



香港稳定币产业生态再梳理

日期： 2025年08月31日

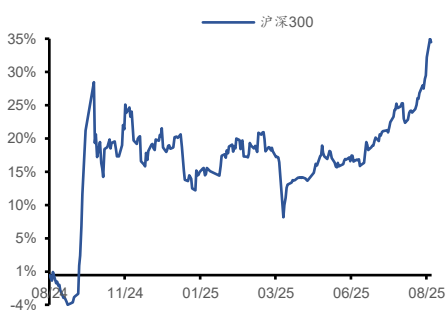
分析师： 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 编号: S0870520020001

最近一年沪深 300 走势



相关报告：

主要观点

美国的《GUNIUS 法案》和 Circle 财务报表是稳定币产业生态的重要参考。《GENIUS 法案》内容要点包括在美发行需获监管批准、要求稳定币要以 1:1 的比例与美元挂钩、月度审查、建立反洗钱与经济制裁合规方案、资产托管方要求等。Circle 的 2024 年财务报表中，储备资产收益占总收入 99.10%，是其核心收入来源。分销支出占总营收比重达到 60.30%，说明 Circle 在虚拟资产交易平台上（如 Coinbase）中引流需支付较高成本。从 Circle 的资产托管方来看，公司与贝莱德成立了 Circle 储备基金，并通过纽约梅隆银行托管。

香港金融管理局于 2024 年 3 月推出稳定币发行“沙盒”，并于 2025 年 8 月正式实施《持牌稳定币发行人监管指引》。相关政策强调持牌方“流动资产”与“风险防范”要求。香港证监会已经发放 11 张虚拟资产交易平台牌照（VATP Licences），包括 OSL 数字证券有限公司、富途控股证券旗下公司，另有胜利证券和 bixin 交易所所属公司申请中。

香港为稳定币应用场景作了积极探索。2021 年，香港金管局推出 Evergreen 项目，协助政府成功发行两批代币化绿色债券。香港金管局在 2024 年 8 月启动 Ensemble 项目“沙盒”，并宣布首阶段包括固定收益和投资基金、流动性管理、绿色和可持续金融，及贸易和供应链融资四大代币化资产用例主题。参与机构包括中银香港、渣打银行、HashKey、蚂蚁数科等。

参考美国和香港两地的产业政策和产业现状，我们认为香港稳定币生态环节主要包括稳定币发行方、资产托管机构、数字货币交易所、稳定币各应用端、技术实现方（区块链技术、网络安全）。

投资建议

建议关注稳定币发行方、资产托管机构、数字货币交易所、稳定币各应用端、技术实现方（区块链技术、网络安全）等产业环节。

风险提示

政策风险；技术风险。

目 录

1、从政策和产业看稳定币生态	3
1.1 美国的产业政策与产业生态是重要参考	3
1.2 香港的稳定币政策指引产业生态	5
1.3 香港为稳定币应用场景作了积极探索	7
2、香港产业生态有望围绕政策逐步壮大.....	9
3、风险提示:	9

图

图 1: Evergreen 与 Ensemble 共同丰富香港的 DLT 生态圈	7
---	---

表

表 1: 美国《GENIUS 法案》部分内容.....	3
表 2: Circle 业绩报表.....	4
表 3: Circle 招股书提及的资产托管模式	4
表 4: 参与“沙盒”项目的主要机构概况	5
表 5: 香港证监会经营虚拟资产交易牌照 (VATP Licences) 获批与申请进展	5
表 6: 《持牌稳定币发行人监管指引》内容看点	6
表 7: Evergreen 代币化绿色债券项目概况	7
表 8: Ensemble 项目概况	8
表 9: 香港金融管理局与海外中央银行合作案例	8
表 10: 香港稳定币产业生态梳理	9

1、从政策和产业看稳定币生态

稳定币相较于传统货币而言具有支付清算效率提升、产业金融模式创新、货币政策传导机制优化等优势。据《全球稳定币产业发展报告 2025》披露，截至 2025 年 7 月，全球稳定币市场规模已超过 2500 亿美元，预测到 2028 至 2030 年，全球稳定币市值可能增长至 2 万亿至 3.7 万亿美元之间。美国政府于 2025 年 7 月通过《GENIUS 法案》，大力发展与美元挂钩的稳定币，以缓解美债危机并进一步在全球扩张美元影响力。香港于 8 月 1 日正式实施《持牌稳定币发行人监管指引》，并开通稳定币发行牌照申请流程。

1.1 美国的产业政策与产业生态是重要参考

美国当地时间 7 月 18 日，美国总统特朗普在白宫正式签署《GENIUS 法案》，内容要点包括在美发行需获监管批准、要求稳定币要以 1:1 的比例与美元挂钩、月度审查、建立反洗钱与经济制裁合规方案、资产托管方要求等。

表 1：美国《GENIUS 法案》部分内容

内容原文
It shall be unlawful for any person other than a permitted payment stablecoin issuer to issue a payment stablecoin in the United States.
maintain identifiable reserves backing the outstanding payment stablecoins of the permitted payment stablecoin issuer on an at least 1 to 1 basis, with reserves comprising—
(i) United States coins and currency (including Federal Reserve notes) or money standing to the credit of an account with a Federal Reserve Bank;
(ii) funds held as demand deposits (or other deposits that may be withdrawn upon request at any time) or insured shares at an insured depository institution (including any foreign branches or agents, including correspondent banks, of an insured depository institution), subject to limitations established by the Corporation and the National Credit Union Administration, as applicable, to address safety and soundness risks of such insured depository institution;
(iii) Treasury bills, notes, or bonds—
(I) with a remaining maturity of 93 days or less; or
(II) issued with a maturity of 93 days or less;
(iv) money received under repurchase agreements, with the permitted payment stablecoin issuer acting as a seller of securities and with an overnight maturity, that are backed by Treasury bills with a maturity of 93 days or less;
(v) reverse repurchase agreements, with the permitted payment stablecoin issuer acting as a purchaser of securities and with an overnight maturity, that are collateralized by Treasury notes, bills, or bonds on an overnight basis, subject to overcollateralization in line with standard market terms, that are—
(I) tri-party;
(II) centrally cleared through a clearing agency registered with the Securities and Exchange Commission; or
(III) bilateral with a counterparty that the issuer has determined to be adequately creditworthy even in the event of severe market stress;
(vi) securities issued by an investment company registered under section 8(a) of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8(a)), or other registered Government money market fund, and that are invested solely in underlying assets described in clauses (i) through (v);
(vii) any other similarly liquid Federal Government-issued asset approved by the primary Federal payment stablecoin regulator, in consultation with the State payment stablecoin regulator, if applicable, of the permitted payment stablecoin issuer; or
(viii) any reserve described in clause (i) through (iii) or clause (vi) through (vii) in tokenized form, provided that such reserves comply with all applicable laws and regulations;
IN GENERAL.—A permitted payment stablecoin issuer shall, each month, have the information disclosed in the previous month-end report required under paragraph (1) (D) examined by a registered public accounting firm.
IN GENERAL.—Not later than 180 days after the approval of an application, and on an annual basis thereafter, each permitted payment stablecoin issuer shall submit to its primary Federal payment stablecoin regulator, or in the case of a State qualified payment stablecoin issuer its State payment stablecoin regulator, a certification that the issuer has implemented anti-money laundering and economic sanctions compliance programs that are reasonably designed to prevent the permitted payment stablecoin issuer from facilitating money laundering, in particular, facilitating money laundering for cartels and organizations designated as foreign terrorist organizations under section 219 of the Immigration and Nationality Act (8 U.S.C. 1189) and the financing of terrorist activities, consistent with the requirements of this Act.
In General.—A person may only engage in the business of providing custodial or safekeeping services for the payment stablecoin reserve, the payment stablecoins used as collateral, or the private keys used to issue permitted payment stablecoins if the person—
(1) is subject to—
(A) supervision or regulation by a primary Federal payment stablecoin regulator or a primary financial regulatory agency described under subparagraph (B) or (C) of section 2(12) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (12 U.S.C. 5301(12)); or
(B) supervision by a State bank supervisor, as defined under section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813), or a State credit union supervisor, as defined under section 6003 of the Anti-Money Laundering Act of 2020 (31 U.S.C. 5311 note), and such State bank supervisor or State credit union supervisor makes available to the Board such information as the Board determines necessary and relevant to the categories of information under subsection (d); and
(2) complies with the requirements under subsection (b), unless such person holds such property in accordance with similar requirements as required by a primary Federal payment stablecoin regulator, the Securities and Exchange Commission, or the Commodity Futures Trading Commission.

资料来源：Congress.gov，上海证券研究所

Circle 在稳定币产业中运营已久，其 USDC 是目前主流的稳定币之一。Circle 的财务报表可以体现其运营模式，并作为产业生态的参考。以 2024 年业绩为例，公司储备资产收益 “reserve income” 为 16.61 亿美金，占总收入 99.10%。从支出看，分销支出 “distribution and transaction costs” 为 10.11 亿美金，占总营收比重达到 60.30%。折旧摊销为 “depreciation and amortization

expense”为0.51亿美金，占总营收3.03%。IT基础设施支出“IT infrastructure costs”为0.27亿美金，占总营收1.62%。以上数据说明 Circle 的核心收入来源为储备资产收益。高分销支出说明 Circle 在虚拟资产交易平台（如 Coinbase）中引流需支付较高成本。

表 2: Circle 业绩报表

单位：千美金	2022	2023	2024
Revenue and reserve income			
Reserve income	735,885.00	1,430,606.00	1,661,084.00
Other revenue	36,167.00	19,860.00	15,169.00
Total revenue and reserve income from continuing operations	772,052.00	1,450,466.00	1,676,253.00
Distribution, transaction, and other costs			
Distribution and transaction costs	286,953.00	719,806.00	1,010,811.00
Other costs	22,401.00	7,918.00	6,553.00
Total distribution, transaction, and other costs	309,354.00	727,724.00	1,017,364.00
Operating expenses			
Compensation expenses	212,961.00	296,055.00	263,410.00
General and administrative expenses	82,272.00	100,128.00	137,283.00
Depreciation and amortization expense	13,277.00	34,887.00	50,854.00
IT infrastructure costs	11,835.00	20,722.00	27,109.00
Marketing expenses	78,839.00	36,544.00	17,326.00
Gain on sale of intangible assets	—	-21,634.00	—
Merger termination expenses	44,194.00	—	—
Digital assets (gains) losses and impairment	57,436.00	-13,488.00	-4,251.00
Total operating expenses	500,814.00	453,214.00	491,731.00
Operating income (loss) from continuing operations	-38,116.00	269,528.00	167,158.00
Other income (expense), net	-720,393.00	49,421.00	54,416.00
Net income (loss) before income taxes	-758,509.00	318,949.00	221,574.00
Income tax expense	3,263.00	47,400.00	64,583.00
Net income (loss) from continuing operations	-761,772.00	271,549.00	156,991.00
Loss from operations of discontinued businesses	-7,075.00	-3,987.00	-1,324.00
Net income (loss)	-768,847.00	267,562.00	155,667.00

资料来源：CIRCLE 招股书，上海证券研究所

从 Circle 的资产托管方来看，公司与贝莱德成立了 Circle 储备基金，并通过纽约梅隆银行托管。

表 3: Circle 招股书提及的资产托管模式

内容原文	内容翻译概要
As of March 31, 2025, we held approximately 90% of USDC reserves in the Circle Reserve Fund, a government money market fund pursuant to Rule 2a-7 under the Investment Company Act of 1940, as amended (the “1940 Act”) managed by BlackRock, one of the world’s largest asset managers, and available only to us. The assets within the Circle Reserve Fund are held in the custody of The Bank of New York Mellon (“BNY”), one of the largest asset custodians in the world.	截至2025年3月31日，我们将约90%的USDC储备金存放在Circle储备基金中，该基金是根据经修订的1940年《投资公司法》（“1940年法案”）第2a-7条设立的政府货币市场基金，由全球最大的资产管理公司之一贝莱德（BlackRock）管理，且仅对我们开放。Circle储备基金内的资产由全球最大的资产托管机构之一纽约梅隆银行（“BNY”）托管。

资料来源：CIRCLE 招股书，上海证券研究所

另外，Circle 在 2022-2024 年度的 IT 基础设施支出分别为 1183.5 万美金、2072.2 万美金、2710.9 万美金。

1.2 香港的稳定币政策指引产业生态

从稳定币发行牌照来看，香港金融管理局于 2024 年 3 月推出“沙盒”，让有意在香港发行稳定币的机构测试其运作计划，并就拟议监管要求作双向沟通，以制定切合目的和风险为本的监管制度。2024 年 7 月 18 日，香港金管局公布稳定币发行人“沙盒”参与者名单。

表 4：参与“沙盒”项目的主要机构概况

组合	公司	公司背景与看点
1	京东币链科技（香港）	京东集团旗下企业
2	圆币创新科技	众安在线持股 8.7%。另，众安在线持众安银行 43.43% 的股份。
3	渣打银行（香港）	渣打集团有限公司在伦敦及香港的交易所上市，渣打网络与“一带一路”共建市场的重合度超过 75%。
	安拟集团（Animoca Brands Limited）	掌趣科技持有 14783714 股。截止 2025 年 3 月，Animoca 已发行股份总数为 1943673633 股。
	香港电讯	香港电讯扎根香港逾 150 年，为企业及大众接通本地和全球。

资料来源：香港金融管理局，观点机构，金融界，渣打银行，掌趣科技，HKT，上海证券研究所

虚拟资产交易平台通过交易流量快速将稳定币流向交易场景。香港证监会已经发放 11 张虚拟资产交易平台牌照（VATP Licences），包括 OSL 数字证券有限公司、富途控股旗下公司，另有胜利证券和 bixin 所属公司申请中。

表 5：香港证监会经营虚拟资产交易平台牌照（VATP Licences）获批与申请进展

	虚拟资产交易运营公司名称	虚拟资产交易平台	发牌日期	看点
已获牌	OSL 数字证券有限公司	OSL Exchange	15/12/2020	OSL 集团 2024 年报披露，受益于数字资产及区块链平台业务快速扩张，全年收入达到 3.75 亿港元，同比提升 79%，平台交易量达到 1000 亿港元，同比增长 16%。
	Hash Blockchain Limited	HashKey Exchange	09/11/2022	
	香港虚拟资产交易有限公司	HKVAX	03/10/2024	
	香港数字资产交易集团有限公司	HKbitEX	18/12/2024	
	云账户大湾区科技（香港）有限公司	Accumulus	18/12/2024	
	DFX Labs Company Limited	DFX Labs	18/12/2024	运营公司系连连数字旗下公司。
	EXIO Limited	EX.IO	18/12/2024	
	猎豹交易（香港）有限公司	PantherTrade	27/01/2025	运营公司系富途控股旗下公司。
	YAX (Hong Kong) Limited	YAX	27/01/2025	
申请中	Bullish HK Markets Limited	Bullish	18/02/2025	
	Hong Kong BGE Limited	BGE	17/06/2025	运营公司系 HKE 旗下公司
	胜利数码科技有限公司	VDX		运营公司系胜利证券旗下公司
	NewBX Limited^	Bixin.com	24/01/2024	运营公司系虚拟资产交易“Bixin”所属公司
	HighBlock Limited	bitV	06/02/2024	
	Foris DAX HK Limited^	Crypto.com	09/02/2024	
	Whalefin Markets Limited^	WhaleFin	21/02/2024	
	Flying Hippo Technologies Limited^	Matrixport HK	26/02/2024	
	Nebulas Hong Kong Limited	Nebulas Exchange	25/10/2024	
	Spark Fintech Limited	Bybit	06/06/2025	
	Spread Technologies Hong Kong Limited	BitMart	27/06/2025	

资料来源：香港证监会，OSL 年报，连连数字年报，币界网，HKE，胜利证券年报，上海证券研究所

香港政策强调持牌方“流动资产”与“风险防范”要求。2025 年 7 月 29 日，香港金管局公告《持牌稳定币发行人监管指

引》。政策提及了“流动资产”相关要求，内容包括“持牌人须有足够财政资源及流动性资产，以履行其将或可能到期的义务”，其强调了对持牌人的流动资产实力要求；“储备资产的范围及组成”内容阐述了稳定币储备资产形式；“隔离及保管”阐述了持牌人对储备资产需通过信托进行资产隔离，并交由银行等托管；另外，政策文件阐述了包括“科技风险管理”、“代币管理”、“钱包及私人密钥管理”、“网络安全”等风险防范的要求。

表 6：《持牌稳定币发行人监管指引》内容看点

内容方向	内容序号	内容概要
全额支持	2.2.1	就持牌人发行的每类指明稳定币而言，该类指明稳定币的指明储备资产组合的市值须在任何时间，最少等同于该类指明稳定币属尚未赎回及仍流通者的面值。...
储备资产的范围及组成	2.3.1	储备资产形式：（1）现金、（2）期限不超过3月的银行存款、（3）符合条件的有价证券、（4）以（3）为抵押品的隔夜逆回购协议所产生的应收现金、（5）投资第（1）、（2）、（3）及/或（4）项的投资基金，而该投资基金应是专门设立并仅用作管理持牌人的储备资产；及/或（6）其他金管局认可的资产
隔离及保管	2.5.2	持牌人应设立有效的信托安排，以确保储备资产与持牌人的资产隔离，并且是代为指明稳定币持有人持有，以及可以用作满足指明稳定币持有人的赎回要求。
	2.5.3	由于储备资产管理所产生的任何收益或损失均应归属持牌人...
	2.5.4	持牌人应委托合格的托管人保管储备资产。托管人应为持牌银行，或其他金管局认可安排下的资产托管人。...
无利息	2.6.1	持牌人不得以任何形式向指明稳定币持有人支付利息或类似利息的激励，但持牌人可提供不属于支付利息的市场推广激励。
披露及汇报	2.7.2	持牌人应每日准备有关指明稳定币属尚未赎回及仍流通者的面值、储备资产市值及组成的报表，而这些报表应在金管局要求时提交。...持牌人应至少每周...向金管局汇报及在其网站上...披露。
赎回	3.3.3	有效赎回要求应在收到有关要求后的一个营业日内处理。
	3.3.4	在衡量收费的合理性时，考虑因素包括但不限于收费与持牌人处理赎回要求的运营成本的比例，以及行业惯例...
分销要求	3.4.2	如果第三方实体在香港要约提供指明稳定币，持牌人应确保第三方是认许提供者。
客户开户及管理	3.5.1	持牌人应建立充分及有效的客户开户政策及程序。...
	3.5.3	持牌人应实施管控措施，以缓解远距客户身份认证程序中，以及在日常营运期间发生位置掩饰的风险。
最低已缴股本	5.1.1	持牌人须在任何时候确保其维持的已缴股本不少于港币25000000，或款额相等且经金融管理专员批准的其他财政资源...
流动资产	5.2.1	持牌人须有足够财政资源及流动性资产，以履行其将或可能到期的义务。
科技风险管理	6.5.1	持牌人应建立科技风险管理架构，以确保（一）咨询科技管控措施周全、（二）其科技的素质及安全，包括可靠性、稳健性、稳定性及可用性，以及（三）其业务操作的安全及效率。
代币管理	6.5.5	持牌人亦应聘用合格的第三方实体，至少每年一次，及在智能合约部署、重新部署或升级时，进行智能合约审计（例如正式验证、安全评估），以确保智能合约（一）正确执行、（二）与预期功能相符，以及（三）高度确信不存在任何漏洞或保安缺陷。
钱包及私人密钥管理	6.5.7	密钥产生：持牌人应确保种子是使用有力及获广泛认可的加密算法，以可保证随机性的非决定性方式产生，及因此无法复制。
网络管理	6.5.18	持牌人应实施网络管理机保安措施，以确保其网络的稳健性。
网络安全	6.5.19	持牌人应实施足够措施，以及时识别与持牌人有关的网络风险及威胁，并采取有效的措施防御网络攻击。

资料来源：香港金融管理局，上海证券研究所

1.3 香港为稳定币应用场景作了积极探索

2021 年，香港金管局推出 Evergreen 项目，探索分布式分类帐技术(DLT)可如何改良资本市场流程，以提高市场效率、流动性与透明度。香港金管局协助政府成功发行两批代币化绿色债券。

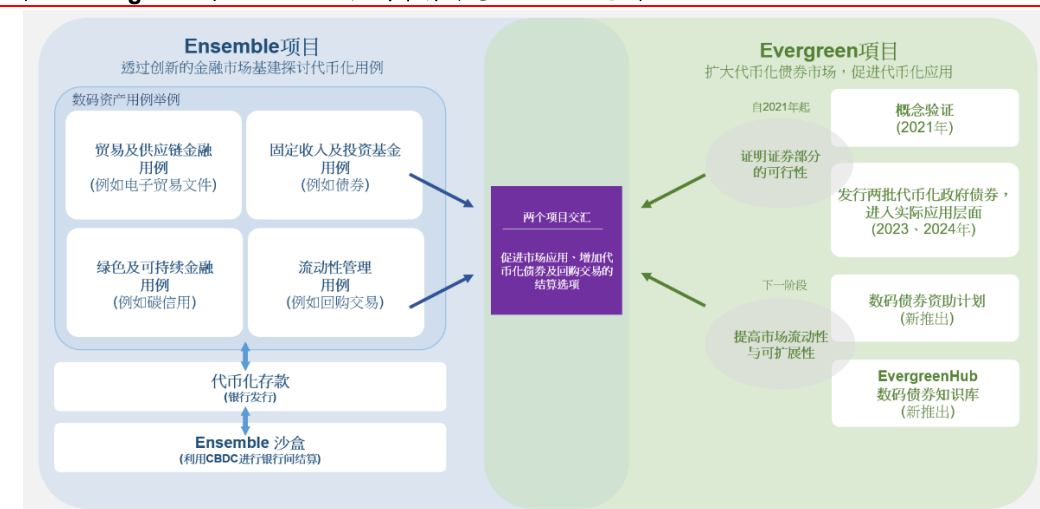
表 7: Evergreen 代币化绿色债券项目概况

批次	内容	概要
第一批 代币化 绿色债券	发行金额	8亿港元
	币种	港元
	年期	365 日
	票面息率	4.05%
	收益率	4.05%
	交收日期	2023年2月16日 (T+1)
	募集资金用途	为属于香港特区政府《绿色债券框架》中一个或多个「合资格类别」的项目提供融资和/或再融资
	联席全球协调行、联席牵头行、联席簿记行	中国银行（香港）、东方汇理银行、高盛、汇丰（此处及以下皆按英文字母顺序排序）
	结算及交收系统	金管局CMU
	平台提供者	高盛
	平台	GS DAP™
	市场惯例顾问	汇丰
	托管行	中国银行（香港）、汇丰
	信托人；CMU支付代理、登记和过户代理人；平台上的发行代理人	汇丰
第二批 代币化 绿色债券	现金代币管理方	金管局CMU
	联席绿色结构银行	东方汇理银行、汇丰
	发行金额	约60亿港元等值
	币种	港元、人民币、美元、欧元
	年期	2年
	募集资金用途	为属于香港特区政府《绿色债券框架》中一个或多个“合资格类别”的项目提供融资和/或再融资
	上市	香港交易所
	联席全球协调行、联席牵头行、联席簿记行	中国银行（香港）、东方汇理银行、高盛、汇丰、中国工商银行（亚洲）、瑞银（此处及以下皆按英文字母顺序排序）
	联席绿色结构银行	东方汇理银行、汇丰
	结算及交收系统	由金管局营运的CMU2，以及其与Euroclear 和Clearstream的连接
	平台	HSBC Orion
	平台提供者	汇丰
	平台直接参与者	中国银行（香港）、东方汇理银行、汇丰、中国工商银行（亚洲）
	财务代理及支付代理	汇丰

资料来源：香港金融管理局，上海证券研究所

香港金融管理局（金管局）于 2024 年 5 月 7 日宣布成立 Ensemble 项目架构工作小组，透过创新的金融市场基建，支持香港代币化市场的发展。两个项目互相协同，共同丰富 DLT 生态圈。

图 1: Evergreen 与 Ensemble 共同丰富香港的 DLT 生态圈



资料来源：香港金融管理局，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

香港金管局在 2024 年 8 月 28 日举行 Ensemble 项目“沙盒”启动仪式，并宣布首阶段四大代币化资产用例主题。四大用例包括固定收益和投资基金、流动性管理、绿色和可持续金融，及贸易和供应链融资。Ensemble 项目旨在探索建基于区块链平台的创新金融市场基础设施，透过批发层面央行数码货币，促进市场以代币化货币进行无缝的银行同业结算。

表 8：Ensemble 项目概况

主题	建议用例	业界参与者	
		Ensemble项目架构工作小组成员	非工作小组成员
固定收益和投资基金	(1) 债券、(2) 基金	中国银行（香港）有限公司 恒生银行有限公司 HashKey Group 香港上海汇丰银行有限公司 渣打银行（香港）有限公司	贝莱德 中银香港资产管理有限公司 债务工具中央结算系统 华夏基金（香港）有限公司 南方东英资产管理有限公司 富兰克林邓普顿
流动性管理	(3) 回购协议 (4) 财资管理	中国银行（香港）有限公司 香港上海汇丰银行有限公司	蚂蚁国际
绿色和可持续金融	(5) 碳信用 (6) 电动汽车充电站	蚂蚁数字科技 恒生银行有限公司 HashKey Group 渣打银行（香港）有限公司	数码港 EVIDENT 香港中华煤气有限公司 香港交易所 香港科技园公司 创新链科技 令狐充 朗新集团
贸易和供应链金融	(7) 供应链金融 (8) 贸易融资及支付	蚂蚁数字科技 恒生银行有限公司 香港上海汇丰银行有限公司 微软香港有限公司 渣打银行（香港）有限公司	ARTA-Emali HK Limited 全球航运商业网络 ICG Digital Standards Initiative

资料来源：香港金融管理局，上海证券研究所

香港金管局与泰国、巴西的海外央行就跨境代币化合作进行积极探索。

表 9：香港金融管理局与海外中央银行合作案例

时间	合作国家与机构	合作内容
2024年10月28日	泰国中央银行	金管局和泰国央行于 2019 年就金融科技展开合作，并签署谅解备忘录，旨在促进两地金融创新。自此，金管局和泰国央行成功合作发展多个突破性项目，包括 Inthanon-LionRock 项目和 mBridge 项目。两地中央银行监管机构将在过往坚实的金融科技跨境合作基础上，进一步探索同步交收（PvP）和货银两讫（DvP）的代币化用例，包括贸易支付和自愿减排量（又称碳信用）。
2024年10月28日	巴西中央银行	在 Ensemble项目和 Drex先导计划下进行跨境代币化试验。双方的实验性央行数码货币（CBDC）基建（即Ensemble 沙盒和Drex试验平台）会进行连接，以探索跨境同步交收（PvP）和货银两讫（DvP）结算在贸易融资和自愿减排量（又称碳信用）等领域的用例。

资料来源：香港金融管理局，上海证券研究所

2025 年 8 月 7 日，由香港 Web3.0 标准化协会发起的 RWA 注册登记平台正式上线。同日，Web3.0 三项标准立项，包括《RWA 代币化业务指南》、《RWA 代币化技术规范》、《基于区块链的稳定币跨境支付技术规范》等。此举有望推动更多虚拟资产 ETF、结构性产品上市，推动传统金融(如基金、资管)与虚拟资产技术(如区块链、代币化)结合。

请务必阅读尾页重要声明

2、香港产业生态有望围绕政策逐步壮大

参考美国和香港两地的产业政策和产业现状，我们认为香港稳定币生态环节主要包括稳定币发行方、资产托管机构、数字货币交易所、稳定币各应用端、技术实现方等。

表 10：香港稳定币产业生态梳理

产业环节		相关企业类型	产业中的公司
稳定币发行方		流动资金实力或成重要条件	
资产托管机构		银行或被认可机构	中银香港、众安银行等
数字货币交易所		数字货币交易所相关技术方与流量优势类企业	VATP持牌机构有望抢占先机。产业龙头企业包括Coinbase等
应用端	跨境支付场景	能源类企业、基建类企业、港口运营类、跨境贸易类企业等	
	去中心化金融（DeFi）	已有客户流量的各类机构等	富途控股、老虎证券等、国泰君安国际、招银国际等
	现实资产代币化（RWA）	参考香港Ensemble项目主题及参与方，包括但不限于新能源运营等企业	
	其他		
技术实现方	区块链技术	电科网安、恒生电子、数字认证、北信源、奇安信、神州信息、艾融软件、三未信安等	
	网络安全		
	其他配套技术		

资料来源：香港金管局，wind，金融界，币圈子，搜狐，深圳市物联网协会，上海证券研究所

3、风险提示：

（1）政策风险：稳定币合法合规化已经逐渐形成共识，政策的变化直接影响产业发展进度。如果政策认为相关产业技术无法对洗钱、非法资金转移等行为进行有效管控，则可能会对产业发展形成压制。

（2）技术风险：稳定币属于区块链技术的应用。由于香港稳定币产业仍处发展早期阶段，相关技术的应用可能存在技术漏洞等风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。