

非银行业深度报告：稳定币赛道研究

董栋梁 (证券分析师)

S0350525030005

dongdl@ghzq.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

相关报告

《洞察她财富蓝海：女性财富管理机遇与金融机构行动指南——非银行业专题报告（无评级）*证券II*董栋梁，林加力》——2025-04-03

- ◆ **核心要点：稳定币近年来在全世界发展较为迅速，不同稳定币之间也有不同的特色，世界各地也在展开一系列对稳定币的监管**
- ◆ **稳定币近年来发展迅速：**由于一般的数字货币波动大，且稳定币在跨境支付方面有更高的效率，同时特定地区也对稳定币产生需求，因此稳定币近年来规模快速增长，且以美元为主。
- ◆ **各种类型的稳定币满足不同客户的需求：**稳定币主要有三种类型，包括基于法定货币或实物资产等资产抵押发行的数字货币，基于数字资产或者抵押产生的稳定币和算法稳定币。基于法定货币或实物资产等资产抵押的稳定币是市场主流，安全性较高；基于数字资产或者抵押产生的稳定币则能提供杠杆和一定的收益；算法稳定币的市场关注度正在逐步下降。
- ◆ **稳定币正在积极朝向被监管，合规化的发展：**由于稳定币的一些特点，稳定币在许多国家和地区已经引起了重视，不同国家都在探求如何监管稳定币以及如何对稳定币进行立法。
- ◆ **风险提示：**监管政策的变化；国际环境的变化影响；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险；数据处理统计方式可能存在误差；过往数据不代表未来发展趋势；流动性风险。

- ◆ 1, 稳定币的价值和发展
- ◆ 2, 稳定币的类型和项目介绍
- ◆ 3, 稳定币的监管与未来发展
- ◆ 4, 风险提示

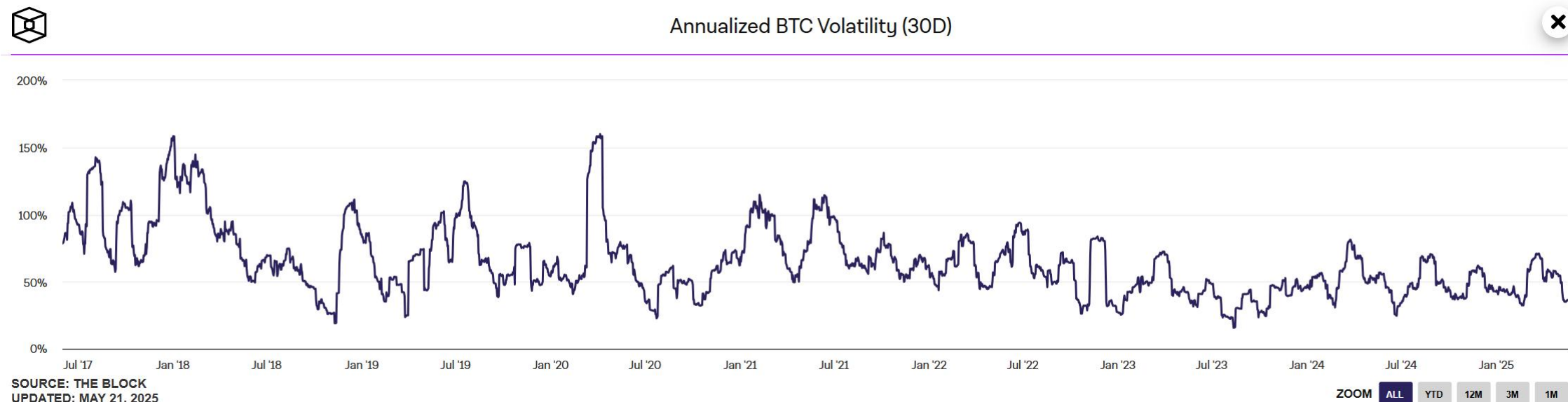
1, 稳定币发展的原因

- ◆ 稳定币发展的原因：
- ◆ 加密市场需要稳定性。
- ◆ 稳定币具有较高的效率。
- ◆ 特定地区的需要。

1.1，加密市场需要稳定性

- ◆ 加密货币本身具有较强的波动性，而主流市场认可的货币需要较强的稳定性。
- ◆ 比特币尽管从长期来看波动率正在逐步降低，但本身依然有较强的波动性。据The Block数据，截至2025年5月21日近1年来的30天波动率年化后依然在50%徘徊。我们认为价格波动如此明显的数字货币是很难被主流市场认可为货币的。

比特币30天的波动率（年化）



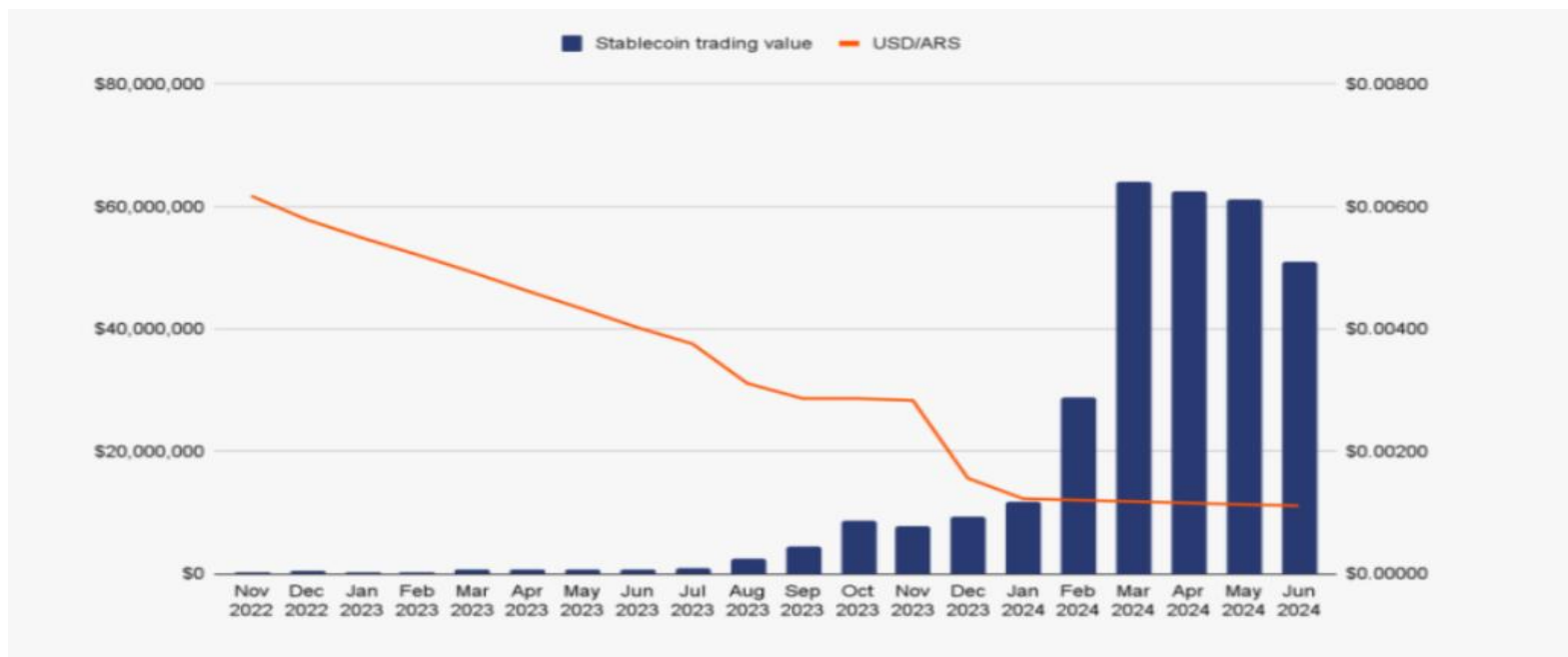
1.2，稳定币具有较高的效率。

- ◆ 稳定币具有较高的效率。
- ◆ 稳定币交易相对欧美传统银行有着更高的效率，尤其是跨境支付方面。相比传统的银行电汇需要数天才能完成，稳定币的转账交易往往只需要几分钟就能完成。且稳定币的转账费用较低，费用取决于网络情况（以USDT为例，通常只有几美元），而一些支付系统的手续费按比例收费，且费率较高。
- ◆ 以汇丰为例：卓越理财账户，运筹理财账户和个人综合银行账户用电汇的方式进行海外汇款，所需要支付的费用包含发出电汇费和电报费。发出电汇费按金额的0.1%收取，每笔最低100元人民币/等值，最高500元人民币/等值。电报费为每笔人民币120元/等值。除此之外，如果有附加电报内容，则还要收取附加电报内容费，为100元人民币/等值。如果修改电汇或者取消电汇，5份电报之内收取人民币200元/等值，5份电报以上，则每份另加人民币40元/等值以及相关海外银行收费。
- ◆ 以USDT为例：泰达公司主要将USDT发行在Tron和Ethereum上，据白话区块链及币界网，Tron上的手续费较低，通常为几美分至几美元，转账速度从几秒到几分钟。Ethereum上费率会稍微高一些，通常在几美元到几十美元之间，取决于以太坊网络的拥堵情况，转账时间在几分钟到数十分钟。

1.3，特定地区的需要

- ◆ 特定地区因为各种原因会产生对稳定币的需求。
- ◆ 一个国家如果汇率存在严重的风险，那么对稳定币会产生明显的需求，比如阿根廷。阿根廷在稳定币上的成交量伴随着比索的贬值大幅提升。
- ◆ 除此之外，我们认为俄罗斯被美国制裁，剔除了SWIFT系统，因此用稳定币的在外贸方面的需求因此大幅提升。根据财联社报道，2024年7月30日，俄罗斯央行行长纳比乌琳娜表示，俄罗斯预计2024年底将首次试验使用加密货币进行跨境支付，以克服西方制裁带来的困难。

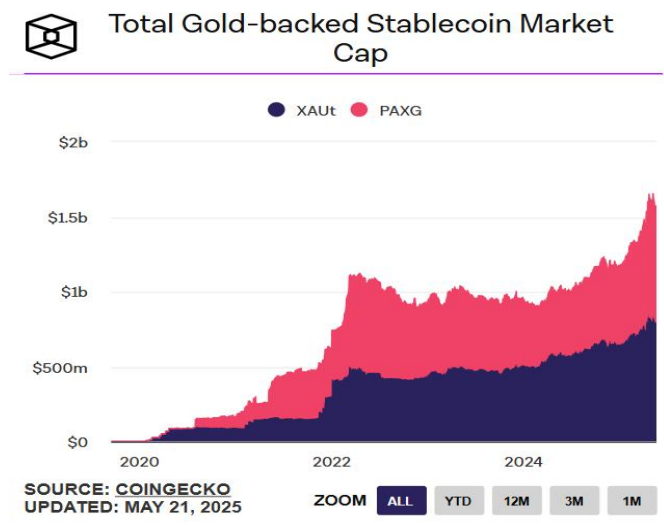
阿根廷比索对美元汇率与阿根廷稳定币月交易量情况



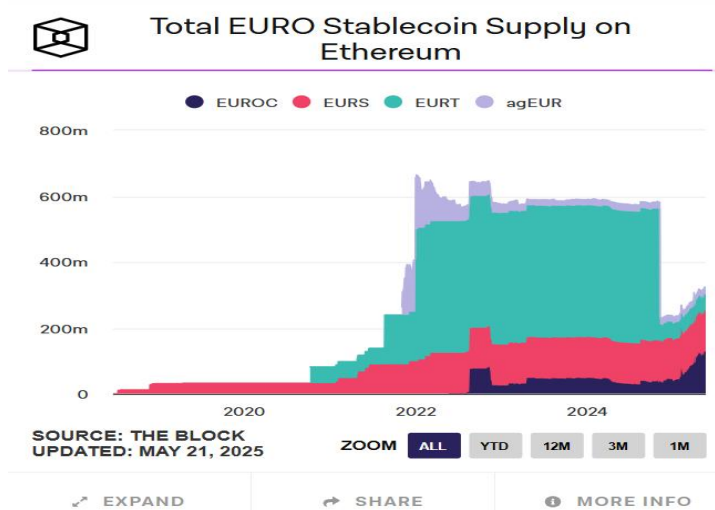
1.4，美元稳定币依然是主流

- ◆ 以美元作为锚定的稳定币依然是市场上的主流。
- ◆ 据The Block，截至2025. 5. 21，以美元为锚定的稳定币发行量超过2000亿美元，而黄金不到20亿美元，欧元更是只有3亿欧元左右。

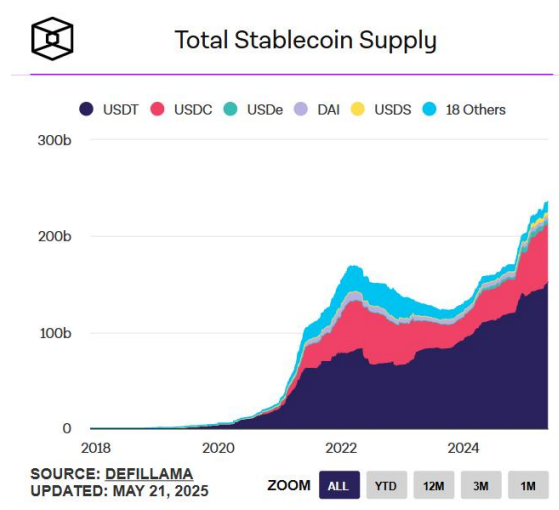
黄金稳定币市值



发行在以太坊链上的欧元市值



美元稳定币市值



- ◆ 1, 稳定币的价值和发展
- ◆ 2, 稳定币的类型和项目介绍
- ◆ 3, 稳定币的监管与未来发展
- ◆ 4, 风险提示

2，稳定币的类型和项目介绍

- ◆ 我们可以把当下的稳定币分为以下几种类型：
- ◆ 基于法定货币或实物资产等资产抵押发行的数字货币，比如USDT，USDC，XAUT，USD0等
- ◆ 基于数字资产或者抵押产生的稳定币，比如DAI，USDe等
- ◆ 算法稳定币，比如FRAX等

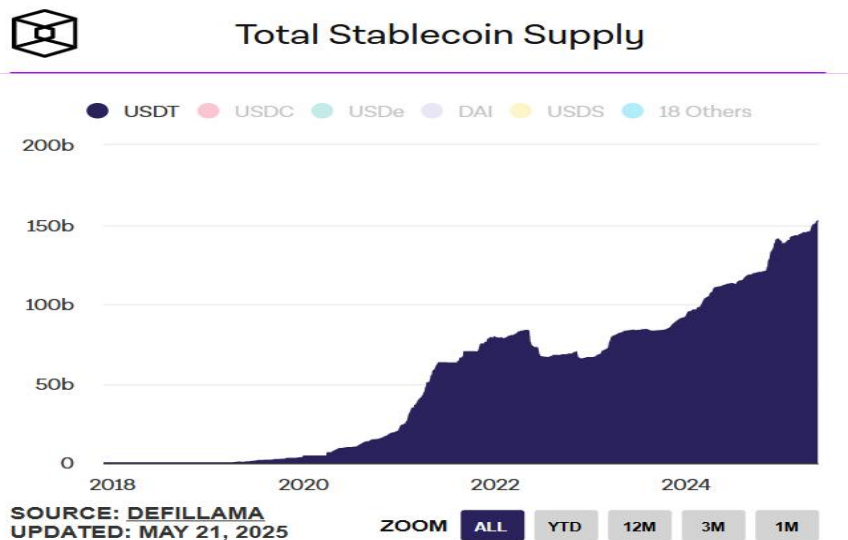
2.1，基于法定货币或实物资产等资产抵押发行的数字货币

- ◆ 基于法定货币或实物资产抵押是当下稳定币最主要的发行方式。这种发行方式即存入1美元即可铸造1美元的稳定币，存入1盎司的黄金即可铸造1盎司的稳定币。
- ◆ 这是当下最主流的发行稳定币的模式，据The Block，截至2025年5月21日，基于这种方式发行的USDT和USDC占据美元稳定币市场的比例接近90%。由于只有存在对应的法定货币或者实物资产抵押才能发行对应的稳定币，因此以这种方式发行的稳定币具有较高的安全性和信任度。

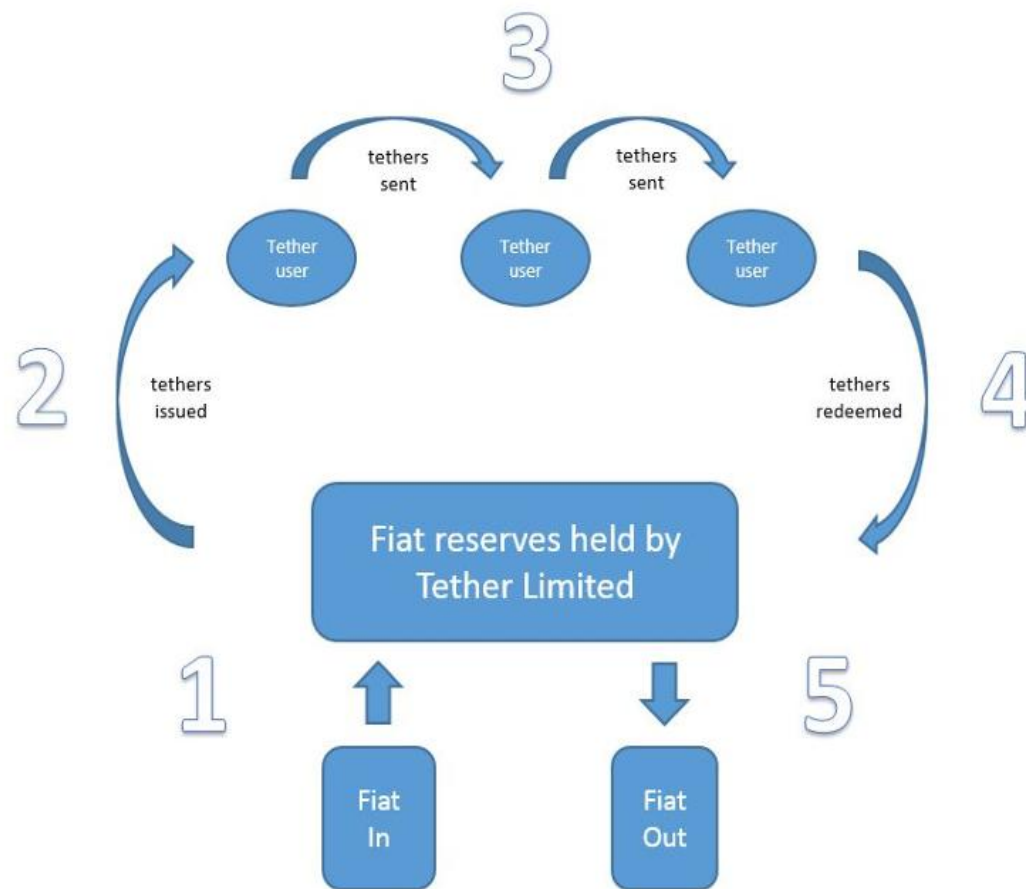
2.1, USDT

- ◆ **USDT介绍：**USDT由Tether公司发行，是当下最主流的美元稳定币，据The Block，截至2025年5月21日，Tether公司发行的USDT已经超过1500亿美元。
- ◆ **USDT的发行，流通和销毁模式：**主要分五步，第一，用户将美元存入 Tether 的银行账户；第二，Tether 为用户账户中铸造等价值的 USDT；第三，是用户之间的流通；第四，赎回，如果用户赎回美元，则需要将 USDT 交给 Tether 公司；第五，Tether 销毁 USDT，同时将等价值的美元返还给用户的银行账户。

USDT的规模



USDT的发行，流通和销毁模式



- ◆ **USDT的资产储备情况：**Tether公司每个季度发布一次最新储备金报告，截至2025年3月31日，Tether公司的总资产约为1493亿美元，负债约为1437亿美元，其中资产方面，81.49%的资产投向了现金和现金等价物以及其他短期存款。我们认为这样的资产配置有助于尽可能降低期限错配造成的影响，同时一定程度上提升资产运营效率。
- ◆ **USDT的商业模式：**Tether公司的盈利主要来源于两方面，首先是出入金手续费和注册KYC后的服务费，Tether公司只接受10万美元以上的赎回或者铸造USDT，每次铸造USDT的费率为0.1%，赎回费用为（0.1%或者1000美元的较高者），验证费为150美元/人。其次是投资收益，Tether公司用储备金进行资产配置的资产也构成了Tether的收入。据深潮 TechFlow，2024年Tether年利润达到 130 亿美元。

2025.3.31 Tether公司资产情况

- ◆ **USDT的成功原因：**

我们认为USDT最大的成功原因就是先发优势，Tether2014年推出全球第一个稳定币。2017年-2018年交易所的用户数量和交易量都经历了较大的增长。正是这种较大的经济活动推动了对 USDT的需求。我们认为USDT在最先被市场认可后，就建立了巨大的护城河。

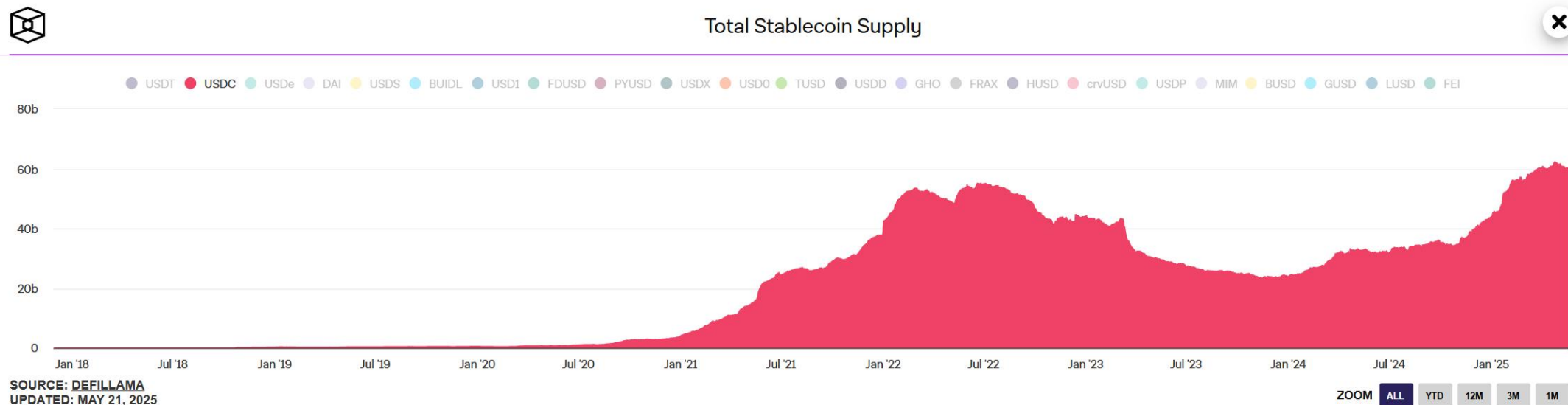
同时USDT在重要风险事件中，及时应对，提升了市场对他的信心。在2022年的UST风险事件中，Tether公司一周内处理了100 亿美元的赎回，证明了 Tether 的流动性和可靠性。

Asset Category	Amount in USD
1. Cash & Cash Equivalent & Other Short-Term Deposits:	
U.S. Treasury Bills ⁴	98,523,657,338
Overnight Reverse Repurchase Agreements ⁵	15,093,981,718
Term Reverse Repurchase Agreements ⁶	1,613,610,695
Money Market Funds ⁷	6,285,638,008
Cash & Bank Deposits ⁸	64,302,555
Non-U.S. Treasury Bills ⁹	65,886,184
Subtotal	121,647,076,498
2. Corporate Bonds ¹⁰	14,354,777
3. Precious Metals ¹¹	6,663,205,657
4. Bitcoin ¹²	7,662,210,442
5. Other Investments ¹³	4,462,144,209
6. Secured Loans ¹⁴	8,825,524,405
Total (1+2+3+4+5+6)	149,274,515,988

2.1, USDC

- ◆ **USDC介绍：**USDC由Circle公司发行，是目前第二大的美元稳定币，据The Block，截至2025年5月21日，USDC规模在600亿美元左右。
- ◆ **USDC的发行，流通和销毁模式：**USDC的模式基本和USDT相同。不同点在于，USDC的铸造只有交易所、机构交易员、钱包提供商、银行和大型金融机构使用，同时铸造是免费的，个人是不能申请去铸造USDC的。而USDT只要达到10万美元即可铸造，并且需要收费。

USDC的规模



- ◆ **USDC的资产储备情况：**Circle公司每周发布一次最新储备金报告，且会计事务所每个月出具一次第三方报告。根2025年3月31日Circle公司发布的报告情况，Circle公司持有的基本都是短期国债，逆回购以及现金，我们认为USDC赎回层面的流动性好于USDT。
- ◆ **USDC的商业模式：**USDC的商业模式也是和USDT类似，不同的是USDC的铸造过程是免费的，同时USDT持有的81.49%的资产投向了现金和现金等价物以及其他短期存款，而USDC接近100%，因此资产端的收益率也会更低。2024 年 Circle 实现营收16.8亿美元，实现净利润 1.56 亿美元，和USDT相比相差较大。

2025.3.31 Circle公司资产情况

- ◆ **USDC的成功原因：**

我们认为USDC最大的成功原因在于合规，透明，受监管，赎回流动性更好。

首先USDC每周都会发布最新储备金报告，而USDT则为每个季度。

同时USDC的储备资产是独立的，现金存放在受监管的金融机构，其资产储备，由纽约梅隆银行托管，并由贝莱德管理。我们认为这意味着就算Circle公司破产，使用USDC的投资者或有一定保障。

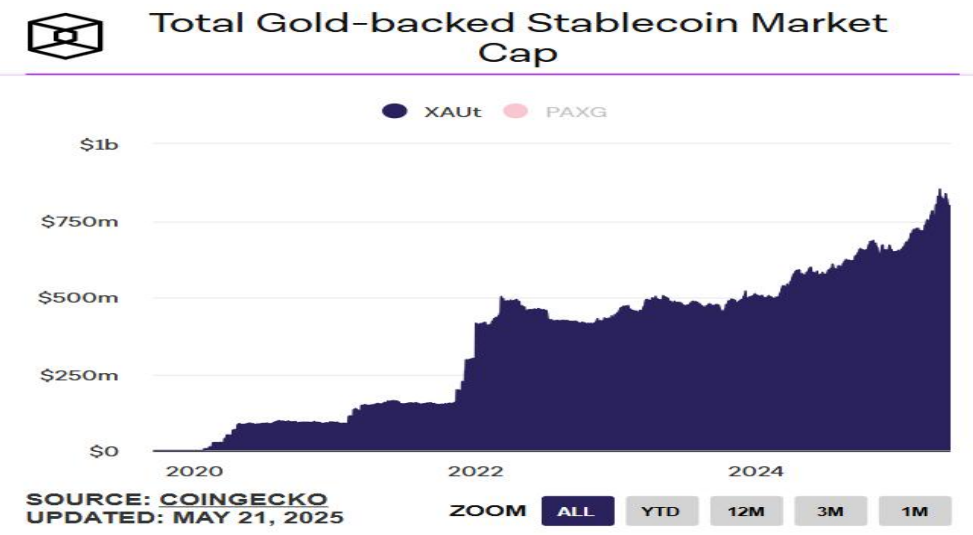
同时USDC也是全球获得许可最多的稳定币公司。

同时基于近乎即时的结算速度、强大的区块链支持安全性以及对透明度和监管合规性的重视。USDC已成为领先的DeFi稳定币。

CIRCLE RESERVE FUND ASSETS AS OF MARCH 31, 2025		
U.S. TREASURY SECURITIES		
Cusip	Maturity Date	Fair Value (\$) ²
912797NT0	04/01/25	2,465,000,000
912797MV6	04/03/25	1,423,464,525
912797NY9	04/08/25	1,498,162,080
912797NB9	04/10/25	1,063,968,331
912797NZ6	04/15/25	1,096,587,717
912797KS5	04/17/25	2,990,827,955
912797PA9	04/22/25	1,521,318,728
912797NC7	04/24/25	848,597,992
912797PB7	04/29/25	134,455,689
912797ND5	05/01/25	2,792,780,057
912797PC5	05/06/25	1,793,382,181
912797NE3	05/08/25	2,058,500,917
912797PJ0	05/20/25	212,966,744
912797PK7	05/27/25	2,930,554,574
912797NN3	05/29/25	52,042,278
912797NW3	06/26/25	1,979,957,220
TOTAL U.S. TREASURY SECURITIES		24,862,566,987
U.S. Treasury Repurchase Agreements ³		30,815,000,000
Cash held in Circle Reserve Fund		1,004,149,953
Cash due to/(owed by) Circle Reserve Fund due to timing and settlement differences, net ⁴		(3,117,173,718)
TOTAL CIRCLE RESERVE FUND ASSETS		53,564,543,222
OTHER USDC RESERVE ASSETS AS OF MARCH 31, 2025		
Cash held at regulated financial institutions		6,592,595,197
Cash due to/(owed by) Circle due to timing and settlement differences, net ⁴		(116,431,379)
TOTAL OTHER USDC RESERVE ASSETS		6,476,163,818
TOTAL USDC RESERVE ASSETS AS OF MARCH 31, 2025		60,040,707,040

- ◆ **XAUt介绍：**XAUt由Tether公司发行，底层资产为黄金的稳定币，规定1XAUt=1盎司伦敦金，据The Block，截至2025年5月21日，其规模超过7.5亿美元。
- ◆ **XAUt的商业模式，铸造和赎回方式：**商业模式基本和USDT相同，只不过是将美元变成了黄金。因此XAUt的收入来源主要来自于首先是出入金手续费和验证手续费。如果要铸造XAUt需要50盎司黄金起步，收费为0.25%加上不时报价的市场经纪费或交易商加价。如果用XAUt赎回黄金，收费为0.25%加上可能需要支付经纪费或经销商加价，同时金条的实物交割需要支付费用以支付相关的交割费用。验证手续费则是用于支付 Tether 的验证费用，价格为150美元。

XAUt的规模



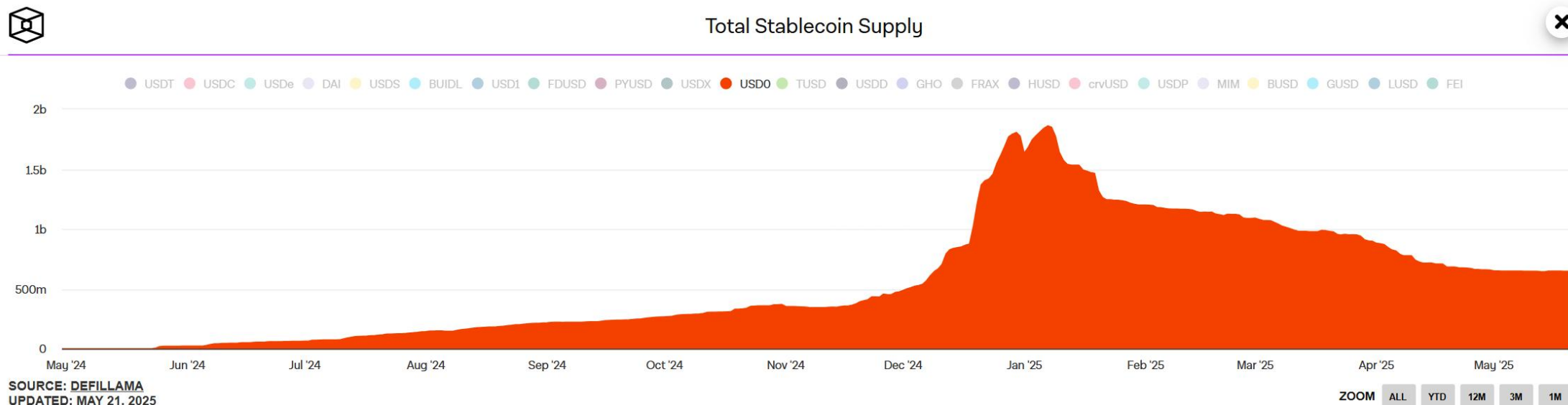
2025.3.31 Tether公司黄金储备情况

GOLD BAR	QUANTITY	FINE TROY OUNCES OF GOLD
12.5 Kg	611	245,752.828
1.0 Kg	15	482.220
0.5 Kg	18	289.332

2.1, USD0

- ◆ **USD0介绍：**USD0由项目方USUAL发行，其使用RWA的方式的方式发行稳定币，据The Block，截至2025年5月21日，其规模超过5亿美金。
- ◆ **USD0的目标：**将用户存款的利润分配给用户。根据Usual，Tether和Circle在2023年有超过100亿美元的收入，但这些收入不会分享给稳定币的持有者。Usual的目标是希望将这些利润重新分配给社区。

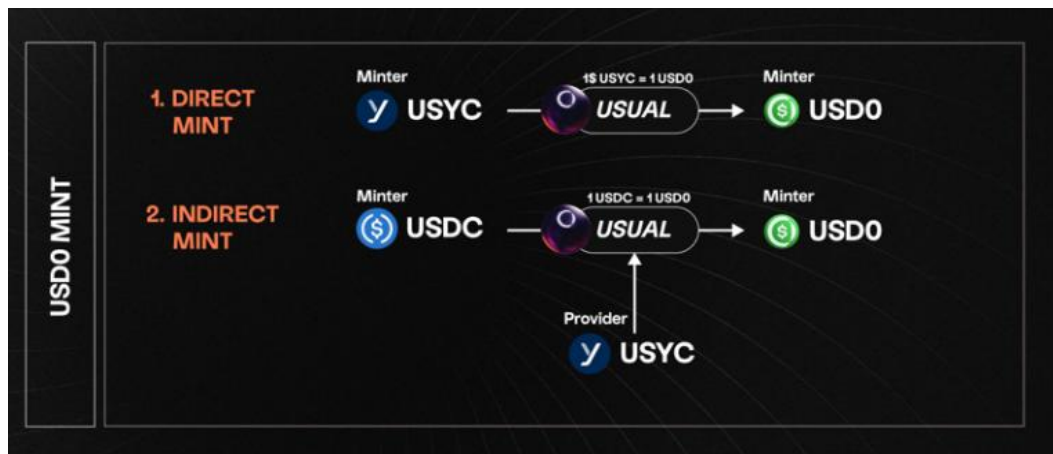
USD0的规模



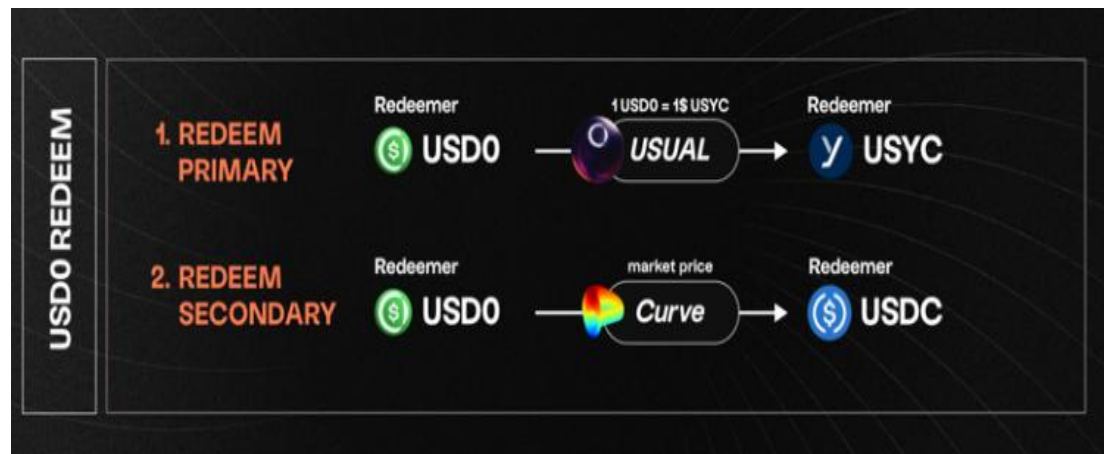
2.1, USD0

- ◆ **USD0的发行，流通和销毁模式：**铸造USD0主要有两种方式，一种是直接铸造，通过将符合条件的 RWA （比如USYC，USYC是 Hashnote International Short Duration Yield Fund Ltd. （“SDYF”）的链上代表。SDYF 主要投资于逆回购和美国政府支持的证券）存入协议，以 1：1 的比例获得等值的USD0；另一种是间接铸造，用户通过将 USDC 存入协议，以 1：1 的方式接收 USD0，在这种方法中，被称为抵押品提供者的第三方提供必要的 RWA 抵押品，使用户能够在不直接持有 RWA 的情况下获得 USD0。赎回的方式也有两种，一种是通过Usual平台直接将USD0变为USYC；另一种就是2级市场交易，将USD0卖出获得USDC或者USDT。

USD0的铸造



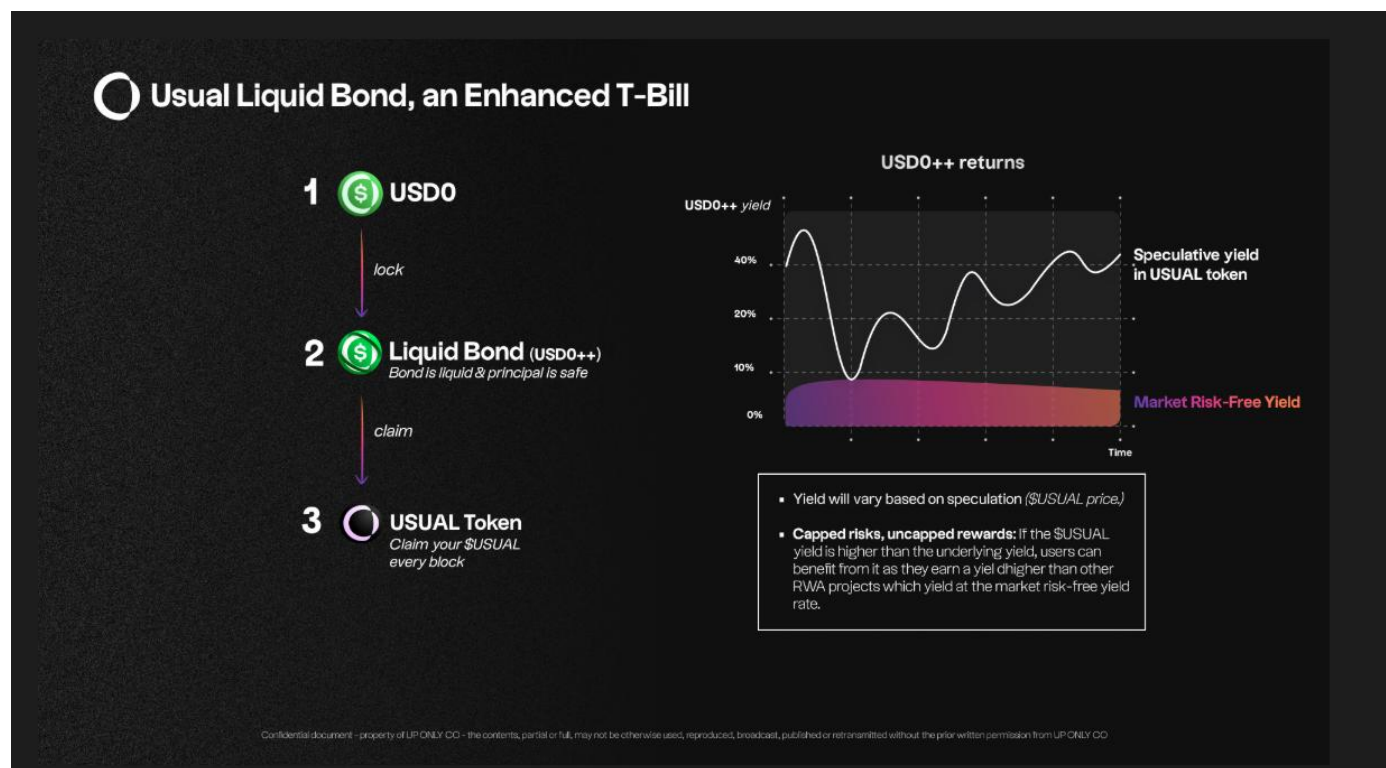
USD0的赎回



- ◆ **USD0商业模式：**USD0和之前USDT，USDC不同点就是，Usual希望将存款收益能分配给社区。作为USD0的持有者，可以将USD0质押为USD0++（锁定4年，可以通过2级市场流动性退出）从而获得收益，收益的方式是通过得到是分发Usual代币，同时到期后返回USD0本金，同时项目方保证整体收益大于等于无风险利率（有RWA作为支撑）。
- ◆ **USD0的风险：**我们认为USD0除了项目方作恶的风险外。最大风险就是利率风险，利率的波动会使RWA资产的定价存在波动，从而一定程度上影响USD0的价值，同时Usual项目主打的就是存款收益分配，因此当利率较低时，USD0吸引力较差。

USD0++获取usual代币并且有保底收益

- ◆ **USD0的成功之处：**我们认为USD0的成功之处，就是将存款收益分配给社区的理念，同时分配Usual代币使得USD0++的持有者获得了更高收益的可能。但一旦Usual代币下跌，RWA资产收益减弱，USD0的吸引力就会下降。



2.2，基于法定货币或实物资产等资产抵押发行的数字货币

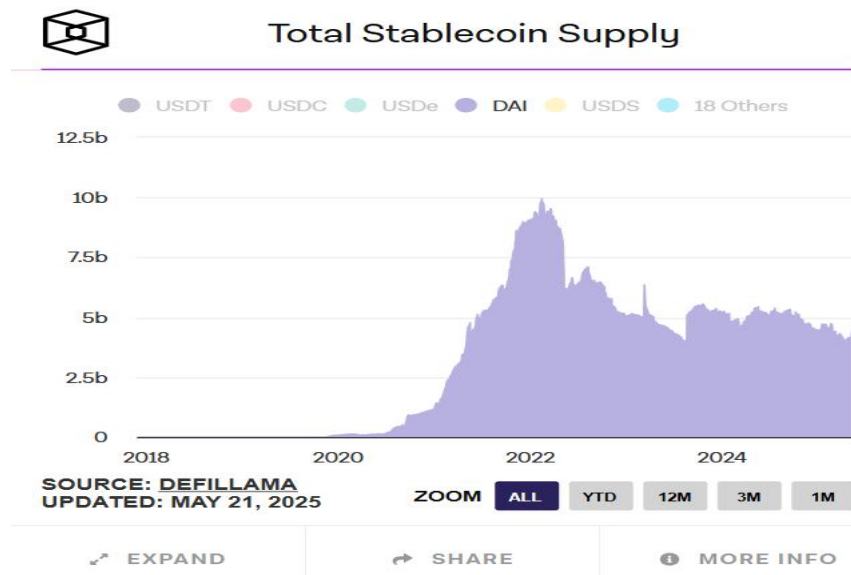
- ◆ 基于数字资产或者抵押产生的稳定币

- ◆ 这类稳定币是使用加密资产作为抵押从而发行的稳定币。考虑到数字货币的波动性，因此这种抵押往往是超额抵押。同时由于其抵押品都是数字货币，因此我们认为这也反映了区块链的去中心化精神。

2.2, DAI

- ◆ **DAI介绍：**DAI由MakerDAO发行，Maker协议允许用户通过质押 ETH 来铸造 DAI，之后Maker协议可以接受ETH以外的抵押品来铸造DAI，据The Block，截至2025年5月21日，DAI的规模在50亿美元左右徘徊。
- ◆ **DAI的发行和销毁机制：**用户可以将ETH按照一定的抵押比例铸造DAI。随后智能合约会将DAI发送给用户，同时将这些DAI记作债务，并锁定抵押的ETH。后来Maker协议也支持其他抵押物。当用户想赎回抵押物时，用户需要偿还之前铸造数量的DAI，并且支付稳定费（相当于DAI的贷款利息），之后Maker协议会自动销毁DAI，然后还给用户抵押资产。如果抵押物的价值下跌到一定程度，协议则会对抵押物进行拍卖。除此之外，DAI还支持稳定币资产的互换，比如用户存入1USDC也可以铸造1DAI。

DAI的规模

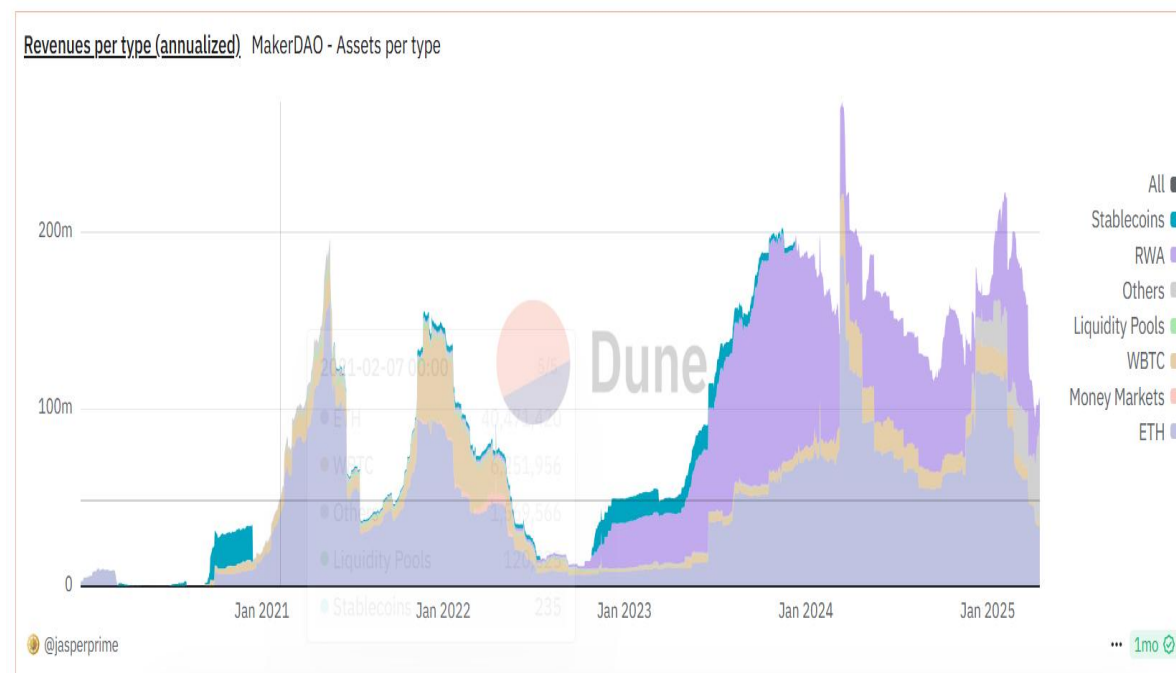


- ◆ **DAI的商业模式：**DAI的收入主要由4部分构成，第一部分是借贷利息收入，用户在赎回抵押物时支付的稳定费，即贷款收入；第二部分是RWA收入，DAI可以用USDC铸造，因此MakerDao可以将收进的USDC去投资RWA资产，以此提高收益。第三部分是清算收入，当用户抵押的加密资产跌破清算线时，MakerDAO会清算客户的资产并收取一定费用。第四部分是PSM收入，用户可以通过PSM将DAI与其他稳定币互换，在互换过程中，协议会征收小额费用。

清算费和PSM过去12个月的累计收入



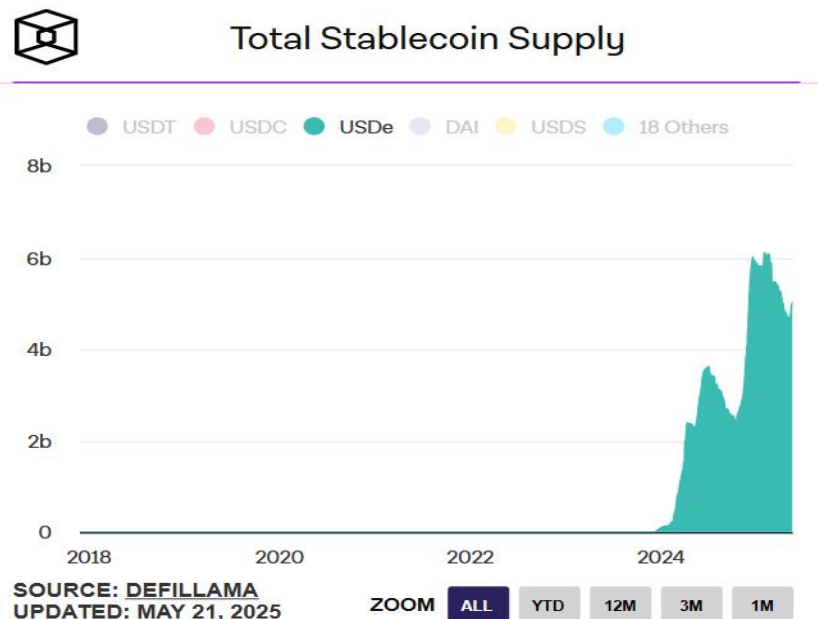
各类资产产生的收入（年化）



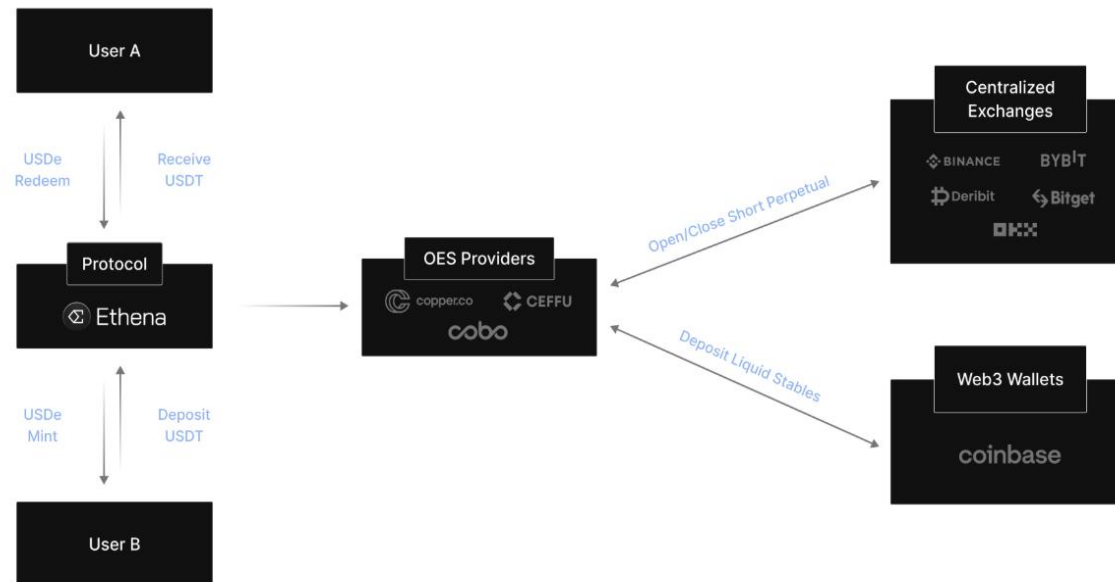
- ◆ **DAI的风险：**我们认为DAI的风险就是清算风险，当抵押品价格大幅波动时，存在抵押品价格低于借出去的DAI的价格的情况，这样会在协议上造成坏账。尽管弥补坏账，可以通过增发MKR代币的方式进行，但如果价格大幅波动，导致大量抵押品被清算，或造成较大的影响。
- ◆ **DAI的成功之处：**我们认为DAI最大的意义是给了用户加杠杆的机会。DAI的产生本质更像是银行借贷，客户可以将资产抵押铸造DAI之后，继续购买想要的资产，然后继续抵押铸造DAI，以此循环。

- ◆ **USDe介绍**: USDe是有Ethena发行的，是一个合成美元协议即，通过一系列的加密衍生品组合，来实现发行的稳定币与美元进行稳定的挂钩。自问世以来保持着较快的发展速度，据The Block，其最高规模超过60亿美元。
- ◆ **USDe的发行模式**: 白名单客户可以提供BTC、ETH、SOL以及其他稳定币等给Ethena，Ethena会发行等值的USDe（扣除滑点和执行费用），然后该协议会在交易所做空等值的永续合约。举例来说，假如白名单客户给Ethena 1 ETH 发行等值的USDe，Ethena同时会去交易所做空1 ETH，使得delta平衡。同时这些资产由场外服务提供商托管，以最大限度地降低交易对手风险。

USDe的规模



USDe的发行和销毁机制



◆ **USDe的资产储备情况：**Ethena每个月发布一次保管人证明情况。截至2025年5.18，Ethena的资产28%由BTC构成，12%由ETH构成，6%由ETH LSTs构成，1%由SOL构成，53%由Liquid Stables构成。

◆ **USDe的商业模式：**Ethena不会从USDe的发行和赎回中获得收益。Ethena也是从资产上做文章，Ethena的资产收入主要分为三块：

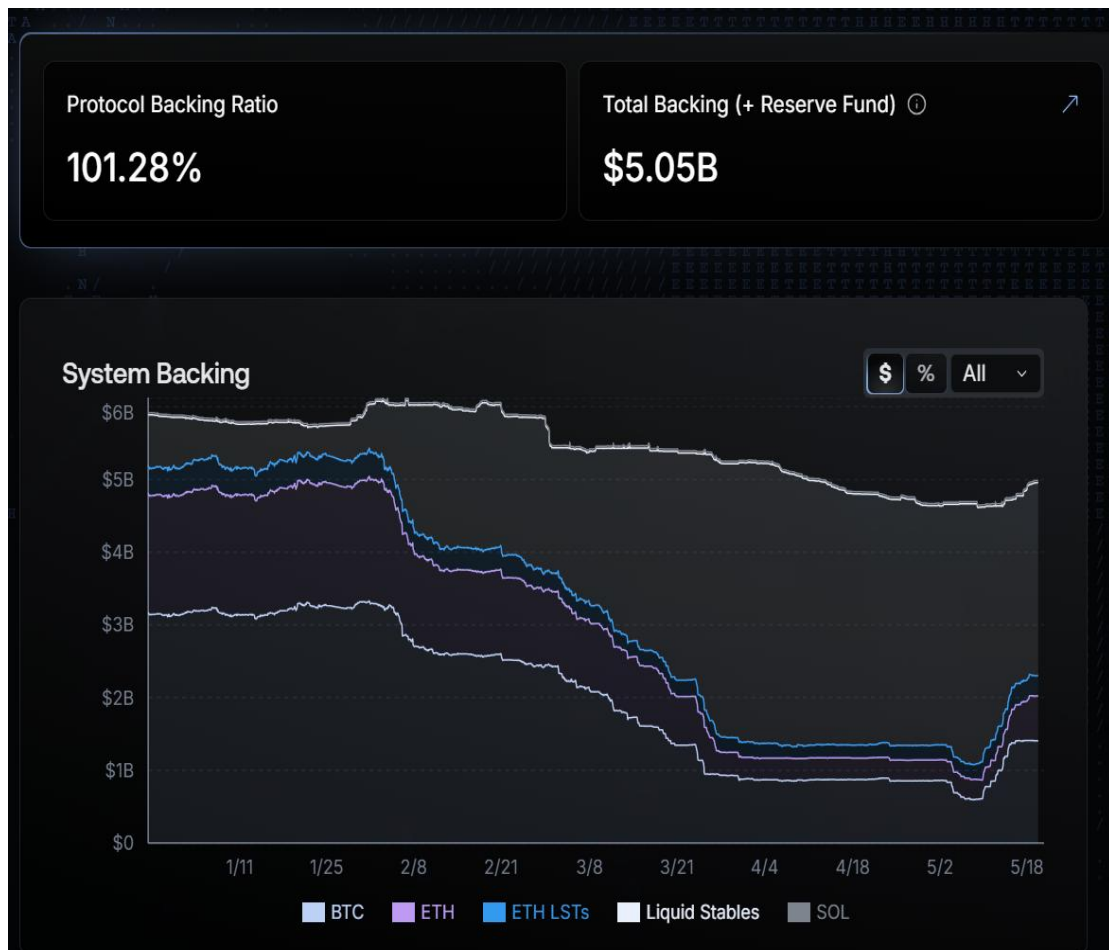
第一是以太坊的质押收入，Ethena的资产中约有6%的质押以太坊（ETH LSTs），这部分收入1年回报约3%；

第二是从delta对冲中获得资金费率和基差，历史上由于数字资产敞口的供需不匹配，做空这个delta敞口的参与者一直获得了正的资金利率和基差，但这部分的收益并不稳定，以做空ETH永续合约为例，2021年回报是15.4%，2022年是0.51%，2023年是9.01%，2024年是12.59%。

第三是稳定币的固定收益，截至2024年12月，Ethena有1.01亿美元的USDC存放在Coinbase获得固定收益。

同时USDe的持有者是可以将USDe质押为sUSDe从而获得收益，2024年的sUSDe平均年化回报约为19%，这也是我们认为USDe有吸引力的地方。

2025.5.18 Ethena资产情况



◆ USDe的主要风险：

资金风险。Ethena 使用衍生品头寸（例如永续合约）来对冲支持资产的 delta，因此面临资金费的风险。资金费率为正的时候Ethena作为空头获得收益，反之Ethena需要支付资金费。Ethena通过储备基金和资产动态分配的方式管理风险。储备基金的存在保证了Ethena 不会将任何“负收入”转嫁给质押 USDe 以获得 sUSDe 的用户。动态分配方式是Ethena在资金费率较低或负数的时期，让USDe更多的储备资产由其他稳定币构成，减少在资金费率端的敞口。

强平风险。stETH（在lido质押的以太坊凭证）也用ETH永续合约进行delta对冲，如果stETH对ETH偏离过大，可能会导致清算。除此之外，delta对冲时也可能面临触发交易所自动减仓机制的问题（指交易所以破产用户的破产价格强行平仓用户的盈利仓位，以结束交易所的风险敞口）。

◆ USDe的成功之处：USDe的成功之处主要在于提供了相当具有吸引力的利率。2024年sUSDe的平均年化收益率在18%。

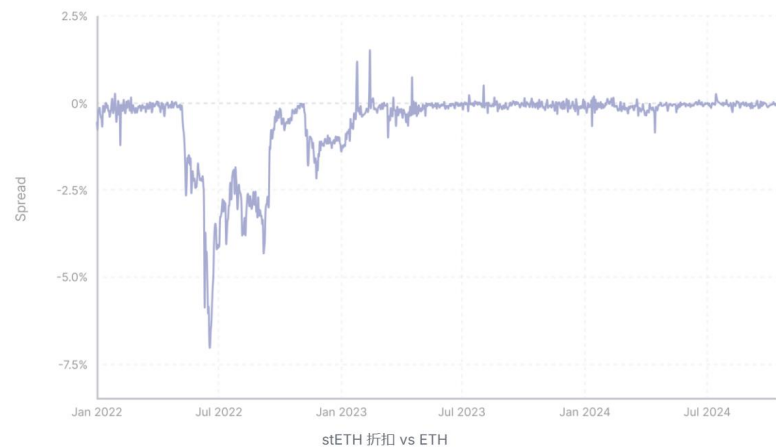
截至2024年12.31.ETH永续合约的资金费率情况

① 30d Moving Average ETH Open Interest Weighted Perpetuals Funding



截至2024年12.31.stETH对ETH的折价和溢价情况

② stETH to ETH Daily Premium & Discount

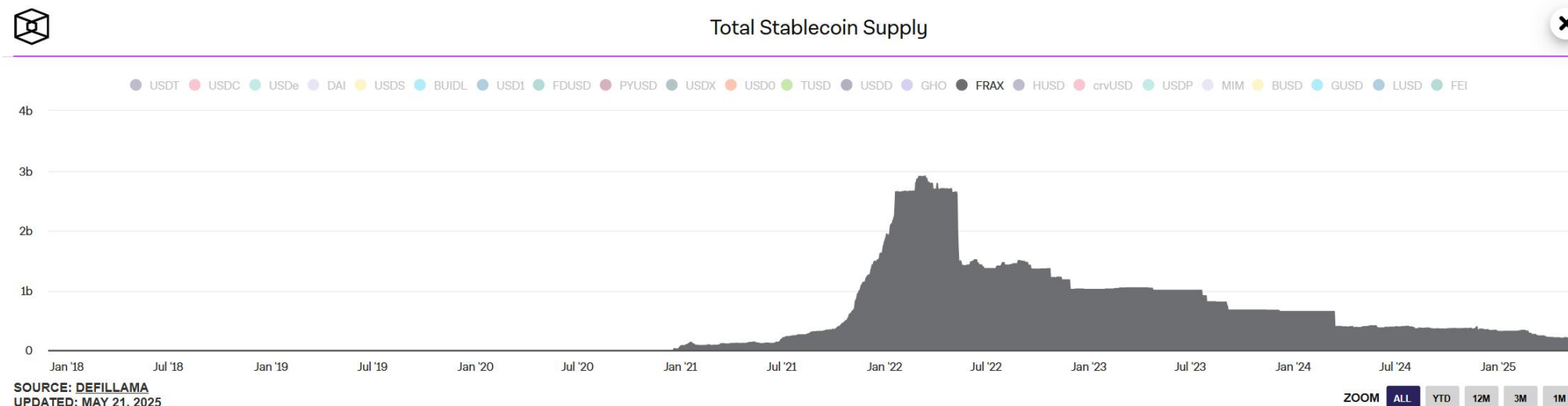


2.3, 算法稳定币

◆ 算法稳定币

- ◆ 算法稳定币本质就是采用一些特定的智能合约和算法，从而根据市场情况动态调节货币供应量，以使得稳定币保持价格稳定。我们认为自LUNA爆雷后，算法稳定币已经逐步失去投资者的信任。一些仅存的算法稳定币比如FRAX规模也在持续下降，未来很难受到投资者青睐。

FRAX的规模



- ◆ 1, 稳定币的价值和发展
- ◆ 2, 稳定币的类型和项目介绍
- ◆ 3, 稳定币的监管与未来发展
- ◆ 4, 风险提示

3.1, 稳定币的未来发展

- ◆ 我们认为基于稳定币在外贸结算系统中有更高的效率，部分特定地区对稳定币有明确的需求，因此全球金融系统对稳定币的需求始终存在。
- ◆ 除此之外，我们认为稳定币也是主权国家展现自己实力的体现。比如Tether表示USDT加强美元在海外的主导地位方面发挥了关键作用，同时Tether公司持有大量美国国债进一步加强了美元的全球影响力（据深潮 TechFlow报道，截至2025. 5. 19，Tether持有美国国债数量已超德国）。
- ◆ 同时越来越多的国家和地区以及金融机构也正在积极介入稳定币赛道，比如：
 - 2024. 7. 18，香港金融监管局金管局宣布稳定币发行人「沙盒」参与者，有意在香港发行稳定币的机构测试其运作计划。
 - 2024. 9. 20，法国兴业银行子公司SG Forge宣布将在Solana区块链上推出欧元稳定币EUR CoinVertible (EURCV)。
 - 2025. 3. 28，阿联酋央行行长表示该国基于区块链的央行数字货币（CBDC）数字迪拉姆预计将于 2025 年第四季度推出。该数字货币将有助于提升金融稳定性并打击金融犯罪。
 - 2025. 4. 22，荷兰国际集团（ING）正在开发一款稳定币产品。计划借助欧盟《加密资产市场监管方案》（MiCA）的新规展开业务。
 - 2025. 5. 20，GENIUS稳定币法案在美国的参议院通过程序投票。

◆ 巴塞尔委员会：

2024年7月3日，巴塞尔委员会批准了银行加密资产敞口的披露框架，并同意对其加密资产标准进行有针对性的修订。新的披露框架将包括一套标准化的公共表格和模板，旨在增强信息可用性并支持市场纪律，计划于2026年1月1日实施。此外，委员会还批准了一系列针对加密资产审慎标准的修订，特别是关于稳定币获得优先“1b组”监管待遇的标准。

◆ 金融稳定理事会（FSB）：

2023年7月，FSB 已就 10 项高级别建议达成一致，旨在促进对一种广泛采用的稳定币（所谓的“全球稳定币”或 GSC）和稳定币的一致和有效监管和监督，并有可能成为跨司法管辖区的 GSC，以应对它们在国内和国际层面构成的金融稳定风险。

◆ 中国内地：目前对稳定币的态度较为谨慎。

2021年7月，人民银行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》，其中写到数字人民币的研发背景正是在加密货币特别是全球性稳定币发展迅速的基础上。

2021年9月，人民银行等机构发布了《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，明确指出了比特币、以太币、泰达币等虚拟货币具有非货币当局发行、使用加密技术及分布式账户或类似技术、以数字化形式存在等主要特点，不具有法偿性，不应且不能作为货币在市场上流通使用。

◆ 中国台湾：将允许银行发行稳定币

2025年1月23日，台湾金融监督管理委员会（金管会）计划于 2025 年 6 月提出虚拟资产服务提供商（VASP）专法草案，首次允许银行发行稳定币。金管会主委彭金隆表示，稳定币将作为法币与虚拟货币之间的桥梁，为投资者提供交易入口。银行局长庄琇媛表示，目前市面上流通的 USDC（美元稳定币）、USDT（泰达币）等稳定币并非由主管机关核准而是由业者自行宣称以美元资产做担保，未来修法后，所有在台发行稳定币都需经过金管会核准，包括发行者资格、准备金提拨等。

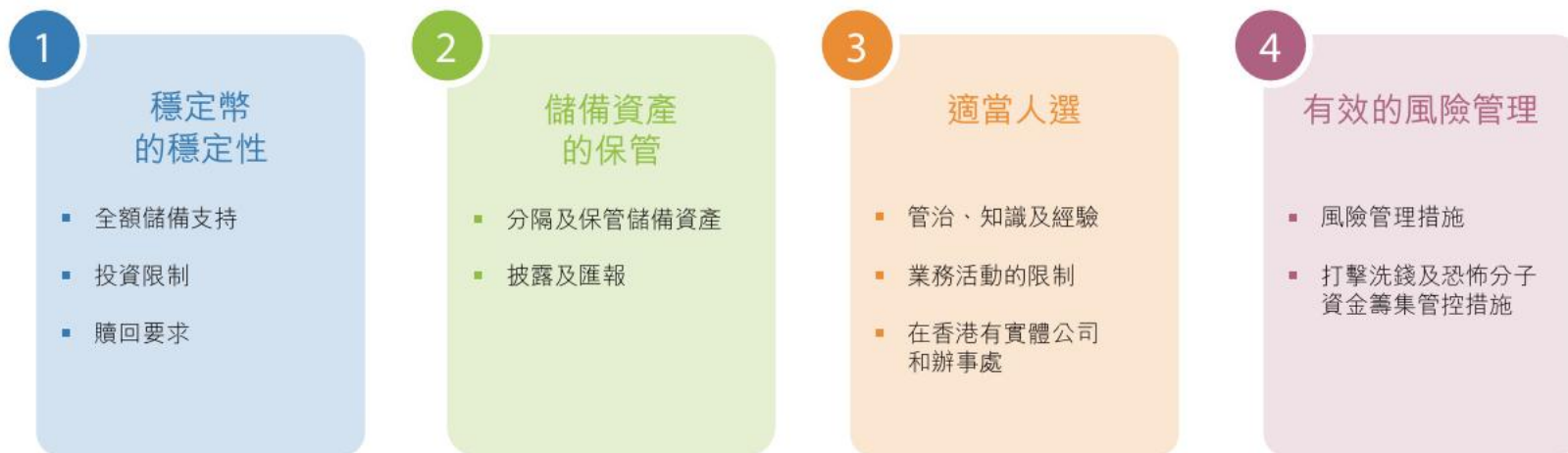
◆ 中国香港：积极立法建立香港稳定币

根据2024年7月的稳定币发行人监管制度，发行人若要在香港发行参考单一或多种法定货币的稳定币（「法币稳定币」），则必须向金管局申请相关牌照。持牌人将需要在港有实体公司和配置管理层，并确保其负责日常业务管理的人员具备所需知识与经验。持牌人应设有有效的稳定机制。此外，持牌人亦须制定稳健的管治、风险管理及打击洗钱及恐怖分子资金筹集的措施。金管局亦计划对发售稳定币施加限制，以保障使用者，尤其只有由持牌发行人所发行的法币稳定币才可以售予零售投资者。

2024年7月18日，香港金融监管局金管局宣布稳定币发行人「沙盒」参与者，有意在香港发行稳定币的机构测试其运作计划，参与者包括京东币链科技（香港）有限公司、圆币创新科技有限公司、渣打银行（香港）有限公司。

香港金融监管局对稳定币发行人的要求

對穩定發行人的建議監管要求



◆ 欧盟：Mica法案进行监管

欧盟颁布了Mica条款，对加密货币进行监管。其中把稳定币分为两种，一种是电子货币代币（e-money tokens）和资产锚定代币（asset-referenced tokens），前者通过参考一种官方货币保持稳定，后者通过参考另一种价值或权利或其组合来保持稳定。

对资产锚定代币的监管主要要求包括：

更新资产储备情况。发行者应在其网站上每月至少更新一次的频率以清晰、准确和透明的方式，在其网站上公开且易于访问的地方披露流通中的代币数量，以及资产储备的价值和组成；同时发行者还要公布资产储备有关的审计报告的简短、清晰、准确和透明的摘要，以及完整且未经编辑的审计报告。

白皮书需要被批准。除了发行小于500万欧元以下且只针对合格投资者的发行人，其他发行人发行时需要公布白皮书（需要包含资产储备信息，风险信息 etc），且必须被监管部门批准。

对规模到达一定程度有额外的要求。发行规模在1亿欧元以上的发行人，需要每个季度给主管部门报备额外的信息。对在单一货币区季度平均数量和每天平均交易总价值分别高于 100 万笔交易和 2亿欧元的情况，发行人还要停止发行代币。而如果资产锚定代币满足一定条件，则会被认为是重要资产锚定代币，还有额外的义务。

禁止发放利息。资产锚定代币的发行者不得发放资产锚定代币的利息。

◆ 对电子货币代币的监管要求主要包括：

必须是被授权为信贷机构或者电子货币机构。监管要求向公众提供或允许交易电子货币代币的要求必须被授权为信贷机构或电子货币机构且已经向主管部门通知加密资产白皮书，且已经按照要求发布白皮书。

投资需要符合规定。收到电子货币代币发行商以电子货币代币换取的受保护的资金需要至少有30%始终存在信贷机构的单独账户中，剩余资金只能投资于安全、低风险的资产，这些资产必须有高流动性，且有最少的市场风险、信用风险和集中风险，同时投资的币种必须和电子货币代币对应的官方币种相同。

对规模到达一定程度有额外的要求。而如果电子货币代币满足一定条件，则会被认为是重要电子货币代币，还有额外的义务。

禁止发放利息。资产锚定代币的发行者不得发放电子货币代币的利息。

◆ 美国：GENIUS 法案在参议院通过程序性投票

2025. 5. 19，美国参议院以66-32的票数通过了GENIUS 法案的程序型投票。主要要求包括：

储备要求：稳定币的发行者必须要有100%的储备支持，且储备资产必须投向的是美元、短期美债等高流动性资产，且每个月需要公开储备构成。

透明度和合规要求：要求发行者遵守反洗钱和了解客户规定，对于发行市值超500亿美元的发行方，监管还要求其定期发布年底财务审计报告。

监管分级：规模较大的稳定币发行者需要接受联邦储备系统或者货币监理署的监管，小的发行者可以由州进行监管。同时对科技公司发行稳定币做出限制。

3.2，稳定币的监管——新加坡

◆ 新加坡：稳定币要求较为宽松

2023. 8. 15，新加坡金融监管局（MAS）敲定了稳定币的监管框架，整体要求较为宽松。MAS 允许发行与单一货币锚定的稳定币，锚定货币可是新加坡元或者G10 货币。同时MAS对发行方提出了一些关键要求：

储备资产必须是低风险高流动性。

发行人必须维持最低的基本资本和速动资产。

发行商必须在赎回请求后的 5 个工作日内将 SCS 的面值退还给持有人。

发行人必须向用户提供适当的披露信息。

新加坡稳定币监管的关键要求



- ◆ 1, 稳定币的价值和发展
- ◆ 2, 稳定币的类型和项目介绍
- ◆ 3, 稳定币的监管与未来发展
- ◆ 4, 风险提示

- ◆ **监管政策的变化：**各国对稳定币的监管和态度都并不相同，在不同时间点的监管和态度也并不相同。稳定币处在的监管环境可能随时变化。
- ◆ **国际环境变化的影响：**稳定币的需求和发展和国际环境局势有较大的关系，国际环境形势的变化可能导致发展的变化。
- ◆ **报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险：**基于稳定币有较多的国家地区和投资方关注，本文只能覆盖十分有限的部分，这些样本可能与整体市场情况出现不符的情况。
- ◆ **数据处理统计方式可能存在误差：**这些样本的处理和统计由调研机构执行，不同的数据处理方式可能会导致不同的结果。因此统计结果可能与真实结果之间存在误差。
- ◆ **过往数据不代表未来发展趋势：**报告中的结论都是基于对客观数据的统计和分析，但过往的数据并不代表其未来表现，亦不构成任何投资意见。
- ◆ **市场流动性风险：**当下稳定币整体普及度还是相对较低，因此可能存在流动性不足的风险

非银小组介绍

董栋梁，国海证券非银首席分析师，浙江大学金融本硕，曾就职于海通证券，曾跟随团队获得2021和2022年新财富银行团队第三名，擅长将投资和市场周期深度结合起来。

分析师承诺

董栋梁，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 非银研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597