một cấu phần trung tâm của hệ sinh thái tài chính số. Khác với các tiền mã hóa có biến động giá cao, stablecoins được thiết kế nhằm duy trì giá trị ổn định thông qua cơ chế neo với tiền pháp định hoặc tài sản tham chiếu. Nhờ đặc tính này, stablecoins ngày càng được sử dụng rộng rãi trong giao dịch crypto, tài chính phi tập trung (DeFi) và thanh toán xuyên biên giới.

Từ năm 2020, quy mô thị trường stablecoins tăng nhanh và mức độ quan tâm của cơ quan quản lý gia tăng tương ứng [4], [5]. Hai sự kiện thường được sử dụng để minh họa các dạng mong manh khác nhau là sự sụp đổ của TerraUSD vào tháng 5/2022 và đợt mất neo tạm thời của USDC sau sự cố Silicon Valley Bank (SVB) vào tháng 3/2023 [6], [7]. TerraUSD là stablecoin thuật toán nên trong nghiên cứu này chỉ được sử dụng như một trường hợp đối chứng về cơ chế mất neo nội sinh; phân tích trọng tâm vẫn là stablecoins bảo

chứng bằng tiền pháp định, với USDC/SVB là trường hợp minh họa trực tiếp cho rủi ro đối tác dự trữ và cơ chế quy đổi.

Mối quan ngại chính nằm ở khả năng stablecoins làm thay đổi cấu trúc trung gian tài chính, gây áp lực lên nguồn vốn ngân hàng và tạo ra các kênh truyền dẫn rủi ro mới. Tuy nhiên, văn liệu hiện hành chủ yếu phát triển theo các nhánh tương đối tách biệt—bản chất tiền tư nhân và cơ chế neo giá [6], [8], phi trung gian hóa và ổn định tài chính [11–13], hoặc quản lý và giám sát [5], [14], [15]. Khoảng trống mà bài viết xử lý vì vậy không phải là sự vắng mặt hoàn toàn của nghiên cứu về từng kênh, mà là thiếu một cấu trúc phân tích thống nhất liên kết cấp vi mô, cấp nhà phát hành và cấp hệ thống, đồng thời chỉ rõ điều kiện thể chế làm thay đổi cường độ của từng kênh.

Câu hỏi nghiên cứu trung tâm của bài viết là: Các cơ chế lan tỏa nào của stablecoins bảo chứng fiat có thể gây ra rủi ro ổn định tài chính, và chúng vận hành theo điều kiện thể chế nào? Để trả lời, nghiên cứu hướng tới ba mục tiêu: (i) xây dựng khung lý thuyết

đa tầng về mối liên kết giữa stablecoins và hệ thống tài chính; (ii) phân tích bốn kênh lan tỏa chính theo góc độ định tính có minh chứng thực tế; và (iii) đề xuất hàm ý chính sách cho quản lý thận trọng tại các nền kinh tế đang phát triển.

Nghiên cứu đóng góp theo ba hướng. Thứ nhất, bài viết tích hợp các dòng văn liệu vốn thường được xem xét riêng biệt vào một khung đa tầng, qua đó liên kết tác nhân kích hoạt ở cấp người nắm giữ với khả năng hấp thụ cú sốc của bảng cân đối nhà phát hành và hệ quả lan tỏa ở cấp hệ thống. Thứ hai, thuật ngữ “ngân hàng hẹp trong bóng tối” (shadow narrow bank) được sử dụng như một lăng kính tổng hợp để nhấn mạnh đồng thời hai thuộc tính: Cấu trúc dự trữ gần với narrow banking và nghĩa vụ có thể bị rút nhanh nhưng không được hưởng đầy đủ lưới an toàn công. Đóng góp ở đây nằm ở cơ chế kết nối hai thuộc tính này với digital run và kênh thị trường tiền tệ, chứ không phải ở việc khẳng định một loại hình định chế hoàn toàn mới. Thứ ba, nghiên cứu mở rộng thảo luận sang các nền kinh tế mới nổi, nơi stablecoins neo ngoại tệ có thể tương tác với đô la hóa số, dòng vốn xuyên biên giới và hiệu lực chính sách tiền tệ [9].

TỔNG QUAN TÀI LIỆU VÀ NỀN TẢNG LÝ THUYẾT

Tổng quan tài liệu

Văn liệu về stablecoins và hệ thống tài chính đã phát triển nhanh chóng từ sau năm 2019. Ba dòng nghiên cứu chính có thể được nhận diện.

Dòng thứ nhất tập trung vào bản chất kinh tế và cơ chế ổn định của stablecoins. Gorton và Zhang [8] cho rằng stablecoins tái hiện nhiều đặc điểm của tiền giấy tư nhân trong thời kỳ ngân hàng tự do, đặc biệt ở cam kết quy đổi ngang giá và nguy cơ run khi bảo chứng không đủ đáng tin cậy. Lyons và Viswanath-Natraj [6] phân tích cơ chế duy trì neo giá và chỉ ra vai trò của kinh doanh chênh lệch giá đối với độ lệch khỏi mệnh giá. Brunnermeier et al. [10] đặt tiền số tư nhân trong bối cảnh cạnh tranh tiền tệ và sự hình thành các khu vực tiền tệ số.

Dòng thứ hai xem xét tác động đến trung gian tài chính và ổn định hệ thống. Adrian và Mancini-Griffoli [11] phân tích nguy cơ phi trung gian hóa khi tiền số tư nhân đạt quy mô đủ lớn; Frost et al. [12] phân tích sự thay đổi cấu trúc trung gian tài chính tác động của các nền tảng công nghệ; trong khi Kumhof và Noone [13] thảo luận các nguyên tắc thiết kế CBDC nhằm hạn chế phi trung gian hóa ngân hàng.

Dòng thứ ba tập trung vào khung quản lý và chính sách. FSB [5] đề xuất nguyên tắc quản lý tương xứng với hoạt động và rủi ro; MiCA của Liên minh châu Âu [14] thiết lập khuôn khổ đối với asset-referenced tokens và e-money tokens; BIS [15] nhấn mạnh mối

liên kết giữa hệ sinh thái crypto và tài chính truyền thống. Các cập nhật gần đây cho thấy môi trường pháp lý đã thay đổi đáng kể: Hoa Kỳ ban hành GENIUS Act năm 2025 với yêu cầu đối với tổ chức phát hành payment stablecoin, dự trữ 1:1 và công bố dự trữ [19], trong khi rà soát của FSB năm 2025 ghi nhận tiến bộ nhưng vẫn tồn tại khoảng trống và khác biệt đáng kể giữa các khu vực pháp lý [18].

Từ đối chiếu các dòng nghiên cứu trên, khoảng trống của bài viết được xác định theo logic “khái niệm hiện hữu → phần còn thiếu → giá trị của khung tích hợp”. Các nghiên cứu về run giải thích tốt động lực rút tiền nhưng thường không nối trực tiếp với cấu trúc dự trữ và thị trường tiền tệ; nghiên cứu về shadow banking làm rõ nghĩa vụ nợ có thể bị rút nhưng ít nhấn mạnh tốc độ phối hợp hành vi trong môi trường số; còn văn liệu chính sách nhận diện rủi ro hệ thống nhưng thường không cung cấp một chuỗi cơ chế đa tầng từ người nắm giữ đến nhà phát hành và hệ thống. Bài viết vì vậy không tuyên bố từng câu phần là mới riêng lẻ, mà đóng góp bằng cách tích hợp chúng thành một khung cơ chế thống nhất và mở rộng hàm ý sang điều kiện của các nền kinh tế mới nổi.

Phân loại stablecoins

Theo phân loại được sử dụng rộng rãi bởi BIS và FSB [5], [15], stablecoins có thể được chia thành ba nhóm chính dựa trên cơ chế duy trì ổn định giá: (i) stablecoins bảo chứng bằng tiền pháp định (fiat-backed); (ii) stablecoins thế chấp bằng tài sản mã hóa (crypto-collateralized); và (iii) stablecoins thuật toán (algorithmic). Bảng 2 tóm tắt đặc điểm cốt lõi của từng nhóm.

Trong ba nhóm trên, stablecoins fiat-backed được xem là có ý nghĩa hệ thống lớn nhất do quy mô thị trường và mức độ liên thông tài chính trực tiếp thông qua cấu trúc dự trữ. Do đó, phạm vi phân tích của nghiên cứu này tập trung chủ yếu vào nhóm fiat-backed stablecoins.

Nền tảng lý thuyết

Nghiên cứu này dựa trên ba trụ cột lý thuyết bổ trợ lẫn nhau.

Thứ nhất, lý thuyết trung gian tài chính. Diamond và Dybvig [1] cho thấy nghĩa vụ có thể rút theo yêu cầu tạo ra tính mong manh khi kỳ vọng phối hợp chuyển sang trạng thái run. Trực giác này phù hợp với stablecoins có cam kết quy đổi ngang giá: Ngay cả khi tài sản dự trữ có chất lượng cao, áp lực redemption tập trung vẫn có thể tạo căng thẳng thanh khoản.

Thứ hai, lý thuyết ngân hàng bóng tối. Pozsar et al. [2] nhấn mạnh các nghĩa vụ nợ ngắn hạn có thể quy đổi ngang giá được sử dụng như near money ngoài khu vực ngân hàng được bảo hiểm. Fiat-backed

Bảng 1: Đối chiếu văn liệu và vị trí đóng góp của khung phân tích.

Dòng văn liệu	Cấp độ trọng tâm	Kênh đã làm rõ	Khoảng trống còn lại đối với bài này
Run/peg stability [6]	Vi mô / nhà phát hành	Kỳ vọng, redemption, depeg/run	Chưa nổi đầy đủ với thị trường tiền tệ và hệ quả hệ thống
Shadow banking/private money [2], [8]	Nhà phát hành / thể chế	Runnable liabilities, thiếu public backstop	Chưa nhấn mạnh cơ chế digital run và tốc độ phối hợp số
Digital money/intermediation [11–13]	Ngân hàng / hệ thống	Thay thế tiền gửi, phi trung gian hóa	Các kênh thường được phân tích riêng biệt
Regulation [5], [14], [15], [18], [19]	Hệ thống / thể chế	Giám sát, dự trữ, công bố, regulatory arbitrage	Thiếu chuỗi cơ chế đa tầng thống nhất
Khung đề xuất của nghiên cứu	Vi mô → nhà phát hành → hệ thống	Tích hợp 4 kênh và điều kiện thể chế	Tạo cấu trúc chung để so sánh rủi ro và hàm ý chính sách

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Bảng 2: Phân loại và đặc điểm cơ bản của stablecoins.

Tiêu chí	Fiat-backed	Crypto-collateralized	Algorithmic
Ví dụ	USDT, USDC, BUSD	DAI, LUSD	TerraUSD (đã sụp đổ)
Cơ chế ổn định	Dự trữ tiền pháp định / T-bills	Thế chấp vượt mức crypto	Điều chỉnh cung theo thuật toán
Quy mô/độ phổ biến	Chiếm phần lớn vốn hóa stablecoin; số liệu biến động theo thời điểm	Nhỏ hơn đáng kể so với fiat-backed	Suy giảm mạnh sau sự kiện TerraUSD 2022
Rủi ro chính	Run, rủi ro đối tác dự trữ	Biến động tài sản thế chấp	Mất neo tự hiện thực hóa
Ý nghĩa hệ thống	Cao nhất	Trung bình	Trung bình-cao trong crypto

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

stablecoins có đặc điểm tương tự khi phát hành nghĩa vụ runnable và nắm giữ tài sản thị trường tiền tệ, qua đó tạo liên kết bảng cân đối với tài chính truyền thống.

Thứ ba, kinh tế học tiền tệ thể chế. Theo Mehrling [3], tiền tư nhân nằm trong một hệ thống thứ bậc và độ tin cậy phụ thuộc vào khả năng quy đổi sang tiền ở tầng cao hơn. Stablecoins vì vậy cần được đánh giá không chỉ theo công nghệ mà còn theo chất lượng neo thể chế, cơ chế quy đổi và mức độ tiếp cận lưới an toàn công.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cách tiếp cận nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng tiếp cận định tính thể chế, kết hợp tổng hợp văn liệu có cấu trúc, suy luận dựa trên cơ chế và bằng chứng sự kiện minh họa. Mục tiêu là xây dựng một khung khái niệm; nghiên cứu không thực hiện meta-analysis và không tuyên bố là systematic review theo chuẩn PRISMA.

Tổng hợp văn liệu được thực hiện theo structured narrative review và cập nhật đến tháng 8/2026. Nguồn cốt lõi gồm nghiên cứu bình duyệt/công trình nền tảng, báo cáo BIS–FSB–IMF và văn bản pháp lý chính thức. Các nhóm từ khóa bao gồm “stablecoin financial stability”, “run/depeg”, “stablecoin reserves”, “digital shadow money”, “CBDC stablecoin coexistence” và

“stablecoin emerging markets”. Phiên bản xuất bản chính thức được ưu tiên hơn working paper trùng lặp; tài liệu được mã hóa theo bốn nhóm: run/neo giá, cấu trúc dự trữ, liên thông ngân hàng - thị trường tiền tệ và quản lý. Cách tiếp cận này tăng tính minh bạch nhưng không xem tập tài liệu là mẫu thống kê đại diện cho toàn bộ văn liệu.

Do mục tiêu của nghiên cứu là tổng hợp khái niệm và xây dựng khung phân tích thay vì thực hiện tổng quan hệ thống, quá trình lựa chọn tài liệu được thực hiện theo tiêu chí liên quan lý thuyết và chính sách; tập tài liệu không được xem là mẫu văn liệu có tính đại diện thống kê.

Thứ hai, suy luận kinh tế học dựa trên cơ chế (mechanism-based analytical reasoning): trên nền tảng ba trụ cột lý thuyết đã xác định, tác giả truy vết các kênh truyền dẫn tiềm năng giữa stablecoins và hệ thống tài chính.

Bằng chứng sự kiện được sử dụng với mục đích minh họa, không phải kiểm định nhân quả hay process tracing đầy đủ. USDC/SVB (3/2023) là case chính cho fiat-backed stablecoins; TerraUSD (5/2022) chỉ là case đối chứng để phân biệt mất neo do thiết kế thuật toán với rủi ro dự trữ. Vì vậy, hai sự kiện chỉ cho thấy tính khả dĩ của cơ chế và không được dùng để khái quát hóa.

Bảng 3: Tổng hợp nền tảng lý thuyết và đóng góp vào khung phân tích.

Lý thuyết	Tác giả chính	Đóng góp vào khung phân tích
Trung gian tài chính	Diamond & Dybvig [1]	Giải thích tính mong manh nội sinh và cơ chế run của stablecoins
Ngân hàng bóng tối	Pozsar et al. [2]	Định vị stablecoins như “digital shadow money”; liên kết với thị trường tiền tệ qua dự trữ
Hệ thống tiền tệ thứ bậc	Mehrling [3]	Phân tích vị trí stablecoins trong kim tự tháp tiền tệ và điều kiện neo thể chế
Tiền tư nhân & wildcat banking	Gorton & Zhang [8]	So sánh lịch sử với tiền giấy tư nhân; rủi ro cấu trúc thiếu bảo chứng công
Tiền số tư nhân (e-money)	Adrian & Mancini-Griffoli [11]	Mô hình phi trung gian hóa ngân hàng khi tiền số tư nhân đạt quy mô

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Khung phân tích đa tầng

Nghiên cứu xây dựng khung phân tích đa tầng (multi-level analytical framework), trong đó các cơ chế lan tỏa được xem xét đồng thời ở ba cấp độ. Ở cấp độ vi mô, trọng tâm là hành vi của người nắm giữ stablecoin và quyết định chuyển đổi giữa tiền gửi ngân hàng và stablecoins. Ở cấp độ trung gian, phân tích tập trung vào cấu trúc bảng cân đối của nhà phát hành. Ở cấp độ hệ thống, nghiên cứu xem xét mức độ liên thông giữa stablecoins với hệ thống ngân hàng, thị trường tiền tệ và hạ tầng thanh toán. Việc tích hợp ba cấp độ cho phép xác định bốn kênh lan tỏa chủ đạo: (i) thay thế tiền gửi ngân hàng; (ii) liên thông thị trường tiền tệ; (iii) cạnh tranh hạ tầng thanh toán; và (iv) truyền dẫn rủi ro hệ thống.

KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Mô hình khái niệm: Stablecoins như ngân hàng hẹp trong bóng tối

Cấu trúc bảng cân đối và đặc tính lai ghép

Một nhà phát hành stablecoin bảo chứng fiat vận hành như một trung gian tài chính phát hành nghĩa vụ nợ ngắn hạn có thể quy đổi ngang giá. Bảng cân đối điển hình bao gồm: về phía tài sản – tiền mặt và tiền gửi tại ngân hàng thương mại, tín phiếu kho bạc hoặc trái phiếu chính phủ ngắn hạn, các công cụ thị trường tiền tệ có tính thanh khoản cao; về phía nợ phải trả – token stablecoin với cam kết quy đổi ngang giá theo yêu cầu.

Cấu trúc này hàm ý stablecoin về mặt kinh tế là một dạng nợ ngắn hạn “runnable”, trong khi phía tài sản dù có thể có chất lượng cao không hoàn toàn tương đương tiền ngân hàng trung ương. Từ góc nhìn thể chế, mô hình có nét tương đồng với narrow banking, nhưng mức độ tương đồng phụ thuộc khu vực pháp lý. Khác với tiền gửi ngân hàng được bảo hiểm, stablecoin nhìn chung không được hưởng cùng mức bảo hiểm tiền gửi hoặc quyền tiếp cận trực tiếp cơ chế cho vay cuối cùng; đồng thời yêu cầu vốn, thanh khoản và giám

sát đối với tổ chức phát hành không đồng nhất giữa các khu vực. Sự khác biệt này đang thu hẹp tại một số thị trường sau MiCA và GENIUS Act, nhưng vẫn tồn tại đáng kể trên phạm vi xuyên biên giới [14], [18], [19].

Do đó, “ngân hàng hẹp trong bóng tối” (shadow narrow bank) được sử dụng trong bài như một lăng kính phân tích cho cấu trúc lai ghép: Dự trữ thiên về tài sản an toàn và ngắn hạn như narrow banking, trong khi nghĩa vụ có thể bị rút nhanh và mức độ tiếp cận lưới an toàn công hạn chế hơn ngân hàng truyền thống. Thuật ngữ này không hàm ý mọi nhà phát hành stablecoin đều “không được quản lý”, mà nhấn mạnh khoảng cách giữa tính chất tiền tệ của nghĩa vụ và mức độ bảo đảm thể chế. Chính khoảng cách đó tạo cơ sở cho việc phân tích digital run và kênh lan tỏa sang thị trường tiền tệ.

Cơ chế rút tiền số và điều kiện kích hoạt

Mở rộng mô hình Diamond và Dybvig [1] sang bối cảnh tiền số có thể quy đổi theo yêu cầu, một trạng thái rút tiền hàng loạt có thể phát sinh khi

$$\theta > f(R, L, C),$$

trong đó θ là tỷ lệ stablecoin được yêu cầu quy đổi trong khoảng thời gian ngắn; R là tỷ lệ dự trữ thanh khoản ($0 < R \leq 1$); L là chỉ số thanh khoản hiệu dụng của danh mục tài sản dự trữ ($0 < L \leq 1$); và C là chỉ số niềm tin của thị trường vào khả năng quy đổi ngang giá ($0 < C \leq 1$). Hàm $f(R, L, C)$ là hàm tăng đơn điệu theo từng tham số – tức là khi R , L hoặc C tăng, ngưỡng chịu đựng thanh khoản tăng lên và hệ thống trở nên chống chịu tốt hơn.

Đặc biệt đáng chú ý là vai trò của C : không giống R và L , biến C phản ánh yếu tố kỳ vọng – làm cho hệ thống stablecoin có bản chất đa cân bằng (multiple equilibria) theo nghĩa của Diamond-Dybvig, tức là cùng một bộ thông số cơ bản có thể dẫn đến cả trạng thái ổn định lẫn trạng thái run tùy vào điểm kỳ vọng phối hợp của thị trường.

So với ngân hàng truyền thống, stablecoins có thể đối mặt với “accelerated digital run” do ba đặc điểm cấu trúc: (i) ma sát giao dịch thấp và khả năng chuyển đổi gần như liên tục; (ii) thông tin và kỳ vọng có thể phối hợp nhanh qua nền tảng số; và (iii) giao dịch tự động có thể làm tăng tốc phản ứng thị trường. Trường hợp USDC tháng 3/2023 cho thấy một cú sốc thông tin về tài sản dự trữ có thể dẫn tới mất neo trong thời gian ngắn [7]. Tuy nhiên, sự kiện đơn lẻ này chỉ minh họa tính khả dĩ của cơ chế, không đủ để kết luận rằng mọi digital run đều nhanh hơn năng lực phản ứng của cơ quan giám sát.

Phân tích các kênh lan tỏa

Kênh thay thế tiền gửi ngân hàng

Fiat-backed stablecoins có thể thay thế một phần tiền gửi khi người dùng ưu tiên tính thanh khoản số hoặc thanh toán xuyên biên giới. Tuy nhiên, mức độ thay thế phụ thuộc vào lãi suất tương đối, mức độ chấp nhận thanh toán và chi phí on/off-ramp [11]. Vì người dùng stablecoin hiện vẫn tập trung đáng kể trong hệ sinh thái crypto, kênh phi trung gian hóa ngân hàng nên được xem là rủi ro có điều kiện hơn là tác động đã phổ biến.

Do đó, rủi ro thay thế tiền gửi có thể tăng khi stablecoins mở rộng sang thanh toán bán lẻ, đặc biệt tại môi trường lãi suất thấp hoặc nơi nhu cầu nắm giữ ngoại tệ số cao. Thiết kế thể chế và quy định có thể làm thay đổi đáng kể cường độ của kênh này [13].

Mệnh đề 1: Tác động thay thế tiền gửi của stablecoins hiện còn hạn chế nhưng có thể trở thành rủi ro cấu trúc trung hạn đối với mô hình trung gian ngân hàng, đặc biệt trong môi trường lãi suất thấp và khi khả năng chấp nhận thanh toán số mở rộng.

Kênh liên thông thị trường tiền tệ

Fiat-backed stablecoins duy trì khả năng quy đổi thông qua danh mục dự trữ gồm tiền mặt, tiền gửi và chứng khoán chính phủ ngắn hạn [5], [15]. Các báo cáo chứng thực của tổ chức phát hành cho thấy quy mô dự trữ có thể rất lớn và tập trung đáng kể vào tài sản ngắn hạn [16]. Vì số liệu về vốn hóa, dự trữ và nắm giữ tín phiếu Kho bạc thay đổi nhanh theo thời điểm, nghiên cứu không sử dụng một tỷ trọng cố định để suy rộng rủi ro hệ thống; thay vào đó, điểm phân tích cốt lõi là cơ chế bảng cân đối: Redemption quy mô lớn có thể buộc nhà phát hành chuyển đổi hoặc thanh lý tài sản dự trữ, tạo liên thông trực tiếp với thị trường tiền tệ.

Trong điều kiện căng thẳng, khi nhu cầu quy đổi tăng mạnh, nhà phát hành có thể buộc phải thanh lý nhanh tài sản dự trữ. Nếu quy mô đủ lớn, áp lực bán này có thể khuếch đại biến động thanh khoản trên thị trường tiền tệ – cơ chế tương tự động học của quỹ thị trường tiền tệ (money market funds) trong khủng hoảng tháng 9/2008.

Mệnh đề 2: Thông qua cấu trúc dự trữ và nghĩa vụ quy đổi theo yêu cầu, stablecoins quy mô lớn có thể khuếch đại căng thẳng thanh khoản trên thị trường tiền tệ; mức độ và tốc độ lan tỏa phụ thuộc vào quy mô redemption, cấu trúc kỳ hạn–thanh khoản của dự trữ và điều kiện thị trường tại thời điểm xảy ra cú sốc.

Kênh cạnh tranh hạ tầng thanh toán

Stablecoins có các thuộc tính công nghệ có thể hỗ trợ thanh toán gần thời gian thực 24/7 và chuyển tiền xuyên biên giới [11], [15]. Trong khi chi phí chuyển tiền quốc tế truyền thống vẫn ở mức đáng kể theo dữ liệu của Ngân hàng Thế giới [17], lợi thế chi phí của stablecoins đối với người dùng cuối không nên được suy ra chỉ từ phí giao dịch on-chain. Tổng chi phí còn bao gồm on/off-ramp, chênh lệch giá, tuân thủ và khả năng tiếp cận hạ tầng. Vì vậy, tác động cạnh tranh cần được đánh giá theo tổng chi phí và chất lượng dịch vụ, thay vì một mức phí phần trăm cố định.

Brunnermeier et al. [10] lập luận rằng cạnh tranh tiền tệ số tư nhân sẽ thúc đẩy đổi mới và mở rộng tài chính toàn diện. Tuy nhiên, lợi ích đó có thể bị xóa bỏ nếu cạnh tranh diễn ra trên nền tảng chênh lệch quy định (regulatory arbitrage) tức là stablecoins được hưởng lợi thế chi phí không phải do hiệu quả công nghệ mà do tránh được các yêu cầu an toàn vốn mà ngân hàng phải tuân thủ [5], [13].

Mệnh đề 3: Stablecoins đóng vai trò chất xúc tác đổi mới hạ tầng thanh toán và tạo áp lực cạnh tranh lên mô hình chuyển tiền truyền thống, nhưng nhiều khả năng hỗ trợ hơn là thay thế hoàn toàn hệ thống ngân hàng trong trung hạn.

Kênh truyền dẫn rủi ro hệ thống

Rủi ro hệ thống của fiat-backed stablecoins phát sinh chủ yếu từ liên kết giữa nghĩa vụ quy đổi và tài sản dự trữ trong hệ thống tài chính truyền thống. Sự kiện USDC/SVB minh họa trực tiếp cơ chế rủi ro đối tác dự trữ: Thông tin về khoản dự trữ tại một ngân hàng gặp sự cố đã nhanh chóng tác động tới kỳ vọng quy đổi và giá thị trường [7]. TerraUSD được giữ như trường hợp đối chứng: vòng xoáy giữa UST và LUNA cho thấy một cơ chế mất neo nội sinh của stablecoin thuật toán, nhưng không được dùng để suy luận trực tiếp về cấu trúc dự trữ của fiat-backed stablecoins [6], [7]. Sự phân biệt này giúp tách rủi ro thiết kế thuật toán khỏi rủi ro bảng cân đối và thanh khoản của nhóm stablecoin thuộc phạm vi chính của nghiên cứu.

Mệnh đề 4: Rủi ro hệ thống liên quan đến stablecoins chủ yếu bắt nguồn từ mức độ liên thông giữa stablecoins fiat-backed và thị trường tài chính truyền thống thông qua cấu trúc dự trữ; trong khi stablecoins thuật toán tạo ra rủi ro lây lan nhanh trong hệ sinh thái crypto.

Bảng 4 trình bày hai sự kiện như bằng chứng minh họa đối chiếu, không phải bằng chứng kiểm định

Bảng 4: Bảng chứng minh họa từ các sự kiện thực tế.

Sự kiện	Thời gian	Loại	Cơ chế lan tỏa	Bài học chính sách
Sụp đổ TerraUSD	T5/2022	Algorithmic	Death spiral LUNA-UST; ~40 tỷ USD bị xóa sổ; lây lan DeFi	Case đối chứng: Minh họa rủi ro thiết kế thuật toán; không dùng để suy luận trực tiếp cho fiat-backed stablecoins
Mất neo USDC sau SVB	T3/2023	Fiat-backed	Rủi ro đối tác dự trữ; giảm xuống 0,87 USD; khôi phục sau cam kết FDIC	Case chính: Minh họa rủi ro đối tác dự trữ, depeg và vai trò của kỳ vọng quy đổi

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Bảng 5: Tổng hợp các đề xuất chính sách và khung tham chiếu quốc tế.

Đề xuất chính sách	Mục tiêu	Khung tham chiếu	Ưu tiên KT mới nổi
Same risk, same regulation	Hạn chế chênh lệch quy định	[5], [14], [18], [19]	Cao
Yêu cầu dự trữ chất lượng cao	Giảm xác suất run	[5], [15], [19]	Cao
Minh bạch dự trữ tài sản cao	Neo kỳ vọng thị trường	[5], [18], [19]	Trung bình
Giám sát liên thông ngân hàng-crypto	Phát hiện rủi ro sớm	[15], [18]	Cao
CBDC hỗ trợ khu vực tư nhân	Duy trì đổi mới và ổn định	[13]	Rất cao
Theo dõi đô la hóa số	Bảo vệ hiệu quả CSIT	[9]	Đặc thù KT mới nổi

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

nhân quả. USDC/SVB là case chính cho fiat-backed stablecoins; TerraUSD là case đối chứng nhằm làm rõ sự khác biệt về cơ chế mất neo.

Tính lưỡng diện cấu trúc và quan hệ với CBDC

Kết quả phân tích cho thấy tác động của stablecoins mang tính điều kiện thể chế. Rủi ro tăng khi dự trữ kém thanh khoản, thông tin thiếu minh bạch, cơ chế quy đổi không rõ hoặc giám sát phân mảnh; ngược lại, dự trữ chất lượng cao, công bố đáng tin cậy và giám sát tương xứng có thể giảm xác suất run. Vì vậy, stablecoins vừa có thể thúc đẩy đổi mới thanh toán vừa có thể tái tạo mong manh thanh khoản của tiền tư nhân [5], [8], [15].

Hàm ý quan trọng là trọng tâm chính sách không nên là lựa chọn nhị nguyên giữa khuyến khích và cấm đoán stablecoins, mà là xác định điều kiện để đổi mới tư nhân không tạo ra chênh lệch quy định hoặc chuyển rủi ro ra ngoài lưới an toàn công. Điều này cũng giải thích vì sao mức độ giám sát cần tăng theo quy mô, khả năng quy đổi và mức độ liên thông của từng stablecoin.

Đối với các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, cơ chế lan tỏa có thêm một lớp rủi ro đặc thù. Stablecoins neo USD có thể được nắm giữ xuyên biên giới với chi phí thấp, làm tăng khả năng thay thế tiền nội tệ trong thanh toán và lưu trữ giá trị, đặc biệt khi niềm tin vào đồng nội tệ suy yếu hoặc khả năng tiếp cận USD chính thức bị hạn chế. FSB nhấn mạnh rằng global stablecoins tại các nền kinh tế mới nổi có thể làm gia tăng rủi ro đô la hóa số, biến động dòng vốn và thách thức đối với hiệu lực chính sách tiền tệ [9]. Vì vậy, cùng một cú sốc stablecoin có thể tạo hệ quả

khác nhau giữa nền kinh tế phát triển và nền kinh tế mới nổi: ở nhóm sau, kênh thanh khoản còn có thể tương tác với tỷ giá, kiểm soát vốn và mức độ đô la hóa sẵn có. Trong trung hạn, CBDC và stablecoins vì thế có thể cùng tồn tại, nhưng thiết kế CBDC và quy định stablecoin cần được đặt trong bối cảnh cấu trúc tiền tệ và mức độ mở tài khoản vốn của từng quốc gia.

KẾT LUẬN

Bài nghiên cứu, thông qua tiếp cận thể chế và khung phân tích đa tầng, xác định bốn cơ chế lan tỏa chủ yếu của fiat-backed stablecoins tới hệ thống tài chính truyền thống: (i) thay thế tiền gửi ngân hàng; (ii) liên thông với thị trường tiền tệ; (iii) tái cấu trúc cạnh tranh trong hạ tầng thanh toán; và (iv) truyền dẫn rủi ro hệ thống qua các liên kết bảng cân đối. Bảng chứng sự kiện được sử dụng để minh họa tính khả dĩ và sự khác biệt giữa các cơ chế, không nhằm kiểm định nhân quả hay khái quát hóa thống kê.

Về bản chất kinh tế, bài viết sử dụng “ngân hàng hẹp trong bóng tối” như một lăng kính tổng hợp đối với fiat-backed stablecoins: Tài sản dự trữ có thể gần với mô hình narrow banking, trong khi nghĩa vụ có khả năng bị rút nhanh và mức độ tiếp cận lưới an toàn công thường hạn chế hơn tiền gửi ngân hàng. Cách khái quát này không thay thế các khái niệm shadow money hay narrow-bank-like arrangements đã có, mà làm rõ cơ chế nối giữa cấu trúc dự trữ, redemption và khả năng lan tỏa sang thị trường tiền tệ.

Dựa trên các phân tích trên, nghiên cứu đề xuất sáu định hướng: (1) quản lý theo nguyên tắc cùng hoạt

động/cùng rủi ro thì yêu cầu quản lý tương xứng; (2) yêu cầu dự trữ chất lượng cao và thanh khoản; (3) công bố dự trữ và chính sách quy đổi với tần suất phù hợp; (4) giám sát liên thông ngân hàng - crypto và rủi ro xuyên biên giới; (5) thiết kế CBDC theo hướng hỗ trợ đổi mới khu vực tư nhân; và (6) tại các nền kinh tế mới nổi, tích hợp giám sát stablecoin với theo dõi đô la hóa số, tỷ giá và dòng vốn. MiCA, GENIUS Act và rà soát triển khai của FSB cho thấy xu hướng quản lý đã chuyển từ khoảng trống quy định sang các khuôn khổ cụ thể hơn, dù mức độ triển khai giữa các khu vực vẫn chưa đồng đều [14], [18], [19].

Nghiên cứu bị giới hạn bởi thiết kế định tính, số lượng sự kiện minh họa ít và môi trường pháp lý thay đổi nhanh. Nghiên cứu tiếp theo nên lượng hóa ngưỡng quy mô tập trung dự trữ, đánh giá tác động sau triển khai của MiCA và GENIUS Act, đồng thời kiểm định mối liên hệ giữa stablecoin, đô la hóa số, dòng vốn và hiệu lực chính sách tiền tệ tại ASEAN.

LỜI CẢM ƠN

Tác giả xin chân thành cảm ơn Trường Đại học Tân Tạo đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc thực hiện nghiên cứu này.

PHÊ DUYỆT ĐẠO ĐỨC VÀ SỰ ĐỒNG THUẬN THAM GIA

Không áp dụng. Trong quá trình thực hiện, tác giả có sử dụng công cụ trợ lý AI (Claude, Anthropic) để hỗ trợ soạn thảo và rà soát ngôn ngữ văn bản. Toàn bộ thiết kế nghiên cứu, thu thập dữ liệu, ước lượng thống kê, phân tích và diễn giải kết quả do tác giả thực hiện và chịu trách nhiệm. Công cụ AI không được sử dụng để tạo ra dữ liệu, kết quả hoặc lập luận khoa học.

NGUỒN TÀI TRỢ

Nghiên cứu này không nhận được tài trợ từ bất kỳ tổ chức tài trợ nào trong khu vực công, tư nhân hoặc phi lợi nhuận.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Không có xung đột lợi ích nào được công bố.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] D. W. Diamond and P. H. Dybvig, "Bank runs, deposit insurance, and liquidity," *J. Political Econ.*, vol. 91, no. 3, pp. 401–419, 1983, doi: [10.1086/261155](https://doi.org/10.1086/261155).
- [2] Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, and H. Boesky, "Shadow banking," Federal Reserve Bank of New

- York, New York, NY, USA, Staff Rep. 458, 2010. [Online]. Available: https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.
- [3] P. Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton, NJ, USA: Princeton Univ. Press, 2011.
- [4] CoinGecko, "Global stablecoin market capitalization," 2024. [Online]. Available: <https://www.coingecko.com/en/categories/stablecoins>. [Accessed: Jan. 15, 2024].
- [5] Financial Stability Board, *Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements: Final Recommendations*. Basel, Switzerland: FSB, Jul. 2023. [Online]. Available: <https://www.fsb.org/2023/07/fsb-publishes-updated-high-level-recommendations-for-global-stablecoin-arrangements/>.
- [6] R. K. Lyons and G. Viswanath-Natraj, "What keeps stablecoins stable?" *J. Int. Money Finance*, vol. 131, Art. no. 102777, 2023, doi: [10.1016/j.jimonfin.2022.102777](https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102777).
- [7] International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*. Washington, DC, USA: IMF, Apr. 2023. [Online]. Available: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>.
- [8] G. Gorton and J. Zhang, "Taming wildcat stablecoins," *Univ. Chicago Law Rev.*, vol. 90, no. 3, pp. 909–952, 2023. [Online]. Available: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclr/vol90/iss3/3>.
- [9] Financial Stability Board, "Cross-border regulatory and supervisory issues of global stablecoin arrangements in emerging market and developing economies," Basel, Switzerland, Jul. 2024. [Online]. Available: <https://www.fsb.org/2024/07/cross-border-regulatory-and-supervisory-issues-of-global-stablecoin-arrangements-in-emdes/>.
- [10] M. K. Brunnermeier, H. James, and J.-P. Landau, "The digitalization of money," National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, USA, Working Paper 26300, 2019, doi: [10.3386/w26300](https://doi.org/10.3386/w26300).
- [11] T. Adrian and T. Mancini-Griffoli, "The rise of digital money," International Monetary Fund, Washington, DC, USA, IMF FinTech Note 2019/001, 2019, doi: [10.5089/9781498324908.063](https://doi.org/10.5089/9781498324908.063).
- [12] J. Frost, L. Gambacorta, Y. Huang, H. S. Shin, and P. Zbinden, "BigTech and the changing structure of financial intermediation," *Econ. Policy*, vol. 34, no. 100, pp. 761–799, 2020, doi: [10.1093/epolic/iaa003](https://doi.org/10.1093/epolic/iaa003).
- [13] M. Kumhof and C. Noone, "Central bank digital currencies—Design principles for financial stability," *Econ. Anal. Policy*, vol. 71, pp. 553–572, 2021, doi: [10.1016/j.eap.2021.06.012](https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.06.012).

- [14] European Parliament and Council of the European Union, *Regulation (EU) 2023/1114 on Markets in Crypto-Assets (MiCA)*, *Official Journal of the European Union*, 2023. [Online]. Available: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32023R1114>.
- [15] Bank for International Settlements, "The crypto ecosystem: Key elements and risks," in *Annual Economic Report 2023*, ch. III. Basel, Switzerland: BIS, 2023. [Online]. Available: <https://www.regulationtomorrow.com/2023/07/bis-report-on-the-crypto-ecosystem-key-elements-and-risks/>.
- [16] Tether Holdings Limited, "Tether transparency report and reserve attestation Q1 2024," 2024. [Online]. Available: <https://tether.to/en/transparency/>.
- [17] World Bank, *Remittance Prices Worldwide Quarterly*, no. 47. Washington, DC, USA: World Bank Group, 2023. [Online]. Available: <https://remittanceprices.worldbank.org/>.
- [18] Financial Stability Board, *Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities*. Basel, Switzerland: FSB, Oct. 2025. [Online]. Available: <https://www.fsb.org/2025/10/thematic-review-on-fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/>.
- [19] U.S. Congress, *Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act (GENIUS Act)*, Pub. L. No. 119-27, 139 Stat. 419, Jul. 18, 2025. [Online]. Available: <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582>.