

稳定币：技术革新重构全球支付体系

宏观点评

日期： 2025.07.14

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《经济仍需政策呵护——5月宏观月度观察》(2025/6/19)
- 《《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》：对银行理财行业的影响》(2025/5/29)
- 《关税落地首月，经济有何影响——4月宏观环境观察》(2025/5/21)
- 《《推动公募基金高质量发展行动方案》：政策方向及影响》(2025/5/20)
- 《两难之中静观其变——美联储5月会议点评》(2025/5/13)
- 《一揽子金融政策如何稳市场稳预期？》(2025/5/9)
- 《稳增长，抗外扰——4.25政治局会议点评》(2025/4/25)
- 《经济回暖与关税阴云——3月宏观环境观察》(2025/4/25)
- 《八维解析“对等关税”下的中国产业韧性图谱》(2025/4/16)
- 《美国“对等关税”影响分析》(2025/4/3)

报告要点

全球支付体系走向多元化。2008年美国金融危机暴露出来的中心化金融体系的脆弱性，引发公众对美国金融体系的信任崩塌。金融危机催生了新的技术发展，比特币，以构建一个无需通过金融机构的点对点的电子支付体系为核心目标，通过密码学和分布式账本技术来解决支付交易中的信任与双重支付问题，开启了去中心化支付体系向中心化体系的挑战。技术的进步带来了效率提升，推动了监管升级，链接加密货币与法定货币的稳定币被逐步纳入金融监管框架；技术的进步也为全球支付体系多元化提供了基础，作为替代传统跨境支付体系的第二选择，央行数字货币（CBDC）被用于建设新的多边跨境支付体系。全球支付体系走向境内零售支付由稳定币或稳定币/央行数字货币（CBDC）组合主导、境内批发支付由央行数字货币（CBDC）主导，跨境零售支付由稳定币主导、跨境批发支付由多个多边央行数字货币（CBDC）合作链与传统跨境支付体系并存的多元化体系。

稳定币未来的增长点来自于跨境零售支付和资产代币化（RWA）。稳定币作为价值转移媒介在跨境零售支付场景具有高效低成本的优势。由于采用了区块链技术，稳定币缩短了支付行业的价值链条，实现了点对点的价值转移并达成“支付即清算”。稳定币的交易量上升同时带来了稳定币存量的增加，由于稳定币不能支付利息，从满足稳定币持有者获取收益的需要衍生出资产代币化（RWA），通过将现实世界的资产代币化，为稳定币持有者提供新的投资品种。跨境零售支付替代效应可能为稳定币带来2800亿美元的市值增长。对标国内第三方支付机构代销货币基金的规模，资产代币化（RWA）依托稳定币市值增长带来的潜在发展规模为3000亿美元。

中国企业如何参与到稳定币的发展。我们认为稳定币在支付领域的应用可以带来两个层面的收益，一是储备资产投资收入与稳定币的交易收入；二是价值链的缩减带来的费用下降。

稳定币产业链企业，尤其是拥有零售生态环境的电商行业、支付行业、社交网络行业、金融行业的企业可以直接发行稳定币，也可以围绕稳定币发行的生态环境提供服务或者提供资产代币化（RWA）服务。

非稳定币产业链企业，可以充分利用稳定币的优势提升营运效率，比如在供应链金融中，简化支付流程，加速资金流转，利用智能合约实现自动化的支付流程；快速、低成本地转移资金，实现境外资金的高效调配和管理，提高资金的使用效率和灵活性；使用稳定币为境外员工发放工资，简化跨境汇款流程，降低手续费。如果采用人民币稳定币，还可以避免汇率波动风险，降低汇兑成本；将自身资产与稳定币挂钩，发行代币化资产，提高资产的流动性和透明度，为企业融资提供新的途径。

风险提示：

- 1、量化计算的发展可能威胁区块链的加密基础；
- 2、类似硅谷银行（稳定币USDC储备资产托管行）倒闭事件的会延缓稳定币的发展。

内容目录

一、全球支付清算体系革新的重要变量：稳定币与央行数字货币	3
（一）新型支付清算体系：“支付即清算”	3
（二）稳定币：被纳入金融监管才是发展的起点	4
（三）央行数字货币（CBDC）：脱离美元跨境支付体系的尝试	5
（四）构建多元化的全球支付清算体系	5
二、稳定币的发展展望	6
（一）跨境支付应用场景	6
（二）资产代币化（RWA）应用场景	7
（三）稳定币和 RWA 规模增长测算	7
三、稳定币产业链分析	8
（一）稳定币的发行	8
（二）储备资产的托管	8
（三）稳定币的交易流通	9
（四）应用场景	9
四、中国企业参与稳定币发展的路径	9
（一）稳定币产业链企业	9
（二）非稳定币产业链企业	9
风险提示	10

图表目录

图表 1：不同支付体系对比	3
图表 2：稳定币市值（亿美元）	4
图表 3：美国、欧洲、中国香港稳定币法案对比	5
图表 4：mBridge 架构示意图	5
图表 5：HSBC 贸易融资传统模式与 CBDC 模式比较	5
图表 6：全球支付体系多元化发展	6
图表 7：全球跨境支付金额及稳定币占比（万亿美元）	7
图表 8：资产代币化（RWA）主要资产分类（亿美元）	7

一、全球支付清算体系革新的重要变量：稳定币与央行数字货币

“It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so.你不懂的东西不会让你出事，你确信却其实不然的东西才会让你万劫不复。”电影《大空头》片头这句“马克吐温名言”精准地描述了 2008 年美国金融危机暴露出来的中心化金融体系的脆弱性以及公众对美国金融体系的信任崩塌。在这次金融危机的背景下，2008 年 10 月中本聪发布了比特币白皮书，核心目标为构建一个无需通过金融机构的点对点的电子支付体系，通过密码学和分布式账本技术来解决支付交易中的信任与双重支付问题。比特币开启了去中心化支付体系向中心化体系的挑战。

（一）新型支付清算体系：“支付即清算”

境内支付清算体系的构成是支付手段和清算系统，比如银行间划账+大额支付系统、银行卡支付+银联系统、支付宝+网联系统；跨境支付清算体系的构成是传统支付清算系统+代理行网络+环球银行间金融电信协会（SWIFT）。以区块链与分布式账本技术为基础的新型支付清算体系能达成“支付即清算”，核心构成包括：

- 1) 稳定币，即锚定法定货币资产来维持价值的加密数字资产，采用分布式账本技术并以电子形式进行转移、储存和交易；
- 2) 央行数字货币（CBDC），由央行发行并认可的数字货币，锚定本国法定货币。多数央行采取“中心化管控+区块链模块”的模式；
- 3) 多边央行数字货币桥（如 mBridge），多个央行数字货币互联。

基于区块链与分布式账本技术的比特币、稳定币和央行数字货币均有高效低成本的特点。比特币价格波动大，实际无法承担支付功能。从服务质量和成本角度看，新技术对传统支付体系的冲击主要集中在跨境支付上，即稳定币对小额跨境支付的冲击和央行数字货币对大额跨境支付的冲击。

图表 1：不同支付体系对比

维度	比特币	稳定币	CBDC 多边货币桥	SWIFT 为基础传 统跨境支付	支付宝（境内）
底层技术	区块链 (PoW 共识)	区块链 (多链兼容)	中心化数据库+区 块链	传统报文网络 代理行模式	互联网技术（中 心化服务器）
发行主体	去中心化网络	私营企业 (如 Circle)	央行	国际组织 (美国主导)	企业 (蚂蚁集团)
价值支撑	算法与市场供需 价格变动大	法币高流动性储 备资产	法定货币	法定货币 报文标准	法币数字化
监管强度	多国限制（如中 国禁止交易）	纳入金融监管框 架	央行直接监管	地缘政治敏感 (受制裁影响)	央行监管
核心功能	去中心化支付 价值存储	加密代币交易 支付、价值储存	法定货币数字化	国际银行间通信 与清算	日常消费支付 汇款
结算速度	即时	秒级（区块链实 时结算）	6-9 秒（多边央行 桥试点）	1-3 天	境内即时到账
手续费	0.1-3%（矿工费+ 交易所溢价）	0.1%-0.5%（交 易所费用较低）	接近零（央行直 接清算）	200 美元汇款 平均 6.62%	0.1%-0.6%（含 技术服务费）
典型场景	跨境汇款 暗网交易	加密货币交易 跨境汇款	政府补贴发放 跨境贸易	跨境支付 贸易结算	电商购物 生活缴费

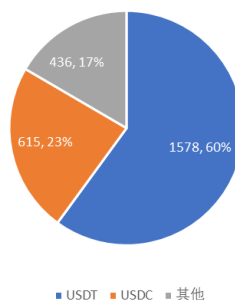
资料来源：Worldbank，BIS，支付宝，五矿证券研究所

（二）稳定币：被纳入金融监管才是发展的起点

2009 年，基于区块链与分布式账本技术的加密货币比特币诞生后，由于供应量有限且投机性交易活跃，比特币的价格波动剧烈。此外，使用法定货币（Fiat money）与比特币互换会产生额外兑换费用，影响比特币的交易效率。2014 年，Tether 发行稳定币代币 USDT，与相应的法定货币 1:1 挂钩，并由 Tether 的储备金 100%担保。USDT 的作用非常类似支付宝账户的支付宝余额功能，提供了一个临时资金存放的方案，减少了加密货币交易的摩擦成本。

根据 CoinGecko 数据，截至 2025 年 6 月 30 日，稳定币总流通市值为 2,629 亿美元，其中 Tether (USDT) 流通量市值为 1,578 亿美元，占比 60%；Circle (USDC) 流通量市值为 615 亿美元，占比 23%。目前稳定币的最主要的功能仍然是加密货币的交易媒介。

图表 2：稳定币市值（亿美元）



资料来源：CoinGecko，五矿证券研究所

2019 年 6 月 18 日，Facebook 正式发布 Libra 白皮书。Libra 是以多种货币作为储备资产的稳定币计划，也是第一个明确以支付功能为发展方向的稳定币计划，潜在用户基础巨大（仅 Facebook 当时的月均活跃用户就超过 24 亿），对于全球的支付体系是一个翻天覆地的革命。尽管 Libra 计划最终未能够落地，但是它的核心商业逻辑，即以区块链与分布式账本技术提供低成本高效率的全球价值转移工具，还是引起了全球监管机构的关注，并逐步将稳定币纳入了金融监管框架。

尽管各国监管的侧重不同，但均定义稳定币（stablecoin）为锚定法定货币资产来维持价值的加密数字资产，采用分布式账本技术并以电子形式进行转移、储存和交易。其中，欧盟的《加密资产市场监管法案》（MiCA）中关于稳定币的条款已于 2024 年 6 月 30 日生效；中国香港《稳定币条例》草案将于 2025 年 8 月 1 日开始实施；2025 年 6 月 17 日，美国参议院以 68 票赞成、30 票反对的表决结果通过了《GENIUS 法案》，并提交众议院审议。稳定币已经由灰色地带进入到受监管的合法合规的金融业务。

图表 3：美国、欧洲、中国香港稳定币法案对比

维度	美国 (GENIUS 法案)	欧盟 (MiCA 框架)	中国香港 (稳定币条例)
监管主体	联邦与州双轨制：联邦牌照或者州牌照，分别由美联储、FDIC、货币监理署 (OCC) 监管。	欧盟机构 (ESMA) 和 (EBA) 机构协调，在各成员国金融监管机构负责具体的监管实施。	香港金管局 (HKMA) 统一发牌，香港证监会协同反洗钱审查。
发行要求	仅允许美元锚定，仅限于支付型稳定币，100% 储备高流动性资产 (现金、短期美债)，禁止利息收益	分 EMT (欧元稳定币) 和 ART (多种币种稳定币)，100% 高质量流动资产。ART 设交易上限，EMT 要求 30% 以上存款。	允许多种币种锚定 (港元、美元、离岸人民币等)，最低 2500 万港元资本门槛，100% 储备高质量流动资产。
域外效力	禁止未经许可的境外稳定币流通，授权财政部建立“非合规名单”。	全欧盟统一适用，通过“牌照通行证”实现跨境运营。	覆盖锚定港元的境外发行人及向香港公众推广的活动。
创新空间	严格限制金融属性 (如禁止利息)，侧重支付功能。	允许 EMT 创新，但严格排除算法稳定币和证券型代币。	支持多种币种锚定、跨境支付场景，预留利息收益等创新空间。

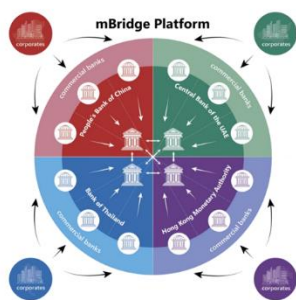
资料来源：Genius 法案，欧盟 MiCA 框架，香港金管局，五矿证券研究所

(三) 央行数字货币 (CBDC)：脱离美元跨境支付体系的尝试

稳定币的快速发展且 99% 的稳定币储备资产为美元资产，一方面让各国央行担心稳定币会造成美元对本国货币的替代，另一方面也让各国央行发现了替代以 SWIFT 为主导的传统美元跨境支付体系的可能性。

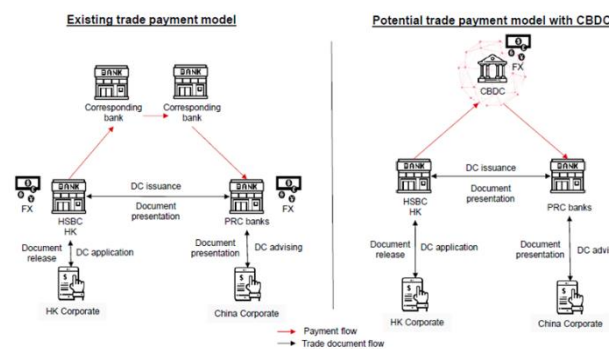
绝大部分央行已经开始研究央行数字货币 (CBDC)，其中尼日利亚、巴哈马和牙买加已经正式发行 CBDC，包括中国在内的 44 个国家进入试点。目前各国央行数字货币技术标准选择不尽相同，多数央行选择“中心化管控+区块链模块”的模式，在保障主权货币安全性的同时，吸收区块链的技术优势。相比于在公链发行的加密代币而言，跨境支付就需要形成央行与央行之间的互联，例如由国际清算银行牵头的“多边央行数字货币桥” (mBridge) 项目，用于连接中国香港、泰国、阿联酋、沙特阿拉伯 (2024 年加入) 和中国的央行，目前已经进入最小可行化产品 (MVP) 阶段。19 家银行参与了 mBridge 测试并发掘了 15 项潜在的商业化用途，包括智能化贸易融资、代币化债券购买、供应链金融、代币化财富管理产品购买等。

图表 4：mBridge 架构示意图



资料来源：香港金管局，五矿证券研究所

图表 5：HSBC 贸易融资传统模式与 CBDC 模式比较



资料来源：HSBC，五矿证券研究所

(四) 构建多元化的全球支付清算体系

长期来看，以分布式账本技术为基础的支付体系将会替代现有的中心化数据库+专用网络支付体系。短期内，全球支付体系仍将是一个去中心化体系、中心化管控+区块链模块体系以及传统中心化数据库+专用网络支付体系共存的多元化架构。

各国境内支付体系的替代过程与各国现有的基础设施发展程度有关，越是基础设施落后的国家反而更新替代的速度会越快，就像中国的影像载体的发展路径是录像带-VCD-DVD，而欧

洲国家由于录像带的普及率高而导致发展过程中直接跳过了 VCD 阶段。根据各个国家的政策偏好，单独使用央行数字货币（CBDC）覆盖批发与零售支付或者央行数字货币（CBDC）覆盖批发支付和稳定币覆盖零售支付的方案均有可能。

跨境支付体系中，稳定币在公链发行、覆盖面广，因此在零售跨境支付有天然的优势。同样，公链发行的稳定币相较于央行数字货币乃至传统的代理行模式的传统支付体系在合规、风控、安全等层面处于劣势，同时考虑到形成一个全球合作的多边 CBDC 合作链有难度，因此在跨境批发支付部分，有可能会形成现有传统支付体系和多个多边央行数字货币合作链并存的情况。

综上，全球支付体系将走向境内零售支付由稳定币或稳定币/央行数字货币（CBDC）组合主导、境内批发支付由央行数字货币（CBDC）主导，跨境零售支付由稳定币主导、跨境批发支付由多个多边央行数字货币（CBDC）合作链与传统跨境支付体系并存的多元化体系。

图表 6：全球支付体系多元化发展

	零售	批发
境内支付	稳定币或 稳定币/央行数字货币（CBDC）组合	央行数字货币（CBDC）
跨境支付	稳定币	多个多边央行数字货币（CBDC）合作链与 传统跨境支付体系并存

资料来源：五矿证券研究所

二、稳定币的发展展望

稳定币的应用场景包括三个方向，（1）加密代币的交易媒介；（2）跨境支付；（3）资产代币化（RWA）。目前稳定币的交易量中九成来自于加密代币相关的交易，跨境支付和资产代币化分别占 5%和 3%。在稳定币纳入金融监管框架后，我们认为它的增长动力主要来自于后两项业务。

（一）跨境支付应用场景

稳定币作为价值转移媒介在跨境零售支付场景具有高效低成本的优势。由于采用了区块链技术，稳定币缩短了支付行业的价值链条，如果不考虑上下链的环节，稳定币实现了点对点的价值转移并达成“支付即清算”。

稳定币在跨境支付方面覆盖的应用场景包括：

- 1) 个人汇款（P2P），尤其是有大量劳务输出的发展中国家；
- 2) 个人跨境消费（C2B），主要是电商以及旅游消费；
- 3) 发薪服务（B2C），主要是企业向境外雇员发薪；
- 4) 企业之间的支付（B2B），主要是中小企业的现金管理以及企业之间的付款。

稳定币被纳入监管时间不久，从合规风控的角度考量，在大型企业层面的使用有不确定性。同理，稳定币也不覆盖批发支付，即银行机构之间的跨境划账。

图表 7：全球跨境支付金额及稳定币占比（万亿美元）

	全球	稳定币	份额
批发支付	123.0		
企业间支付	31.6		
大型企业	17.8		
小型企业	13.8	0.4	2.9%
个人汇款	2.0	0.5	25.0%
个人跨境消费	4.5	0.4	8.9%
企业发薪服务	1.9		

资料来源：FXC intelligence, McKinsey, 五矿证券研究所

（二）资产代币化（RWA）应用场景

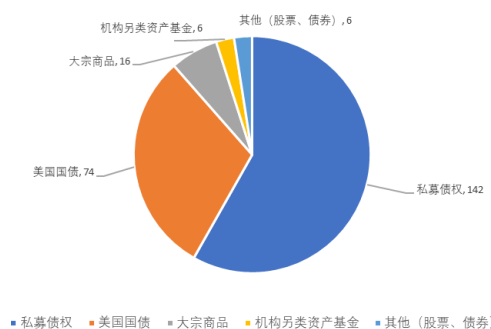
稳定币的交易量上升同时带来了稳定币存量的增加，由于稳定币不能支付利息，从满足稳定币持有者获取收益的需要衍生出资产代币化（RWA），通过将现实世界的资产（私募债权、债券、基金、商品等）代币化，为稳定币持有者提供新的投资品种。为稳定币提供资产代币化业务的收入来源类似于资产管理行业，主要包括管理费、销售费用和托管费用。

目前多种类别的资产已经成功代币化，主要包括

- 1) **私募债权**，代表产品有 Figure Heloc（房屋净值抵押贷款）
- 2) **美国国债**，代表产品有贝莱德 BUIDL（代币化货币基金）
- 3) **大宗商品**，代表产品有 Paxos Gold（挂钩黄金的加密代币）
- 4) **机构另类资产基金**，代表产品有 Blockchain capital 的 BCAP 基金（代币化另类基金，主要投向为区块链技术和加密货币）

其他类别的资产还包括股票（Backed S&P500）、全球债券、企业债券，房地产（Mantra 与迪拜开发商 DAMAC 合作开发的 12, World Islands, 221, Dubai, UAE）等。国内 RWA 也有进展，以实物资产为主例如，协鑫能科与蚂蚁数科合作，将 82MW 光伏电站收益权代币化；朗新科技与蚂蚁数科合作充电桩 RWA 项目，通过中国香港市场完成融资。

图表 8：资产代币化（RWA）主要资产分类（亿美元）



资料来源：rwa.xyz, 五矿证券研究所

（三）稳定币和 RWA 规模增长测算

根据 CoinGecko、McKinsey 关于稳定币的报告以及 FXC intelligence 数据，2024 年底，稳定币市值约 2100 亿美元，RWA 市值约 220 亿美元。2024 年，稳定币交易量为 26.1 万亿美元，主要由三大块构成：加密货币交易类 24 万亿美元占比 92%，资产代币化（RWA）0.8 万

亿美元占比 3%，支付类别 1.3 万亿美元占比 5%。稳定币在全球跨境支付领域已经有了一定的市场份额，在全球跨境支付细分类别中，P2P（个人汇款）占比 25%，C2B/B2C（个人电商消费、发薪等）占比 8.9%，B2B（小型企业的现金管理结算等）占比 2.9%。潜在可替代的跨境支付市场包括 P2P、C2B、B2C 和 B2B（小型企业），总计 2024 年市场容量为 22.2 万亿美元。

对比国内第三方支付数据。根据央行《2024 年支付体系运行总体情况》报告，2024 年第三方支付机构处理交易量为 332 万亿元人民币，留存客户备付金 2.4 万亿元人民币。参考基金业协会数据，支付宝与腾讯旗下的基金代销机构 2024 年底的非货基金保有量为 1.75 万亿元人民币。两家机构代销货币基金的保有量没有公布，但是按照参考天弘余额宝货币基金在支付宝分流前于 2018 年 1 季度达到的 1.7 万亿元人民币历史高位，这两家机构的货币基金保有量应不低于 2 万亿元人民币。

虽然稳定币与国内第三方支付体系使用的技术基础不同，但是为最终使用者提供的高效低成本的支付服务非常类似。我们可以借以参考估算稳定币以及 RWA 的规模：

1、支付用资金周转速度（交易量/备付金+现金管理资金或者储备资产存量）应类似。国内第三方支付周转速度约为 75 倍。即假定稳定币全面替代零售跨境支付交易，**稳定币市值应再增加 2800 亿美元，达到 5000 亿美元；**

2、资产代币化发展刚刚起步，RWA 市值仅为稳定币市值的十分之一。假设未来稳定币市值的 60%（类似国内第三方支付机构代销公募基金占备付金+公募基金的比例）用于购买 RWA，**RWA 的规模可增长至 3000 亿美元。**

以上估算未考虑零售跨境支付增长速度。此外稳定币被纳入监管时间不久，从合规风控的角度考量，在大型企业层面的使用有不确定性，若可以渗透进入大型企业支付市场，潜在市场规模将有机会翻倍。

三、稳定币产业链分析

稳定币的产业链包括稳定币发行、储备资产托管、稳定币的交易流通、应用场景（如跨境支付、法币兑换、RWA 等）以及合规辅助等。

（一）稳定币的发行

稳定币发行商设计机制、提供铸造和赎回稳定币以及相关的技术支持服务，发行商的收入主要来自于铸造稳定币所需要的储备资产再投资的收益。以 Circle 为例，99% 的业务收入均来自于储备资产的投资收益。成本部分包括分销交易费用和营运费用。以 Circle 为例，分销交易费用（主要支付给 Coinbase）占业务收入 60%，营运费用占业务收入 30%。发行商的盈利模式受利率变化影响，Circle 的财务数据显示，储备资产 2024 年平均收益率为 4.33%，利率下降 100bps 会导致 EBIT 下降 2 亿美元，而 Circle 2024 年 EBIT 仅为 2.2 亿美元。由于储备资产投资收益过半数被 Coinbase 或其他交易所收取，类似 Circle 这样不接触最终用户的金融科技企业单独发行稳定币的业务模式不稳定。更加符合商业逻辑的做法，如同 Libra 计划，拥有零售生态环境的零售行业、支付行业、社交网络行业、零售金融行业等行业巨头更加适合发行稳定币，一方面可以减少支付现有支付体系费用（比如卡组织的收费），另一方面可以获得储备资产的投资收益。

（二）储备资产的托管

储备资产托管机构负责安全保管储备资产（如现金、债券），配合审计机构验证储备真实性。储备资产的托管业务与一般托管业务基本一致，盈利模式也是按照储备资产的净值收取托管

费。

（三）稳定币的交易流通

稳定币的交易流通环节包括技术支持服务、加密货币交易所和经纪商。

技术支持服务包括区块链底层协议以及智能合约如以太坊、波场等公链，监管科技公司如 Chainalysis 提供反洗钱监督服务等，收取矿工费、技术服务费等。

加密货币交易所提供加密数字代币买卖服务，并实现与传统法币（如美元、人民币）的兑换，为稳定币的流通提供保障。交易所的盈利模式以交易手续费为核心，衍生品、资产管理、上市费、法币兑换服务等为补充。交易手续费是交易所最主要的收入来源之一，按交易量、按交易类型（如现货交易、杠杆交易、衍生品交易）收取不同比例的交易手续费。衍生品业务指交易所提供的基于加密货币的衍生金融产品，如期货、期权、永续合约等交易服务。资产管理服务是指交易所为用户提供的数字资产托管、投资管理等增值服务。上市费用是指项目方为了在交易所上线其代币或数字资产，向交易所支付的费用。

经纪商与加密货币交易所合作，为投资者提供虚拟资产交易服务。传统券商可以充分利用自身现有资质、客户资源和品牌优势，仅通过升级牌照进入市场。比如国泰君安国际升级其现有牌照，成为中国香港首家能够提供全方位虚拟资产相关交易服务的中资券商。

（四）应用场景

如上一个章节所描述，稳定币的应用场景主要包括加密货币交易媒介、跨境支付和 RWA。跨境支付与 RWA 均是区块链和分布式账本技术向传统金融领域渗透的范例。尤其在稳定币被纳入金融监管框架后，市场接受度不断提升，稳定币还有可能渗透至其他金融领域。

四、中国企业参与稳定币发展的路径

目前分布式账本技术在国内支付体系中的应用主要是由央行主要的数字人民币拓展，包括批发和零售数字人民币。目前，国内虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。中国香港《稳定币条例》的通过可视为是我国对于稳定币的试验田，不排除未来法律法规可以有进一步调整。不过，现有的国内第三方支付机构提供的零售支付服务已经足够高效，未来即使放开稳定币的发展限制，恐怕替代的速度也不会太快。因此，中国企业参与稳定币发展的路径还是主要在境外。

（一）稳定币产业链企业

- 1) **发行稳定币：**拥有零售生态环境的电商行业、支付行业、社交网络行业、金融行业的企业可以直接发行稳定币。比如京东币链科技（香港）有限公司申请发行 JD-HKD，应用于跨境支付以及供应链金融；
- 2) **围绕稳定币发行的生态环境提供服务：**比如国泰君安国际升级其现有牌照，成为中国香港首家能够提供全方位虚拟资产相关交易服务的中资券商；
- 3) **提供资产代币化（RWA）服务：**比如华夏基金（香港）与渣打银行合作推出的华夏港元数字货币基金，中国太保投资管理（香港）有限公司推出的代币化的美元货币市场基金。

（二）非稳定币产业链企业

即使企业不能直接参与到稳定币的产业链中，也可以通过使用稳定币提升营运效率。稳定币

的优势包括即时结算（T+0，显著降低营运资金需求）；极低交易成本；全球可访问性（全年无休，仅需网络连接）；可编程性（通过扩展编码逻辑驱动的货币）。

- 1) **供应链金融**：在供应链金融中，稳定币可用于简化支付流程，加速资金流转。此外企业还可以利用智能合约实现自动化的支付流程，如设置当货物交付完成且验收合格后，智能合约自动触发稳定币支付，提高支付效率和准确性；
- 2) **境外资金池管理**：企业可以利用稳定币在快速、低成本地转移资金，实现内部资金的高效调配和管理，提高资金的使用效率和灵活性；
- 3) **境外发薪管理**：对于在境外拥有员工的企业，使用稳定币发放工资可以简化跨境汇款流程，降低手续费。如果采用人民币稳定币，还可以避免汇率波动风险，降低汇兑成本；
- 4) **资产代币化**：企业可将自身资产与稳定币挂钩，发行代币化资产，实现资产的数字化和流通。这不仅可以提高资产的流动性和透明度，还能为企业融资提供新的途径，吸引更多投资者参与。

风险提示

- 1、量化计算的发展可能威胁区块链技术的加密基础；
- 2、类似硅谷银行（稳定币 USDC 储备资产托管行）倒闭事件的会延缓稳定币的发展。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010