



稳定币：币圈“破圈”，重构支付新范式

- **锚定资产，稳定币呈爆发式增长**，主要受益于：1) 加密货币市场交易频率的提升；2) 稳定币在支付、结算方面优势明显，成本低、效率高；3) 地缘政治风险加剧，催生稳定币在新兴市场的避险需求；4) 监管合规化与机构采用的正向循环。
- **稳定币从加密生态延伸至现实世界，演进为金融新基建**：稳定币已从单纯的加密货币交易工具，演进为金融生态的新基建，成为连接加密世界和传统金融的桥梁。这主要是由于稳定币具备价值稳定、成本低、效率高以及可编程性等优势。稳定币应用场景包括：1) 加密货币间的交易媒介；2) 跨境支付网络新范式；3) 现实世界资产（RWA）代币化。行业增长驱动正经历转变：早期由加密货币交易需求所主导，目前是跨境支付带来主要增量，未来RWA或成为新的增长驱动。
- **稳定币带来哪些潜在影响**：稳定币凭借区块链技术优势重构全球金融底层逻辑：1) 稳定币有望通过降低成本、提高效率，改变全球跨境支付方式；2) 推动金融脱媒趋势；3) 目前绝大多数稳定币与美元挂钩，可能会进一步巩固美元霸权；4) 促进去中心化金融（DeFi）的发展和整合。
- **趋势：全球合规框架加速形成，从野蛮生长走向规范发展**。美国《GENIUS 法案》是重要里程碑，旨在强化美元主导地位；中国香港积极打造全球数字资产创新中心，监管体系逐步确立，强调“先严、走稳”；中国内地监管机构相对谨慎，也正在探索管理和利用数字货币的方法，离岸人民币稳定币或成为突破口。长期来看，随着监管框架完善，稳定币在国际支付中的市场份额有望持续提升。
- **投资风险**：行业监管政策，商业模式不确定性。

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2025 年 8 月 7 日



扫码关注浦银国际研究

目录

锚定资产，稳定币呈爆发式增长	3
什么是稳定币？	3
市场规模：爆发式增长，未来空间巨大	5
竞争格局：两强主导，传统机构加速入场	6
稳定币从加密生态延伸至现实世界，成为金融新基建	8
1. 加密货币间的交易媒介	8
2. 跨境支付网络新范式	9
3. RWA 代币化	10
稳定币带来哪些潜在影响？	11
1. 重塑跨境支付	11
2. 加速金融脱媒	11
3. 巩固美元霸权	11
4. 促进 DeFi 发展	12
全球合规框架加速形成，从野蛮生长转向规范发展	13
美国：积极推动稳定币立法	14
中国香港：监管与创新并重	15
中国内地：相对谨慎，离岸人民币稳定币或成为突破口	16
附录：名词解释	17

图表目录

图表 1：稳定币按支持类型占比	3
图表 2：稳定币按挂钩类型占比	3
图表 4：稳定币生态图谱	4
图表 5：交易规模：稳定币 vs 传统支付	5
图表 6：稳定币交易量 vs 数字货币总市值	5
图表 7：稳定币市场份额	6
图表 8：USDC 与 USDT 比较	6
图表 9：稳定币历史市场规模及份额	7
图表 10：稳定币在跨境支付的优势	9
图表 11：各地稳定币监管框架比较	14
图表 12：同业公司表现及估值	18

锚定资产，稳定币呈爆发式增长

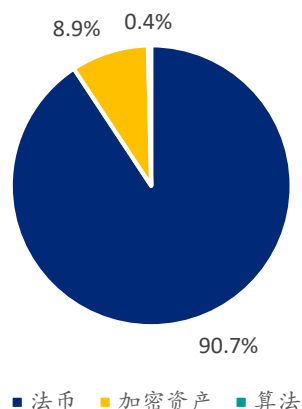
什么是稳定币？

稳定币是一种通过锚定资产（如法币、黄金等）来维持价值稳定的加密货币。相较于比特币等传统加密货币，稳定币解决了价格剧烈波动的问题；而相较于数字人民币等法定数字货币，稳定币又能够保留区块链分布式账本和智能合约系统技术优势。因此，稳定币兼顾价格稳定性和支付实用性，具有交易成本、时效等优势。

根据抵押机制的不同，稳定币可分为三大类型：法币储备型（如 USDT、USDC）、加密资产抵押型（如 DAI）以及算法稳定币（如 FRAX）：

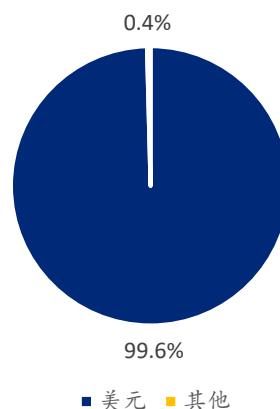
- 法币抵押机制：发行人需持有与流通稳定币等额的法币储备（如美元），并定期披露审计报告。例如，USDC 由 Circle 发行，其储备资产包括美元现金和短期国债，定期通过第三方审计确保 1:1 锚定。
- 加密资产抵押机制：以高价值加密货币（如以太坊）作为抵押品，通过智能合约动态调整抵押率。例如，DAI 以 ETH 为抵押，当 ETH 价格下跌时，系统会自动清算部分抵押品以维持 1 美元的锚定。
- 算法调节机制：通过算法动态调整稳定币的供应量，类似央行货币政策。例如，TerraUSD（UST）曾通过姊妹代币 Luna 来平衡供需，但因算法缺陷在 2022 年崩盘，导致市场对纯算法稳定币的信任危机。

图表 1：稳定币按支持类型占比



注：数据截至 2025 年 8 月 5 日
资料来源：DefiLlama、浦银国际

图表 2：稳定币按挂钩类型占比



注：数据截至 2025 年 8 月 5 日
资料来源：DefiLlama、浦银国际

稳定币产业链主要包括：发行方、交易所、公链基础设施和托管方等。

1) 发行方

功能：负责稳定币的创建、资产锚定及赎回机制管理。

商业模式：通过铸造 / 赎回手续费、储备资产投资收益盈利。

代表公司：Tether、Circle。

2) 交易所

功能：提供稳定币交易对、流动性池及法币兑换通道。

商业模式：交易费、分销服务费等。

代表公司：Coinbase、Binance、Uniswap 等。

3) 公链基础设施

功能：提供稳定币发行的底层区块链网络。

商业模式：Gas 费、代币增值、API 调用等。

代表平台：以太坊；Solana 等。

4) 托管机构

功能：安全保管储备资产，确保资产隔离和可赎回性。

商业模式：收取托管费及增值服务。

代表公司：银行。

图表 3：稳定币生态图谱



资料来源：VDX、浦银国际

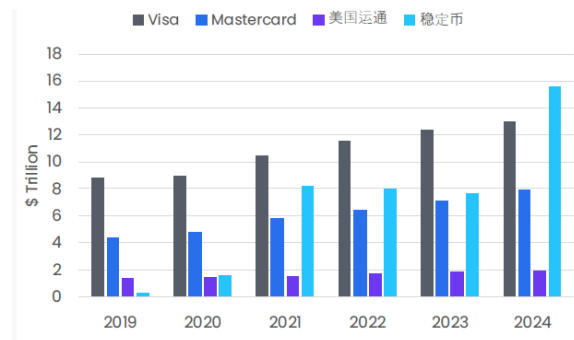
市场规模：爆发式增长，未来空间巨大

稳定币呈现爆发式增长。截至 2025 年 8 月 5 日，全球稳定币总市值将近 2700 亿美元，2020-2025 年期间的年复合增长率超过 100%。2024 年交易量达 27.6 万亿美元，已超过 Visa 与 Mastercard 两大传统支付巨头的交易量总和。稳定币的高速发展得益于四个关键增长驱动因素：

- 加密货币市场的交易效率提升；
- 全球支付与跨境金融的突破性应用；
- 地缘政治风险加剧催生并提升避险需求；
- 监管合规化与机构采用的正向循环。

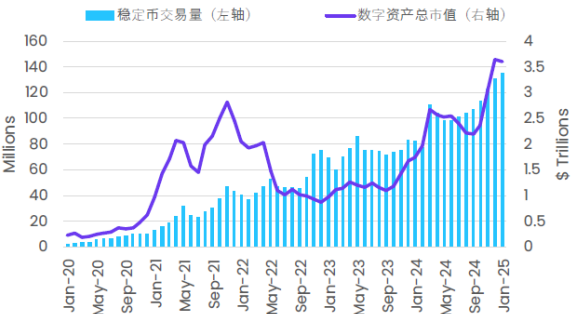
市场增长的核心驱动力正经历结构性转变：稳定币市场早期的增长主要由加密货币交易需求所推动，当前阶段跨境支付的功能成为主要增量，长期来看 RWA 代币化或将成为新的增长驱动。市场对稳定币的未来发展潜力较为乐观。美国财政部长曾表示，稳定币市值到 2030 年有望达到 3.7 万亿美元，年复合增长率约 63%。

图表 4：交易规模：稳定币 vs 传统支付



资料来源：RD Technologies、浦银国际

图表 5：稳定币交易量 vs 数字货币总市值



资料来源：RD Technologies、浦银国际

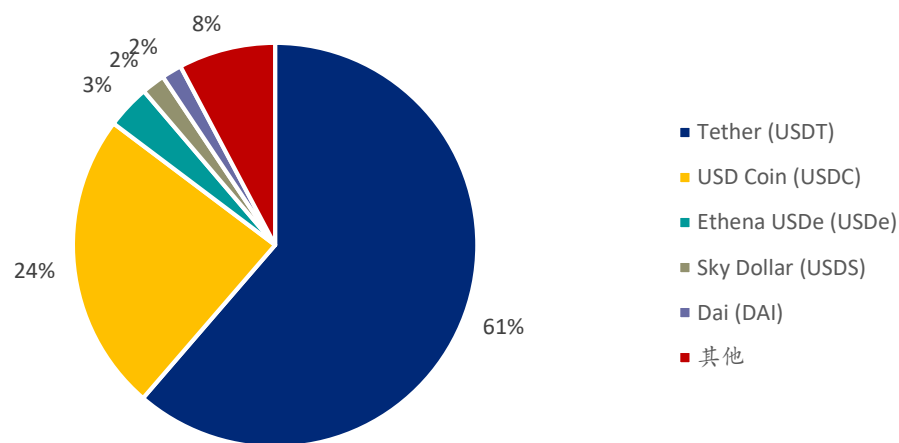
竞争格局：两强主导，传统机构加速入场

截至 2025 年 8 月 5 日，全网稳定币市值约 2686 亿美元，其中法币抵押型的美元稳定币占比超九成。当前市场第一大稳定币是 USDT，市场规模约 1647 亿美元，占比 61%，第二大稳定币是 USDC，市场规模 643 亿美元，占比 24%。USDe、USDS 和 DAI 分别以 94 亿美元、50 亿美元和 43 亿美元的市值，排名第三至第五。

- 两强主导，形成稳定币生态的双寡头格局

USDT 主要依托 Tron 链生态及新兴市场 OTC 渗透优势；USDC 凭借强合规性及与 Coinbase、Binance 交易所深度合作。两者合计占据 85% 市场份额，形成稳定币生态的双寡头格局。

图表 6：稳定币市场份额



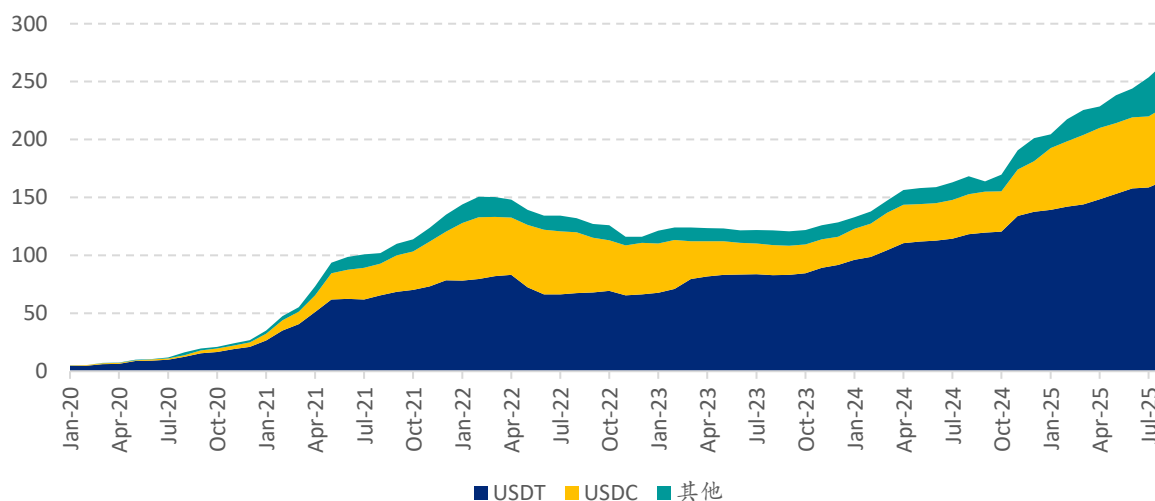
注：数据截至 2025 年 8 月 5 日
资料来源：DefiLlama、浦银国际

图表 7：USDC 与 USDT 比较

指标	USDC	USDT
发行机构	Circle	Tether
市值	600 亿美元+	1600 亿美元+
储备资产	现金、回购协议、短期美债	现金、回购协议、短期美债、黄金、比特币等
安全性	较为安全，储备均为高流动性资产	相对较低，储备资产包括部分高风险产品
透明度	频繁报告，每月独立审计	储备每季度报告，披露细节有限
合规性	取得多地牌照	缺乏监管背书

资料来源：浦银国际整理

图表 8：稳定币历史市场规模及份额



资料来源：DefiLlama、CoinMarketCap、浦银国际

- 传统金融机构加速入场：

- 1) 渣打银行：2024 年 7 月，渣打银行入选香港金管局“稳定币发行人沙盒”。2025 年 2 月，其联合 Animoca Brands、香港电讯成立合资公司，申请发行港元挂钩稳定币，旨在形成“账户+支付工具”闭环，推动稳定币在零售支付中的渗透。
- 2) 汇丰银行：汇丰银行推出 HKD Token，将企业的港元或美元存款转化为可在区块链上进行交易的数字代币，这些代币代表了企业在汇丰银行的实际存款，具有与传统存款相同的资产价值和权益。这些代币可以在企业名下不同公司持有的钱包之间实时进行转账支付，不受时间、空间等传统因素的限制，实现全天候运作。
- 3) 摩根大通：2025 年 6 月，摩根大通宣布推出名为 JPMD 的存款代币，面向机构客户提供链上支付解决方案。与市场上常见的稳定币不同，JPMD 代表了客户在摩根大通的真实银行存款，具备利息收益潜力，并预期享有存款保险保护。JPMD 本质上是存款的数字化表达，它直接锚定摩根大通资产负债表上的银行存款，相当于将传统银行账户中的美元转化为可编程的链上资产。这一设计继承了传统存款的核心特征：可计入银行存款科目、享受潜在利息收益，并预计将纳入联邦存款保险公司的保险覆盖范围。技术架构上，摩根大通选择了 Coinbase 的 Base 区块链作为 JPMD 的运行平台，能够实现次秒级结算和全天候运作。

稳定币从加密生态延伸至现实世界，成为金融新基建

稳定币已从单纯的加密货币交易工具，演进为金融生态的新基础，成为连接加密世界和传统金融的桥梁。这主要是由于稳定币具备价值稳定、成本低、效率高以及可编程性等优势。

- 价值稳定。稳定币由于锚定现实资产，可以避免短期间内价格的剧烈波动，从而有助于更好地在日常支付和商业结算中应用。此外，在加密市场以及一些通货膨胀严重的新兴市场，用户可将资产转换为稳定币避险。
- 低成本、高效率。稳定币依托区块链技术，可以实现直接的点对点转账，快速处理交易，且不受时区或地理位置的限制，同时交易成本费用相对较低。
- 具备可编程性和自动化。可编程性是指用户可以通过定制协议，来实现“有条件的转账”。自动化是指通过智能合约，稳定币可以实现无需人为干预、自动地进行转账或者汇款。稳定币基于智能合约可以实现自动化的借贷、支付、投资、供应链金融等交易逻辑。

基于以上核心优势，目前稳定币的主要应用场景包括加密货币间的交易媒介、跨境支付网络新范式和 RWA 代币化。

1. 加密货币间的交易媒介

稳定币在加密货币交易中扮演着“价值锚点”与“交易媒介”的双重角色，其与其他加密货币形成的交易对是市场流动性的核心载体。由于稳定币价格与法币保持稳定，投资者无需依赖传统金融渠道，即可直接用稳定币购买比特币、以太坊等加密资产，或在不同加密货币间通过稳定币进行间接兑换，以此规避单一加密货币价格剧烈波动带来的结算风险。这种交易模式不仅降低了跨币种兑换的摩擦成本，让加密货币市场的资金流转更高效，还为投资者提供了一个“避风港”：当市场剧烈波动时，可快速将资产转换为稳定币以锁定价值，待行情明朗后再重新入场，从而成为连接各类加密资产的关键枢纽。

2. 跨境支付网络新范式

当前全球跨境支付体系仍以传统代理行模式为主导，特别是基于 SWIFT 系统，借助“SWIFT+CHIPS+Fedwire”的组合，实现美元在全球跨境支付的流转。但这种体系存在诸多弊端，一方面，美元霸权与 SWIFT 治理结构深度捆绑，使得美国能够将其用作金融制裁的工具，影响全球金融秩序的公平性；另一方面，传统跨境支付存在成本高、效率低、交易透明度差以及安全隐患突出等问题。据世界银行统计，截至 2024 年第三季度，全球汇款平均费率达汇款金额的 6.62%，到账时间需要 1 至 5 个工作日，且流程涉及多个中介机构，信息流转缓慢，费用明细不透明。

而稳定币在跨境支付领域优势显著。在成本方面，稳定币可绕过复杂中介网络，显著降低成本，其交易成本通常能控制在汇款金额的 1% 以下。在效率层面，依托区块链技术，稳定币能实现“支付即结算”，将结算时间从传统的 3-7 天缩短至几分钟甚至秒级，极大提升资金周转速度。从金融包容性来看，没有银行账户的跨国企业或务工人员，通过数字钱包即可利用稳定币完成国际转账，打破传统金融服务的限制，为更多群体提供便捷的跨境支付选择。

图表 9：稳定币在跨境支付的优势

指标	传统银行系统	稳定币解决方案	效率提升
平均手续费	6.35%	0.00025-0.3%	95%以上
到账时间	1-5 工作日	10 秒-10 分钟	99%以上
操作门槛	银行账户+KYC	数字钱包即可	简化 80%流程
系统覆盖	依赖银行网络	全球互联网覆盖区	扩大 3 倍人群覆盖

资料来源：浦银国际整理

3. RWA 代币化

RWA (Real World Assets)，即现实世界资产代币化，指在数字世界之外，具有物理形态或可确认权益的资产。RWA 的核心在于借助区块链技术，将房地产、债券、大宗商品等实物资产转化为可分割、可编程的数字代币，让传统资产具备数字资产的交易、拆分与流通能力。

在 RWA 的生态体系里，稳定币扮演着极为关键的角色。一方面，稳定币为 RWA 提供了链上结算工具，在跨境贸易场景中，应收账款代币化后若以稳定币支付，结算时间能从原本的 7 天压缩至分钟级，成本降低约 70%。另一方面，RWA 为稳定币扩展了资产背书场景，在增强稳定性的同时，还为持有者提供链上收益。

RWA 应用前景极为广阔。从投资角度看，它降低了投资门槛，通过将高价值资产进行碎片化处理，普通投资者能够以较低资金参与其中。从融资层面而言，RWA 为企业尤其是中小企业开辟了创新的融资渠道。传统融资方式高度依赖融资主体信用，而 RWA 能让投资者对资产自身信用进行评估。像国内首单基于新能源实体资产的 RWA 项目，朗新科技将 9000 部新能源充电桩作为锚定资产，在区块链上发行并融资 1 亿元，有效解决了中小新能源运营商融资难、融资贵的问题。在全球市场规模方面，据 BCG 预测，到 2030 年，全球资产代币化市场规模将达到 16.1 万亿美元，占全球 GDP 的 10%，RWA 有望成为连接传统经济与 Web3 的核心纽带，重塑全球金融格局。

稳定币带来哪些潜在影响？

稳定币正凭借区块链技术优势重构全球金融底层逻辑：稳定币有望通过降低成本、提高效率，彻底改变跨境支付方式，并进一步推动金融脱媒趋势。由于目前绝大多数稳定币与美元挂钩，稳定币可能会进一步巩固美元霸权。通过提供稳定性和流动性，稳定币也有助于促进去中心化金融（DeFi）的发展和整合。

1. 重塑跨境支付

稳定币正在重塑跨境支付领域，为解决传统支付方式的痛点提供了创新方案。传统的跨境支付常常面临着高额费用、漫长的处理时间和繁琐的中间环节等问题。稳定币通过区块链技术，减少了对中间机构的依赖，从而显著降低了交易成本。此外，稳定币的交易速度更快，几乎可以实现实时结算。通过提高效率和降低成本，稳定币有望促进全球范围内的经济活动，特别是在新兴市场和发展中国家，为更多人提供便捷的跨境支付服务。

2. 加速金融脱媒

稳定币的普及可能会加速金融脱媒趋势。“金融脱媒”是指资金的融通绕过传统金融中介，直接在资金需求方与供给方之间进行。这种趋势可能会对传统金融机构的商业模式产生重大影响。一方面，存款基础可能会受到侵蚀，从而影响其传统放贷能力和盈利能力。另一方面，一些大型零售商和科技公司也开始探索发行自己的稳定币，这可能会进一步加剧金融脱媒，减少对传统银行服务的需求。

3. 巩固美元霸权

稳定币，尤其是与美元挂钩的稳定币，或强化美元在国际支付中的地位，增加对美国国债的需求，从而巩固美元霸权。由于绝大多数稳定币与美元挂钩，它们在全球交易中的使用有效地扩大了美元的影响力，提供比传统银行体系更快、更便宜、更可靠的交易。稳定币发行人对美国国债的需求增加也进一步支撑了美元。美国也在积极推动稳定币立法，通过建立清晰的监管框架，巩固其在数字金融领域的领导地位，吸引稳定币发行者和用户，并进一步加强美元在全球数字经济中的作用。

4. 促进 DeFi 发展

稳定币通过与法币的价值锚定机制，连接了传统金融体系和加密市场，成为 Web3 生态系统的价值储存工具和价值交换媒介。稳定币在去中心化金融（DeFi）生态系统中扮演着关键角色，为 DeFi 提供稳定性和流动性。由于大多数 DeFi 应用都建立在波动性较大的加密货币之上，稳定币作为一种价值稳定的媒介，使得 DeFi 交易、借贷和投资活动更加可靠和便捷。稳定币还促进了传统金融与 DeFi 之间的融合，使得传统投资者更容易进入加密货币市场，提供了更广泛的用户基础和资金来源。

全球合规框架加速形成，从野蛮生长转向规范发展

全球主要经济体监管框架加速形成：在全球金融监管趋严的大背景下，稳定币的全球合规框架正加速搭建，其发展轨迹从过往的野蛮生长阶段，逐步迈入规范发展的全新时期。2025 年成为关键转折点，美国《GENIUS 法案》正式落地，为支付型稳定币确立全面法律与监管框架，强调以 100% 现金或短期美债储备支撑，实施分层监管体系；中国香港《稳定币条例》紧随其后生效，设立发牌制度，对储备资产、赎回保障等提出严格要求，创新性地允许锚定多币种；欧盟的《MiCA 法案》也已生效，统一监管稳定币发行主体。这些标志性法规的出台，虽各有侧重，但都旨在规范稳定币市场，平衡创新与风险，引导稳定币从加密交易边缘地带，朝着被主流金融体系接纳的合规金融工具转型，为其在跨境支付、资产代币化等领域的广泛应用奠定坚实基础。

中国香港：《稳定币条例》于 2025 年 8 月 1 日生效，设立全球首个全链条监管框架，要求 2500 万港元最低股本、100% 足额储备、禁止付息，并允许发行港元及离岸人民币 (CNH) 稳定币。香港金管局主导的“沙盒监管”已吸引京东科技、蚂蚁国际等企业测试跨境支付应用，其中京东技术方案进入多场景第二阶段测试。

美国：《GENIUS 法案》要求储备资产限定为现金或 90 天内短债，明确禁止算法稳定币，并赋予 OCC（货币监理署）对发行人的审批权限。该法案具有域外效力，要求海外稳定币与美元体系互操作，被视作美元数字霸权扩张工具。

欧盟：《加密资产市场监管法》(MiCA) 主要部分已于 2024 年 12 月生效，将稳定币归类为“电子货币代币”，要求发行主体必须为受监管的信贷机构或电子货币机构，并建立统一的跨境监管标准。

新加坡：金管局 (MAS) 实施分层监管，仅对流通规模超 500 万新元的稳定币纳入严格监管框架，要求申请 MPI 牌照；小规模项目只需满足 PS 法案下的 DPT 规定。

尽管各个国家和地区监管细则存在差异，但全球主要监管框架呈现三大共性要求：

- **储备资产透明：**均要求 100% 足额储备，且资产需为高质量、高流动性短期资产；
- **赎回保障机制：**强制要求发行方建立即时赎回通道，确保用户随时兑换法币；
- **牌照准入制度：**将稳定币发行纳入金融牌照管理范畴，提高准入门槛。

图表 10：各地稳定币监管框架比较

	美国	欧盟	香港	新加坡
主要框架	GENIUS 法案	MiCA 法规	稳定币条例	SCS 框架
立法现状	2025 年 7 月生效	2024 年 6 月起分阶段生效	2025 年 8 月生效	2023 年 8 月生效
监管对象	美元稳定币	电子货币代币、资产参考代币	法币稳定币	单一货币稳定币
储备资产要求	100%储备：现金、回购协议、美债	100%储备：现金及高质量资产	100%储备：高质量流动资产	100%储备：现金及短期国债
透明度要求	月度审计	月度信息披露	月度储备报告	月度资产报告

资料来源：浦银国际整理

美国：积极推动稳定币立法

美国正在积极制定稳定币监管框架，旨在平衡金融创新与消费者保护和金融稳定。美国总统于 2025 年 7 月签署了《GENIUS 法案》，建立了第一个用于支付领域的联邦稳定币监管框架。GENIUS 法案旨在为稳定币发行人提供清晰的指引，同时应对金融稳定问题和金融犯罪风险。该法案对发行人提出了严格的许可、准备金和合规要求，实行联邦和州双重制度，并提供强有力的消费者保护。该法案禁止稳定币支付利息，要求以美元、美联储银行存款和美国国债等资产作为 100% 的准备金支持，并对外国发行人设定了高标准。通过将稳定币纳入“美元-美国国债”循环，美国希望扩大美元在全球支付中的使用，并创造对美国债务的长期需求。

美国近期通过了三项加密货币相关法案：

- 1. GENIUS 法案（指导和建立美国稳定币国家创新法案）：**该法案于 2025 年 7 月签署成为法律，建立了美国首个支付稳定币联邦监管框架。该法案将稳定币的发行限制在“获准的支付稳定币发行人”（PPSI），其中包括受保存款机构的子公司、经美国货币监理署（OCC）批准的联邦合格支付稳定币发行人，以及在类似州监管制度下运营的州合格支付稳定币发行人。该法案要求以美元或短期国债等流动资产作为 100% 的准备金支持，并要求发行人每月公开披露准备金构成情况。该法案还禁止支付稳定币利息，并包含打击非法活动的措施，使发行人受到《银行保密法》的约束。
- 2. CLARITY 法案（数字资产市场清晰法案）：**该法案旨在为美国数字商品建立清晰的监管框架，明确了美国证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）的职责。该法案将“数字商品”定义为与区块链系统内在关联的数字资产，其价值源于该系统的使用。CFTC 将对数字商品交易所、经纪商和交易商拥有监管管辖权，但 SEC 对特定形式的数字资产拥有额外管辖权，解决了 SEC 和 CFTC 之间的监管地盘之争。该法案允许实体同时在 SEC 和 CFTC 注册，并要求 SEC 颁布规则，保护双重注册的实体免受“重复、冲突或过度负担”的义务。

3. 反 CBDC 监控州法案：该法案禁止美联储直接或通过中介机构间接向个人发行央行数字货币（CBDC），禁止美联储使用 CBDC 实施货币政策，并要求任何政府发行的数字美元都必须获得国会授权，以防政府监管能力过度加强，从而损害个人的金融隐私权。

中国香港：监管与创新并重

近年来，香港积极打造全球数字资产创新中心，虚拟资产监管体系日趋成熟。香港虚拟资产发展先后经历了“早期观望-试验计划-实施推进”阶段，牌照制度始终贯穿主线，监管体系逐步完善。香港立法会于 2025 年 5 月通过了《稳定币条例草案》，该条例于 2025 年 8 月 1 日生效。香港的法规允许稳定币与任何官方货币挂钩，包括港元、美元或离岸人民币，这增强了香港的竞争力，并吸引了瞄准亚太及全球市场的发行人。该条例引入了稳定币发行人的发牌制度，规定任何在香港发行稳定币或在全球任何地方发行港元参考稳定币的实体，都必须获得香港金融管理局的牌照。持牌人必须遵守严格的储备资产管理要求，所有代币必须完全由法定货币支持，确保稳定币由独立账户中持有的高质量流动资产 1:1 支持。该条例还包括赎回保证、反洗钱/反恐怖融资合规、风险管理、披露和审计等规定。

香港监管机构强调稳定币业务仍处于起步阶段，要“先严、走稳”，再按实践经验适度放松，延续了香港“严监管、促创新”的平衡思路：通过高门槛筛选优质机构，以过渡期降低市场震荡，其核心目标是在风险可控的前提下，推动稳定币成为传统金融与数字资产的“连接器”。短期来看，稳定币发行牌照数量或相对稀缺；长期来看，稳定币在跨境支付、资产代币化等领域的应用潜力将持续释放，或将成为商业银行布局数字经济的战略支点。对市场参与者而言，需聚焦合规能力建设和场景落地，而非短期牌照炒作。

- 发牌核心要求：强调“合规、具体、可持续”。在合规方面，金管局要求申请机构满足储备资产管理、赎回、风险管理、反洗钱等监管要求，同时亦要求遵守香港及其他地区的法规。至于具体性及可持续性条件，申请机构须有具体的业务计划及应用场景，提供周全稳妥的业务模式。
- 牌照发放节奏：预计首批牌照最快 2026 年初发出。稳定币发行人牌照申请是持续过程，整体维持“先严后稳”的策略。金管局强调监管门槛很高，首阶段或只会发放数个牌照。此外，牌照并无年期限限制，但若发行人出现违规情形，最严重或被撤销牌照。
- 过渡期安排：将设 6 个月过渡安排。过渡期用于处理之前在香港已有稳定币发行业务的机构，包括向有能力遵守监管规定的发行人，发出临时牌照；若发行人未能在条例生效后 3 个月内符合相关要求，须在法例生效后 4 个月内有序结束在香港的业务；如果专员未能信纳其能力，发行人要在接获拒绝通知后一个月内有序结束香港业务。

中国内地：相对谨慎，离岸人民币稳定币或成为突破口

中国对稳定币持谨慎态度，优先考虑金融稳定和资本管制。自 2017 年以来，政府稳步加强对加密货币的监管审查，并最终于 2021 年全面禁止加密货币交易和挖矿，主要是出于对金融体系稳定和监管控制的担忧。

尽管采取了限制性立场，中国监管机构也正在探索管理和利用数字货币的方法。例如近期央行行长在陆家嘴论坛首次提及稳定币，认为稳定币重塑了传统支付体系，同时也对金融监管提出了挑战；上海国资委召开会议，讨论加密货币与稳定币的发展趋势，探索区块链技术在资产数字化等领域的应用。一些中国公司正在积极寻求海外稳定币牌照。据报道，蚂蚁国际正准备在香港、新加坡和卢森堡申请稳定币发行牌照；京东也计划在全球主要货币管辖区申请稳定币牌照。

虽然稳定币尚未获准在中国内地使用，但中国香港的监管环境或许可以成为内地企业试行基于稳定币的结算和支付工具的试验场。香港稳定币监管制度已生效，其稳定币框架可以作为监管创新的试验台，为中央政府评估稳定币监管有效性和避免监管漏洞提供参考。若通过香港发行离岸人民币稳定币，中国政府或能够从多个方面战略性地推进其金融目标。

一方面，有助于推动人民币国际化：通过提供用于跨境交易的数字货币，尤其是在美元难以获得或缺乏吸引力的地区，可以促进人民币国际化，从而有可能减少国际贸易和金融领域对美元的依赖。

另一方面，为基于 Web3 和区块链的金融应用探索提供受控的实验场景，这有助于巩固香港作为全球金融中心和离岸人民币交易中心的地位，吸引更多金融科技公司和平台公司在香港开展业务。

附录：名词解释

1. 区块链 (Blockchain): 分布式账本技术, 通过加密算法将交易数据按时间顺序链接成不可篡改的区块链。核心特征包括去中心化、透明性和不可逆性。
2. 智能合约 (Smart Contract): 自动执行的数字化协议, 部署在区块链上。当预设条件满足时 (如到期日、价格触发点), 合约自动完成资产转移或清算, 无需第三方介入。
3. 去中心化金融 (DeFi): 基于区块链的开放式金融生态系统, 通过智能合约提供借贷、交易、衍生品等传统金融服务, 消除中介机构。典型协议包括 Aave、Compound。
4. 比特币 (Bitcoin, BTC): 首个去中心化数字货币, 采用工作量证明 (PoW) 共识机制, 总量上限 2100 万枚, 主要作为“数字黄金”储值工具。
5. 以太坊 (Ethereum, ETH): 支持智能合约的区块链平台, 原生代币 ETH 用于支付 Gas 费。2022 年完成向权益证明 (PoS) 的合并升级, 能耗降低 99%。
6. Gas 费 (Gas Fee): 区块链网络执行交易或合约时消耗的计算资源费用, 以太坊以 Gwei (10^{-9} ETH) 计价。拥堵时 Gas 价格飙升。
7. 跨链桥 (Cross-Chain Bridge): 实现不同区块链间资产互操作的协议, 如 Polygon PoS 桥支持 ETH 与 MATIC 双向转换, 但存在安全风险。
8. 零知识证明 (ZKP): 隐私保护技术, 允许验证方确认交易有效性而不泄露具体数据。Zcash (ZEC) 是典型应用案例。
9. KYC (Know Your Customer): 金融机构必须执行的客户身份核验流程, 包括证件验证、住址证明等。香港要求稳定币交易达 8000 港元即触发 KYC。
10. AML (反洗钱): 通过交易监控、可疑活动报告等措施防范非法资金流动。香港《稳定币条例》要求发行人建立 AML/CFT 系统。
11. VASP (虚拟资产服务提供商): 国际反洗钱组织 FATF 定义的业务主体, 涵盖交易所、托管商等。需在香港持牌 (如 SFC 1 号牌升级)。
12. 质押 (Staking): 在 PoS 区块链中锁定代币参与网络验证, 获得区块奖励。以太坊质押年化收益约 4%-6%, 但存在锁定期。
13. 闪电贷 (Flash Loan): DeFi 特有功能, 允许无抵押借款, 但需在同一区块内归还本息, 主要用于套利和抵押品再平衡。
14. 脱锚 (Depeg): 稳定币偏离法定锚定价, 如 2023 年 USDC 因硅谷银行暴雷短暂跌至 0.87 美元, 暴露储备集中风险。
15. RWA (现实世界资产代币化): 将债券、房地产等传统资产上链。
16. Layer 2 (二层扩容): 提升主链性能的解决方案, 如 Optimism 采用 Rollup 技术将以太坊 TPS 从 15 提升至 2000+。
17. CBDC (央行数字货币): 主权国家发行的数字法币, 与稳定币形成竞争/互补关系。中国数字人民币 (e-CNY) 已试点超 1300 亿元交易。

图表 11：同业公司表现及估值

股票代码	公司	市值	股价	YTD	P/E (x)			P/S (x)		
		(百万美元)	(交易货币)		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
CRCL US Equity	Circle	35,041	153.9	85.0	377.3	103.3	50.8	13.7	11.0	7.8
HOOD US Equity	Robinhood	93,720	105.5	183.0	66.3	55.7	48.4	23.5	19.8	17.8
COIN US Equity	Coinbase	76,565	298.0	20.0	44.5	41.6	33.9	10.4	9.3	8.4
863 HK Equity	OSL 集团	1,212	15.2	89.8	185.4	110.3	49.0	13.3	8.2	5.9
6060 HK Equity	众安在线	3,838	17.9	51.8	25.1	21.4	17.9	0.8	0.7	0.6
FUTU US Equity	富途控股	21,605	155.2	94.0	21.0	18.3	15.7	9.5	8.6	7.5
2598 HK Equity	连连数字	1,420	10.0	5.2	7.7	247.0	46.2	6.3	5.1	4.1
平均				75.5	103.9	85.4	37.4	11.1	8.9	7.4

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 8 月 5 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

