

# AI 自主支付：机器付钱时代，收单卡口在哪一段

AI 自主支付 · 机器付钱时代的收单卡口 —— 清算 × 稳定币 × Agent 发卡，钱流卖铲子卡哪一段

AI Agent 不缺「会买东西的脑子」，缺一条「机器能自己付钱的轨道」。但支付协议层（x402 / Google AP2 / OpenAI–Stripe ACP）已全部开源、零费、定价权被设计掉——投协议本身等于投一个不收费的开放标准。真正的卡口下沉到协议「之下」的三层轨道：

- ① 清算（Visa/Mastercard, 0.2–0.3% × 万亿量级的收租机器，但 AI 增量非主驱动、去中介化是慢变量）；
- ② 稳定币结算（USDC 是 Agent 链上 98.6% 的默认结算币，赚的却是「储备利息」而非「过路费」——没有涨价权、对利率敏感、约一半利息分给 Coinbase）；
- ③ Agent 发卡与单栈编排（Marqeta 唯一可投纯玩家、Stripe 最强但未上市、Adyen 可买但非美股）。一句必须先说的冷水：这条轨道「叙事远超兑现」——当前 Agent 链上结算累计仅约 7,300 万美元、x402 近 30 天仅 2,424 万美元，占全球支付 0.0001% 级别；各家挂在嘴边的 2030E「3–5 万亿 TAM」是「被 Agent 编排的零售 GMV」，不是支付收入，二者差几百倍。最佳姿态是哑铃而非押注：一头配「绕不开的清算现金牛」（V/MA，稳健不透支），一头小仓位押「稳定币轨道 + Agent 发卡」期权（COIN 比 CRCL 更干净，MQ 含并购期权），回避入口钱包与红海收单（PYPL/XYZ/GPN/FI）。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 现价 / 市盈率 / 市值 / 52 周涨幅取自 2026-06-18 实时行情 API。评级 ● 受益且可配 / ● 受益但有硬伤·中性 / ● 承压·题材搭车·回避。

## 一、投资要点

一句话框架：AI Agent 不缺「会买东西的脑子」，缺一条「机器能自己付钱的轨道」。谁卡住这条轨道，谁就是 Agent 经济的卖铲子。

1. 协议层不是瓶颈。x402 (Coinbase 已捐给 Linux 基金会、零协议费)、Google AP2、OpenAI×Stripe 的 ACP——全部走开源路线，谁也收不到「协议费」。投协议本身 = 投一个不收费的开放标准，违背真瓶颈「定价权在卖方」这一条。**alpha 必须下沉到协议之下。**

1. 真卡口在三层轨道：① 清算 (Visa/Mastercard)；② 稳定币结算 (USDC = Circle/Coinbase)；③ Agent 发卡与单栈编排 (Marqeta/Adyen/Stripe)。卖铲子卡这三段，不投终端钱包入口。

1. 先泼一盆冷水：这条轨道「叙事远超兑现」。当前 Agent 链上结算累计仅约 7,300 万美元、x402 近 30 天仅 2,424 万美元，占全球支付 0.0001% 级别；各家的 2030E「3-5 万亿美元 TAM」是「被 Agent 编排的零售 GMV」，不是支付收入，二者差几百倍。**按当前量估值是对的，按 2030E TAM 估值都是错的。**

1. 核心判断：真正"谁做 Agent 都绕不开"且可投的，只有清算双寡头 V/MA + 稳定币结算 COIN/CRCL + Agent 发卡纯玩家 MQ + 单栈编排 ADYEN。但每一个都有硬伤，最纯的卡口 **Stripe 未上市**。

1. 操作姿态 = 哑铃，不是押注：一头配"绕不开的清算现金牛" (V/MA，稳健、不透支，但 AI 增量非主驱动)；一头小仓位押"稳定币轨道 + Agent 发卡"期权 (COIN 优于 CRCL，MQ 含并购期权)。回避入口钱包与红海收单 (PYPL/XYZ/GPN/FI)。

1. 一个反直觉结论：在 USDC 经济里，真正闷声赚钱的是 **Coinbase (COIN) 不是 Circle (CRCL)** ——Circle 94% 收入靠储备利息，其中约一半要分给 Coinbase。买"USDC 增长"这件事，**COIN 是比 CRCL 更干净的代理**。

维度	研究部判断
协议层 (x402 / AP2 / ACP)	● 不投——开源零费、无定价权
清算轨道 (V / MA)	● 绕不开的现金牛，非 AI 纯瓶颈；去中介化是慢变量
稳定币结算 (COIN / CRCL)	● / ● Agent 默认结算币；COIN 吃分成更干净，CRCL 利率敏感
Agent 发卡 (MQ)	● 唯一可投纯玩家 + 并购期权，客户集中
单栈编排 (ADYEN / Stripe)	● / ● 最强卡口；Stripe 不可投，Adyen 非美股
入口钱包 / 红海收单 (PYPL / XYZ / GPN / FI)	● 回避——可被任意替代，非卡口

## 二、版图与时间表

### 2.1 协议层版图——百花齐放，但全开源（所以都不收费）

协议	主导方	路线	状态	真正受益
x402	Coinbase → Linux 基金会	稳定币 (USDC / Base)	开源零费 · 30 天链上 \$24.24M	CRCL / COIN
AP2 (Agent Payments Protocol)	Google	multi-rail	Apache 2.0 开源 · 60+ 伙伴	GPN(落地) / V / MA
ACP (Agentic Commerce Protocol)	OpenAI × Stripe	卡轨 / 可编程结账	开源 · 商户 4% 入口税	Stripe
Visa Intelligent Commerce	Visa	卡轨 token 化	2025-04 发布 · 2026-06 GA	V
Mastercard Agent Pay (for Machines)	Mastercard	multi-rail (卡 / 账户 / 稳定币)	2026-06-10 上线 · 30+ 伙伴	MA

**研究部判断：**协议层是开放标准之争，不是收费卡口。OpenAI 向商户收的 4% 是"入口税"，不是支付网络的钱。真正能把费率兑现到利润表的，是协议之下的清算、发行、收单三层。

## 2.2 监管与催化时间表

时间	事件	含义
2025-07-18	GENIUS Act 签署成法	首个联邦稳定币框架：100% 储备 + 月度披露 + 允许非银发行（经 OCC 批准）
2026-01-27	Tether 推美国合规版 USAT	Anchorage Digital Bank 发行、Cantor Fitzgerald 托管，首家联邦监管稳定币发行方
2026-02	Stripe 旗下 Bridge 获 OCC 信托银行牌照	发行 USDB（BlackRock 货基 1:1 支撑）；发行+清算+收单一体化
2026-03	Tempo L1 主网上线（Stripe × Paradigm）	目标 10 万+ TPS，A 轮 \$5B 估值（Visa / 德银 / Nubank 等参投）
2026-04-08	Visa Intelligent Commerce Connect	预计 2026-06 GA
2026-06-10	Mastercard Agent Pay for Machines	微支付（fraction-of-a-cent）· multi-rail · 30+ 伙伴含 Coinbase / Ripple / Solana / Polygon / Aave
2026-06-15	Nuvei 签约收购 Payoneer (\$2.75B)	收单层并购整合加速
2026-07-18	GENIUS Act 最终规则截止	生效约 2027-01；银行系发行商 2026H2 起入场

## 三、核心主线：卡口在协议「之下」的三层

### 3.1 先分清「量」的真假（存量 vs 流量）

稳定币 2025 年“处理 28 万亿美元”是调整后链上量（原始约 33 万亿），其中真实世界零售支付仅约 3,900 亿美元、不到全球支付的 0.02%；其余几乎都是 DeFi、套利、做市的链上搬运。同理 Agent 支付：2030E“3-5 万亿”是被 Agent 编排的零售 GMV，当前实际渗透 ≈ 0.0001%、2026 全年 agentic spend 约 80 亿美元。

**研究部判断：**主题是真的，但“今天能收到的支付费”极小，钱在未来（2027+）。这决定了估值纪律——这一段只能用传统估值（现金流），不能用平台 TAM × 份额。

### 3.2 第一层 · 清算轨道：V / MA = 绕不开，但不是 AI 瓶颈

- **收租机器：**Visa FY2025 净收入 400 亿美元（+11%），清算总量约 17 万亿美元，隐含 take rate ≈ 0.24%；Mastercard CY2025 净收入 328 亿美元（+16%），GDV 10.6 万亿美元，隐含 ≈ 0.31%。两网把每一笔交易抽 0.2-0.3% 的“过路费”，兑现在万亿量级。

- **Agent 时代它们做了什么：** Visa Intelligent Commerce / Mastercard Agent Pay 把 AI agent 交易 token 化、锁进自家网络；同时把稳定币"收编"成结算底层——Visa USDC 结算年化已从 35 亿升至 46 亿美元，Mastercard 在 EEMEA 扩展 USDC / EURC 结算。卡片做前端入口、稳定币做后台清算。

#### 真瓶颈四特征逐条：

特征	V / MA	判定
① 结构性供需失衡	寡头双边网络难复制 200 国受理，但非"缺货"式紧缺、无扩产瓶颈	中
② 替代不容易	发卡-收单-商户三方锁定，迁移 18-24 月；稳定币零售替代仅 0.02%	✓
③ 定价权在卖方	take rate 极稳，但天花板受反垄断 / interchange 监管压制，不能自由涨价	中
④ AI 增量是主驱动	增长主驱动是消费 / 跨境泛周期 beta，Agent 仅为期权	✗

**研究部判断：** V/MA 是 Agent 支付"绕不开的清算卡口"，但四特征只中 1.5 条——按总纲是**基础层现金牛** (●)，不是纯瓶颈 alpha，不应套平台估值。去中介化（稳定币 0 费率轨道绕开 interchange）方向真、节奏慢，当前被"稳定币收编为底层"对冲；长期是 take rate 的结构性上限。

### 3.3 第二层 · 稳定币发行：USDC 是 Agent 默认结算币，但赚的是「利息」不是「过路费」

- **双寡头格局：** 稳定币总市值约 3,210 亿美元，USDT 约 1,850 亿 / 58%、USDC 约 770 亿 / 24%。链上 Agent 交易约 98.6% 用 USDC——合规、可编程、跨协议默认。
- **商业模式的软肋：** Circle Q1'26 总营收 6.94 亿美元，其中 94% 是储备利息 (6.53 亿)，净利仅 5,500 万美元 (-15%)。这门生意没有涨价权——收入随短端利率走，且按协议约一半的平台外利息要分给 Coinbase。利率敏感性已现：Q1 储备回报率同比降 66bp，**流量 +39% 但储备收入仅 +17%**。
- **垂直整合威胁：** Stripe / Bridge 拿 OCC 信托牌照 + 自建 Tempo L1 + USDB，正把发行+清算+收单一体化；GENIUS Act 允许银行子公司发行——发卡位护城河在被侵蚀。

**真瓶颈四特征 (CRCL)：** ① 供需 = 合规发行牌照稀缺 + 网络效应 ✓；② 替代 = USDT 更大、卡网可绕道，但合规 Agent 场景 USDC 默认 (中)；③ 定价权 = 收入即利息、不能涨价兑现、且外置给分发渠道 ✗ (关键瑕疵)；④ AI 增量 = Agent 流量是纯增量 ✓。

**反直觉结论 (研究部)：** 在 USDC 经济里，**Coinbase (COIN) 是隐形大赢家**——它拿自家平台 USDC 储备利息 100%、平台外 50% (2024 年 Circle 10.1 亿分发成本里 9.08 亿付给了 COIN)，又是 x402 标准制定者、Base 是 x402 主结算网 (约 77%)。买"USDC / Agent 结算增长"，**COIN 比 CRCL 更干净** (不被分成、不单押一条利率曲线)。**估值纪律：** CRCL 从 5 月高点约 138 美元回落到 80.59 (52 周区间 49.90-298.99)，是"Agent 叙事透支后挤泡沫"。按利息现金流的传统估值看，不应再套平台 TAM。

### 3.4 第三层 · 收单 / 发卡编排：真卡口只有两处

**卡口 A · Agent 原生发卡 API：** Agent 要"自己刷卡"，需要实时签发受限作用域虚拟卡 (限额 / 限商户 / 限时)。独立纯玩家只有 **Marqeta (MQ)：** Q1'26 TPV 1,120 亿美元 (+33%)、转 GAAP 盈利——但

**Block 占其净营收 42%**（客户集中），净营收增速指引降到 **+12—14%**（定价权弱），且卡组织（Visa Flexible Credential）与大行可自建去中介。它是“**唯一可买的 Agent 发卡纯玩家 + 并购标的**（Visa / Shopify / Fiserv 传闻）”，但护城河中等。

**卡口 B · 单栈一体化收单编排**：Agent 无人逐笔批准 → 认证 + 反欺诈 + 路由必须同一栈跑通，30 个拼接平台天然失效。

- **Stripe（最强 / 未上市）**：ACP 共著者、Bridge + Tempo 把发行+清算+收单一体化、私募估值一年 +74% 至 1,590 亿美元、2025 处理量 1.9 万亿（+34%）。Agent 经济的事实标准执行层——但无法直接配置。
- **Adyen（可买的次强 / 非美股）**：单栈、Q1'26 净营收 +16%、Platforms +35%、2028 EBITDA 利润率目标 >55%。短板是非美股、Agent 增量当前占比仍小。

**回避区**：传统多收单（Fiserv 有机营收 -4%、Global Payments 靠 Worldpay 并购）是充分竞争红海，且被网络层 token 化侵蚀；入口钱包（PayPal、Block）被 Agent 任意替代——“谁做 Agent 都绕不开”对它们不成立，按透镜回避。

#### 四、谁把这块钱挣走（价值分配）

层	收什么	体量 / 现状	AI 纯度
清算 (V/MA)	0.2—0.3% take rate × 万 亿量级	最大、最稳	低（稀释在泛消费里）
发行 (Circle/Tether)	储备利息（无 风险套息）	Tether 2025 净利 >100 亿美元（已较 2024 的 130 亿下滑，利率见顶回落开始侵蚀）；约一半 USDC 利息流向 Coinbase	中（利率敏感）
发卡 / 编排 (MQ/Adyen/Stripe)	处理费 + 增值	体量最小，但最贴近 Agent 纯增量	高

**研究部判断**：钱目前几乎全被“清算 + 发行”两端的大玩家挣走，最贴近 Agent 的发卡 / 编排环节还没放量——**价值洼地在发卡 / 编排，但兑现要等 Agent 支付真正起量（2027+）**。这与存储链“红利全被原厂 + 模组吃掉、主控洼地未传导”是同一种结构。

## 五、协议 → 轨道 → 可投标的 对应清单

协议 / 催化	受益轨道	可投标的
x402 (Coinbase / Base / USDC)	稳定币结算	COIN (标准+Base+分成)、CRCL (发行)
Mastercard Agent Pay for Machines	卡网清算 + 稳定币收编	MA、(间接) COIN/CRCL
Visa Intelligent Commerce	卡网清算 + token 化	V
Google AP2 落地收单	商户侧收单	GPN (题材搭车, 非卡口)
OpenAI × Stripe ACP	单栈可编程结账	Stripe (未上市)、Adyen (可买代理)
Agent 原生虚拟卡	发卡 API	MQ
新兴市场 Agent 跨境 + 稳定币	本地收单	DLO (观察)

## 六、格局：三梯队

- 第一梯队 · 绕不开且最稳 (配置): V、MA、COIN
- 第二梯队 · 真卡口但有硬伤 (小仓位 / 观察): CRCL、MQ、ADYEN (非美股)、Stripe (不可投)
- 第三梯队 · 搭车 / 红海 (回避): PYPL、XYZ、GPN、FI、FOUR、DLO

## 七、投资含义与受益标的

现价 / PE / 市值 / 52 周涨幅取自 2026-06-18 实时 API。市值单位：十亿美元 (ADYEN 为欧元)。

#	标的	现价	PE	市值 (\$B)	52w	卡位层	评级	一句话
1	V Visa	\$330.38	28.8	628	+12.4%	清算轨道	基础	绕不开的清算现金牛·AI 增量非主驱动
2	MA Mastercard	\$492.99	28.5	436	+6.1%	清算轨道	基础	增速略快于 V·稳定币策略更激进·估值更贵
3	COIN Coinbase	\$164.92	60.4	43.5	+18.3%	稳定币轨道	甜蜜	USDC 经济隐形赢家·吃 50% 分成+x402 标准+Base 主轨·高 beta
4	CRCL Circle	\$80.59	36.2	21.5	+61.5%	稳定币发行	甜蜜	USDC 默认结算币·但 94% 收入靠利息·从 \$138 挤泡沫
5	MQ Marqeta	\$3.87	387	1.6	+4.6%	Agent 发卡	观察	唯一可投发卡纯玩家+并购期权·客户集中 42%
6	ADYEN.AS Adyen	€887.4	26.4	28	+14.9%	单栈编排	甜蜜	最强可投编排·单栈占优·非美股
7	Stripe	未上市	—	~159	—	单栈编排	—	最强卡口·私募 +74%·不可直接买
8	DLO dLocal	\$12.74	19.9	3.8	+29.9%	新兴市场编排	观察	新兴市场跨境+稳定币·Agent 非主驱动
9	FOUR Shift4	\$39.17	45.0	3.9	+13.3%	垂直收单	回避	垂直嵌入式·Agent 卡位弱·并购故事
10	FI Fiserv	\$48.77	8.3	26	—	红海收单	回避	有机营收 -4%·被网络层 token 化侵蚀
11	GPN Global Payments	\$66.36	24.4	18.2	+8.5%	红海收单	回避	搭 Google AP2 题材·收单红海回避
12	PYPL PayPal	\$42.08	7.9	37.1	+9.4%	入口钱包	回避	钱包可被 Agent 任意替代·非卡口
13	XYZ Block	\$72.84	56.9	43.4	+51.1%	入口生态	回避	SMB 收单红海·Agent 卡位弱回避

**哑铃组合姿态（接回美股框架）：**支付不在 AI 五层（L1-L5 算力链）之内，但它是**第二波 Agent 经济落地到「钱流」的卖铲子**——与软件平台（NOW/CRM）构成 Agent 经济的两端：一端是 Agent 的大脑（软件），一端是 Agent 的钱包（支付轨道）。

- **基础（现金牛底仓）：**V / MA——中等仓位，当稳健底仓，别期待 alpha，估值贵时分批。
- **甜蜜（轨道受益）：**COIN > CRCL——小至中仓位；COIN 吃 USDC 分成更干净，高 beta、回撒加。

- **观察 (Agent 纯卡口期权)**: MQ——小仓位试探，并购期权，客户集中风险，触发信号才加。
- **甜蜜但非美股**: ADYEN——单栈最强可投编排，待 Agent 支付起量时配。
- **回避**: PYPL / XYZ / GPN / FI / FOUR / DLO。

## 八、风险提示

#	风险	说明
1	叙事过度 (最大)	2030E 「3—5 万亿」是被编排的零售 GMV、非支付收入；当前渗透 $\approx 0.0001\%$ ，相差几百倍。每处 TAM 必须显式区分「编排 GMV vs 中间层支付收入」
2	大厂自建吃中间层	Google UCP + Chrome (>70%)、Amazon Rufus + 自有履约、OpenAI/Stripe ACP——入口方与履约方有能力自建轨道、压缩中游 take rate
3	take rate 压缩	协议开源化 (ACP/UCP/x402 零费) + 大厂议价 $\rightarrow$ 费率长期下行；Agent 比价会放大对薄费率的敏感度
4	利率下行杀 Circle	94% 收入靠储备利息，利率 $-1\% \approx -4.4$ 亿美元营收。但 2026 内尚未降息 (FFR 3.5—3.75%)，是 2027+ 远期风险、非近端催化
5	稳定币监管反复	GENIUS Act 禁付息条款限制用收益率抢份额；银行系发行商 2026H2 入场分流；USDT 市值仍约 2.4 倍于 USDC
6	去中介化 (对 V/MA)	稳定币 0 费率轨道 + interchange 监管 + 零售商游说 = take rate 的结构性长期上限
7	可投性错配	最纯卡口 Stripe 未上市、Nuvei 已私有化；可买的纯玩家 (MQ) 护城河弱、客户集中——「卡口纯度」与「可投性」错配

## 九、数据口径与冲突

- **take rate 不可比**: Visa 用 total volume (约 17 万亿)、Mastercard 用 GDV (10.6 万亿)，分母不同  $\rightarrow$  表面 0.24% vs 0.31% 不可直接比较，真实 net yield 相近。
- **x402 多套口径**: \$24.24M (30 天链上) / \$73M (Agent 累计结算) / 更高年化口径并存；本报告锁定 30 天链上 24.24M、累计 73M，警惕把试验期量当稳态量、把 million 当 billion。
- **Circle 流量**: 季末 770 亿 vs 4 月底 776 亿 (口径差，均成立)。
- **稳定币「28 万亿」= 调整后链上量**，真实零售支付约 3,900 亿 (0.02%) ——勿当作对 V/MA 清算量的 1:1 替代。
- **财年错配**: Visa 财年截至 9 月、Mastercard 日历年截至 12 月；稳定币结算量为年化 run-rate 非实际年量。

涌现资本产业研究部 · 机构中性 · 本文为产业研究，不构成投资建议。市场有风险，投资需谨慎。现价取 2026-06-18 实时行情 API。© Emergence Capital