

加密貨幣市場的狂熱情緒正在強勢回歸。全球第二大穩定幣發行商 Circle(CRCL.US)於近日登陸紐約證券交易所，Circle(CRCL.US)此次 IPO 發行價為每股 31 美元，遠超此前預期的 24-26 美元定價區間，由於需求激增，原本計畫發行的 2400 萬股也擴大至超過 3400 萬股。上市首日 Circle(CRCL.US)股價便引發市場瘋搶，首日開盤價飆升 122.58% 至 69 美元，盤中最高觸及 103 美元，最大漲幅達 234.68%。截至 6 月 13 日 Circle(CRCL.US)股價報 133.56 美元，上市後累計漲幅達 330.84%，成為市場關注的焦點。Circle(CRCL.US)公司所處行業競爭格局如何，後市如何看？

## Circle 上市後股價飆升，哪些積極因素在促進？後市如何看？

Circle(CRCL.US)作為“穩定幣第一股”，其首次 IPO 定價為 31 美元，顯著超過市場此前預期的 24-26 美元區間，獲得超 20 倍超額認購，募資總額接近 11 億美元。自 2025 年 6 月 5 日上市以來，Circle(CRCL.US)的股價表現引發市場廣泛關注：根據公開信息其上市首日開盤漲 122.58%，盤中一度觸發熔斷機制，最大漲幅達 234.68%，最終收盤價為 83.23 美元，較發行價 31 美元累計上漲 168.5%。隨後幾天股價繼續上漲，截至 6 月 13 日 Circle(CRCL.US)股價累計漲幅突破 300%，遠超其 IPO 階段的預期。

圖一：Circle(CRCL.US)上市後股價表現情況



資料來源：Wind



➤ **CIRCLE 商業模式如何？如何看待其行業競爭格局？**

Circle(CRCL.US)是一家成立於 2013 年的美國金融科技公司，總部位於波士頓，由傑裏米·阿萊爾 ( Jeremy Allaire ) 和肖恩·內維爾 ( Sean Neville ) 聯合創立。公司早期專注於比特幣支付和跨國轉賬服務，後轉型為全球領先的穩定幣發行商，推出了與美元 1:1 掛鈎的 USDC 穩定幣。

Circle(CRCL.US)的核心業務圍繞穩定幣發行、全球支付基礎設施、合規金融服務等業務展開，在穩定幣發行業務上，Circle(CRCL.US)發行的 USDC 是全球第二大美元穩定幣，總供應量達 600 億美元 ( 截至 2025 年 6 月 )，1:1 錨定美元，儲備資產由 80%短期美國國債和 20%現金存款構成，後者存儲於全球系統重要性銀行 ( GSIB ) 以降低風險。儲備資產每日由第三方審計並公開披露，形成“現金 + 國債”的合規資產池，符合美國《GENIUS 法案》對“高質量流動資產的要求。2024 年 USDC 儲備利息收入達 16.76 億美元，占 Circle(CRCL.US)總收入的 99%。

圖二：USDC 發行量情況



資料來源：公司官網

另外，在全球支付基礎設施上，Circle(CRCL.US)的金融支付網路 ( CPN ) 是其構建全球跨境支付基礎設施的核心業務之一，旨在通過穩定幣 ( 如 USDC ) 與法幣的結合，解決傳統跨境支付的高成本和低效率問題。CPN 的核心功能包括即時跨境結算、外匯路由與聚合、鏈上與鏈下融合支付，以及嚴格的合規管理。其合作夥伴涵蓋德意志銀行、桑坦德銀行等 4 家國際銀行，以及 dLocal、Flutterwave 等 28 家支付平臺，並通過技術整合連接 2000+機構，覆蓋企業供應鏈付款、個人匯款及開發者生態等場景。CPN 的營收模式主要包括支付手續費、外匯價差和網路費用，但根據 2024 年數據，其直接收入占 Circle(CRCL.US)總營收( 16.76 億美元 )的比例較小，約 1%( 即約 1517 萬美元 )，而 Circle(CRCL.US)的 99%營收仍依賴於 USDC 儲備金的利息收入 ( 約 16.76 億美元 )。CPN 的間接價值在於通過提升



USDC 流通量 (2024 年流通量達 601 億美元，占穩定幣市場 29%) 擴大儲備金規模，從而增強利息收入。未來，CPN 若能滲透全球跨境支付市場 (預計 2025 年穩定幣轉賬量達 30 萬億美元)，有望通過手續費收入成為 Circle(CRCL.US) 的新增長點，但需面對傳統支付巨頭的競爭、合規監管壓力及技術流動性風險等挑戰。

圖三：USDC 交易額以及支持國家數量情況

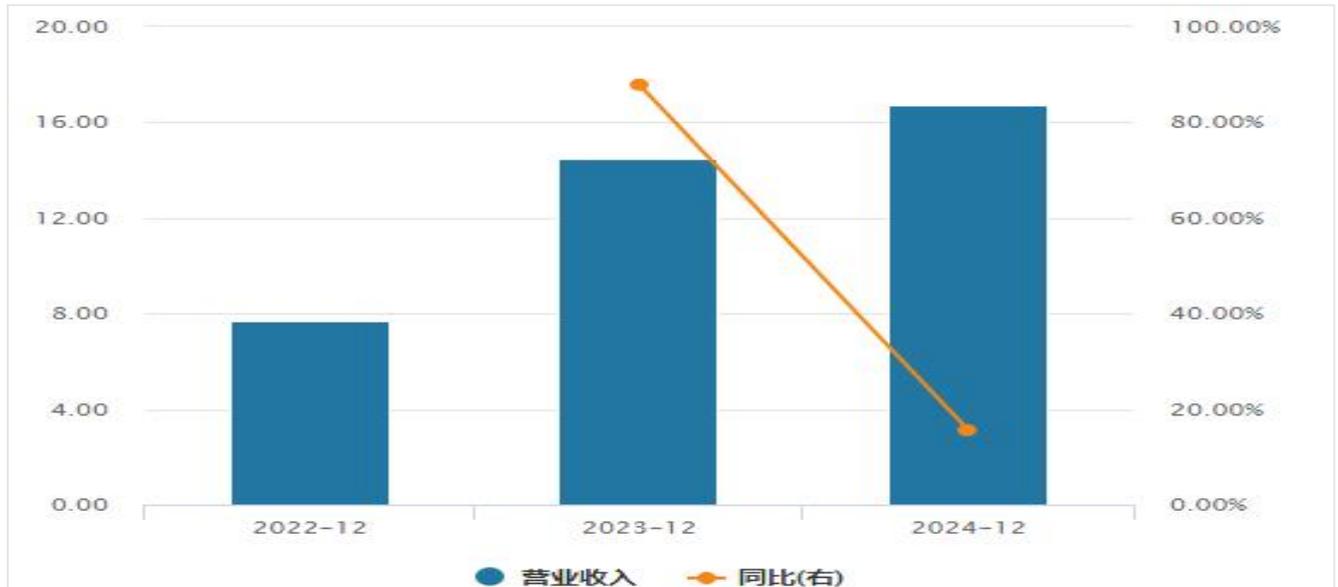


資料來源：公司官網

業績來看，Circle(CRCL.US) 的營收高度依賴於 USDC 儲備金利息收入，近三年呈現顯著增長。2022-2024 年，公司總收入 (含儲備金收益) 分別為 7.72 億、14.50 億和 16.76 億美元，同比增速達 87.9% (2023 年) 和 15.6% (2024 年)。其中，儲備金利息收入占比持續超 95% (2022 年 95%，2023-2024 年均為 99%)，表明其核心業務模式完全建立在 USDC 儲備資產的利差收益基礎上，易受利率週期波動影響。



圖四：Circle(CRCL.US)近 3 年營收情況



資料來源：Wind

盈利表現方面，Circle(CRCL.US)因儲備金利息收入幾乎無直接成本，業務毛利空間極高。2023 年實現淨利潤 2.71 億美元，2024 年經營利潤達 1.67 億美元，淨利潤為 1.56 億美元，首次實現連續兩年盈利。儘管 2024 年總運營支出同比上升 8.5% (增至 4.92 億美元)，但得益於儲備金規模擴張及高利率環境，公司仍維持較高盈利水準。值得關注的是，運營支出增長主要源於分銷成本(如與 Coinbase 的合作費用)及合規投入，未來若能通過收入多元化對沖利率風險，盈利能力或更具韌性。

圖五：Circle(CRCL.US)近 3 年淨利潤情況



資料來源：Wind



\*全球第二大穩定幣發行商，核心競爭力強

穩定幣市場競爭格局高度集中，市場頭部效應顯著。根據 rwa.xyz 截至 2025 年 6 月的數據，全球穩定幣市場呈現“強者恒強”的特徵，前三名穩定幣合計佔據 92% 的市場份額，其中 Tether 發行的 USDT 以 1512 億美元市值佔據絕對主導地位（市場份額 63.89%），Circle(CRCL.US)發行的 USDC 以 590 億美元位列第二（25.06%）。值得注意的是，USDT 與 USDC 合計壟斷了 89% 的市場份額，形成“雙巨頭”主導的競爭格局，其餘穩定幣（如 BUSD、DAI、FRAX 等）合計僅占 11% 的份額，且多數處於邊緣化狀態。

圖六：全球穩定幣市場競爭格局情況

#	Issuer	RWA Count	Market Cap	30D%
1	Tether Holdi...	19	151,995.0M	▲ 2.84%
2	Circle	28	\$58,890.0M	▲ 0.82%
3	Sky	4	\$7,637.5M	▲ 5.64%
4	Ethena	2	\$5,991.1M	▲ 22.45%
5	Binance	2	\$4,596.4M	▼ 0.47%
6	First Digital L...	3	\$1,504.1M	▲ 0.29%
7	Pallas Fund	4	\$1,456.0M	▲ 1.09%
8	Paxos	5	\$1,142.6M	▲ 10.85%
9	USDD Proto...	1	\$745.9M	▼ 1.43%
10	Usual	1	\$620.0M	▼ 4.48%

資料來源：rwa.xyz

在核心競爭優勢上，認為 Circle(CRCL.US)的核心競爭力源於其在合規框架、技術架構、生態協同和機構信任上的系統性優勢，這些要素共同構建了穩定幣行業難以複製的護城河。

首先在監管合規上，Circle(CRCL.US)是全球首個將穩定幣業務納入傳統金融監管體系的企業，其合規框架已成為行業標杆：其持有美國 FinCEN 貨幣服務牌照、歐盟電子貨幣機構（EMI）牌照、紐約州 BitLicense 等 55 張全球核心地區牌照，並通過子公司滿足加拿大 VRCA（價值相關加密資產）等新興監管要求。這種全球合規佈局使其能夠無縫對接傳統金融機構和主權國家的支付系統。其儲備資產也具備高度的透明化和合規化，其 USDC 的儲備由 80% 短期美國國債和 20% 全球系統重要性銀行（GSIB）現金存款構成，Circle(CRCL.US)通過每月公開第三方審計報告（如畢馬威、Grant Thornton）。



明確披露 USDC 儲備金由現金及短期美國國債全額支持，並賦予用戶優先受償權。這種透明度使其在機構投資者和監管機構中建立信任，尤其在歐美合規市場佔據優勢。

另外，Circle(CRCL.US)的技術生態整合能力是其核心競爭力的重要組成部分，主要體現在其跨鏈支付協議、DeFi 生態融合及與傳統金融基礎設施的協同創新。通過推出跨鏈傳輸協議 ( CCTP )，Circle(CRCL.US)實現了 USDC 在以太坊、Arbitrum、Polygon 等多條鏈上的無縫流通，並與 FHE 全同態加密技術結合 ( 如與 MindNetwork 合作 )，為機構級場景提供隱私保護與合規審計的雙重保障。同時，Circle(CRCL.US)深度綁定 Coinbase 生態，推動 USDC 成為 DeFi 借貸、交易所結算的核心穩定幣 ( 占以太坊穩定幣交易量的 69% )，並通過 RWA ( 現實世界資產 ) 代幣化 ( 如與貝萊德合作 ) 拓展穩定幣的應用邊界。此外，Circle(CRCL.US) Payments Network ( CPN ) 通過區塊鏈結算層重構跨境支付體系，與德意志銀行、桑坦德銀行等傳統金融機構合作，將 USDC 嵌入 SWIFT 替代方案，實現法幣與鏈上資產的無縫對接。這種技術整合能力不僅鞏固了 USDC 在 DeFi 和跨境支付的主導地位，還通過多鏈相容性、合規性及生態開放性，構建了“鏈上美元基礎設施”的護城河，為 Circle(CRCL.US) 在穩定幣市場的競爭中提供了差異化優勢。

#### \*穩定幣前景：增長迅猛，待法案落地

自 2014 年 Tether 推出首枚穩定幣 USDT 以來，穩定幣市場經歷了長達六年的緩慢發展期，直到 2020 年才迎來結構性拐點。這一轉捩點與 DeFi ( 去中心化金融 ) 生態的爆發、跨境支付需求的激增及加密資產市場基礎設施的完善密切相關。2020-2025 年間，全球穩定幣總市值從約 450 億美元迅猛增長至 2450 億美元 ( 截至 2025 年 5 月 )，年均複合增長率高達 43%。儘管當前穩定幣市值占加密貨幣總市值 ( 約 3.4 萬億美元 ) 的比例僅為 7%，但其作為“鏈上美元基礎設施”的定位已深刻重塑加密資產市場的流動性格局。

認為穩定幣市場規模的擴張主要由三大核心驅動力共同作用：

其一，支付結算場景的效率優勢。相較於傳統法幣的跨境延遲 ( 通常需 2-5 個工作日 ) 與高昂手續費 ( 平均成本約 6.8% )，穩定幣憑藉即時結算能力 ( 秒級到賬 )、低交易成本 ( 以太坊鏈上 Gas 費約 0.01-0.1 美元/筆 ) 及規避匯率波動風險的特性，成為高頻小額支付 ( 如跨境匯款、電商結算 ) 的首選工具。例如，MoneyGram 與 Circle(CRCL.US)合作的 USDC 跨境支付方案已實現 90%的交易在 48 小時內完成，成本降低 30%。

其二，加密資產生態的底層基礎設施需求。穩定幣作為加密市場的“價值錨點”，既是 DeFi 借貸、衍生品交易的抵押品 ( 如 Aave、Compound 協議中 USDC 占抵押資產的 65% )，也是交易對的基準標的 ( Coinbase 上 USDT/ETH 日均交易量達 40 億美元 )。隨著加密市場總市值從 2020 年的 1.2 萬億美元增長至 2025 年的 3.4 萬億美元，穩定幣需求呈現指數級增長。



其三，地緣政治與經濟動盪催生的“貨幣替代效應”。在美元信用承壓、主權貨幣超發背景下，穩定幣成為新興市場用戶規避貨幣貶值（如阿根廷比索年通脹率 300%）、外匯管制（如中國資本帳戶限制）及主權風險（如俄羅斯盧布國際化受阻）的替代性資產。例如，Libra（現 Diem）專案雖未落地，但其在非洲、東南亞的試點已顯示穩定幣對法幣的潛在替代能力。

在政策層面上，2025 年 5 月，《GENIUS 法案》( Global Economic and National Security Innovation for U.S. Currency Act ) 在美國參議院完成程式性投票，正式進入最終審議階段，標誌著美國對“支付型穩定幣” ( Payment Stablecoins ) 的監管框架邁出關鍵一步。該法案旨在構建一套系統性合規規則，涵蓋發行資格、儲備金要求、反洗錢義務、用戶保護及資訊披露等核心領域。

其核心條款主要包括 4 項內容：一是 100% 合規儲備金要求：每發行 1 美元穩定幣需持有至少 1 美元的合規資產（僅限現金、保險存款、短期國債或回購協議）；二是透明化披露機制：發行方須每月公開儲備金構成及未償付穩定幣總量；三是聯邦監管門檻：發行規模超 100 億美元的發行人需納入美聯儲及財政部監管體系；四是明確限制發行方通過穩定幣池獲取利息收益，防止金融風險外溢。

法案的推進標誌著美國正加速構建加密資產的合規監管體系。未來，如果主要監管法案能夠正式落地，將為市場發展注入新的動力。其一，監管合法化將強化穩定幣的“社會共識”。通過聯邦立法形式確立穩定幣的合規路徑，不僅為市場提供明確的法律預期（如避免 2022 年 Terra/LUNA 崩盤事件的重演），還將提升機構投資者與傳統金融機構對穩定幣的接納度。例如，銀行、資產管理公司及跨國企業可能更願意將穩定幣納入跨境支付、工資結算及資產配置體系。其二，美國政府的戰略意圖將加速加密貨幣的全球擴張。法案背後的深層邏輯是：一方面，通過穩定幣儲備金對美債的依賴（法案要求儲備資產優先持有短期國債），間接擴大美債需求並鞏固美元霸權；另一方面，在全球數字貨幣競爭（如中國的數字人民幣、歐盟的數字歐元）中搶佔先機，推動美國主導的“鏈上美元基礎設施”成為國際結算新標準。

整體來看，《GENIUS 法案》的推進標誌著美元穩定幣首次獲得聯邦級監管框架，這一進展不僅為市場注入強心劑，更可能成為加密資產邁向主流金融體系的關鍵轉捩點。法案通過設定嚴格的儲備金透明度、發行合規性及用戶保護機制（如要求穩定幣發行人持有 100% 合規資產並每月披露儲備構成），有效解決了此前市場對穩定幣“黑箱操作”的擔憂。例如 Circle (CRCL.US) 的 USDC 已完全符合法案要求，而 Tether 的 USDT 因部分儲備金包含銀行存款（不符合法案對“現金或短期國債”的限定）可能面臨合規壓力，這或將加速穩定幣市場的優勝劣汰。

除美國之外，全球其他眾多地區都在加速推進穩定幣監管工作，以應對日益激烈的穩定幣競爭局面。2025 年 5 月，中國香港特區立法會正式通過《穩定幣條例草案》，標誌著全球穩定幣監管格局再添重要一環。該法案以牌照監管體系為核心，要求穩定幣發行機構滿足資本充足性（最低 2500 萬港元實



繳股本)、儲備資產流動性(僅限現金、短期國債等高流動性資產)、反洗錢(AML)合規及風險管理等嚴格標準。與美國《GENIUS 法案》聚焦美元穩定幣主導地位的策略不同，香港的監管框架更強調國際化與多元性，此舉不僅強化了香港作為國際金融中心的地位，還吸引了渣打銀行、京東幣鏈科技等機構參與沙盒測試，加速港元穩定幣的商業化進程。利好港股方面，眾安線上(06060.HK)旗下眾安銀行是香港首家為穩定幣發行方提供儲備銀行服務的持牌數字銀行，已與金管局首批沙盒參與者圓幣創新科技(RD InnoTech)達成合作，成為其儲備託管方。作為香港唯一具備穩定幣儲備銀行資質的機構，眾安銀行將直接承接合規穩定幣發行方的資金沉澱，預計帶來百億級港元增量存款。眾安線上受益於此股價5月以來漲幅累計漲超50%。

### \*CIRCLE(CRCL.US)有何潛在風險

Circle(CRCL.US)的收入對利率具有高度依賴性，2024年其儲備收益達16億美元，但這一模式完全受制於美聯儲貨幣政策。若利率從當前水準下降1%，Circle(CRCL.US)年收入可能減少4.41億美元。隨著全球經濟放緩和降息預期升溫，其盈利能力將面臨直接挑戰。

在市場需求的週期性波動方面，USDC的流通量與加密市場活躍度高度相關。在熊市或系統性風險(如FTX崩盤、矽谷銀行危機)中，用戶可能大量贖回USDC，導致儲備資產規模縮水和利息收入下降。歷史數據顯示，受Terra與FTX平臺崩盤事件影響，Circle(CRCL.US)於2022年蒙受7.688億美元巨額虧損；2023年其合作夥伴矽谷銀行破產後市場恐慌加劇，USDC遭遇大規模拋售，直接導致其流通市值驟降50%。

另外，在市場競爭方面Circle(CRCL.US)面臨著USDT的長期壓制與傳統巨頭入場的挑戰。USDT以64%的市場份額穩居第一，且通過高流動性和更低的分銷成本維持優勢。同時，PayPal、摩根大通等傳統金融機構已推出或計畫推出自有穩定幣，利用其用戶基礎和支付網路爭奪市場份額。Circle(CRCL.US)的合規優勢可能被稀釋，尤其是在機構客戶和跨境支付場景中，若未來出現更高效的跨鏈協議或央行數字貨幣(CBDC)，可能削弱USDC作為“數字美元”的不可替代性。

整體來說，Circle(CRCL.US)此次IPO引發了市場在穩定幣領域的極大關注。Circle(CRCL.US)無論從發行規模還是發行價格上均超市場預期，並且其上市後股價累計漲幅超過300%，充分體現了資本市場對其業務模式和行業地位的高度認可。Circle(CRCL.US)的成功背後與其核心資產USDC的行業領先地位密不可分。目前USDC市值約占全球穩定幣市場的25%，僅次於Tether的USDT。其錨定美元的1:1儲備機制、透明的審計報告以及合規性優勢，使其成為機構投資者和跨境支付場景的首選工具。此次IPO通過引入傳統金融機構投資者(如摩根士丹利、高盛等)，進一步強化了穩定幣與傳統金融的紐帶，為行業監管框架的完善提供了實踐樣本。展望後市，認為隨著美國“GENIUS法案”後續順利通過，將為Circle(CRCL.US)帶來諸多戰略性利好。業績預測上看，收入端預計Circle(CRCL.US)2025



年的收入為 24 億美元(+42%)，淨利潤有望達到 4 億美元(+55%)。從估值上看，Circle(CRCL.US)當前短期估值明顯偏高，其 PS 約為 11 倍(對比 Coinbase 為 4 倍，PayPal 為 2.5 倍)，EV/EBITDA 約 72 倍，行業平均區間為 10-20 倍，顯示出明顯的估值溢價，認為 Circle(CRCL.US)的短期估值已將未來 3 年的增長預期計入。若其未來幾年的實際增速不及預期，其短期估值可能回調。從長期來看，若穩定幣成為全球支付基礎設施，Circle(CRCL.US)的合規性可能支撐其成長為“數字美元銀行”，估值上限可達 500 億美元。綜上，Circle(CRCL.US)在合規化和全球化趨勢下具備長期增長潛力，但短期估值需消化市場情緒溢價，投資者應結合基本面兌現能力與行業週期動態評估風險收益比。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

