

新旧金融的桥梁：稳定币如何重塑非银金融生态？

2025年06月09日

► **什么是稳定币？** 稳定币是加密货币的一种特殊类型，其设计的核心目的是维持加密货币价格的稳定，通常通过将其价值锚定到一种或者一篮子相对稳定的底层资产来实现，主要锚定资产包括法定货币、其他加密货币、大宗商品以及算法等。稳定币是加密资产货币生态系统中至关重要的基础设施，是提供价值稳定的交易媒介，充当法币和加密货币之间交易的核心中介。

► **稳定币的核心机制和分类。** 稳定币通过与某种类型的稳定资产（如美元、欧元等法定货币、黄金等实物资产、一揽子资产或者算法等）挂钩，比如 1:1 锚定美元，来降低相关加密货币的价格波动。从主要的锚定标的类型来看，主要可以分为 4 类：1) 法币抵押型；2) 商品抵押型；3) 加密货币抵押型；4) 算法型。

► **稳定币的核心价值：为何需要稳定币？** 稳定币在充当支付工具、价值存储、便利交易等方面应用广泛。稳定币既充当计价单位，为加密世界提供了一个波动性较低的“价值标尺”，让参与者能够清晰地衡量、比较和结算各种资产和交易的价值，也充当加密生态中的“现金”等价物，满足相关避险需求，同时还能降低支付成本，提升支付效率。全球稳定币交易量近年来不断增长，稳定币的日均交易量从 2019 年的 4.32 亿美元增长至 2024 年的 841.43 亿美元，CAGR 达到 187.1%。2025 年继续快速增长，截至 5 月末，2025 年稳定币日均成交量达到 1279.60 亿美元，较 2024 年同比提升约 52%。

► **对比全球稳定币监管机制，香港稳定币“价值锚定”有望抢占先机。** 香港《稳定币条例》由香港金融监管局（HKMA）主导发牌和监管，在很大程度上避免了多部门交叉监管而产生监管套利，有助于提升监管效率。不论是全部还是部分锚定，只要在香港发行，都需要受到香港的监管，即使不在香港发行，但是其中挂钩港元的部分，也需要受到香港监管，这种制度设计体现了“价值锚定”的思路，有望使香港在全球的稳定币竞争中占据优势。

► **投资建议：** 我们认为香港《稳定币条例》的发布对非银行业产生了结构性影响，既带来合规升级，但同时也创造了新的业务机遇。《条例》允许符合条件的非银机构参与稳定币发行，我们认为其较高的门槛有望推动市场向具备资金和技术实力的头部企业集中，我们建议**重点关注众安在线、香港交易所、连连数字等标的。**

► **风险提示：** 政策落地不及预期，市场竞争加剧，合规成本大幅提升，资本市场大幅波动，稳定币价格波动风险，加密货币流通与托管风险。

推荐

维持评级

**分析师 张凯烽**

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业周报 20250608：险资成立私募基金的考量-2025/06/08
- 2.非银行业周报 20250601：险资“长钱”持续入市-2025/06/02
- 3.保险行业点评：寿险累计增速转正，财险多险种共振支撑增长-2025/06/01
- 4.非银行业周报 20250525：险资一季度加仓股票-2025/05/25
- 5.非银行业周报 20250517：公募费率改革深化，险资配置优化提速-2025/05/18

目录

1 什么是稳定币？	3
1.1 稳定币：加密货币生态系统中的关键基础设施	3
1.2 香港《稳定币条例》主要内容	5
1.3 沙盒测试配合立法推进，香港稳定币发展加速	7
2 稳定币的核心机制：如何保持“稳定”？	8
2.1 何以“稳定”：锚定价值相对稳定的特定资产	8
2.2 稳定币的分类：法币抵押型、商品抵押型、加密货币抵押型、算法型	8
3 稳定币的核心价值：为何需要稳定币？	10
3.1 支付工具：充当加密货币计价单位	10
3.2 价值存储：与加密货币及时兑换，满足避险需求	11
3.3 便利交易：降低支付成本，提升支付效率	11
3.4 发展趋势：交易量不断增长，香港市场有望充分受益	12
4 全球稳定币的监管机制：香港“价值锚定”监管有望抢占先机	17
4.1 中国香港：“属地+属人”相结合，防止监管套利	17
4.2 美国：积极推进《GENIUS Act of 2025》，完善稳定币监管	17
4.3 欧盟：MiCA 框架下的“功能性监管”	17
4.4 新加坡：首个全面监管体系，只允许法币抵押型	18
5 重视金融科技创新对非银机构多方位赋能	19
5.1 非银行业影响	19
5.2 众安在线：ZA Bank 已积极部署稳定币相关业务	19
5.3 香港交易所：有望吸引全球资本和机构聚集，ADT 有望持续提升	23
5.4 连连数字：已有 VATP 牌照，业务模式逐步升级	26
6 风险提示	28
插图目录	29
表格目录	29

1 什么是稳定币？

1.1 稳定币：加密货币生态系统中的关键基础设施

稳定币 (stablecoin) 是加密货币的一种特殊类型，其设计的核心目的是维持加密货币价格的稳定，通常通过将其价值锚定到一种或者一篮子相对稳定的底层资产来实现，主要锚定资产包括法定货币、其他加密货币、大宗商品以及算法等。

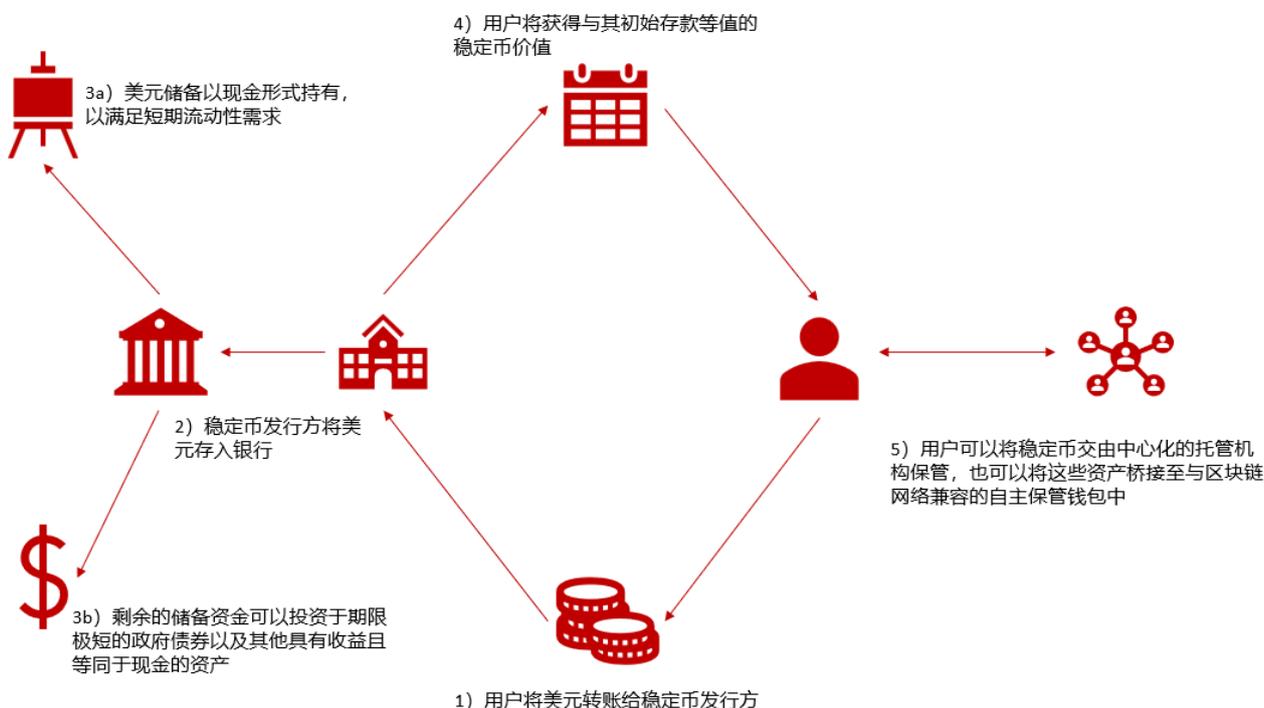
从具体的形成机制来看，根据朱太辉《全球稳定币监管的框架、理论和趋势研究》中的定义，“稳定币” (stablecoin) 是满足特定条件的加密数字货币表达形式：基于区块链和分布式分类账本发行和交易，以记账单位和经济价值的储存形式表述，与单一资产或一组资产，或一揽子参考价值维持相对稳定，可以被公众接受并用于货币或服务付款、清偿债务、投资的交易媒介，通过电子方式转移、储存或买卖。

稳定币是加密资产货币生态系统中至关重要的基础设施，它通过锚定稳定资产 (如法定货币等) 来提供加密货币的价格稳定性，充当了连接传统金融和波动较大的加密货币之间的桥梁，稳定币在交易、支付、DeFi、避险等方面发挥着重要作用。

稳定币是提供价值稳定的交易媒介。稳定币有助于解决比特币、以太坊等主流加密货币价格波动较大而难以作为日常支付、价值存储或记账等功能的问题，稳定币提供了在区块链上流通、与法定货币 (如美元、欧元) 等 1:1 挂钩的资产，有望成为在加密货币市场剧烈波动时的“避风港”。

充当法币和加密货币之间交易的核心中介：从加密货币的投资流程来看，投资者想进入加密货币市场，需要用法币 (如美元、欧元等) 购买加密货币；想退出市场获利，需要将加密货币兑换回法币。这个过程通常涉及银行转账、身份认证 (KYC/AML) 等，目前存在速度较慢、成本较高以及有地域限制等。稳定币可以充当加密货币和法币之间转换的核心中介：投资者可以通过法币购买稳定币，获得稳定币后，可以快速、低成本地转移至区块链钱包或其他加密货币平台，在去中心化交易所 (DEX) 或中心化交易所 (CEX) 中，用稳定币自由地兑换其他任何加密货币 (如 BTC, ETH)。最后投资者在卖出加密货币换取稳定币后，可以在合规交易所将稳定币兑换回法币。

图1：稳定币机制示意图



资料来源：泰达币白皮书、美国国会，民生证券研究院整理

为 DeFi 提供稳定基础和价值来源：去中心化金融（DeFi）旨在构建无需中介的金融服务（借贷、交易、衍生品等），但高度波动的原生加密货币资产使得构建稳健的金融协议较为困难，稳定币（尤其是法币抵押型）因其价值稳定，成为 DeFi 借贷协议中最主要的抵押品和借贷资产。用户抵押稳定币借出其他资产，或者借入稳定币用于其他投资/消费。**稳定币是 DeFi 生态系统得以蓬勃发展的重要基石之一，使得复杂的金融操作成为可能。**

表1：香港《稳定币条例》主要监管要求

模式要素	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4
发行机构	单个	多个	单个	智能合约
权利索偿	向发行人索偿	向发行人索偿（附带条件）	只能向获得批准的中介机构索偿	在储备资产中持有等额资产（interest）
赎回机制	用户直接赎回	用户直接赎回	只能通过获批准的机构间接赎回	用户直接赎回
赎回条件	可赎回兑换成法币（附带条件）	可赎回兑换成法币（附带条件）	可赎回兑换成本地法币	可赎回兑换成其他加密活剥
稳定机制	法定货币支持	法定货币支持	法定货币支持	加密资产支持等
储备资产	银行存款	银行存款	银行存款和短期政府证券等	其他加密资产
记录中介	多个公共区块链	单一公共区块链	单一私人区块链	单一公共区块链
分类账模型	UTXO 模型或基于区块链账户	账户	账户	账户

资料来源：朱太辉《全球稳定币监管的框架、理论与趋势研究》，民生证券研究院

1.2 香港《稳定币条例》主要内容

香港《稳定币条例》正式成为法例，数字资产发展走出重要一步。2025年5月30日，香港特别行政区政府在宪报正式刊登《稳定币条例》(以下简称《条例》)，标志着条例正式成为法例。此前，香港立法会于2025年5月21日正式通过《稳定币条例草案》，用以在香港设立“法币稳定币”(挂钩法定货币的稳定币)发行人的发牌制度。

《条例》按照“相同活动、相同风险、相同监管”的原则，以风险为本，对稳定币发行机构提出严格要求，致力于构建稳健的监管环境，将有望为香港虚拟资本市场提供稳定基础。

明确锚定法币：《稳定币条例》明确“稳定币”与“指明稳定币”含义，明确将锚定法币的“指明稳定币”纳入受监管范围。其中“指明稳定币”定义为，基于分布式账本技术(DLT)、完全锚定一种或多种法币(如港元、美元)，且被公众接受为支付工具的加密数字资产。而排除的其他锚定标的，包括央行数字货币、证券类资产等。

表2：香港稳定币发展重要事件节点

时间	关键节点
2022年1月12日	香港金管局发布加密资产与稳定币讨论文件，邀请业界和公众就有关的监管模式提出意见
2022年10月31日	发布《有关虚拟资产在港发展的政策宣言》，阐明政府为在香港发展具活力的虚拟资产行业和生态系统而制定的政策立场和方针。
2023年1月31日	发布加密资产和稳定币讨论文件的咨询总结，归纳就上述文件收集到的意见和金管局的回应。金管局表示，建议将与稳定币相关的若干活动纳入监管，并在总结文件中阐述预期的监管范围和主要的监管要求。
2023年6月	2023年6月1日起实施虚拟资产交易平台强制发牌制
2023年12月-2024年2月	香港财库局和金管局就实施法币稳定币发行人监管制度的立法建议发表咨询总结，共收到108份意见书。
2024年3月12日	香港金管局推出稳定币发行人沙盒机制
2024年7月18日	公布稳定币发行人“沙盒”参与名单，包括圆币创新科技、京东币链、渣打香港、安拟集团 Animoca Brands 和香港电讯 Hong Kong Telecommunications (HKT)
2024年12月6日	《稳定币条例草案》法案刊宪
2025年5月21日	立法会正式通过条例草案
2025年5月30日	《稳定币条例》正式成为法例

资料来源：中国香港金融管理局、界面新闻、中国香港证监会、香港特区政府、证券时报，民生证券研究院整理

监管范围与对象：《条例》明确全地域监管覆盖，体现了地域穿透原则，无论发行人是否在香港注册，在香港发行法币稳定币，或在香港或以外发行宣称锚定港元价值的法币稳定币，均需要申请牌照；监管覆盖的稳定币相关流程包括设计、发行、管理、赎回等完整流程。

表3：香港《稳定币条例》监管要点

编号	监管领域	具体要求
1	牌照准入	最低注册资本 2500 万港元；未持牌活动最高罚款 500 万港元及 7 年监禁
2	储备资产与风险	1:1 法币锚定；储备资产独立托管于高流动性资产；用户享有无条件赎回权
3	运营合规	关键岗位人员需金管局审核资质；强制发布白皮书披露风险；严格遵循反洗钱条例
4	业务限制	持牌机构专注稳定币业务；禁止支付利息；建立有序缩减规模机制

资料来源：香港特别行政区立法会《稳定币条例草案》，民生证券研究院

发牌制度与要求：1) 必须要向香港金融监管局申请牌照，无牌照运营最高可罚 500 万港元及 7 年监禁。2) 申请条件主要涵盖资本要求、组织形式和适当人选筛查等：资本要求稳定币发行人的最低实缴资本须达到 2500 万港元；3) 若为非银机构，则要求必须在香港注册公司。

资产隔离和赎回制度：1) 储备资产隔离：《条例》要求稳定币发行人需将客户资产与自有资金严格分隔，储备资产仅限现金、国债等高流动性资产，并按 100% 比例覆盖流通稳定币面额，每月公布审计报告；2) 无条件赎回制度：香港稳定币的持有人有权按面值 1:1 赎回稳定币，发行人通常需要在 1 个工作日内无条件完成兑付，且不能收取不合理费用；3) 反洗钱与信息披露：香港稳定币发行人需符合 AML/CFT 标准，定期披露储备资产构成、风险敞口等信息，金管局可随时进行现场检查。

表4：中国香港稳定币牌照的最低准则

编号	必备要素	内容
1	储备资产的管理及稳定机制	1) 稳定币的储备资产市值在任何时候都必须至少相等于其流通面值 2) 持牌人必须设有稳健的稳定机制，妥善风格和管理储备资产的安排，同时具有充分的披露政策
2	赎回机制	无条件赎回承诺：持牌人必须向提出有效赎回要求的持有人支付制定稳定币的面值，不得附加过于繁琐的条件和不合理的费用
3	组织形式	必须在香港设有实体公司，或为在香港以外成立为法团的认可机构
4	财政资源	持牌人必须具有充足的财政资源来经营业务，要求最低缴足资本为 2500 万港元（原《咨询总结》中要求为 2500 万港元与流动稳定币面值 1% 二者取高者，《条例》放宽此项要求）
5	经营人员	持牌实控人、行政总裁和董事必须为适当人员，必须具备相关知识和经验
6	风险管理	必须具备相应的风险管理政策和程序，同时需要与稳定币经营的规模和复杂程度相适配

资料来源：香港特别行政区立法会《稳定币条例草案》，民生证券研究院

表5：香港《稳定币条例》中对于稳定币界定的核心要素

编号	方面	具体要求
1	表现形式	以计算单位或经济价值的储存形式表述
2	功能用途	作为或拟作为公众接受的交易媒介，用于为货物或服务付款、清偿债务/或投资
3	交易方式	可通过电子方式转移、储存或买卖
4	运作方式	在分布式分频账或类似资产储存库上运作
5	锚定价值	参照某单一资产或一篮子资产以维持稳定价值的加密保护数码形式价值。

资料来源：香港特别行政区立法会《稳定币条例》，民生证券研究院整理

1.3 沙盒测试配合立法推进，香港稳定币发展加速

稳定币“沙盒”测试，各类机构推进稳定币筹备。2024年7月香港公布了首批稳定币发行人沙盒名单的5家机构，分别是：京东集团旗下的京东币链科技（香港）、圆币创新科技、渣打银行（香港）、安拟集团（Animoca Brands Limited）、香港电讯（HKT）。其中，后三家渣打、安拟和香港电信选择联合申请。

从未来布局来看：1) 圆币创新科技：计划于以太坊上发行稳定币 HKDR，公司已与数位资产托管供应商 Cobo、跨境支付公司连连国际、虚拟资产交易平台 HashKey Exchange 达成合作协议，并于2024年9月获得一轮780万美元融资；2) 京东币链科技：面向零售和机构提供移动端及PC端应用产品。测试场景主要包括跨境支付、投资交易、零售支付等。3) 渣打银行（香港）、安拟集团（Animoca Brands Limited）、香港电讯（HKT）：成立合资公司，未来将向香港金管局申请牌照，发行与港元挂钩的稳定币。

2 稳定币的核心机制：如何保持“稳定”？

2.1 何以“稳定”：锚定价值相对稳定的特定资产

稳定币的核心功能是在保持价值稳定的前提下，通过加密货币的技术，充当传统金融（“旧金融”，法定货币）和新兴金融科技（“新金融”，加密货币）之间的桥梁，主要用于解决加密货币价格剧烈波动的重要痛点。稳定币通过与某种类型的稳定资产（如美元、欧元等法定货币、黄金等实物资产、一揽子资产或者算法等）挂钩，比如 1:1 锚定美元，来降低相关加密货币的价格波动。

稳定币主要根据其价值稳定机制，即根据如何维持与锚定资产的平价来进行分类。从主要的锚定标的类型来看，主要可以分为 4 类：1) 法币抵押型；2) 商品抵押型；3) 加密货币抵押型；4) 算法型。

2.2 稳定币的分类：法币抵押型、商品抵押型、加密货币抵押型、算法型

2.2.1 法币抵押型：中心化托管，链下抵押

法币抵押型的主要特点是中心化托管和链下抵押。从机制来看，法币抵押型稳定币发行方通常持有与流动代币等值（通常是 1:1）的传统法定货币（比如美元、欧元等），或者其他高流动性类现金资产（比如短期国债、商业票据）等，存放在银行或者信托机构等受监管的第三方托管机构，代表性的法币抵押型稳定币有 USDT (Tether), USDC (Circle), BUSD (Paxos), TUSD (TrueUSD), EURC, PYUSD 等。

第一代稳定币是 2014 年的 Tether (USDT)，Tether (USDT) 通过 1:1 美元锚定比特币交易的“稳定锚”，其中 Tether 是目前世界上规模最大的稳定币，由 Tether 发行，储备资产主要是美国国债、现金等。

2.2.2 商品抵押型：锚定实物商品

商品抵押型稳定币，通常由实物商品（如黄金、白银、石油、房地产）作为支撑，锚定实物商品的价值，比如黄金、白银、石油等。通常由持有相应实物商品或其衍生品（比如黄金 ETF 份额、期货合约等）的实体发行，代表性的稳定币是 PAXG (Paxos，锚定实物黄金)。

商品抵押型稳定币提供了对传统法币体系之外的实物资产敞口，商品价格的波动相比其他资产也相对较小，同时可以作为通胀的对冲工具。

2.2.3 加密货币抵押型：链上抵押，通常需要超额抵押

加密货币抵押型的稳定币使用其他加密货币，比如 ETH、BTC 和其他稳定币作为抵押品，通过智能合约锁定抵押品来发行稳定币。代表性的加密货币型稳定币有 DAI 和 LUSD。比如 DAI 由 MakerDAO 协议发行，抵押品主要为 ETH、wBTC、USDC 等。通过治理代币 MKR 管理风险和参数，其目标是保持与美元软挂钩。

2.2.4 算法型：依赖算法机制，无抵押或部分抵押

算法型稳定币不（或仅部分）依赖链下资产或链上抵押品，主要依靠算法、智能合约和供需调节机制来维持价格稳定，其主要目标是实现更好的去中心化和提升资本效率，代表性的算法型稳定币是 TerraUSD (UST-USD) 和 Luna (LUNA-USD)，但是均于 2022 年宣告崩溃。整体来看，算法型稳定币没有或者只有不足额的抵押品支撑，较为依赖市场信心。

表6：不同锚定方式稳定币的差异

编号	类型	代表稳定币	锚定资产	特征
1	法币抵押型	USDT、USDC	美元、欧元等法定货币、国债等	1:1 储备金托管于银行，透明度依赖审计
2	商品抵押型	PAX Gold (PAXG)	黄金、石油等实物资产	1 盎司纯金=1 枚 PAXG，需实物托管验证，其价值与实物黄金的实时价值直接挂钩
3	加密货币抵押型	DAI	ETH、BTC 等主流加密货币	通常超额抵押防范币价暴跌
4	算法型	原 UST (已崩溃)	一般无抵押，依靠算法调整供需	高收益吸引客户，但易陷入“死亡螺旋”

资料来源：CoinGecko，民生证券研究院

3 稳定币的核心价值：为何需要稳定币？

3.1 支付工具：充当加密货币计价单位

在波动性极高的加密货币市场中，像 BTC 或 ETH 这样的资产价格可能在短时间内剧烈波动。如果直接用它们作为计价基准(例如,说“这个 NFT 值 0.1 个 ETH”),那么这个“价值”本身就在不断变化，难以衡量和比较。

稳定币(如 1USDT \approx 1USD)提供了一个相对恒定的价值标准。当商品、服务或其他加密资产以稳定币标价时(例如,“这个 NFT 值 100USDT”或“这个 Token 售价 1.5USDT”),买卖双方都能清晰地理解其当前对应的法币价值(大致等同于 100 美元或 1.5 美元)。

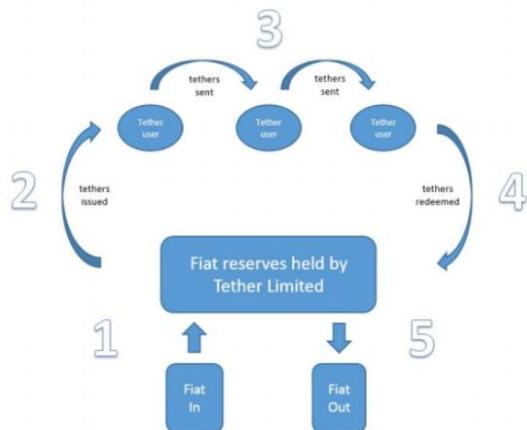
整体来看，稳定币充当计价单位，就是为加密世界提供了一个波动性较低的“价值标尺”，让参与者能够清晰地衡量、比较和结算各种资产和交易的价值，可比日常生活中使用美元、人民币作为计价单位一样。

图2：Tether 稳定币 1:1 锚定美元



资料来源：CoinGecko，民生证券研究院

图3: Tether 稳定币资金流向示意图



第 1 步: 用户将法定货币存入 Tether Limited 的银行账户。

第 2 步: Tether Limited 生成并记入用户的 Tether 账户。Tether 进入流通。用户存入的法定货币金额必须等于发行给用户的 Tether 金额 (例如: 存入 500 美元 = 发行的 500 USDT)

第 3 步: 用户使用 USDT 进行交易。用户可以转移、兑换和存储 USDT。

第 4 步: 用户将 USDT 存入 Tether Limited 以兑换成法定货币。

第 5 步: Tether Limited 销毁 Tether 并将法定货币发送到用户的银行账户。

用户还可以在上述过程之外通过交易所或其他个人获得 Tether。

资料来源: CoinGecko, 民生证券研究院

3.2 价值存储: 与加密货币及时兑换, 满足避险需求

充当加密生态中的“现金”等价物: 当用户不进行交易或投资时, 可以将资产转换为稳定币存放在钱包中, 暂时“离场”以规避市场波动风险, 同时保持随时可用的状态。它成为加密投资组合中重要的避险资产。当市场剧烈波动时, 交易者可以快速将持有的波动性加密资产 (如 BTC, ETH) 兑换成稳定币, 锁定价值, 规避下跌风险。

3.3 便利交易: 降低支付成本, 提升支付效率

加密货币交易的快速交易: 在加密货币交易所内, 稳定币是最常用的交易对之一 (如 BTC/USDT, ETH/USDC)。交易者可以用稳定币快速买卖其他加密货币, 无需每次都兑换成法币 (通常过程缓慢且昂贵)。这大大提高了交易效率和流动性。

便利跨境支付与汇款: 利用区块链的快速、低成本特性, 稳定币可以用于更高效、更便宜的跨境支付和汇款, 尤其对于传统银行服务不足的地区。价值稳定保证了发送和接收的金额确定性。

日常支付: 随着接受度提高, 稳定币开始被用于购买商品和服务 (尤其是在支持加密支付的商家), 作为波动性加密货币的替代支付手段。

表7：稳定币 USDT 转账费用示例（美元）

编号	链种	转账费用（美元）
1	ETH	0.0858
2	BNB	0.002
3	Polygon	0.0005
4	Tron	3.58-7.25
5	Ton	0.0449
6	Aptos	0.002-0.016
7	Avalanche	0.0001
8	Polkadot	0.0002

资料来源：gasfeenow，民生证券研究院；注：数据截至 2025 年 5 月 31 日

图4：各稳定币的手续费率实时动态调整

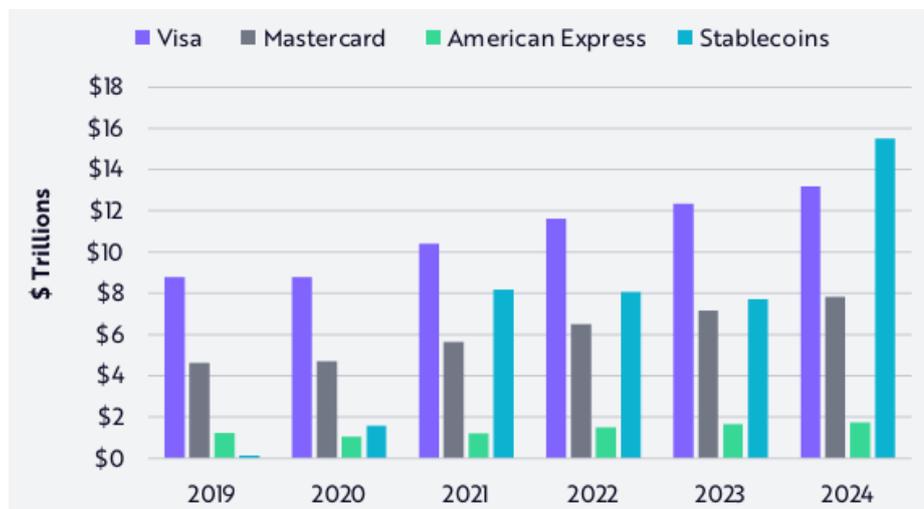
TIME (UTC)	ETH	BNB	POLYGON	TRON	APTOS	AVALANCHE	POLKADOT
2025-05-31T07:00:00.0	0.093	0.002	0.0004	3.58	0.0001	0.0003	0.0065
2025-05-31T06:00:00.0	0.124	0.002	0.0002	3.58	0.0001	0.0003	0.0065
2025-05-31T05:00:00.0	0.111	0.002	0.0003	3.58	0.0001	0.0004	0.0065
2025-05-31T04:00:00.0	0.118	0.002	0.0003	3.58	0.0001	0.0006	0.0065
2025-05-31T03:00:00.0	0.12	0.002	0.0003	3.58	0.0001	0.0025	0.0065
2025-05-31T02:00:00.0	0.172	0.002	0.0004	3.58	0.0001	0.0187	0.0065
2025-05-31T01:00:00.0	0.171	0.002	0.0006	3.58	0.0001	0.0205	0.0065
2025-05-31T00:00:00.0	0.205	0.002	0.0006	3.58	0.0001	0.0303	0.0065
2025-05-30T23:00:00.0	0.264	0.002	0.001	3.679	0.0001	0.0183	0.0069
2025-05-30T22:00:00.0	0.194	0.002	0.0003	3.679	0.0001	0.0022	0.0069
2025-05-30T21:00:00.0	0.262	0.002	0.0003	3.679	0.0001	0.0004	0.0069
2025-05-30T20:00:00.0	0.198	0.002	0.0003	3.679	0.0001	0.0004	0.0069
2025-05-30T19:00:00.0	0.268	0.002	0.0003	3.679	0.0001	0.0009	0.0069
2025-05-30T18:00:00.0	0.494	0.002	0.0003	3.679	0.0001	0.0095	0.0069

资料来源：gasfeenow，民生证券研究院；注：数据截至 2025 年 5 月 31 日

3.4 发展趋势：交易量不断增长，香港市场有望充分受益

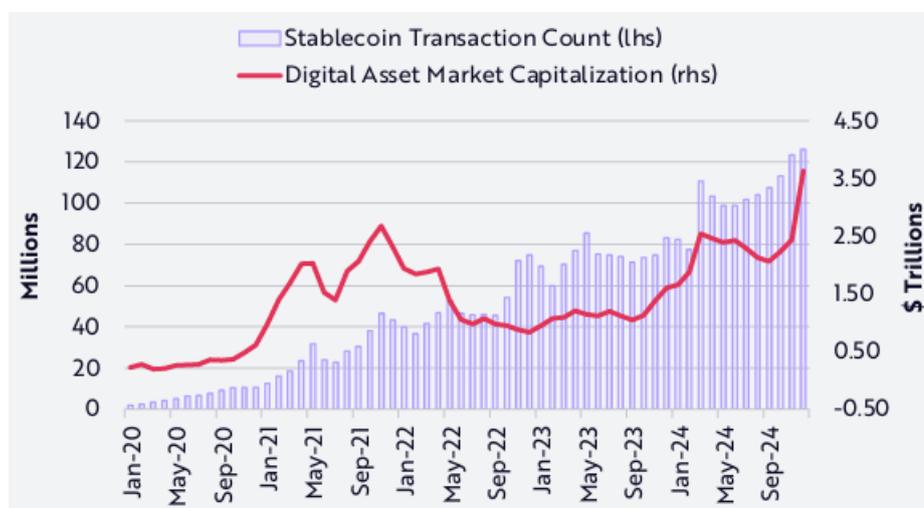
伴随加密货币的发展，全球稳定币交易量近年来不断增长。2024 年稳定币的年化交易价值达到了 15.6 万亿美元，大约是 Visa 和 Mastercard 的 119% 和 200%。每月交易数量达到 1.1 亿笔，分别约占 Visa 和 Mastercard 处理的交易量的 0.41% 和 0.72%，换言之，稳定币每笔交易的价值明显高于 Visa 和 Mastercard。

图5：2024 年稳定币交易量已超过 Visa 和万事达卡



资料来源：ARK INVEST《ARK's Big Ideas 2025: Stablecoins》，民生证券研究院

图6：稳定币交易数量和数字资产市场总市值



资料来源：ARK INVEST《ARK's Big Ideas 2025: Stablecoins》，民生证券研究院

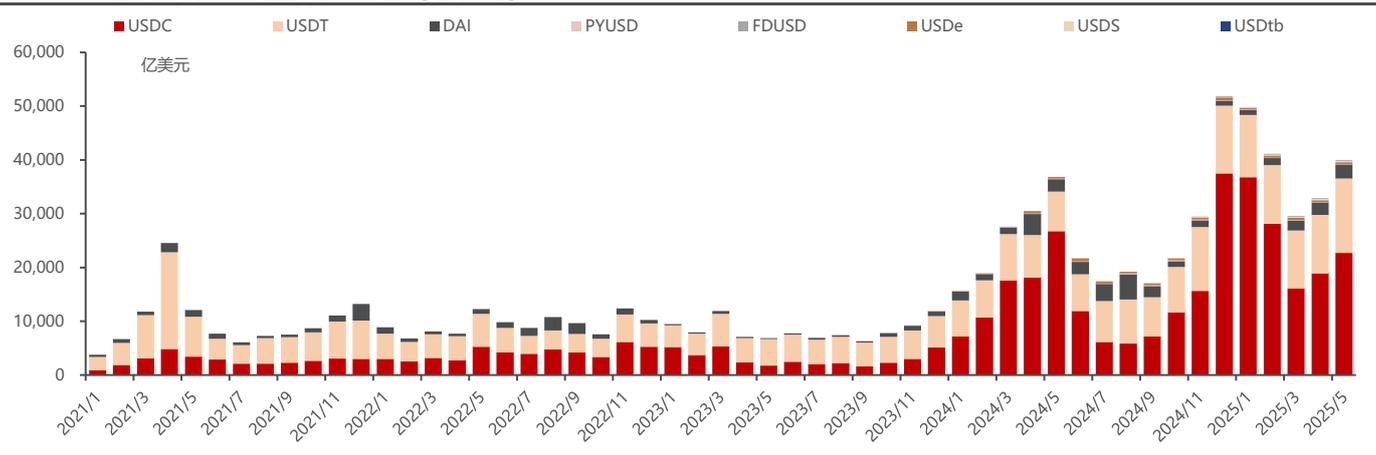
稳定币日均交易量近年来持续增长，2025 继续保持高速增长势头。稳定币日均和月度交易量不断增长，稳定币的日均交易量从 2019 年的 4.32 亿美元增长至 2024 年的 841.43 亿美元，CAGR 达到 187.1%。2025 年稳定币日均交易量继续快速增长，2025 年以来每月日均成交额保持在 900 亿美元以上水平。截至 5 月末，2025 年稳定币日均成交量达到 1279.60 亿美元，较 2024 年同比提升约 52%。

从 USDT 和 USDC 的日均成交额来看，根据 Visa 的数据，USDC 的日均交易量相比 USDT 更高，从两者的储备资产来看，USDT 储备资产含商业票据、比特币等，USDC 的储备资产采用现金+短期国债储备，因此我们认为 USDC 储备资产

的高流动性特征保证了其日均交易量居前。

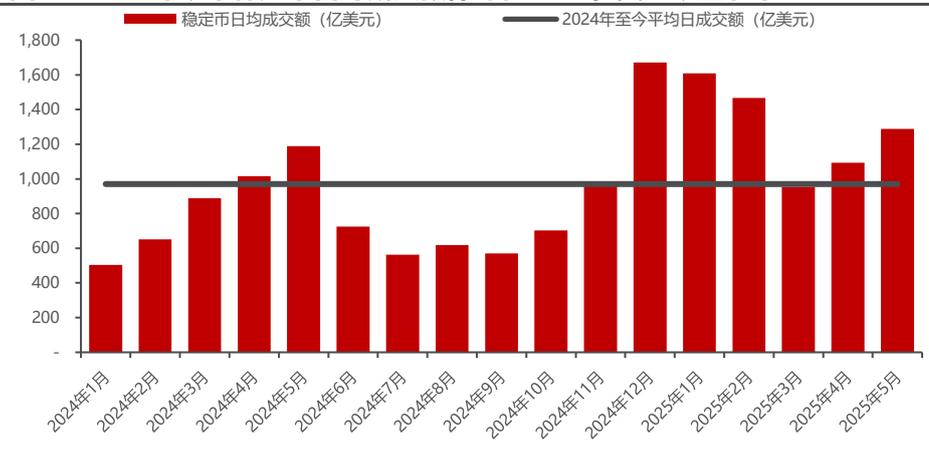
从稳定币发行规模的市场份额来看，根据 DefiLama 的数据，截至 2025 年 6 月 9 日，Tether (USDT) 和 USD Coin (USDC) 份额居前，分别占比 62.05%和 24.21%，占比合计超过 86%。其余稳定币品种市场份额均低于 5%。

图7：稳定币月度交易量保持高位（亿美元）



资料来源：Artemis，民生证券研究院

图8：2025 年以来稳定币日均成交额保持在 900 亿美元以上水平



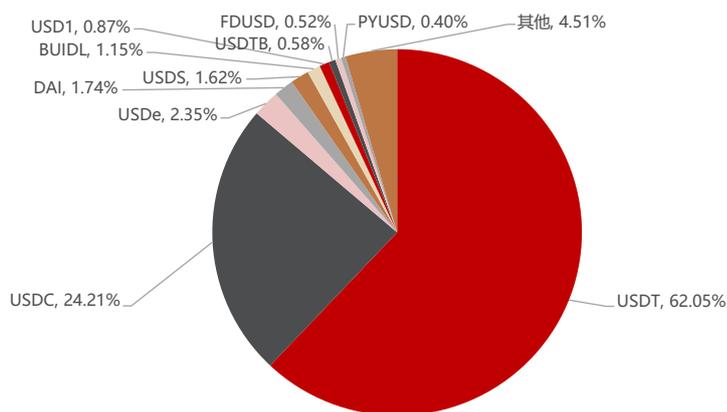
资料来源：Visa，民生证券研究院

图9：USDT 和 USDC 稳定币规模居前（美元）

Name	Chains	% Off Peg	1m % Off Peg	Price	1d Change	7d Change	1m Change	Market Cap
1 Tether (USDT)	+91	0%	+0.10%	\$1	≤ 0.0001%	+1.07%	+3.33%	\$155.408b
2 USD Coin (USDC)	+101	-0.02%	-0.03%	\$1	-0.01%	+0.24%	-0.09%	\$60.631b
3 Ethena USDe (USDe)	+16	+0.10%	+0.30%	\$1	-0.01%	+7.78%	+26.32%	\$5.891b
4 Dai (DAI)	+42	-0.01%	+0.10%	\$1	+0.08%	-8.53%	+0.37%	\$4.354b
5 Sky Dollar (USDS)		-0.04%	-0.04%	\$1	-0.21%	+12.21%	-3.23%	\$4.05b
6 BlackRock USD (BUIDL)		0%	-	\$1	≤ 0.0001%	-0.22%	-0.14%	\$2.892b
7 World Liberty Financial...		0%	-0.93%	\$1	0%	+0.23%	+1.81%	\$2.182b
8 Ethena USDTb (USDTb)		0%	-0.03%	\$1	+0.01%	+0.42%	+1.06%	\$1.456b
9 First Digital USD (FDU...)		-0.13%	-1.01%	\$1	-0.11%	-7.33%	-4.03%	\$1.302b
10 PayPal USD (PYUSD)		-0.06%	-0.10%	\$1	-0.01%	+10.68%	+7.86%	\$1.003b
11 Franklin Onchain U.S. ...		-	-	-	+0.01%	-1.07%	-	\$685.81m
12 USDX Money USDX (...)		-0.01%	-0.59%	\$1	+0.03%	-0.26%	+7.24%	\$671.32m
13 Ondo US Dollar Yield (...)		+9.50%	+12.00%	\$1.1	-0.08%	+0.23%	-0.51%	\$636.63m
14 Usual USD (USD0)		-0.21%	-0.26%	\$1	-0.09%	+1.00%	-2.49%	\$630.29m
15 Falcon USD (USDf)		-0.05%	+3.00%	\$1	+0.02%	+27.68%	+131%	\$572.47m
16 TrueUSD (TUSD)		-0.18%	-0.24%	\$1	-0.10%	-0.11%	-0.26%	\$484.7m
17 USDD (USDD)		+0.10%	+0.20%	\$1	+4.78%	+21.17%	+36.70%	\$451.73m
18 Ripple USD (RLUSD)		-0.02%	+0.10%	\$1	-0.12%	+23.52%	+20.42%	\$381.65m
19 Hashnote USYC (USYC)		+8.94%	+9.50%	\$1.09	-0.17%	-3.80%	-18.58%	\$363.15m
20 Avalon USDa (USDA)		-0.47%	-0.70%	\$1	0%	-2.38%	-2.70%	\$297m

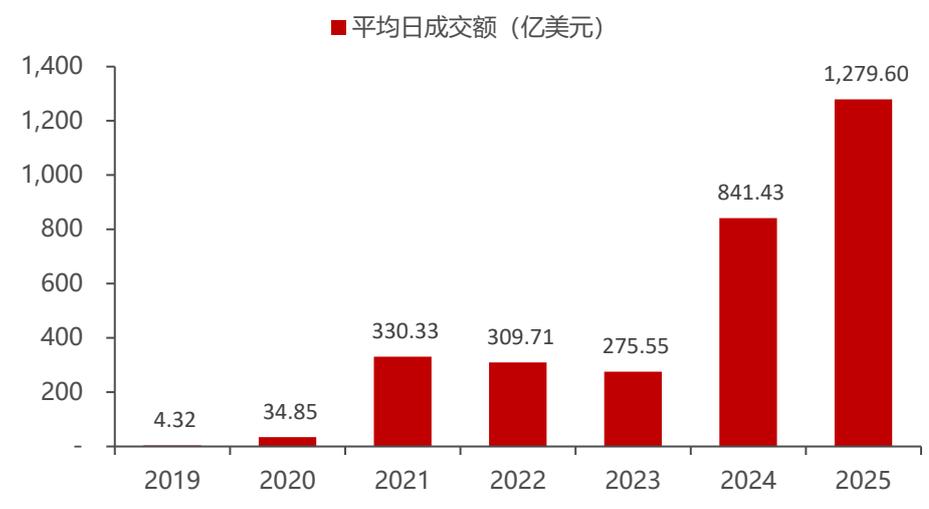
资料来源：DefiLlama，民生证券研究院；注：数据截至 2025 年 6 月 9 日

图10：稳定币市场份额



资料来源：DefiLlama，民生证券研究院；数据截至 2025 年 6 月 9 日

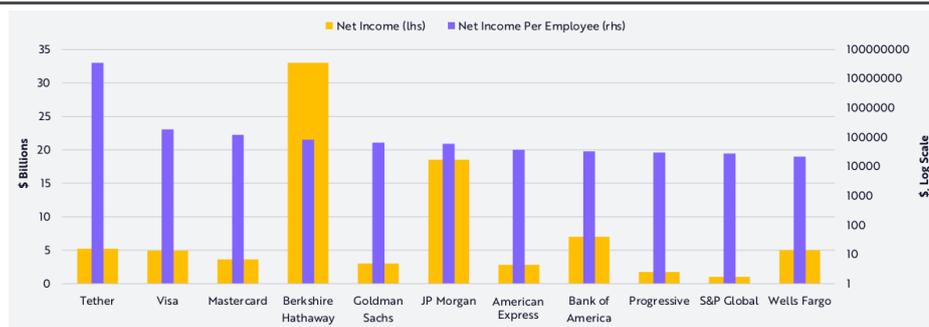
图11: 全球稳定币日均成交额近年来快速增长



资料来源: Visa, 民生证券研究院。注: 2025 年数据截至 5 月 31 日

稳定币运营商的创收快速增长。伴随稳定币交易量的提升, 稳定币运营收入不断增长, 头部机构已逐步接近传统头部银行和非银机构。以 Tether 为例, 截至 2024 年上半年, Tether 的员工人数不足 200 人, 而 JP Morgan 和 Berkshire Hathaway 各有超过 300,000 人。2024 年上半年, 在标准普尔金融精选行业指数中, 只有 Berkshire Hathaway、JP Morgan、美国银行和富国银行的净收入超过 Tether。

图12: Tether 与其他金融机构创收对比



资料来源: ARK INVEST 《ARK's Big Ideas 2025: Stablecoins》, 民生证券研究院

4 全球稳定币的监管机制：香港“价值锚定”监管有望抢占先机

4.1 中国香港：“属地+属人”相结合，防止监管套利

香港《稳定币法条例》由香港金融监管局（HKMA）主导发牌和监管，在很大程度上避免了多部门交叉监管而产生监管套利，有助于提升监管效率。从监管的范围来看，覆盖范围较为广泛，三类活动均需要接受监管：1) 在香港发行稳定币；2) 发行港元稳定币（无论是境内还是境外）；3) 向香港公众推广稳定币。因此，不论是全部还是部分锚定，只要在香港发行，都需要受到香港的监管，即使不在香港发行，但是其中挂钩港元的部分，也需要受到香港监管，这种制度设计体现了“价值锚定”的思路，有望使香港在全球的稳定币竞争中占据优势。

4.2 美国：积极推进《GENIUS Act of 2025》，完善稳定币监管

美国稳定币的监管在 2025 年 5 月迎来重大突破，核心框架以联邦立法为主，力图平衡金融创新和风险控制。美国于 2025 年 5 月 19 日，通过了《GENIUS Act of 2025》程序性投票，旨在为美元挂钩支付型稳定币提供联邦监管框架。

GENIUS 法案要点：1) 定义与范围：仅监管“支付稳定币”（用于支付结算、与法定货币 1:1 挂钩的数字资产），排除算法稳定币和非足额抵押型货币；2) 储备资产要求：要求 100% 足额储备（至少 1:1 的储备金），必须由现金、短期美国国债、期限 7 天及以下的回购和逆回购、货币市场基金、受保护的中央银行准备金存款等低风险资产的支持，禁止储备资产再抵押。3) 机构准入：银行和非银机构并行，银行机构可通过子公司发行，同时受到联邦银行法约束。非银机构方面，稳定币流通量在 100 亿以内的发行人可以选择在州级监管制度下进行监管。

4.3 欧盟：MiCA 框架下的“功能性监管”

欧盟对于加密资产的监管走在全球前列。发布全球首部加密资产监管规则，对加密资产的监管立法和市场格局产生深远影响。欧盟出台相关法规时间较早，欧盟于 2023 年 4 月 20 日通过了首个欧盟范围内的加密资产市场监管法案（Markets in Crypto-Assets, MiCA），也是全球首部针对加密资产市场的监管法律，MiCA 于 2023 年 5 月 31 日签署后，于 2024 年 12 月 30 日起正式实施，旨在规范加密资产市场创新发展的同时保护消费者权益。

MiCA 对于加密资产的定义：利用分布式账本技术（DLT）或相似技术进行转

移或存储的一种数字化价值或权利表示形式。MiCA 对于加密资产的定义与金融稳定理事会(FSB)类似，MiCA 定义的加密资产主要包括加密货币、稳定币和资产代币化三类，MiCA 只对加密货币和稳定币进行监管。

MiCA 的监管执行机构分为欧盟层面和成员国两个层面。1) **欧盟层面**：MiCA 欧盟层面的监管执行机构主要包括欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 和欧洲银行管理局 (EBA)，这两大机构负责制定技术标准和提供司法解释，在法规的具体落地层面为欧盟各国提供具体的监管指引；同时，欧洲银行管理局 (EBA) 还负责监管重要稳定币发行商；2) **成员国层面**：由成员国指定本国的加密资产监管机构，一般为本国的金融市场监管部门或央行，例如德国由联邦金融监管局 (BaFin) 监管，法国、荷兰、奥地利等国由金融市场管理局监管，意大利和西班牙由证券市场管理委员会监管加密资产，匈牙利、捷克、爱尔兰、立陶宛等国加密资产监管则由央行负责监管。

4.4 新加坡：首个全面监管体系，只允许法币抵押型

2023 年 8 月，新加坡金管局 (MAS) 出台《稳定币监管框架》，明确允许发行和单一货币锚定的稳定币 (Single-currency stablecoin, SCS)，锚定货币可以为新加坡元或其他 G10 国家货币 (美元、澳大利亚元、加拿大元、英镑、欧元、日元、新西兰元、挪威克朗、瑞典克朗和瑞士法郎)，新加坡出台的《稳定币监管框架》是全球首个全面监管体系，

MAS 要求单一货币稳定币的发行方必须满足相关要求：1) **价值稳定性**：单一货币储备资产将受到与其构成、估价、托管和审计相关的要求的约束，以提供高度的价值稳定性保证。2) **资本**：发行方必须维持最低基础资本和流动资产，以降低破产风险，并在必要时实现业务的有序关闭。3) **按面值赎回**：发行方必须在收到赎回请求后的五个工作日内将单一货币稳定币的面值返还给持有人。4) **披露**：发行方必须向用户提供适当的披露，包括有关单一货币稳定币的价值稳定机制、单一货币稳定币持有人的权利以及储备资产审计结果的信息。

仅允许银行和非银机构实体发行 SCS。1) 银行机构；2) 非银机构：SCS 总流通价值若超过 500 万新元，若发行人的 SCS 总流通价值低于 500 万新元，则不受 SCS 框架约束，此类发行人不能将其 SCS 标记为“MAS 监管认可的 SCS”。

5 重视金融科技创新对非银机构多方位赋能

5.1 非银行业影响

我们认为香港《稳定币条例》的发布对非银行业产生了结构性影响，既带来合规升级，同时也创造了新的业务机遇。《条例》允许符合条件的非银机构参与稳定币发行，我们认为其较高的门槛有望推动市场向具备资金和技术实力的头部企业集中，头部相关的上市标的有望更为受益。

香港的“价值锚定监管”模式（即无论发行主体所在地，只要锚定港元即纳入监管）有望为全球提供范本，有助于吸引国际机构在港设立合规稳定币业务，增强香港作为数字金融中心的竞争力。同时为平台型的上市公司比如香港交易所，有相关业务覆盖的上市公司如众安在线、连连数字等带来一定发展机遇。

整体来看，《条例》的实施有望重塑香港金融科技格局，我们建议**重点关注众安在线、香港交易所、连连数字等标的**。

5.2 众安在线：ZA Bank 已积极部署稳定币相关业务

众安在线是中国首家互联网保险科技公司，公司由“保险+科技”双引擎驱动，众安专注于应用新技术重塑保险价值链，围绕健康、数字生活、消费金融、汽车四大生态，以科技服务新生代，为其提供个性化、定制化、智能化的新保险。

众安国际的子公司众安银行（ZA Bank）于2019年3月27日成为香港首批获批数字银行牌照的银行，并于2020年3月24日正式开业，众安银行致力于构建香港在地的一站式数字金融服务平台，为零售用户和中小微企业提供丰富、便捷、普惠的金融服务。众安 Bank 是香港市场功能和产品最丰富的数字银行之一，通过手机端全数字化的运营模式打造一站式的综合金融服务平台，是香港唯一一家为用户提供存款、贷款、转账、卡消费、外汇、保险、投资及企业银行等24小时服务的数字银行。

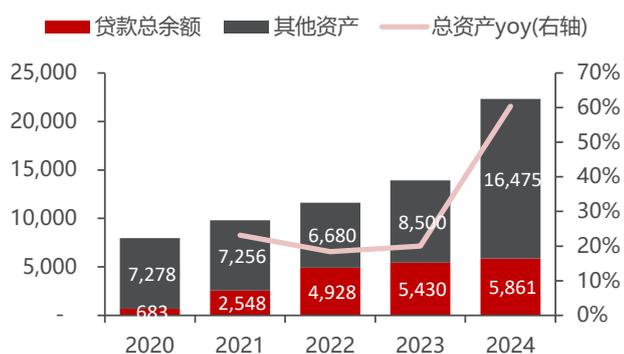
图13：众安银行的四大类业务



资料来源：众安在线公司公告，民生证券研究院

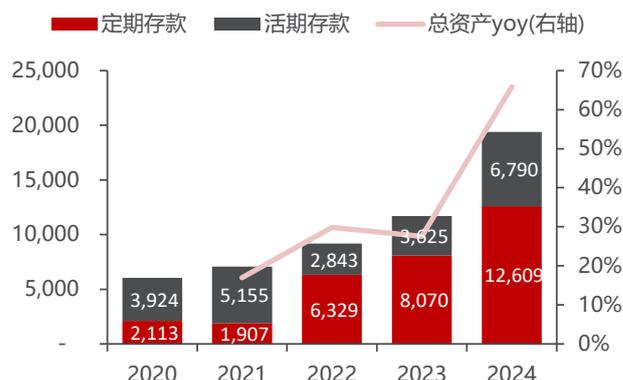
入选首批稳定币“沙盒”名单，成为首批稳定币“储备银行”服务。ZA Bank 积极把握 Web3 发展浪潮，策略性布局相关业务领域，支持香港特区打造 Web3 枢纽，2024 年 7 月，众安国际参股的圆币创新科技入选香港金管局公布稳定币发行人“沙盒”参与名单，ZA Bank 成为香港地区首家本地数字银行为稳定币发行人提供专属“储备银行”服务，可以直接承接稳定币发行人的法币储备资金托管业务。众安银行与首批沙盒测试机构圆币科技合作。

图14：众安银行总资产稳健增长（百万港元）



资料来源：众安在线公司公告，民生证券研究院

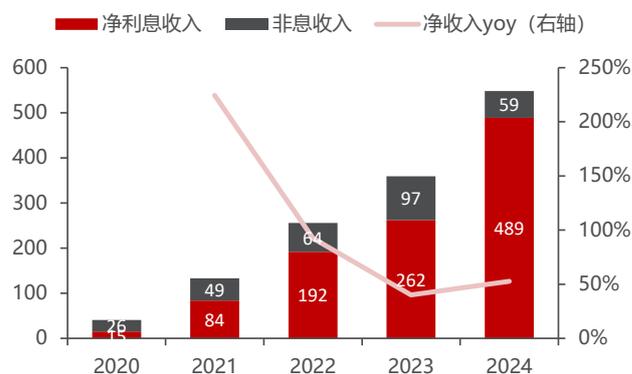
图15：众安银行存款余额（百万港元）



资料来源：众安在线公司公告，民生证券研究院

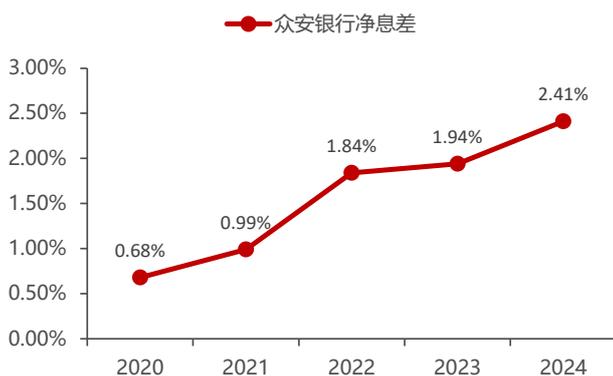
图16: 众安银行资本充足率


资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院

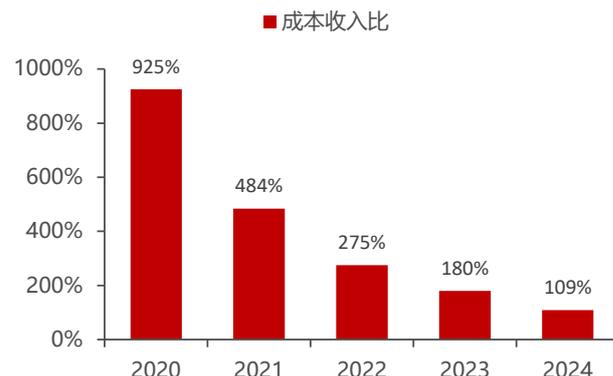
图17: 众安银行净收入 (百万港元)


资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院

存贷款余额快速增长, 净息差稳定走高, 亏损率大幅收窄。2024年ZA Bank存款余额193.99亿元, 同比+65.9%; 贷款余额同比+7.9%至58.61亿元, 存贷比29.8%。受益于加息周期以及贷款产品的不断丰富, ZA Bank净息差稳健走高, 从2023年的1.94%提升至2024年的2.41%, 净息差水平稳中有升。ZA Bank 2024年实现净收入5.48亿港元, 同比+52.6%, 公司聚焦业务质量, 不断提升经营效率, 2024年ZA Bank净亏损为2.32亿港元, 较2023年同期减亏1.67亿港元, 亏损率从2023年的111%收窄69pct至42%。

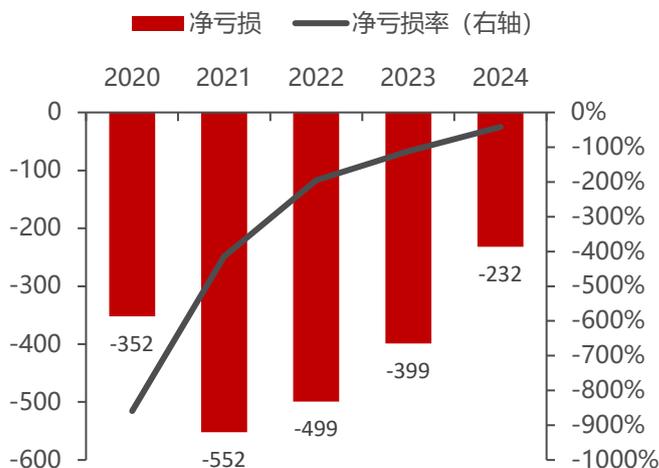
图18: 众安银行净息差逐步走高


资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院

图19: 众安银行成本收入比


资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院

图20: 众安银行净亏损 (百万港元, %)



资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院

5.2.1 稳定币监管制度完善, RWA 代币化重构金融生态

ZA Bank 布局 Web3 领域, 以“Banking for Web3”为核心战略, 构建了多元收入结构, 非息业务成为增长支柱。ZA Bank 为本地持牌虚拟资产交易平台 (如 HashKey、OSL) 提供法币与代币化资产的清结算服务, 覆盖超 200 家 Web3 企业客户。

代币化债券、房产基金等 RWA 代币化, 跨境融资业务空间不断打开, 稳定币合规化与 RWA (现实世界资产代币化) 的结合正在重构金融生态。中国香港作为这一变革的前沿阵地, 《稳定币条例》出台有望为当地市场发展注入强心剂。

表8: ZA Bank 以“Banking for Web3”为核心战略, 构建了多元收入结构

编号	业务方向	公司布局
1	稳定币银行业务	为圆币科技等发行方提供法币储备托管、铸币/赎回通道
2	RWA 清算	为 HashKey 等持牌交易所提供合规清结算, 服务超 200 家 Web3 企业
3	零售加密服务	亚洲首家向零售用户提供加密货币交易的持牌银行, 支持法币-稳定币-代币化资产兑换

资料来源: 众安在线公司公告, 民生证券研究院整理

5.2.2 战略合作圆币科技 (RD Technologies), 共同推进稳定币生态建设

众安在线旗下 ZhongAn Digital Asset Group 为圆币钱包的 5 名创设者之一, 圆币成立宗旨是为帮助贸易企业解决跨境支付的困难, 并方便企业管理外汇风

险，与众安秉持共同的理念与目标，通过合作解决贸易企业的痛点，共同促进贸易发展。

ZA Bank 与圆币科技保持深度联动：ZA Bank 是香港首家为稳定币发行方提供法币储备托管服务的数字银行，圆币科技作为其首批合作方，将稳定币储备金存入 ZA Bank，未来有望助力后者扩大净息差收入。

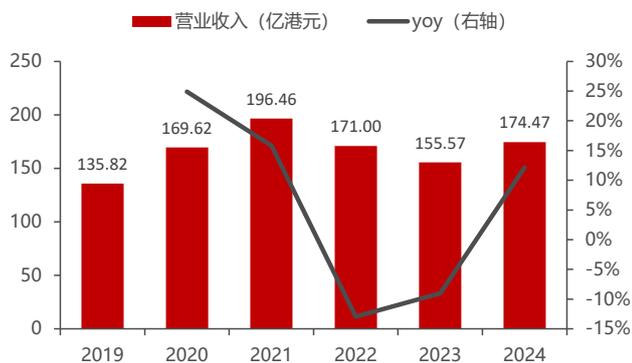
股权层面：间接持股圆币科技，目前以战略合作为主。众安间接持股圆币科技，众安国际通过子公司 ZhongAn Digital Asset Group Limited 持有圆币科技约 8.7% 的股权，是其主要股东之一，圆币科技的其他主要股东主要包括渣打银行、HashKey、香港电讯等。目前双方以战略合作为主，未涉及交叉控股或直接投资，伴随沙盒测试和香港《稳定币法案》的推进，双方未来有望充分协同，ZA Bank 未来或有望吸纳法币存款，并通过兑换等服务流程获得非息收入。

5.3 香港交易所：有望吸引全球资本和机构聚集，ADT 有望持续提升

香港交易及结算所有限公司主要从事股票交易所经营的公司。公司业务经营主要分为五个部门：现货部门包括现货市场交易平台、上海证券交易所和深圳证券交易所买卖的股本证券产品。股本证券及金融衍生产品部门包括在香港期交所和香港联交所买卖的衍生产品。商品部门包括在伦敦金属交易所 (LME) 的业务。结算部门包括在香港中央结算有限公司、联交所期权结算所、期货结算公司、场外结算公司及 LME Clear Limited 的业务。平台及基础设施部门提供平台及公司的基础设施使用。

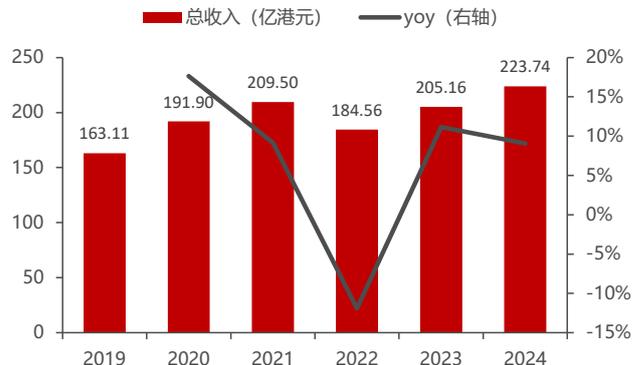
港交所营收和净利润增长趋势向好。香港交易所 2024 年实现营业收入 174.47 亿港元，同比+12.1%，实现总收入 (包含投资收益等) 223.74 亿港元，同比+9.1%，2024 年实现归母净利润 130.50 亿港元，同比+10.0%，实现 EBITDA 收入 162.8 亿港元，同比+9.8%。

图21：港交所营业收入及同比增长



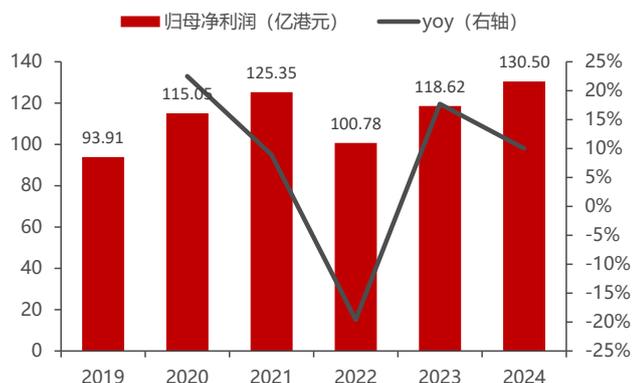
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图22：港交所总收入（包含投资收益等）及同比增长



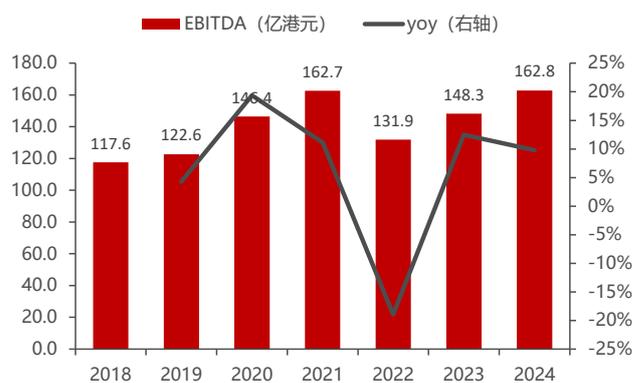
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：港交所归母净利润及同比增长



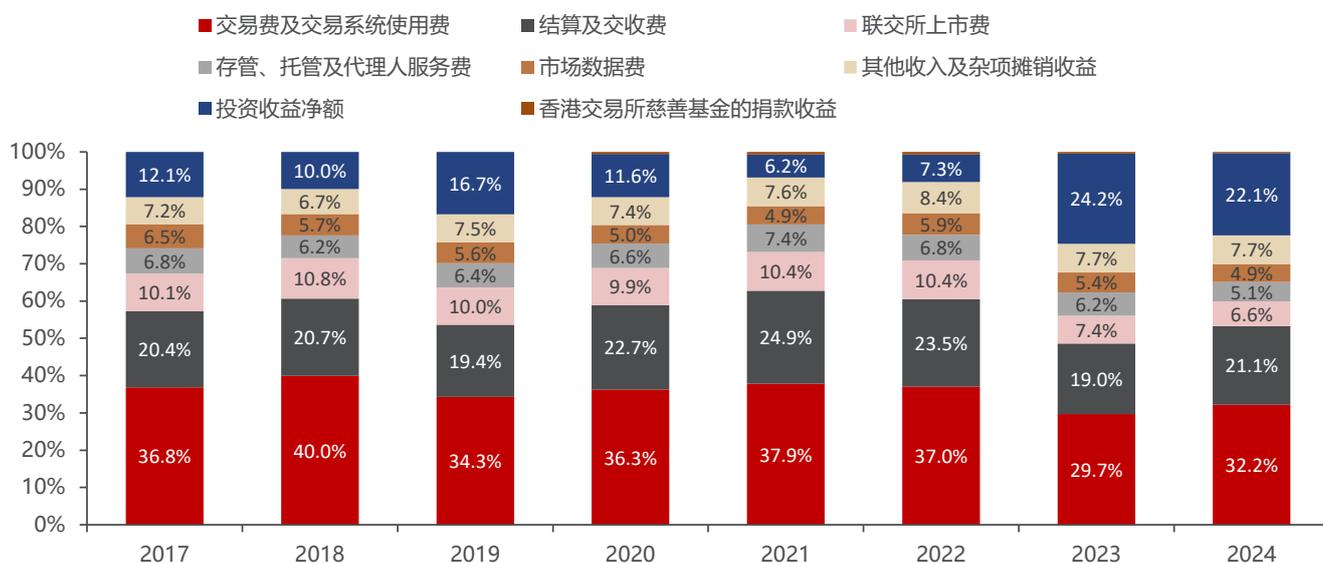
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：港交所 EBITDA 增长



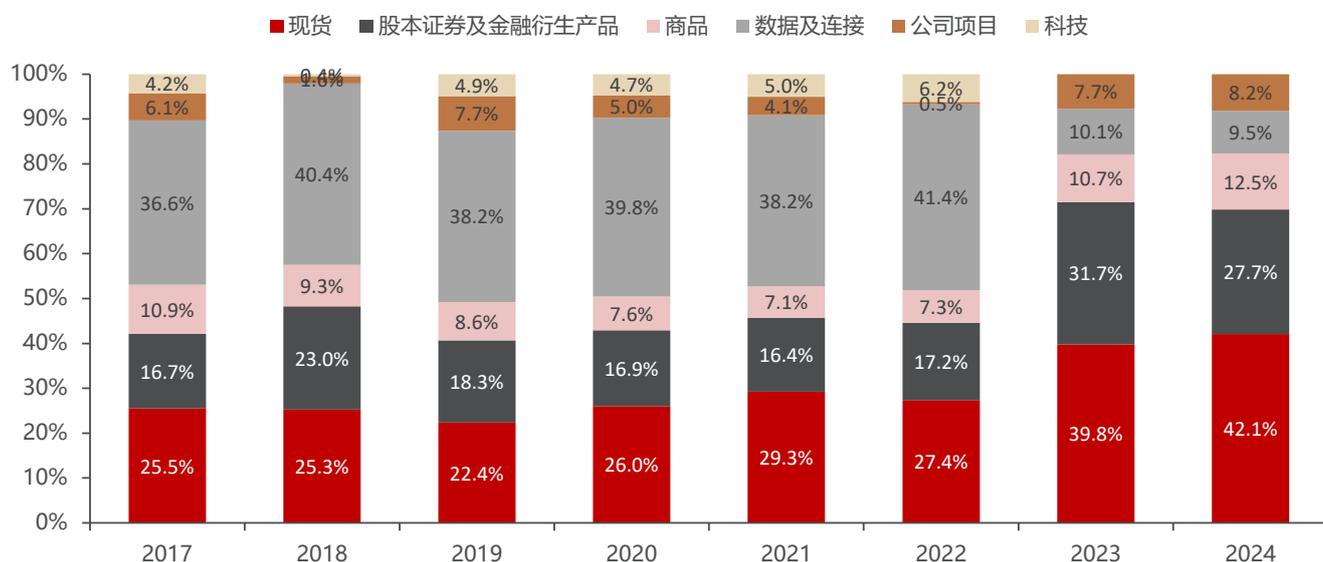
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：港交所收入结构拆分



资料来源：香港交易所公司公告，民生证券研究院

图26：港交所营业收入按分部收入拆分结构



资料来源：香港交易所公司公告，民生证券研究院

5.4 连连数字：已有 VATP 牌照，业务模式逐步升级

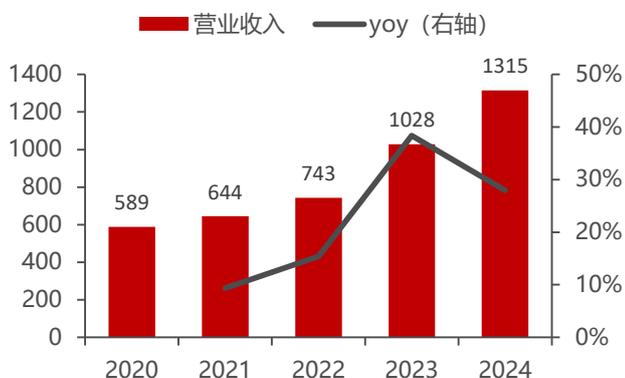
连连数字科技股份有限公司（“连连数字”）成立于 2009 年，是中国领先的数字支付解决方案提供商，具备服务世界各地客户的全球支付能力。依托广泛的全球牌照布局、完善的专有技术平台及广泛的合作方网络，公司建立了全球支付网络，向中国及全球客户提供丰富的数字支付服务及增值服务。公司的客户主要包括商户（其主要通过电商平台与终端买家进行零售业务）及企业（其主要向终端买家（包括公司及机构）销售货品或提供服务）。

在所有中国的数字支付解决方案提供商中，公司拥有广泛的全球业务布局及牌照覆盖范围，且是唯一一家在美国所有州均持有货币转移牌照的公司。截至 2024 年 12 月 31 日，公司建立了由 65 项支付牌照及相关资质组成的全球支付牌照布局，并持有香港证券及期货事务监察委员会颁发的虚拟资产交易平台的（VATP）牌照。提供服务范围覆盖超过 100 个国家及地区，并支持使用超过 130 种货币进行交易。

公司 2024 年营业收入快速增长，归母净利润表现改善。连连数字 2024 年实现归母净利润 13.15 亿元，同比+27.9%，其中数字支付业务收入为 11.51 亿元，同比+31.6%，实现归母净利润-1.68 亿元，相比 2023 年亏损 6.56 亿元有所改善。

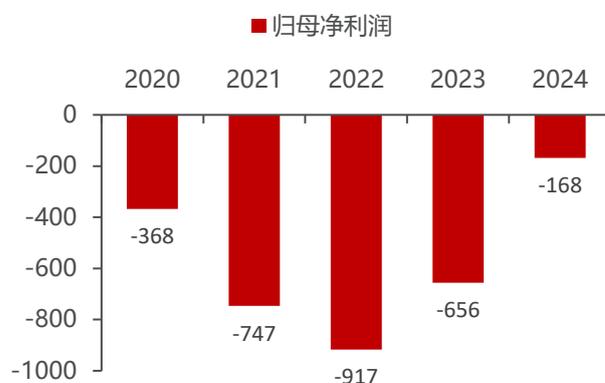
支付网络与牌照协同，VATA 牌照赋能跨境支付。连连数字子公司 DFX Labs 持有香港虚拟资产交易平台（VATP）牌照，可推出稳定币相关产品。连连国际与圆币科技合作，利用其“圆币钱包”提升跨境贸易支付效率，公司凭借全球化牌照和高标准的合规壁垒优势，持续发力拓展全球业务市场，扩张客户群，升级技术、服务和产品能力，截至 2024 年末，公司数字支付的 TPV 达到 3.3 万亿人民币，同比+64.7%。

图27：连连数字营业收入（百万元）



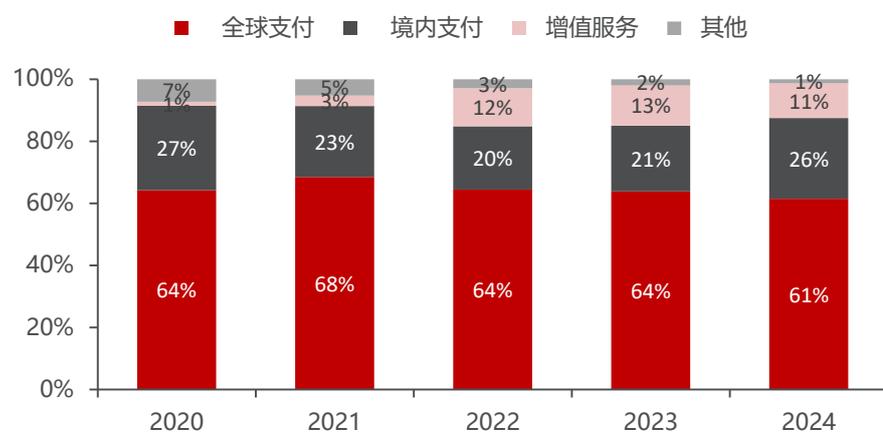
资料来源：连连数字公司公告，民生证券研究院

图28：连连数字归母净利润（百万元）



资料来源：连连数字公司公告，民生证券研究院

图29：连连数字业务收入结构



资料来源：连连数字公司公告，民生证券研究院

6 风险提示

1) 政策落地不及预期。《稳定币条例》通过强制持牌、储备隔离、赎回保障等机制，推动非银行业向合规化、专业化转型，实际落地层面仍有待于相关政策的细化，相关参与方业务需要综合考虑业务扩展和风险控制，存在落地进度不及预期可能，造成业务增长低于预期。

2) 行业竞争加剧。头部互联网、金融等机构有望积极布局稳定币相关业务，稳定币发行、跨境支付等业务行业竞争有望加剧，挤压现有业务空间。

3) 合规成本大幅提升。《稳定币条例》明确了稳定币发行必须申领牌照，稳定币发行方需重组架构以满足持牌要求，相关合规成本可能大幅提升。

4) 资本市场剧烈波动。稳定币链接传统金融和虚拟货币，其锚定的资产主要为法币，资本市场剧烈波动或导致汇率不稳定，进而影响稳定币的价值稳定，造成稳定币市场和相关业务的剧烈波动。

5) 稳定币价格波动风险。传统加密货币价格波动幅度较大，尽管稳定币通过锚定法币等方式提升币值稳定性，但受抵押与信息披露机制潜在缺陷影响，储备资产不足或资产挪用等因素，仍然可能导致稳定币价格出现波动。

6) 加密货币流通与托管风险。加密货币与加密资产容易受到恶意攻击，如果稳定币发行人或托管机构遭到黑客攻击，可能出现数字资产和相关收入的损失。

插图目录

图 1: 稳定币机制示意图.....	4
图 2: Tether 稳定币 1:1 锚定美元.....	10
图 3: Tether 稳定币资金流向示意图.....	11
图 4: 各稳定币的手续费率实时动态调整.....	12
图 5: 2024 年稳定币交易量已超过 Visa 和万事达卡.....	13
图 6: 稳定币交易数量和数字资产市场总市值.....	13
图 7: 稳定币月度交易量保持高位 (亿美元).....	14
图 8: 2025 年以来稳定币日均成交额保持在 900 亿美元以上水平.....	14
图 9: USDT 和 USDC 稳定币规模居前 (美元).....	15
图 10: 稳定币市场份额.....	15
图 11: 全球稳定币日均成交额近年来快速增长.....	16
图 12: Tether 与其他金融机构创收对比.....	16
图 13: 众安银行的四大类业务.....	20
图 14: 众安银行总资产稳健增长 (百万港元).....	20
图 15: 众安银行存款余额 (百万港元).....	20
图 16: 众安银行资本充足率.....	21
图 17: 众安银行净收入 (百万港元).....	21
图 18: 众安银行净息差逐步走高.....	21
图 19: 众安银行成本收入比.....	21
图 20: 众安银行净亏损 (百万港元, %).....	22
图 21: 港交所营业收入及同比增长.....	24
图 22: 港交所总收入 (包含投资收益等) 及同比增长.....	24
图 23: 港交所归母净利润及同比增长.....	24
图 24: 港交所 EBITDA 增长.....	24
图 25: 港交所收入结构拆分.....	25
图 26: 港交所营业收入按分部收入拆分结构.....	25
图 27: 连连数字营业收入 (百万元).....	26
图 28: 连连数字归母净利润 (百万元).....	26
图 29: 连连数字业务收入结构.....	27

表格目录

表 1: 香港《稳定币条例》主要监管要求.....	4
表 2: 香港稳定币发展重要事件节点.....	5
表 3: 香港《稳定币条例》监管要点.....	6
表 4: 中国香港稳定币牌照的最低准则.....	6
表 5: 香港《稳定币条例》中对于稳定币界定的核心要素.....	7
表 6: 不同锚定方式稳定币的差异.....	9
表 7: 稳定币 USDT 转账费用示例 (美元).....	12
表 8: ZA Bank 以“Banking for Web3”为核心战略, 构建了多元收入结构.....	22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048