

区块链

稳定币+RWA：下一个金融科技的大变革

近期随着美国《GENIUS 法案》及香港《稳定币条例》陆续立法通过，市场对稳定币主题的关注度快速提升。考虑到 Circle 上市在即，结合 Tether 的财报，稳定币主题亦有可对照研究的商业模式，作为金融科技领域的大变革，值得重视。

稳定币某种程度上充当了加密货币市场“计价工具”的作用，这是对传统法币交易的一种补充甚至替代。稳定币诞生后不久，加密货币市场最主要的交易对是稳定币交易对，因此，稳定币在交易工具、价值流通等方面，充当着“法币”的作用。主流交易所（包括 DEX 去中心化交易所），比特币现货、期货交易对以 USDT 等稳定币为主，尤其是交易量更为大的期货合约，主流交易所正向合约（以美元稳定币为保证金的期货合约）几乎都是 USDT 交易对。

技术上看，稳定币代表着新一代支付技术。USDT 由 Tether 公司于 2014 年推出，1 USDT 锚定 1 美元，是市场较早的一批稳定币，此后逐渐成为市场上使用最广泛的稳定币产品，当前发行规模超 1500 亿美元。如果我们将信用卡视作第一代支付技术、移动支付作为第二代支付技术，而稳定币随着普及，第三代支付竞争拉开序幕。

政策上看，稳定币将推动货币国际化。虽然稳定币的发行存在中心化机构，同时要符合监管要求，但用户可能遍布全球，更像是通过区块链技术投放在个人钱包中的现金，其交易的清结算也由区块链基础设施承担。同时，参考 Tether 的资产配置，可见其资产规模的 80% 都配置了美债和类美债资产，随着未来发行规模增加，持有量将持续上升。

RWA 成为推动真实资产上链的重要引擎。市场低估了 RWA 的普适性，如果我们将稳定币发行类比于货币基金，RWA 则相当于 REITs，除了货币之外，RWA 将更多样化的资产映射到链上并实现交易，目前看电力、算力、房产等资产均有空间，而稳定币正是一种最为基础的 RWA 产品。

投资建议：催化不断，金融科技的大变革。后续关注 Circle 上市、中国香港正式发牌等催化，标的方面，美股关注 Circle、Coinbase 等；港股关注众安在线、连连数字、移卡等；A 股关注四方精创、中科金财、恒宝股份、京北方、朗新集团、元隆雅图等。

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。

增持（维持）

作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiagi@gszq.com

分析师 任鹤义

执业证书编号：S0680519040002

邮箱：renheyi@gszq.com

相关研究

内容目录

1. 核心观点.....	3
2. RWA+稳定币双驱动：Web3 下一个大叙事.....	3
2.1 RWA 与稳定币快速“吞噬”传统财富世界.....	3
3. RWA+稳定币：推动监管与传统金融加速“蜕变”.....	5
4. 投资建议：关注 RWA 与稳定币相关板块.....	6
风险提示.....	7

图表目录

图表 1: RWA 市场规模超过 220 亿美元（截至 2025 年 5 月 29 日）.....	3
图表 2: 稳定币发行规模超过 2400 亿美元（截至 2025 年 5 月 29 日）.....	3
图表 3: RWA 以稳定币等资产作为媒介，连接 Web3.0 与现实世界的经济桥梁.....	4
图表 4: RWA 与稳定币相关标的（市值统计截至 2025 年 6 月 3 日，A 股以人民币计价、港股以港元计价、美股以美元计价）.....	6

1. 核心观点

稳定币诞生于 Web3.0 的“草莽”世界，早期作为交易加密货币的一种法币计价工具；随着加密货币市场的发展壮大，稳定币成为交易所、DeFi 以及 RWA 生态不可或缺的基础工具。稳定币成功的一个关键是能够获得市场的信任，这涉及到稳定币的信用传递机制。稳定币不仅是 Web3.0 世界的刚需，更是沟通其与现实经济世界的桥梁，是 RWA 进程中的重要基础设施工具。在稳定币大行其道的今天，传统金融机构也开始加速采用稳定币，拥抱加密资产。稳定币，连着两个世界。

本文对稳定币的诞生、发展、机制与现状以及 RWA 市场现状做出分析，并对稳定币和 RWA 当下的展契机做出展望。

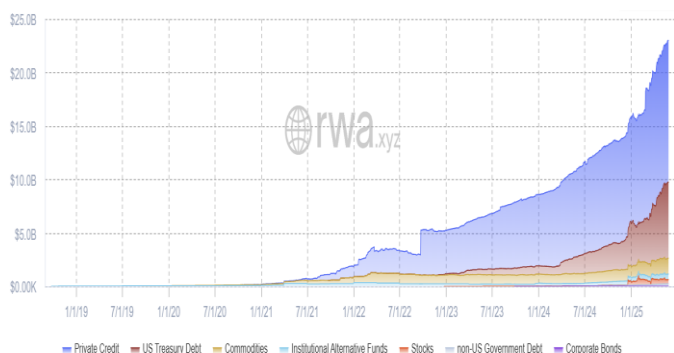
2. RWA+稳定币双驱动：Web3 下一个大叙事

2.1 RWA 与稳定币快速“吞噬”传统财富世界

RWA（Real World Assets，现实世界资产代币化）现已成为加密货币市场成长最为迅速的赛道之一，其面临的现实财富世界，已然成为当下十分亮眼的蓝海市场。而所谓稳定币，指的是价值锚定各类法币的加密货币，从广义上讲，稳定币是将现实世界法币价值映射到区块链上的加密货币，从这个意义上看稳定币是一种典型的 RWA；作为区块链上的资产，RWA 与稳定币的优势是可以与加密货币项目（如 DeFi）在区块链基础设施层面深度融合——一如与链上其他加密货币资产进行链上兑换或组合进行质押等 DeFi 操作，以获得链上的扩展性和融合性。

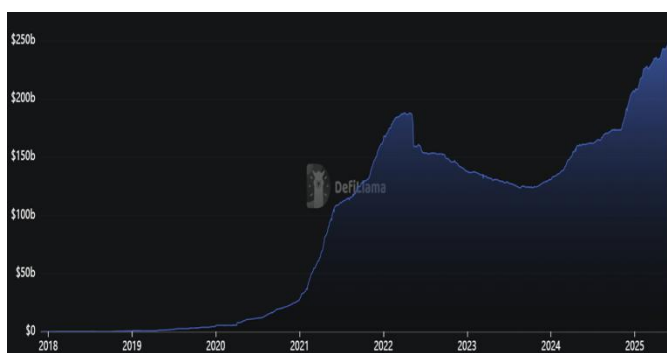
截至 2025 年 5 月 29 日，RWA 市场持续保持较快的增长速度，其规模已超过 220 亿美元；稳定币规模超过 2470 亿美元，RWA 与稳定币作为双引擎，成为加密货币市场的主要推动力量。

图表1: RWA 市场规模超过 220 亿美元（截至 2025 年 5 月 29 日）



资料来源: rwa.xyz、国盛证券研究所

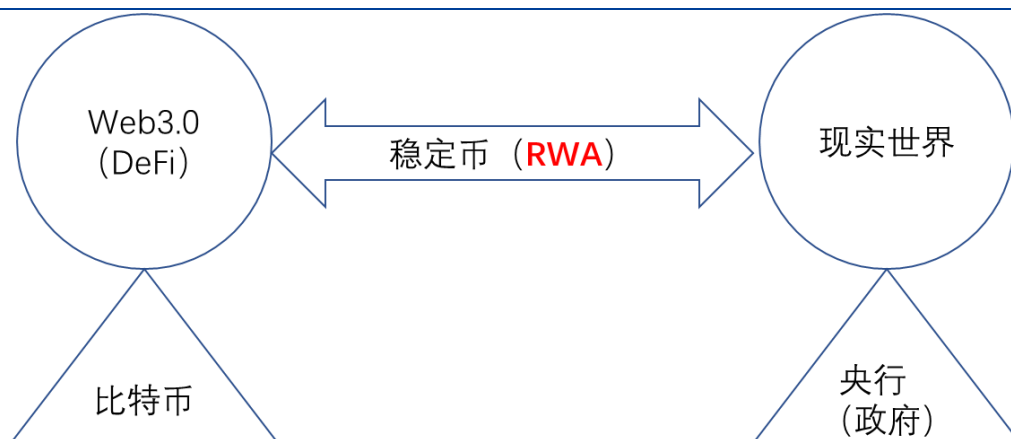
图表2: 稳定币发行规模超过 2400 亿美元（截至 2025 年 5 月 29 日）



资料来源: defillama、国盛证券研究所

我们认为,以加密货币为代表的 Web3.0 世界与现实经济世界的融合是大势所趋,而 RWA 是将这场融合过程中的重要推动力量——因为 RWA 更直接地将现实世界资产映射到区块链上。对于传统金融市场用户来说,稳定币正是其进入加密货币市场、实现 RWA 进程的桥梁。对想进入 Web3.0 世界的传统金融机构来说,稳定币是一种重要的头寸,拥有了稳定币,便可以畅游在 Web3.0 世界进行资产配置转换。反过来,持有加密货币资产的投资者可以通过稳定币转换为传统的金融资产或购买商品,回到传统金融市场。近些年出现很多传统金融机构涉足稳定币的案例,如 2025 年 4 月 28 日,支付巨头 Mastercard (万事达) 宣布万事达卡允许客户以稳定币进行消费,并允许商家以稳定币进行结算。这种事并非孤例,因为稳定币的使用开始反向扩散至传统经济社会。

图表3: RWA 以稳定币等资产作为媒介,连接 Web3.0 与现实世界的经济桥梁



资料来源: 国盛证券研究所整理

由此可见, RWA 与稳定币形成了一个互相促进的飞轮模型,而传统金融机构“上链”成为重要的新增需求。近期,根据渣打银行的预测,若美国 GENIUS 法案(稳定币法案)能够顺利通过,那么至 2028 年稳定币供应规模将达到 2 万亿美元。稳定币作为 RWA 进程中重要的基础设施工具,将受到传统金融市场的需求推动, RWA 与稳定币驱动 Web3.0 “吞噬”传统财富世界。

3. RWA+稳定币：推动监管与传统金融加速“蜕变”

RWA 与稳定币的快速发展推动了监管的跟进。5 月 20 日《引导和建立美国稳定币国家创新法案》(GENIUS 法案)通过了美国参议院的程序性投票，标志着该法案在参议院取得了重要进展；后续，法案将进入参议院全体表决阶段。5 月 21 日，中国香港立法会通过《稳定币条例草案》，在中国香港设立法币稳定币发行人的发牌制度，完善对虚拟资产活动的监管框架。无论是美国市场，还是中国香港市场，监管对稳定币法案的积极推动的背后力量都离不开稳定币和 RWA 市场的快速发展。此前，中国香港金管局已公开首批稳定币发行人沙盒名单，包括京东集团旗下京东币链科技（香港）、圆币创新科技以及来自渣打银行（香港）、安拟集团（Animoca Brands Limited）、香港电讯（HKT）三家联合申请。

传统支付机构如 **Mastercard** 等支持稳定币的使用早已不是新鲜事，**RWA** 亦成为企业融资的一种新选择，这是传统金融机构对 **Web3.0** 金融流量的一次主动争取。例如，早在 2024 年 8 月，朗新集团（300682.SZ）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，金额约 1 亿元人民币。2025 年 5 月 7 日，富途证券国际宣布，正式上线 BTC（比特币）、ETH（以太坊）、USDT（泰达币）等加密资产充值服务，为用户提供提供 Crypto+TradFi（传统金融）资产配置服务。

在美国资本市场，稳定币将助力打通传统金融与加密货币市场。USDC 稳定币发行商 Circle IPO 或许将成为美国稳定币法案《GENIUS Act》通过后的第一个标志性事件，截至 6 月 2 日，Circle 披露纽交所 IPO 上市申请最新进展，最新估值上限 72 亿美元；贝莱德计划认购 Circle IPO 10% 的股份。这是一个典型案例，即在稳定币攻城略地的势头下，传统资本市场与加密货币市场将深度融合——稳定币将从传统资本市场吸收更多金融流量，而稳定币发行商亦从传统资本市场获取更多的融资能力。

我们认为，**RWA** 与稳定币进入传统金融市场，一个最为关注的领域是稳定币支付与国际支付领域。过去，RWA 与稳定币作为加密货币市场最为基础的基础设施和工具，已建立起规模的商业生态；而在现实世界，稳定币支付和国际支付领域是一个可能的潜在市场。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。也就是说，**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。

4. 投资建议：关注 RWA 与稳定币相关板块

我们认为，美国和中国香港在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。建议关注 **RWA** 与稳定币产业链相关标的。

图表4: RWA 与稳定币相关标的（市值统计截至 2025 年 6 月 3 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）	145.5 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）	53.06 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）	107.5 亿	公司正在积极参与数字货币在支付领域的应用，具有一定的技术储备。
	朗新集团（300682）	182.8 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）	80.80 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）	192.1 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）	69.40 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”工作的金融科技子公司之一，建立了完善的数字人民币产品和服务体系。
	京北方（002987）	124.1 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）	47.89 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）	288.7 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。
	港亚控股（01723）	16.39 亿	公司利用现金储备购入比特币。
	连连数字（02598）	112.0 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）	59.66 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。
	中国光大控股（00165）	91.51 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 计划于 6 月 5 日在纽交所上市，有望成为全球第一家上市的稳定币发行商。
	京东集团（09168）	4099 亿	公司旗下京东币链科技于 2024 年 7 月入选香港金管局公布的首批“稳定币沙盒”参与者。
美股	阿里巴巴（09988）	21760 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）。
	Coinbase（COIN）	628.4 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。
	Circle（CRCL）	未上市交易	公司是第二大稳定币 USDC 的发行商，将于纽交所上市，代码，CRCL。
	比特小鹿（BTDR）	25.10 亿	第一大稳定币 USDT 发行商 Tether 持有公司 21.4% 股份。

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