

稳定币息差重定价：价值从发行方流向渠道

稳定币息差重定价——Open USD 冲击下，价值从发行方流向渠道，谁被夺食、谁在收租

Open USD (OUSD) 不是"又一个稳定币"，而是把稳定币最肥的利润池——储备美债息差——从"发行方独吞"改写成"渠道联盟分息"。它精准打在 Circle 唯一的结构性软肋（定价权外置于渠道），把 USDC 的息差垄断溢价结构性抹掉。价值不会消失，而是沿供应链下移到渠道层（Visa/Mastercard/Coinbase）与结算 L1 层（Base/Solana/Tempo）。可投结论：做空逻辑落在 Circle（观察·小仓·定价权❌），而这套分析里唯一干净的上市多头是 Coinbase——它无论 USDC 还是 OUSD 胜出都收钱。最大赢家 Stripe 私有、投不到。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 7 月 1 日 机构中性 · Open USD 事件驱动 · 发行→渠道→结算 三层价值迁移 + 可投地图

30秒结论卡

投资要点（一句话框架）：Open USD 把稳定币储备息差从"发行方独吞"改成"渠道联盟分息"，直击 Circle 定价权外置的软肋；这一波的钱流不是"USDC 被替代"，而是**价值沿供应链从发行层下移到渠道层与结算层**——做空落在 Circle，唯一干净的上市多头是 Coinbase。

维度	判断
机会状态	● 发行层承压、渠道层收租；结构性重定价已开始，采用兑现有重大执行不确定
市场错在哪	把 OUSD 当"USDC 杀手"定价过早——它先杀的是 Circle 的息差垄断溢价，不是 USDC 存量；真正近端伤口在 take-rate 螺旋而非续约
重点标的	● COIN（渠道-结算层唯一上市纯多头·CRCL 天然对冲）· ● V / MA（稳定币期权价值·品种中立收租）· ● CRCL（观察·小仓·定价权❌·不抄底）
投不到的最大赢家	● Stripe / Tempo / Bridge（影子发行方·私有·仅可监控 IPO）· ● SOL（仅代币层）
最大反证	联盟分润模式的硬先例 USDG 18 个月仅做到 USDC 的 4%、PYUSD 分发≠份额——若 OUSD 走 USDG 老路，Circle -76% 含超调

一、钱流：稳定币利润池被重定价

稳定币的利润池几乎 100% 来自储备利息（1:1 美元抵押投向短债/逆回购，年化 4—5%）。Circle 的钱流最典型：2026 年 Q1 储备收入 6.53 亿美元，占总收入与储备收入（6.94 亿美元）的 **94%**；而它已经向 Coinbase 支付了 4.07 亿美元分销成本（约等于储备收入的 62%，2024 全年付 Coinbase 达 9.08 亿美元）。

换句话说，**"渠道抽发行方息差"这件事一直在发生**——OUSD 只是把它显性化、多方化、并让渠道**直接留存**而非经发行方转手。OUSD 的机制：0 费铸赎、无额度上限、储备利息扣一笔小额管理费后**几乎全部返给采纳和分发它的企业**，董事会由 140+ 合作伙伴组成、无单一控制方。

钱流的方向：价值从**发行层**（Circle / Tether）下移到**渠道层**（Stripe / Visa / Mastercard / Coinbase）与**结算 L1 层**（Base / Solana / Tempo）。事件当天的盘面就是这条迁移线的实证——

层位	标的	当日	读数
发行层（被夺食）	Circle CRCL	-17.5% (\$62.63)	息差垄断溢价被直接攻击
结算-分成方	Coinbase COIN	-3.6% (\$146.19)	两面下注，受损有限
渠道层（收租）	Visa V	+0.4% (\$343)	逆势翻红·品种中立受益
渠道层（收租）	Mastercard MA	+0.8% (\$514)	逆势翻红·亲自发币不自损

判读：同一天，发行方被杀、渠道方翻红——这不是巧合，是"价值从发行方流向渠道"最干净的当日定价。

二、价值链：发行 → 渠道 → 结算，钱卡在哪一段

企业支付/跨境/Agent 结算需求



这条价值链的关键是：**发行层的卡口正在被侵蚀，而渠道层与结算层的卡口更硬。** Circle 一年付 Coinbase 9.08 亿美元，已经证明即便在旧模式下渠道就在抽息差；OUSD 把这套推到极端。

三、卡点判定：OUSD 打的是"发行方定价权"这个真卡口缺口

用真瓶颈四特征看 Circle：结构性需求✅、替代不易✅（合规+流动性）、AI/稳定币增量✅——唯独定价权❌：收入即利息、不能涨价兑现、且外置于分发渠道。OUSD 的整套设计（利息几乎全返渠道）就是拿"把利息让给渠道"这把刀，精准凿这唯一的卡口缺口。

- OUSD 的差异化不是技术，是分发激励 + Stripe 垂直闭环：Stripe 技术业务总裁公开表态 OUSD 将成为 Stripe 平台企业的默认稳定币；Stripe 手握 Tempo（支付 L1，OUSD day-1 原生）+ MPP（机器支付协议）+ Bridge（编排，OUSD 临时 CEO 出自 Bridge）+ OUSD（币）+ 默认承诺，是整个联盟真正的"影子发行方"。
- 卡点护栏：联盟分润不是新武器。同款"分润+分发"的 USDG 上线 18 个月仅约 30 亿美元（USDC 的 4%）、PYUSD 用 4 亿用户 2.5 年仅约 29 亿美元——**分发≠份额**，稳定币的护城河是流动性/网络效应，不是发行方的伙伴名单。

卡点结论：发行层卡口（Circle 的息差垄断）被真实侵蚀；但"USDC 被替代"这一步，隔着五年流动性积累和联盟协调难题——发行层受损确定，存量替代未必。

四、受益链：谁在收租（可投地图）

价值下移到渠道/结算层，落到可投标的（现价为 2026-07-01 实时）：

优先级	标的	现价	受益逻辑	状态
①	Coinbase COIN	\$146.19	渠道-结算层唯一上市纯多头·USDC 50% 残值分成 + OUSD 也在 Base 结算· 无论谁赢都收钱 ·CRCL 天然对冲	🟢 可投
②	Visa V	\$343.09	使能/轻资产·增值服务占净收入约三成且增约 25%·对稳定币品种中立·不自持发行成本	🟢 跟踪·期权价值
③	Mastercard MA	\$513.60	收购 BVNK 走自营 FX+bps·弹性略逊 V·同为 OUSD 联盟成员	🟢 跟踪·期权价值
④	Stripe / Tempo / Bridge	私有	本主题最肥的价值捕获者·默认分发+排序费+编排+分息+治理主导	🔴 投不到·监控 IPO
⑤	Solana SOL	\$73.17	OUSD 结算链之一的生态价值	⚪ 仅代币层

大公司受益链拆解：需求源（企业支付/跨境/Agent 结算）→ 直接受益（渠道层 V/MA/COIN 收租）→ 结算受益（Base→COIN 收排序/gas）→ 隐形受益（私有 Stripe/Tempo 影子发行方）→ 伪受益排除（"上榜 Logo"式站台，把名字放名单容易、导真实流量难）→ 可投代理（COIN 为首）→ 不可投但监控（Stripe/Tempo/Bridge/Open Standard 的 IPO）。

策略：偏"无论 OUSD 成败都收钱"的渠道层（COIN/V/MA），而非单押 OUSD 采纳（USDG 18 月仅 30 亿的执行风险为鉴）。

五、公司卡：被夺食方 vs 收租方

CRCL · Circle 🟡 被夺食方（观察·小仓·不抄底）

- **位置：**全球第二大稳定币 USDC 发行方（流通约 730—770 亿美元、市占约 24—25%）。
- **为何被杀：**94% 收入=储备利息、无涨价权、约半已分给 Coinbase——定价权外置于渠道，正是 OUSD 攻击点。当日 -17.5%，市值约 144 亿美元（流通口径），距 IPO 高点 -76%。

- **真正的近端伤口**：不是 8 月 Coinbase 续约（合同默认自动续约、重定价须双方同意，“续约悬崖”叙事在合同层面不成立），而是 **take-rate 螺旋**——Hyperliquid 已拿走其平台 USDC 储备收益的最高 90%（对 Circle+Coinbase 合计年 EBITDA 拖累约 6000—8000 万美元），且 Polymarket/Jupiter 等可能索要同等条款；叠加 Q1 净利仅 5500 万美元的薄垫子，每笔定向让利都是 EPS 放大器。
- **估值**：亏损无 PE，暴跌后仍约 5.4 倍 TTM 市销率（高于软件业），溢价几乎全押“储备利息规模化”——而这正是 OUSD 攻击的假设。
- **反证**：若 OUSD 走 USDG 老路、Circle 用 CPN/Arc/CCTP 转出非利息第二曲线，则 -76% 含超调；但非利息收入 2026 指引仅约 1.5—1.7 亿美元，对冲不了近期分息压力。

COIN · Coinbase ● 收租方（相对赢家·CRCL 对冲）

- **位置**：合规交易所龙头 + USDC 经济核心分成方（平台内利息 100%、平台外 50%）+ 自有 L2 Base + x402 标准主导。
- **为何是相对赢家**：OUSD 也在 Base 上结算——无论 USDC 还是 OUSD 胜出，Coinbase 都收 Base 的排序/结算/gas；再叠加 OUSD 分息成员身份 + 保留的 USDC 残值分成 = 两面下注，链层护城河对冲品牌层风险。当日仅 -3.6%（vs CRCL -17.5%）已大致定价。
- **估值/反证**：PE 约 56、市销率约 6.4 偏高，加密周期 beta 高、交易收入随行情波动；USDC 分成收入受让利与谈判边际压力。按小仓期权持有、回调加、别在行情顶追。

六、差异化判断：共识哪里可能错

当前共识（谨慎偏负面、多币共存、take-rate 被压但 USDC 不死）骨架是对的，但两处该修正：

- **比共识更空的一点**：真正的近端下行不是续约，是 **take-rate 螺旋已经在发生**（Hyperliquid 90% 实锤、外溢风险明确），而 Circle 5500 万美元的季度净利垫子太薄——这条被市场低估。
- **比共识更不空的一点**：8 月续约有合同自动续约保护、USDG/PYUSD 两个硬先例证明分润≠份额、140 家含直接对手协调必然低效、Circle 已在用定向分润（Hyperliquid 90%）精准防守——这些支撑“-76% 含超调”。
- **胜负手就一个变量**：Stripe 的“默认”是“强制路由”还是“自愿采用”。若是强制（把 OUSD 塞进结账/API 当默认结算轨），PYUSD 的“分发≠份额”类比失效（PayPal 只有分发，Stripe 有链+协议+币+默认的垂直闭环）；若是自愿，大概率复制 USDG 的叫好不叫座。在这个变量明朗前，把 OUSD 定价成“USDC 杀手”过早。

七、情景

情景	触发	对 Circle / 行业	标的动作
熊	Stripe 强制把 OUSD 设默认结算轨、真实流量导入	USDC 增量份额被切、Circle 被迫全面让利压毛利	回避 CRCL；渠道层 COIN/V/MA 相对占优
基准	OUSD 如 USDG 般缓慢、联盟内耗；Circle 息差溢价没了但基本盘在	Circle 从"高毛利发行商"降为"中等利润率金融基建"，估值中枢下移	CRCL 小仓观察不抄底；COIN 底仓·V/MA 期权
牛	联盟因激励错配而碎裂/迟迟不落地；Circle 非利息第二曲线跑通	-76% 被证明超跌、错杀修复	CRCL 择时博反弹（小仓）；COIN 顺势

八、风险与反证

风险按可被推翻的反证信号列出——什么条件出现，会证明本报告结论错：

风险	反证信号
Circle 被看空过头（结论过空）	OUSD 上线 30/90/180 天流量走 USDG 曲线（久不过百亿）、Stripe"默认"停留在自愿
take-rate 螺旋失控（结论不够空）	连续出现 Hyperliquid 式定向让利（Polymarket/Jupiter 跟进），Circle 分销成本/储备收入比继续上行
渠道多头逻辑被打破	V/MA/COIN 的稳定币敞口长期停留在 immaterial、无法转成实收
监管反噬	OCC 拟规则把"禁付息"扩大至关联方/第三方，反噬 OUSD 的返利链
私有玩家改写格局	Stripe/Tempo/Bridge 以垂直闭环强制导流，上市渠道方反被边缘化

系统性反证：这一波的前提是"价值从发行方迁移到渠道/结算层"。若稳定币最终因监管或信任集中回到少数合规发行方手里，则渠道分息模式是幻觉、Circle 的息差垄断反而重估——这需要用未来 2—3 季的 OUSD 真实流通量与 Circle 分销成本比来持续检验。

免责声明：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。

来源置信度表与口径说明

结论 / 数字	来源	口径	置信度
CRCL/COIN/V/MA/SOL 现价	EODHD 付费实时源（2026-07-01 拉取）	现价 / 日涨跌	A
Circle Q1'26 P&L（储备收入 6.53 亿/分销成本 4.07 亿/净利 5500 万/EBITDA 1.51 亿）	Circle IR 财报	季度口径	A
Coinbase 分成（平台内 100%/平台外 50%·2024 付 9.08 亿）	Circle IPO 招股书	年度口径	A
Hyperliquid 90% 让利 · Compass Point 估 -6000~8000 万 EBITDA	券商测算 + 多源	分析师估算	B
OUSD 机制/伙伴/链/上线时间	Open Standard 公告 + Stripe/Coinbase 官方 + 多源	事件披露	A / B
OUSD 分润细则 / 管理费率 / 结算周期	尚未披露	—	D（待披露）
USDG 约 30 亿 / PYUSD 约 29 亿 / USDC 约 73—77 亿 / USDT 约 145 亿美元	市值数据站 + 多源交叉	时点快照	B
x402 精确份额（98.6%/99.8%）	面板数据未能独立核到	方向可信 · 数值存疑	C

数字三道关自检：现价经 EODHD 实时源核验；财务数据走公司公告口径，量级一致（单季 ≤ 累计 ≤ 全年）、单位统一为亿美元逐位核对、关键数字多源交叉；快速演变的事件类数字（分润细则、首发链、精确份额）已按置信度分级标注，未披露项标 D、不当硬锚。

CRCL 现流通市值约 144 亿美元（口径差异下 143—167 亿美元）；COIN 约 325 亿美元。所有价格为 2026-07-01 实时拉取，事件类事实随披露持续更新。© Emergence Capital