



计算机行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究
 证券研究报告

计算机组

分析师：王倩雯（执业 S1130525070010）

wang_qianwen@gjzq.com.cn

稳定币本质及远景，兼论发行量估算框架

投资逻辑

全球在稳定币领域的积极立法引起了资本市场的密切关注，也使得资本市场开始探究稳定币的空间、发展方向、发展阶段、对传统金融体系可能带来的影响等等。本篇报告重点研究稳定币的本质、发行上限、为发行公司提出估值框架、探索发行公司的发展路径，以及开放讨论稳定币的出现对于目前的货币金融体系的意义。

稳定币发行机构发出的稳定币类似于现实世界的 M0，是链上的基础货币，并未额外创造信用；而流转中的稳定币由于链上借贷、质押等金融工具，创造了信用，可类比于现实世界的 M2。基于 Web3 世界以及现实世界的费雪交换方程式，我们进行静态分析，假设：①现实世界经济活动完全在链上完成；②Web3 并未创造出额外经济活动需求（即静态分析）；③不考虑加密货币投资需求；④稳定币 100%以法币背书；⑤Web3 暂时没有制约货币乘数的强监管，那么，现实世界经济活动上链对应的稳定币发行上限即为现实世界的 M0。在此基础上，我们以 Circle 为例，提供了稳定币发行公司的净储备收入上限测算思路，并进行敏感型测试。其他稳定币公司的净储备收入上限也可以参考本文给出的测算逻辑，调整各参数假设进行计算。

投资时点方面，我们认为，当美联储降息预期开始，但实际尚未开始快速降息的时候，稳定币发行规模预计随着加密牛市增长，叠加储备资产利息实际仍处于高位，稳定币发行公司会取得相对较好的经营结果；反之，当美联储降息放缓、或加息预期提升的时候，稳定币发行规模可能随着加密熊市下跌，叠加储备资产利息实际处于低位，稳定币发行公司储备收入可能迎来下滑。如果未来稳定币能更多地参与现实世界经济活动，有可能我们会重新审视对稳定币发行公司投资时点的判断。

分析 Tether 的稳定币应用布局，我们认为未来稳定币会在欠发达地区得到更好的推广，以及在金融、能源、数据等现实世界基础设施领域得到较好的应用。之所以 Tether 可以在现实世界进行大规模基础设施布局，主要系稳定币网络效应极强，具备先发优势的公司能更好地构建生态，可以持续利用利润在现实世界进行大规模全球基础设施投资，实现正向循环。有助于人类社会的长期福祉是我们相信稳定币能长期发展的基础。基于这样的愿景，我们预计稳定币发行公司会在欠发达地区的基础设施领域进行更广泛的布局，底层储备资产也会更加锚定黄金、土地、比特币等稀缺资产，而不仅限于美债。

基于长期债务周期的 6 个阶段进行分析，我们认为，稳定币背靠美债信用，目前尚未挑战美元的地位，现阶段未能给全球的货币和金融体系带来本质的变化。未来，稳定币高速流通的优势有可能促使货币体系回归硬通货 100%背书的时代，从而缓解困扰现实世界的货币周期问题；也有可能出现的情况是，稳定币放松 100%的储备要求，参与信用创造，重复现行法币体系遇到的挑战。

投资建议

我们认为稳定币产业链值得关注的环节包括发行方以及应用方，尤其是金融、能源、数据等相关场景的应用。建议关注恒生电子、宇信科技、天阳科技、京北方等。

风险提示

稳定币发行方挤兑风险；存款或托管银行破产风险；网络安全风险；储备资产贬值或不能及时兑换的风险；监管或合规风险。



内容目录

1. 稳定币发行上限测算及投资时点讨论.....	4
1.1 稳定币类型及申赎机制.....	4
1.2 现实经济活动上链对应的稳定币发行上限为现实世界 M0.....	4
1.3 以 Circle 为例测算稳定币公司净储备收入上限.....	6
1.4 稳定币发行公司投资时点讨论：降息预期开始时可能是较好的投资时点.....	9
2. 从 Tether 布局看稳定币未来发展.....	10
2.1 Tether 在现实世界的基础设施布局.....	10
2.2 为什么 Tether 能在现实世界进行大规模基础设施布局.....	11
2.3 Tether 的储备资产结构变迁.....	12
3. 开放的讨论：稳定币对目前货币金融体系的意义.....	12
4. 投资建议.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1：稳定币的类型.....	4
图表 2：USDC 的申购与赎回机制.....	4
图表 3：美国 M2 流通速度.....	5
图表 4：美国 M2 货币乘数.....	5
图表 5：USDC 现货交易对 24 小时成交额占比.....	6
图表 6：全球主要经济区域（除中国）M0 统计.....	6
图表 7：稳定币的链上换手率波动相对较小.....	6
图表 8：2025 年 3 月 31 日 Circle 资产结构.....	7
图表 9：2024 年 4 月 30 日 Circle Reserve Fund 净资产构成.....	7
图表 10：2023 年 8 月之后 Circle 与 Coinbase 对于 USDC 的分成约定.....	7
图表 11：流通中的 USDC 分发平台分布比例.....	7
图表 12：给 Coinbase 的分发支出占 Circle 储备收入的比例.....	8
图表 13：给 Coinbase 的分发支出占 Circle 分发及交易支出的大头.....	8
图表 14：Circle 的稳定币市占率.....	8
图表 15：美国担保隔夜融资利率.....	8
图表 16：Circle 净储备收入上限敏感性测试.....	9
图表 17：Tether 2024 年净利润构成.....	9
图表 18：Circle 2024 年营业收入构成.....	9
图表 19：2019 年以来，USDT 的市值与加密货币总市值呈正相关关系.....	9
图表 20：2019 年以来，USDC 的行情与加密货币总市值正相关.....	9
图表 21：2019 年以来，美国担保隔夜融资利率与加密货币总市值呈负相关关系.....	10
图表 22：近年加密货币周期与美联储加息/降息倾向相关.....	10
图表 23：Tether 在普惠金融方向的布局.....	11



图表 24: Tether 与 Circle 净利润对比	12
图表 25: Tether 与 Circle 钱包用户数对比	12
图表 26: 2021 年 3 月 31 日 Tether 储备资产拆分	12
图表 27: 2025 年 3 月 31 日 Tether 储备资产拆分	12
图表 28: 长期债务周期的 6 个阶段	13



2023年6月29日，欧洲加密资产市场监管法案（Markets in Crypto-Assets Regulation，简称 MiCAR）正式生效，拉开了全球加密资产立法的序幕。至2025年7月，已有14家机构获得稳定币发行许可。2025年5月21日，中国香港特区立法会通过《稳定币条例草案》；同年7月18日，美国总统签署了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act，简称 GENIUS 法案）。全球在稳定币领域的积极立法引起了资本市场的密切关注，也使得资本市场开始探究稳定币的空间、发展方向、发展阶段，以及对传统金融体系可能带来的影响等等。我们准备用一系列报告试图回答上述问题。本篇报告重点研究稳定币的本质、发行上限、为发行公司提出估值框架、探索发行公司的发展路径，以及开放讨论稳定币的出现对于当前货币金融体系的意义。

1. 稳定币发行上限测算及投资时点讨论

1.1 稳定币类型及申赎机制

我们将稳定币大致分为4类，分别为法币/资产抵押型、加密资产抵押型、算法稳定币和Delta中性对冲型。根据CoinGecko，截至2025年7月19日，稳定币总市值为2,681亿美元，其中USDT、USDC市值分别为1,616亿美元、648亿美元，USDT与USDC合计占稳定币总市值的比例约为84.4%，是当前稳定币市场的重要构成，因而下文主要讨论以USDT和USDC（分别由Tether和Circle公司发行，与美元1比1兑换）为代表的、与法币1比1挂钩的法币支持型稳定币，暂不讨论其他类型。

图表1：稳定币的类型

类型	举例
法币/资产支持型	• USDT: 1枚USDT等值于1美元，以100%资产储备； • XAUT: 1枚XAUT等值于1盎司黄金，以100%资产储备；
加密资产抵押型	• DAI: 1枚DAI等值于1美元，以超额的ETH等加密资产作为抵押
算法稳定币	• Ampleforth: 1枚Ampleforth等值于2019年1美元的购买力（经CPI调整），通过Rebase机制根据市场价格与目标价格的偏差调整总发行量
Delta中性对冲型	• USDe: 1枚USDe等值于1美元，采用现货多头（用户存入ETH、BTC、Solana等资产，Ethena持有资产作为抵押品），加期货空头（Ethena在交易所开设等值的永续合约空单，对冲现货价格波动）的组合策略实现价格稳定

来源：Tether官网，MakerDAO官网，Ampleforth Docs官网，Ethena官网，国金证券研究所

我们以USDC为例，讨论法币支持型稳定币的申赎机制：①申购：客户将法币汇入Circle指定的银行账户，Circle将等值稳定币存入客户的Circle Mint账户，而法币作为稳定币的储备金，存入储备基金；②赎回：Circle从客户的Circle Mint账户中删除稳定币，并将等值法币从储备基金中赎回，转入客户的银行账户。目前，Circle Mint仅允许机构申请账户，不服务个人。根据Circle招股说明书，截至2025年3月31日，Circle Mint共有1,834名客户，包括交易所、机构交易者、钱包开发商、银行、APP开发商等。

图表2：USDC的申购与赎回机制



来源：Circle招股说明书，国金证券研究所

1.2 现实经济活动上链对应的稳定币发行上限为现实世界M0

从USDT、USDC等法币支持型稳定币的申购赎回机制以及100%资产储备的特点来看，稳定币发行机构发出的稳定币类似于现实世界的M0，是链上的基础货币，并未额外创造信用；而流转中的稳定币由于链上借贷、质押等金融工具，创造了信用，可类比于现实世界的M2。

稳定币可以用于加密资产投资或现实世界的经济活动上链，我们主要针对现实世界经济



活动上链对应的稳定币发行上限进行讨论。

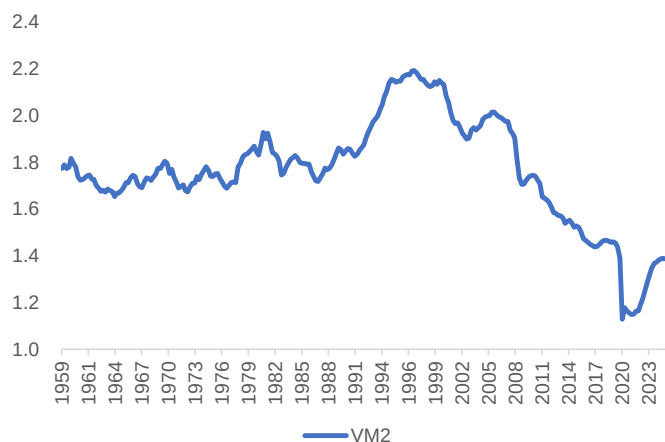
根据费雪交换方程式 (Fisher's Equation of Exchange)，经济活动总量=经济活动中流转的商品和服务总价值=经济中流转的货币总额= M (货币存量) $\times V$ (货币流通速度)。通常用 $M2$ 衡量费雪交换方程式中的货币存量，且 $M2=M0 \times \text{货币乘数}$ ，因此费雪交换方程式可以变体为：经济活动总量= $M0 \times \text{货币乘数} \times V$ 。

- Web3 经济活动总量= $U \times \text{货币乘数} \times V_{UM2}$ 。定义 U 是稳定币发行总额：由于稳定币是链上的基础货币，法币支持型稳定币进行 100% 资产储备、并未额外创造信用，因而用稳定币发行总额代表 Web3 世界的 $M0$ 。货币乘数 u 表示稳定币在 Web3 世界的信用派生能力。 V_{UM2} 表示链上的货币流通速度。
- 现实世界经济活动总量= $M0 \times \text{货币乘数} \times V_{M2}$ 。定义 V_{M2} 是现实世界货币流通速度。

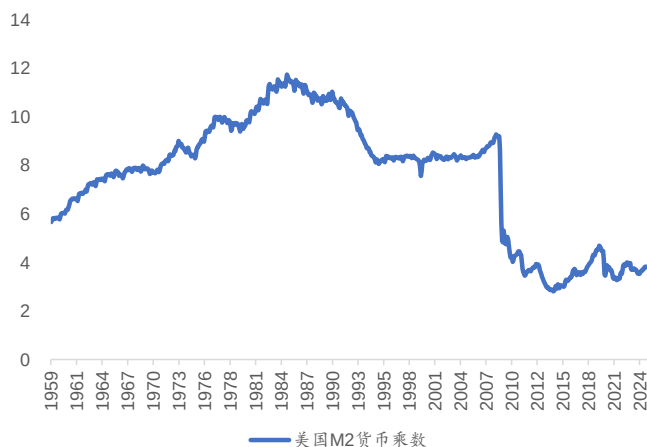
基于 Web3 世界以及现实世界的费雪交换方程式，我们进行静态分析：

- 假设现实世界经济活动完全在链上完成，Web3 并未创造出额外经济活动需求，不考虑加密资产交易需求，则 Web3 世界的经济活动总量=现实世界经济活动总量。
- 货币乘数 $u > \text{货币乘数 } M0$ 。货币乘数= $(1+c)/(r+e+c)$ ，其中 c 为现金漏损率、 r 为法定存款准备金率， e 为超额存款准备金率。巴塞尔协议通过管理资本充足率，各国央行通过管理存款准备金率等方式降低了现实世界的货币乘数，而目前 Web3 世界缺乏相应监管，我们估计货币乘数 $u > \text{货币乘数 } M0$ 。
- $V_{UM2} > V_{M2}$ 。考虑货币作为流通手段和支付手段，相较于现实世界，稳定币在区块链上交易速度更快，因此我们合理估计 $V_{UM2} > V_{M2}$ 。
- 货币乘数 $M0 \times V_{M2}$ 的实证测算：根据 Circle 招股书及 St.Louis 联邦储备银行的数据，2025 年 Q1，美国 $M2$ 的流通速度为 1.38；2025 年 3 月，美国 $M2$ 货币乘数为 3.76。以美国为例，货币乘数与 2025 年 Q1 美国 $M2$ 流通速度的乘积约为 5.2。

图表3：美国 M2 流通速度



图表4：美国 M2 货币乘数



来源：St.Louis 联邦储备银行官网，国金证券研究所

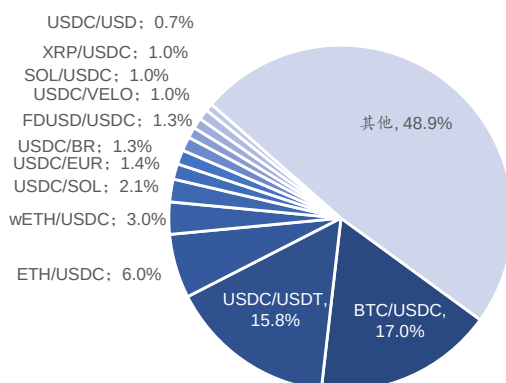
来源：St.Louis 联邦储备银行官网，国金证券研究所

- 货币乘数 $u \times V_{UM2}$ 的实证测算：根据 Circle 招股书，2025 年 Q1，USDC 进行了 5.9 万亿美元链上交易，同期流通中的平均 USDC 为 541.36 亿美元。即 2025 年 Q1，货币乘数 $u \times V_{UM2}$ 为 109.0。此外，根据 Tether 官网披露的数据以及 CoinMarketCap，USDC 及 USDT 2022 年链上交易总成交额分别为 1.7 万亿美元、18.2 万亿美元，同期流通中的平均 USDC 和 USDT 分别为 498 亿美元、724 亿美元。即 2022 年，USDC 和 USDT 的货币乘数 $u \times V_{UM2}$ 分别为 34.1、251.3。

值得注意的是，2025 年 USDC 年化的货币乘数 $u \times V_{UM2}$ 为 435.9，是 2022 年该数值的 12.8 倍；对比 Tether 2024 年货币乘数 $u \times V_{UM2}$ 为 177.4，较 2022 年下降。我们认为可能是因为链上信用创造工具增多（如质押）使得 USDC 信用创造增长，以及部分 USDC 的用途为兑换 USDT 或者其他加密货币，从而加快了流通速度。



图表5: USDC 现货交易对 24 小时成交额占比



来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

说明: 1) 统计 2025 年 7 月 19 日的 24 小时现货 USDC 交易对, 但每天的交易对占比可能波动较大, 选取的日期不一定具有普遍代表性; 2) 仅统计置信度为“High”的数据, 其他置信度的数据可能被统计进入“其他”分类; 3) 不同交易所的同一加密货币对交易额进行合并计算; 4) 由于仅统计交易所成交的加密货币对成交额, 链上的加密货币对成交额未纳入统计, 可能对主要的加密货币对的判断产生偏差。

- 根据实际数据测算, $(\text{货币乘数 } U \times V_{UM2}) > (\text{货币乘数 } M_0 \times V_{M2})$ 。我们认为主要系链上缺乏严格监管, 因而货币乘数较高; 且区块链技术加快了稳定币流通速度。

因此, 假设: ①现实世界经济活动完全在链上完成; ②Web3 并未创造出额外经济活动需求 (即静态分析); ③不考虑加密货币投资需求; ④稳定币 100%以法币背书; ⑤Web3 暂时没有类似于巴塞尔协议、央行等对货币乘数的强监管, 那么, 现实世界经济活动上链对应的稳定币发行上限即为现实世界的 M_0 。我们统计了美国、欧元区、日本、印度、俄罗斯、英国、巴西等国家的 M_0 之和约为 12.67 万亿美元。

此外, 我们用加密货币月度总成交额与月度稳定币均值 (用 USDT 及 USDC 之和的均值指代) 的比值衡量加密市场的换手率, 发现换手率与加密市场的行情呈正相关, 且换手率相对较低。加密市场熊市的时候月度换手率大部分时候低于 1, 牛市月度换手率大部分情况下高于 1。这主要是由于稳定币目前大多用于加密行业投资, 未来若稳定币在现实世界应用用例更多, 这种相关性可能减弱。

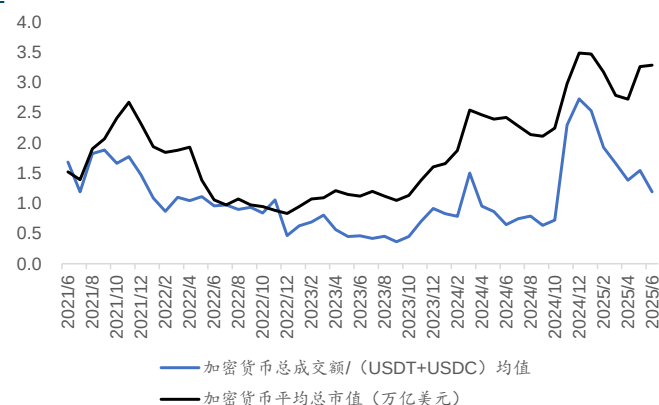
图表6: 全球主要经济区域 (除中国) M_0 统计

国家或地区	M_0 (万亿美元)
美国	5.73
欧元区	5.16
日本	0.78
印度	0.58
俄罗斯	0.20
英国	0.13
巴西	0.08
小计	12.67

来源: TradingView, Trading Economics, 中国银行官网, 国金证券研究所

说明: 1) 为使得数据日期统一, 均采用 2025 年 4 月 M_0 数据; 2) 汇率采用中国银行 2025 年 4 月 30 日 23 点 30 分左右公布的现汇卖出价进行折算, 印度卢比和巴西里亚尔采用中国银行折算价进行折算。1 欧元=1.135 美元, 1 日元=0.007 美元, 1 印度卢比=0.012 美元, 1 卢布=0.012 美元, 1 英镑=1.336 美元, 1 巴西里亚尔=0.077 美元。

图表7: 稳定币的链上换手率波动相对较小



来源: CoinMarketCap, CoinCarp, 国金证券研究所

说明: 截至 2025 年 7 月 19 日, USDT 及 USDC 占稳定币总市值的比例为 84.4%, 因此用 (USDT+USDC) 的均值代表稳定币的均值。

1.3 以 Circle 为例测算稳定币公司净储备收入上限

- Circle 储备收入上限测算: 在上文讨论的基础上, 我们假设: ①现实世界经济活动完全在链上完成; ②Web3 并未创造出额外经济活动需求; ③不考虑加密货币投资需求; ④ $(\text{货币乘数 } U \times V_{UM2}) = (\text{货币乘数 } M_0 \times V_{M2})$, 则稳定币发行总规模的上限 = Web3 经济活动对现实世界经济活动的替代率 $\times$ 现实世界 M_0 。

此外, 稳定币发行机构的收入主要来自于稳定币储备基金产生的利息。如 2025 年

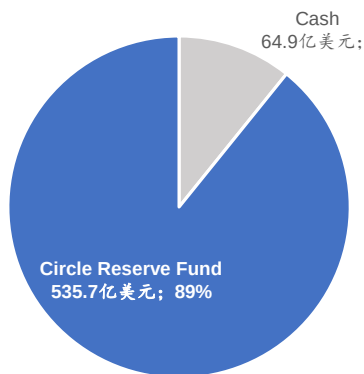


Q1，流通中的平均 USDC 金额为 541.36 亿美元，Circle 2025 年 Q1 储备收入即来自于这 541.36 亿美元对应的储备基金所产生的利息。

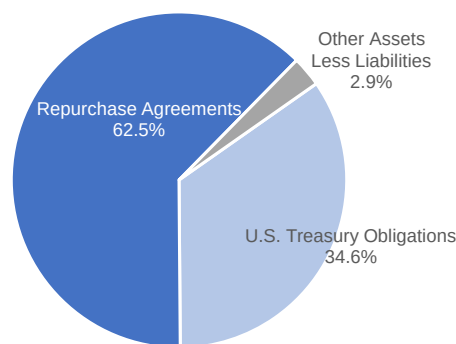
因此 Circle 储备收入上限=Circle 的稳定币发行量×储备资产回报率=Circle 的稳定币市占率×稳定币发行总规模上限×储备资产回报率。

根据 Circle 招股书，至 2025 年 3 月 31 日，Circle Reserve Fund 占公司资产比重约 89%；而根据 2024 年 4 月 30 日 Circle Reserve Fund 底层资产结构，约 62.5% 的底层资产为 Repurchase Agreements、34.6% 为 U.S. Treasury Bills，因而我们用美国担保隔夜融资利率指代 USDC 储备资产回报率。

图表8：2025 年 3 月 31 日 Circle 资产结构



图表9：2024 年 4 月 30 日 Circle Reserve Fund 净资产构成



来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

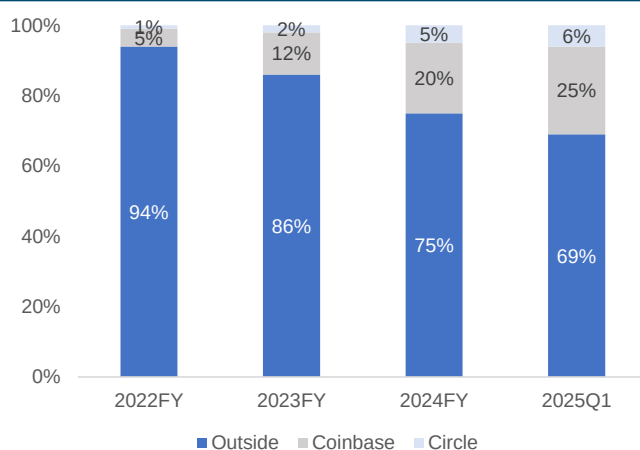
说明：2024 年 4 月 30 日披露的 Circle Reserve Fund 净资产是最近一期披露的数据。

- Coinbase 分成比例：2018 年，Circle 与 Coinbase 合资成立了 Centre Consortium 以发行 USDC 等稳定币，双方各持股 50%，并约定双方按各自分销的 USDC 数量以及平台持有的 USDC 占流通总量的比例分享 USDC 储备金收益。2023 年 8 月，Circle 与 Coinbase 重新签署了合作协议，分成比例如图表 10 所示。2022 年至 2025 年 Q1，Coinbase 占流通中的 USDC 分发比例呈提升趋势。参考图表 12，假设 Circle 给 Coinbase 的分发支出占其储备收入的比例为 50%。

图表10：2023 年 8 月之后 Circle 与 Coinbase 对于 USDC 的分成约定

日常产生的储备金收入
减去：基金管理费（给 BlackRock）
减去：托管费（给托管行）
减去：其他费用
等于：Payment Base
减去：10%~20%的 PaymentBase 给 Circle，作为发行费用
等于：Remaining PaymentBase
以 Remaining PaymentBase 为基础，Circle 和 Coinbase 按各自日末托管的 USDC 份额比例分成；在第三方平台托管的 USDC 比例，Circle 和 Coinbase 平分

图表11：流通中的 USDC 分发平台分布比例



来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

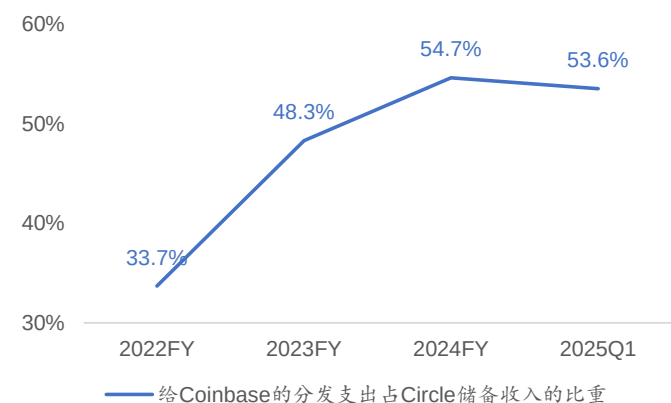
来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

说明：图中百分比为当期平台流通中的 USDC 市值占比。

- Circle 净储备收入上限：参考图表 13，假设 Circle 给 Coinbase 的分发支出占其总分发和交易支出的 90%，则 Circle 的分发支出约占其储备收入的 56% (=50%/90%)。

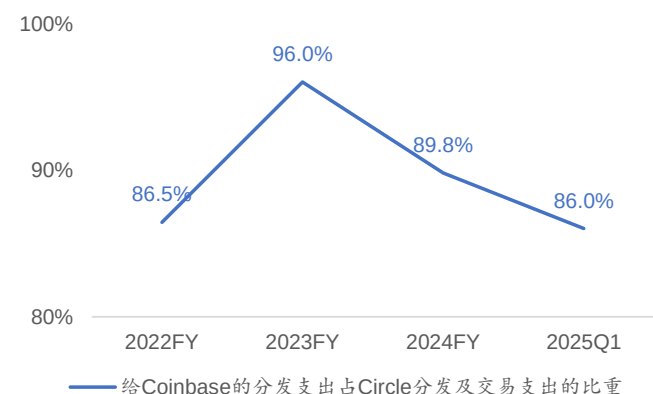


图表12：给 Coinbase 的分发支出占 Circle 储备收入的比例



来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

图表13：给 Coinbase 的分发支出占 Circle 分发及交易支出的大头



来源：Circle 招股说明书，国金证券研究所

因此，Circle 净储备收入上限=Circle 储备收入上限-Circle 分发支出=44%×Circle 储备收入= 44%×Circle 的稳定币市占率×Web3 经济活动对现实世界经济活动的替代率×现实世界 M0×美国担保隔夜融资利率。

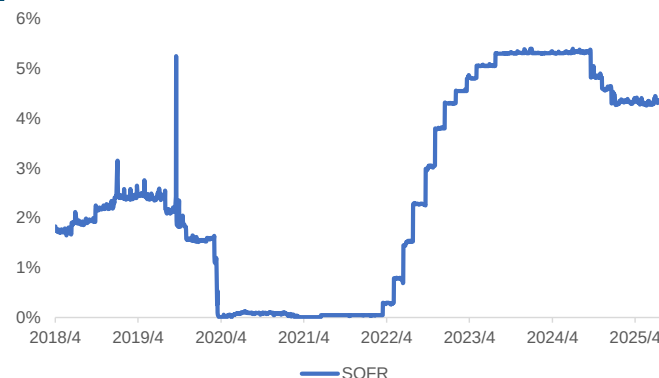
图表14：Circle 的稳定币市占率



来源：CoinMarketCap，国金证券研究所

说明：1) 由于没有公开的稳定币规模数据可以直接下载使用，我们用前 10 大市值的稳定币市值之和代表稳定币的整体规模；2) 至 2025 年 7 月 19 日，前 10 大市值的稳定币包括 USDT、USDC、DAI、USDe、USD1、FDUSD、PYUSD、TUSD、RLUSD、USDD。

图表15：美国担保隔夜融资利率



来源：St.Louis 联邦储备银行官网，国金证券研究所

■ Circle 净储备收入上限敏感性测试：

- 1) 假设 USDC 市值占稳定币总市值的比例为 20%~45%；
- 2) 假设 Web3 经济活动对现实世界经济活动的替代率为 0%~100%；
- 3) 假设 M0 为 13 万亿美元（暂不考虑中国）；
- 4) 假设美国担保隔夜利率为 2.0%（截至 2025 年 7 月 17 日，此值为 4.34%）。

图表 16 即为我们的 Circle 净储备收入上限敏感性测试结果。其他稳定币公司的净储备收入上限也可以参考本文给出的测算逻辑，调整各参数假设进行计算。

需要说明的是，稳定币可以用于加密资产投资或现实世界的经济活动上链，上文仅讨论现实世界经济活动上链对应的稳定币发行上限，并未考虑加密资产投资对稳定币的需求，因而可能对发行上限有所低估。



图表16: Circle 净储备收入上限敏感性测试

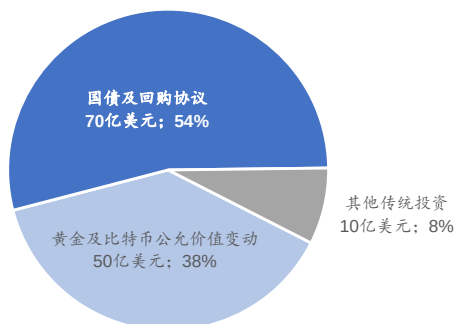
(亿美元)		USDC 占稳定币总市值的比例					
		20%	25%	30%	35%	40%	45%
Web3 经济活动对现实世界经济活动的替代率	2%	5	6	7	8	9	10
	5%	11	14	17	20	23	26
	8%	18	23	27	32	37	41
	10%	23	29	34	40	46	51
	15%	34	43	51	60	69	77
	20%	46	57	69	80	92	103
	40%	92	114	137	160	183	206
	50%	114	143	172	200	229	257
	60%	137	172	206	240	275	309
	80%	183	229	275	320	366	412
	100%	229	286	343	400	458	515

来源: 国金证券研究所

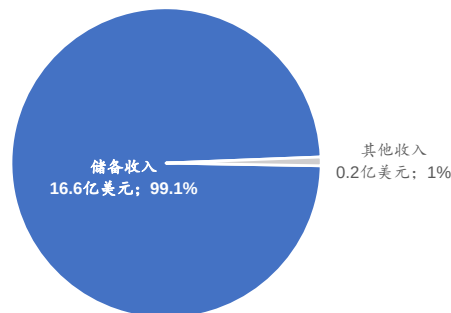
1.4 稳定币发行公司投资时点讨论: 降息预期开始时可能是较好的投资时点

目前稳定币发行公司的业绩来源主要是储备资产所产生的利息, 因而我们针对稳定币发行量和储备资产利率的变化进行分别讨论。

图表17: Tether 2024 年净利润构成



图表18: Circle 2024 年营业收入构成



来源: Tether 官网, 国金证券研究所

来源: Circle 招股说明书, 国金证券研究所

- 由于目前稳定币主要用于加密市场投资, 较少参与现实世界经济活动, 因而当前稳定币发行量与加密行情呈正相关关系。2019 年以来, USDT、USDC 的市值均与加密货币总市值呈正相关关系, 其中 USDC 的市值变化略滞后于加密行情。

图表19: 2019 年以来, USDT 的市值与加密货币总市值呈正相关关系



图表20: 2019 年以来, USDC 的行情与加密货币总市值正相关



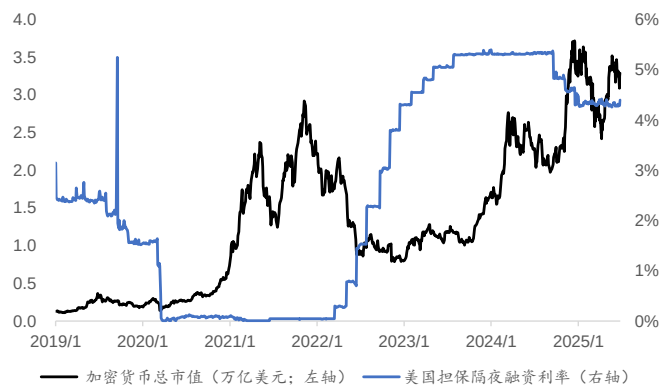
来源: CoinCarp, CoinMarketCap, 国金证券研究所

来源: CoinCarp, CoinMarketCap, 国金证券研究所



- 储备资产利率的上升/下降预期与加密行情呈负相关关系。近两轮加密货币周期中，行情的开启与美联储宣布降息，或宣布加息幅度缩窄有关，比如 2020 年 3 月美联储重启 QE 计划、2022 年 12 月宣布加息幅度从 75bp 降至 50bp、2023 年 12 月美联储宣布降息已经开始进入视野，均开始新一轮加密牛市行情。与此相反，当美联储宣布放缓扩表、或者决定加息的时候，加密市场都会随之迎来回调。我们回测了 2019 年以来美国担保隔夜融资利率和加密货币总市值的关系，认为其存在一定的负相关性。

图表21：2019 年以来，美国担保隔夜融资利率与加密货币总市值呈负相关关系



来源：CoinCarp, St.Louis 联邦储备银行官网，国金证券研究所

图表22：近年加密货币周期与美联储加息/降息倾向相关

时间	事件
2023 年 12 月	鲍威尔在美联储议息会议上表示降息已经开始进入视野。
2022 年 12 月	美联储议息会议决定 12 月加息幅度由 11 月的 75bp 降至 50bp。2023 年初开始交易降息预期，比特币价自低点反弹。
2022 年 5 月	美联储议息会议决定加息 0.5%，并宣布 6 月 1 日正式开始缩表，这是美国自 2000 年以来最大幅度的动作。受此影响，比特币 5、6 月下跌 48%。
2021 年 11 月	美联储宣布开启 Taper，放缓扩表步伐，比特币价自历史高点回落。
2020 年 3 月	美联储两次紧急降息至 0~0.25%，并重启 QE 计划，上一轮比特币牛市自此开启。

来源：北京商报，经济观察网，BBC News，中国银行保险报，国金证券研究所

因此，我们认为，当美联储降息预期开始，但实际尚未开始快速降息的时候，稳定币发行规模预计随着加密牛市增长，叠加储备资产利息实际仍处于高位，稳定币发行公司会取得相对较好的经营结果；反之，当美联储降息放缓、或加息预期提升的时候，稳定币发行规模可能随着加密熊市下跌，叠加储备资产利息实际处于低位，稳定币发行公司储备收入可能迎来自下滑。

如果未来稳定币能更多地参与现实世界经济活动，可能我们会重新审视对稳定币发行公司投资时点的判断。

2. 从 Tether 布局看稳定币未来发展

Tether 于 2014 年成立，于同年 10 月 6 日首次推出 USDT，背靠当时规模较大的交易所之一 Bitfinex 进行分发。根据 CoinGecko，至 2025 年 7 月 19 日，USDT 市值达 1,616 亿美元，占加密货币总市值的 60.3%，是第二大稳定币 USDC 的 2.5 倍。我们希望通过分析 Tether 的业务布局来判断稳定币的发展前景和竞争优势。

2.1 Tether 在现实世界的基础设施布局

Tether 在现实世界的基础设施布局主要分为金融、能源、数据及教育 4 个方向，旨在让现实世界的更多基础设施和应用以 USDT 定价、交易及支付，实现稳定货币、稳定通信、稳定智能与稳定能源的愿景。

至 2025 年 6 月 30 日，Tether 在全球约有 4.51 亿用户，其中约 1.41 亿用户为非链上用户，占比约 31.3%；此外，2025 年 6 月 Tether CEO 接受采访时也表示，Tether 市值中只有不到 40%是与加密市场相关的，超过 60%是来自于新兴市场的真实使用需求。

- 金融：帮助欠发达地区获得稳定、廉价的金融服务

Tether 的愿景之一是让自由地获取金融服务不再成为一项特权，而成为全球人民，尤其是欠发达地区民众的一项基本权利。相较于 Circle，Tether 更专注于新兴市场的拓展。根据世界银行发布的报告，2021 年全球约 13.8 亿成年人（占比 24%）没有金融机构账户（包括银行、小额信贷机构、移动货币服务提供商等）。当全球部分国家或地区政治或经济动荡之时，通货膨胀、资本管制可能随之而来，而没有金融机构账户的人民只能持有当地的现金，被迫承受高通胀。而 Tether 为这部分国家或地区的人民提供了廉价易得的金融服务。

目前，Tether 致力于非洲、拉丁美洲、欧洲以及亚洲部分国家和地区提供币值稳定的



数字货币 (USDT、XAUT 等)、汇款及跨境交易服务、并降低交易成本、提升交易速度。目前, 泰国、阿布扎比、迪拜、缅甸民族团结政府等国家、地区或政权宣布接受 USDT 作为合法的数字货币; Tether 还与几内亚共和国、哈伊马角、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚政府签订了合作谅解备忘录, 以推动 USDT 在当地的流通。

图表23: Tether 在普惠金融方向的布局

类型	详细描述
金融科技公司	• Shiga Digital (投资): 为非洲企业提供虚拟账户、场外交易服务、资金管理和外汇服务。
交易所	• Yellow Card (合作): 非洲领先的稳定币支付公司, 合作在非洲推广 USDT 的使用; • Orionx (投资): 是智利领先的数字资产交易所, 在智利、秘鲁、哥伦比亚和墨西哥开展业务, 将加密货币集成到 B2B 和零售系统中。
钱包	• Sorted Wallet (投资): 是专为功能手机和低功耗智能手机设计的钱包。 • KryptonMarket (合作): 为阿根廷布宜诺斯艾利斯中央市场 (拉丁美洲最大的水果和蔬菜运输中心之一) 提供 USDT。
ATM	• SmartPay、TecBan (合作): 在巴西的 2.4 万台 ATM 机上提供 USDT。
支付	• Oobit (投资): 移动支付 APP, 接受 Visa 和 Mastercard, 使加密货币持有者能在全球超过 1 亿家零售商户中进行支付。 • CityPayio (投资): 希望对 CityPayio 的投资能加快其在东欧的扩张, 尤其是格鲁吉亚、亚美尼亚、阿萨拜疆、哈萨克斯坦及乌兹别克斯坦等国家。

来源: Tether 官网, 国金证券研究所

■ 能源: 为欠发达地区提供稳定的电力服务并提升其电力货币化能力

2023 年, 约 6 亿非洲人无法获得稳定的电力供应。Tether 的 CEO 提出在非洲建设 10 万个太阳能发电站的愿景, 为当地社区提供月度供电服务, 并支持当地货币、比特币及 USDT 支付。Tether 也积极布局比特币挖矿领域, 如宣布在乌拉圭开发新能源资源以布局比特币挖矿。

此外, Tether 还宣布将于 2025 年第四季度开源其比特币挖矿系统, 旨在创造更公平的挖矿环境, 缩小上市公司与小型参与者之间的差距, 支持小到廉价的 Raspberry PI、大到数十万矿机的大型矿场。

■ 数据: 通过投资前沿科技布局未来数据入口

1) 通信领域: 2022 年 7 月, Tether 宣布推出点对点应用程序开发平台 Holepunch, 以助力全球通信自由。基于此, Tether 推出了完全加密的免费音视频通话软件 Keet, 支持在没有中央服务器的情况下进行点对点视频聊天。

2) AI 领域: Tether 推出了 QVAC (Quantumverse Automatic Computer), 开发者可以基于 QVAC 在任何设备上构建自己的 QVAC agents, 并允许 agents 自主使用比特币和 USDT 进行交易。Tether 的 CEO 认为传统银行不太可能为 AI agents 开设银行账户, 自主托管的加密钱包将成为 AI 经济的基础设施之一。

3) 流媒体领域: Tether 通过投资视频平台 Rumble, 获得了直接触达大量内容创作者及观众的机会, 布局“内容平台+支付入口”。

4) 社交平台: 通过在 Kaia 上进行原生部署, 使得 LINE 平台上 1.96 亿月活用户可以直接使用 USDT 进行支付。

5) 脑机接口: Tether 向脑机接口公司 Blackrock Neurotech 进行了 2 亿美元投资, 公司 CEO 认为脑机接口可能在未来 20 年内成为主流消费品。

■ 教育: 进行全球加密“布道”

Tether 在非洲、泰国、菲律宾、越南、格鲁吉亚、中国台湾等国家和地区均与高校、金融科技公司、区块链协会等组织合作进行区块链教育。

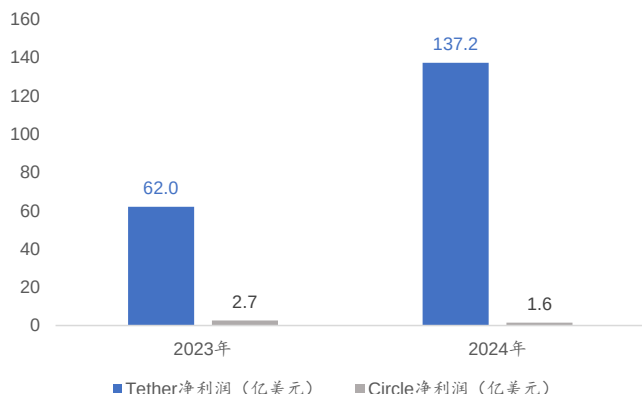
2.2 为什么 Tether 能在现实世界进行大规模基础设施布局

稳定币是一门网络效应极强的生意。具备先发优势的公司能更好地构建生态, 比如在更多链上进行部署、支持更多加密货币对、支持更多链上应用等, 后发的稳定币需要在生态构建上花费更高的成本。因而 USDC 尽管只比 USDT 晚推出 4 年, 却要在分发渠道上花费更高的成本, 利润更薄、触达的钱包数也更少。而 Tether 由于先发的生态优势, 可



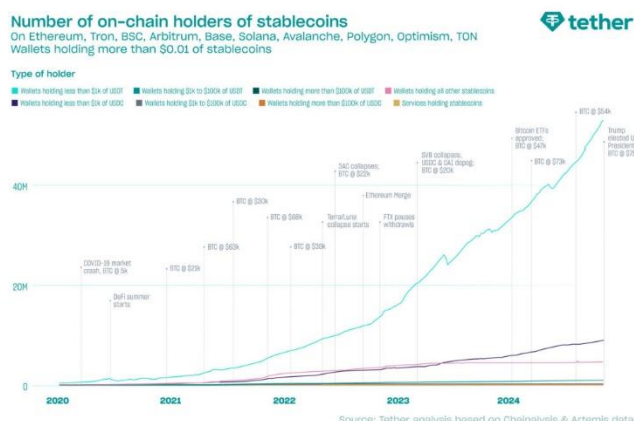
以持续利用利润在现实世界进行大规模全球基础设施投资，实现“用户和场景——积累利润——再投资获取更多用户和场景”的正向循环。

图表24: Tether 与 Circle 净利润对比



来源: Tether 官网, Circle 招股说明书, 国金证券研究所

图表25: Tether 与 Circle 钱包用户数对比



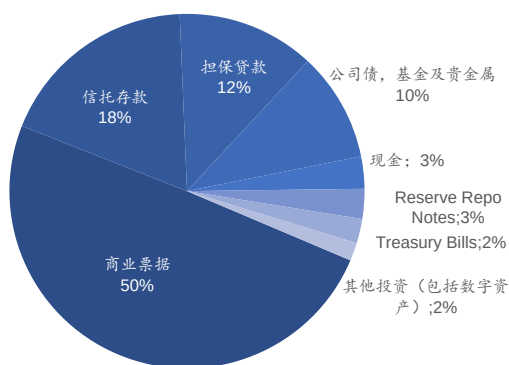
来源: Tether 官网, 国金证券研究所

2.3 Tether 的储备资产结构变迁

除了现实世界的基础设施投资与合作, Tether 也对稳定币的底层储备资产有深入的思考和布局。2021 年, Tether 大部分储备资产为流动性稍弱的商业票据、信托存款等。但 2022 年, 公司为了提升储备资产流动性, 着手将商业票据的持仓降至 0%, 并成功在 48 小时之内应对了 10% 的 USDT 赎回, 体现了卓越的抗挤兑风险能力。之后, Tether 也表示将更分散自己的储备资产持仓, 降低单一发行人或资产的风险敞口。

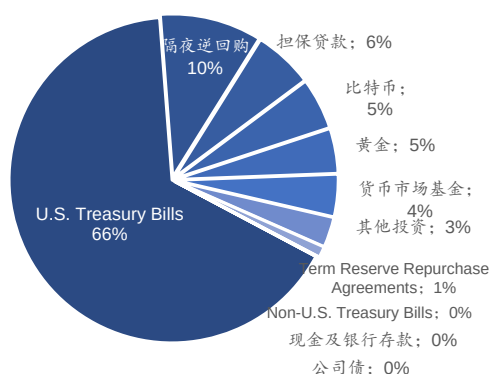
因此, 除了流动性较高的 U.S. Treasury Bills, Tether 也在积极储备其他稀缺性较高的资产, 为 USDT 提供多元化的底层资产背书。此外, Tether 也在积极布局和推动大宗商品使用 USDT 进行结算。2023 年 5 月开始, Tether 宣布将用已实现净利润的 15% 用于购买比特币, 还收购了加拿大金矿公司 Elemental 31.9% 的股份, 投资南美农业公司 Adecoagro 等。我们认为 Tether 在拉美等地进行投资, 不仅是为了储备资产, 也起到了在当地质押资产、增加当地对 USDT 信任的作用。

图表26: 2021 年 3 月 31 日 Tether 储备资产拆分



来源: Tether 官网, 国金证券研究所

图表27: 2025 年 3 月 31 日 Tether 储备资产拆分



来源: Tether 官网, 国金证券研究所

从 Tether 的布局, 我们看到稳定币 USDT 目前已经成为了助力全球, 尤其是欠发达国家和地区发展普惠金融、普惠能源和普惠通信的基础设施之一。有助于人类社会的长期福祉是我们相信稳定币能长期发展的基础。基于这样的愿景, 我们预计稳定币发行公司会在欠发达国家的基础设施领域进行更广泛的布局, 底层储备资产也会更加锚定黄金、土地、比特币等稀缺资产, 而不仅限于美债。

未来中国的稳定币发展可以借鉴 Tether 的发展思路, 依托于中国的制造和贸易优势, 以普惠金融、普惠能源、普惠通信的理念向全球拓展, 构建链上和现实世界的应用生态。

3 . 开放的讨论 : 稳定币对目前货币金融体系的意义

Ray Dalio 的《原则: 应对变化中的世界秩序》一书中讨论了长期债务周期的 6 个阶段。



我们从他划分的长期债务阶段入手，试图讨论稳定币的出现对于目前的货币金融体系的意义。

图表28：长期债务周期的6个阶段

长期债务阶段	详细描述
第一阶段	• 不存在债务或债务很少，人们使用硬通货。
第二阶段	• 出现了硬通货债权票据（票据或纸币）：由于随身携带大量金属货币有风险又不方便，而且信用创造对贷款人和借款人都有吸引力，因而银行出现了。它们将货币放在安全的地方，并给存放人出具债权票据。人们将这些“货币票据”视为实际货币。
第三阶段	• 债务增加：起初硬通货债权票据的数量与银行里储存的硬通货一样多，之后票据持有者将债权票据借给银行，得到银行支付的利息，使得货币债权远远超过了银行储存的硬通货。央行可能会同时发放货币和信贷，填补资产负债表上的资金缺口。
第四阶段	• 印钞与硬通货脱钩，发生债务危机和货币贬值：债务持有者发现想要用债务资产换成实物货币或实物商品和服务却无法转换时，挤兑就会出现。央行不可避免地会与硬通货脱钩，印发货币、并让货币贬值。
第五阶段	• 法定货币体系，最终导致货币贬值：政府放弃硬通货及硬通货债权的货币体系，而采用不涉及硬通货的法定货币体系。最终大量的债务债权人设法出售这些债务，导致债务违约和货币贬值。
第六阶段	• 回归硬通货：极端情况下，货币和信贷体系会崩溃，政府通常会被迫回归某种形式的硬通货。

来源：Ray Dalio《原则：应对变化中的世界秩序》，国金证券研究所

■ 我们认为目前稳定币的兴起尚未挑战美元的地位。全球国际货币体系经历了金本位、金块和金汇兑本位制、布雷顿森林体系、再到牙买加体系的变化，国际货币体系经历了从黄金本位到信用本位的变化，美元处于主导地位。根据 MacroMicro，至 2025 年 5 月，美元在 SWIFT 国际支付中的占比达 48.46%；至 2025 年第一季度，美元在官方外汇储备货币中占比为 57.7%。目前主流稳定币的储备资产大部分依然以美债背书，至 2025 年 3 月 31 日，Circle 超过 85% 的储备资产为美国发行的 Repurchase Agreements 和 U.S. Treasury Obligations；Tether 66% 的储备资产为 U.S. Treasury Bills。因此我们认为目前稳定币依然处于发展初期，以美债信用为背书，并未挑战美元地位以及当前的国际货币体系。

■ 我们认为稳定币的发展为全球货币体系回归硬通货 100% 背书的时代提供了一种可能的方式，货币有可能不再成为经济发展的制约。基于 Ray Dalio 提出的长期债务周期的 6 个阶段，纸币的产生是由于金属不便携、不便于分割的属性制约了经济活动的发展。根据费雪交换方程式（Fisher's Equation of Exchange），经济活动总量 $= M \text{ (货币存量)} \times V \text{ (货币流通速度)}$ ，如果区块链的发展极大加快了货币流通速度，可能不需要很多的 M2 就可以支撑经济活动的运转。根据 CompaniesMarketCap，至 2025 年 7 月 19 日，黄金的市值为 22.53 万亿美元；2025 年 5 月，中国人民银行、美联储、欧洲央行、日本银行的广义货币之和为 90.62 万亿美元。假设现实世界经济活动全部上链，如果链上货币流通速度较现实世界提升 4 倍，则有可能所有的 M2 都可以用黄金进行 100% 背书，缓解现实世界存在的货币贬值问题。

但不可否认在现代信用本位的货币体系下，央行可以通过一系列工具调节经济活动，如进行公开市场操作、调整商业银行存款准备金率等。而黄金等硬通货的储量有限，有可能制约经济发展，引发通货紧缩。并且，货币的流通速度不仅由技术决定，还由消费者的行为决定，如果人们将硬通货背书的稳定币视为保值资产，有可能更加倾向于持有而非消费。至 2025 年 6 月 30 日，USDT 的储蓄率为 35%，储蓄稳定币的行为有可能会减缓货币流通速度。

此外，如果链上货币流通速度较快，那么稳定币发行商能发行的稳定币上限也可以预见。虽然稳定币发行商目前主要依靠储备资产的利息作为收入，但未来可能拓展其他的收入路径，如开发人员应用平台等。

■ 当然，我们认为稳定币将来也有可能放松 100% 的储备要求，或者不以美债信用为主要背书。参考 Ray Dalio 提出的长期债务周期的 6 个阶段，货币的发展初期，票据和纸币都是 100% 以硬通货进行背书的，但之后随着信用的创造，硬通货无法满足纸币兑换的需求，便出现了法币与硬通货脱钩的情况。目前 Tether 等稳定币发行公司进行 100% 资产储备，并未创造信用；但随着链上经济的发展，也有可能出现



放松 100%储备、创造信用的情况。此外，随着储备资产的分散化，未来黄金、比特币、核心区域的土地、其他国家的债券等也有可能成为重要的稳定币储备资产。

随着稳定币竞争加剧，可能出现更多生息型稳定币，这在某种程度上也创造了信用。虽然 2022 年生息稳定币 UST 崩盘，但 USDe 等 DeFi 原生收益型稳定币、USDY 等现实资产支持型稳定币的发展也可能创造链上信用。

综上所述，我们认为，稳定币背靠美债信用，目前尚未挑战美元的地位，现阶段未能给全球的货币和金融体系带来本质的变化。未来，稳定币高速流通的优势有可能促使货币体系回归硬通货 100%背书的时代，从而缓解困扰现实世界的货币周期问题；也有可能出现的情况是，稳定币放松 100%的储备要求，参与信用创造，重复现行法币体系遇到的挑战。

4. 投资建议

我们认为稳定币产业链值得关注的环节包括发行方以及应用方，尤其是金融、能源、数据相关场景的应用。

- 稳定币发行环节，建议关注 Circle, Tether 关联公司，香港稳定币沙盒参与方圆币、京东关联公司，稳定币发行牌照申请公司、合规交易所等。
- 金融应用环节，建议关注银行及证券 IT 公司，如宇信科技、天阳科技、京北方、恒生电子、百富环球等；支付、POS、ATM、钱包相关公司，业务接入或潜在发行稳定币的金融公司，以及可能应用稳定币进行结算的对外贸易公司、大宗商品公司、物流公司等。
- 能源应用环节，建议关注 RWA 发行公司，如朗新科技；以及光伏、储能产业链。
- 数据应用环节，建议关注数据服务商、网络安全、通信及流媒体产业链。

5. 风险提示

■ 稳定币发行方挤兑风险

由于 2022 年头部交易所 FTX 危机，以及 UST 稳定币脱锚等黑天鹅事件引发了投资者对稳定币发行方的挤兑，Tether 在 30 天内完成了 200 亿美元的提款，占储备金的 25%。若后续加密行业交易所、稳定币发行方或其他重要的参与方发生风险，可能会引发对所有稳定币发行方的挤兑风险。

■ 存款或托管银行破产风险

2023 年，硅谷银行倒闭。Circle 宣布将其在硅谷银行中超过 30 亿美元的存款转移至其他银行的操作，但在联邦存款保险公司接管硅谷银行之前，这些转账未能完成结算。市场对 Circle 能否动用这些资金的担忧导致 USDC 在部分二级交易市场出现价格短暂脱锚现象。若稳定币发行方存款或托管储备资产的银行发生风险，可能会影响稳定币的价格，导致价格脱锚或挤兑。

■ 网络安全风险

2025 年 5 月，Sui 旗下最大的去中心化交易所 Cetus 协议被盗 2.23 亿美元，引发 Sui 链上主要模因币暴跌。若稳定币受到网络安全攻击，其价格可能有脱锚风险。

■ 储备资产贬值或不能及时兑换的风险

图标 26 中提到，2021 年 Tether 约 50%的储备资产为商业票据。若稳定币发行公司储备资产贬值，或在遭遇挤兑时储备资产不能及时变现，则该稳定币可能有价格脱锚风险。

■ 监管或合规风险

若稳定币发行方未能履行当地政府对稳定币发行方在审计、储备资产要求、反洗钱等方面的义务，则有可能该稳定币会被禁止在当地流通。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究