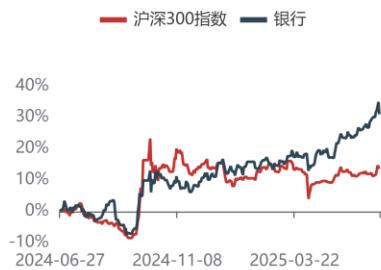


## 稳定币专题

## 一文读懂稳定币：稳定币之五问

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

|     |  |
|-----|--|
| 袁皓奇 | 投资咨询资格编号<br>S1060520080003<br>YUANZHEQI052@pingan.com.cn |
| 许森  | 投资咨询资格编号<br>S1060525020001<br>XUMIAO533@pingan.com.cn    |

## 研究助理

|     |  |
|-----|--|
| 李灵琇 | 一般证券从业资格编号<br>S1060124070021<br>LILINGXIU785@pingan.com.cn |
|-----|--|



## 平安观点：

- 稳定币是什么？** 稳定币是一种加密资产，其价值与某种（或一篮子）资产相挂钩，从而保持币值稳定。不同国家地区对稳定币的定义略有区别，但整体范围大致相似。对比央行数字货币而言，稳定币区别主要在于发行人为私人而非一国央行，其发行人主体信用不同，抗冲击能力也有区别。对比普通虚拟货币而言，稳定币区别主要在于币值稳定，因此其交易使用场景范围也有所区别。基于稳定机制不同：稳定币分为资产抵押型稳定币和算法型稳定币，其中资产抵押型稳定币又可分为法币抵押型、实物资产抵押型和虚拟货币抵押型稳定币。
- 稳定币有何作用？** 稳定币作为币值稳定的加密货币，往往发挥着交易媒介的职能，并通过其价值稳定性、跨链兼容性及与 RWA 的结合，成为连接传统金融与加密生态的桥梁。稳定币在交易、保值、DeFi 及跨境支付中发挥着重要作用，尤其是在提升支付效率方面，相较于传统跨境支付结算，稳定币交易具有便捷、高效、低成本的特点，使其成为数字经济时代不可或缺的基础设施。然而，目前对稳定币的监管尚不完善，作为虚拟货币，拥有去中心化和匿名化特征，因此在确定交易双方以及资金来源去向时难度较大，给予交易躲避监管的可能。
- 稳定币发展现状如何？** 当前稳定币市场以美元稳定币为主导，据 The Block 披露数据，截至 2023 年 1 月，美元稳定币在法币稳定币中占比为 99.32%，占据法币稳定币绝对份额。截至 2025 年 6 月，美元稳定币总市值约 2421.7 亿美元，较 2020 年初增长近 40 倍，近年来发展迅速，其中 USDT、USDC 为两种主要稳定币，在美元稳定币中分别占比 65%、25%。非美元稳定币中，欧元稳定币占比较高，港元、人民币稳定币尚处起步阶段。
- 稳定币如何监管？** 近年来，对稳定币的监管和相关立法工作明显提速，监管的逐渐完善一定程度上缓解了公众对于稳定币的不信任，增加了稳定币的社会信用和认可度。近两年美、欧、中国香港出台的相关法案都对稳定币做了明确定义，并且明确了发行门槛，建立了消费者保护措施，对监管范围进行了严格控制。欧盟 2024 年通过了《MiCA 法案》，美国 2025 年通过《STABLE 法案》与《GENIUS 法案》，中国香港 2025 年 5 月也通过了《稳定币条例》，并将稳定币定义为锚定港币或其他官方货币的数字资产，同时赋予金管局对境外发行港币锚定稳定币机构的监管权，涵盖牌照审批、风险调查及制裁等职能。中国香港《稳定币条例》定义的稳定币锚定资产更为丰富，对稳定币的涵盖范围更广，有助于推动中国香港稳定币市场迅速发展。

- **稳定币发展展望及挑战？** 稳定币面临无法同时实现安全、效率与去中心化的三元悖论，并且由于私人发行缺乏国家信用背书容易发生挤兑风险及运营与合规风险。同时稳定币也带来了一些挑战：可能分流商业银行存贷汇业务，对金融监管提出了更高挑战，并且有可能对国际货币体系和人民币国际化进程产生影响。当前随着美欧以及中国香港监管框架落地，稳定币整体制度框架逐步完善，在稳定币定义、流动性监管、准入资格控制、消费者保护等方面进行控制，各地区也纷纷加紧布局稳定币相关产品。中国香港积极布局稳定币相关产品，形成“美元稳定币对接国际市场+港元稳定币连接内地”的双轨监管格局，既巩固了港元的金融属性，又为人民币国际化提供试验田。中国香港对稳定币的范围界定较为宽泛，并不局限于某一类法币稳定币，随着中国香港稳定币市场的迅速发展，预计非美元稳定币市场份额将逐步提升，未来有望推动统一国际监管体系建立。
- **风险提示：**(1) 行业生态系统性风险；(2) 传统金融体系冲击风险；(3) 监管政策滞后风险。

# 正文目录

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| <b>一、 稳定币是什么?</b>       | <b>5</b>  |
| 1.1 稳定币定义：私人机构发行的加密资产   | 5         |
| 1.2 稳定币分类：抵押型稳定币和算法型稳定币 | 6         |
| <b>二、 稳定币有何作用?</b>      | <b>9</b>  |
| <b>三、 稳定币发展现状如何?</b>    | <b>10</b> |
| <b>四、 稳定币如何监管?</b>      | <b>12</b> |
| 4.1 美国稳定币监管相关法案         | 12        |
| 4.2 欧盟稳定币相关法案           | 12        |
| 4.3 中国香港稳定币相关法案         | 13        |
| <b>五、 稳定币发展展望及挑战?</b>   | <b>14</b> |
| 5.1 稳定币存在的问题及挑战         | 14        |
| 5.2 稳定币最新发展趋势及未来展望      | 15        |
| <b>六、 风险提示</b>          | <b>17</b> |

# 图表目录

|       |                       |           |
|-------|-----------------------|-----------|
| 图表 1  | 三类货币主要区别 .....        | 6         |
| 图表 2  | 法币稳定币交易过程 .....       | 6         |
| 图表 3  | 虚拟货币稳定币交易过程 .....     | 7         |
| 图表 4  | 算法货币稳定币交易过程 .....     | 8         |
| 图表 5  | 不同类型稳定币对比 .....       | 8         |
| 图表 6  | 与美元挂钩稳定币占比较高 .....    | 10        |
| 图表 7  | 非美元挂钩稳定币中欧元占比较高 ..... | 10        |
| 图表 8  | 不同类型稳定币市值对比 .....     | 11        |
| 图表 9  | 黄金支持的稳定币市值 .....      | 11        |
| 图表 10 | 黄金稳定币交易量 .....        | 11        |
| 图表 11 | 各地区稳定币法案对比 .....      | 错误!未定义书签。 |
| 图表 12 | 加密货币三元悖论 .....        | 14        |
| 图表 13 | 利用稳定币进行跨境交易支付 .....   | 15        |

## 一、 稳定币是什么？

稳定币是一种加密资产，其价值与某种（或一篮子）资产相挂钩，从而保持币值稳定。不同国家地区对稳定币的定义略有区别，但整体范围大致相似。对比普通虚拟货币而言，稳定币区别主要在于币值稳定，因此其交易使用场景范围也有所区别。对比央行数字货币而言，稳定币区别主要在于发行人为私人而非一国央行，其发行人主体信用不同，抗冲击能力也有区别。基于稳定机制不同：稳定币分为资产抵押型稳定币和算法型稳定币，其中资产抵押型稳定币又可分为法币抵押型、实物资产抵押型和虚拟货币抵押型稳定币。

### 1.1 稳定币定义：私人机构发行的加密资产

国内外对稳定币的定义、标准和监管范围等尚处于立法讨论阶段，仍未有明确统一的定义。FSB ( Financial Stability Board，金融稳定委员会 ) 认为，“稳定币”是一种加密资产，其价值相对于另一种资产（通常是一种货币或实物资产）或一篮子资产保持稳定。ECB ( European System of Central Banks，欧洲中央银行 ) 将稳定币视为“不同于现有货币形式（如存款、电子货币等）的数字价值单位，并依赖一套稳定工具将其相对于一种货币或一篮子货币的价格波动降至最低”。综上，稳定币通常被认为是私人机构发行的一种数字货币，通过“锚定”一定比例的货币（或资产）以维持价格稳定。每购买一枚稳定币，发行者就会存入等价数量的“安全”货币作为交换。

#### ■ 稳定币 vs 虚拟货币

根据反洗钱金融行动特别工作组(FATF)界定：虚拟货币是一种能以数字形式交易，以密码学和分布式账本技术为底层技术发行的可编程代币，具有交易媒介和(或)计价单位及(或)价值存储功能，但在任何法域不具有法定货币地位的数字形式的价值。<sup>1</sup>

**虚拟货币与稳定币均为基于区块链技术应用而产生的，但在价格波动上有较大区别。**虚拟货币往往没有资产或其他法定货币支持，其价格主要受供求关系影响，如比特币通过工作量证明（PoW）机制生成新的代币，总量固定为 2100 万枚<sup>2</sup>，这种机制确保了比特币的稀缺性和抗审查性，但也导致了其价格波动幅度较大。对比而言，稳定币由于往往与市场价值较为稳定的资产相挂钩（黄金、美元等），其本质上是一种具有“锚定”属性的加密货币，由基础资产做抵押（即抵押稳定币），或采用某种算法在某个时间点调节供需关系（即算法稳定币），因而其价格相较于虚拟货币更为稳定。此外，由于比特币等虚拟货币价格波动较大，因而其难以被用于日常交易，往往带有投机属性或有特定使用场景；而稳定币由于其价格较为稳定，其交易媒介的使用范围更为广泛。值得注意的是，由于稳定币与法定货币挂钩，其监管程度往往较高，各国政府和监管机构对其实施了严格的监管措施，包括要求发行者提供透明度、审计报告和合规性证明，而对比特币等虚拟货币的监管程度相对较低。

#### ■ 稳定币 VS 央行数字货币

国际清算银行 ( BIS ) 将央行数字货币定义为：“是中央银行货币的一种新的数字化形式，是中央银行的负债，与已有法定货币单位相同，作为交易的媒介与价值储存工具。”由于在现代经济社会中，中央银行发行的货币已有以数字化形式存在的货币，例如商业银行与其他金融机构持有的存款准备金以及清算账户中的备付金，所以，BIS 特别指出，央行数字货币是一种“与传统的存款准备金及清算备付金账户余额不同的、数字化形式的中央银行货币”。

央行数字货币由一国央行发行，具有无限法偿能力，对比而言，稳定币作为私人发行的货币，不具有无限法偿能力，其作为货币的普遍接受性一定程度上取决于发行人主体的信用和对应抵押物的价值。此外，央行数字货币使用场景更为丰富，在离线或在线的条件下均能完成日常支付，使用场景范围较广，稳定币则主要用于在线的加密货币交易，一般不用于日常支付，使用范围基本限于特定场景。稳定币由私人发行，具有一定的盈利目的，交易需要支付一定费用，而数字货币由央行发行，无盈利目的，具有一定公共品特征，其使用也无需缴纳费用。

<sup>1</sup> 资料来源：《稳定币的内涵、风险与监管应对》

<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/vcOk0WhhRfDDMUkf1ZmGw>

图表1 三类货币主要区别

| 区分维度  | 央行数字货币            | 稳定币                               | 虚拟货币                                      |  |
|-------|-------------------|-----------------------------------|---|--|
| 发行人   | 中央银行              | 私人发行人                             | 私人发行人                                     |  |
| 安全性   | 国家信用              | 发行人主体信用；对应抵押资产价值                  | 基于区块链编程的不可篡改性                             |  |
| 价格波动  | 法定数字货币            | 易受冲击                              | 价格波动较大                                    |  |
| 使用场景  | 可直接购物             | 加密货币之间交易                          |   |  |
| 价格稳定性 | 与法币价值相同           | 市场价值与美元或黄金等“稳定的”储备资产挂钩的非主权的数字加密货币 | 虚拟货币的属性实际上与股票是完全一致的，是一种投资属性的金融产品          |  |
| 资产支持  | 国家主权信用背书，具有无限法偿能力 | 参照单一资产或一组或一篮子资产以稳定价值              | 不需要国家主权背书、不需要任何实际资产挂钩                     |  |
| 可编程性  | -                 | 都是基于区块链技术的应用                      |   |  |
| 可兑换性  | 无限法偿              | 以美元稳定币为例，美元稳定币可以1:1汇率兑换为美元        | 一种特定的虚拟商品，不具有与货币等同的法律地位，不能且不应作为货币在市场上流通使用 |  |

资料来源：《稳定币发展现状与潜在宏观政策挑战》张蓓等，人民网，北京大学数字金融研究中心，中国香港立法会，US Securities and Exchange Commission，央行，平安证券研究所

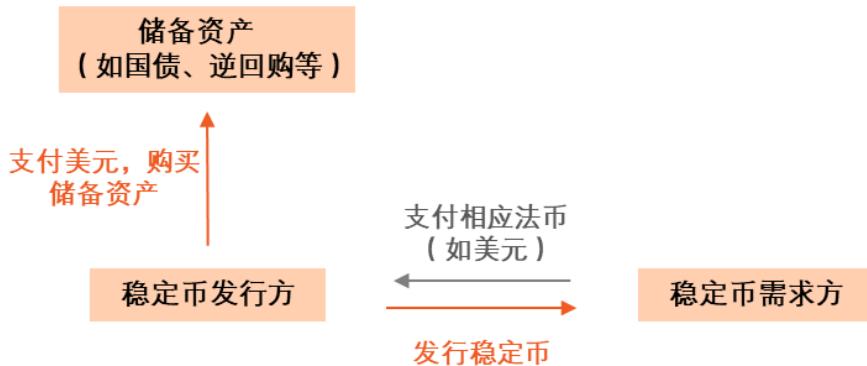
## 1.2 稳定币分类：抵押型稳定币和算法型稳定币

- 基于稳定机制不同：稳定币分为资产抵押型稳定币和算法型稳定币。

1、**资产抵押型稳定币**：即基于资产支持的稳定币，可以细分为法币抵押型稳定币、实物资产抵押型稳定币和虚拟货币抵押型稳定币。

1) **法定货币抵押型稳定币**是最常见的一类，稳定币由实际法币作为储备支撑，发行方通过持有足额信用良好的法定货币或短期国债、商业票据等高流动性、低风险资产作为储备金，并在区块链上发行对应价值的稳定币。以美元稳定币为例，每当用户存入1美元，发行方就会在链上铸造1枚对应价值1美元的稳定币；当用户赎回稳定币时，发行方销毁相应的代币，并返还同等数量的美元。

图表2 法币稳定币交易过程



资料来源：平安证券研究所整理

2) **实物资产抵押型稳定币**即以实物资产为抵押品，而非法币，一般而言较为常见的抵押品有黄金、白银等贵金属，以及石油等大宗商品。与法币类似，发行机构在发行实物资产抵押型稳定币时，也需将对应的实物资产存入指定的保险库或托管机构。以黄金稳定币为例，每发行1枚黄金稳定币，就需要在指定托管机构存入1克黄金，当用户赎回稳定币时，发行方销毁相应的稳定币，并从托管机构中取出同等数量的黄金。实物资产抵押型稳定币以实物资产为抵押，提供一定的抗通胀属性，尤其在传统货币贬值或加密市场波动时更具吸引力。

3) **虚拟货币抵押型稳定币**以某一或一篮子加密货币作为抵押，与前两种不同的是，虚拟货币抵押型稳定币通常为超额抵押。其核心特点是抵押资产完全在链上托管，完全实现去中心化运作，依靠智能合约自动管理维持价格稳定。以太坊抵押稳定币为例，以太坊投资者为了避免其在使用中出现价格极端波动，通过稳定币维持价格稳定，用户需将ETH超额抵押至智能合约系统中，抵押率通常超过150%，通过“抵押债务头寸(CDP)”生成对应的稳定币Dai，以对冲价格波动风险，若抵押物价格下跌导致价值不足，系统会自动清算Dai并回收抵押物，防止债务违约。

图表3 虚拟货币稳定币交易过程



资料来源：平安证券研究所整理

2、**算法型稳定币**：即基于算法支持的稳定币，算法稳定币是通过智能合约和算法机制维持价格稳定的加密货币，依赖经济算法和市场激励，通过浮动的铸造和销毁机制调节供需来维持锚定汇率稳定，不以法币、黄金或国债等传统资产抵押，但其价值仍可以与法定货币挂钩，保持相对稳定。例如，在双币或者多币模型中，当稳定币价格高于1美元时，用户销毁治理代币铸造稳定币，增加供给以降低价格；反之亦然。但算法稳定币存在缺陷，容易造成“死亡螺旋”，以双代币模型UST-LUNA为例，交易员通过二级代币LUNA来稳定UST的币值，当UST价格下跌时，交易员出售LUNA购买UST，从而稳定模型整体的币值，但若UST价格持续下跌，不断出售LUNA容易引发市场其他持有者恐慌情绪，导致LUNA自身价值崩溃，出售LUNA无法筹集足够资金以稳定UST价格，最终导致LUNA与UST价格螺旋下跌，引发“死亡螺旋”。整体来看，由于算法稳定币没有价值抵押，其风险往往较高。

图表4 算法货币稳定币交易过程



资料来源：平安证券研究所整理

图表5 不同类型稳定币对比

| 类型           | 产生方式                    | 关键特征、功能、风险   | 典型货币                                     |
|--------------|-------------------------|--|--|
| 以法币为抵押的稳定币   | 中心化实体背书和法币抵押            | 中心化+交易对手风险；受管制；高流动性+易锚定  | USDC、USDT、BUSD                           |
| 以实物资产为抵押的稳定币 | 由黄金、房地产或石油等实物资产支持       | 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 | 以一个或一篮子加密货币为抵押          | 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 | sUSD、scUSD、DAI、IUSD、Frax、FEIProtocol、MIM |
| 弹性供应稳定币      | 锚定机制完全通过算法和智能合约调整稳定币供应量 | 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；与以上三类相比不太稳定                     | AMPL、ESD、DSD、BAC、UST                     |

资料来源：《稳定币发展现状与潜在宏观政策挑战》张培等，平安证券研究所

## 二、 稳定币有何作用？

稳定币作为币值稳定的加密货币，往往发挥着交易媒介的职能，并通过其价值稳定性、跨链兼容性及与 RWA 的结合，成为连接传统金融与加密生态的桥梁。稳定币在交易、保值、DeFi 及跨境支付中发挥着重要作用，使其成为数字经济时代不可或缺的基础设施。然而，目前对稳定币的监管尚不完善，作为虚拟货币，拥有去中心化和匿名化特征，因此在确定交易双方以及资金来源去向时难度较大，给予交易躲避监管的可能。

**1、交易媒介：**稳定币作为货币的一种，可以发挥交易媒介的职能。稳定币作为一种加密货币，基于区块链技术的不可篡改性，可以发挥类似比特币等虚拟货币的支付等交易媒介职能。此外，由于稳定币往往币值相对稳定，因此使用其支付需要承担价值波动的风险更小，与传统银行系统相比，稳定币无需依赖中介机构避免信息不对称，其交易成本更低，尤其在跨境支付中显著缩短结算时间。值得注意的是，(与法币挂钩的)稳定币兼具法币与虚拟货币的双重特性，因此可以作为充当加密货币与传统金融体系的桥梁，用户可通过稳定币在加密货币交易所中交易，同时保留与法币的锚定关系。并且同一种稳定币在不同链上发行，一定程度上增加了跨链兼容性，打破了区块链之间的边界。

**稳定币还有支付便捷、高效、低成本的特点。**稳定币跨境支付结算速度较快，往往可以在短时间内完成交易，而传统银行的跨境交易则需要数个工作日才能完成，并且稳定币体系支持 7x24 小时的全天候不间断交易，不受传统金融机构工作日及时区限制，大大便利了跨境交易。此外，交易透明度高，链上数据透明、不可篡改的技术信任降低了监管成本，并且由于稳定币缩减了中间环节，稳定币支付尤其是跨境支付通常也具有更低的手续费。根据世界银行的数据，截至 2024 年年末，全球平均汇款成本为 6.65%，需减少 3.65 个百分点以达到联合国 2030 年可持续发展目标 (SDG) 设定的 3% 目标。传统金融系统效率较低，主要受需要经过多家中转银行 SWIFT (国际资金清算系统) 网络影响。相比之下，使用稳定币汇款费率交易成本一般低于 1%，时间一般为几分钟以内。

**2、保值获利：**针对抵押型稳定币而言，与法币（如美元）或实物资产（黄金）相挂钩，其价值相对稳定。

1) 作为避险资产。对于其他加密资产投资者而言，如果相应加密资产市场价格下跌，可以通过将加密资产兑换为稳定币，避免因价格暴跌导致的资产缩水。

2) 在去中心化金融 (DeFi) 中，稳定币发挥了较大作用。基于其“币值稳定”属性，稳定币在去中心化金融中往往充当“抵押品”的角色。用户通过抵押稳定币，借入其他加密资产，并对此支付利息。此外，同样由于其币值相对稳定，稳定币在 DeFi 还被当作定价的“锚”，成为其他加密数字货币的计价单位，给未上架中心化交易所的新兴数字货币提供计价。

3) 多样化投资组合。在数字货币和法币的投资组合中，稳定币往往作为桥梁和风险较低的“稳定资产”，成为投资组合中的重要一环。

**3、RWA 应用：**RWA 即现实世界资产代币化 (Real World Assets, RWA)，指将传统的资产证券化业务转移到线上虚拟世界并通过代币化来发行。例如，可以将房地产、金融资产、基础设施等资产转变为 RWA。在 RWA 中，RWA 区别于现实证券化的最大特点在于可以进行无限分割，即投资者可以购买 RWA 的很小比例，这无疑能够有效提高 RWA 的流动性。在目前 RWA 的发行过程中，绝大多数都选择以美元稳定币作为计价尺度与交易媒介。

**4、躲避监管：**稳定币作为虚拟货币，整体监管框架并不完善，但由于其能与法币以及现实资产挂钩，因而可以借助国际监管许可（如美国、欧洲的合规框架）规避特定国家的额外监管要求。此外，稳定币作为虚拟货币之一，运用区块链实现去中心化，交易记录存储在区块链上，由众多节点共同维护，监管机构难以像监管传统银行那样，通过控制中心机构来获取全面信息和实施有效监管，同时由于虚拟货币交易的匿名化特征，交易双方的身份难以直接获取，因此在识别交易主体方面面临较大困难，难以确定资金的来源、去向以及交易双方的身份，增加了监管的难度和成本。

### 三、 稳定币发展现状如何？

当前稳定币市场以美元稳定币为主导，据 The Block 披露数据，截至 2023 年 1 月，美元稳定币在法币稳定币中占比为 99.32%，占据法币稳定币绝对份额。截至 2025 年 6 月，美元稳定币总市值约 2421.7 亿美元，较 2020 年初增长近 40 倍，近年来发展迅速，其中 USDT、USDC 为两种主要稳定币，在美元稳定币中分别占比 65%、25%。非美元稳定币中，欧元稳定币占比较高，港元、人民币稳定币尚处起步阶段。

在法币稳定币中，大部分以和美元挂钩为主，据 The Block 披露数据，截至 2023 年 1 月，美元稳定币在法币稳定币中占比为 99.32%，占据法币稳定币绝对份额。从非美元稳定币来看，欧元稳定币占比较高，截至 2023 年 1 月 16 日，欧元稳定币占所有非美元稳定币的 92%，为除美元外的规模最大的法币稳定币。

从国内情况来看，同样推出了人民币稳定币和港元稳定币。以港元稳定币 HKDR 为例，HKDR 由圆币创新科技有限公司（RD InnoTech）开发，其母公司圆币科技集团（RD Technologies）是首批参与中国香港金管局稳定币发行人沙盒的机构之一。KDR 基于以太坊公链发行，采用 Chainlink 的跨链互操作性协议（CCIP）实现跨链转移，确保资产在不同区块链网络间的安全流动。

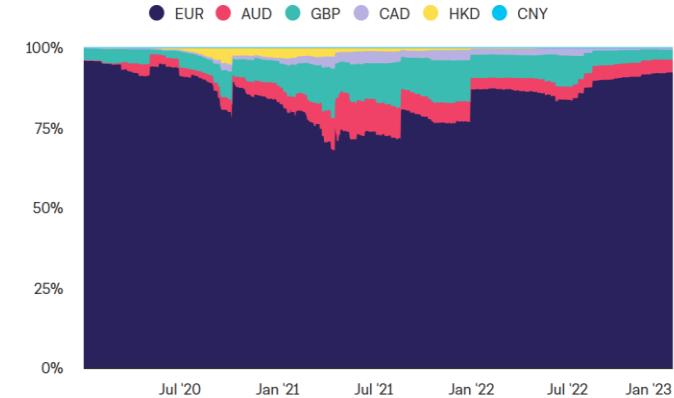
**图表6 与美元挂钩稳定币占比较高**



资料来源：The Block，平安证券研究所

注：图表截至 2023 年 1 月 16 日

**图表7 非美元挂钩稳定币中欧元占比较高**



资料来源：The Block，平安证券研究所

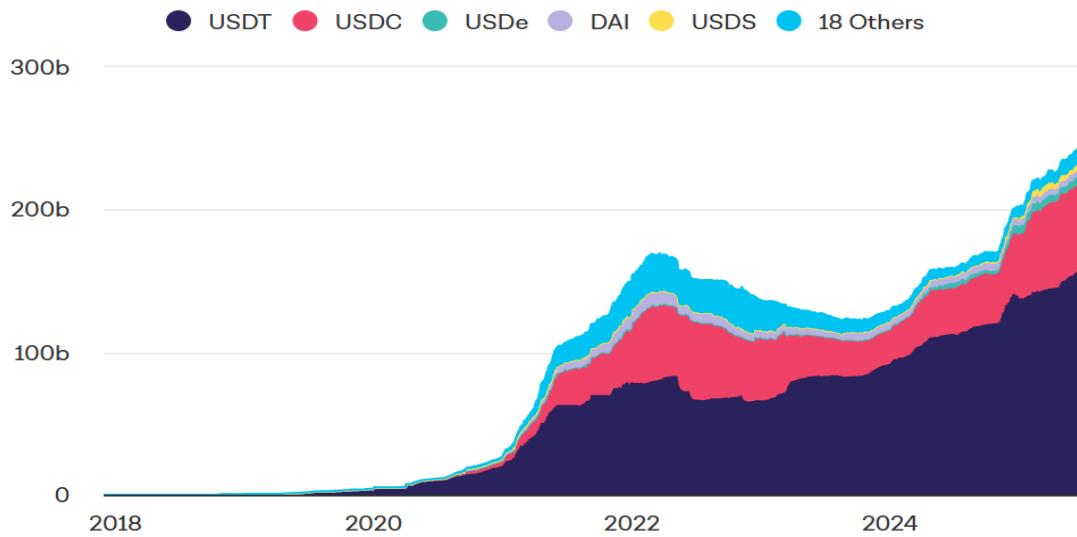
注：图表截至 2023 年 1 月 16 日

**美元稳定币近年来规模扩张较快**，截至 2025 年 6 月 22 日，与美元挂钩的稳定币总市值约 2421.7 亿美元，相比 2020 年 1 月初稳定币最初发展时的 41.7 亿美元的总市值，稳定币总市值增加了近 57 倍。其中市场规模最大的稳定币是 Tether（USDT，又称泰达币），是最主要的稳定币，市场供应量占比高达 65%，占比过半，但 2022 年来，随着其他稳定币的供应量开始上升，USDT 的市场份额有所回落，但仍为最主要的稳定币种类。截至 2025 年 6 月 22 日，市场几类主要稳定币分别为 USDT（65%）、USDC（25%）、USDe（2.3%）、DAI（1.9%）、USDS（1.7%），以及其他 18 类稳定币总计占比 4.3%。

**泰达币（USDT）是全球首个以法币为抵押的稳定币，也是最主要美元稳定币**。2015 年由 Tether 公司在当时最大的加密货币交易所 Bitfinex 推出。Tether 公司承诺，每发行 1 个 USDT，其银行账户都会有 1 美元的资金保障。USDT 发行初期，整体发展较慢，2020 年来市值增长迅速，截至 2025 年 6 月 22 日，USDT 总市值为 1566 亿美元，相较从 2020 年 1 月初的 32 亿美元，USDT 总市值上行了近 48 倍。

美元币（USDC）也是市场中重要的稳定币之一，2018 年由美国金融科技公司 Circle 与加密货币交易所 Coinbase 共同推出，旨在解决加密货币市场的两大痛点：传统银行转账至交易所流程繁琐且成本耗时高，主流稳定币（如 USDT）透明度缺失且储备资产不透明。2025 年 6 月 5 日，USDC 发行商圆环公司（Circle）正式于纽约证券交易上市，成为稳定币领域的首个 IPO，也成为数字货币向主流金融体系迈进的关键一步。截至 2025 年 6 月 22 日，USDC 总市值为 609 亿美元，在市场中占比为 25%，是除 USDT 外，市场占比最高的稳定币。

图表8 不同类型稳定币市值对比

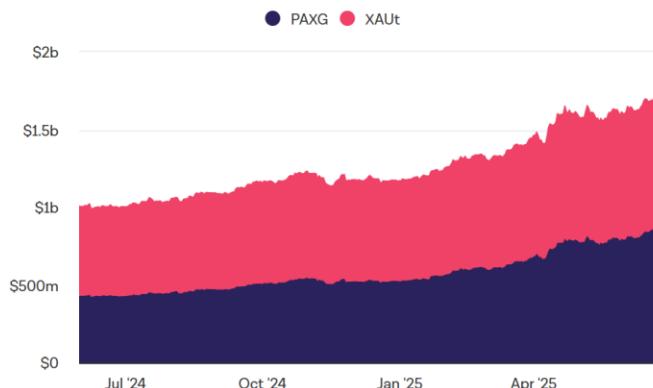


资料来源：The Block, 平安证券研究所

注：图表截至 2025 年 6 月 22 日

从非法币稳定币来看，实物资产稳定币市场中主要是黄金稳定币。黄金稳定币主要为 PAXG 和 XAUT，根据 The Block 数据，截至 2025 年 6 月 22 日，PAXG 和 XAUT 分别为 870 和 832 百万美元，在黄金稳定币市场中占比分别为 51%、49%，市值整体较为相近。从交易量来看，6 月 22 日 PAXG 和 XAUT 交易量分别为 30.07、16.72 百万美元，PAXG 交易量较高，但交易量日均波动较大，从全市场来看，2025 年 3 月以来，黄金稳定币交易量明显上行，黄金稳定币市场活跃度上行明显。

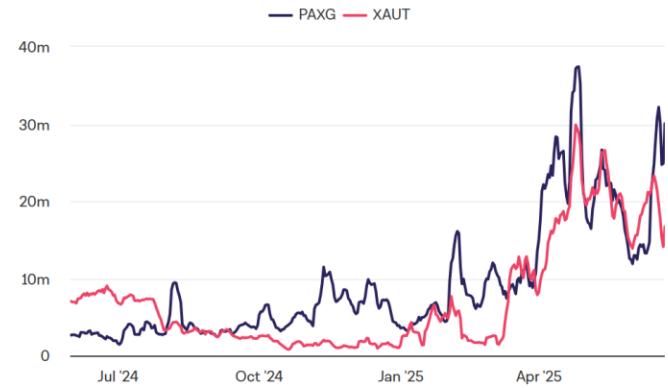
图表9 黄金支持的稳定币市值



资料来源：The Block, 平安证券研究所

注：图表截至 2025 年 6 月 22 日

图表10 黄金稳定币交易量



资料来源：The Block, 平安证券研究所

注：图表截至 2025 年 6 月 22 日

## 四、 稳定币如何监管？

近年来，对稳定币的监管和相关立法工作明显提速，监管的逐渐完善一定程度上缓解了公众对于稳定币的不信任，增加了稳定币的社会信用和认可度。近两年美、欧、中国香港出台的相关法案都对稳定币做了明确定义，并且明确了发行门槛，建立了消费者保护措施，对监管范围进行了严格控制。欧盟 2024 年通过了《MiCA 法案》，美国 2025 年通过《STABLE 法案》与《GENIUS 法案》，中国香港 2025 年 5 月也通过了《稳定币条例》，并将稳定币定义为锚定港币或其他官方货币的数字资产，同时赋予金管局对境外发行港币锚定稳定币机构的监管权，涵盖牌照审批、风险调查及制裁等职能。对比来看，中国香港《稳定币条例》定义的稳定币锚定资产更为丰富，对稳定币的涵盖范围更广，有助于推动中国香港稳定币市场迅速发展。

### 4.1 美国稳定币监管相关法案

#### ■ 《稳定币和银行许可执行法案》：批准使用稳定币

2020 年 12 月，特朗普政府向美国国会提出《稳定币和银行许可执行法案》( Stablecoin Tethering and Bank Licensing Enforcement Act, STABLE ) 草案。该法案对稳定币提出一系列要求，包括规定从业者必须取得银行执照、在发行前先获得银行监管机构批准、提交系统性风险报告并做持续追踪、获得联邦存款保险公司保险以随时备妥充足的准备金，几乎比照国家商业银行办理。

#### ■ 《稳定币报告》：对发行人、托管机构提出政策建议

2021 年 11 月，拜登政府金融市场工作小组 ( PWGFM )、美国联邦存款保险公司和美国货币监理署 ( OCC ) 联合发布《稳定币报告》，从立法和风险缓释的角度提出相关政策建议。主要内容包括三个方面。一是稳定币发行人必须是投保的存款机构（银行），在存款机构和控股公司层面上接受适当监管，以保护用户权益和防止挤兑风险。二是要求稳定币的托管钱包供应商接受适当监管，对稳定币运营至关重要的实体必须符合风险管理标准，以应对支付系统风险。三是要求稳定币发行方遵守与商业实体相关联的限制，实施促进稳定币之间互操作性的标准，限制托管钱包供应商与商业实体的关联，限制用户交易数据的使用等，以应对系统性风险和市场垄断问题。

#### ■ 《STABLE 法案》、《GENIUS 法案》：定义支付型稳定币，明确稳定币非投资产品

2025 年 4 月，美国众议院金融服务委员会审议通过《稳定币透明与责任促进更佳账本经济法案》( 简称《STABLE 法案》)。2025 年 6 月，美国参议院通过了 GENIUS Act (《2025 年美国稳定币创新指导与建立法案》，简称《GENIUS 法案》)。

**两个法案明确了稳定币的定义以及法案监管的核心对象：**面向公众发行、可直接用于支付和结算的美元锚定稳定币。法案定义了支付型稳定币，指的是由银行或非银行机构根据其资产负债表授权发行的数字美元，即用于支付或结算的数字资产，其价值与固定货币价值挂钩（通常是与美元 1:1 挂钩），并以短期国债或现金作为储备。法案明确禁止稳定币发行方向持有者提供利息或收益，确保稳定币严格作为现金等价的支付工具，而非投资产品。

**两个法案明确了发行门槛：**仅允许联邦或州批准的机构发行稳定币，包括银行子公司、非银行金融机构及合规非银行实体，彻底终结“人人皆可发币”的时代。STABLE 法案在监管路径设计上，并非采用“牌照分类管理”，而是确立了一套统一注册制的准入机制，即所有拟发行支付型稳定币的机构，无论是否为银行，都必须在美联储注册，并接受联邦层面的监管审查。其中，受联邦或州监管的存款机构，可直接申请发行支付型稳定币；而非存款机构，只要符合美联储设定的审慎要求，也可以注册成为稳定币发行人。

### 4.2 欧盟稳定币相关法案

#### ■ 《MiCA 法案》：对欧洲稳定币监管提出全面要求

2024 年 12 月 30 日，欧盟《加密资产市场监管法案》( MiCA ) 正式生效，适用于 27 个欧盟成员国以及挪威、冰岛和列支敦士登。这 30 个国家将在过渡期内根据 MiCA 制定或修改国内立法，最迟于 2026 年 7 月 1 日完成。

**MiCA 将加密资产定义为：“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”。**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 对稳定币发行商主要有四方面要求：**一是发行前获得授权。稳定币发行商均需获得所在国监管机构授权后才能发行加密资产，其中，参考一篮子资产的稳定币发行商必须在当地建立法人实体才能申请授权。二是履行披露义务。稳定币发行商均需发布加密资产白皮书，披露发行商、交易场所、加密资产本身、加密资产采用的底层技术、交易风险、对气候或环境的不利影响等相关信息。三是持有一定规模的自有资金和储备资产。对于参考一篮子资产的稳定币发行商，MiCA 要求其持有的自有资金不低于 35 万欧元或过去 6 个月储备资产平均值的 2%，MiCA 还要求其具有一定规模的储备资产。

**对加密资产服务提供商的要求主要包括四个方面：**一是获得授权。只有在欧盟成员国建立法人实体或办事处，并获得所在国监管机构授权的机构才能提供加密资产服务，申请授权需提交法人实体或办事处的运营计划、治理结构、风险管理等详细信息。二是治理结构完善。加密资产服务提供商的管理层应具备履职所需的经验和技能，并且应当证明其能投入足够的时间有效履职，加密资产服务提供商应建立健全内部合规程序，管理层应定期评估合规程序的有效性。三是最低资本要求。加密资产交易平台最低资本要求为 15 万欧元，提供加密资产托管、加密资产与法定货币或其他加密资产兑换服务的机构最低资本要求为 12.5 万欧元，其他加密资产交易服务提供商最低资本要求为 5 万欧元。四是消费者保护和透明度要求。加密资产服务提供商应建立健全客户投诉处理程序，并确保安全托管投资者的加密资产，每三个月向客户提供代客持仓的有关情况。

**在监管方面，**欧盟监管机构包括欧洲证券和市场管理局（ESMA）以及欧洲银行管理局（EBA）。ESMA 和 EBA 一是负责制定技术标准，并对各国监管机构提供指导，确保 MiCA 在各国的司法解释和应用具有一致性。2025 年 1 月，ESMA 已就加密资产服务提供商的申请流程和各国监管部门的审批工作发布具体监管指引。二是在某些加密资产交易活动可能对投资者利益造成重大损害、影响加密资产市场有序运行甚至威胁金融稳定的情况下，EBA 和 ESMA 可限制或禁止这些加密资产的流通。此外，EBA 还负责监管重要稳定币发行商。

### 4.3 中国香港稳定币相关法案

#### ■ 《稳定币条例》：明确定义稳定币，划归稳定币监管范围

2025 年 5 月中国香港《稳定币条例》生效，并将于 8 月 1 日开始实施。《条例》将稳定币定义为：基于分布式账本技术、锚定单一或一篮子资产、具交易媒介功能，且可电子转移、储存或买卖的数字资产，但不包括由中央银行或政府发行的数字货币。《条例》进一步提出“指明稳定币”的概念，是指锚定一种或多种官方货币，或中国香港金融监督管理局指定的计算单位或经济价值储存形式以稳定价值的稳定币，用于明确条例的管辖范围。

《条例》明确指出，管辖范围为受到监管的稳定币业务活动不仅包括在中国香港发行指明稳定币的活动，还包括在中国香港以外地区发行以港币为锚定（或部分锚定）的稳定币的活动。此外，《条例》明确了中国香港金融监督管理局的金融管理专员在稳定币风险管理及维护货币稳定方面的一系列职能，并赋予其综合的执法权力，涵盖对可能影响中国香港货币与金融稳定的境外业务实体的指定权、牌照的审批与吊销权、对持牌人相关业务的调查权，以及对受监管方实施制裁等多项权力。

#### ■ 《香港数字资产发展政策宣言 2.0》：明确定义稳定币，划归稳定币监管范围

中国香港特区政府在 2025 年 6 月 26 日发布了《香港数字资产发展政策宣言 2.0》，提出了包括优化法律与监管、扩展代币化产品种类、推进应用场景及跨界别合作，以及人才与合作伙伴发展等四大策略的“LEAP”框架。1) 优化法律与监管，明确定义稳定币，将由金融管理局（金管局）负责监管；2) 扩展代币化产品种类，将代币化政府债券发行常规化，推动更多资产及金融工具代币化；3) 推进应用场景及跨界别合作，稳定币发行人发牌机制将有助于推进实质应用场景的发展；4) 人才与合作伙伴发展，致力于与业界和学术界合作推动人才发展，并将中国香港定位为数字资产知识分享中心，促进国际合作。同时《宣言》中明确将政府债券代币化常规化，推动贵金属、有色金属及可再生能源等现实世界资产代币化，重申将中国香港打造成数字资产领域中的全球创新中心。

## 五、 稳定币发展展望及挑战?

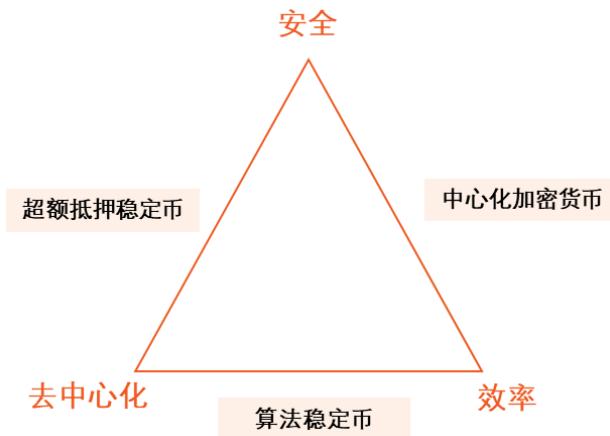
稳定币最初推出“稳定币发行人沙盒”面临无法同时实现安全、效率与去中心化的三元悖论，并且由于私人发行缺乏国家信用背书容易发生挤兑风险及运营与合规风险。同时稳定币也带来了一些挑战：可能分流商业银行存贷汇业务，对金融监管提出了更高挑战，并且有可能对国际货币体系和人民币国际化进程产生影响。当前随着美欧以及中国香港监管框架落地，稳定币整体制度框架逐步完善，在稳定币定义、流动性监管、准入资格控制、消费者保护等方面进行控制，各地区也纷纷加紧布局稳定币相关产品。中国香港积极布局稳定币相关产品，形成“美元稳定币对接国际市场+港元稳定币连接内地”的双轨监管格局，既巩固了港元的金融属性，又为人民币国际化提供试验田。中国香港对稳定币的范围界定较为宽泛，并不局限于某一类法币稳定币，随着中国香港稳定币市场的迅速发展，预计非美元稳定币市场份额将逐步提升，未来有望推动统一国际监管体系建立。

### 5.1 稳定币存在的问题及挑战

#### ■ 稳定币存在的问题

加密货币存在三元悖论，难以同时满足安全、效率和去中心化。欧盟区块链论坛发布的《Decentralised Finance》报告指出，从加密货币的设计来看，三个目标——安全、效率和去中心化，只能同时满足两个，即存在三元悖论。中心化数字货币，典型代表是央行数字货币，满足效率和安全目标，但其采取中心化发行方式，不满足部分群体去中心化偏好。超额抵押稳定币，可采用去中心化方式，且通过超额抵押可以满足安全要求，但不节约资本。算法稳定币，采取去中心化设计，以算法调节供应量，不锚定法币或安全资产，虽然相比抵押稳定币，需要更多资本，但很难抵御投机冲击，难以达到安全目标。

图表11 加密货币三元悖论



资料来源：《Decentralised Finance》The European Union Blockchain Observatory & Forum, 平安证券研究所整理

此外，稳定币并不是完全意义上的货币，私人机构发行容易受到挤兑。货币具有三大属性：交换媒介、计价单位和价值储藏。货币成为交换媒介的必要条件是必须满足“无因原则”(NQA)，即在交易时无须对价值开展尽职调查。这意味着交易双方必须同意按面值进行兑换，然而，如果稳定币的价格保持不变，那么为了平衡供求，有时必须调整其数量。但私人机构发行的货币很容易受到挤兑影响，在发生挤兑时，抛售稳定币的数量会激增，货币信用会被质疑，用户此时更倾向于持有现金。因此，私人机构发行的货币无法满足“无因原则”，容易受到挤兑的影响。

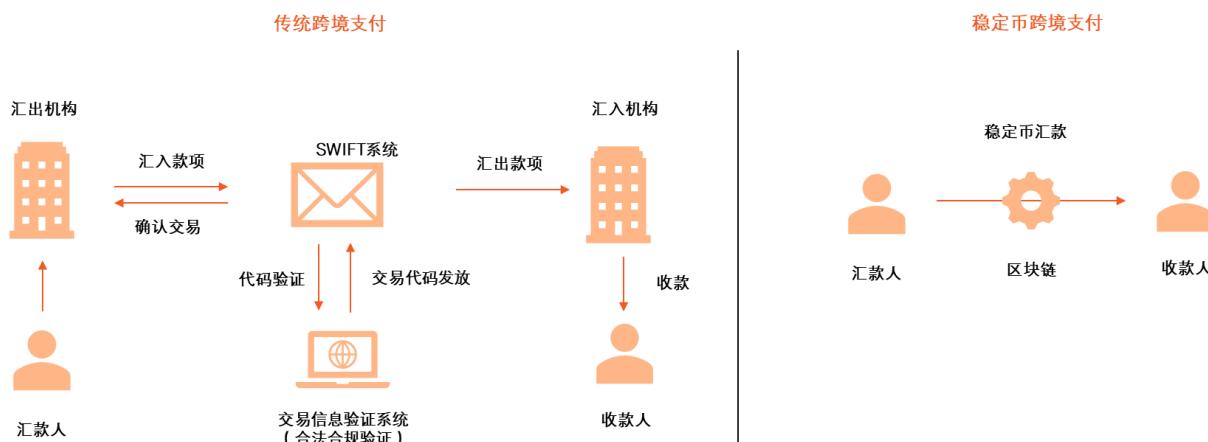
稳定币可能存在运营风险、非法交易等潜在风险。尽管稳定币有助于提高交易效率、降低交易成本、改善现行支付体系，但也带来了一定的潜在风险。一是网络风险和运营风险，如一些加密资产钱包和交易平台出现欺诈、盗窃或其他风险，此类风

险同样存在于稳定币生态之中，会给消费者造成损失。二是非法交易活动的风险，稳定币的底层技术即分布式账簿技术(DLT)，具有匿名性特征，持币者和交易账户难以被监测，全球稳定币的大规模应用和转移可能助长非法交易。

### ■ 稳定币可能带来的挑战

1、对商业银行而言，稳定币的使用可能对银行的存、贷、汇业务形成分流。从存款端来看，欧洲央行研究报告指出，在银行体系脆弱的国家，可能会有人倾向于将其银行存款换成稳定币，从而导致国内银行资金来源减少。如果稳定币能够实现日常的便捷支付，居民对于银行的活期存款的需求有所下降，一定程度上导致银行资金来源减少。从贷款端来看，目前在DeFi市场中，稳定币作为定价的“锚”已经开展了一定围绕稳定币的借贷业务，未来随着稳定币使用范围逐步扩大，稳定币相对较低的监管成本、较低的贷款利息都可能会对传统银行的信贷产品造成影响，对贷款业务形成分流。从跨境支付结算方面来看，稳定币作为虚拟货币，依托区块链技术，天然具有跨境支付的能力，银行间跨境支付结算往往通过SWIFT进行清算，该体系的门槛高、前期投入大，给客户带来的成本也相对较高，对比而言稳定币在跨境支付时往往成本更低，可能对银行的汇款业务形成一定影响。此外，央行的存贷业务如果受到一定影响后，通过银行进行的金融政策的传导也可能受到一定影响。

**图表12 利用稳定币进行跨境交易支付**



资料来源：《稳定币发展现状与潜在宏观政策挑战》张蓓等，平安证券研究所

2、对金融监管提出了更高挑战。稳定币体系构建的金融基础设施可实现在不同地域间快速转账，与各国货币自由兑换，能够较为方便的实现资金跨境转移，可能被用来逃避汇率和资本管制，其匿名原则也容易为逃税、洗钱、恐怖融资等提供便利，将给跨境资本流动监管、反洗钱、反恐融资和反逃税工作带来极大挑战。同时由于各国对稳定币发行者监管要求并不统一，可能属于许多不同的监管框架，或者处于监管框架的真空中，对稳定币的监管仍需加强国际协调，从而在一定程度上避免监管套利行为。

3、可能对国际货币体系和人民币国际化进程产生影响。稳定币寻求提供“稳定”的支付手段和价值储存，会与弱势国家货币展开竞争，甚至取而代之，长期会损害弱势国家的货币和金融主权。一国货币币值越不稳定、支付系统越不便捷、金融市场越不发达，则该国居民越有动力将本国的法币转化为稳定币，冲击该国的货币主权。在这些国家，与非本国货币资产挂钩的全球稳定币可能被广泛用作支付和储蓄手段，导致本国法币受到挤兑，尤其在通胀率高且控制力弱的经济体，当地货币可能会被抛弃，转而选择稳定币，或将导致新的“美元化”趋势，损害相关经济体的货币政策效果、金融发展和经济增长。从人民币国际化角度来看，由于人民币稳定币目前整体市值占比较小，美元稳定币占据主导地位，随着稳定币的发展可能对我国人民币国际化进程产生一定影响。

## 5.2 稳定币最新发展趋势及未来展望

随着美、欧、中国香港监管政策的出台，稳定币整体制度框架逐步完善，在稳定币定义、流动性监管、准入资格控制、消费者保护等方面进行控制，各地区也纷纷加紧布局稳定币相关产品：

1、从中国香港来看，中国香港采取“审慎收紧”的监管思路，金管局建立法定稳定币牌照制度，将稳定币定位为“虚拟银行替代品”，并严格遵循传统金融监管框架，中国香港通过集中监管权（由金管局统一发牌）和开放非港元稳定币，形成“美元稳定币对接国际市场+港元稳定币连接内地”的双轨格局。这种设计既巩固了港元的金融属性，又为人民币国际化提供试验田。

中国香港在 24 年年初推出“稳定币发行人沙盒”，旨在了解计划在中国香港发行法币稳定币的机构的业务模式，并传达监管预期及提供指引。同时中国香港金管局总裁余伟文表示：进入“沙盒”并非将来申请稳定币发行人牌照的先决条件；另一方面，即使已进入“沙盒”的参与机构，亦不表示必然会获得牌照，将按照一致、严格的标准，审慎考虑所有牌照申请。沙盒允许持牌机构在可控环境中测试创新产品，例如京东数科曾在沙盒中模拟跨境支付场景，通过锚定港元的稳定币实现 10 秒内资金跨境到账，手续费降至传统渠道的 1/10；蚂蚁集团则尝试将稳定币与保险、理财等金融产品嵌套，探索“稳定币+DeFi”的可能性。中国香港金管局通过“监管沙盒+压力测试”的双轨模式，要求企业在测试中同步提交合规方案。

目前中国香港构建了对稳定币的监管生态链：上游包括持牌发行商和储备托管机构，根据香港金管局披露，中国香港稳定币发行沙盒计划试点机构有 3 组，共 5 家，分别是京东币链科技（中国香港）有限公司、圆币创新科技有限公司、渣打银行（中国香港）有限公司、安拟集团有限公司和中国香港电讯有限公司。储备托管机构承担稳定币储备资产的托管职责，确保储备资产与稳定币发行数量相匹配，保障稳定币价值稳定。如众安银行是中国香港首家为稳定币发行方提供储备银行服务的数字银行，可提供 KYC/AML 合规服务。下游包括跨境支付服务商和虚拟资产交易平台，帮助跨境贸易企业使用稳定币进行支付结算，为稳定币提供交易场所，方便投资者买卖稳定币，监管体系相对完善。

6 月 24 日，国泰海通集团下属公司国泰君安国际控股有限公司正式获中国香港证券及期货事务监察委员会批准，将现有证券交易牌照升级为可提供虚拟资产交易服务，以及在提供虚拟资产交易服务的基础上提供意见。此次牌照升级后，客户将可在国泰君安国际平台直接交易加密货币（如比特币、以太币等）、稳定币（如泰达币等）等虚拟资产。国泰君安国际成为首家可提供全方位虚拟资产相关交易服务的中国香港中资券商，服务覆盖提供虚拟资产交易服务、在虚拟资产交易服务过程中提供意见，以及发行、分销包括场外衍生品在内的虚拟资产相关产品。

此外，国内科技企业纷纷积极布局中国香港区块链。6 月 12 日，蚂蚁国际正式表态，正在全球财资管理方面加速投资、拓展合作，将其 AI、区块链和稳定币创新投入真实可靠的大规模应用。京东币链科技 CEO 刘鹏近日表示，当前，京东稳定币还没有正式发行，目前已经进入沙盒测试第二阶段，将面向零售和机构提供移动端及 PC 端应用产品。

中国香港监管框架的完善，有助于中国香港稳定币市场的迅速发展，中国香港作为全球主要离岸人民币中心之一，为稳定币的推广提供了现实需求，中国香港的国际金融中心地位使其成为人民币稳定币的天然试验场，中国香港对稳定币的定义范围较为广泛，并不局限于某一类法币稳定币，更有助于中国香港稳定币市场扩展。我国积极布局稳定币市场，可以为人民币国际化注入新动力，打破美元稳定币的垄断地位。

2、国际上，韩国支付服务提供商 Kakao Pay 也正式启动韩元稳定币项目。Kakao Pay 已于 6 月 17 日向韩国专利厅申请包括“KRWKP”“KWRP”“KPKRW”等在内的 18 项与韩元稳定币相关的商标，涵盖虚拟资产金融交易、电子转账等领域。目前韩国正推进《数字资产基本法》，允许民间发行韩元稳定币。同日游戏公司 Nexusth 也表态将争取成为首家韩元稳定币发行方。

3、整体来看，当前稳定币市场依旧呈现美元稳定币占据主导地位的格局。不过，随着世界各国纷纷加速稳定币相关产业的战略布局，预计美元稳定币的市场占有率将面临实质性冲击。在此过程中，各法币稳定币的市场份额与交易规模将实现快速增长，这一趋势也将成为推动国际监管合作与体系重构的重要驱动力。现阶段，国际社会在稳定币监管领域尚未形成统一标准。展望未来，通过强化国际协作，有望加速推进国际统一监管标准的制定与落地，为稳定币市场的规范化发展奠定制度基础。

## 六、 风险提示

- 1) **行业生态系统性风险。**加密货币行业监管尚处初期，稳定币储备资产透明度存疑，流动性管理机制脆弱性高。部分算法稳定币依赖复杂模型维系锚定，易因市场波动引发连锁崩盘；同时行业存在洗钱、非法金融活动隐患，消费者权益保障体系缺失，整体发展面临高度不确定性。
- 2) **传统金融体系冲击风险。**稳定币凭借去中心化、跨境便捷等特性快速扩张，若发展规模与速度失控，可能对传统金融机构的支付清算、货币创造等核心业务造成颠覆性影响，甚至威胁现有金融秩序稳定性与货币政策有效性。
- 3) **监管政策滞后风险。**现行稳定币监管框架尚未健全，政策从制定到落地存在时间差与执行变数。若监管推进不及预期，可能导致市场乱象丛生；而一旦监管政策收紧超预期，又将引发价格剧烈波动，使投资者面临资产价值缩水风险。

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）  
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）  
中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ±10%之间）  
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）  
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层