

稳定币的演进推演

——主体、信贷及资产价格的影响解析

摘要

- **稳定币是一种基于区块链的数字现金。**相较传统加密货币，稳定币通过“锚定”于外部参考资产来维持稳定的价值，成为区块链生态中兼具流通性与价值稳定性的一般等价物，是连接传统金融与加密货币市场的关键桥梁。目前主流稳定币由法币储备支持，其本质是法币信用在加密市场的延伸。其显著优势如跨境支付的高效性、低成本和部分规避汇率风险的能力，以及在新兴市场被用作避险工具，共同推动了市场的爆发式增长：2019 年底至 2025 年 6 月间，稳定币市场规模激增超 4000%。稳定币监管也进入“加速快车道”，中国香港和美国分别推出相关监管法例，而美国高度重视稳定币发展或因其意图维持美元稳定币的现有主导格局，并借此巩固美元在全球金融体系中的核心地位。
- **稳定币对市场主体的影响：供给方增长动能凸显、需求方效率提升、对银行信贷影响中性。**对供给方：市场扩张为多方带来增长动能，发行方可通过扩大规模获取利差及手续费收益，交易平台依托高流动性和低费率优势提升业务规模，产业链各参与者有望在市场扩容中拓展业务边界；对需求方：稳定币凭借低成本、高效率及透明化特性，显著优化个人汇款、商家结算及机构跨境资金管理体验，降低营运资金占用；对银行信贷：影响呈中性特征，最终作用取决于资金流入来源与储备资产构成，在主流的证券持有模式下，稳定币资金若来自现金或证券兑换，对信贷供给扰动较小；若替代银行存款，银行可通过调整证券持仓缓冲冲击，整体不显著影响信贷规模。
- **稳定币对资产价格的影响：短债收益率承压，黄金影响模糊。对国债价格：**稳定币发行方成为美国短期国债主要参与者之一，2024 年与美元挂钩的稳定币购买近 400 亿美元美国短期国债，规模与美国最大政府货币市场基金相当。5 天内 35 亿美元稳定币资金流入会在 10 天内使 3 个月期国债收益率下降约 2-2.5 个基点，若 2028 年行业规模增长 10 倍达 2 万亿美元，2 个标准差资金流动对短期国债收益率影响或为 6.28-7.85 个基点；对黄金价格：黄金价格受美债利率、美元指数及避险属性等驱动，稳定币通过影响美债利率等间接作用于黄金，但因黄金定价因素复杂，其与稳定币增长的直接关联不明确，价格波动方向需综合多因素判断。
- **数字人民币与稳定币的对比及未来协同趋势。**数字人民币作为央行发行的数字法币，是法定货币的数字化形态，在相关场景中逐步推广；稳定币作为加密货币则与传统金融体系融合发展，香港已通过相关法例。未来，我国或依托香港发展离岸人民币、构建可控国际支付渠道，预计未来在保障货币金融安全的前提下，我国将探索“数字人民币主导+合规稳定币补充”的多元支付生态。
- **风险提示：**香港及美国政策落地细节不确定、全球政治经济不确定性、监管冲突、储备资产挤兑风险、加密货币技术风险等。

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁
邮箱：panyj@swsc.com.cn

相关研究

1. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略 (2025-06-05)
2. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解 (2025-05-22)
3. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素 (2025-04-09)
4. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025 年全国“两会”解读 (2025-03-06)
5. 风禾尽起，逐光而行——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择 (2025-02-25)
6. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析 (2025-01-06)

目 录

1 稳定币：基于区块链的现金货币	1
1.1 稳定币的定义与核心功能	1
1.2 稳定币市场格局与监管现状	2
2 稳定币对市场主体的影响：供给方增长动能凸显、需求方效率提升、对银行信贷影响中性	5
2.1 对供给端：市场扩张为多方提供增长动能	5
2.2 对需求端：更低的成本和更高的效率	6
2.3 对银行信贷：稳定币储备与资金流入决定影响或呈中性	7
3 稳定币对资产价格的影响：短债收益率承压，黄金影响模糊	12
3.1 对国债：稳定币增长或压低美国短债收益率	12
3.2 对黄金：稳定币增长带来的价格影响难辨方向	15
4 数字人民币与稳定币：对比分析及未来协同趋势	18
4.1 数字人民币：央行发行的数字法币	18
4.2 未来：或形成“数字人民币主导+合规稳定币补充”的多元支付生态	19

图 目 录

图 1：比特币价格波动率高	1
图 2：以法币质押的稳定币交易链	1
图 3：稳定币 2019-2025 年市值呈现爆发式增长	3
图 4：比索贬值导致阿根廷稳定币需求快速增加	3
图 5：USDT 和 USDC 市值占比超过 90%	4
图 6：美元在国际支付市场中份额远低于稳定币市场	4
图 7：稳定币产业链	5
图 8：稳定币主要需求方	7
图 9：稳定币资金流入与储备示意图	8
图 10：狭义银行稳定币相对于基准（情形）的变化	9
图 11：双层中介稳定币相对于基准（情形）的变化	10
图 12：证券持有模式下稳定币相对于基准（情形）的变化	11
图 13：2024 年美国短期证券持有量	12
图 14：2024 年美国短期国债购买情况	12
图 15：35 亿美元稳定币流入对 3 个月期美国短期国债收益率的影响	13
图 16：美国、中国、日本、法国、加拿大和西班牙 3 个月国债收益率（%）	14
图 17：模拟国债价格平均值 VS. 稳定币的流动性占比	15
图 18：模拟银行风险贷款平均值 VS. 稳定币的流动性占比	15
图 19：黄金价格与美国 10 年期国债实际收益率（美元/盎司；%）	15
图 20：黄金价格与美元指数（美元/盎司；1973 年 3 月=100）	15
图 21：美债规模以及稳定币持有的美债规模预测	16
图 22：2023.7- 2024.6 拉丁美洲按资产类型划分的零售规模交易量占比 VS. 全球平均水平	17
图 23：稳定币市场增长对黄金价格的影响	17
图 24：数字人民币运营架构（推演）	18
图 25：中国持有美国国债金额及同比	20
图 26：中国黄金储备量及同比	20
图 27：“数字人民币+稳定币”双轨清算机制	21

表 目 录

表 1: 稳定币类型	1
表 2: “稳定币+区块链”与“传统银行+SWIFT”对比	2
表 3: 美国与中国香港稳定币监管框架对比	3
表 4: 香港稳定币发行人“沙盒”名单	5
表 5: 香港虚拟资产交易平台名单	6
表 6: 稳定币储备框架及资金流入来源对信贷中介的影响	12
表 7: 数字人民币与稳定币的区别	19
表 8: 全球主要“去美元化”举措及成效（2020-2025）	20

1 稳定币：基于区块链的现金货币

1.1 稳定币的定义与核心功能

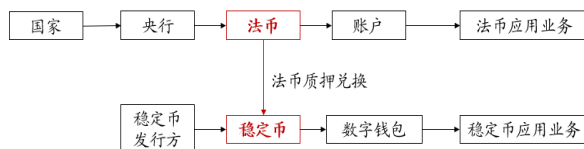
稳定币是一种基于区块链的数字现金。作为区块链上发行的加密货币，稳定币的诞生源于传统加密货币价格的高波动性。传统加密货币的稀缺性设计、无现金流锚定及高杠杆交易结构，使其投机属性成为与生俱来的基因，远超过作为实用支付工具的现实表现。与传统加密货币不同，稳定币通过“锚定”于外部参考资产来维持稳定的价值，成为区块链生态中兼具流通性与价值稳定性的一般等价物，是连接传统金融与加密货币市场的关键桥梁。

图 1：比特币价格波动率高



数据来源：CoinGlass，西南证券整理

图 2：以法币质押的稳定币交易链



资料来源：西南证券

当前主流稳定币由法币储备支持，实质是法币信用的延伸。根据抵押资产类型，稳定币可以分为以法币为抵押的稳定币、以商品为抵押的稳定币、以加密货币为抵押的稳定币以及算法稳定币四大类。不同的稳定币在中心化程度、稳定性以及资本效率之间存在不同的权衡选择：法币抵押型稳定币和商品抵押型稳定币为了稳定性和资本效率而牺牲了去中心化；加密货币抵押型稳定币为了去中心化和稳定性而牺牲了资本效率；而算法稳定币则为了去中心化和资本效率而牺牲了稳定性。具体来看，法币抵押型稳定币的稳定性依托法币储备，由中心化机构管理发行与储备监控，同时基于去中心化区块链实现支付功能，所以其有“中心化机构维系的去中心化支付工具”特性。同时，由于其价值稳定性源于 1:1 锚定法币，所以法币质押型稳定币实质是法币信用在加密市场的延伸。当下，法币抵押型稳定币是市值份额最高的稳定币类型，截至 2025 年 6 月 18 日，USDT 和 USDC 市值合计占比超 90%，反映出由中心化、法币支持的模式所提供的实用稳定性、深度流动性和可靠性，其价值远超过加密货币抵押或算法模型所追求的去中心化的吸引力。

表 1：稳定币类型

类型	产生方式	关键特征、功能、风险	典型货币
以法定货币为抵押的稳定币	与传统货币的价值以 1:1 挂钩	中心化+交易对手风险；受管制；高流动性+易锚定	USDC、USDT、BUSD、PYUSD
以商品为抵押的稳定币	由黄金、白银或其他有形商品等实物资产支持	中心化+交易对手风险；受管制；高流动性+易锚定	PAXG、XAUt
以加密货币为抵押的稳定币	由其他加密货币的储备支持	去中心化的协议治理、智能合约风险、无交易对手风险；比法币抵押的稳定币流动性低；价格具有波动性，易受用作抵押的加密货币价格波动影响	Dai、sUSD、scUSD、lUSD、Frax、MIM

类型	产生方式	关键特征、功能、风险	典型货币
算法稳定币	通过编程机制来维持其价值，不依赖直接抵押品	去中心化的协议治理挑战；抗审查性；无交易对手风险、有智能合约风险；与其他三类相比不太稳定	AMPL、ESD、DSD、BAC、UST

资料来源：Chainalysis，华经产业研究院，西南证券整理

稳定币在 RWA 交易中发挥关键基础设施作用。首先，稳定币可作为支付与结算工具，去中心化特点可以极大简化跨境交易流程，降低交易成本与时间，规避部分汇率波动和支付延迟风险，且基于区块链技术实现点对点交易，提升安全性与透明度；其次，稳定币可成为资产流动性释放引擎，依托代币化技术将流动性缺乏的 RWA 转化为可在区块链上交易的数字资产，增强资产流动性；同时，稳定币可推动 RWA 与区块链深度融合，促进 DeFi 借贷、优化 RWA 投资、赋能传统金融、创新保险领域，催生新金融产品与服务。

表 2：“稳定币+区块链”与“传统银行+SWIFT”对比

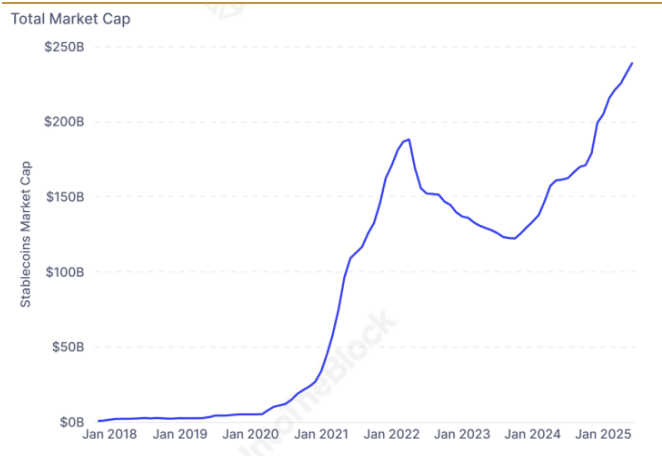
对比维度	传统银行+SWIFT	稳定币+区块链	影响对比
交易时间	至少一个工作日	几分钟	效率大幅提升
交易成本	0.1%-2%+固定费用	可低至 0.1%	成本优势明显
可用时间	工作日+工作时间	7x24 小时	交易效率提升
监管透明度	完整监管链条	部分国家严格监管，部分国家宽松	监管框架需逐步完善
资金追溯	完整银行记录	链上可查但难溯源	监管难度加大

资料来源：21 世纪经济报道，Infini，西南证券整理

1.2 稳定币市场格局与监管现状

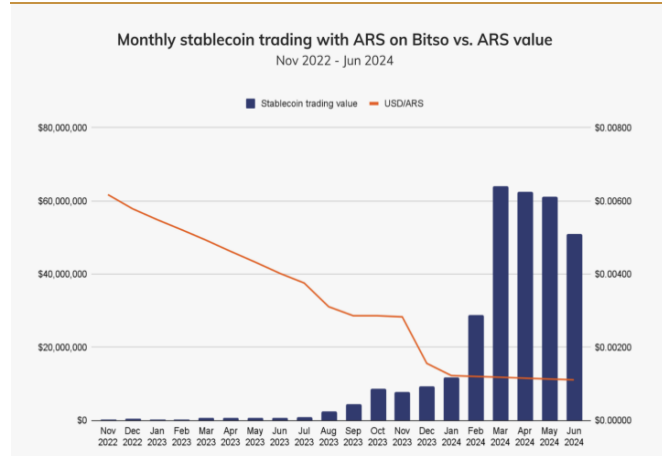
稳定币市场规模呈现爆发式增长态势。截至 2025 年 7 月 8 日，稳定币总市值规模为 2440 亿美元，较 2019 年年底的 50 亿美元增长了约 4780%，市场规模急剧扩张。根据 OKG Research 研究显示，截至 2025 年 5 月，稳定币供应量已接近 2500 亿美元，过去 12 个月增加 54%，流通市值已相当于美国 M2 的 1.13% 左右。OKG Research 预计在全球合规框架逐步铺开、机构和个人广泛采用的乐观情境下，全球稳定币市场供应量在 2030 年将达到 3 万亿美元，月度链上交易量达 9 万亿美元，年交易总量或突破 100 万亿美元。就市值体量而言，稳定币将成为继国债、现金、银行存款之后的“第四类基础货币资产”，成为数字支付与资产流通的重要媒介。稳定币市值快速增长或归因于三大原因：1) 跨境支付结算时，稳定币更加高效及时，费用率更低，且可规避部分汇率波动风险；2) 加密货币市场的扩容带动稳定币需求增长；3) 地缘政治风险加剧以及区域经济持续动荡，促使部分有避险需求的新兴国家，如阿根廷，将稳定币作为重要替代货币。

图 3：稳定币 2019-2025 年市值呈现爆发式增长



数据来源：IntoTheBlock，西南证券整理

图 4：比索贬值导致阿根廷稳定币需求快速增加



数据来源：Chainalysis，西南证券整理

中国香港和美国均高度重视稳定币方向发展。2025 年 5 月美国和中国香港几乎同一时间在稳定币监管立法方面取得突破性进步。美国方面，5 月 19 日美国参议院以 66 票对 32 票通过了“cloture 动议”，《Genius Act》，这是美国首个针对稳定币的联邦监管框架，6 月 17 日，美国参议院通过稳定币法案，离建立一个有效的稳定币监管框架更近一步；中国香港方面，5 月 21 日，香港立法会正式通过《稳定币条例草案》，该条例将于 8 月 1 日生效，这一里程碑式的立法举措标志着香港在虚拟资产监管领域迈出了关键一步。具体来看，**香港和美国稳定币立法在储备要求上有一定差异**，美国对合格储备资产进行了非常严格的限定，仅包括现金、在受保存款机构持有的受保存款、期限极短的美国国库券、以及由这些国库券完全支持的隔夜回购协议等，这些资产的共同特点是具有极高的流动性和极低的市场与信用风险，而中国香港对具体种类暂未明确要求。**该差异或折射出中国香港和美国在立法意图上的区别**：美国立法意在搭建监管架构，规整稳定币市场，巩固其在全球稳定币市场的主导优势；而处于稳定币探索初期的中国香港，立法是为构建完备的虚拟资产监管框架，借此推进金融创新进程，持续夯实香港国际金融中心的地位。

表 3：美国与中国香港稳定币监管框架对比

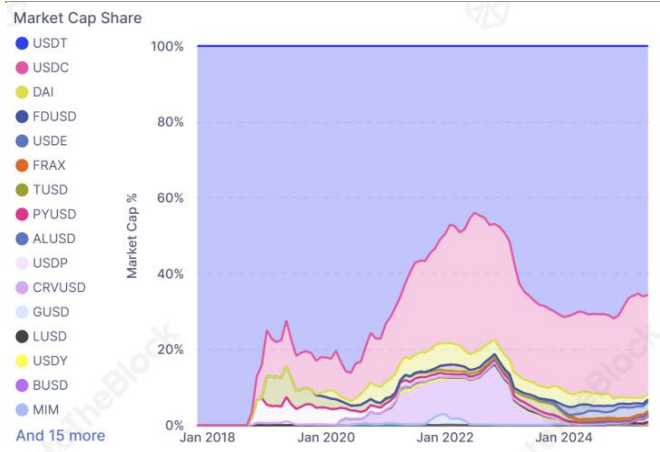
	香港	美国
监管主体	香港金融管理局负责对具有金融类属性的虚拟资产包括稳定币进行监管。	联邦和州监管机构，根据稳定币发行规模和发行主体性质有所不同，如规模超 100 亿美元的发行方由联邦监管机构监督，不足 100 亿美元的非银行发行方可选择州监管体系。
发行主体要求	任何人在香港发行法币稳定币或宣称锚定港元价值的法币稳定币，必须向金融管理专员申领牌照，持牌人、指定稳定币实体及其高级人员需符合相关要求，违规会被处罚。	银行、信用社或非银行机构均可发行，但都需向相应联邦监管机构注册，对发行主体的资质、高管等有相关要求，禁止有特定金融犯罪记录者担任高管或董事。
储备要求	相关人士须妥善分隔客户资产、维持健全稳定机制，在合理条件下按面额处理稳定币持有人的赎回要求，对储备资产的具体种类未明确限定。	发行方需为每发行 1 美元稳定币持有至少 1 美元合规储备，限于美元现金、银行保险存款、短期国债等特定高流动性资产。
合规与信息披露	相关人士须符合打击洗钱及恐怖分子资金筹集、风险管理、披露规定及审计和适当人选等要求，对广告宣传有严格限制，只允许持牌法币稳定币发行相关广告。	发行方需遵守《银行保密法》，制定反洗钱和制裁合规计划，定期发布稳定币数量及储备构成报告，超 500 亿美元规模发行方需提交审计年度财务报表。

	香港	美国
消费者保护	通过发牌制度、储备管理、赎回规定等保障消费者权益，只允许持牌发行人发行的稳定币销售给零售投资者。	赋予稳定币持有人在发行方破产时对其他所有债权的优先受偿权，明确稳定币不属于证券或商品，不享受联邦保险。
市场影响	完善香港虚拟资产监管框架，推动金融创新，吸引相关企业，巩固香港国际金融中心地位，促进稳定币及数码资产生态圈健康发展。	旨在建立联邦监管体系，使稳定币市场进一步规范，可能吸引传统金融机构入场，强化美元在全球稳定币领域的主导地位。

资料来源：《稳定币条例草案》，《STABLE 法案》，《GENIUS 法案》，大成律师事务所，西南证券整理

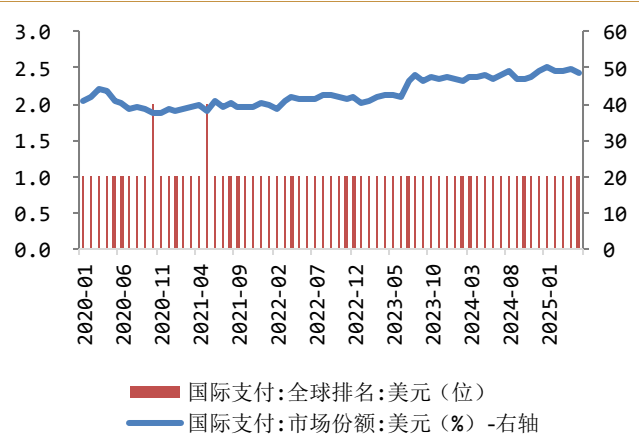
挂钩美元稳定币占据市场绝对主导地位。截至 2025 年 6 月 18 日，由 Tether 发行的 UST 占到所有稳定币市值的 65.47%，由 Circle 发行的 USDC 占到所有稳定币市值的 25.92%，两者均为与美元锚定的稳定币，合计占比 91.39%。美元在稳定币市场中的占比远高于国际支付体系中美元的占比，截至 2025 年 5 月，美国在国际支付份额为 48.46%。这或解释了美国为何高度关注稳定币发展——它可能在“去美元化”趋势下，成为巩固美元霸权的重要战略工具。

图 5：USDT 和 USDC 市值占比超过 90%



数据来源：IntoTheBlock，西南证券整理

图 6：美元在国际支付市场中份额远低于稳定币市场



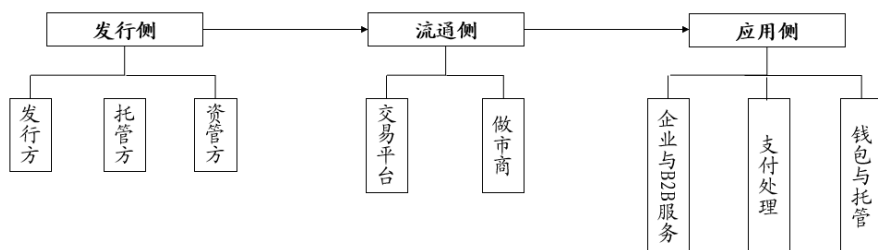
数据来源：Wind，西南证券整理

2 稳定币对市场主体的影响：供给方增长动能凸显、需求方效率提升、对银行信贷影响中性

2.1 对供给端：市场扩张为多方提供增长动能

稳定币已拥有完整的发行、流通和应用生态。在发行侧，发行方是核心主体，负责稳定币的创建，像 Tether 发行 USDT、Circle 发行 USDC。托管方则为发行方提供资产保管服务，确保锚定资产安全稳定，资管方参与资产的管理运作，保障发行的合理合规。发行侧生成的稳定币流入流通侧。流通侧以交易平台为主要阵地，如知名的 Coinbase、币安等数字资产交易的平台，是稳定币交易的核心场所，部分传统金融机构也在探寻参与路径。做市商在此发挥关键作用，通过持续提供买卖报价和充足流动性，保障稳定币交易的高效与价格稳定。稳定币经过流通侧的交易流转后，来到应用侧。企业与 B2B 服务为稳定币在商业领域的应用提供技术支持、解决方案等；支付处理环节让稳定币能够实现日常支付功能；钱包与托管则为用户提供稳定币的安全存储与便捷管理服务，使得稳定币能切实服务于各类实际应用场景。

图 7：稳定币产业链



资料来源：CB Insights，Circle 招股书，西南证券整理

利差为发行方当下的主要收入来源。发行方主要负责稳定币在市场中的供应与持续运营。该类别企业代表稳定币发行的多元模式，包括法币抵押、加密资产抵押以及算法稳定币，各类稳定币通过自身独特机制维持币值稳定，满足不同市场需求。发行方的盈利模式主要通过吸收零利息的法币储备并投资于短期国债等高流动性、高收益资产获取利差收益，同时在用户以铸造-赎回过程中收取一定比例的手续费。以 Circle 为例，其盈利收入主要来自利息收入以及手续费等其他收入。截至 2025 年 3 月 31 日，Circle 持有储备基金资产（包含美国国债、隔夜回购、现金等）总额约 535.6 亿美元，占总储备约 89.2%，储备收入约 5.58 亿美元，占比达到 96.4%。

表 4：香港稳定币发行人“沙盒”名单

“沙盒”参与者	进入“沙盒”日期	主要情况
京东区块链科技（香港）有限公司	2024/7/18	开发港元稳定币 JD-HKD，聚焦跨境支付、供应链金融等场景，技术架构基于 JDChain 区块链平台
圆币创新科技有限公司	2024/7/18	开发港元稳定币 HKDR，与 Cobo、连连国际等机构合作，聚焦 DeFi 流动性池与跨境场景支付。
渣打银行（香港）有限公司+安拟集团有限公司 +Hong Kong Telecommunications Limited	2024/7/18	开发港元稳定币 HKDG，渣打提供资金托管、安拟负责开发合约、电讯负责支付接入

资料来源：香港金融管理局，西南证券整理

交易平台主要收取手续费盈利。稳定币的流通环节以交易平台为核心，其在产业链中扮演“中介”角色。稳定币交易平台通常提供高流动性，基于区块链技术实现跨境实时结算，手续费远低于传统银行系统，在合规监管下实现了安全与稳定部分平台还通过提供做市服务获取流动性收益。截至 2025 年 6 月，香港持牌的虚拟资产交易平台共有 11 家。

表 5：香港虚拟资产交易平台名单

虚拟交易平台名称	发牌日期
OSL Digital Securities Limited	2020/12/15
Hash Blockchain Limited 哈希区块链有限公司	2022/11/9
Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited 香港虚拟资产交易有限公司	2024/10/3
Hong Kong Digital Asset EX Limited 香港数字资产 EX 有限公司	2024/12/18
Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited Accumulus 大湾区科技（香港）有限公司	2024/12/18
DFX Labs Company Limited	2024/12/18
EXIO Limited EXIO 有限公司	2024/12/18
Panthertrade (Hong Kong) Limited	2025/1/27
YAX (Hong Kong) Limited	2025/1/27
Bullish HK Markets Limited	2025/2/18
Hong Kong BGE Limited 香港 BGE 有限公司	2025/6/17

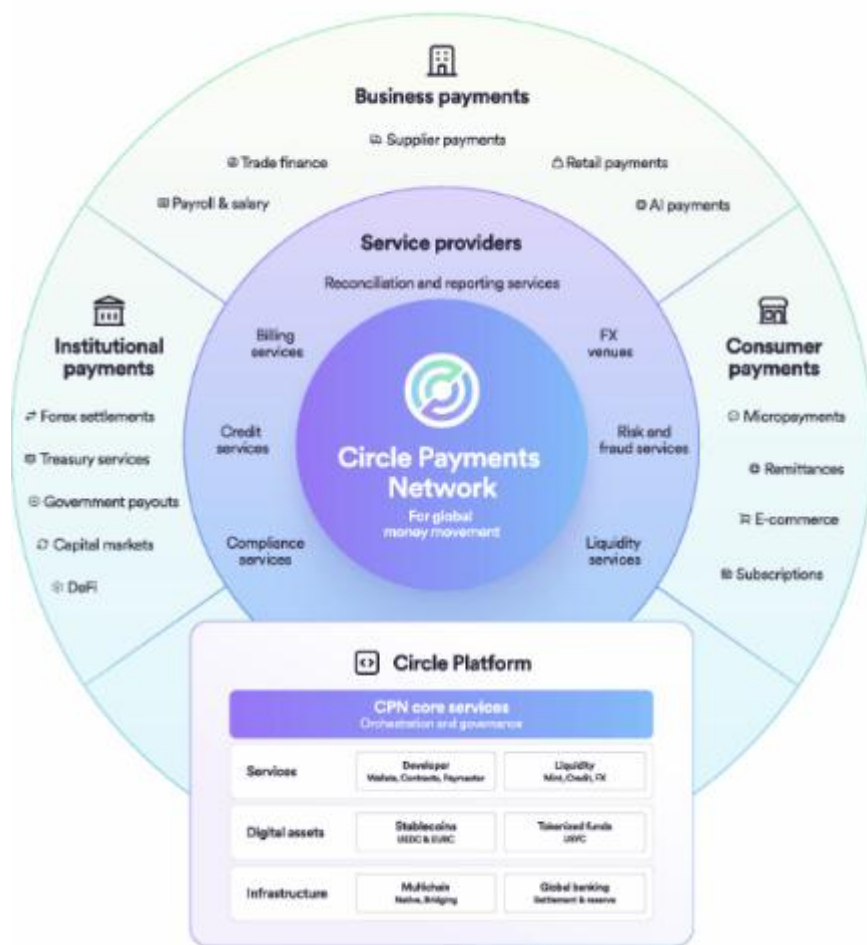
资料来源：香港证监会，西南证券整理

稳定币市场扩张将带动产业链各参与者快速发展。ARK Invest 报告显示，2024 年稳定币年化交易价值高达 15.6 万亿美元，分别超出 Visa 和 Mastercard 年化交易价值的 119% 和 200%，在 2024 年 12 月，稳定币单日交易量触及 2700 亿美元，月交易量更是达到 2.7 万亿美元。随着市场规模的急剧扩张，稳定币在跨境支付、期货交易、投资交易、供应链金融等场景中的应用将持续深化。稳定币供给方作为市场的关键参与者，将在这一进程中收获诸多发展机遇。一方面，市场需求的膨胀促使供给方能够通过扩大发行规模来获取更多的铸币税收收益以及交易手续费收入。另一方面，随着应用场景的不断丰富，供给方有机会与更多不同类型的机构展开合作，例如与金融机构携手打造创新的金融产品，或者与电商平台合作拓展支付渠道，从而进一步拓展业务边界，挖掘新的盈利增长点。渣打预测，在美国《天才法案》通过后，稳定币市场规模预计从当前的 2440 亿美元扩张至 2028 年的 2 万亿美元。

2.2 对需求端：更低的成本和更高的效率

稳定币的低成本与高效率，推动需求提升。对个人而言，稳定币是一种交易速度快、成本低、时间不受限的数字货币，其基础设施能够大幅提升汇款效率，将交易费用降至 0.1%-0.3%，实现资金数分钟到账，提供 7x24 小时服务，确保交易透明，汇率公平且无隐形费用；对商家而言，稳定币不光降低了交易成本，与传统方式相比，许可型去中心化金融（DeFi）系统可将交易成本降低多达 80%，还能够帮助企业完成按秒结算以及到货即付的精细化管理，减少营运资金占用；对机构而言，稳定币能够帮助金融机构之间形成更快、更透明的结算，降低交易对手风险和运营成本，以及能够通过实现高效地将海外赚取的收入兑换回公司本国市场货币，简化资金汇回流程。

图 8：稳定币主要需求方



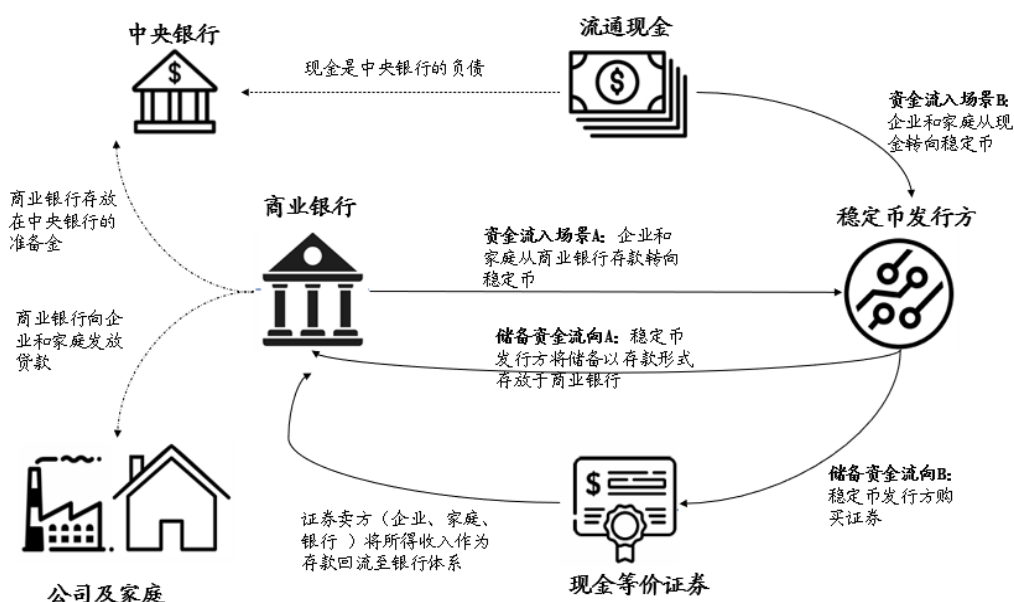
资料来源：CPN 白皮书，西南证券整理

2.3 对银行信贷：稳定币储备与资金流入决定影响或呈中性

随着监管框架的设立，稳定币有望在金融系统中被广泛使用，而它是否会对银行，尤其是银行主导的信贷中介业务造成冲击成为市场关注的重点之一。在三种以法币为支撑的稳定币在金融体系中得到广泛应用的合理性场景下，稳定币的采用对信贷供给的影响或依赖于两个因素稳定币资金流入的来源，以及稳定币储备资产的构成¹。大规模资金流入可能来自三个渠道：实物货币（纸币）、商业银行存款以及现金等价证券（或货币市场基金）；稳定币储备资产框架分为三种：稳定币储备框架：狭义银行模式（稳定币需完全由中央银行储备支持的商业银行存款作为后盾）、双层中介模式（稳定币将由用于部分准备金银行制度的商业银行存款作为支撑）和证券持有模式（稳定币发行方可以持有现金等价证券，如国库券和优质商业票据），而证券持有模式是现在稳定币主流的储备资产形式。

¹ 分析及结论来自 Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. *Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking*. International Finance Discussion Papers

图 9：稳定币资金流入与储备示意图



资料来源: Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. *Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking*. International Finance Discussion Papers No. 1334. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 西南证券整理

在狭义银行情境中，实物现金流入或证券兑换狭义银行稳定币时，对信贷供给呈中性影响，而商业银行存款流入时，则会扰乱信贷供给。具体来看：1) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代现金，商业银行资产负债表中稳定币储备与准备金同步增加，中央银行资产负债表则通过“准备金”替代“现金”进行结构调整，净效应是商业银行资产负债表扩张，但信贷供给未发生变化；2) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代商业银行存款，由于在狭义银行情境中稳定币存款在商业银行资产负债表中需 100% 储备，银行必须减持资产以应对非稳定币存款资金的减少，此时中央银行或将通过购买证券以满足对准备金的新增需求；3) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代证券，与 2) 中情况类似，央行或将通过购买证券以满足准备金新增需求，而对商业银行信贷供给的净影响应微乎其微。

图 10：狭义银行稳定币相对于基准（情形）的变化

基准资产负债表					
中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 18	准备金 8	准备金 8	存款 80	存款 80	债务与权益 200
	现金 10	贷款与证券 92	债务与权益 20	现金 20	
				证券及其他 100	

考虑家庭和企业从纸币、商业银行存款或证券中取出 10 美元去购买稳定币，假设商业银行的传统存款有 10% 的法定存款准备金率

现金购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
	准备金 +10	准备金 +10	稳定币存款 +10	稳定币 +10	
	现金 -10			现金 -10	

信贷供给呈现中性影响

商业银行存款购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 +9	准备金 +9	准备金 +9	稳定币存款 +10	稳定币 +10	贷款 -9
		贷款 -9	传统存款 -10	存款 -10	
				证券 -9	

因为商业银行准备金增加，所以贷款供给收缩；家庭或采取出售证券的方式偿还贷款，在这个例子中与央行购买证券相匹配。

证券购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 +10	准备金 +10	准备金 +10	稳定币存款 +10	稳定币 +10	
				证券 -10	

信贷供给呈现中性影响

数据来源：Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking. International Finance Discussion Papers No. 1334. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 西南证券整理

在双层中介情境中，实物现金流入或证券兑换稳定币时，对信贷供给呈积极影响，商业银行存款流入时，对信贷供给呈中性影响。具体来看：1) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代现金，由于商业银行对稳定币存款采用部分准备金制度，其资产负债表随信贷扩张和证券持有量增加而扩大，中央银行资产负债表则因准备金增加幅度小于现金降幅而出现净收缩，整体信贷供给影响为正向；2) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代商业银行存款，商业银行和中央银行的整体资产负债表及资产持有量不变，唯一变化是商业银行负债结构，其中传统存款转为稳定币存款，整体信贷供给影响为中性；3) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代证券，与 1) 中情况类似，由于部分准备金制度，整体信贷供给影响为正向。

图 11：双层中介稳定币相对于基准（情形）的变化

基准资产负债表					
中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 18	准备金 8	准备金 8	存款 80	存款 80	债务与权益 200
	现金 10	贷款与证券 92	债务与权益 20	现金 20	
				证券及其他 100	

考虑家庭和企业从纸币、商业银行存款或证券中取出 10 美元去购买稳定币，假设商业银行的传统存款有 10% 的法定存款准备金率

现金购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 -9	准备金 +1	准备金 +1	稳定币存款 +10	稳定币 +10	贷款 +9
	现金 -10	贷款 +9		现金 -10	
				证券及其他 +9	

由于采取部分准备金制度，信贷供给呈现正向影响

商业银行存款购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
			稳定币存款 +10	稳定币 +10	
			传统存款 -10	存款 -10	

信贷供给呈现中性影响

证券购买

中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 +1	准备金 +1	准备金 +1	稳定币存款 +10	稳定币 +10	贷款 +9
		贷款 +9		证券及其他 -1	

信贷供给呈现正向影响

数据来源：Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. *Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking*. International Finance Discussion Papers No. 1334. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 西南证券整理

在证券持有情境中，实物现金流入稳定币时，对信贷供给呈现中性或积极影响，商业银行存款流入时，信贷或呈收缩但银行可通过调整证券持仓缓冲，证券兑换稳定币时，对信贷影响整体中性。具体来看：1) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代现金，而稳定币发行方用纸币购买现有证券，且这些纸币最终未存入银行体系，则对信贷供给无影响，这相当于纸币与证券的直接交换，但如果购买现有证券的纸币被存入银行体系，或用于为新证券发行提供资金，则可能通过商业银行扩大贷款或证券购买规模、降低证券发行的均衡成本等方式增加信贷供给，整体而言，现金交换或推动信贷供给温和增长；2) 如果稳定币在家庭

和企业资产负债表中替代商业银行存款，假定稳定币发行方从商业银行获取证券，商业银行则通过自行发行证券来部分弥补失去的存款资金来源，此外，商业银行可以减少其证券投资组合，以适应存款资金的损失。如果银行主要通过改变证券持有量来调整资产负债表的资产端，那么银行贷款组合的规模可能保持不变。在这种情景下，由于银行准备金的减少，中央银行的资产负债表也会略微收缩；3) 如果稳定币在家庭和企业资产负债表中替代证券，这将导致类证券的有效代币化，且不会对银行体系的信贷供给产生直接影响。

图 12：证券持有模式下稳定币相对于基准（情形）的变化

基准资产负债表					
中央银行		商业银行		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 18	准备金 8	准备金 8	存款 80	存款 80	债务与权益 200
	现金 10	贷款与证券 92	债务与权益 20	现金 20	
				证券及其他 100	

考虑家庭和企业从纸币、商业银行存款或证券中取出 10 美元去购买稳定币，假设商业银行的传统存款有 10% 的法定存款准备金率

现金购买

中央银行		商业银行		稳定币发行方		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 -9	准备金 +1	准备金 +1	存款 +10	证券 +10	稳定币 +10	稳定币 +10	贷款 +9
	现金 -10	贷款 +9				现金 -10	
						证券及其他 +9	

若购买证券的纸币被存入银行体系，信贷供给呈现正向影响

商业银行存款购买

中央银行		商业银行		稳定币发行方		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
证券 -1	准备金 -1	准备金 -1	证券发行 +5	证券 +10	稳定币 +10	稳定币 +10	
		证券 -4	传统存款 -10			存款 -10	

商业银行可以通过调整证券持仓缓冲信贷收缩，整体或对信贷供给呈现中性影响

证券购买

中央银行		商业银行		稳定币发行方		家庭/企业	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
				证券 +10	稳定币 +10	稳定币 +10	
						证券 -10	

信贷供给呈现中性影响

数据来源: Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. *Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking*. International Finance Discussion Papers No. 1334. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 西南证券整理

整体而言，在大多数情况下，信贷供给影响呈现中性，而且稳定币取代现金可能会为银行主导的信贷供给创造更大空间。值得注意的是，狭义银行框架最容易造成信贷脱媒的风险，因为金融压力或恐慌时期可能导致商业银行常规存款大规模流入狭义银行稳定币，进而扰乱信贷供给。尽管可通过限制稳定币持有量和设定差别准备金利率来缓解这种信贷干扰效应，但狭义银行模式下稳定币储备的整体结构仍可能对银行体系稳定性构成威胁。

表 6：稳定币储备框架及资金流入来源对信贷中介的影响

资金流入来源	稳定币储备方式		
	狭义银行：稳定币存款存于单独账户，在中央银行持有全额准备金	两级中介：稳定币存款作为商业银行的交易性存款持有	证券持有：类现金证券作为稳定币的储备抵押物持有
现金替代	中性	正向	正向
存款替代	负向	中性	中性至可能负向
证券替代	中性	正向	中性

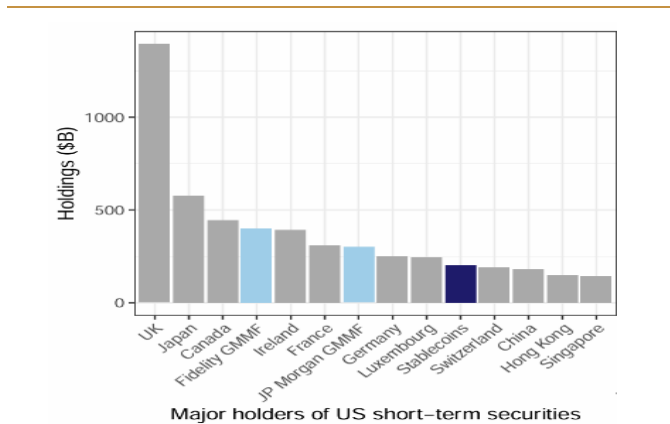
资料来源：Liao, Gordon Y., and John Caramichael. 2022. Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking. International Finance Discussion Papers No. 1334. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 西南证券整理

3 稳定币对资产价格的影响：短债收益率承压，黄金影响模糊

3.1 对国债：稳定币增长或压低美国短债收益率

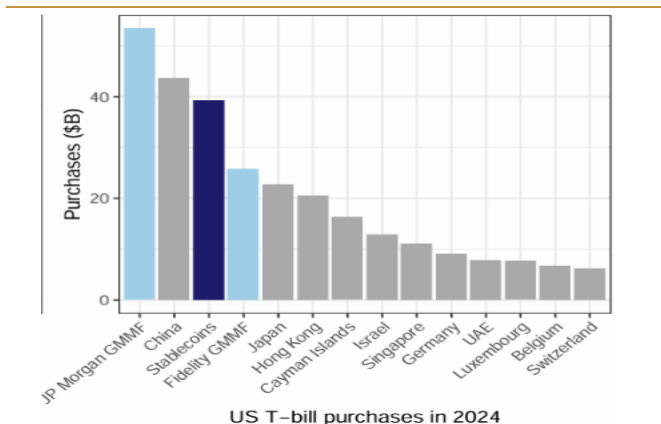
稳定币发行方成为美国短期国债的主要参与者之一。截至 2025 年 3 月，与法币挂钩的稳定币管理的总资产已超过 2000 亿美元，超过了中国等主要外国投资者持有的美国短债规模。稳定币发行方，尤其是现在主导市场的 USDT（Tether 发行）和 USDC（Circle 发行）主要以美国短期国债（T-bills）和货币市场工具为其代币提供支持，这使稳定币成为了短期债务市场中的重要参与者。2024 年与美元挂钩的稳定币购买了近 400 亿美元的美国短期国债，规模与美国最大的政府货币市场基金相当，且超过了大多数外国投资者的购买量。因此未来稳定币市场扩容或直接推高市场对国债的需求量。

图 13：2024 年美国短期证券持有量



数据来源：Ahmed, Rashad, and Iñaki Aldasoro. 2025. Stablecoins and Safe Asset Prices. BIS Working Papers No. 1270. Basel: Bank for International Settlements, 西南证券整理

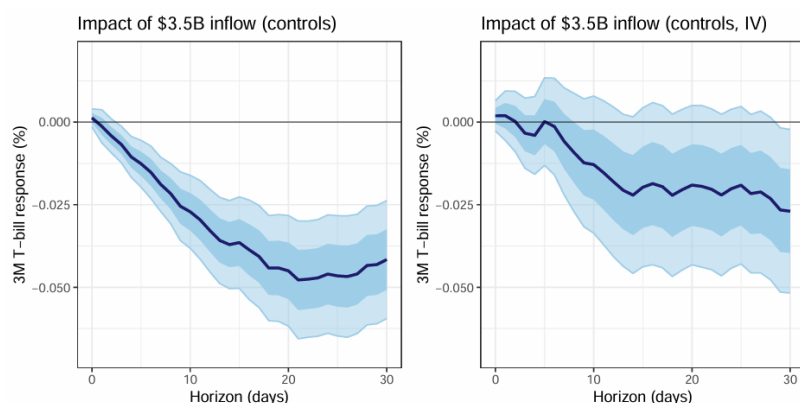
图 14：2024 年美国短期国债购买情况



数据来源：Ahmed, Rashad, and Iñaki Aldasoro. 2025. Stablecoins and Safe Asset Prices. BIS Working Papers No. 1270. Basel: Bank for International Settlements, 西南证券整理

稳定币资金流入会压低短期国债收益率。在通过一系列加密货币冲击来解决内生性问题的模型设定下，研究发现²，5 天内 35 亿美元的稳定币资金流入会在 10 天内使 3 个月期国债收益率下降约 2-2.5 个基点。与短期国债相反，稳定币的购买对 2 年期和 5 年期等较长期限国债收益率未产生明显影响。假设到 2028 年，稳定币行业规模增长 10 倍达到 2 万亿美元（Treasury Borrowing Advisory Committee 预测），且 5 天期资金流动的方差也按比例增长。那么，2 个标准差的资金流动规模将约为 110 亿美元，对短期国债收益率的估计影响为 6.28-7.85 个基点。

图 15：35 亿美元稳定币流入对 3 个月期美国短期国债收益率的影响



Note: IRF estimate produced from local projection specified in Equation (3). A \$3.5B inflow is approximately a 2-standard deviation flow. Darker and lighter shaded regions correspond to 68% and 95% Newey-West confidence bands, respectively. The right-panel instruments 5-day stablecoin flows in the local projection with a measure of idiosyncratic crypto price shocks.

数据来源：Ahmed, Rashad, and Iñaki Aldasoro. 2025. *Stablecoins and Safe Asset Prices*. BIS Working Papers No. 1270. Basel: Bank for International Settlements, 西南证券整理

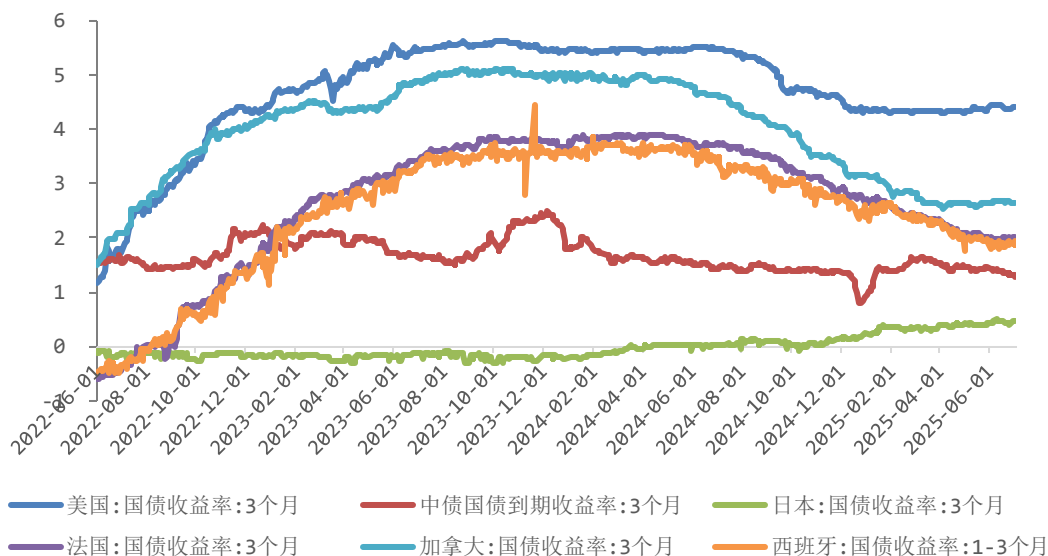
稳定币通过三个渠道影响国债市场定价：1) 直接需求渠道，如果流入稳定币的资金原本不会购买短期国债，稳定币发行方对短期国债的需求则会减少短期国债的可购买量；**2) 间接渠道**，当稳定币吸纳部分国债后，为国债市场提供了“缓冲垫”，交易商无需动用自有资金或增加负债来持有这些资产，从而减少了资本占用和杠杆压力等交易商的资产负债表约束，市场流动性有望进一步增强，最终对资产价格产生影响；**3) 信号效应渠道**，大规模资金流入稳定币或传递出风险规避的信号，而投资者或将这一信号纳入市场定价中。

稳定币对短期国债收益率影响程度或部分取决于国债发行情况。如果国债供给固定，任何安全资产需求的增加均会推高国债价格并降低其收益率。然而，这种调整的幅度取决于政府对国债需求增加的反应。如果财政部调整发行以适应额外需求，那么稳定币的增加对国债的影响以及对信贷配置的影响都或将更为温和，因此安全资产市场的供给侧管理或是影响国债收益率的关键。根据《Genius 法案》框架，美国稳定币储备资产应主要投资于美元或短期（不超过 93 天）美国国债类资产，这或代表特朗普政府推动稳定币法案的目的之一是对美国国债形成支持作用，政府或可在美债需求增加的情况下增加美债发行。**但需要注意的是，对美债尤其是短期美债的需求增加，反而可能对美国短债市场构成潜在压力**，首先美国短债凭借高票息与高流动性，目前仍是市场中极具吸引力的资产。截至 2024 年 8 月，稳定币发行方持有美国国库券的规模占比约 1%，尚处于较低水平；但若其规模持续扩张，且监管继

² 研究发现来自 Ahmed, Rashad, and Iñaki Aldasoro. 2025. *Stablecoins and Safe Asset Prices*. BIS Working Papers

续要求高流动性资产（如美国短债）作为储备，其对短债收益率的影响或将如前文所述显著增强，进而削弱美国短债的市场吸引力；其次稳定币本质上依赖发行方信用背书，若投资者信心受损引发大规模挤兑赎回，发行方将被迫抛售储备资产（美国短债），这可能导致短债收益率快速承压，并进一步诱发流动性风险。

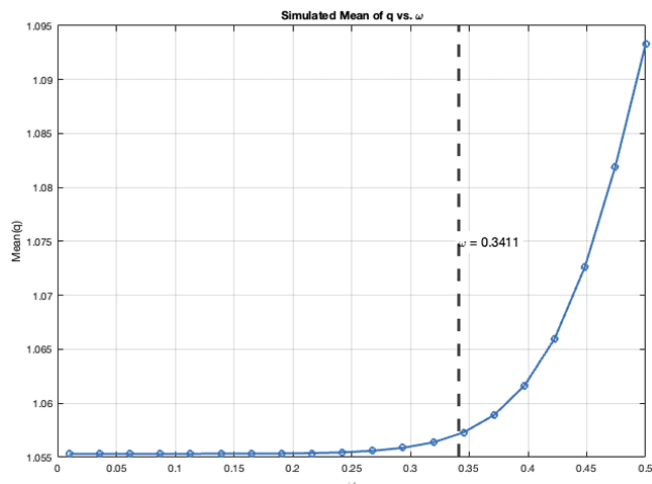
图 16：美国、中国、日本、法国、加拿大和西班牙 3 个月国债收益率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

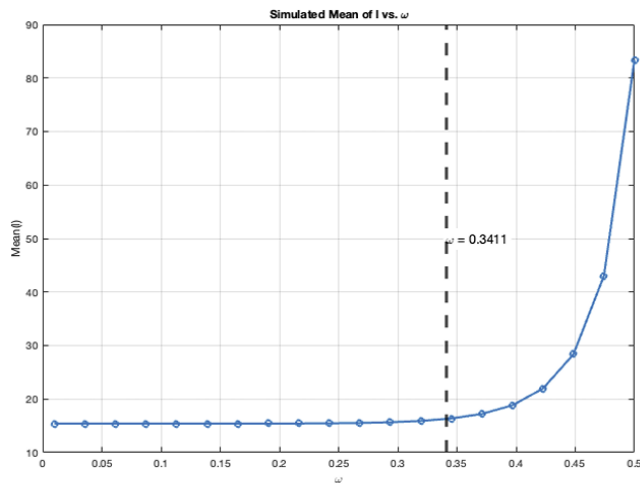
如果购买国债的稳定币规模进一步扩大，银行信贷投放或呈现扩张。购买国债的稳定币对信贷的影响主要来自两个渠道，一方面，稳定币在流动性供给中占比上升会推高国债需求，提升银行持有的国债市值，进而放松资本约束、降低监管资本边际成本，但这也可能会削弱银行扩大信贷投放的动力；另一方面，稳定币流动性占比上升会压低国债收益率，扩大风险贷款与国债的收益差，银行据此调整投资组合、提高高收益贷款占比，而风险贷款的全额风险权重会增加风险加权资产并收紧资本约束，其有效回报随之上升，反而激励信贷供给增加。信贷供给的最终净效应取决于均衡状态下哪个渠道占据主导地位。当稳定币流动性占比较低时，其需求规模不足以对市场价格产生显著影响（如 2.3 所述，在稳定币发行方增持国债的情境下），此时对信贷投放的整体影响偏向中性。但一旦规模突破临界水平，国债需求引发的资产价格变动将改变银行资产负债表约束，稳定币对信贷的溢出效应或将快速显现。

图 17：模拟国债价格平均值 VS. 稳定币的流动性占比



数据来源：Kim, Sang Rae. 2025. Macro-Financial Impact of Stablecoin's Demand for Treasuries. Working Paper. Seoul: Department of Economics, Kyung Hee University, 西南证券整理；注：该结果基于作者建构的宏观金融模型，横坐标为稳定币的流动性占比，纵坐标为模拟国债价格平均值。

图 18：模拟银行风险贷款平均值 VS. 稳定币的流动性占比

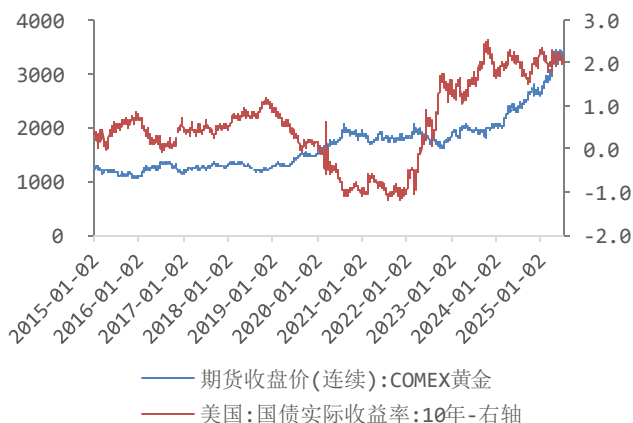


数据来源：Kim, Sang Rae. 2025. Macro-Financial Impact of Stablecoin's Demand for Treasuries. Working Paper. Seoul: Department of Economics, Kyung Hee University, 西南证券整理；注：该结果基于作者建构的宏观金融模型，横坐标为稳定币的流动性占比，纵坐标为模拟国债价格平均值。

3.2 对黄金：稳定币增长带来的价格影响难辨方向

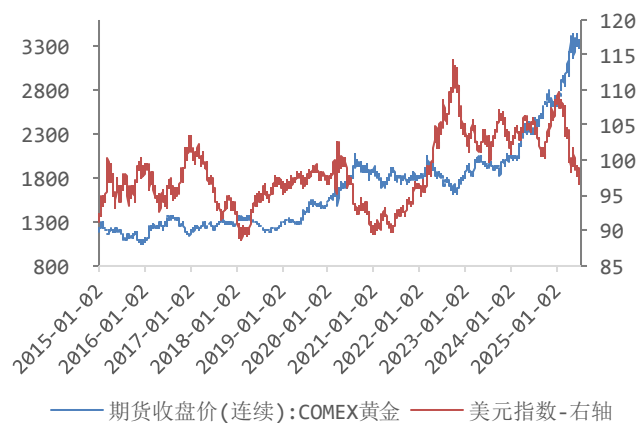
除供需博弈外，黄金定价主要受美债利率、美元指数及避险属性等核心因素驱动。1) 黄金价格与美债利率呈负相关，美债利率在一定程度上可视为持有黄金的机会成本，利率上行时，持有黄金的相对收益下降，抑制需求，反之则提振价格；2) 黄金价格与美元指数呈负相关，2025 年以来两者反向联动特征尤为显著，这或暗示当前支撑金价上涨的部分逻辑源于美元信用的弱化；3) 全球避险情绪升温时，黄金的避险属性凸显，推动其价格上行。

图 19：黄金价格与美国 10 年期国债实际收益率(美元/盎司；%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

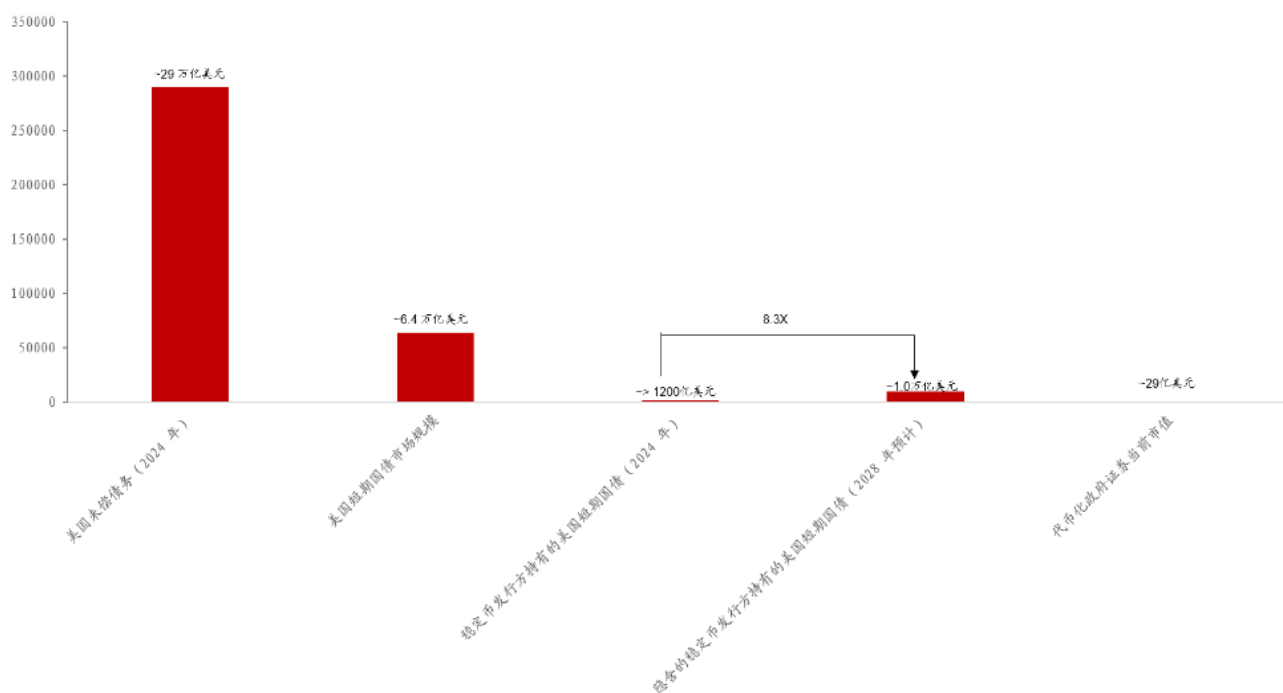
图 20：黄金价格与美元指数(美元/盎司；1973 年 3 月=100)



数据来源：Wind, 西南证券整理

稳定币需求增长或通过压低机会成本与抬升避险需求两条路径推动黄金价格上行。一方面，美国稳定币储备资产以短期国债为主（如 3.1 所述），其规模扩张将推升短期美债需求。美国财政部借款咨询委员会（TBAC）2025 年 4 月专题报告显示，若稳定币市值达 2 万亿美元，将带来约 1 万亿美元短期美债新增需求，这会压低短期美债收益率，降低持有黄金的机会成本，刺激黄金需求进而推升其价格；另一方面，数字货币市场波动性较强，若稳定币受数字资产波动冲击或发行方遭遇信用危机，可能引发国债挤兑风险，威胁金融系统流动性。市场在稳定币扩张过程中或提前定价此类风险，出于避险考量增持黄金，进一步支撑金价上行。

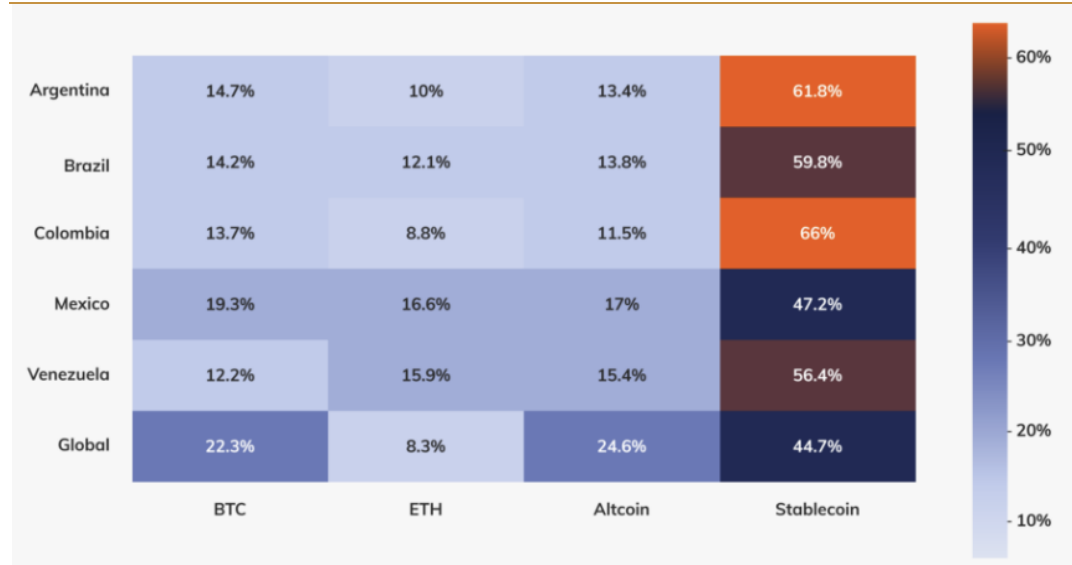
图 21：美债规模以及稳定币持有的美债规模预测



数据来源：TBAC，西南证券整理

稳定币需求或通过强化美元信用分流黄金需求，进而压制金价。一方面，稳定币作为数字货币，其市场接受度提升本质上会强化挂钩法币的认可度，间接巩固相关法币的全球地位。当前稳定币市场以美元挂钩品种为主，美国财政部部长表示美国有望借助稳定币保持美元在全球的主导储备货币地位。若美元稳定币持续扩张，市场对美元信心的信心增强，可能削弱黄金需求并拉低其价格；另一方面，部分新兴国家（如阿根廷）正在通过持有稳定币来应对通胀和货币贬值，这或将分流部分黄金需求，进而压制金价。

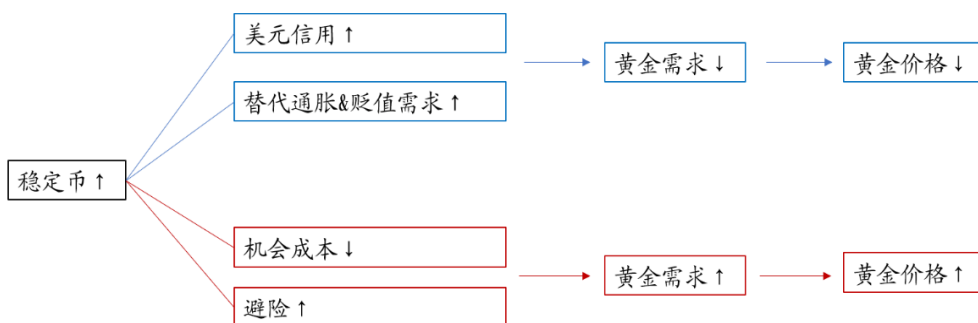
图 22：2023.7-2024.6 拉丁美洲按资产类型划分的零售规模交易量占比 VS.全球平均水平



数据来源：Chainalysis，西南证券整理

总体来看，稳定币规模增长对黄金价格的影响方向尚不明确。稳定币规模增长对黄金价格的影响具有多面性与复杂性，一方面，稳定币存在推升金价的作用机制。美国稳定币储备多为短期国债，其规模扩张会增加短期美债需求，压低收益率，降低黄金机会成本，刺激需求推高金价；且数字货币市场波动大，稳定币若遇危机引发国债挤兑，市场出于避险会增持黄金，也支撑金价上行。另一方面，稳定币也可能打压金价。稳定币被市场接受会强化美元信用，巩固美元地位，若美元稳定币持续扩张，市场对美元信心增强，黄金需求或被削弱；部分新兴国家如阿根廷用稳定币应对通胀和货币贬值，也会分流黄金需求，导致金价下行。在多因素交织影响下，稳定币增长对黄金价格的影响尚不明朗。

图 23：稳定币市场增长对黄金价格的影响



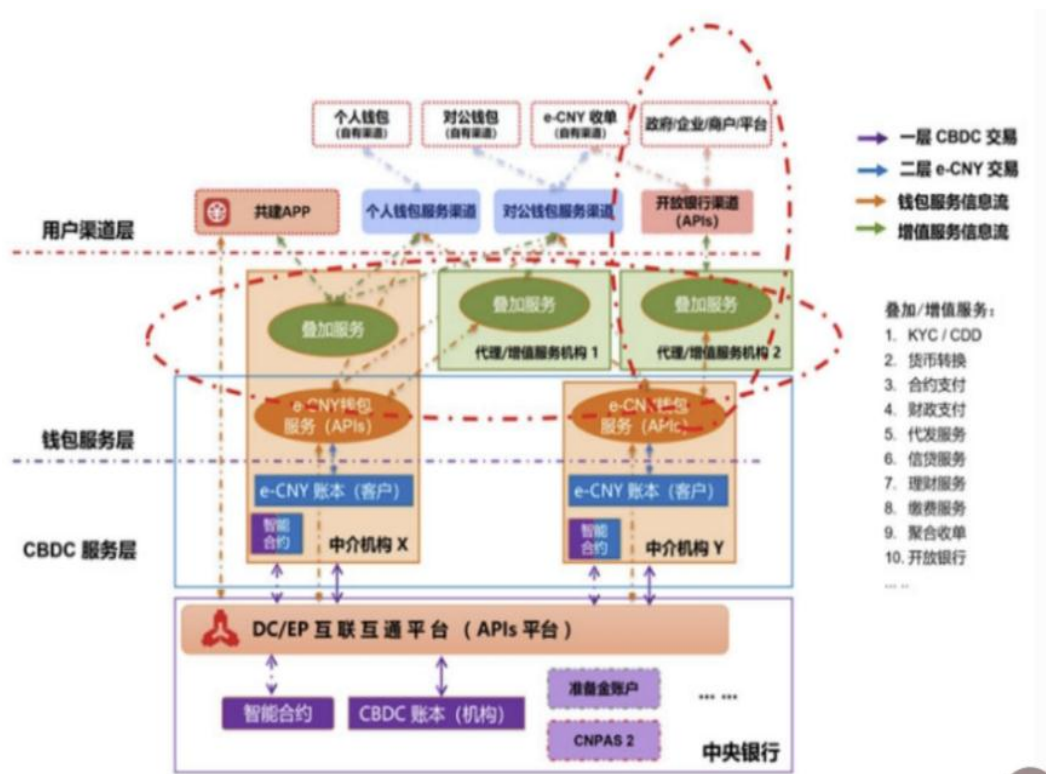
资料来源：西南证券

4 数字人民币与稳定币：对比分析及未来协同趋势

4.1 数字人民币：央行发行的数字法币

数字人民币是中国人民银行发行的以央行为中心的数字货币。数字人民币本质还是法定货币，其主要定位于现金类支付凭证（M0），具备货币的价值尺度、交易媒介、价值贮藏等基本功能，与实物人民币等价，以国家信用为支撑，具有法偿性。数字人民币采取中心化管理、双层运营模式，在数字人民币运营体系中处于中心地位，负责向作为指定运营机构的商业银行发行数字人民币并进行全生命周期管理，指定运营机构及相关商业机构负责向社会公众提供数字人民币兑换和流通服务。数字人民币支持与传统电子支付系统长期并存，并充分利用现有金融基础设施，实现不同指定运营机构钱包间、数字人民币钱包与银行账户间的互联互通，提高支付工具交互性。

图 24：数字人民币运营架构（推演）



资料来源：中国电子银行网，西南证券整理

数字人民币与稳定币存在多维度差异，数字人民币法律安全性更高。货币本质来看，数字人民币属于数字形式的 M0，其推广可能增加 M0 占比，而稳定币是链上的影子货币；发行主体方面，数字人民币由央行发行，而稳定币可以由获得牌照或者经过注册的私人部门发行；信用背书方面，数字人民币是由央行背书，且在法律层面上获得与人民币同等地位，而稳定币如 USDT、USDC，币值依托背书资产的价值且受发行企业信誉影响；监管方面，数字人民币与在监管框架中与人民币具备同等地位，而稳定币的发行公司需接受严格监管，且需符合相关资质要求（如获得牌照或完成注册），但由于其依托区块链技术运行，而区块链的去中心化、跨境流通等特性，使得监管部门在实时监测交易流向、防范跨境监管套利等方

面面临较大难度；**应用场景方面**，数字人民币聚焦实体经济交易支付，《中国数字人民币的研发进展白皮书》明确其应用场景包括生活缴费、餐饮服务、交通出行、购物消费、政务服务等。近年来，数字人民币在跨境支付领域的应用逐步拓展，形成双边合作与货币桥两种模式，例如 2023 年中新两国开展游客使用数字人民币消费的试点，2024 年实现首笔新能源汽车出口新加坡的数字人民币跨境贸易结算，2025 年陆家嘴金融论坛提出设立数字人民币国际运营中心。2025 年中办、国办印发《关于深入推进深圳综合改革试点 深化改革创新扩大开放的意见》明确加强数字人民币试点应用场景创新，参与多边央行数字货币桥项目研究，探索央行数字货币在跨境领域的适用性，或预示了数字人民币将跨境支付作为未来主要发展方向之一。稳定币的诞生源于加密资产交易需求，根据 The Block Research，稳定币已成为加密现货市场中最主要的计价资产，占总交易量超过 80%，且应用场景正逐步拓展到跨境支付、DeFi 金融、外汇储蓄等；**隐私保护角度**，数字人民币为小额匿名、大额追踪，安全性更高，有利于国家防范及打击金融犯罪，而稳定币在区块链技术下几乎完全匿名；**额度方面**，个人数字人民币钱包主要分为四种类型：一类钱包需要用户提供手机号、有效身份证件、本人银行账户，运营机构现场面签，无交易限制；二类钱包需要用户提供手机号、有效身份证件、本人银行账户，余额上限 50 万元，单笔支付限额 5 万元；三类钱包需要用户提供手机号、有效身份证件，余额上限 2 万元，单笔支付限额 5000 元；四类钱包提供手机号即可办理，余额上限 1 万元，单笔支付限额 2000 元，而稳定币在交易额度上没有限制。

表 7：数字人民币与稳定币的区别

	数字人民币	稳定币
货币本质	数字 MO	链上影子货币
发行主体	央行	获得牌照或者经过注册的私人部门
信用背书	央行，法律层面上获得与人民币同等地位	背书资产价值+发行方信誉
监管	与人民币具备同等地位	发行方受到严监管，但是区块链技术或使监管难度较大
应用场景	实体经济交易支付，跨境支付为未来主要发力方向	加密资产交易，跨境支付，DeFi 金融，外汇储蓄等
隐私保护	小额匿名大额追踪	几乎完全匿名
额度	个人数字人民币钱包主要分为四种类型，高等级额度高	无限制

资料来源：《中国数字人民币的研发进展白皮书》，中国电子银行网，西南证券整理

4.2 未来：或形成“数字人民币主导+合规稳定币补充”的多元支付生态

国际货币体系多元化转型，弱化对美元的过度依赖或成未来趋势。过去美国的技术优势支撑其占据全球价值链高位，以及通过贸易赤字和铸币税实现货币循环，稳固美元全球主导货币地位。但特朗普政府的逆全球化举措，正逐步将美元霸权推向结构性衰退，加速国际货币体系多元化进程。**外汇储备方面**，根据 IMF 数据，美元在全球外汇储备中的占比已从 1999 年的 71% 降至 2024 年第一季度的 57.4%，创下近三十年来最低水平；**汇率方面**，2025 年以来，美元汇率经历了剧烈波动，根据道琼斯市场数据，2025 年 1 月 20 日至 4 月 25 日期间，美元指数累计下跌了 8.9%，创下自 1973 年尼克松冲击以来美国总统任期前 100 天的最大跌幅，跌幅远超历史平均水平，反应出市场对美元信心呈现疲软趋势；**国际贸易结算方面**，截至 2025 年 5 月，美元在全球支付中的占比为 48.46%，较 2024 年 12 月的 49.12% 略有下降，仍然是全球支付体系中占据主导地位的货币，但是区域分布上出现结构性变化。根据国际金融报研究院，虽然美元在亚洲、欧洲、美洲地区仍保持相对强势，但是金砖国家

美元结算占比从 2018 年的 65%-75% 骤降至 2025 年的 30%—40%。此外，美元在商品贸易领域变化明显，美元在石油贸易结算中的占比逐渐下降。沙特与中国就部分石油贸易使用人民币支付达成协议，俄罗斯和印度则建立了卢布-卢比支付机制。铁矿石、铜等基础大宗金属贸易中美元结算历史上也比较高，但中国与澳大利亚、巴西等国试行人民币结算机制之后，随着全球贸易格局变化和各国对贸易结算货币多元化的追求，美元在大宗金属贸易结算中的占比有所下降；**债务水平方面**，美国联邦债务总额在 2024 年底突破 36 万亿美元，占 GDP 比重高达 124%-125%，创下二战后的最高纪录，数字较 2019 年的 23 万亿美元增长了 56.5%，债务规模与偿债能力之间的不平衡将导致投资者对美元长期价值信心下降。根据 IMF 和世界银行的综合数据，主动参与“去美元化”安排的国家已从 2018 年的 18 个增至 2023 年的 110 多个，扩张速度远超预期，反映了全球对美元依赖减少的广泛共识。

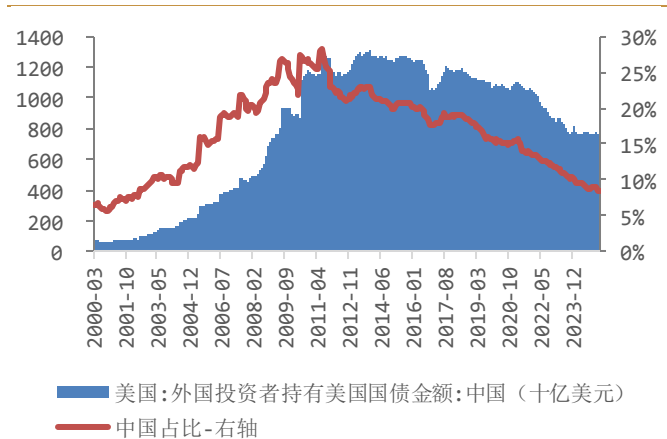
表 8：全球主要“去美元化”举措及成效（2020-2025）

举措类型	主要参与者	成效指标	挑战
本币结算	金砖国家	内部贸易美元占比降至 58%	汇率风险对冲工具不足
储备多元化	全球央行	美元储备占比降至 58%	非美资产市场深度有限
支付系统替代	中俄欧	替代系统处理量占比 5%	网络效应难以突破
数字货币合作	mBridge 成员	22 国参与试点	监管协调复杂
债务工具创新	新兴市场	非美债发行量年增 15%	投资者基础薄弱

资料来源：IMF，BIS，相关国家央行报告，国际金融报，西南证券整理

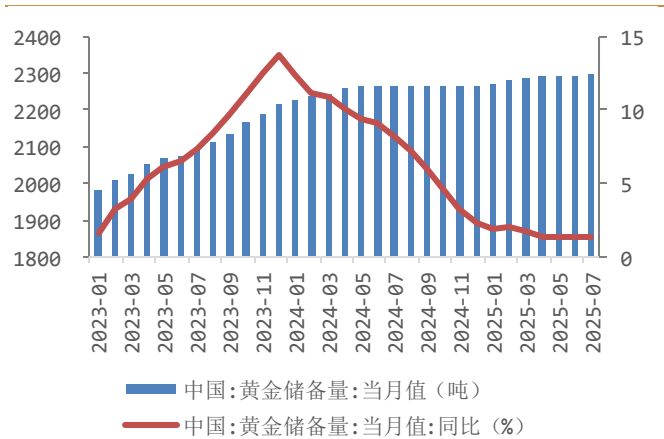
我国正在逐步增持黄金，对冲美元风险。2025 年陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜在主题演讲中指出“未来，国际货币体系可能继续朝着少数几个主权货币并存、相互竞争、相互制衡的格局演进”。中国持有美国国债比例呈现下降趋势，截至 2025 年 4 月，中国持有美国国债 90133.6 亿美元，占外国投资者持有美国国债比例为 8%，自 2024 年 5 月起占比一直维持在 10% 以下。与减持美债相反的是，中国正在逐步增加黄金储备，尤其是 2023.10-2024.4 期间，中国黄金储备量同比增速维持在 10% 以上，或以对冲美元风险。

图 25：中国持有美国国债金额及同比



数据来源：Wind，西南证券整理

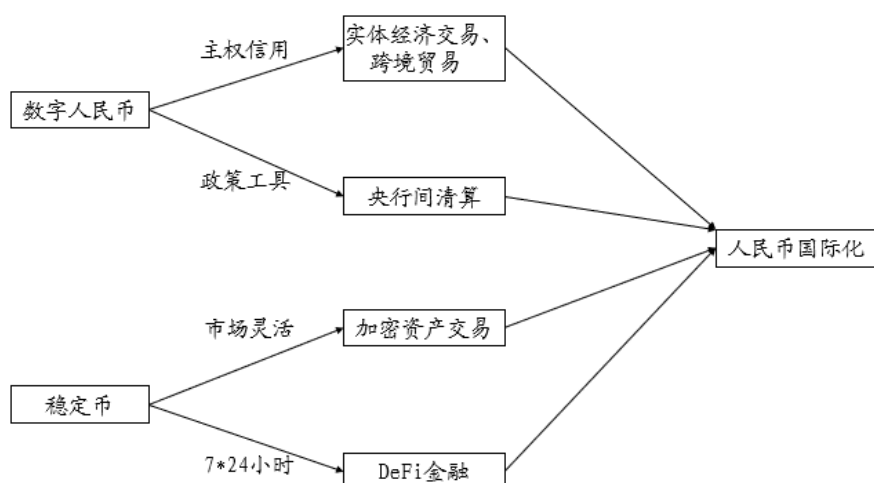
图 26：中国黄金储备量及同比



数据来源：Wind，西南证券整理

未来我国或将推行“数字人民币+稳定币”双轨清算机制。我国正通过“一带一路”等战略推广数字人民币使用范围，增强人民币的全球信用。2025年3月，央行宣布数字人民币跨境支付系统（DCEP-CIPS）试点范围扩展至50个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线90%的经济体，一季度跨境结算规模达1.8万亿元，同比增长320%。区块链技术支撑的“数字丝绸之路”已实现8秒跨境到账，中老铁路、北极航线等重大项目率先应用。未来，我国在数字人民币领域将持续推进国际化，包括扩大本币互换协议、推广人民币跨境支付系统、完善全球清算服务网络，提升人民币在“一带一路”国家投资贸易中的使用比重。同时，针对稳定币等加密货币与传统金融体系融合的趋势，我国也在积极探索金融创新以优化支付效率、降低成本。香港已通过稳定币相关法例，未来有望依托其亚洲金融中心地位，发展离岸人民币并构建可控国际支付渠道。2025年6月18日陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜首提稳定币，并表示智能化、去中心化金融等技术将持续推动跨境支付体系的演进和发展。预计未来在保障货币金融安全的前提下，我国或将探索并逐步形成“数字人民币主导+合规稳定币补充”的多元支付生态。

图 27：“数字人民币+稳定币”双轨清算机制



资料来源：西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn