



國證國際
S D I C S I

宏观策略

加密大机遇 稳定币政策的战略意义

国证国际证券（香港）有限公司 • 研究部

2025年7月

分析师：
黄焯伟 Steve (中央編號：ASG163)
stevewong@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

- 加密资产在香港的规管
- 数字代币的分类
- 加密资产潜在催化剂
- 比特币的特征和投资周期





我们近期活动：加密大机遇

- 我们早前邀请了拥有虚拟资产基金管理资格的大湾区资管区块链投资主管兼董事李嘉伦先生作嘉宾，出席我们宏观分享活动《宏观星期一》，该期题目为《加密大机遇：加密货币，去中心化金融，稳定币，生息资产RWA》。嘉宾分享了有关区块链生态和当中可以关注之标的。有关活动内容完整内容，可到智信云路演平台。另外，我们亦联合TMT组同事，共同安排了一场线上路演，题目为《香港稳定币条例下的商业新范式与业务关联公司梳理》，当中我们TMT同事已给予近期可关注之有关标的。
- 资讯主要来自嘉宾的分享及线上的公开资讯，而数字资产市场是相对较新的赛道，数据的准确性和及时性可能会存在一定的偏差，而且过去的历史表现未必可以代表未来结果，投资者使用这份材料时必须作出自行判断。

加密大机遇线上分享活动

國證國際 SDICS 智信財經 ZHIXIN CAIJING

【国证国际 - 宏观星期一】

稳定币政策的战略意义 X 大湾区资管分享: 加密大机遇

会议主持人: 黄焯伟 国证国际宏观研究部首席分析师
出席嘉宾: 李嘉伦 大湾区资管的区块链投资主管兼董事

会议时间: 2025-06-16 (周一) 15:30-16:30

来源：国证国际整理

香港稳定币条例下的商业新范式与业务关联公司梳理

國證國際 SDICS

香港《稳定币条例》下的商业新范式探讨与业务关联公司梳理

国证国际证券(香港)有限公司•研究部

2025年6月19日

黄焯伟 Steve (中央編號: ASG163)
汪洋 Alex (中央編號: B1T765)
王婷 (中央編號: BRF978)

请参阅本报告尾部免责声明

来源：国证国际整理



多家中资券商积极推进布局数字资产业务

- 香港虚拟资产交易牌照成为券商板块近期的核心催化剂。国泰君安国际率先获批成为首批可提供全方位虚拟资产交易服务的香港中资券商之一，带动相关券商股价出现显著波动。
- 国泰君安国际股价一度从1.24港元，大升至最高的7.02港元。
- 目前，多家头部中资券商正在积极推进牌照升级或布局虚拟资产业务。虚拟资产交易牌照的落地正重塑券商估值体系，为行业开辟高附加值收入来源，并推动券商深度参与稳定币、真实世界资产（RWA）代币化等前沿领域，驱动商业模式创新，拓展更广阔的增长空间。

国君国际获批牌照升级

国泰君安国际正式获批提供加密货币等虚拟资产交易服务

BLOCKBEATS

2025-06-24 23:09:36

BlockBeats 消息，6 月 24 日，国泰君安国际（1788.HK）公告，于 6 月 24 日正式获香港证监会批准，将现有证券交易牌照升级为可提供虚拟资产交易服务及相关意见。升级后客户可直接在其平台交易比特币、以太坊等加密货币及 USDT 等稳定币。

国泰君安国际由此成为首家提供全方位虚拟资产相关交易服务的香港中资券商，服务范围涵盖虚拟资产交易、咨询及相关产品发行与分销。该公司近年来持续拓展虚拟资产业务，包括推出虚拟资产 ETF 结构性产品、开展交易平台代理业务及数码债券发行等，积极助力香港构建国际虚拟资产中心。

来源：公开媒体新闻、国证国际市场拓展部

规管：数字资产相关的证监会持牌或注册中介人

- 按照中介人类型划分：
- 虚拟资产交易平台营运者（1号牌升级+7号牌申请）
- 虚拟资产基金经理（9号牌升级）
- 就虚拟资产进行交易或提供意见的中介人（4号牌升级）
- 分销虚拟资产相关产品的中介人（1号牌升级），国泰君安国际目前为获的升级

香港数字资产相关活动按照活动类型划分

按照活动类型划分：

選擇下列搜索選項：

- ☒ 虛擬資產相關活動
- ☐ 營運網上交易平台
- ☐ 企業融資相關活動
- ☐ 上市房地產投資信託基金管理

選擇下列搜索選項：

- ☒ 經營虛擬資產交易平台
- ☐ 管理投資超過10%於虛擬資產的投資組合
- ☐ 透過綜合帳戶安排提供虛擬資產交易服務
- ☐ 就虛擬資產提供意見
- ☐ 作為虛擬資產交易平台的介紹代理人

国君国际

来源：香港证监会、国证国际市场拓展部



规管：透过综合帐户安排提供虚拟资产交易服务

可透过综合帐户安排提供虚拟资产交易服务的香港持牌机构

中央编号	英文名	中文名	持有有效的 《证券及期货条例》 下的牌照/注册?	中央编号	英文名	中文名	持有有效的 《证券及期货条例》 下的牌照/注册?
APR560	Arta Global Markets Limited	裕承环球市场有限公司	有	BJB333	Mirae Asset Securities (HK) Limited	未来资产证券(香港)有限公司	有
BGX296	Blackwell Global Securities Limited	博威环球证券有限公司	有	BHP423	Monmonkey Group Securities Limited	大圣证券有限公司	有
AEF808	Boom Securities (H.K.) Limited	宝盛证券(香港)有限公司	有	BMG243	Nexara Asset Management Limited	源创资产管理有限公司	有
BHT984	Cathaysia Securities Limited	华夏证券有限公司	有	AAC577	Quam Securities Limited	华富建业证券有限公司	有
ADI983	Chief Securities Limited	致富证券有限公司	有	BIF175	Solomon JFZ (Asia) Holdings Limited	华赢东方(亚洲)控股有限公司	有
BEX660	China CIFCO Securities Co., Limited	中国中期证券有限公司	有	AAA874	South China Securities Limited	南华证券投资有限公司	有
BJD407	China-Hong Kong Connect International Securities Limited	中港通国际证券有限公司	有	AEZ190	Success Securities Limited	实德证券有限公司	有
BNC130	DT Securities & Futures Co. Limited	大田证券期货有限公司	有	BHV050	Sunfund Securities Limited	东皓证券有限公司	有
BHT550	Eddid Securities and Futures Limited	艾德证券期货有限公司	有	BAV573	TFI Securities and Futures Limited	天风国际证券与期货有限公司	有
ABV488	First Shanghai Securities Limited	第一上海证券有限公司	有	BMU940	Tiger Brokers (HK) Global Limited	老虎证券(香港)环球有限公司	有
AHQ488	Fortune (HK) Securities Limited	富强证券有限公司	有	AUL711	Valuable Capital Limited	华盛资本证券有限公司	有
AAF432	Fosun International Securities Limited	复星国际证券有限公司	有	ABN091	Victory Securities Company Limited	胜利证券有限公司	有
AZT137	Futu Securities International (Hong Kong) Limited	富途证券国际(香港)有限公司	有	BNG700	WEBULL SECURITIES LIMITED	微牛证券有限公司	有
BNR298	GLAM Capital Limited	港利资本有限公司	有	BOJ557	ZA Bank Limited	众安银行有限公司	有
ABY236	Guotai Junan Securities (Hong Kong) Limited	国泰君安证券(香港)有限公司	有	BSW442	ZHONGMING SECURITIES LIMITED	中铭证券有限公司	有
ATR761	Hafoo Securities Limited	哈富证券有限公司	有	BMZ403	Zhanlin Securities Limited	展麟证券有限公司	有
ADI249	Interactive Brokers Hong Kong Limited	盈透证券香港有限公司	有	BJJ179	Zinvest Global Limited	尊嘉证券国际有限公司	有
BNO569	JMC Capital International Limited	富乔鑫国际投资有限公司	有	BRE865	Zircon Securities (HK) Limited	卓锐证券(香港)有限公司	有
BVE925	LiquidityTech Limited	流动性科技有限公司	有				
BPX066	Long Bridge HK Limited	长桥证券(香港)有限公司	有				
AXT242	Magic Compass Securities Limited	摩石证券有限公司	有				
AAW177	Metaverse Securities Limited	元宇证券有限公司	有				

来源：香港证监会、国证国际合规部



规管：管理投资超过10%于虚拟资产的投资组合

可管理投资超过10%于虚拟资产的投资组合的香港持牌机构

中央编号	英文名	中文名	持有有效的 《证券及期货条例》 下的牌照/注册？	中央编号	英文名	中文名	持有有效的 《证券及期货条例》 下的牌照/注册？
BTE883	AMINA (Hong Kong) Limited		有	BNY365	NEXTCORE ASSET MANAGEMENT LIMITED	丰晟资产管理有限公司	有
AVR135	Bosera Asset Management (International) Co., Limited	博时基金(国际)有限公司	有	BMG243	Nexara Asset Management Limited	源创资产管理有限公司	有
BJK894	Bowman and Fitzhugh Asset Management Limited		有	BQQ992	Novel Wealth Management Limited	诺纬资产管理有限公司	有
AOR747	Cathaysia Asset Management Limited	华夏资产管理有限公司	有	BUS390	Octiv Capital Limited	正奇资本有限公司	有
ARS988	China Asset Management (Hong Kong) Limited	华夏基金(香港)有限公司	有	AVH864	Orient Asset Management (Hong Kong) Limited	东方资产管理(香港)有限公司	有
BMZ538	Da Wan Asset Management Limited	大湾区资产管理有限公司	有	BRR710	Pando Finance Limited	潘渡有限公司	有
BRG113	Fintech Investment Group Limited		有	BDW926	Pickers Capital Management Limited	鹏格斯资产管理有限公司	有
BNJ945	Fore Elite Capital Management Limited	前沿有理资本管理有限公司	有	BSP725	Pioneer Asset Management Limited	先锋资产管理有限公司	有
BPX707	Fosun International Asset Management Limited	复星国际资产管理有限公司	有	BJB693	RP Asset Management Limited	瑞平资产管理有限公司	有
BTV456	GPTX Investment Management Limited	简坤投资管理有限公司	有	BJO652	Raffles Assets Management (HK) Co. Limited	万方资产管理(香港)有限公司	有
BUF737	Geometry Capital (Hong Kong) Limited	几何资本(香港)有限公司	有	BJT690	Redbridge Global Strategies Limited		有
ASE565	Harvest Global Investments Limited	嘉实国际资产管理有限公司	有	BIK036	RuiLian Financial Group Company Limited	瑞联金融集团有限公司	有
BOP237	HashKey Capital Limited		有	BPB544	Sinohope Asset Management (Hong Kong) Limited	新火资产管理(香港)有限公司	有
BOC665	Hua Liang Asset Management Limited	华量资产管理有限公司	有	BOF835	Solomon Capital Management Limited	瑞明资本有限公司	有
BUK017	L2Y Research Limited	揽月有限公司	有	BRA148	Tiantu Asset Management Company Limited	天图资产管理有限公司	有
BMC948	MaiCapital Limited		有	BHJ844	TradeMaster Securities (Hong Kong) Limited	淘金者证券(香港)有限公司	有
BUD119	MicroBit Capital Management Limited	小飞资产管理有限公司	有	BTU513	Trend Up Investment (HK) Limited	风来投资有限公司	有
BPK428	Mission Capital Management Limited	天赋资本管理有限公司	有	BRQ554	VSEFG Asset Management Limited	意博资产管理有限公司	有
BTL126	Mulana Investment Management Limited	木兰投资管理有限公司	有	AUD698	Vicktor Capital (Asia) Limited		有
				ABN091	Victory Securities Company Limited	胜利证券有限公司	有
				BUH472	Yunqiao Technology Asset Management Co., Limited	云桥科技资产管理有限公司	有

来源：香港证监会、国证国际合规部



规管：经营虚拟资产交易平台

可经营虚拟资产交易平台的香港持牌机构

中央编号	英文名	中文名	持有有效的《证券及期货条例》下的牌照/注册？(有/没有)*	持有有效的《打击洗钱条例》下的牌照/注册？(有/没有)*
BUY737	NewBX Limited		没有	有#
BUY578	Panthertrade (Hong Kong) Limited	猎豹交易(香港)有限公司	有	有
BUT913	YAX (Hong Kong) Limited		有	有
BUT670	EXIO Limited		有	有
BUT499	Whalefin Markets Limited^		没有	有#
BUT252	Foris DAX HK Limited		没有	有#
BUT159	Flying Hippo Technologies Limited		没有	有#
BUQ956	Bullish HK Markets Limited		有	有
BUN619	DFX Labs Company Limited		有	有
BUA970	Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited	云账户大湾区科技(香港)有限公司	有	有
BSI739	Hong Kong BGE Limited		有	有
BPW549	Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited^	香港虚拟资产交易所有限公司^	有	有
BPO721	Hong Kong Digital Asset EX Limited	香港数字资产交易集团有限公司	有	有
BPL992	Hash Blockchain Limited		有	有
BPJ213	OSL Digital Securities Limited	OSL数字证券有限公司	有	有

来源：香港证监会、国证国际合规部



广发推GF Token 离岸人民币代币化证券

广发证券（香港）作为首个于香港发行代币化证券的券商

B1 財經新聞

●責任編輯：馬寧 2025年6月28日（星期六）香港文匯報

產品採用每日計息機制 暫僅限專業投資者交易

廣發夥 HashKey 推 GF Token 離岸人民幣代幣化證券登場

特區政府近日公布《數字資產發展政策宣言 2.0》，為現實資產代幣化(RWA)指明新方向，昨日即有公司試水代幣化證券。HashKey Chain昨日宣布，廣發證券（香港）作為首個於香港發行代幣化證券的券商，現已全面接入HashKey Chain作為核心鏈上發行網絡，並發行首個每日可申贖代幣化證券「GF Token」，提供以美元、港元和離岸人民幣等貨幣計息的代幣化證券服務。 ●香港文匯報記者 黎梓田

GF Token 是一款由廣發證券（香港）基於其信用支持發行的代幣化證券，同步推出美元、港幣及離岸人民幣等三個幣種。其中美元代幣化證券的收益率鎖定美國隔夜擔保融資利率（SO-



香港文匯報訊（記者 孔雯瓊 上海報道）自動駕駛又添入局者。天眼查App顯示，上海造父智能科技有限公司近日成立，註冊資本逾12.8億元（人民幣，下同）。該公司由哈囉、螞蟻集團、寧德時代三方共同持股，首期合計出資超過30億元，專注於L4級自動駕駛技術研發、安全應用和商業化落地，成為出行領域又一重量級資本聯合體。

哈囉單車註冊用戶數超5億

當前，全球自動駕駛產業正處於加速推進階段。6月22日，特斯拉宣布其Robotaxi（無人駕駛出租車）服務正式上線運營。在此背景下，內地科技與出行企業正加速布局。哈囉此次進場Robotaxi賽道，基於其在兩輪出行市場的深厚基礎和高頻運營

哈囉
螞蟻
寧德
時代

来源：香港文汇报



数字代币的分类

- 在市场主流的分类方式，通常根据其用途、功能或底层资产支持来划分。以下是目前较为权威和广泛采用的分类框架。
- 一、按用途与功能分类：支付型代币（Payment Tokens）、证券型代币（Security Tokens）、功能型代币（Utility Tokens）
- 二、按底层资产或机理分类：原生代币、资产支持型代币、平台代币

按用途与功能分类

支付型代币	证券型代币	功能型代币
• 主要用作支付或价值转移的媒介。 • 例如比特币、莱特币等	• 代表某种资产所有权或收益权，性质类似证券，通常用于资本筹集。 • 例如代币化股票、债券等	• 赋予持有人在特定平台或生态系统内使用服务或产品的权利 • 例如Solana SOL、DAI、币安BNB等

来源：国证国际整理

按底层资产或机理分类

原生代币	资产支持型代币	平台代币
• 如比特币、以太坊，直接由区块链网络创建，无实体资产作为支撑。	• 由现实资产（如法币、黄金、房地产等）作为支撑。 • 包括稳定币（Stablecoins）、RWA（Real World Assets）等	• 允许持有人参与特定区块链平台的治理或获得服务。

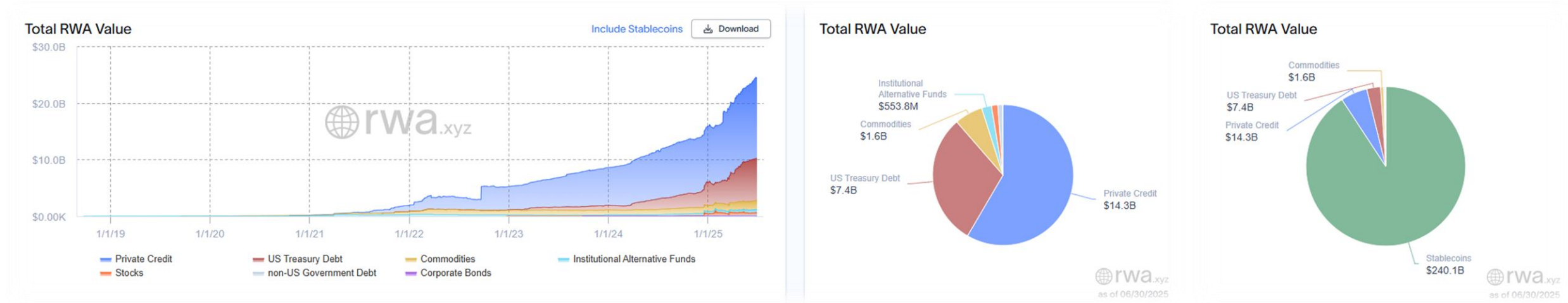
来源：国证国际整理



资产代币化的增长

- 资产代币化（RWA）可以把传统资产如债券、黄金、股票、地產等，通过区块链实现上链，提高流动性和透明度。例如，BlackRock等机构已发行链上基金，支持实时申赎和结算。未来，随着更多传统金融资产上链，DeFi与传统金融的融合将进一步加深。虽然目前链上资产的二级市场流动性尚需提升，但整体趋势非常明确。
- 据rwa.xyz数据，目前链上已托管超240亿美元的各类RWA资产，涵盖美债、私募信贷、黄金等多种类别。未来，DeFi与传统金融的融合将进一步加深，发展中国家对代币化股票等创新产品有强烈需求，DeFi也为对冲基金等专业机构提供了新的套利和管理工具。

资产代币化总额估值（美元）



来源：rwa.xyz



现实资产代币化的市场潜力

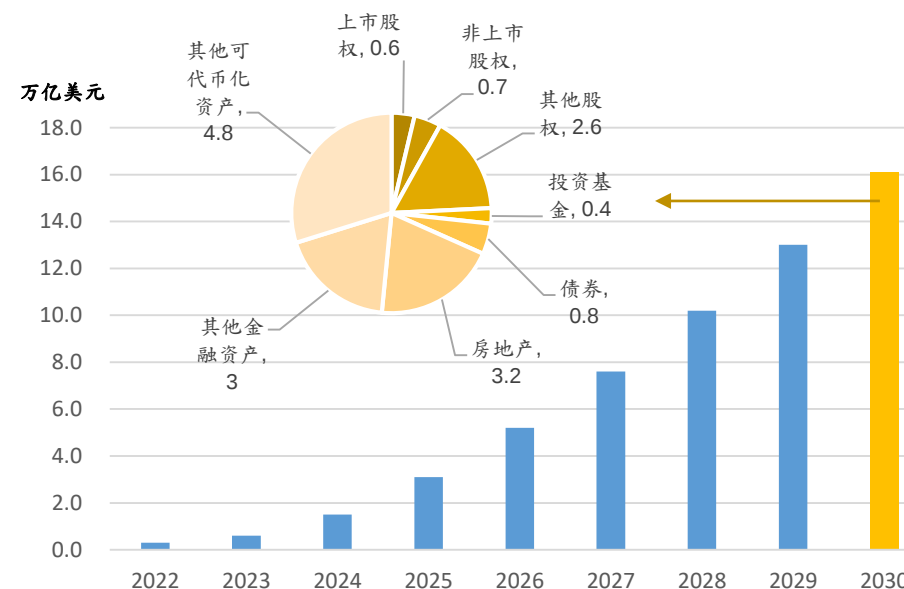
- 根据花旗银行预测，到2030年，将有4万亿至5万亿美元的代币化数字证券和稳定币，基于分散式账本技术的贸易金融交易额也将达到1万亿美元。
- 根据波士顿咨询集团预测，到2030年，全球非流动资产代币化价值预计将可能达到16万亿美元。现实世界的资产包括法币、股票、债券、投资基金、其他金融资产和其他代币化资产。

代币化资产市场规模预测

非金融企业及准主权债务	• 2030年市场规模预测187万亿美元 • 预计代币化规模1.9万亿美元
房地产基金	• 2030年市场规模预测20万亿美元 • 预计代币化规模1.5万亿美元
私募股权/创投资本	• 2030年市场规模预测7万亿美元 • 预计代币化规模0.7万亿美元
证券融资及抵押品	• 2030年市场规模预测42万亿美元 • 预计代币化规模0.5-1万亿美元
贸易融资	• 2030年市场规模预测12万亿美元 • 预计代币化规模1万亿美元

来源：花旗银行、国证国际整理

代币化资产市场规模预测



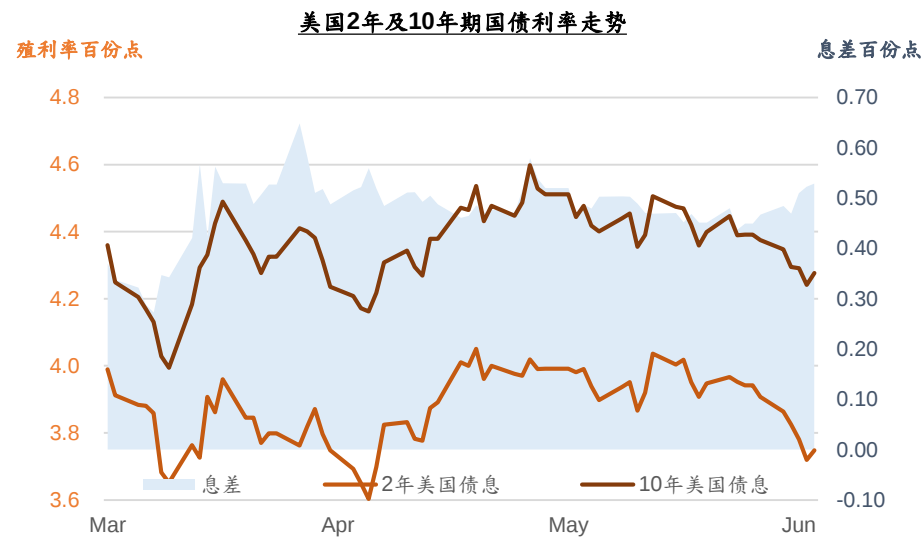
来源：波士顿咨询集团、国证国际整理



稳定币：全球流动性也正呈现去美元化倾向

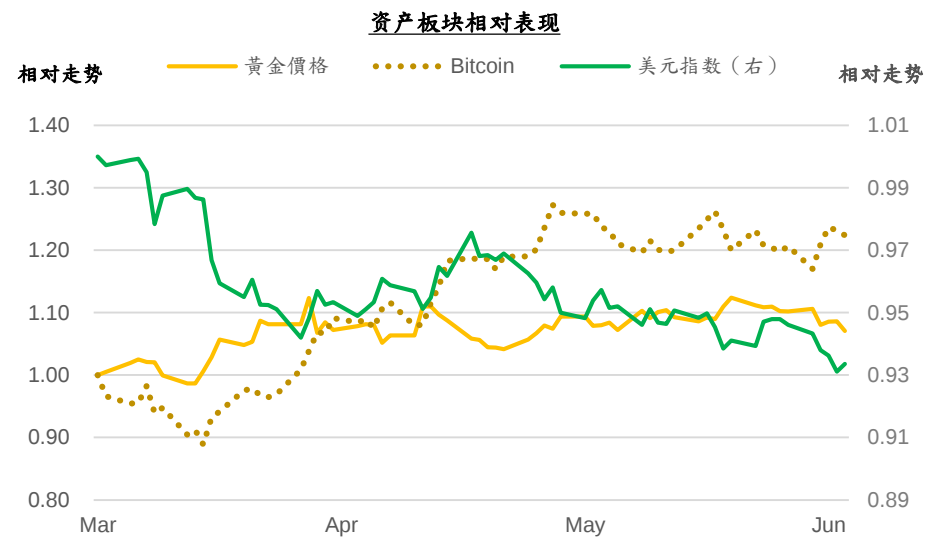
- 美元指数仍持续回落，反映出部分海外投资者对美元资产的信心减弱。
- 这一趋势可能标志着全球资本的重新配置：过去几年，在疫情与全球经济不均衡复苏背景下，资金大多集中流入以美国为核心的市场。但随着欧洲、亚洲（尤其是日本）经济开始从低谷中恢复，全球流动性也正呈现“去美元化”倾向。
- 这种流动性的重配置，尤其是在不同区域风险偏好与增长预期发生变化的背景下，估值模型和资金供给或将受到影响。黄金等避险资产价格反复做好，包括数字资产亦突破新高。

美国国债长短期利差近期走势



来源：彭博、国证国际整理

黄金及美元指数走势



来源：彭博、国证国际整理

稳定币：特朗普力推《天才法案》

- 美国《天才法案》（GENIUS Act，全名：Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）于2025年6月17日获参议院以68票赞成、30票反对的压倒性多数通过，成为美国首个针对支付稳定币的联邦级监管法案。
- 标志着美国稳定币监管迈入新时代，对全球加密资产市场及美元霸权格局产生深远影响。

香港稳定币法案与美国天才法案之比较

比较维度	香港《稳定币条例》	美国《GENIUS法案》
监管货币范围	支持锚定港元、美元、离岸人民币等多币种稳定币，强调跨境支付与本地金融创新。	仅限锚定美元的稳定币，明确排除非美元稳定币。
监管架构	金管局单一监管，所有锚定港元稳定币（不论发行地）均受管控。	联邦与州双轨制，银行由联邦储备/FDIC监管，非银行可选联邦（OCC）或州级牌照。
发行人资格	银行及非银行机构均可申请牌照，非银行发行人需有较高实缴资本。	仅限获联邦/州许可的银行、信用社或非银行金融机构，对科技公司有额外限制。
储备资产细节	100%现额储备，可包括现金、国债、高评级存款证等，需外部托管。	100%储备仅限美元现金、93天内短期美债、政府货币市场基金等。
利息政策	禁止稳定币支付利息，发行方自有主控。	明确禁止向持有人支付利息，储备利息归发行方所有，须披露分配。
透明度要求	实时披露储备规模、资产结构、流通量及变动。	每月披露储备构成，市值超500亿美元的发行人需严审计。
跨境监管	境外发行机构如发行锚定港元稳定币，需申请香港牌照。	三年过渡期后，未经许可的锚定美元稳定币不得发行，财政部可发布「不合规名单」。
技术中立性	未限定区块链技术，允许灵活选择。	仅限公链，明确排除私有链/联盟链。
政策导向	平衡金融稳定与创新，推动跨境支付与人民币国际化。	强化美元主导地位，将稳定币作为美债需求生成器，服务联邦财政。

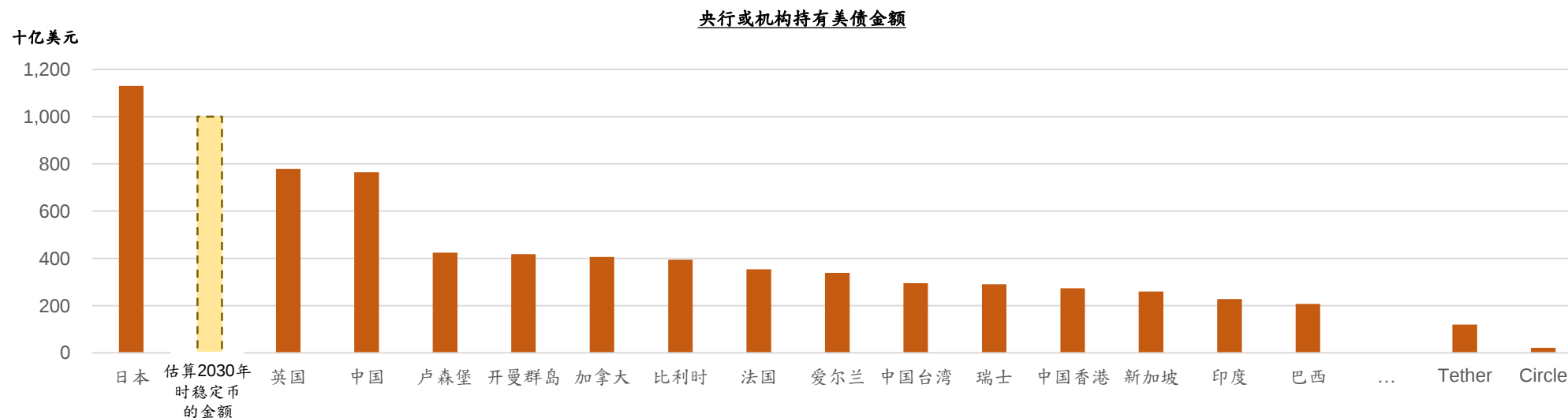
来源：国证国际整理



稳定币：强化本币的储备货币地位

- 美国财长贝森特表示，与美元挂钩的稳定币市值可达到2兆美元甚至更多，重申这些数字资产可加强美元在全球金融体系中的地位，因为美元稳定币必须由国库券等优质资产支撑。
- 欧盟已于2024年正式实施《加密资产市场法案》，要求稳定币100%储备、定期审计、发行人必须获得金融监管机构授权。
- 香港于5月21日通过《稳定币条例草案》，正式为法币稳定币发行人设立发牌制度，进一步完善本地虚拟资产活动的监管框架。新加坡、英国等亦已落实稳定币监管框架，并在立法进程中。

主要央行或机构持有美债金额



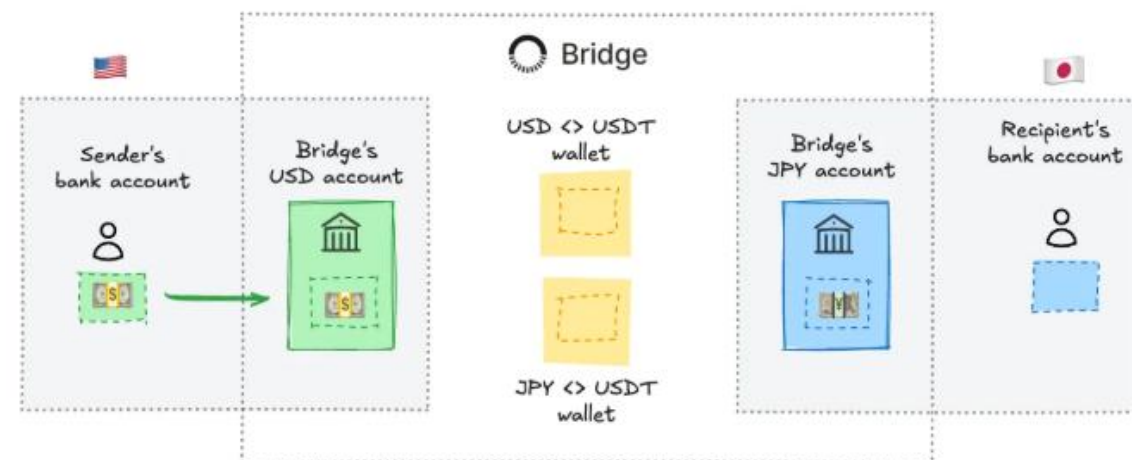
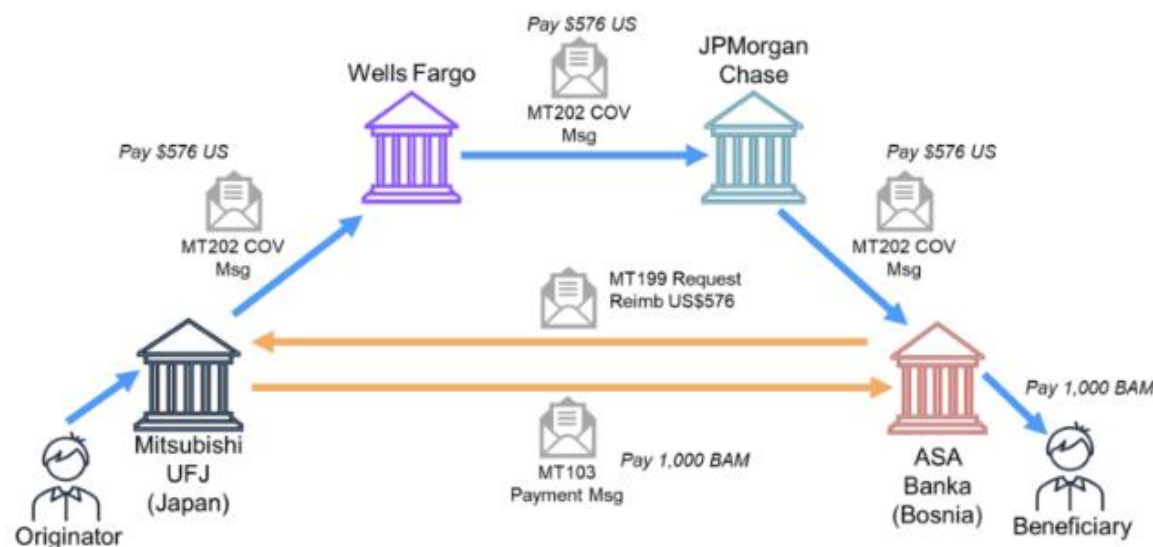
来源：美国财政部、国证国际整理及估算



稳定币：金融新基建

- 稳定币在区块链上运行，允许全球用户在数分钟内直接将资金从一个钱包转到另一个钱包，无需经过银行中介或SWIFT讯息传递。区块链网络全年无休，转账几乎即时完成，费用极低，无需像SWIFT那样受限于银行营业时间或多重中介，稳定币支付通常低于1美元，远低于SWIFT的每笔20–50美元手续费。
- 稳定币更多是促进交易支付背后的技术革新，解决传统金融支付模式背后的讯息流及资金流的迟缓问题。

跨境汇款场景（SWIFT vs 稳定币）



来源：Alessa Inc、Matt Brown



稳定币：支付场景的经济性案例

- 在传统的跨境支付领域，发卡行、收单行、卡组织等多方参与，导致流程繁琐、成本高昂，整体交易费用约1.8%至2.5%，因国家和地区、卡组织差异而异。
- 结算周期冗长，常需5至7个工作日。相比之下，基于区块链的稳定币支付，例如USDC，实现了用户至商户的钱包点对点即时清算。交易费用更可低至美分级别，极大优化了支付流程与成本结构。

支付场景的经济性案例

传统支付流程



跨境支付大致费用（每笔金额百分比收取）
发卡行(1.5%~2%左右): 清算方(0.15%): 收单相关(0.3%)
大致比例为: 7:1:2

区块链跨境支付



一般情况下高速公链转账费（Gas 费）为
大概每笔 0.01~0.001 USD

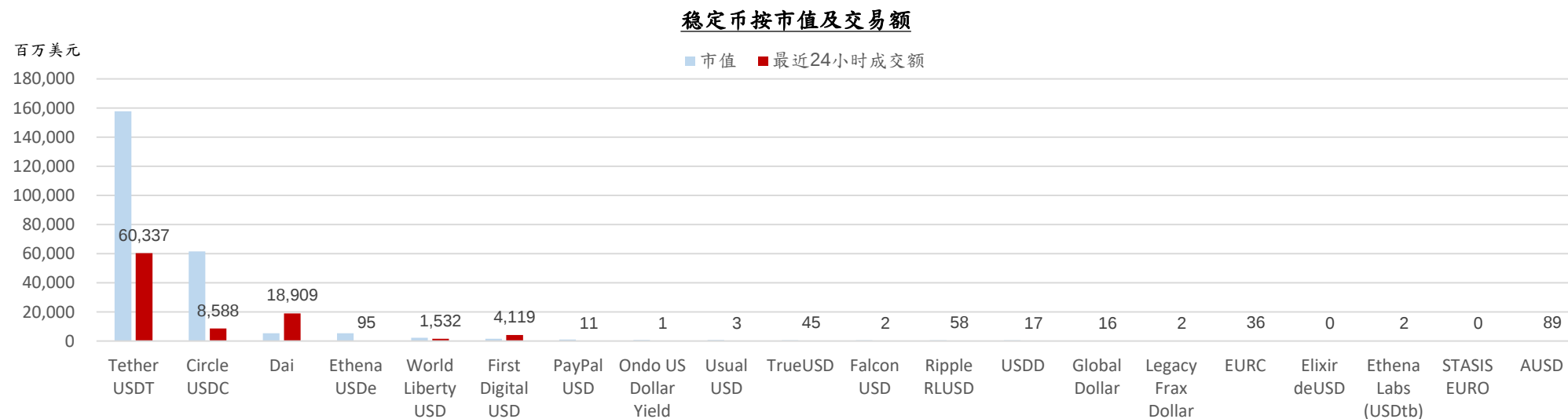
来源：国证国际研究部TMT团队



Circle IPO令市场重新关注稳定币

- Circle Internet Financial Limited (CRCL) 是一家全球领先的区块链金融科技公司，总部位于美国波士顿。Circle的核心业务是发行和管理法币稳定币，尤其以美元稳定币USDC (USD Coin) 最为知名。其股价在IPO后大幅上升，引起市场关注。
- 为避免算法稳定币UST的爆雷事件从演，市场逐步倾向有资产储备法币稳定币，底层资产有现金等价物储备。底层资产除了给予稳定币真正的稳定之外，亦可以提供稳定币发行公司的正当收入。
- USDT和USDC是唯一市值超过100亿美元的稳定币，USDT稳居龙头、USDC是第二大稳定币。有别于USDT，USDC完全以现金和现金等价物储备为基础，确保100%对冲，并通过公开透明的审计和报告机制，维持市场信心与稳定性。

稳定币按市值排名（截至2025年6月30日）



来源：CoinMarketCap、国证国际整理



数字资产是大势所趋

- 稳定币是数字资产中最重要的应用之一，可以大大提升交易的便利程度。数字资产的应用有许多，另外一种被受关注的品种是 RWA，把实体资产代币化。当中的资产可以是黄金、国债、股票、地产等等。而有关的法例亦在逐步完善。
- 香港已推行多项针对虚拟资产和金融科技的沙盒计划，金管局于2024年3月推出稳定币发行人沙盒，让有意在香港发行稳定币的机构测试其业务模式、合规和可持续发展方案。2024年7月已公布首批参与者，包括京东币链科技、圆币创新科技，以及渣打香港、安拟集团、香港电讯组成的联合体。于2024年8月启动Ensemble项目沙盒，聚焦于传统金融资产和现实世界资产的代币化应用，涵盖四大主题：固定收益和投资基金、流动性管理、绿色及可持续金融、贸易和供应链融资。

香港沙盒计划

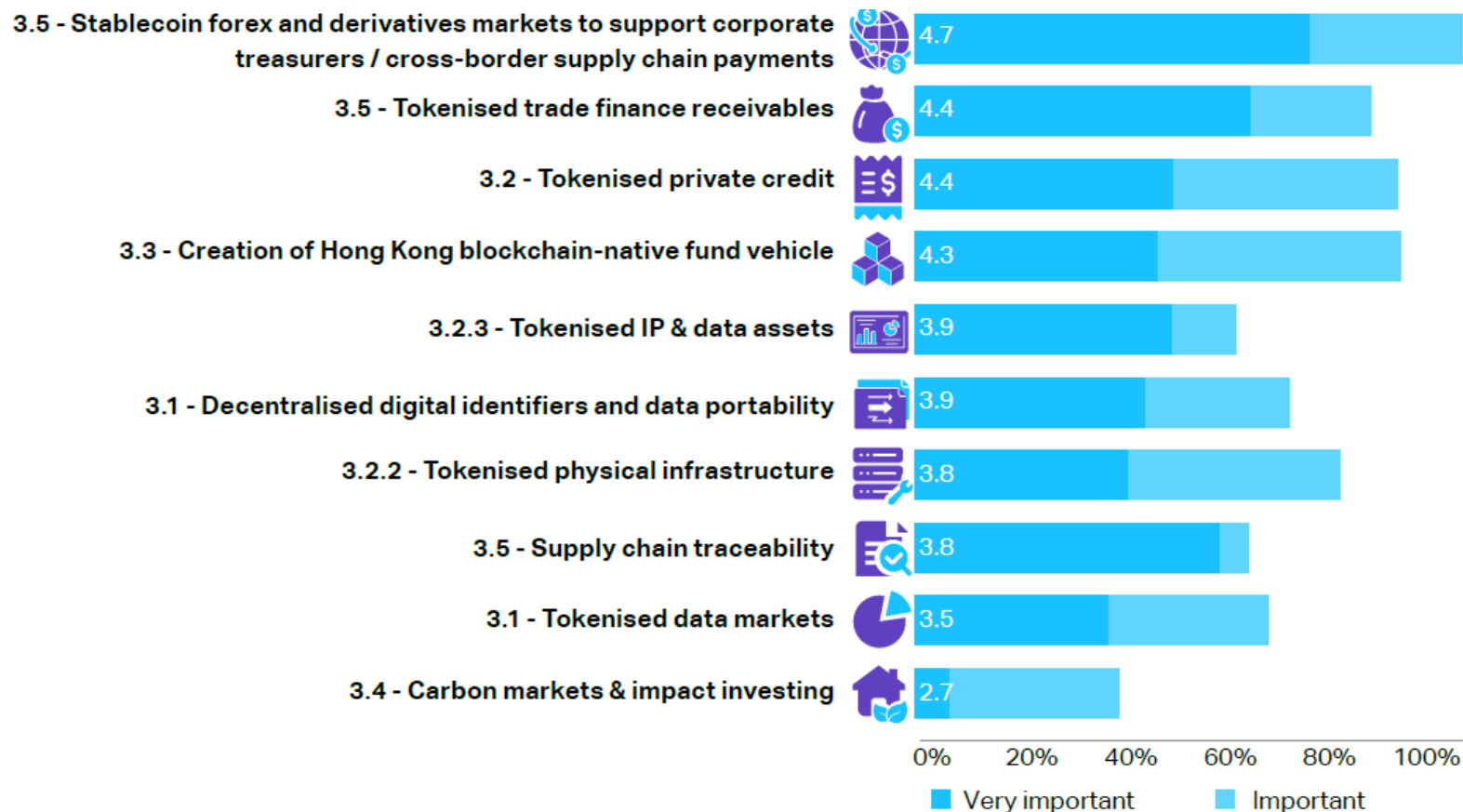
Ensemble主题	Ensemble主题	Ensemble主题	Ensemble主题	稳定币主题	稳定币主题	稳定币主题
固定收益和投资基金	流动性管理	绿色和可持续金融	贸易和供应链金融	京东币链（京东科技全资子公司）	圆币创新	渣打银行（香港）有限公司 + 安拟集团（Animoca Brands）+ 香港电讯（HKT）
建议用例	建议用例	建议用例	建议用例			
(1) 债券	(3) 回购协议	(5) 碳信用	(7) 供应链金融			
(2) 基金	(4) 财资管理	(6) 电动汽车充电站	(8) 贸易融资及支付			
工作小组成员	工作小组成员	工作小组成员	工作小组成员	开发稳定币JD-HKD，技术架构基于京东自主研发的 JD Chain 区块链平台，重点测试跨境支付（如与 SWIFT 系统对接）、供应链金融（如自动化结算）及零售支付（如京东港澳站收单）	聚焦 DeFi（去中心化金融）和跨境支付场景，发行港元稳定币 HKDR，基于以太坊区块链，与 Cobo（数字资产托管）、连连国际（跨境支付）合作，探索 DeFi 流动性池、跨境企业支付等应用。	联合开发港元稳定币 HKDG，目标降低大湾区跨境汇兑成本
中银香港、恒生银行、HashKey Group、汇丰银行、渣打银行	中银香港、汇丰银行	蚂蚁数字科技、恒生银行、HashKey Group、渣打银行	蚂蚁数字科技、恒生银行、汇丰银行、微软香港、渣打银行			
非工作小组成员（部份）	非工作小组成员（部份）	非工作小组成员（部份）	非工作小组成员（部份）			
贝莱德、中银香港资管、债务工具中央结算系统、华夏基金、南方东英、富兰克林邓普顿	蚂蚁国际	数码港、香港中华煤气、香港交易所、香港科技园、朗新集团（蚂蚁数字科技合作伙伴）	ARTA-Emali HK Limited、ICC Digital Standards Initiative、全球航运商业网络（蚂蚁数字科技合作伙伴）			

来源：香港金管局、国证国际整理



应用场境仍在探索当中

区块链的重要应用场境



来源：普华永道

数字资产产业链标的

数字资产产业链之部份标的

分层	行业类型/功能	代表公司/协议
传统金融接轨	旧有金融体系与区块链资产的桥接与协作工具，如法币入金、出金、银行对接等	Centrifuge, Actus, Dcent, OpenLaw, Polymath, Harbor, Activate
用户体验与大众普及	加密钱包、为用户提供资管、交易及DApp入口	Argent, Zerion, Cobo, DexWallet, imToken, Trust Wallet
	区块链数据查询、分析、研究平台	Staking Rewards, DeFi Pulse, defiprime.com, DeFi Rate
	资产质押、节点运营、基础设施即服务平台	Chorus, stake.fish, BisonTrails, Certus.One, Staking Facilities
	自动化资产管理、投资组合再平衡、机器人投资等	Set, Staked, Melon
数字资产核心金融服务	支付、法币-加密资产桥接、支付网关	Wyre, Ramp, Sablier
	去中心化保险、DeFi协议风险保障	Nexus Mutual, Oryn, Etherisc
	去中心化稳定币，价值锚定法币但无中心化发行方	DAI、LUSD
	去中心化交易所、撮合器、聚合器	1inch, 0x, Curve, Paraswap, Fulcrum, Airswap, DDGX, IDEX, Radar, Totle, Loopring
	去中心化借贷、存款协议	Compound, Aave, Union, Maker, Nuo, Torque
	流动性池、做市协议、AMM等	Uniswap, KyberSwap, Bancor, Ren, Hummingbot, Mesa
	衍生品、合成资产协议	Synthetix, UMA, Vega
区块链底层技术与基础设施	交易及智能合约隐私保护协议	Tornado, Enigma
	区块链与外部世界数据桥接	Chainlink, Band Protocol, Tellor, Coinbase Oracle
	跨链协议、资产与数据互通	Cosmos, Polkadot
	第一层区块链协议，强调安全性与可组合性	Ethereum、Solana
	基础价值储存层，通常指比特币等作为数字黄金的资产	Bitcoin

来源：大湾区资管、国证国际整理



比特币的走势亮丽，长期受市场关注

- 比特币走势表现亮丽，持续吸引市场关注。今年创下历史新高，一度接近112,000美元，年内累计涨幅约16%。
- 尽管短期内出现波动和回调，但整体市场情绪依然积极，主权基金、机构投资者和企业持续加码布局，将比特币视为潜在的数字黄金和储备资产。
- 总体来看，虽然比特币价格短线波动较大，但随着主流机构的参与，市场关注度高，已成为全球资产配置的重要选项，连带其他数字资产的关注度亦逐步提升。

比特币走势亮丽



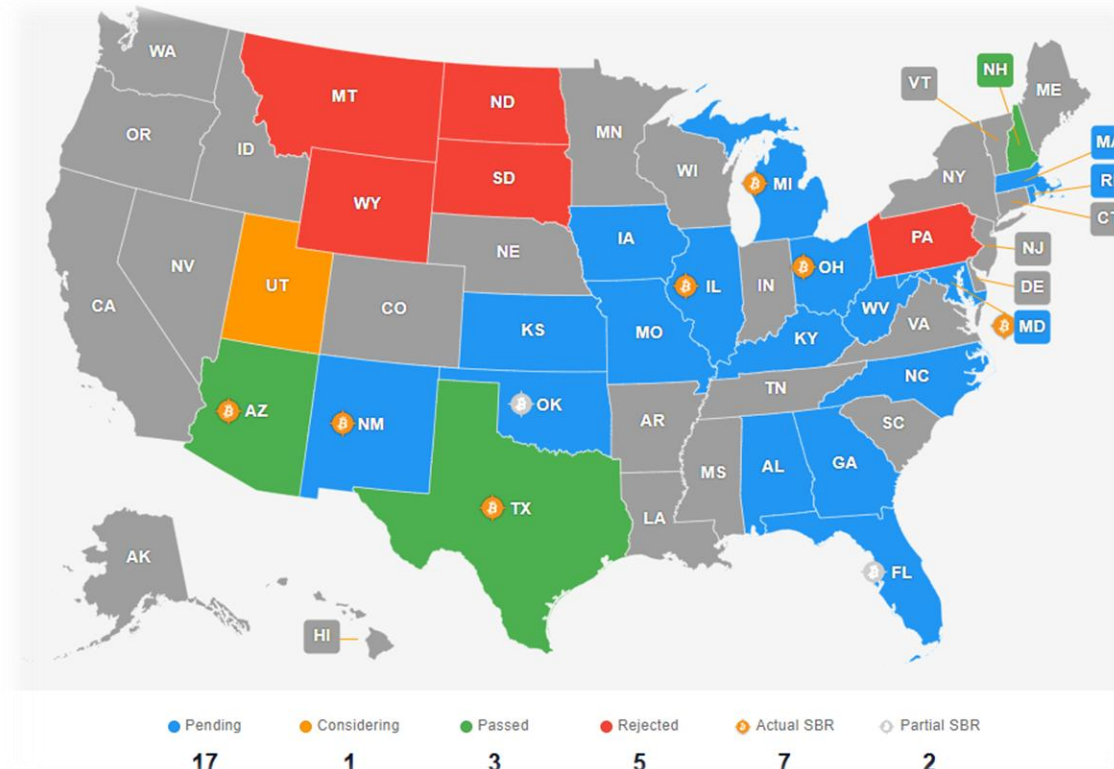
来源：彭博、国证国际整理



特朗普政府对比特币的支持

- ▶ 特朗普政府自2025年重返白宫后，推出多项支持比特币及加密货币产业的举措。推动监管友好政策及人事任命，任命支持加密货币的官员出任证券交易委员会（SEC）等监管机构要职。签署行政命令，成立美国首个战略性比特币储备，将联邦政府持有的比特币（包括刑事或民事诉讼中没收所得）纳入储备，并明确规定政府不会出售这些比特币，旨在负责任地管理和增加储备。
- ▶ 美国一些州，例如新罕布什尔州，通过法案，建立了美国首个比特币及数字资产储备。亚利桑那州也提出了类似的提案，该提案最近也得到了州长的批准，这表明各州官员对比特币的兴趣正在增强。德克萨斯州最近也通过了法案，正式设立了比特币战略储备基金，该基金独立于州财政之外。

美国各州份战略比特币储备法案通过情况



来源：Bitcoin Reserve Monitor



机构对比特币的持仓

- 2025年以来，机构和政府对比特币的持仓呈现明显上升趋势。根据Bitcointreasury.net的统计，机构投资者自2025年初以来已新增持有超过41.7万枚比特币，显示大型资金对比特币的配置意愿显著增强。
- 企业与机构已超越散户成为比特币市场的主导买家，这一结构性转变不仅提升了比特币市场的稳定性，也反映出其作为资产储备和抗通胀工具的地位日益巩固。此外，政府层面，截至2025年初，全球各国政府合计持有约47.1万枚比特币，主要来源包括刑事查扣、战略收购等，并有越来越多国家将比特币纳入国家战略储备。
- 总体来看，机构和政府的持仓结构性上升，标志着比特币正加速由散户主导转向机构和主权资金主导，这一趋势预计将进一步推动比特币市场的成熟与规模扩张。

当前比特币持仓分布



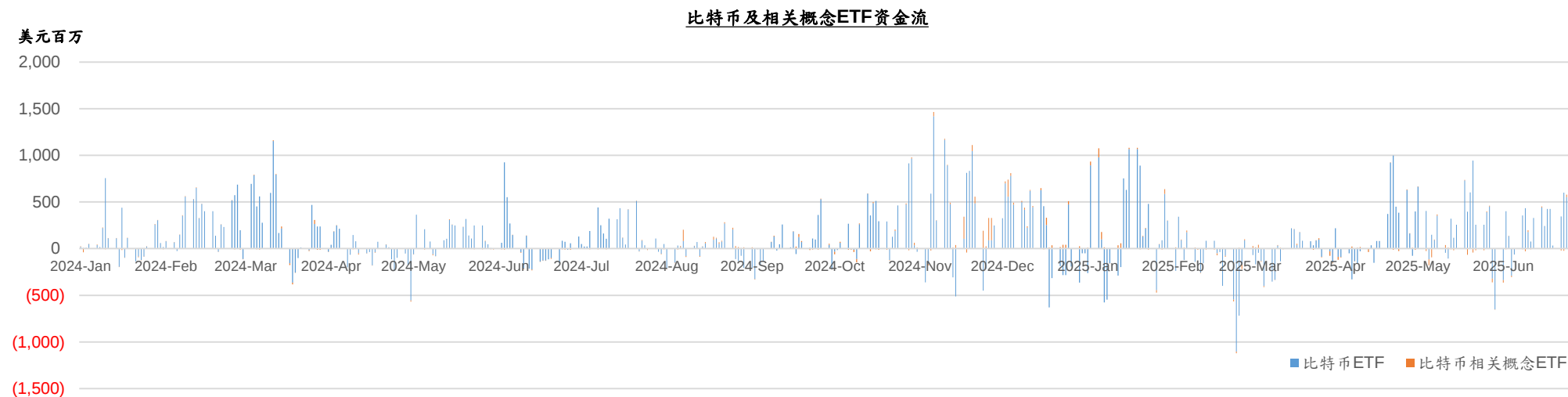
来源：Bitcointreasury.net



从ETF资金流看传统资金的态度

- 2025年前四个月，比特币ETF经历了明显的资金的波动。2月中旬至4月中旬期间，受美联储加息、避险情绪升温及获利回吐影响，美国上市的比特币ETF录得创纪录的赎回潮。
- 不过，进入5月后，随着宏观环境改善和政策预期转暖，比特币ETF再度录得强劲资金流入，显示资金持续看好比特币。

比特币及相关概念的美股ETF资金流走势



来源：彭博、国证国际整理



比特币的特征和投资周期

- 比特币最重要的特性之一是“减半机制”，每四年区块奖励会减半一次。第一次减半：2012年11月28日、第二次减半：2016年7月9日、第三次减半：2020年5月11日、第四次减半：2024年4月19-20日。每次减半后，矿工收入下降，部分小型矿工可能因收益降低而退出市场。历史数据显示，每次减半后大约18个月内，比特币价格往往会迎来一轮显著上涨，随后进入调整期。
- 这一周期已重复三次，目前正处于新一轮周期中。然而，**历史表现不代表未来表现，内容仅供参考。**

主要资产当年收益情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025 1H
房地產	24.1%	比特幣 36.2%	比特幣 120.3%	比特幣 1375.1%	納指100 (1.0%)	比特幣 94.8%	比特幣 305.1%	比特幣 59.8%	黃金 (0.3%)	比特幣 157.0%	比特幣 120.5%	黃金 24.5%
債券	23.6%	納指100 8.4%	羅素200 19.5%	納指100 31.5%	黃金 (1.6%)	納指100 38.0%	納指100 47.6%	房地產 36.8%	羅素200 (21.6%)	納指100 53.8%	黃金 27.2%	比特幣 15.8%
納指100	17.9%	房地產 (0.7%)	黃金 8.1%	黃金 13.5%	債券 (4.2%)	羅素200 23.7%	黃金 25.1%	納指100 26.6%	房地產 (29.2%)	羅素200 15.1%	納指100 24.9%	納指100 7.2%
羅素200	3.5%	債券 (4.2%)	納指100 5.9%	羅素200 13.1%	房地產 (8.7%)	房地產 22.5%	羅素200 18.4%	羅素200 13.7%	債券 (32.8%)	黃金 13.1%	羅素200 10.0%	債券 0.1%
黃金	(1.4%)	羅素200 (5.7%)	房地產 4.0%	債券 6.5%	羅素200 (12.2%)	黃金 18.3%	債券 16.4%	黃金 (3.6%)	納指100 (33.0%)	房地產 4.5%	房地產 (0.7%)	房地產 (1.5%)
比特幣	(57.5%)	黃金 (10.4%)	債券 (1.2%)	房地產 4.4%	比特幣 (73.8%)	債券 11.5%	房地產 (9.0%)	債券 (6.0%)	比特幣 (64.3%)	債券 (0.7%)	債券 (11.7%)	羅素200 (2.6%)

来源：彭博、国证国际整理

多谢！
国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010

请参阅本报告尾部免责声明