



【稳定币及 RWA 阅读手册：市场数据、技术特性与应用场景】

一、稳定币的定义、产生契机及发展阶段

(一) 什么是稳定币？

稳定币是部署在区块链上，通过算法或抵押机制（试图）锚定法币的加密货币，旨在解决加密资产高波动问题，兼具区块链上的交易便捷性与价值稳定性。核心价值在于**连接传统金融与加密货币生态**。稳定币并不是区块链“原住民”。每条区块链通常只有一种“原生代币”，如比特币或以太币。稳定币是开发人员通过代码（智能合约，如以太坊 ERC-20 标准）加到区块链上的“衍生代币”。目前，约 50% 稳定币部署在以太坊公链，但越来越多的稳定币迁移到 Solana、Tron 等其他智能公链。

(二) 加密货币领域为什么需要稳定币？

稳定币的出现是为了便利化区块链上交易和价值储存。比特币和以太币价格波动剧烈，年化波动率高达 100%。相比之下，标普 500 指数只有 20%，黄金 18%。剧烈波动让加密货币更像是投机用风险资产，而非稳定贮存价值、交易或计价的货币；稳定币的出现就是为了解决这个问题。若作类比，美元是传统金融领域的“中介货币”（vehicle currency），则稳定币就是加密资产世界“中介货币”。

(三) 稳定币目前发展阶段？

稳定币发展迅速，但仍处于初期阶段。2020 年初，所有稳定币总市值不足 60 亿美元；2021 年一年，稳定币市值增长了 25 倍至 1520 亿美元；2024 年，稳定币的总交易额高达 27.6 万亿美元，首次超越 Visa 和万事达卡的年度交易总额（约 25.5 万亿美元）。进入 2025 年，一、二季度链上清算规模分别达 3.7 和 2.6 万亿美元，年化交易量预计突破 10.4 万亿美元。截止 **2025 年 6 月，稳定币总市值达 2517 亿美元历史新高，较年初增长 22%，占加密资产市场 7%，其中 99% 锚定美元。**¹

¹ 来源：Dune Analytics 链上数据追踪；CoinMarketCap 2025 年 6 月月度报告；Chainalysis 2024 年报告。



二、稳定币的技术架构、代表案例及核心特征

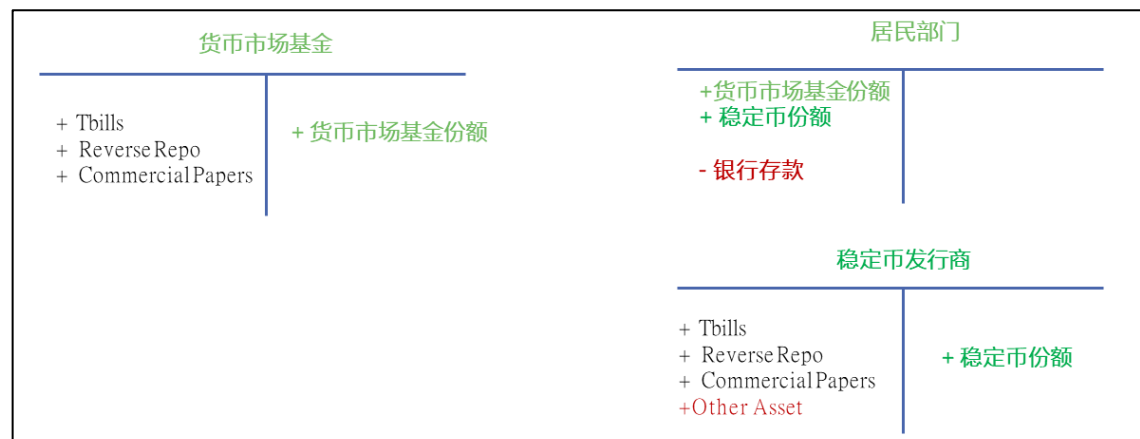
(一) 链下抵押稳定币（占比超 90%）

技术架构：以法币、国债、商业票据等传统资产为抵押，发行等量稳定币。

代表案例：**USDT（泰达币）**，全球规模最大，市值超 1600 亿美元（占稳定币市场 65%），截至 2025 年二季度，USDT 资产构成中银行存款占比 45%、商业票据占比 28%、美国国债占比 17%；**USDC（USDCoin）**，由 Circle 发行，100%储备金支持，透明度较高，2024 年市值增长 78%至 439 亿美元，2025 年上半年再增长 43%，目前市场份额 25%。²

稳定机制：链下抵押型稳定币的稳定机制类似于货币市场基金，依靠稳定币发行商资产端所持有的高流动性的安全资产应对刚性赎回压力，负债端通过智能合约在公链上发行稳定币。投资者既可以直接用美元在一级市场中申购稳定币，也可以在二级市场中交易稳定币。如果二级市场中价格跌破（升破）\$1，则投资者理论上可以从二级市场中低价买入（卖出）稳定币并向发行商按\$1 赎回（申购）以套利，这将二级市场的稳定币价格锚定在 1 美元附近。

图 1：居民部门和稳定币发行商资产负债表的变化示例



数据来源：GMF Research。

(二) 链上抵押稳定币（占比约 5%）

技术架构：以加密资产（如 ETH、BTC）为抵押，通过智能合约控制发行量，抵押率通常超 150%。

代表案例：**Dai**，基于以太坊，用户抵押 ETH 生成 Dai，2024 年抵押率维持在 180%-200%，通过套利机制维持 1 美元锚定，市值约 47.9 亿美元。

² 来源：Tether 2025 年二季度储备报告；Circle 官方披露数据；Defillama。



(三) 算法稳定币（占比不足 3%）

技术架构：依赖算法调节供需关系维持币值，无实际抵押品。

代表案例：TerraUSD (UST)，2022 年因算法漏洞引发“死亡螺旋”，价格暴跌至 0.2 美元，不仅令其底层公链系统彻底归零，甚至引发了传统金融市场的恐慌，成为行业警示案例。

(四) 核心特征

总结上述三类稳定币，可以发现他们大多具有三类核心特征。

- 锚定机制：**绝大多数稳定币具有锚定机制。其中，链下抵押型稳定币试图 1:1 锚定法币，如 USDT 通过储备现金、国债等资产维持币值稳定，USDC 则 100%由美元现金或短端美债支持；而链上抵押型稳定币（如 Dai）则依赖超额抵押的加密资产（如 ETH）和套利机制。
- 部署于公链上：**基于公链（如以太坊）实现 24 小时跨境转账，结算速度较传统 SWIFT 系统提升万倍，手续费降低 90%以上。
- 私人部门发行：**由私营企业（如 Tether）或去中心化协议发行，无央行信用背书，需依赖抵押品或算法维持信任。例如，USDT 发行方 Tether 曾因未公开审计报告被美国监管机构调查，2021 年后才开始季度披露储备构成。

表 1：2025 年 6 月主要稳定币的市值和市场份额

稳定币类型	市值(亿美元)	市占率	主要应用场景
USDT(泰达币)	1636.05	65%	加密货币交易、跨境汇款
USDC(USDCoin)	629.26	25%	DeFi 借贷、合规支付
DAI(去中心化稳定币)	47.93	2%	DeFi 借贷、链上金融
FRAX(算法稳定币)	10.63	0.4%	链上投机、算法金融

数据来源：CoinMarketCap, Defillama。

三、稳定币的应用场景

(一) 金融效率提升

跨境支付革新：稳定币占全球跨境支付交易量从 2023 年的 7%升至 2024 年 10%，非洲、拉美等新兴市场因本币波动风险，成为稳定币主要应用区域。例如，非洲约 60%人口无银行账户，通过稳定币实现“无账户跨境支付”，单笔手续费低于 1%，耗时仅 5 秒。



DeFi 生态基石：作为去中心化金融（DeFi）“中介货币”，稳定币支持借贷、交易等场景。其中，借贷业务质押收益率通常在 3.5%-5%之间，高于传统银行存款利率；另一个重要应用场景是交易媒介，在去中心化交易所（DEX）中，稳定币占交易量的 60%以上，成为连接不同加密资产的桥梁。

（二）普惠金融价值

稳定币为无银行账户群体提供金融服务入口。2024 年，全球约 13 亿无银行账户人口中有 10%通过稳定币接触金融服务，如东南亚跨境小电商通过稳定币（USDT）收款，再通过香港持牌交易所兑换为法币，手续费仅万分之三，耗时缩短 70%。

表 2：稳定币在不同地区跨境支付中的应用案例

地区	主要稳定币	传统汇款成本	稳定币汇款成本	节省比例	应用平台
菲律宾-美国	USDT	10%	3%	70%	Remitano
印尼-新加坡	USDC	8%	2.5%	69%	Paxful
墨西哥-美国	USDT	9%	2%	78%	Ripple
非洲-欧洲	DAI	12%	4%	67%	AAVE

数据来源：CoinMarketCap, Defillama。

四、稳定币的潜在风险和监管框架演变

（一）金融稳定风险

挤兑与死亡螺旋：一旦稳定币遭遇大规模挤兑，发行商抛售其持有的商业票据等传统金融资产，恐慌情绪甚至引发传统金融市场的挤兑。如 UST 崩盘时，用户抛售 UST 兑换原生代币 LUNA，导致 LUNA 价格暴跌，进一步冲击 UST 锚定，形成恶性循环。类似风险可能传导至其他算法稳定币。

存款搬家与金融脱媒：目前稳定币存款的利息远高于实体经济中银行存款或货币市场基金。原因一方面来自 DeFi 催生了大量的交易、投机、加杠杆需求，使得“稳定币”需求较高；另一方面，新 DeFi 项目层出不穷，其就像新成立的银行一样，常选择高利率来“揽储”根据美联储 2025 年 5 月利率监测报告，DeFi 借贷收益率 3.5%-5%，远高于同期美国活期存款利率 0.5%-1%。如果以稳定币和智能合约为代表的去中心化金融进一步发展，甚至可能加剧传统金融机构业务流失，引发金融脱媒。



（二）监管与合规挑战

透明度缺失：稳定币本身面临合规与透明度欠缺的诟病。例如 USDT 曾因未公开审计报告被美国 CFTC 调查，2021 年后才开始季度披露储备构成。欧盟《加密资产市场监管法案》（MiCA）要求稳定币发行人必须获得电子货币许可证，USDT 因不合规于 2024 年底退出欧盟市场。

货币替代和资金外流风险：强势货币的成熟稳定币可能将具有较大技术优势和网络效应，引发部分新兴经济体的货币替代。新兴市场国家可能因稳定币广泛使用出现“美元化”，削弱本币主权。例如，阿根廷居民 2024 年持有稳定币规模占 GDP 的 3%，加剧央行货币政策调控难度。

（三）稳定币监管框架与政策演变

美国，2025 年 6 月通过《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（GENIUS 法案）。该法案要求稳定币发行方必须将 100% 储备资产配置为美元现金或 93 天以内到期的短期美国国债，并严格限制非持牌机构进入市场。法案还规定，**稳定币发行方必须每月公开披露其储备金构成**，以增强透明度。这一监管框架旨在确保稳定币的稳定性，同时防止其对传统金融体系的冲击。

中国香港，2025 年 5 月立法会通过《稳定币条例草案》，并已于 8 月 1 日正式生效。该条例规定，**在香港发行法币稳定币或宣称锚定港元价值的稳定币，必须向金融管理专员申领牌照**。这一监管框架旨在规范稳定币市场，同时支持香港打造“国际虚拟资产枢纽”的战略目标。

欧盟，2025 年 6 月 25 日，欧盟委员会新规允许境外稳定币在欧盟流通，但要求发行方须满足抵押透明度要求。

五、稳定币与大类资产配置如何连接？

（一）稳定币对传统金融市场的影响

稳定币与传统金融市场相关性上升，稳定币与传统金融资产之间的关联性日益增强，这一趋势对全球金融市场产生了深远影响。2020 年后，美股（标普 500）与比特币相关性升至 0.7，而稳定币作为



连接两者的重要工具，其价格稳定性对整体市场具有重要影响。部分美国上市公司因持有加密资产，股价受稳定币流动影响显著，例如，MicroStrategy 持有价值超 40 亿美元的比特币，其股价与 USDT 市值波动呈现强相关性。

在货币政策传导方面，稳定币已成为美联储政策的一个观察窗口。2022-2024 年，随着美联储进入加息周期，香港金管局同步上调基准利率，1 个月港币 HIBOR 从约 2.5%逐步升至 4.5%左右，这一变化与稳定币市场密切相关。稳定币发行商通常持有大量美元资产，其投资策略和储备管理直接影响美元流动性，进而影响全球利率水平。

在资本流动方面，稳定币为全球资本提供了新的流通渠道。2025 年，美国财政部长贝森特表示，“稳定币生态系统将推动私人部门对美国国债的需求，有望降低借贷成本、有助于控制国家债务、吸引全球用户加入以美元为基础的数字资产经济”。这一观点反映了稳定币在美元霸权延伸中的重要性。

在风险传染方面，稳定币与传统金融资产之间的风险关联性日益增强。例如，2022 年 Terra USD 的崩盘事件导致加密货币市场市值蒸发约 1 万亿美元，同时影响了部分传统金融市场。这表明稳定币市场的风险可能通过资本流动和市场情绪传导至传统金融体系。

表 3：稳定币与传统金融资产的相关性数据

资产类别	与稳定币相关系数	影响机制	风险传导路径	2025 年预测
美元指数	0.85	储备资产价值波动；货币政策影响	美元强弱影响稳定币需求；政策调整影响市场预期	美元走弱；稳定币需求上升
美国国债	0.78	稳定币储备配置；流动性需求	储备资产变化影响稳定币价格；国债收益率波动影响质押收益	美债需求增加；收益率下降
股票市场	0.65	市场情绪；资金流动	加密货币市场波动影响稳定币需求；稳定币流动性支持股市估值	相关性增强；双向影响
黄金	0.55	避险需求；储备资产替代	市场不确定性增加稳定币避险需求；储备资产多元化影响价格	相关性下降；黄金仍是主要避险资产

数据来源：Bloomberg，作者整理。

(二) 投资者关注事项

风险对冲工具：在加密资产组合中配置稳定币（如 USDC），降低整体波动性。例如，比特币与 USDC 的相关性为-0.3，可对冲加密资产价格波动风险。



套利与收益机会：利用链上抵押稳定币（如 Dai）参与 DeFi 借贷，获取年化 5%-15%的收益，但需注意智能合约风险。例如，通过 Aave 协议抵押 ETH 借入 Dai，再投资于高收益流动性池。

远离算法稳定币：算法机制尚未成熟，UST 崩盘证明其存在系统性风险，避免投机性配置。2024 年，算法稳定币市值占比已从峰值 12%降至 3%。

（三）长短期的配置策略

短期流动性管理：对于需保持高流动性的投资者，链下抵押型稳定币是理想选择。这类稳定币具有相对较高透明度和合规性，或受到监管，而波动率亦相对较低。配置比例不超过投资组合的 15%，以应对短期资金需求。

中长期收益获取：对于追求稳定收益的投资者，可选择在受监管的 DeFi 平台上支持质押融资服务的链下抵押型稳定币或链上抵押型稳定币。既具有高于传统银行存款利率，同时保持了价格稳定性。配置比例不超过投资组合的 10%，以获取相对安全的收益来源。

六、RWA 的相关问题解答

（一）RWA 的定义与核心特征

RWA（实物资产代币化） 指通过区块链技术将现实世界的资产所有权，转化为链上数字代币的过程。RWA 项目覆盖了多元化的资产类别，包括但不限于证券、供应链金融（如 Polytrade）、抵押信贷（如 Goldfinch）、房地产、私募股权，贵金属、指数基金等，其核心是将现实世界资产的代币化（Tokenization），使每一枚代币代表现实世界资产的部分所有权或收益权，同时保留现实世界资产原有的分红、投票等权益。例如，一家上市公司的股票可被拆分为数百万个代币，投资者可小额购买并在链上交易。截至 2025 年 6 月，全球 RWA 资产总额已突破 230 亿美元。理论上，这一模式可进一步拓展至所有具备经济价值的资产类别，涵盖金融产品、汽车、艺术品等。波士顿咨询预测，到 2030 年，全球 RWA 市场规模将达到 16.1 万亿美元，占全球 GDP 的 10%。



RWA 和资产证券化具备一定相似性，可以视作链上版本，其整体流程主要有三个环节：首先，**链下确权**，通过法律合规程序完成资产权属确认和价值评估；其次，**链上映射**，将资产权益映射至区块链，生成对应代币。；最后，**链上治理**，通过智能合约实现收益分配、质押清算等自动化管理例。

对金融中介和投资者而言，**稳定币 RWA 最大的意义在于拓宽了金融产品的广度**。传统上缺乏流动性的资产，比如房地产、艺术品、私募股权、知识产权等等可以通过代币化切割成小单位上链，从而具备足够高的流动性。未来还有一种可能，那就是股票、债券等标准化金融产品在链上世界新增了一个流转市场，有助于再度提升投资者资产配置的灵活性。

（二）香港发展 RWA 相关实践案例及独特优势

传统金融机构案例——广发证券发行的 GF Token： 首单每日计息代币化证券，锚定美国隔夜利率（SOFR），支持多币种认购，投资者可通过券商或交易所渠道持有。创新点包括，链上记账+线下兑付结合，既满足监管对身份绑定的要求，又实现高效结算。

金融科技公司案例——蚂蚁数科与朗新集团合作： 将充电桩收益权代币化，在香港沙盒内完成 1 亿元融资，成为金管局 Ensemble 项目首批案例。

表 4：香港证券资产 RWA 的主要优势

优势类别	具体表现	案例/说明
监管框架	穿透式监管原则	SFC 将代币化证券资产纳入传统证券监管体系
	沙盒机制支持	HKMA “Emsemble 沙盒” 支持创新测试
市场定位	链接内地与全球市场	内地企业通过香港合规对接全球资本
	专业投资者基础	高净值人群和机构投资者参与度高
基础设施	稳定币支付闭环	《稳定币条例》提供链上支付基础
	跨链技术支持	“两链一桥” 模式解决数据跨境问题
资金流动	外汇管理机制	支持资金通过 ODI/37 号文备案回流



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号: AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。

© 中国建设银行(亚洲)有限公司。