

## 区块链

### 稳定币的下一站：国际支付、美股代币化与 AI Agent

增持（维持）

#### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师 任鹤义

执业证书编号：S0680519040002

邮箱：renheyi@gszq.com

#### 相关研究

我们在上一篇深度报告《稳定币的起源与野望：星火燎原、渐入佳境》中介绍了稳定币的定义和发展历程，随着市场关注度的提升，本文聚焦于讨论稳定币的应用场景。稳定币在支付场景有特别的优势，市场尤为关注稳定币发力传统支付领域、尤其是跨境支付。不同稳定币之间存在“非同质”化特点，使得稳定币之间的竞争将尤为激烈。当下，美股代币化和 AI Agent 是应用推进的重要赛道，将对全球金融市场流动性产生虹吸效应。

稳定币具有简洁的账户体系，且 Token 脱离了银行账户体系，使得用户之间的转账汇款极为便利，具有支付即清算的特点——这与传统金融体系形成了另一个鲜明的对比。传统金融账户是由各类金融机构作为中心化节点，提供金融服务，金融机构负责维护用户的账户和金融基础设施，同时向用户收取相关费用。而稳定币用户之间的转账汇款极为便利，传统跨国汇款、国际支付甚至是股票交易都无法做到支付即清算，都需要一定的时间完成最终结算交割。另一方面，传统金融机构账户的设立相比区块链账户要复杂许多，而区块链的轻账户特点，使得只要有网络 and 手机等终端就能轻松注册账号。

稳定币“非同质化”的特点使得市场竞争将十分激烈。虽然同一币种稳定币在价值上是等价的，但不同发行商发行的稳定币依旧存在着“非同质化”的特点。例如，作为 Coinbase 旗下的稳定币品种——USDC 交易对交易额差不多是 USDT 的 1/8。稳定币的市场竞争将十分激烈，考验的是稳定币品种的场景通用性和推广能力。

美股代币化是接下来有望加速落地的重要赛道，同时 Agent 与稳定币账户的融合优势，都将对全球金融流动性产生虹吸效应。稳定币作为链上“法币”有着基础设施工具的作用，股票代币化有望成为稳定币下一个加速落地的场景，是 RWA 中最具规划化推广潜力的品种。此外，稳定币账户与 AI 天然具有融合性，是 AI Agent 支付一种非常友好的选择。稳定币基于区块链轻账户构建，是链上原生资产，这一点非常适合 AI Agent 控制账户实现支付。这两个应用场景将对全球金融流动性产生虹吸效应。同时个人用户和企业如何保管加密货币资产？对于企业而言，私钥管理更是一个复杂的问题。总之，这涉及资产安全、内控、合规以及多国间协调等系统性建设。

**投资策略：**稳定币与 RWA 仍将是市场的热点主题，将受到美国应用落地和中国香港稳定币发牌进程的催化，而我们提到的股票化代币和 Agent 交互有望成为全新的爆点。建议关注美股：Circle（CRCL）、Robinhood（HOOD）、Coinbase（COIN）、Microstrategy（MSTR）、富途控股（FUTU）等；港股：众安在线（HK6060）、连连数字（HK2598）、恒月控股（HK1723）；A 股：四方精创（300468）、中科金财（002657）、恒宝股份（002104）、朗新集团（300682）等。

**风险提示：**区块链技术研发不及预期；监管政策的不确定性；Web3.0 商业模式落地不及预期。

## 内容目录

1. 核心观点 .....	3
2. 稳定币与传统支付：双向奔赴 .....	3
2.1 稳定币切入传统支付领域：成本与结算模式的创新 .....	3
2.2 传统巨头正积极拥抱稳定币 .....	4
3. 稳定币的市场竞争将十分激烈 .....	5
3.1 “非同质化”决定场景链条的通用性是竞争关键 .....	5
3.2 稳定币开拓新支付体系的机会与挑战 .....	7
4. 虹吸金融流动性：美股代币化（RWA）与 Agent .....	8
4.1 美股代币化：下半年值得期待的新催化 .....	8
4.2 AI Agent 支付是另外一个潜在市场 .....	9
5. 稳定币的监管与合规：合规的支付系统尚需建立 .....	11
6. 投资建议：关注 RWA 与稳定币相关板块 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 区块链账户和传统金融账户的运行逻辑区别 .....	3
图表 2: 基于以太坊区块链 USDT 账户转账记录（2025 年 6 月 17 日） .....	4
图表 3: Paypal 截至 2024 年底的经营数据 .....	4
图表 4: 基于 Paypal app 实现稳定币在线支付功能 .....	5
图表 5: Coinbase Exchange 交易所交易对排名情况（截至 2025 年 6 月 16 日） .....	6
图表 6: USDT 的应用场景链条 .....	6
图表 7: 国际支付从头到尾的流程 .....	7
图表 8: Bridge 可以接受用户的稳定币与法币进行自由转换 .....	8
图表 9: Mirror protocol 曾支持的 RWA 资产，其中包括多个股票代币（2021 年 12 月 2 日历史数据） .....	9
图表 10: 意图智能交易与传统转账交易路径的差别 .....	10
图表 11: 美元跨境支付清算体系中 CHIPS 处于核心地位 .....	11
图表 12: RWA 与稳定币相关标的（市值统计截至 2025 年 6 月 23 日，A 股以人民币计价、港股以港元计价、美股以美元计价） .....	12

## 1. 核心观点

稳定币作为加密货币，在支付场景中具备特别的优势，市场尤为关注稳定币发力传统支付领域、尤其是国际贸易跨境支付。同时，稳定币作为加密货币，不同稳定币（即便是锚定同一法币）虽是同质化代币却因推广渠道、场景的不同，天然存在着“非同质”化的特点，使得稳定币各品种之间的竞争将尤为激烈。从目前来看，美股代币化和 AI Agent 将是稳定币应用推进的两大重要赛道，这将对全球金融市场流动性产生虹吸效应。

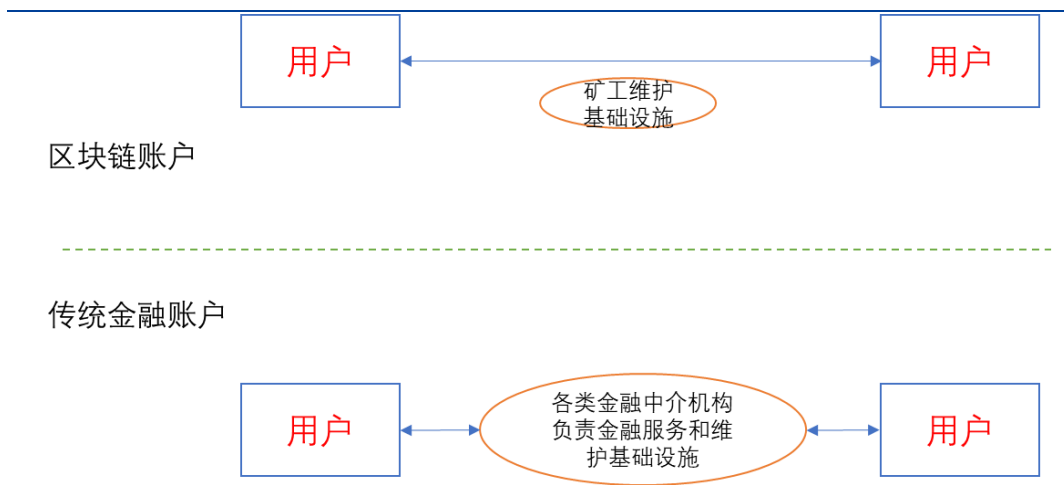
本文对稳定币进入支付领域的前景进行分析，并对美股代币化、AI Agent 对稳定币的推动作用做出展望，同时对监管与合规系统的建立进行了说明。

## 2. 稳定币与传统支付：双向奔赴

### 2.1 稳定币切入传统支付领域：成本与结算模式的创新

稳定币作为一种有法币资产支持的加密货币，账户之间的转账自然是点对点、去中心化的区块链账户特点，用户掌握账户的控制权，区块链基础设施由矿工维护。这与传统法币（及其他金融）账户区别是非常明显的。传统金融账户是由各类金融机构作为中心化节点，提供金融服务，金融机构负责维护用户的账户和金融基础设施，同时向用户收取相关费用。区块链这种简洁的账户体系，使得用户之间的转账汇款极为便利，且具有支付即清算的特点——这与传统金融体系形成了另一个鲜明的对比，传统跨国汇款、国际支付甚至是股票交易都无法做到支付即清算，都需要一定的时间完成最终结算交割，除了监管等原因，传统金融机构作为中心化中介的工作模式限制了其清算速度。另一方面，传统金融机构账户的设立相比区块链账户要复杂许多，例如对于很多没有银行服务覆盖的欠发达地区来说，人们获得银行账户并不容易，而区块链的轻账户特点，使得只要有网络 and 手机等终端就能轻松注册账号。

图表1：区块链账户和传统金融账户的运行逻辑区别



资料来源：国盛证券研究所整理

区块链的上述特点，正是稳定币在传统支付领域的优势所在。因此，在一些不发达国家的社区，人们仍旧能通过手机来注册区块链账户，使用稳定币进行日常汇款和零售支付，尤其是使用美元稳定币还能够应对本国货币的贬值问题。有趣的是，原本这些地区可能

连提供美元账户服务的银行都没有，却能够通过美元稳定币实现美元支付，可谓是“弯道超车”。

如下图，基于以太坊区块链部署的 USDT 稳定币，发生了一笔约 2477 USDT 的转账汇款，矿工收取约 0.23 美元的手续费（以 ETH 代币付费），此笔汇款交易在转账发起方发起汇款交易后即获得了矿工确认并录入区块链，完成了清算。

图表2：基于以太坊区块链 USDT 账户转账记录（2025 年 6 月 17 日）

① From:	0xb6fA2D525A916F3567c1D023A2A4570b0b03d372
② Interacted With (To):	0xdAC17F958D2ee523a2206206994597C13D831ec7 (Tether: USD Stablecoin)
③ ERC-20 Tokens Transferred:	<div> <div>All Transfers</div> <div>Net Transfers</div> </div> <div>           From 0xb6fA2D52...b0b03d372 To Crypto.com 5 For 2,477.012735 (\$2,477.01) Tether USD (USDT)         </div>
④ Value:	0 ETH (\$0.00)
⑤ Transaction Fee:	0.000088150409321213 ETH (\$0.23)
⑥ Gas Price:	2.133927457 Gwei (0.000000002133927457 ETH)

资料来源：etherscan、国盛证券研究所整理

当然，值得注意的是，区块链的结算速度受不可能三角的限制（即去中心化、安全与效率不可能同时达到最佳值），在网络承载过多的汇款交易时，区块链的网络结算速度会受到一定限制，同时费率也会根据情况提升。因此，稳定币若想在支付领域大规模应用，还需要更多的扩容措施。

## 2.2 传统巨头正积极拥抱稳定币

近日，多家传统互联网、零售领域的巨头纷纷表现出对稳定币的极大兴趣。美国沃尔玛和亚马逊两家公司都正在探索发行自己的美元稳定币，以减少支付摩擦、加快结算速度并降低与传统金融渠道相关的成本；中国香港《稳定币条例》8 月 1 日将正式生效，蚂蚁国际与蚂蚁数科表态申请香港稳定币牌照，京东稳定币已进入沙盒测试第二阶段。传统大厂积极拥抱稳定币。

以支付巨头 Paypal 为例，截至 2024 年底，其公司活跃消费者和商家账户超过 4.3 亿，支付额超过 1.68 万亿美元。PayPal 和 Paxos 的合作推出的美元稳定币 PYUSD(Paypal USD)，在数百万家在线商店实现稳定币支付。依靠着这样支付巨头自带相当体量的应用场景，其稳定币应用现状如何呢？

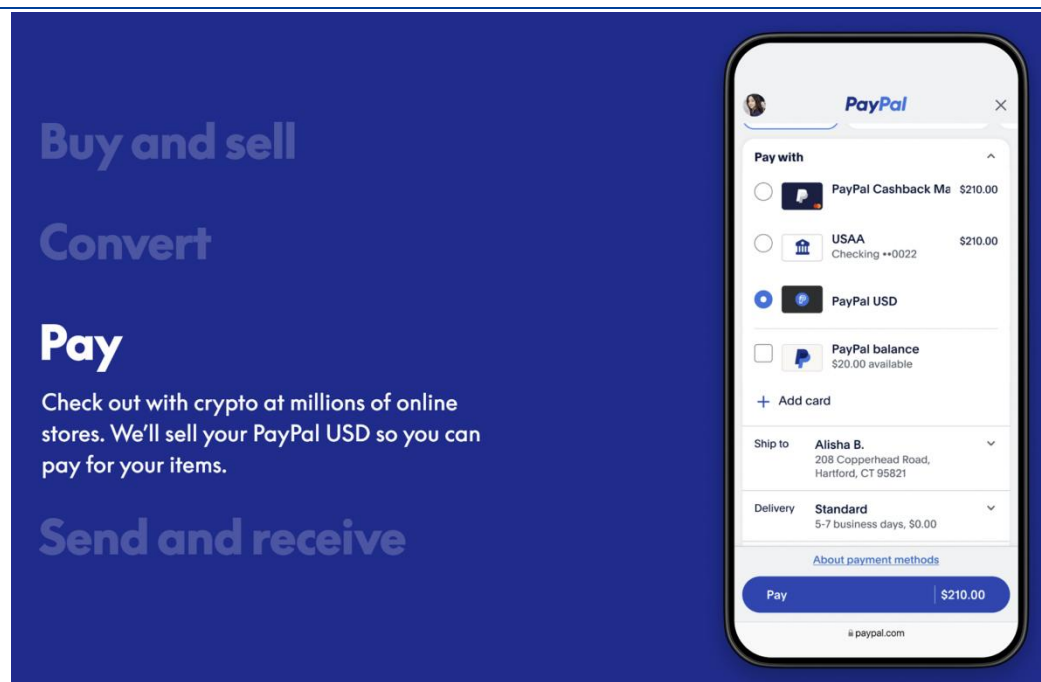
图表3：Paypal 截至 2024 年底的经营数据

<b>434</b> million Active consumer and merchant accounts	<b>\$1.68</b> trillion Total payment volume	<b>26</b> billion Payment transactions	<b>24,400</b> Employees
--	---	--	----------------------------

资料来源：Paypal 官网、国盛证券研究所

但事实上，截至 2025 年 6 月 17 日，稳定币 PYUSD 的供应规模仅约为 9.5 亿美元，发展并不如意。这一点似乎出人意料，但其背后与稳定币竞争优势有关。以美元稳定币为例，不同发行商对其稳定币产品均承诺兑美元 1:1 赎回，其价值上并无差别。我们可以与法币作对比，在实际应用过程中，不同银行账户中的美元并无区别，但即便同为美元稳定币，不同币种之间却面临着不可避免的竞争，这是稳定币可编程性的另一种体现——从计算机程序代码角度看，稳定币之间是有区别的。关于锚定同一法币的稳定币，其不同品种之间竞争优势的分析我们将在后文阐述。

图表4: 基于 PayPal app 实现稳定币在线支付功能



资料来源: PayPal 官网、国盛证券研究所

总之，作为新生物种，稳定币产品面临着特殊的市场竞争逻辑。即便是传统的大厂，在稳定币这个新领域，想要推动产品抢占市场，面临的挑战也要遵循不同以往的市场逻辑。因此，无论是大公司还是初创公司，在稳定币这个赛道里，都会有一定的潜在可能。

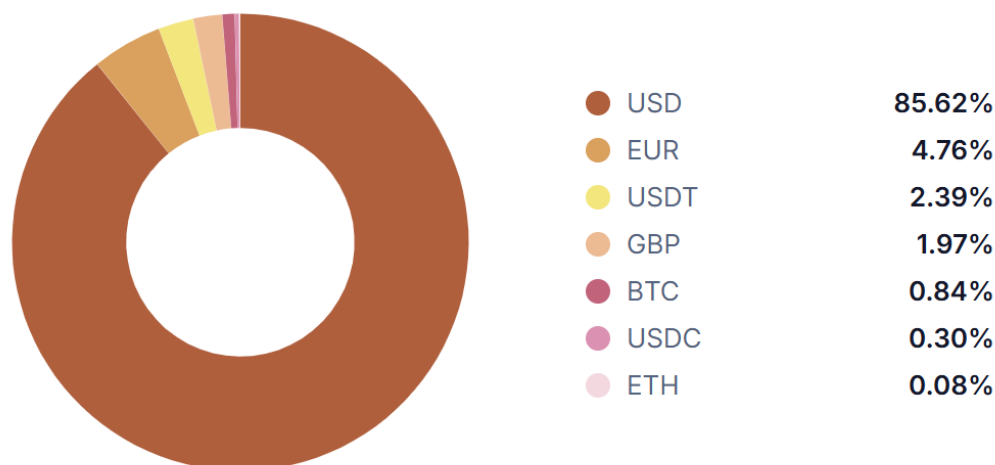
### 3. 稳定币的市场竞争将十分激烈

#### 3.1 “非同质化”决定场景链条的通用性是竞争关键

虽然同一币种稳定币在价值上是等价的，但不同发行商发行的稳定币依旧存在着“非同质化”的特点——毕竟站在区块链程序的角度，加密货币之间本身都是不同的代码存在。以美元稳定币为例，不同品种稳定币虽然均被各自的发行商承诺 1:1 挂钩美元，但在区块链上，就像不同的 USB 接口适配并不相同一样，稳定币品种之间亦具有一定的“非同质化”特点。USDT 和 USDC 作为稳定币的头部品种，在 Coinbase 交易所内稳定币交易对的交易额是不同，非常有趣的一点是，作为 Coinbase 旗下的稳定币品种——USDC 交易对交易额与 USDT 交易对有着较为大的差距。如下图，参考 2025 年 6 月 16 日数据，Coinbase 交易所稳定币交易对的交易额对比，USDC 差不多是 USDT 八分之一。



图表5: Coinbase Exchange 交易所交易对排名情况 (截至 2025 年 6 月 16 日)



资料来源: coingecko、国盛证券研究所

USDT 作为第一大稳定币品种，其通用性是市场竞争力的关键。众所周知，稳定币在中心化交易所（CEX）和多条公链上 DeFi 平台（包括去中心化交易所 DEX、质押借贷平台、衍生品平台等）有着广泛的应用，而不仅仅如此，USDT 即便在不发达国家的社区居民，USDT 也有着最广泛的认可和应用习惯。USDT 在发展中国家拥有超过 4 亿用户，主要用于汇款、为无银行账户用户提供服务以及作为美元计价的储蓄工具。非洲、中美洲和南美洲一些地区居民普遍依赖 USDT，以抵御当地货币的贬值，可见 USDT 与法币的承兑服务在当地也是作为配套服务活跃存在。

图表6: USDT 的应用场景链条



资料来源: 国盛证券研究所整理

正是这种应用场景链条中的通用性，使得 USDT 成为最广泛接受的工具，成为第一大美元稳定币品种。截至 2025 年 6 月 17 日，USDT 规模超过 1560 亿美元，第二名 USDC 规模约为 610 亿美元。

因此，我们认为，在稳定币相关法案出台的背景下，稳定币的发行本身并没有太多门槛（且基础设施往往基于现有公有区块链部署），做大规模的关键在于场景链条的通用性——即一款稳定币品种能否通用与多个应用场景、被广泛的用户群体接受——这构成了稳定币品种的护城河。这就是作为 Coinbase 交易所旗下的稳定币品种，USDC 的交易额仅为 USDT 八分之一的重要原因。前文提到支付巨头 Paypal 支持的稳定币 PYUSD，规模不足 10 亿美元，我们认为原因正在于此。

### 3.2 稳定币开拓新支付体系的机会与挑战

传统支付体系中，国际支付的流程是最为复杂的，其间涉及付款机构、中间金融机构、用户账户所在金融机构等多个金融中介机构，且涉及多币种之间的转换。区块链支付即清算的轻账户体系与传统支付有着明显的区别，因此，如果将稳定币融入传统支付体系，势必需构建相应的基础设施和服务。

最简单的一个场景是，例如，用户 A 美元稳定币汇款给用户 B，并转换为港元稳定币，这里势必设计稳定币之间的汇兑服务。同时，还需要将稳定币账户体系与传统法币支付清算体系做对接。这需要在国际间建立支付体系，涉及支付规则、监管法规、金融服务商和 IT 基础设施等相关建设。

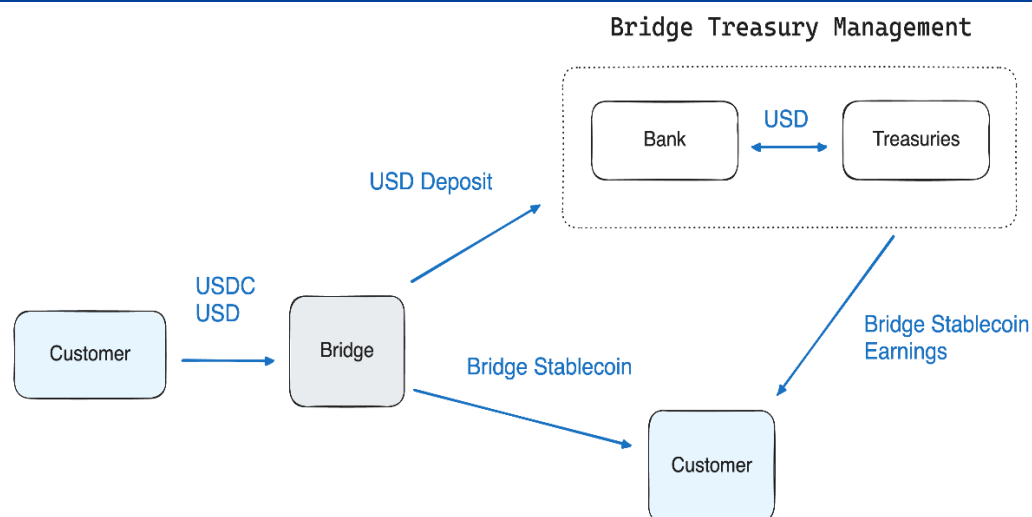
图表7：国际支付从头到尾的流程



资料来源：stripe 官网、国盛证券研究所

稳定币与传统支付体系的融合需要构建硬件基础设施和服务。目前稳定币主要应用于零售支付与汇款场景，未来更具有潜力的市场是将稳定币扩展至 B2B 支付以及跨境贸易支付体系。稳定币 B2B 支付和跨境贸易支付领域是行业持续关注的潜在市场。此前，支付巨头 Stripe 以 11 亿美元收购了稳定币交易公司 Bridge，近日公司宣布，采用 Bridge 技术的稳定币金融账户现已覆盖 101 个国家/地区。这些机构可以通过加密货币或银行转账收款，并使用稳定币进行全球支付。Stripe 正试图打通稳定币支付与传统银行支付体系，这为稳定币在支付领域带来更新的发展潜力。如下图，通过 Bridge 用户可以使用由 Bridge 发行和管理的稳定币 USDB（Bridge Stablecoin），Bridge 发行的稳定币可以通过 Bridge Orchestration API（转账、清算地址和虚拟账户）与大多数稳定币或法币进行兑换。用户使用 Bridge API 向 Bridge 发送法定货币或稳定币，会收到 Bridge 稳定币（USDB），Bridge 在独立的银行账户和国债托管账户中管理 USDB 储备资产。

图表8: Bridge 可以接受用户的稳定币与法币进行自由转换



资料来源: Bridge 官网、国盛证券研究所

也就是说,用户在使用 Bridge 提供的服务时,不再刻意区分稳定币(基于区块链加密货币账户)或是法币(基于传统金融账户),Bridge 将两个账户体系在支付、汇款和清算方面做了融合。

因此,可以预见的是,在稳定币切入贸易支付与国际支付体系的过程中,类似的法币/稳定币融合、转换的中间服务是不可或缺的,这种新的需求有望催生相关 IT 基础设施商和金融服务商等新的商业模式。

**稳定币支付另一个挑战则是支付效率。**传统支付构架是中心化计算构架,中心化构架对效率是有益的。我们以支付宝为例,2017 年“双 11”其支付峰值每秒 25.6 万笔。可见传统支付系统为亿级用户服务,支付效率达到 10 万笔/秒不是太大问题。反观区块链加密货币,由于区块链去中心化构架的特点,天然限制了效率。以 USDT 部署的两条公有区块链以太坊、波场为例,波场链每秒可处理超 2000 笔交易,而以太坊主网每秒处理的交易只有两位数,一旦交易热度增加就会拥堵。这里的数据还是理想(网络闲置)状态,随着网络承载任务量的增加,网络毫无疑问会拥堵。区块链网络承载百万级用户的支付效率,必将成为急需突破的关键技术构架问题。

## 4. 虹吸金融流动性: 美股代币化 (RWA) 与 Agent

美股代币化作为 RWA 赛道接下来有望加速落地的重要赛道,将推动稳定币的需求增长,同时 Agent 与稳定币的融合优势,都将对全球金融流动性产生虹吸效应。

### 4.1 美股代币化: 下半年值得期待的新催化

稳定币本身是一个以现金为资产的 RWA (Real World Assets, 现实世界资产代币化),其不具备投资价值,但作为重要的链上“法币”有着基础设施工具的作用,除了前文叙述的稳定币应用场景外,股票代币化 (Tokenized Equities) 有望成为稳定币下一个大的应用市场。

过去几年,股票代币化在加密货币市场发展过程中曾“昙花一现”,最具代表性的是 Mirror protocol,其平台以合成资产的方式为用户提供各类 RWA 产品,其中包括诸如特斯拉、



谷歌、苹果、微软等美股代币化资产（如下图所示）。后由于监管、市场波动等原因，股票代币化逐渐沉寂。

图表9: Mirror protocol 曾支持的 RWA 资产，其中包括多个股票代币（2021 年 12 月 2 日历史数据）

时间	2021 年 12 月 2 日		
资产	流动性 (million UST)	资产	流动性 (million UST)
MIR	58.32	mTSLA	19.46
mNFLX	18.79	mTWTR	15.99
mGOOGL	24.66	mSLV	20.61
mGS	5.91	mABNB	5.67
mCOIN	6.44	mVIXY	17.01
mUSO	16.86	mSPY	9.85
mFB	7.04	mAAPL	24.57
mHOOD	4.81	mDOT	5.04
mSQ	5.34	mAMZN	22.27
mIAU	25.98	mQQQ	24.91
mMSFT	24.88	mAMD	6.7
mGLXY	5.75	mETH	7.19
mARKK	5.32	mBTC	7.43
mBABA	13.84	总计	410.64

资料来源: [cryptoyc.medium](https://cryptoyc.medium.com)、国盛证券研究所

在 RWA 快速推动监管跟进的今天，市场不在满足于国债代币的收益，转而追求更具有弹性的股票代币化。很显然，股票代币化是一个更具吸引力的巨大市场，为不同配置需求的加密货币投资者提供了更多的配置选择。这个方向获得了传统金融机构和加密货币机构的共识，股票代币化有望获得更有力的监管游说。以贝莱德为代表的传统金融机构和加密货币机构在积极向监管建言，推动股票代币化的落地。近日，加密货币交易所 Coinbase 正在就向用户提供“代币化股票”交易寻求美国证券交易委员会（SEC）的批准，股票代币化对加密货币交易所带来的可能收益是不言而喻的。

在此之前，老牌加密货币交易所 Kraken 计划向非美国客户提供代币化美国股票交易选项，5 月 22 日，全加密交易所 Kraken 宣将与 Backed Finance 合作，推出名为“xStocks”的代币化股票与 ETF 交易服务，首批覆盖苹果、特斯拉、英伟达等 50 余种美国上市股票及 ETF。

可以预见的是，股票代币化有望加速落地，这将成为稳定币重要的应用场景，而美股市场的规模足以推动稳定币规模快速扩张。

## 4.2 AI Agent 支付是另外一个潜在市场

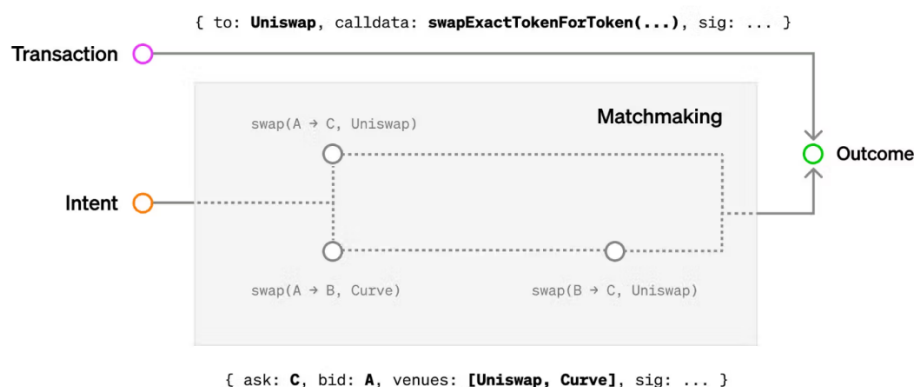
稳定币是 AI Agent 支付一种非常友好的选择。在未来 AGI 的世界，AI Agent 会替代人们完成很多工作，其中免不了涉及支付环节。传统金融账户，如银行账户的支付流程，往往需要用户授权、金融机构的审核等流程。这种复杂的多节点授权工作流程，对 AI

Agent 并不友好。很多应用中，AI Agent 并不涉及直接控制账户和支付——支付操作还是由工作人员操作，而稳定币基于区块链轻账户构建，这一点非常适合 AI Agent 控制账户实现支付。

我们认为，以太坊引入了智能合约不仅仅是打开了区块链的脚本能力，更是将 AI 智能化决策与账户支付完美地融合在一起。也就是说，AI Agent 不再仅仅是一个提供分析和建议的智能助理，而是能够直接与用户账户结合，实现 Agent 对账户的操控。这一点，在区块链诸多应用中均有体现。

我们以意图(Intent-centric)应用为例，看看 AI 智能如何将决策与支付融合。例如下图，用户想按照一定预期比例由 Token A (A 代币) 兑换换 Token B (B 代币) (注意，此时可能并不存在按照用户预期的现成的 A/B 交易方式)，用户只需要提供这一需求目标，至于过程中是通过怎样的路径，使用具体哪家流动性池，用户都可以不用考虑。意图应用正是帮用户进行智能化分析、寻找最佳交易路径(或交易时机)的智能化的 AI Agent，通过意图这个 AI Agent，只要用户“一键”签名授权就能最终达成结果。具体过程中，意图协议会通过 AI 算法，根据可能的流动性“路由”进行优化求解，找出最佳的实现用户目标的路径——这可能涉及多个交易池(即区块链上的交易所)及其他交易路径方式。

图表10: 意图智能交易与传统转账交易路径的差别



资料来源: *paradigm*. 国盛证券研究所

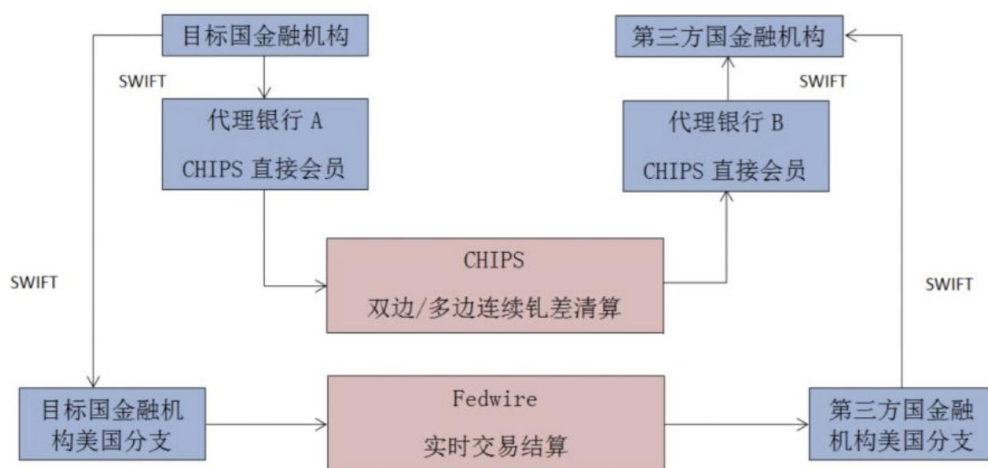
从上述分析，我们可以看到，区块链账户的签名交易与 AI 算法求解之间是高度融合的。这为 AI Agent 直接操作用户账户提供了一定基础，也就是说，用户可以“一键”授权，即可将用户的操作权授权给 AI 算法。且这种融合具有普遍性，也就是说区块链账户天然就是一个智能合约，本身就具备 AI 的基因，包括闪电贷、去中心化交易所 DEX 核心协议——AMM 协议(自动做市商, Auto Market Maker)等都是体现了这一特点。在稳定币进入支付领域后，活血可以借助 AI Agent，有望解放用户的双手，具备一定想象空间。

## 5. 稳定币的监管与合规：合规的支付系统尚需建立

**稳定币支付体系的建立是一个系统性工程。**个人用户和企业如何保管加密货币资产？个人用户可以通过私钥管理区块链资产，但考虑到区块链钱包使用和管理的门槛，这并非一个普遍性的解决方案——毕竟个人如果丢失或忘掉私钥，就彻底失去了账户内的加密货币资产（区块链是去中心化账户，并没有中心服务器或超级账户权限），对于企业而言，私钥管理更是一个复杂的问题，掌握私钥的人对区块链账户资产拥有绝对的控制权，这里面存在着道德风险。当然企业可以选择将加密货币资产托管给专业的机构，如贝莱德发行的比特币现货 ETF 产品 IBIT，其底层比特币现货资产托管给 coinbase 这样的专业机构。如果作为支付应用，稳定币托管似乎又在支付过程中带来诸多不便。总之，这涉及资产安全、内控、合规以及多国间协调等系统性建设。

**稳定币支付带来的诸多监管挑战，尤其是法币的离岸化。**目前关于稳定币在支付流通过程中的监管，处于空白状态。稳定币广泛用于支付最直接的后果是法币的离岸化。在全球范围，负责美元跨境清算主要是 CHIPS 系统（纽约清算所银行同业支付系统），其处理的美元交易额约占全球美元总交易额的 95%（2020 年数据）。因此美国可以对几乎全球的美元支付流通进行监管，这也是美国对美元业务长臂管辖的基础。而发行于区块链的美元稳定币具备“支付即清算”以及去中心化等特点，其支付和清算由区块链去中心化账本完成。美国并没有对区块链加密货币的有效监管和控制手段——几乎任何一笔加密货币支付转账都不受政府和任何其他个体的控制。

图表11：美元跨境支付清算体系中 CHIPS 处于核心地位



资料来源：主要国际货币跨境清算结算体系研究、国盛证券研究所

因此，发行于区块链的美元稳定币并不受监管约束，美国亦不能掌握其清算。在前文叙述中，可以看到区块链账本天然的抗监管、抗审查等特点。因此，美元稳定币相当于“离岸”美元。这一点是稳定币发展过程中避不开的隐忧。联合国毒品和犯罪办公室（UNODC）曾于 2024 年 1 月发布报告称，美元稳定币 USDT 由于易于转移且获广泛接受，已沦为东南亚犯罪分子洗钱及诈骗的主要工具。这正是 USDT 导致美元离岸化的一个缩影。

总之，稳定币目前的现状是，处于先应用、同时与监管磨合的阶段。无论如何，稳定币的应用需求和业务逻辑基本已经成熟，美国、中国香港当局的监管政策对稳定币的发展只会起到规范的作用，对传统金融机构则提供了一个更为明确的业务开展逻辑。

## 6. 投资建议：关注 RWA 与稳定币相关板块

我们认为，在美国和中国香港稳定币相关监管法案推动下，将迎来 RWA 与稳定币市场的快速发展。稳定币与 RWA 目前仍以主题投资为主，市场后续应关注美股代币化等应用落地及中国香港颁发稳定币牌照等催化，建议关注 RWA 与稳定币产业链相关标的。同时，对于区块链上原生的创新应用，应关注其对金融市场的催化和变革。

图表12: RWA 与稳定币相关标的（市值统计截至 2025 年 6 月 23 日，A 股以人民币计价、港股以港元计价、美股以美元计价）

市场	公司	市值	相关情况
A 股	四方精创（300468）	246.7 亿	公司自 2023 年推出并持续升级 FINNOSafe 平台，该平台支持虚拟资产的发行、通证化、交易和支付，以及托管等，形成公司完整的技术能力储备。公司全程参与了香港金融管理局牵头及推动的多个 CBDC 项目。
	御银股份（002177）	52.98 亿	公司成立了数字货币研究中心，进行智能化设备上数字货币交易处理的应用研究，开展数字货币软件钱包和硬件钱包的研发。
	海联金汇（002537）	111.2 亿	公司在长期经营和技术投入的基础上积累了为数字货币、稳定币等支付产业链提供服务的相关技术能力。
	朗新集团（300682）	223.5 亿	2024 年朗新集团与蚂蚁数科合作在香港完成国内首单基于新能源实体资产 RWA（即实物资产通证化），金额约 1 亿元人民币。
	中科金财（002657）	90.18 亿	公司是北京区块链技术应用协会会长单位，公司遵循国家数字经济发展方向，以数字科技为切入点，探索数字人民币创新应用业务，与部分银行客户在数字人民币领域均有合作。
	拉卡拉（300773）	253.4 亿	公司是首批与中国人民银行数字货币研究所签订战略合作协议的支付机构，具备领先的数字人民币受理能力。
	恒宝股份（002104）	114.5 亿	公司作为首批参与中国人民银行数字货币研究所“数字人民币试点”工作的金融科技公司之一，建立了完善的数字人民币产品和服务体系。
	京北方（002987）	136.3 亿	公司作为金融 IT 领域的龙头企业，高度重视区块链及智能合约等前沿技术的潜在机遇，已在数字货币、RWA 及供应链金融等领域均进行了战略布局。
	元隆雅图（002878）	55.54 亿	公司控股子公司上海喔哇宇宙数字科技有限公司（简称“UOVAMETA”）与胜利证券有限公司达成战略合作，致力推动 IP 文创周边 RWA 的发展并携手开拓全球市场。
港股	众安在线（06060）	300.6 亿	子公司众安虚拟金融有限公司（众安虚拟金融）获香港金融管理局发出虚拟银行牌照，允许公司在香港本地为消费者提供一系列广泛而崭新的线上金融服务。
	恒月控股（01723）	20.43 亿	公司利用现金储备购入比特币。
	连连数字（02598）	114.6 亿	全资子公司间接持有连连国际 100% 股权。2023 年 2 月，连连国际宣布与圆币科技（RD Technologies）达成合作意向，利用“易信连”（RD ezLink）企业身份认证解决方案和储值支付工具“圆币钱包”（RD Wallet）的服务，提升商业支付和跨境贸易服务效益。另外，其全资子公司 DFX Labs Company Limited 此前获得香港证监会颁发的虚拟资产交易平台的（VATP）牌照，并推出了企业钱包等一系列创新产品。
	移卡（00923）	63.50 亿	公司获得由美国亚利桑那州金融监管部门颁发的 Money Transmitter License(简称: MTL)牌照,这是继 Money Services Business(MSB)之后, 移卡获得的另一重要支付牌照。



美股	中国光大控股（00165）	99.26 亿	参与美国稳定币巨头 Circle 融资，成为 Circle 全球重要战略股东。Circle 于 6 月 5 日在纽交所上市，成为全球第一家上市
	京东集团（09168）	3975 亿	的稳定币发行商。
	阿里巴巴（09988）	21133 亿	公司旗下京东区块链科技于 2024 年 7 月入选香港金管局公布的首批“稳定币沙盒”参与者。
	Coinbase（COIN）	785.5 亿	公司作为蚂蚁集团重要股东；蚂蚁集团旗下蚂蚁数科在区块链领域拥有全球最多的领先技术和专利。蚂蚁数科持续探索科技 toB 服务的新商业模式，并聚焦在企业级 AI 服务领域和 Web3（主要是 RWA）。
	Circle（CRCL）	534.7 亿	公司是美国最大的加密货币交易所，公司与美国稳定币发行商 Circle 合作开发 USDC 稳定币，并因此获得收益。
	比特小鹿（BTDR）	22.19 亿	公司是第二大稳定币 USDC 的发行商，将于纽交所上市，代码，CRCL。
	富途控股（FUTU）	159.2 亿	第一大稳定币 USDT 发行商 Tether 持有公司 21.4% 股份。
	Robinhood（HOOD）	692.7 亿	2025 年 5 月 7 日，富途证券国际宣布，正式上线 BTC、ETH、USDT 等加密资产充币服务，为用户提供提供 Crypto+TradFi（传统金融）资产配置服务。
	MicroStrategy（MSTR）	1033 亿	公司是一家金融服务平台，从事零售经纪等业务，并提供 7 × 24 小时全天候交易加密货币业务。
			公司是全球第一家也是最大的比特币储备公司，截至 2025 年 5 月 25 日，公司共持有 580250 枚比特币。

资料来源：同花顺、云财经、财联社、朗新集团官网、金融界、证券时报、众安在线官网、新浪财经、东方财富网等、国盛证券研究所整理

## 风险提示

**区块链技术研发不及预期：**比特币底层的区块链相关技术和项目处于发展初期，存在技术研发不及预期的风险。

**监管政策的不确定性：**区块链及 Web3.0 项目实际运行过程中涉及到多项金融、网络及其他监管政策，目前各国监管政策还处于研究和探索阶段，并没有一个成熟的监管模式，所以行业面临监管政策不确定性的风险。

**Web3.0 商业模式落地不及预期：**Web3.0 相关基础设施和项目处于发展初期，存在商业模式落地不及预期的风险。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com