



# 稳定币系列报告一

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003） 分析师：杨佳妮（执业 S1130524040002）  
 shusiqin@gjzq.com.cn xiachangsheng@gjzq.com.cn yangjiani@gjzq.com.cn

 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）  
 huangjihui@gjzq.com.cn

## 扬帆起航，香港稳定币产业链生态深度解析

### 核心要点

稳定币是加密资产的一种，凭借价值稳定成为虚拟资产中的计价工具，当前规模已超 2600 亿美元。稳定币价值与其他货币、商品或金融工具挂钩，兼具法币的稳定性和加密货币的可转移性与可编程性，因此成为连接虚拟货币和法定货币的中介，即虚拟资产领域的一般等价物。根据 Coingecko 数据，截至 7 月 13 日，全球稳定币总市值已达 2636 亿美元，约占加密货币总市场总规模的 7%，全球稳定币 24 小时交易量达 796.6 亿美元，其中 USDT 与 USDC 占据了约 85% 的市值与 90% 的交易量，市场竞争格局高度集中。当前交易与支付是稳定币的核心场景，一方面稳定币的稳定性使其成为投资者和用户在价值存储、加密资产交易中的核心选择，根据 BCG 估算，2024 年约 88% 的稳定币交易量用于中心化交易所 (CEX) 和去中心化交易所 (DEX) 之间的套利及流动性路由，另一方面，稳定币利用区块链技术，具备交易成本低（基本低于 1%）、结算时间迅速（支持 7×24 小时全天候实时结算，几乎可即时完成）、全球可访问性强等优势，市场份额有望快速提升。根据 BVNK 预测，未来 5 年稳定币占全球跨境支付额比重将从 2024 年的 3% 上升至 20%。

**香港稳定币率先立法通过，发行人、托管银行、交易所、跨境支付等生态蓄势待发。**5 月 30 日香港《稳定币条例》在宪报刊登正式成为法例并将于 8 月 1 日生效。从生态链看，稳定币生态具体可分为一级市场发行、二级市场流通和应用场景三个层级。一级市场发行层主要包括发行人以及为其提供资产管理与储备托管的资产管理机构和银行机构，其中发行人盈利以储备资产利息收入为主，circle 储备收入贡献高于 95%，目前香港市场中圆币创新科技、京东币链及渣打银行等的合资企业已进入沙盒试点，蚂蚁国际与蚂蚁数科已确立申请牌照；众安银行是香港首家宣布进行稳定币托管业务的银行，具备战略、生态、技术、股权关联四重优势，且除储备银行业务外，预计其可能的盈利模式还包括分销与虚拟资产交易业务。二级市场虚拟资产交易牌照包括 VATP 牌照与 SFC 升级牌照，前者香港证监会已向包括 OSL、HashKey、老虎证券旗下 YAX、富途控股旗下 PantherTrade 在内的 11 家虚拟资产交易平台发牌，后者已升级牌照的包括国泰海通（国君国际）、东方财富（哈富证券）、天风证券（天风国际）、众安在线（众安银行）等。场景应用层预计以虚拟资产投资、跨境支付为主，当前跨境支付解决方案商连连数字全资持有的连连国际已和圆币创新科技达成稳定币相关合作，此外，其子公司 DFX Labs 持有香港虚拟资产交易平台（VATP）牌照。

**内地环境对虚拟资产转向包容、积极，境内离岸与境外离岸人民币稳定币或协同推进。**6 月 18 日，央行行长潘功胜在 2025 年陆家嘴论坛发言时首次提及稳定币并肯定其在跨境支付领域的应用，7 月 10 日，上海市国资委党委围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略召开中心组学习会，内地对虚拟资产的态度转向包容与积极。当前稳定币已成为全球发展趋势中不可忽视的力量，考虑到香港人民币离岸市场规模有限（截至 5 月人民币存款余额为 9756 亿元），在等值储备的要求下，一方面或难以独立支撑人民币稳定币达到规模经济效应，另一方面能撬动的稳定币规模上限将远低于美国的当前市场规模，预计境内离岸与境外离岸人民币稳定币存在协同推进的可能性。

**稳定币发展步入加速通道，相关生态有望深度受益。**稳定币生态中，发行人利润来源以低成本的储备收益为主，盈利能力与可持续性、规模性最强；此外，交易与支付是稳定币的核心使用场景，虚拟资产交易平台与跨境支付商也有望深度受益。

### 风险提示

宏观经济波动；国际地缘政治波动；稳定币政策变化；稳定币市场发展不及预期。



## 内容目录

一、 稳定币类型与规模.....	5
1.1 法币抵押稳定币.....	6
1.2 实物抵押稳定币.....	6
1.3 加密抵押稳定币.....	7
1.4 算法稳定币.....	8
二、 稳定币应用场景解析.....	8
2.1 虚拟资产交易媒介.....	8
2.2 跨境支付和汇款.....	10
2.3 DeFi 应用.....	12
2.4 RWA 应用.....	13
三、 香港稳定币市场展望.....	14
3.1 香港稳定币合规化进程梳理.....	14
3.2 香港稳定币产业链解析.....	15
3.3 人民币稳定币发行展望.....	26
四、 相关标的梳理.....	27
五、 风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1： 稳定币市值走势.....	5
图表 2： 主要稳定币市值占比图.....	5
图表 3： 主要稳定币 24 小时交易量占比.....	5
图表 4： 四种类型稳定币对比.....	5
图表 5： USDT 市值规模情况.....	6
图表 6： USDC 市值规模情况.....	6
图表 7： PAXG 市值规模.....	7
图表 8： XAUt 市值规模.....	7
图表 9： DAI 市值规模.....	7
图表 10： Frax 市值规模.....	8
图表 11： 稳定币的主要应用场景.....	8
图表 12： USDT 兑美元价值已保持稳定.....	9
图表 13： 稳定币占据加密货币链上交易量的绝大部分.....	9
图表 14： 2024 年稳定币交易价值与交易笔数细分.....	9



图表 15: 稳定币参与加密货币交易流程.....	10
图表 16: 传统跨境支付缺陷.....	10
图表 17: SWIFT 体系下各地区向 G20 国家跨境汇款的平均成本.....	11
图表 18: 稳定币与银行 SWIFT 系统跨境支付流程对比 (以 BVNK 平台为例).....	11
图表 19: 跨境支付手段对比.....	12
图表 20: 按资产类型划分的 DeFi 交易流动性供应来源 (十亿欧元).....	13
图表 21: 现实资产代币化流程.....	13
图表 22: 现实资产代币化运作流程.....	13
图表 23: RWA 分类型的市场规模情况.....	14
图表 24: RWA 总锁定价值 (TVL) 显著上涨.....	14
图表 25: 香港数字资产政策与监管体系概览.....	15
图表 26: 香港稳定币合规化进程表.....	15
图表 27: 稳定币生态梳理.....	16
图表 28: 稳定币发行与销毁流程.....	16
图表 29: Tether 稳定币申购与赎回费用.....	16
图表 30: circle 储备收入占比 95%以上.....	17
图表 31: 稳定币发行人申牌要求.....	17
图表 32: 香港稳定币三组沙盒参与方对比.....	18
图表 33: 京东国际业务布局.....	19
图表 34: 圆币科技成立时股权结构.....	19
图表 35: 蚂蚁国际业务生态.....	20
图表 36: 目前已获得牌照的虚拟资产交易平台.....	21
图表 37: 香港虚拟资产业务牌照梳理.....	21
图表 38: OSL 平台提供的产品服务.....	22
图表 39: 数字资产业务收入及净利润情况 (万港元).....	22
图表 40: 2024 年 OSL 数字资产及区块链平台业务结构.....	22
图表 41: 众安银行概览.....	23
图表 42: ZA Bank 加密货币服务收费标准.....	23
图表 43: USDT 储备资产类别.....	24
图表 44: USDC 储备资产类别.....	24
图表 45: circle 与 coinbase 分配机制.....	24
图表 46: 众安银行净收入情况.....	25
图表 47: 众安银行持续减亏.....	25
图表 48: 净息差水平持续提高.....	25
图表 49: 净息收入和手续费收入规模.....	25



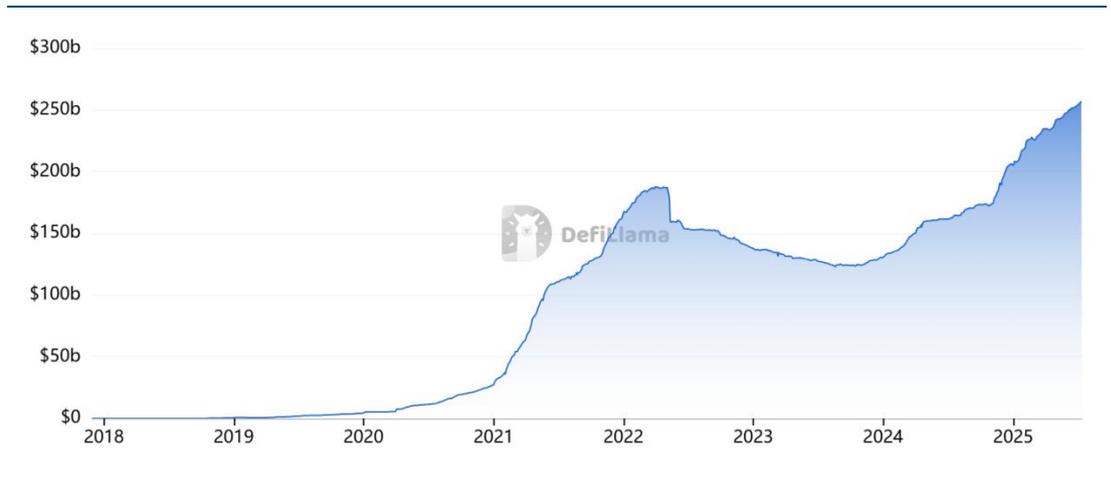
图表 50: 连连数字经营情况 (亿元) .....	26
图表 51: 2024 年营收主要来自全球支付和境内支付服务.....	26
图表 52: 连连数字 TPV 稳步增长 (万亿元人民币) .....	26
图表 53: 中国香港银行人民币存款余额 (亿元) .....	27
图表 54: 人民币稳定币发行猜想.....	27
图表 55: 稳定币标的梳理.....	27



## 一、稳定币类型与规模

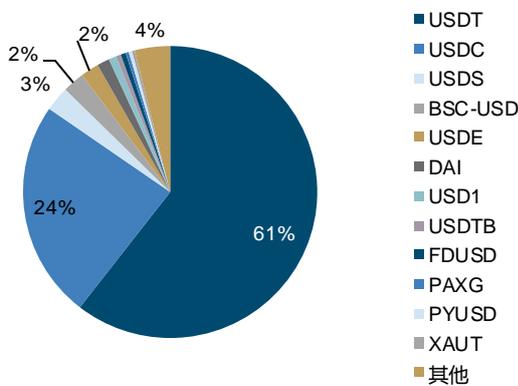
稳定币具备价值稳定特征，成为虚拟资产领域的计价工具。稳定币属于加密资产的一种，价值与其他货币、商品或金融工具挂钩，兼具法币的稳定性和加密货币的可转移性与可编程性，因此成为连接虚拟货币和法定货币的中介，即虚拟资产领域的一般等价物。根据 Coingecko 数据，截至 2025 年 7 月 13 日，全球稳定币总市值已达到 2636 亿美元，约占加密货币总市场总规模的 7%，24 小时稳定币交易量达 796.6 亿美元，其中 USDT 与 USDC 占据了约 85% 的市值与 90% 的 24 小时交易量，市场格局高度集中。

图表1：稳定币市值走势

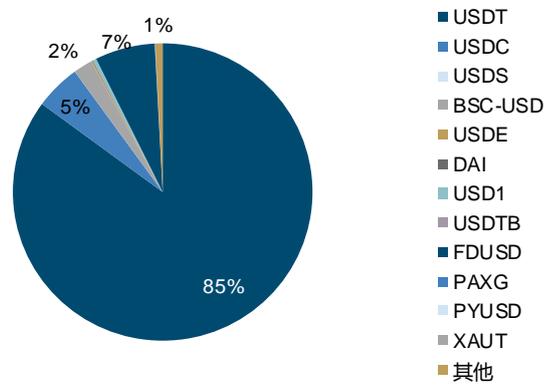


来源：DefiLlama，国金证券研究所

图表2：主要稳定币市值占比图



图表3：主要稳定币 24 小时交易量占比



来源：Coingecko，国金证券研究所 注：数据截至 2025.7.13

来源：Coingecko，国金证券研究所 注：数据截至 2025.7.13

根据底层质押物的结构差异，稳定币主要分为四大类型：法币抵押型、实物抵押型、加密资产抵押型以及算法稳定币。这一分类方法是当前学术研究与实践中最广泛接受的框架。法币抵押稳定币主要有 USDT、USDC 等，通过 1:1 的美元等法币储备实现稳定；实物抵押稳定币以 PAXG、XAUT 为代表，由黄金等实物商品储备支撑；加密抵押稳定币如 DAI 等，依赖超额加密资产抵押；算法稳定币主要有 FRAX 等，主要通过算法调节供需关系以维持价格稳定，但其因历史风险事件（如 Terra-Luna 崩盘）导致监管收紧、市场接受度下降。

图表4：四种类型稳定币对比

类型	法币抵押稳定币	实物抵押稳定币	加密抵押稳定币	算法稳定币
中心化程度	高	高	低	低
抵押资产类	美元等法定货币及国债等现金	黄金等实物资产	ETC 等加密货币	无实物抵押，依靠算法



类型	法币抵押稳定币	实物抵押稳定币	加密抵押稳定币	算法稳定币
型	等价物			调整供需
抵押机制	1:1 法币储备	1:1 实物储备	超额抵押, 通过智能合约自动管理	算法调节供需
核心优势	稳定、透明、经济高效、更快的交易媒介, 抗通胀	抗通胀、资产保值	去中心化、透明度高	低成本、无需抵押物、理论上拥有无限扩展性和完全去中心化
主要风险	抵押品挤兑、流动性风险、合规风险	抵押品挤兑、流动性风险、并非对法币价值稳定	智能合约漏洞、加密资产价格波动风险、清算风险	稳定性差、脱锚、下跌死亡螺旋、模型复杂且黑箱、监管严厉审视
代表稳定币	USDT、USDC、FDUSD	PAXG、XAUt	DAI、USDe、CrvUSD	USTC

来源: techflow、ForesightNews、kraken、Chainalysis、ESG 研究基地, 国金证券研究所

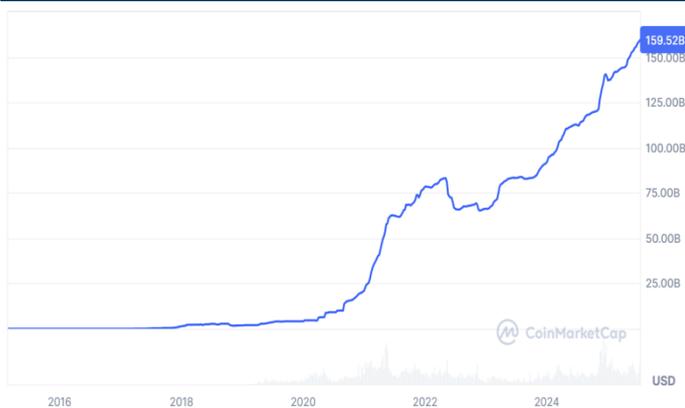
### 1.1 法币抵押稳定币

法币抵押稳定币以美元、欧元等法定货币及国债等现金等价物为储备资产, 按 1:1 比例发行, 用户可赎回等值法币。法币抵押稳定币通过中心化机构管理储备, 定期披露审计报告以维持信任。这类稳定币将传统金融信用延伸至加密市场, 利用法定货币的国家信用为稳定币托底, 例如, 与美元挂钩的 USDT、USDC, 以及与欧元挂钩的 EURS。从市场地位看, 法币抵押型稳定币占据主导地位, 占全球稳定币总规模的 95% 以上, 代表稳定币为 USDT、USDC。截至 2025 年 7 月 13 日, USDT 以约 1595.2 亿美元市值占据约 61% 份额, USDC 则以约 636.3 亿美元市值位列第二, 占比约 24%。

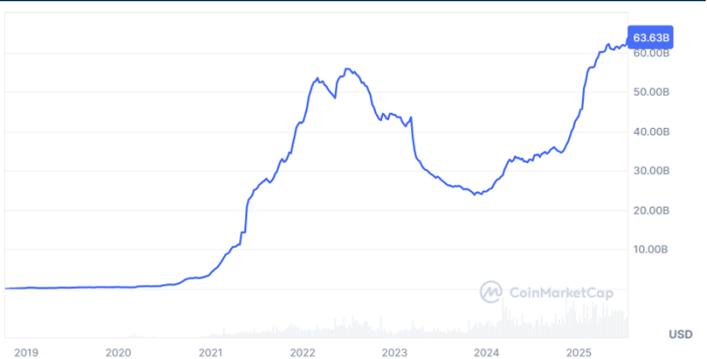
1) USDT 与美元保持 1:1 的比例挂钩, 且可在多个区块链网络上运行。USDT 最初基于比特币的 OmniLayer 协议发行, 后来扩展到以太坊 (ERC-20)、波场 (TRC-20)、币安智能链 (BEP-20) 和 Solana 等平台, 提升了交易速度、降低了费用并提升了整体网络效率, 巩固了其在稳定币市场的领先地位。

2) USDC 同样与美元以 1:1 的比例挂钩, 由 Centre 于 2018 年推出, Centre 由加密货币交易所 Coinbase 和金融科技公司 Circle 合作创立, 二者均位于美国, 遵守严格的监管标准, 目前 Circle 每月发布四大会计师事务所之一的储备金证明, 为 USDC 提供了透明管理的可信度。

图表5: USDT 市值规模情况



图表6: USDC 市值规模情况



来源: Coinmarketcap, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025.7.13

来源: Coinmarketcap, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025.7.13

### 1.2 实物抵押稳定币

实物抵押稳定币与黄金、白银或其他有形商品等实物资产价值挂钩, 能够让用户无需直接拥有实物商品即可投资于该类资产。例如, PAX Gold (PAXG) 是由黄金储备支持的稳定币, 1 枚 PAXG 代表 1 盎司黄金, 核心逻辑是实物信用链上化, 既依托黄金等资产的长期抗通胀属性为加密市场提供非主权货币对冲工具, 又借助区块链的可分割性与流通性, 降低实

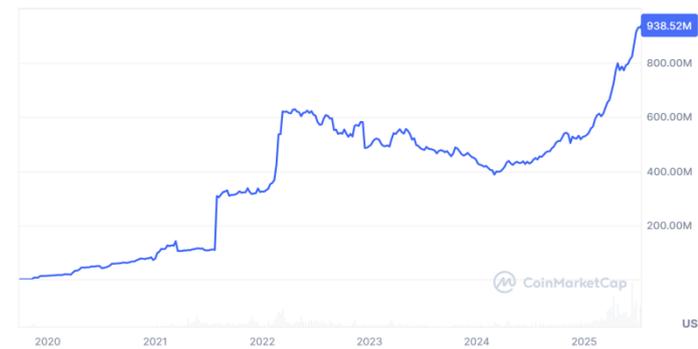


物资产交易门槛。但受限于中心化托管与低流动性瓶颈，实物抵押稳定币的市场规模始终处于边缘地位。截至 2025 年 7 月 13 日，代表项目 PAXG 规模约为 9.4 亿美元，约占稳定币总规模的 0.36%；XAUt 规模约 8.3 亿美元，约占稳定币总规模的 0.31%。

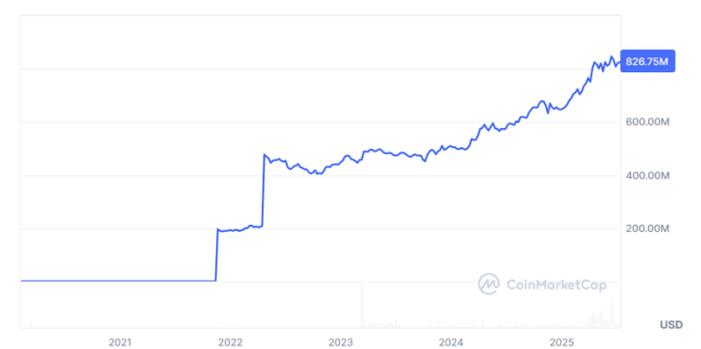
1) PAXG 是由 Paxos 信托公司发行的 ERC-20 代币，每个代币都以 1:1 的比例与存储在 Brink's 运营的 LBMA 认证金库中的伦敦合格交割黄金进行挂钩。PAXG 是实物黄金的链上代表，将贵金属的价值与区块链技术连接起来，支持投资者全天候链上交易，无需处理实物黄金存储、运输即可获得黄金敞口。

2) XAUt 于 2020 年 1 月由 Tether 首次推出，同样以 1:1 比例与黄金挂钩，支持在主流加密货币交易所买卖，也支持瑞士境内实物交割。

图表7: PAXG 市值规模



图表8: XAUt 市值规模



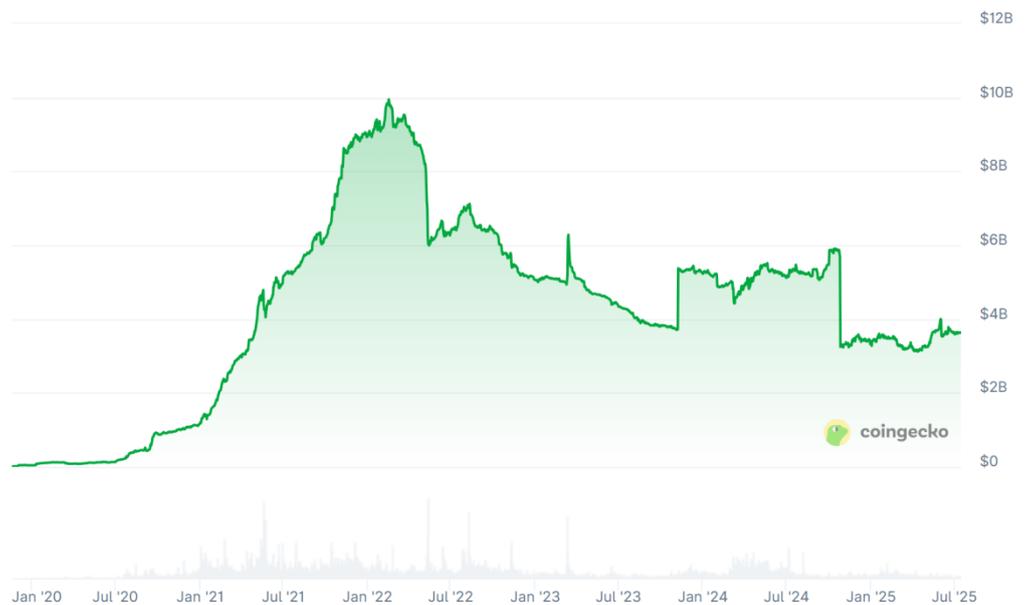
来源: Coinmarketcap, 国金证券研究所

来源: Coinmarketcap, 国金证券研究所

### 1.3 加密抵押稳定币

加密资产抵押稳定币以比特币、以太坊等加密资产为储备支持，通常采用超额抵押（即储备资产的价值高于稳定币价值）来降低其标的资产的固有波动性。从市场格局看，截至 2025 年 7 月 13 日，加密资产抵押稳定币总市值约 60.9 亿美元，占稳定币市场的 2.3%。代表项目 DAI 市值 53.6 亿美元，其由 ETH 等加密货币支撑，并通过 MakerDAO 协议中的智能合约系统进行维护。用户将抵押品存入协议以铸造 Dai，确保其在抵押加密货币波动的情况下依然保持稳定。

图表9: DAI 市值规模



来源: coingecko, 国金证券研究所



### 1.4 算法稳定币

算法稳定币通过程序化机制维持价值，根据市场需求调整供应，无需依赖直接抵押品。虽然这类稳定币具有创新性，但在维持长期稳定性方面风险较大，2022年UST的崩盘就凸显了纯算法稳定机制的风险。截至2025年7月13日，算法稳定币市场规模6.4亿美元，占比仅约0.2%。代表项目FRAX市值1.9亿美元，采用“80%法币抵押+20%算法调节”混合模式，动态调整平抑波动。

图表10: Frax 市值规模



来源: Coinmarketcap, 国金证券研究所

## 二、稳定币应用场景解析

稳定币在保留加密货币交易的基础性功能下，持续拓展在传统金融场景中作用，成为链上与链下的重要耦合器。稳定币自十年前推出以来一直是加密货币生态系统的重要组成部分，起初用于加密资产的交易，为波动的加密货币市场提供了稳定性，近年来在跨境支付和外汇储蓄等常规金融活动、在去中心化金融（DeFi）和现实世界资产（RWA）代币化等新型金融活动中的应用都在快速拓展。

图表11: 稳定币的主要应用场景

应用场景	概况
虚拟资产交易媒介	在加密货币市场波动剧烈的情况下，稳定币成为交易者的“避风港”。稳定币允许交易者无需兑换法定货币即可平仓，从而实现无缝交易执行。稳定币资产还提供了比其他加密货币更可预测和稳定的价值，促进风险管理和对冲，交易者可以在市场不稳定时期将其持有的加密货币转换为稳定币，以锁定收益并减少其价格波动的风险，同时起到了价值储存的作用。
跨境支付和汇款	稳定币消除了对中介机构的需求，并绕过了货币兑换流程和成本。这使得快速、低成本的国际支付和汇款成为可能，从而增强了投资者和企业的流动性。
DeFi（去中心化金融）应用	稳定币在DeFi交易中通常作为借贷协议中的抵押品，充当质押和流动性提供的稳定媒介，能够促进DeFi生态系统更加高效，同时降低波动性风险。
现实资产代币化与交易	股票、债券、房地产等现实世界资产（RWA）正通过代币化进入数字资产市场，稳定币作为其链上支付通道，促进其快速交易。

来源: AlphaPoint, 国金证券研究所

### 2.1 虚拟资产交易媒介

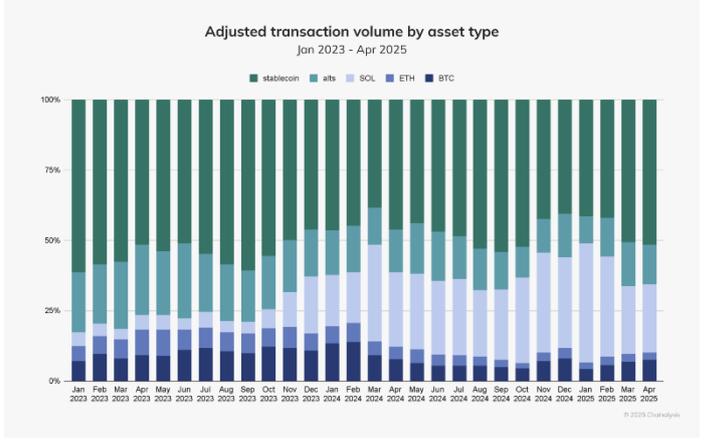
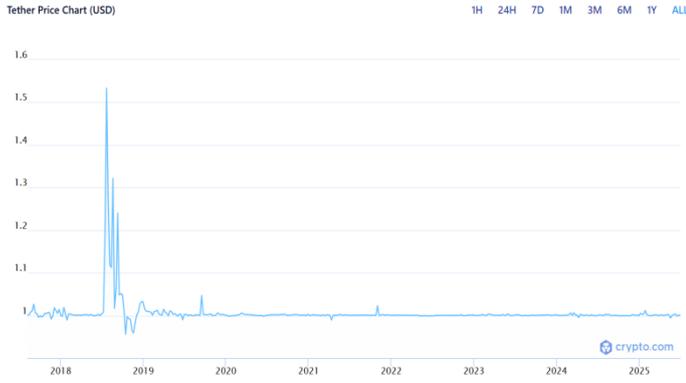
稳定币价值保持相对稳定，是虚拟资产体系中的一般等价物。尽管比特币等加密货币在投资中广受欢迎，但其价格波动性较大导致无法充当交易媒介，而稳定币通过与法币、黄金



等低波动性资产建立 1:1 锚定关系，有效实现了价值稳定，以 USDT 为例，近五年以来其价值已稳定在 1 美元，波动率极低。这种稳定性使其成为投资者和用户在价值存储、加密资产交易中的核心选择，目前已占据加密货币链上交易量的绝对主导份额。根据 BCG 估算，2024 年约 88% 的稳定币交易量用于中心化交易所 (CEX) 和去中心化交易所 (DEX) 之间的套利及流动性路由。

图表12: USDT 兑美元价值已保持稳定

图表13: 稳定币占据加密货币链上交易量的绝大部分



来源: Crypto, 国金证券研究所

来源: Chainalysis, 国金证券研究所

图表14: 2024 年稳定币交易价值与交易笔数细分

用例	百分比	交易价值	数据来源
加密货币配对交易	88%	23.0 万亿美元	CEX, IO, Chainalysis, CoinMetrics。据分析平台及机构加密货币流量研究持续报告，约 88% 的稳定币交易量用于中心化交易所 (CEX) 和去中心化交易所 (DEX) 之间的套利及流动性路由。
出入金服务	4%	1.0 万亿美元	MetaMask, Crypto.com, Visa OnChain Dashboard。指稳定币在钱包与交易所之间的流动，基于 Allium 钱包流入/流出数据模型及市场波动期间的使用峰值，估算占比为 4%。
现实世界资产代币化 (RWA)	3%	0.8 万亿美元	Franklin Templeton, BlackRock, Allium。基于代币化货币市场基金份额试点交易量及链上储蓄账户的早期应用情况估算。当前资产管理规模 (AUM) 与代币化资金流的比例仍较低，估算占比为 3%。
个人对个人支付 (P2P)	2%	0.5 万亿美元	Visa OnChain Dashboard, Circle, Chainalysis。包括钱包间转账和汇款，增长由新兴市场推动——这些市场将稳定币用作日常美元替代品，估算其占稳定币总交易量的 2%。
企业对个人 (B2C/C2B) 支付	2%	0.4 万亿美元	Visa OnChain Dashboard, Circle。数据源自 Circle 的商户整合数据 (如 Shopify、Stripe) 及链上零售消费追踪，假设随着商业应用扩展，其占比稳步增长至 1.5% (当前估算为 2%)。
企业间 (B2B) 支付	2%	0.4 万亿美元	Visa OnChain Dashboard, Chainalysis。包括中小企业及金融科技公司在资金管理、外汇和发票结算中对稳定币的使用。据观察，全球服务提供商已采用相关方案，估算占比为 1.5%。
总计	100%	26.1 万亿美元	Visa Onchain Dashboard。未过滤的稳定币交易价值约 26.1 万亿美元，各主要区块链上的未过滤稳定币交易数量约 45 亿美元。

来源: BCG, 国金证券研究所



图表15: 稳定币参与加密货币交易流程



来源: Nasdaq, 国金证券研究所

## 2.2 跨境支付和汇款

当前全球跨境支付体系以SWIFT和CIPS等传统银行系统为主，但面临诸多问题。当前全球跨境支付体系主要包括以下几类参与主体：信用卡支付系统，包括Visa、Mastercard、American Express、银联等；国际银行间支付系统，如环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）、中国跨境银行间支付系统（CIPS）；第三方移动支付平台，提供数字支付解决方案和P2P交易服务，包括PayPal、Venmo、支付宝、微信、UPI等。SWIFT和CIPS等传统银行系统目前仍主导跨境支付领域，但存在成本高企、效率低下、覆盖不足、监管限制严格等诸多问题。

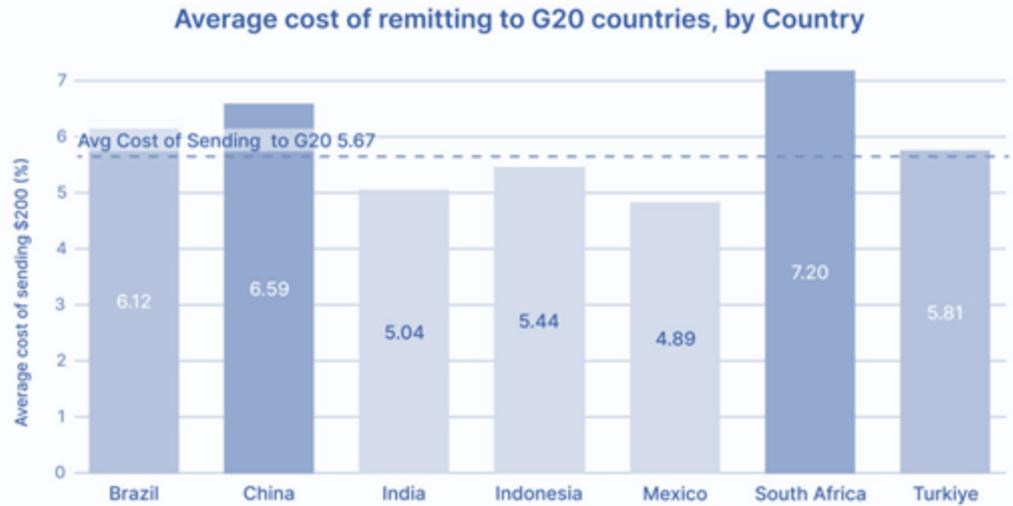
图表16: 传统跨境支付缺陷

传统跨境支付缺点	
成本高企	传统支付体系中，资金流动往往需要经过多层中介（银行、支付处理商、清算机构等），叠加收取费用。例如，信用卡支付手续费通常为2%-3%，国际电汇费用整体约2-7%的费用。PayPal等第三方平台处理国际交易，额外收1.5%手续费，加上货币兑换费，全球支付愈发昂贵。
效率低下	传统银行依赖SWIFT等集中式清算网络，需交易验证、清算、合规审查等，耗时久。如美国汇款至非洲，要经多国银行，各机构开展KYC（了解你的客户）和AML（反洗钱）审核，交易可能需数天到一周，时间与不确定性大增。
覆盖不足	全球约14亿人无法获得银行账户或基本金融服务（多在发展中国家、偏远地区）。因缺信用记录、地理限制、政府政策等，难接触国际支付系统，无法顺利开展电商交易、工资支付、跨境汇款等金融活动。
汇率风险	国际支付需要涉及货币兑换，而汇率的不稳定性可能会导致交易成本增加（如阿根廷、委内瑞拉法币贬值）。企业和个人需承担外汇转换费并承担汇率损失。
监管限制	各国严格监管（反洗钱、KYC等）及对部分受制裁国家支付渠道封锁。部分国家对加密货币交易也严格严管，这些监管措施限制了资金自由流动。

来源: Finextra, 国金证券研究所



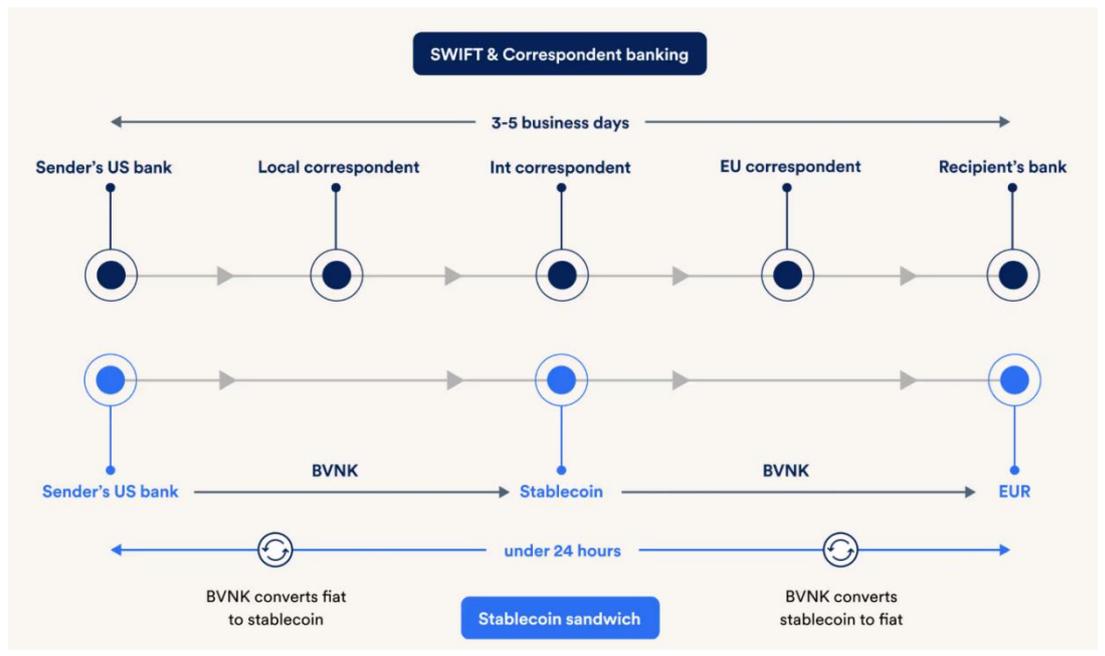
图表17: SWIFT 体系下各地区向 G20 国家跨境汇款的平均成本



来源: Finextra, 国金证券研究所

稳定币利用区块链技术, 跨境支付领域, 具备交易成本低、结算时间迅速、全球可访问性强等优势, 市场份额有望快速提升。1) 交易成本低: 基本低于 1%。2) 结算时间迅速: 使用 Swift 等银行系统进行国际资金结算可能需要 3-5 个工作日的时间, 而稳定币取代了消息传递层 (Swift) 和资金流动层 (代理银行系统), 区块链结算几乎可以即时完成, 并且支持 7×24 小时全天候实时结算。3) 全球可访问性强: 尽管银行业发展悠久, 但全球仍有 14 亿人没有银行账户。而稳定币交易发生在区块链上, 因此在没有或缺乏传统银行基础设施的地区, 当地人们仍然可以参与到跨境支付市场。根据 Coinbase 统计, 2023 年稳定币促成了价值 10.8 万亿美元的交易, 其中 2.3 万亿美元与支付和跨境汇款等有关; BVNK 预测, 未来 5 年稳定币占全球跨境支付额比重将从 2024 年的 3% 上升至 20%, 预计可达到 60 万亿美元量级。Juniper Research 预测, 到 2028 年, 全球通过使用稳定币可节省的资金将达到 260 亿美元, 较 2025 年的 150 亿美元增长 73%。

图表18: 稳定币与银行 SWIFT 系统跨境支付流程对比 (以 BVNK 平台为例)



来源: BVNK, 国金证券研究所


**图表19：跨境支付手段对比**

	稳定币跨境支付	银行跨境支付（如 SWIFT 系统）	第三方跨境支付交易平台
技术架构	区块链点对点交易，去中心化，依赖分布式账本（如以太坊、波场）	基于 SWIFT 系统、银行账户体系及本地清算系统（如 CHIPS、CIPS），依赖多级银行间代理行关系	整合银行通道、支付网关及虚拟账户体系，通过 API 对接国际支付网络（如 Visa、Mastercard）
用户成本	低（<1%）	银行手续费高，中间行需收费，成本（2-7%）	中等（1-5%）
支付结算效率	全天候即时结算	工作日结束批量结算（1-5 天）	数分钟到数小时
跨境支付流程	用户充值法币兑换稳定币→区块链网络广播交易→节点验证确认→收款方兑换/提现，全流程自动化	经过汇款行、中间行、收款行多级中转，涉及人工审核、电文传递及清算结算，流程繁琐	买方付款至平台虚拟账户→平台通知发货→确认收货后资金划转至卖方账户
汇率风险	低到中等	高	中等
平台盈利来源	手续费	会员费、交易通信费、技术服务与解决方案费用	交易手续费、汇兑差价、其他开发服务费与增值服务
场景覆盖面（可访问性）	7×24 小时全球覆盖	有限	广泛可用
透明度	高。区块链全网公开交易记录，支持实时溯源，信息不可篡改	低。交易状态需通过银行查询，中间扣费不透明，难以实时追踪资金流向、安全性相对较高，但依赖各地区银行基础设施	中等。平台提供交易记录查询，但资金流转仍依赖银行清算系统，透明度有限
合规与监管强度	监管环境复杂且不统一，部分国家限制使用	受各国央行及国际组织（如 FATF）严格监管，需遵循反洗钱（AML）、反恐怖融资（CFT）等要求	需申请支付牌照（如香港 MSO、美国 MSB），接受本地化合规审查
安全风险	1) 储备透明度和流动性风险：市值最大的稳定币 USDT 储备缺乏实时审计的透明度，价格稳定性存在担忧；2) 技术可扩展性和系统性风险：稳定币依赖于区块链技术，交易量高企时可能会面临可扩展性问题。	操作风险：人工处理易出错，中间行可能延迟或扣费； 信用风险：银行破产或系统故障可能影响资金安全。	技术风险：支付网关漏洞、数据泄露； 资金风险：平台挪用资金； 欺诈风险：拒付、虚假交易（如跨境电商领域）
优劣势总结	优：价格稳定、交易成本低、结算迅速、交易透明可追溯、全球可访问 劣：监管尚未完善，安全性仍需确认	优：安全性高、接受范围广、全球监管完善 劣：支付费用高、处理时间长	优：交易速度相对较快，接受度高 劣：交易费用高，存在账户冻结风险且部分地区服务受限

来源：Edgardunn、Circle、Bvbk、Finextra，国金证券研究所

### 2.3 DeFi 应用

稳定币已成为去中心化金融（DeFi）生态系统中的关键组成部分。稳定币在传统法定货币和动荡的加密货币世界之间架起了一座桥梁，为 DeFi 提供了基于分布式账本技术的稳定锚点和支付手段。

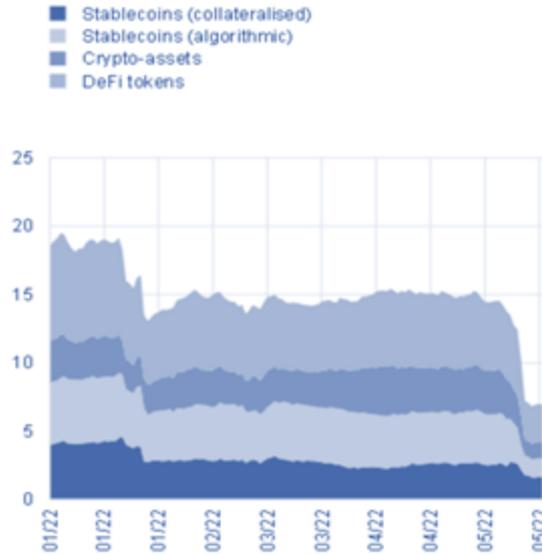
**目前稳定币为去中心化交易所和借贷协议等 DeFi 应用提供了大部分流动性：**

- 1) 促进借贷：在 DeFi 中，稳定币通常用作贷款抵押品，允许使用者以资产抵押借款而无需清算。
- 2) 相对稳定的价值存储：稳定币在 DeFi 协议中充当交换媒介，促进交易并为各种交易平台提供流动性，其稳定的价值对于维护 DeFi 应用的完整性至关重要，确保用户在交易时无需担心剧烈波动带来的损失。根据欧洲中央银行计算，2022 年 5 月稳定币提供了去中心化交易所（DEX）约 45% 的流动性，其中约一半由抵押型稳定币提供。
- 3) 合约自动化：许多 DeFi 协议利用智能合约实现金融交易自动化。稳定币的稳定记账单位能够更准确、更



可靠地执行合约。

图表20: 按资产类型划分的 DeFi 交易流动性供应来源 (十亿欧元)



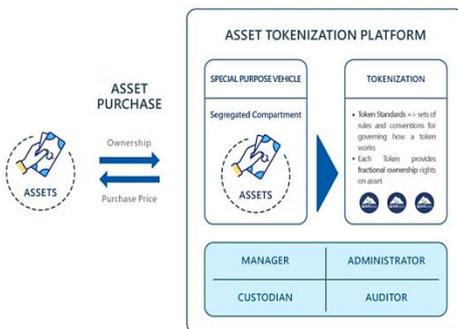
来源: European Central Bank, 国金证券研究所 注: 数据截至 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 5 月 17 日

## 2.4 RWA 应用

稳定币的应用方向不仅局限于加密货币领域, 可以与现实资产结合, 涉及现实世界资产代币化。RWA (现实世界资产) 通过区块链技术将房地产、国债、私人信贷等传统资产转化为数字形式上链, 并允许投资者以透明、高效的方式持有和交易部分资产, 该领域已从最初的小众实验发展成为加密货币领域最可靠、资本最雄厚的领域之一。根据 RWA.xyz 数据, 截至 2025 年 7 月 15 日, RWA 市场规模 2681.6 亿美元, 其中大部分来自于稳定币 (2426.2 亿美元), 其他主要类别包括私人信贷 (149.0 亿美元)、代币化美国国债 (75.6 亿美元) 和商品 (16.2 亿美元) 等。DefiLlama 数据显示, RWA 领域总锁定价值 (TVL) 呈现显著上升趋势, 截至 2025 年 7 月 16 日达 129.27 亿美元新高, 预计到 2030 年将增长到 16 万亿美元。

图表21: 现实资产代币化流程

图表22: 现实资产代币化运作流程



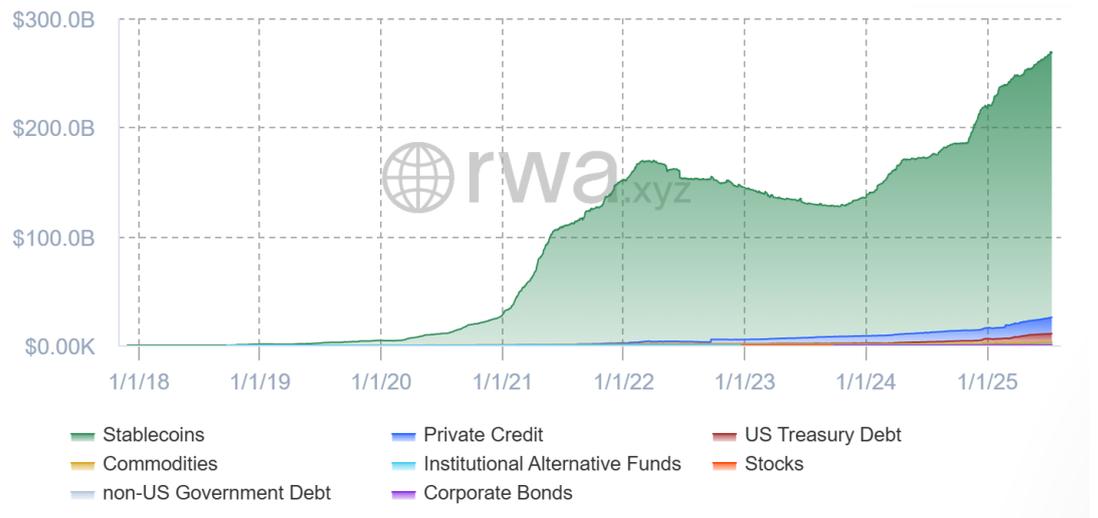
来源: QIDs Asset Ventures, 国金证券研究所



来源: QIDs Asset Ventures, 国金证券研究所



图表23: RWA 分类型的市场规模情况



来源: RWA.xyz, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 7 月 15 日

图表24: RWA 总锁定价值 (TVL) 显著上涨



来源: DefiLlama, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 7 月 16 日

法币稳定币是 RWA 的一种基本类型, 也是其他 RWA 的交易媒介, 可以作为链上支付通道促进快速交易, 两者联动发展。一方面, 法币稳定币每个链上代币都直接由链下持有的储备支持, 是 RWA 的一种基本类型; 另一方面, 稳定币同时也是其他 RWA 的交易媒介, 可以作为链上支付通道促进快速交易。例如投资者要购买代币化债券等证券资产, 可以使用 Tether (USDT) 和 USDC 等稳定币购买, 无需持有证券即可享受这些证券带来的稳定性和收益, 从而无需在交易中进行法定货币转换和经过中介机构, 带来了更高的透明度和稳定性。

### 三、香港稳定币市场展望

#### 3.1 香港稳定币合规化进程梳理

香港剑指全球数字资产中心, 稳定币发展是其中重要一环。2022 年 10 月 31 日, 香港特区政府发布《有关虚拟资产发展的政策宣言》, 意在通过便利的政策、开放兼融的监管、风险为本的规限以及前瞻性的创新试点, 将香港打造为国际虚拟资产中心, 此后香港在虚拟资产领域围绕发行、交易、托管等关键环节出台了一系列政策, 并落地了包括代币化绿色债券、虚拟资产现货 ETF、“数码港元”、稳定币沙盒等创新试点项目。6 月 26 日, 香港特区政府发表《香港数字资产发展政策宣言 2.0》, 重申致力于将香港建设成为全球领先



的数字资产中心的愿景，并明确提出稳定币在支付、供应链管理、资本市场活动等领域的应用方向。

图表25: 香港数字资产政策与监管体系概览



来源: 工银亚洲研究, 国金证券研究所

**稳定币率先立法通过，步入加速发展阶段。**5月21号香港立法会正式三读通过《稳定币条例草案》，并于5月30日在宪报刊登，《稳定币条例》正式成为法例。这是亚洲首部专门针对稳定币的监管立法，通过建立涵盖牌照管理、全额储备、强制赎回及严格审计等要求的系统性监管框架，为稳定币的发展提供了清晰的合规路径。该法案预计于8月1日正式生效，但发展细则尚未明确，有待出台。

图表26: 香港稳定币合规化进程表

时间	事件
2022年1月12日	香港金管局发布《加密资产和稳定币讨论文件》，征询监管意见。
2022年10月31日	香港特区政府发布《有关虚拟资产发展的政策宣言》，首次明确将稳定币纳入监管框架。
2023年1月31日	香港金管局发布《加密资产和稳定币讨论文件咨询总结》，确立稳定币预期监管范围和主要监管要求。
2023年6月1日	《适用于虚拟资产交易平台的指引》生效，实施虚拟资产交易平台强制发牌制。
2024年3月12日	香港金管局推出稳定币发行人“沙盒”。
2024年7月18日	香港金管局公布首批稳定币发行人“沙盒”参与者名单，包括京东币链、圆币创新科技、渣打银行/安拟集团/HKT联合体。
2024年12月6日	《稳定币条例草案》刊宪。
2025年2月19日	香港证监会发布ASPIRe虚拟资产市场监管路线图。
2025年5月21日	香港立法会三读通过《稳定币条例草案》，标志亚洲首部专门稳定币监管立法正式落地。
2025年5月30日	香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》，《稳定币条例》正式成为法例。
2025年6月6日	宪报刊登《稳定币条例(生效日期)公告》，指定2025年8月1日为《稳定币条例》实施日期。
2025年6月26日	香港特区政府发布《香港数字资产发展政策宣言2.0》，提出“LEAP”监管框架，将“虚拟资产”正式更名为“数字资产”，提出稳定币在支付、供应链管理、资本市场活动等领域的应用方向。

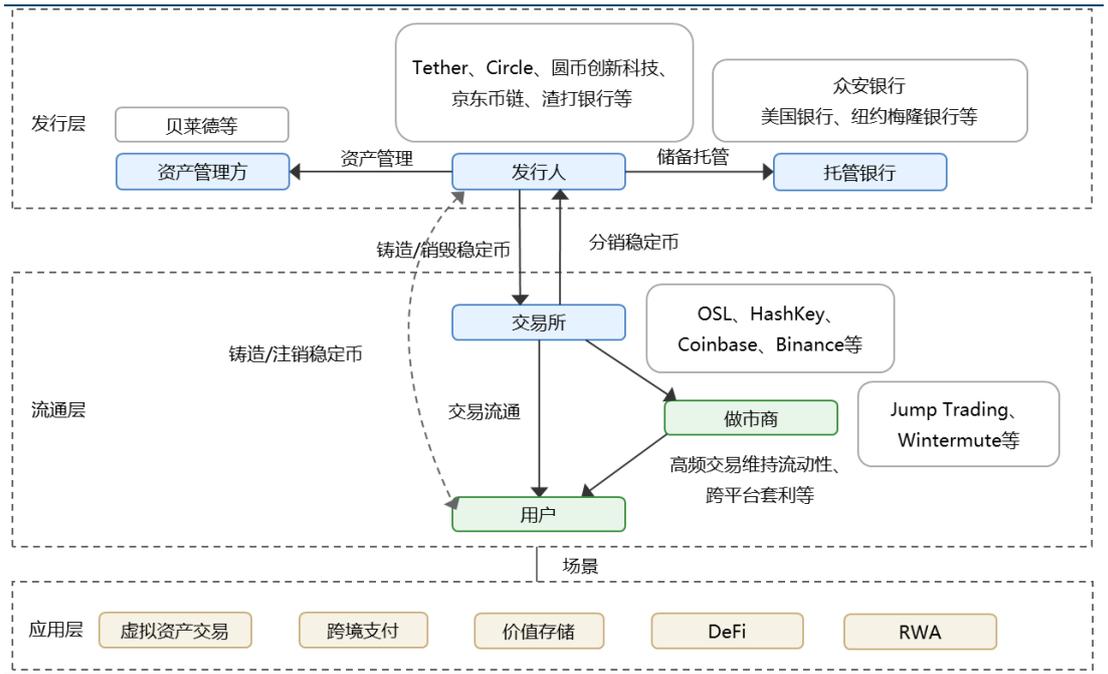
来源: 财联社、香港金融管理局、香港特区政府、中国香港证监会、香港政府新闻网, 国金证券研究所

### 3.2 香港稳定币产业链解析

稳定币生态具体可分为一级市场发行、二级市场流通和应用场景三个层级。一级市场发行层主要包括发行人以及为其提供资产管理与储备托管的资产管理机构和银行机构；二级市场主要以交易所为主，其串联起发行人与用户，一方面向发行人申购或赎回稳定币，另一方面向用户提供稳定币、加密货币及其他数字资产交易服务与出入金服务，此外，做市商也是流通环节的重要组成部分，主要职责是通过持续提供买卖报价，为市场创造流动性；场景应用层当前主要包括虚拟资产投资、跨境支付、价值存储等。



图表27: 稳定币生态梳理

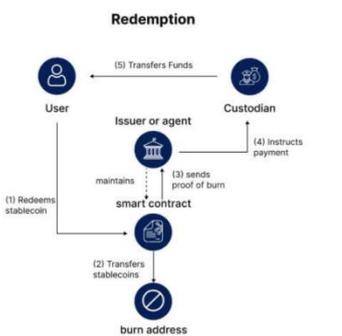


来源: circle 招股书, 国金证券研究所

### 3.2.1 发行人

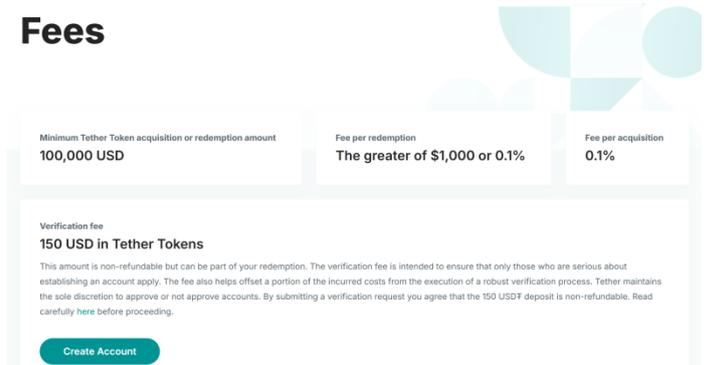
稳定币发行人是指负责创建、发行并管理稳定币，确保其价值稳定和正常运作的实体。一般而言，稳定币的铸造和赎回机制主要面向发行人的“授权合作伙伴”，包括交易所、机构交易商、钱包提供商、银行和消费类应用公司等，这些机构需满足发行人的严格审核要求（如 KYC/AML 合规、资质审查等），并通过发行人的官方渠道进行大额申购或赎回，且通常有最低额度限制，例如 USDT 的赎回最低为 10 万美元，且铸造和赎回均需收取手续费，USDT 赎回每次操作费用以 1000 美元或 0.1%较大者为准，铸造费用则为 0.1%。因此，个人客户若想获取或赎回稳定币，一般需通过二级市场完成，但以 circle 为例，也可通过其“最终赎回方”的角色直接向其赎回 USDC 和 EURC。

图表28: 稳定币发行与销毁流程



来源: solulab, 国金证券研究所

图表29: Tether 稳定币申购与赎回费用

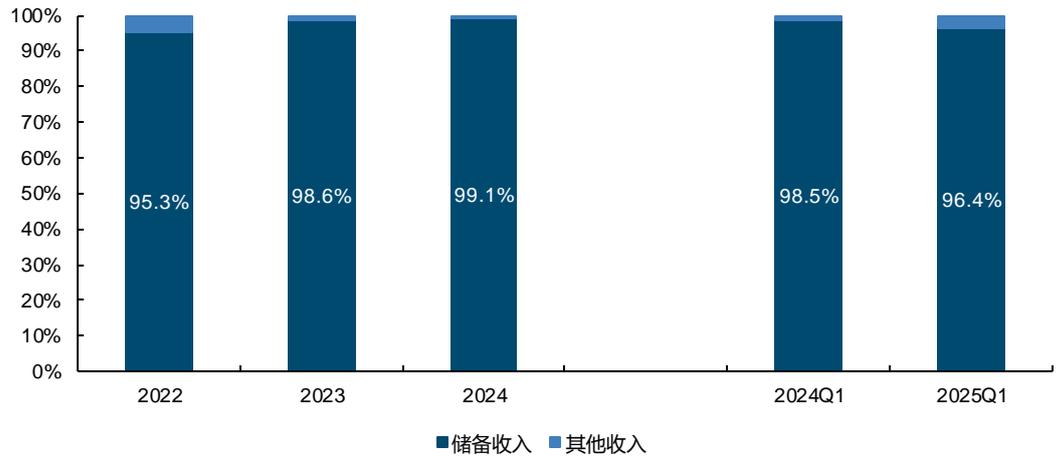


来源: Tether 官网, 国金证券研究所

以 Circle 为例，储备资产利息收入是发行人的核心收益。以 Circle 为例，其将发行稳定币所收取的法币投资于高流动性的低风险资产，如短期美债、货币市场基金等工具，获取投资收益，2022-2025Q1 circle 储备收入贡献均高于 95%。我们认为，相较于铸造/赎回手续费等其他收入，储备资产的利息收入普遍具有低成本、持续性和规模性等特点，是发行人商业模式的核心所在。



图表30: circle 储备收入占比 95%以上



来源: circle 招股书, 国金证券研究所

香港稳定币发行人沙盒已启动超 1 年, 预计年内将有个位数牌照落地。根据《稳定币条例》规定, 资本与财务构成香港对稳定币发行人的首要要求, 即 2500 万港元的实缴资本, 考虑到沙盒测试时共吸引逾 40 份申请, 预计后续将有众多玩家申请入局。2025 年 7 月 7 日, 香港财库局局长许正宇表示, 批出的稳定币牌照数目将会是个位数, 目标今年内可发出。

图表31: 稳定币发行人申牌要求

申牌要求	具体说明
身份要求	必须为在香港设立的公司或在香港以外成立为法团的认可机构
资本要求	实缴资本需不少于 2,500 万港元或等额货币, 以履行实际或潜在的稳定币赎回义务
储备资产要求	<p>①持牌稳定币发行人必须确保其稳定币在任何时候都得到一个由高质量和高流动性储备资产组成的资产池的完全支持, 例如在香港认可机构的短期银行存款、具有满意信用评级的短期政府证券, 或金融管理局可能根据具体情况接纳的其他类型资产, 算法稳定币或由其他虚拟资产支持的稳定币通常不被接纳</p> <p>②金融管理局也可能根据储备资产的风险状况, 要求适当水平的超额抵押</p> <p>③除非事先获得金融管理局的书面批准, 否则指定的储备资产池必须与其相关的指定稳定币相同的参照资产持有</p> <p>④储备资产必须与发行人自身的资产以及其他稳定币安排的资产隔离开, 并由合格的托管人持有。托管安排必须确保在发行人破产的情况下, 储备资产得到保护</p> <p>⑤持牌稳定币发行人必须就其储备资产提供定期和及时的公开披露, 包括其构成、估值和独立审计师的报告, 还必须向金融管理局提交定期报告</p>
发行与赎回要求	发行必须以审慎的方式进行, 赎回必须按面值及时处理 (例如, 在 T+1 个工作日内), 且赎回程序需简洁透明, 不得设置不合理费用或条件。
公司人员要求	必须拥有健全的公司治理架构, 具有清晰的责任和问责制度。其董事和高级管理人员必须是担任其职位的适当人选
风险管理要求	必须建立并维持一个全面的风险管理框架, 其政策和程序应与其运营的规模、性质和复杂性相称, 特别强调反洗钱 (AML) 与反恐融资 (CFT) 合规, 并引入第三方审计监督机制。

来源: 君合法评、天元律师, 国金证券研究所

预计沙盒测试公司与具备场景的公司如蚂蚁等更可能第一批获得牌照。2024 年 3 月, 香港金管局联同香港财库局推出稳定币发行人沙盒, 旨在向计划在香港发行法币稳定币的机构传达监管期望和提供指引, 并在风险可控和规模较小的环境下进行测试以收集数据和用户意见, 制定切合目标和风险为本的监管制度。2024 年 7 月, 香港金管局公布稳定币发行人沙盒参与者名单, 共 5 家公司 3 组发行主体, 分别为京东币链科技 (香港)、圆币创新科技、以及渣打银行 (香港)、安拟集团和香港电讯 (HKT) 成立的合资公司, 此三者具备显著的先发优势。此外, 香港财政司司长陈茂波表示, 稳定币并非用于投机的数字资产, 而是具实际应用场景的支付及储值工具, 只要有实际应用场景, 在发牌时会优先考虑。


**图表32：香港稳定币三组沙盒参与方对比**

	京东币链	圆币创新科技	渣打银行等的合资企业
背景	京东科技子公司	香港金管局前总裁陈德霖参与创办，众安数字资产、HashKey、蜻蜓资本等5大股东各占约20%	渣打香港、安拟集团、香港电讯三方合资
合作方	天星银行（小米+腾讯系）、全球合规交易所	持牌虚拟资产交易所 HashKey Exchange 及众多 Web3 公司	渣打提供资金托管，安拟集团负责应用场景开发，HKT 负责支付接入
稳定币应用场景	优化京东平台供应链结算，解决跨境电商支付痛点	跨境贸易、虚拟资产交易、RWA 三大业务场景	连接传统金融与 Web3 支付，降低大湾区跨境汇兑成本
核心优势	京东境外电商生态、跨境零售支付场景	HashKey 交易所用户、RWA 机构投资者、创始人背景雄厚	大湾区汇兑场景，渣打银行机构客户、安拟集团 Web3 领域广泛网络及 HKT 的本地零售用户与移动支付基本盘
当前进展	沙盒第二阶段测试中（跨境支付/投资交易/零售支付），目前主要进行了港元稳定币的测试，将会进行其他法币稳定币的测试，未来计划推出分别锚定港元及其他币种的稳定币	计划于以太坊（Ethereum）上发行港元稳定币 HKDR，将在应用场景、商业策略等方面深入研究。	沙盒测试后期，瞄准首批牌照申请

来源：wind、德恒律师事务所、信风 TradeWind、Web3 科技研究社、中国商报、数字货币研究社、圆币科技、达摩院、21 世纪经济报道、华尔街见闻、Lao NewPay、致富集团，国金证券研究所

### 1) 京东币链科技

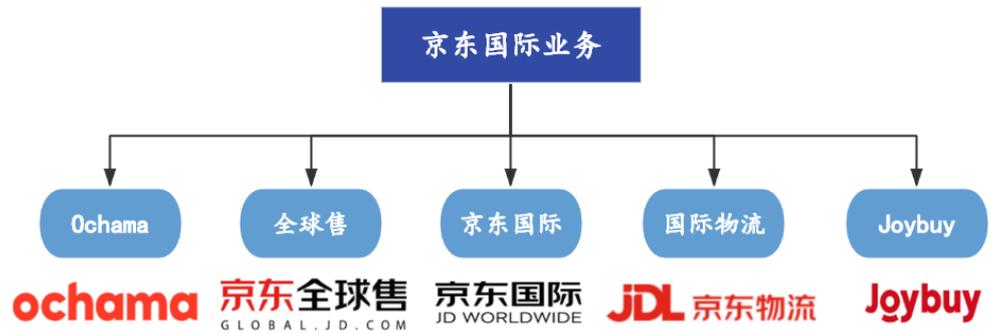
前身为京东资产管理香港有限公司，由京东科技子公司，于 2024 年 3 月香港金管局推出稳定币发行人沙盒后迅速更名为京东币链（香港）有限公司，后成为首批沙盒测试的成员之一。今年 5 月，京东币链已经完成沙盒测试第二阶段自测，计划推出分别锚定港元及其他币种的稳定币，期望在 2025 年第四季度初取得发行牌照并上线稳定币。

应用场景方面，测试场景主要包括跨境支付、投资交易、零售支付等，在跨境支付方面，计划通过“直连获客+合作批发”两条路径拓展用户，且已将转账时效从“几天”缩短为“几秒”，成本降至传统转账的一半以下；投资交易方面，正与全球合规交易所洽谈合作，计划在不同地区上线 JD Stablecoin；零售端则将率先在“京东全球售港澳站”上线，用户可优先在京东自营电商场景中用稳定币购物。我们认为，京东境外电商提供的生态场景及庞大商户资源是京东稳定币发行的重要依托，若稳定币得以发行，京东平台商家或将在上下游结算时使用稳定币来提高效率，同时稳定币也有助于解决跨境支付中的痛点，吸引更多商户资源，形成正向循环。

储备托管方面，京东币链预计将与香港虚拟银行天星银行（Airstar Bank）合作，该银行由小米集团（持股 50.3%）和富途控股（持股 44.1%）共同持股。



图表33: 京东国际业务布局



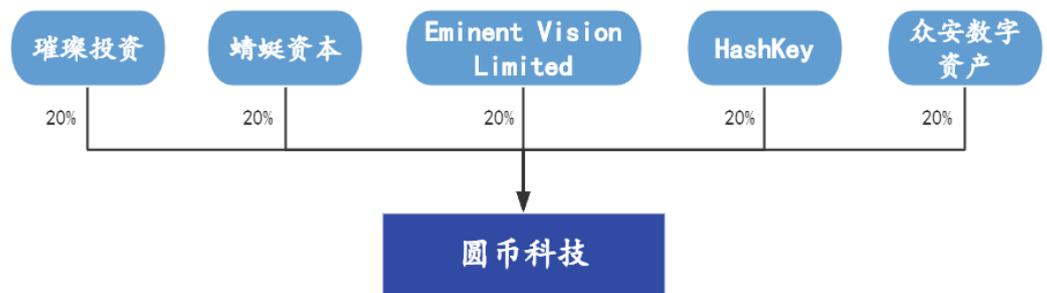
来源: 京东国际公司官网、财经网、央广网, 国金证券研究所

### 2) 圆币创新科技 (RD InnoTech)

圆币科技集团的全资子公司, 圆币科技成立时由 Bright Venture Investment L.P. (璀璨投资)、Dragongfly Round L.P. (蜻蜓资本)、Eminent Vision Limited、HashKey Holdings Limited 以及 ZhongAn Digital Asset Group Limited (众安在线旗下) 5 家主要投资人共同出资, 各持有约 20% 股权。从股东结构中可以看出, 整个 web3 的各个环节均有布局, 可以在业务上形成合力, 例如 HashKey 拥有香港虚拟资产交易所牌照, 众安旗下的众安银行可为稳定币发行方提供储备银行服务。此外, 香港金管局前总裁陈德霖也参与了圆币科技的创立, 并出任董事会主席。

圆币创新科技表示计划于以太坊上发行稳定币 HKDR, 未来还希望能够发行其他币种的稳定币, 场景上则将从跨境支付、持牌交易所、RWA 三个场景切入市场, 并已和数字资产托管供应商 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, 将借助各方优势推动稳定币业务发展。除了稳定币发行外, 圆币创新科技是香港金管局下唯一拥有储值支付工具牌照可做 B2B 支付的公司, 2023 年年底开业的支付业务圆币钱包在场景和企业客户上也有一定的积累, 发行稳定币后可以从这个角度切入。

图表34: 圆币科技成立时股权结构



来源: 链资讯, 国金证券研究所

### 3) 渣打香港、安拟集团、香港电讯共同成立的合资公司

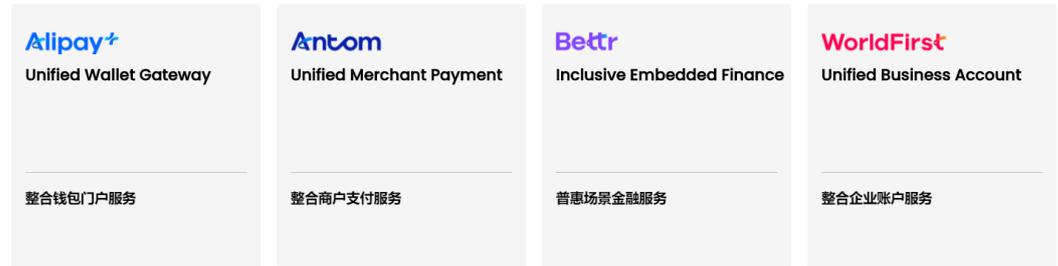
当前, 渣打香港正携手安拟集团及香港电讯, 共同成立合资公司, 期望在新的监管制度下向香港金管局申请牌照, 发行与港元挂钩的稳定币。在合作分工上, 渣打银行具备丰富的银行客户资源, 除此之外, 其称在环球市场具备与稳定币发行人合作的经验, 有助此合资公司充分应用银行基建及严谨的管治; 安拟集团负责开发 Web3 生态的应用场景, 安拟集团总裁欧阳杞浚表示, 稳定币是 Web3 中最成熟且广泛认可的用例之一, 而现今仍是稳定币广泛应用于零售、企业和机构的早期阶段; 香港电讯作为将利用其在手机钱包方面的专业知识, 提升本地及跨境支付体验, 触达零售端客户。当前, 合资项目已处于沙盒测试后期, 瞄准首批牌照申请。



#### 4) 潜在参与方

当前受制于沙盒测试名额限制，香港其他互联网巨头、金融企业与场景应用方尚未入局，预计8月1日稳定币条例正式实施后，预计会有更多机构申请稳定币牌照，凭借各自的用户基础、应用场景及技术优势，共同推动香港稳定币市场规模扩张。当前，蚂蚁集团旗下的蚂蚁国际与蚂蚁数科均计划在香港申请稳定币牌照，其中蚂蚁数科已启动申请，并与监管进行过多轮沟通，已在香港完成监管沙箱的先行先试；蚂蚁国际表示将于8月1日香港《稳定币条例》生效且相关通道开启后尽快提交申请，预计将聚焦跨境支付等场景，稳定币在跨境支付中具有低成本、高效率等优势，申请稳定币牌照，有利于降低跨境支付成本，提升结算效率。

图表35: 蚂蚁国际业务生态



来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.2.2 加密货币交易所平台

香港虚拟资产交易牌照包括 VATP 牌照与 SFC 牌照进行虚拟资产相关业务的升级。

**1) VATP 牌照：**香港证监会于2023年6月1日起正式实施虚拟资产交易平台（VATP）发牌制度，根据《关于专为虚拟资产交易平台而设的全新发牌制度的过渡安排的通函》，6月1日前在香港提供虚拟资产服务并有实质业务的虚拟资产交易平台，可以在12个月内继续在香港提供虚拟资产服务，其余情况均需要申请VATP牌照。截至2025年7月14日，香港证监会已向包括OSL、HashKey在内的11家虚拟资产交易平台发牌。

**2) SFC 升级牌照：**除虚拟资产交易平台牌照外，持有原SFC 1/4/7/9号牌，分别对应证券交易/证券咨询/自动化交易服务/资产管理业务，升级后也可开展虚拟资产对应业务。当前已升级1号牌照的包括国泰海通（国君国际）、东方财富（哈富证券）、天风证券（天风国际）、众安在线（众安银行）等。


**图表36：目前已获得牌照的虚拟资产交易平台**

中央编号	虚拟资产交易运营者名称		虚拟资产交易平台	发证日期	相关标的
	英文	中文			
BPJ213	OSL Digital Securities Limited	OSL 数字证券有限公司	OSL Exchange	2020/12/15	OSL
BPL992	Hash Blockchain Limited	Hash Blockchain Limited	HashKey Exchange	2022/09/11	
BPW549	Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited	香港虚拟资产交易所有限公司	HKVAX	2024/10/03	
BP0721	Hong Kong Digital Asset EX Limited	香港数字资产交易集团有限公司	HKbitEX	2024/12/18	
BUA970	Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited	云账户大湾区科技(香港)有限公司	Accumulus	2024/12/18	
BUN619	DFX Labs Company Limited	不适用	DFX Labs	2024/12/18	连连数字
BUT670	EXIO Limited	不适用	EX. IO	2024/12/18	维信金科
BUY578	Panthertrade (Hong Kong) Limited	猎豹交易(香港)有限公司	PantherTrade	2025/01/27	富途控股
BUT913	YAX (Hong Kong) Limited	不适用	YAX	2025/01/27	老虎证券
BUQ956	Bullish HK Markets Limited	不适用	Bullish	2025/02/18	
BSI739	Hong Kong BGE Limited	不适用	BGE	2025/06/17	HKE HOLDINGS

来源：香港证监会官网，国金证券研究所

**图表37：香港虚拟资产业务牌照梳理**

牌照	虚拟资产相关业务范围	获批数量	代表机构
虚拟资产交易平台 (VATP)	经营虚拟资产交易平台	11	OSL、HashKey、DFX Labs (连连数字旗下)、PantherTrade (富途控股旗下)、YAX (老虎证券旗下)
升级1号牌(证券交易)	提供虚拟资产交易服务	43	国泰君安香港、招银国际证券、天风国际证券、富途证券、哈富证券、老虎证券、众安银行等
升级4号牌(证券咨询)	为特定投资者提供虚拟资产相关咨询服务	37	太保投资管理香港、东方资产管理(香港)、平安证券(香港)资管、中泰国际等
升级7号牌(自动化交易服务)	提供虚拟资产自动化交易服务	15	OSL 数字证券、DFX Labs (连连数字旗下)、PantherTrade (富途控股旗下)、YAX (老虎证券旗下)等
升级9号牌(资产管理)	管理投资超过10%于虚拟资产的投资组合	42	博时基金(国际)、华夏基金(香港)、嘉实国际等

来源：香港证监会官网，国金证券研究所

OSL 为亚洲首个上市的虚拟资产平台，有望深度受益于香港数字资产行业的发展。OSL 主要为机构及零售投资者提供市场服务、数字资产财富管理、支付服务、数字资产托管等四类服务。当前，OSL 集团在虚拟资产领域布局深入：1) 加密货币 ETF 方面：OSL 集团与华夏基金(香港)及嘉实国际合作，成功推出亚洲首批比特币及以太币现货 ETF，当前 OSL 在香港现货加密货币 ETF 资产管理规模市场占有率达 76%。2) 稳定币与 RWA：一方面，公司正与蚂蚁等内地科技公司合作，重点聚焦稳定币及现实世界资产(RWA)代币化领域，未来可能会在淘宝等平台应用；另一方面，OSL 通过“法币-虚拟资产”的合规通道进行全球布局稳定币的跨境流通，目前已在日本、澳大利亚等取得牌照，未来或将以“持牌桥梁”角色进一步打通区域市场。



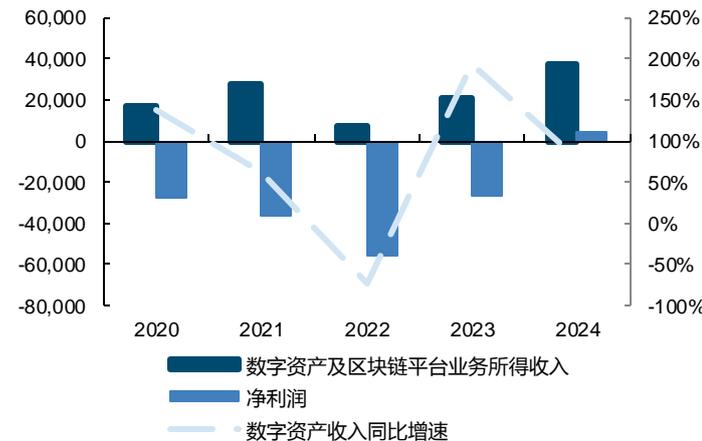
图表38: OSL 平台提供的产品服务



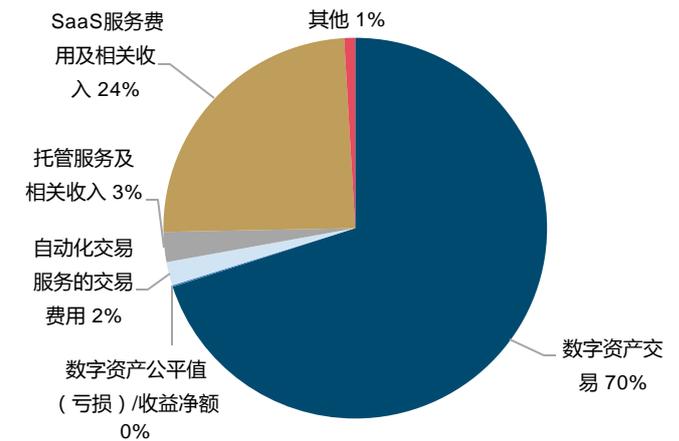
来源: 公司官网, 国金证券研究所

**2024年OSL集团首次录得正利润。**2024年OSL营业收入为3.75亿港元,同比增长78.6%,主要受益于数字资产交易业务收入同比+81.7%、SaaS服务费用同比+414.9%,公司实现归母净利润0.47亿港元,较上年同期亏损2.66亿港元实现转亏为盈。收入结构方面,数字资产交易和SaaS服务费用及相关收入是OSL集团数字资产业务的主要组成部分,分别占数字资产业务收入的70%、24%。

图表39: 数字资产业务收入及净利润情况 (万港元)



图表40: 2024年OSL数字资产及区块链平台业务结构



来源: OSL集团年报, 国金证券研究所

来源: OSL集团年报, 国金证券研究所

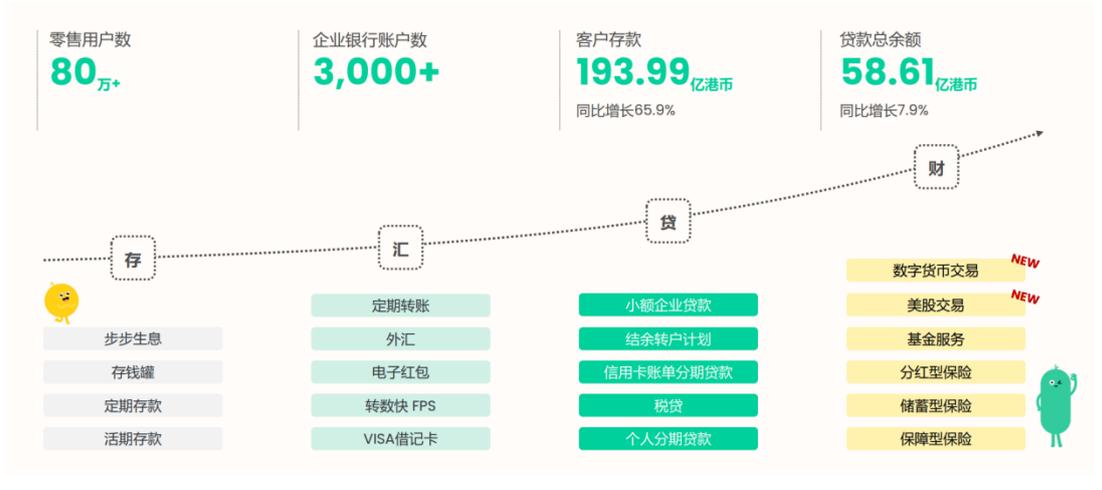
### 3.2.3 托管银行

稳定币托管方是接受稳定币发行主体或持有者的委托,专门承担稳定币背后储备资产(如法币、债券等)及对应技术密钥安全保管责任的机构,确保储备资产与自身资产严格分离,通常由具备牌照资质的银行或专业的资产托管服务商担任,盈利方式主要是收取托管费,一般按托管资产规模的0.1%-0.5%计费。

**ZA Bank为中国香港首家虚拟银行,打造一站式金融服务平台。**2019年3月,ZA Bank获香港金管局发布的首批虚拟银行牌照;2020年3月,ZA Bank在香港正式营4E1。当前,ZA Bank已成为香港市场功能最丰富的虚拟银行之一,通过手机端全数字化的运营模式打造一站式综合金融服务平台,为用户提供存款、贷款、转账、消费、外汇、保险、投资及企业银行等24小时数码银行服务。



图表41: 众安银行概览



来源: 众安保险官网, 国金证券研究所

众安银行是香港首家宣布进行稳定币托管业务的银行, 具备战略、生态、技术、股权关联等四重优势。1) 战略优势: 公司于 2023 年率先提出“Banking for Web3”战略定位, 积极主动地服务当地加密货币行业的发展, 相比于其他传统银行及数字银行对加密货币行业理解更为深刻, 先发优势显著。2) 技术优势: 交易所高频 24 小时服务对于系统的要求有较高要求, 公司通过云端跨链、跨云合作积累了一定技术优势。3) 生态优势: B 端方面, 截止 2024 年底, 公司已经服务超过 200 家加密货币行业公司; C 端方面, 24 年 11 月, ZA Bank 与 Hashkey Exchange 合作为香港零售用户上线加密货币交易服务, 当前用户只需透过 ZA Bank App, 即可直接以港元及美元买卖热门加密货币, 交易时从活期账户自动扣数入账, 无需切换至其他应用程序或平台, 大幅简化了投资流程。当前众安银行用户数已超过 80 万 (包括内地用户), 具备深厚的用户基础。4) 股权关联优势: 众安在线通过旗下的 ZhongAn Digital Asset Group 间接持有圆币创新科技约 8.7% 的股份。

图表42: ZA Bank 加密货币服务收费标准

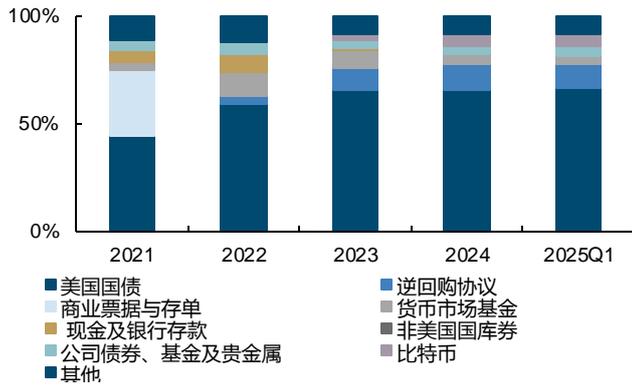
收费	标准收费	开通服务的首 90 个历日内可享优惠	现有加密货币用户可享优惠
佣金	每笔交易收取 USD 1.99/HKD 15	\$0	\$0
平台费	交易金额 x1.5% (每笔交易最低收费为 USD 1.99/ HKD 15)	\$0	交易金额 x0.3% (每笔交易最低收费为 USD1.99/HKD 15)

来源: 众安银行官网, 国金证券研究所 注: 优惠截至 9 月底

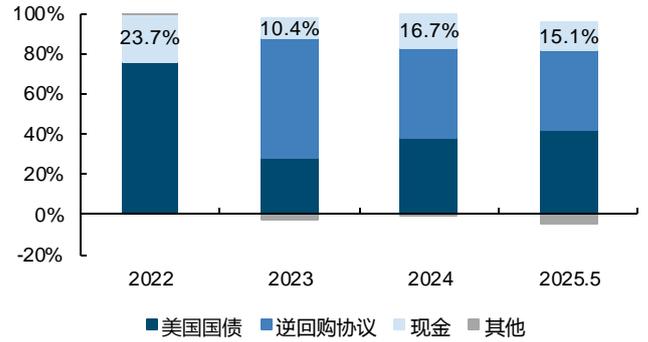
我们认为, 众安银行未来与稳定币相关的盈利模式可能有: 1) 托管业务: 参考海外经验, 一般按托管资产规模的 0.1%-0.5% 计算。此外, 根据 USDC 与 USDT 的发展经验, 储备资产中均有一定比例的现金/存款, 其中合规程度更高的 USDC 当前现金占比仍高达 15% 左右, 有望为众安银行贡献低息资产, 改善净息差水平。2) 分销业务: 参考 Circle 与 Coinbase 收入分成机制, Circle 发行 USDC 并通过 Coinbase 分销, 在扣除不到 1% 的基础发行成本后的利息净额, Coinbase 和 Circle 按照自身平台持有+托管的 USDC 份额, 分掉相应份额的利息收入, 剩余净收入池则按照 5:5 平分, 但该案例中分销商的分成比例较为极致, 预计众安银行即便从事分销业务, 分成比例也将显著低于 coinbase。3) 虚拟资产交易服务: 稳定币的发展有望吸引更多客户参与。



图表43: USDT 储备资产类别



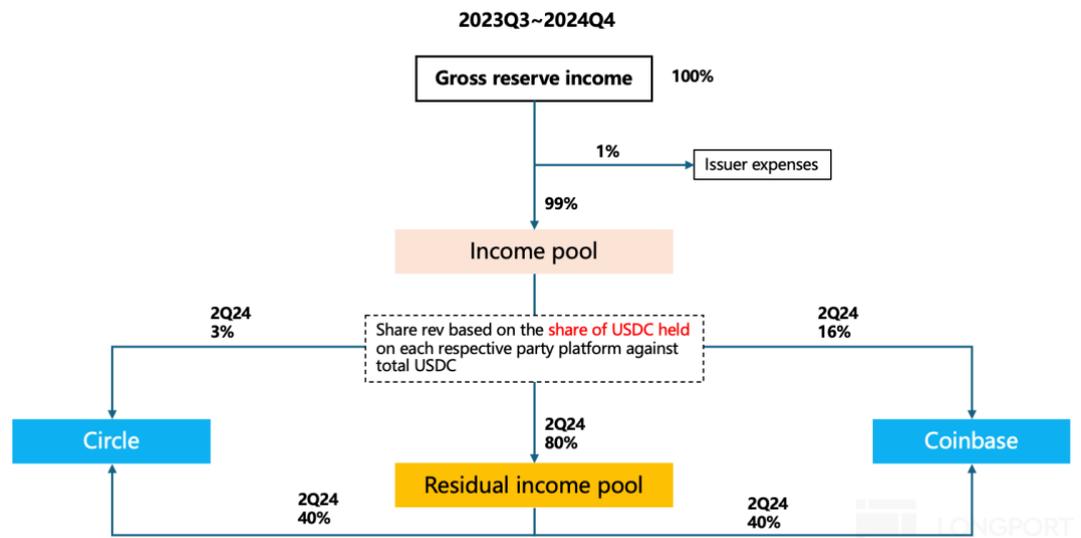
图表44: USDC 储备资产类别



来源: Tether 官网, 国金证券研究所

来源: circle 官网, 国金证券研究所

图表45: circle 与 coinbase 分配机制

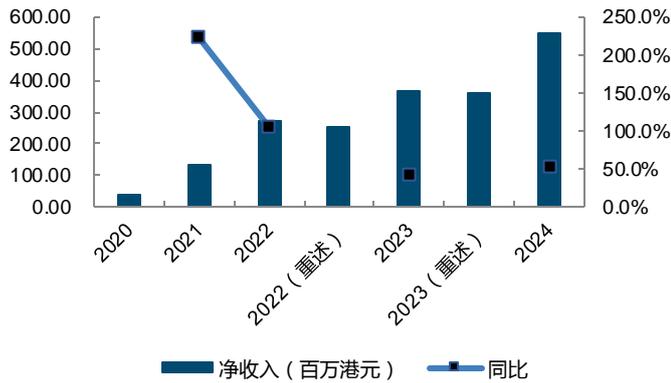


来源: LONGPORT, 国金证券研究所

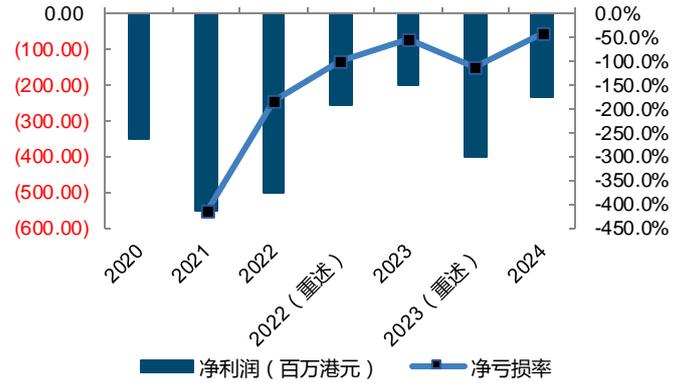
基本面方面, 公司业务布局趋于完善投入减少叠加规模效应显现, 预计 2025 年有望实现扭亏为盈。1) 收入方面, 净收入 (净利息收入、手续费及佣金、其他金融工具的净损益及其他收入之和) 同比+52.6%至 5.48 亿港元, 其中净利息收入同比+86.6%至 4.89 亿港元, 存款/贷款余额分别约 193.99/57.82 亿港元, 存贷比 29.8%, 叠加加息周期及贷款产品的不断丰富, 净息差进一步从 2023 年的 1.94%提升至 2024 年的 2.41%, 优于行业平均水平; 非息收入同比-39%, 预计主要受美国加息周期下其他金融工具净损失影响, 当前公司已上线美股交易与数字货币交易服务, 预计后续佣金收入有望延续高增。2) 利润: 2024 年净亏损 2.32 亿港元, 同比缩窄约 1.67 亿港币, 净亏损率同比+69.0pct 至-42.0%, 一方面受益于收入高速增长, 另一方面, 公司产品服务已趋于完善, 所需投入也可缩减。



图表46: 众安银行净收入情况



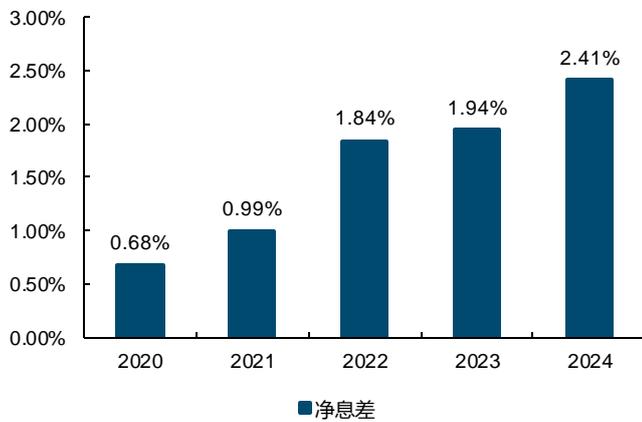
图表47: 众安银行持续减亏



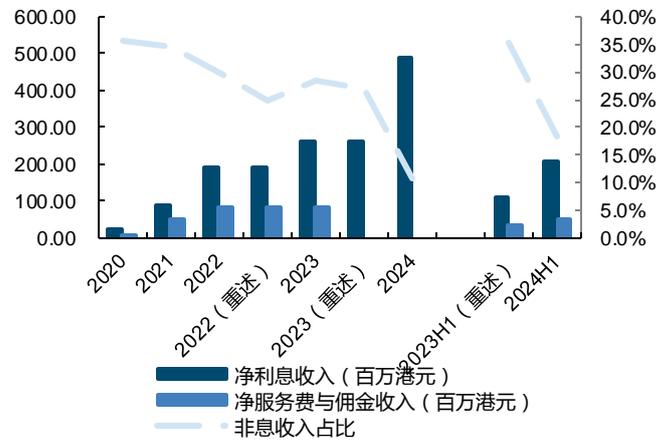
来源: 众安在线公告, 国金证券研究所

来源: 众安在线公告, 国金证券研究所

图表48: 净息差水平持续提高



图表49: 净息收入和手续费收入规模



来源: 众安在线公告, 国金证券研究所

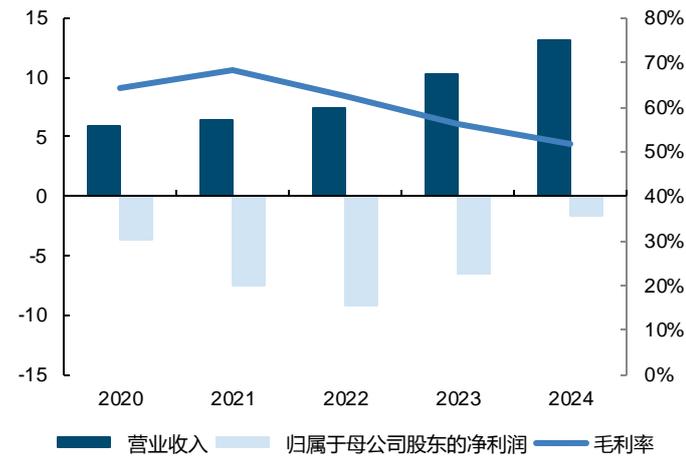
来源: 众安在线公告, 国金证券研究所

### 3.2.4 跨境支付商

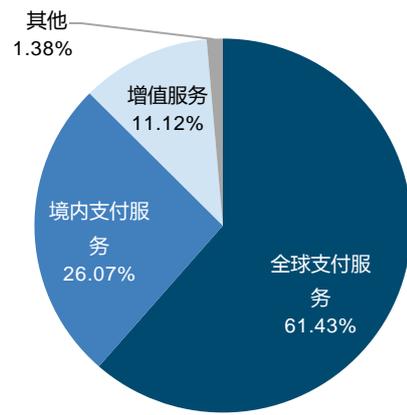
连连数字成立于2009年,是以“数字支付+增值服务”为经营模式的数字支付解决方案提供商。2024年收入同比+27.9%至13.15亿,其中全球支付服务同比+23.1%至8.08亿,境内支付服务同比+57.1%至3.43亿,净利润由2023年的-6.56亿元收窄至2024年的-1.68亿。随着公司在支付结算、跨境支付等领域不断加深布局,业务规模效应释放及成本管控能力提升,有望带动收入规模提升和整体盈利水平修复。当前公司积极布局虚拟资产业务,全资持有的连连国际已和圆币创新科技达成稳定币相关合作,此外,子公司DFX Labs持有香港虚拟资产交易平台的(VATP)牌照。具体场景应用上,连连数字具有广泛的全球化牌照布局优势。截至2024年,连连已取得全球支付牌照及相关资质65项,为未来拓展虚拟资产金融服务奠定基础。



图表50: 连连数字经营情况 (亿元)



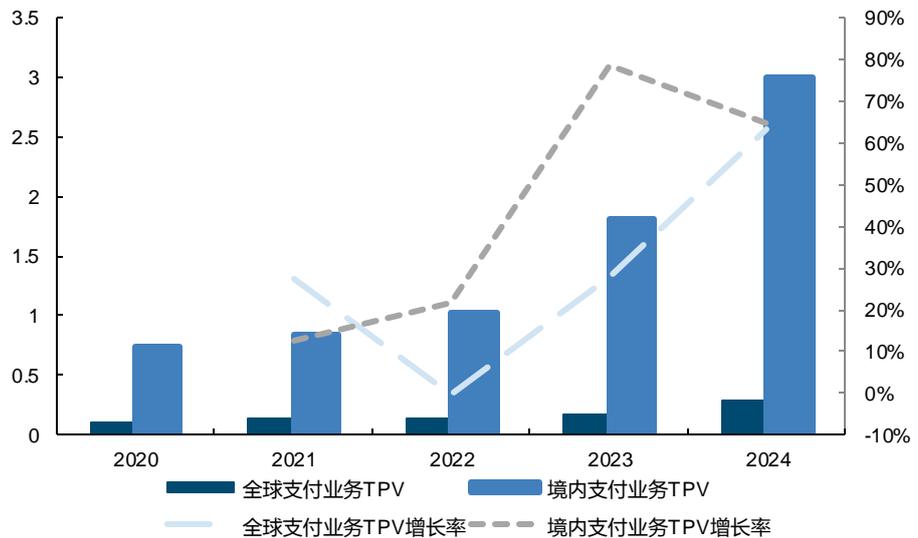
图表51: 2024 年营收主要来自全球支付和境内支付服务



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表52: 连连数字 TPV 稳步增长 (万亿元人民币)



来源: 招股书, 公司年报, 国金证券研究所

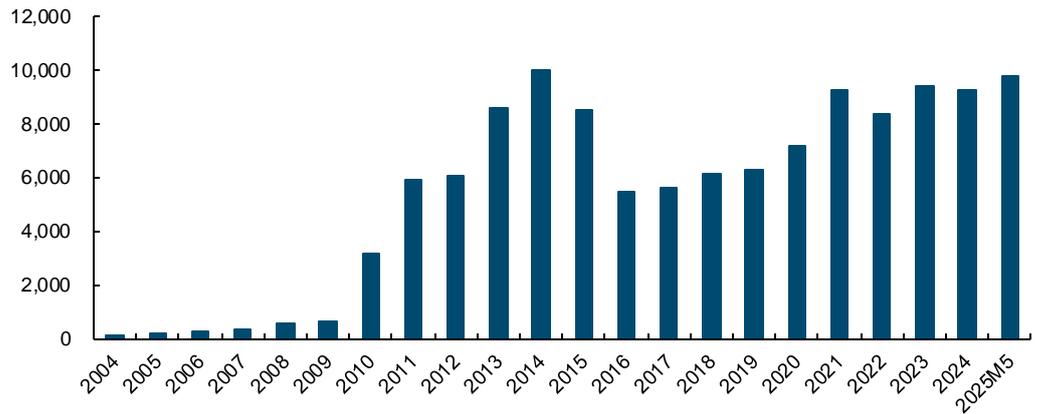
### 3.3 人民币稳定币发行展望

**稳定币加速破圈, 内地环境对虚拟资产转向包容、积极。**6月18日, 央行行长潘功胜在2025年陆家嘴论坛发言时指出, 区块链和分布式账本等新型技术推动央行数字货币和稳定币的蓬勃发展, 实现了“支付即结算”, 从底层重塑传统支付体系, 大幅缩短跨境支付链条, 态度整体积极。7月10日, 上海市国资委党委召开中心组学习会, 围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略开展学习, 市国资委党委书记、主任贺青指出, 要保持对新兴技术的敏锐感知, 加强对数字货币的研究探索; 坚持产数融合, 探索区块链技术在跨境贸易、供应链金融、资产数字化等领域的运用。

**稳定币快速发展, 境内离岸人民币存在发展的现实需。**1) 稳定币当前规模已超2600亿美元, 已成为全球发展趋势中不可忽视的力量, 多国多地区正在快速推进稳定币发展及监管, 基于金融安全与货币主权视角出发, 我国或将主动进行稳定币的研究与监管应对, 系统考量人民币稳定币的改革试点, 而非仅依靠境外离岸人民币稳定币来被动应对。2) 香港人民币离岸市场规模有限, 截至5月香港银行人民币存款余额为9756亿元, 在等值储备的要求下, 一方面或难以独立支撑人民币稳定币达到规模经济效应, 另一方面能撬动的稳定币规模上限将远低于美国的当前市场规模, 且美元稳定币仍处于高速发展期。



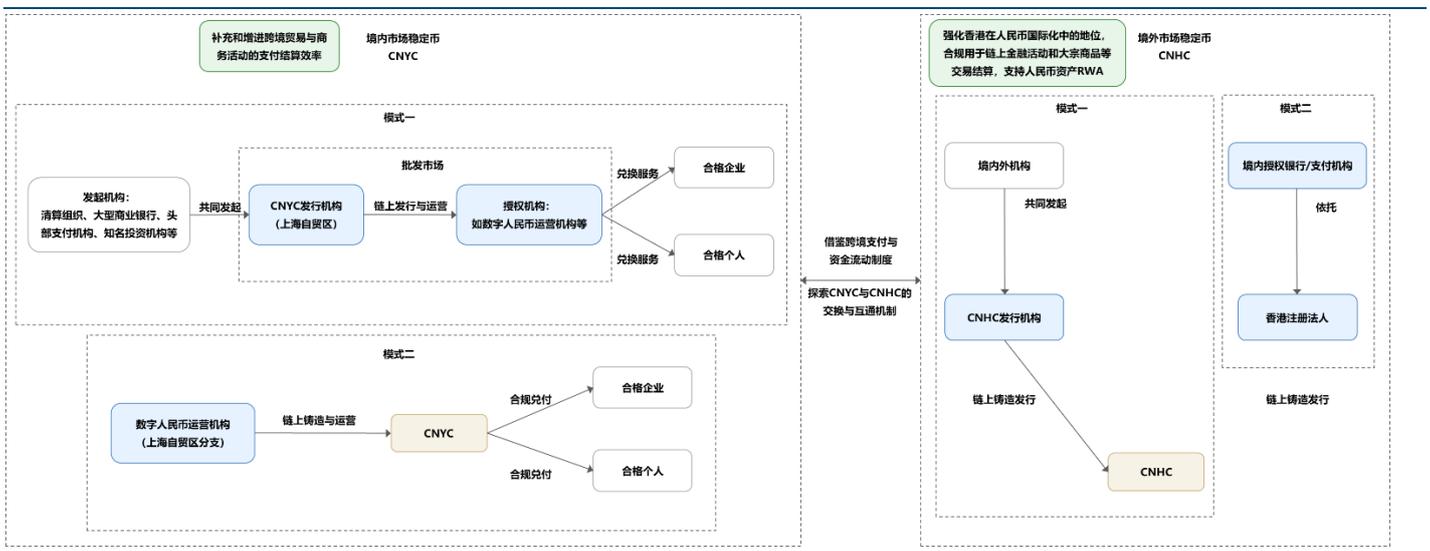
图表53: 中国香港银行人民币存款余额 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

**境内离岸与境外离岸人民币稳定币或协同推进。**7与10日, 国家金融与发展实验室发表文章《人民币稳定币发展模式可“内外结合”》, 提出应该考虑采取境内离岸与境外离岸人民币稳定币的联动发展模式, 可以考虑在上海自贸试验区与香港同步推动相关人民币稳定币的创新探索工作。具体来看, 境内离岸人民币稳定币主要用于补充和增进跨境贸易与商务活动的支付结算效率, 境外离岸人民币稳定币则旨在进一步强化香港在人民币国际化中的地位, 并且可合规用于链上金融活动和大宗商品等的交易结算。

图表54: 人民币稳定币发行猜想



来源: 国家金融与发展实验室, 国金证券研究所

#### 四、相关标的梳理

**稳定币发展步入加速通道, 相关生态有望深度受益。**从商业模式来看, 稳定币生态中, 发行人利润来源以低成本的储备收益为主, 盈利能力与可持续性、规模性最强; 此外, 交易与支付是稳定币的核心使用场景, 虚拟资产交易平台和跨境支付商也有望深度受益。

图表55: 稳定币标的梳理

发行人	相关标的	核心逻辑
发行人	渣打集团、香港电讯、京东集团、众安在线、百仕达控股	子公司或股权关联公司参与稳定币沙盒



发行人	相关标的	核心逻辑
	阿里巴巴	蚂蚁数科与蚂蚁国际均表示将申请香港稳定币牌照
	中国光大控股、华兴资本控股	持有 circle 股份
储备银行	众安在线	众安银行为香港首家宣布进行稳定币托管业务的银行，且已与圆币创新科技达成相关合作
VATP 牌照	OSL、连连数字、富途控股、老虎证券	公司/旗下子公司/持股公司已获批 VATP 牌照，可从事经营虚拟资产交易平台
SFC 升级牌照	众安在线、国泰海通、东方财富、天风证券	公司/旗下子公司/持股公司已升级 SFC 牌照，可透过综合帐户安排提供虚拟资产交易服务
场景方	连连数字、阿里巴巴、京东集团、小商品城、拉卡拉	跨境支付

来源：国金证券研究所 注：仅梳理，不构成投资建议

## 五、风险提示

- 1) 宏观经济波动：宏观经济的周期性波动或突发性震荡，会对稳定币的价值锚定、市场需求及储备资产稳定性产生多维度影响。
- 2) 国际地缘政治波动：国际地缘冲突、贸易摩擦或外交关系紧张等局势变化，或对稳定币的跨境流通、合规运营及基础设施安全构成挑战。
- 3) 稳定币政策变化：全球对稳定币的监管框架仍在快速演进，政策的突然调整或新规出台，可能对稳定币的发行、流通、交易等全链条产生重大冲击。
- 4) 稳定币市场发展不及预期：稳定币行业在技术落地、用户价值挖掘、生态协同等方面若进展缓慢，可能导致其市场价值和应用潜力无法充分释放。



**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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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