

## 当供应链金融遇见 RWA——从香港稳定币制度说起

作者：黄元 | 张诗宇 | 柳静之

2025 年是现实世界资产通证化(Real World Asset Tokenization, “RWA”)领域充满机遇的一年。2025 年 5 月 30 日, 香港政府在宪报刊登经立法会三读通过的《稳定币条例》<sup>1</sup>, 此举意味着《稳定币条例》正式成为香港法例, 亦标志着全球范围内关于稳定币法律监管框架体系的建设取得了令人惊喜的进展。此外, 香港证监会也正在考虑为专业投资者引入虚拟资产衍生品交易, 并将为此制定稳健的风险管理措施, 此举有望进一步丰富香港市场的虚拟资产衍生品选项, 同时更好地保障相关资产的交易活动能够以有序、透明且安全的方式进行<sup>2</sup>。

RWA 作为区块链与实体经济深度融合的创新实践, 也正同步重塑着传统的供应链融资生态, 其通过将库存、应收账款、预付账款等现实世界资产数字化、确权并上链, 极大提升了现实世界资产的流动性和透明度, 为供应链中的上下游企业纾解融资难题提供了一种新的路径。本文将聚焦于 RWA 在供应链金融中的具体应用这一微观领域, 以《稳定币条例》出台背景下香港在相关领域的监管实践为着眼点, 以全球市场的发展与探索为参考, 框架性地介绍和探讨以 RWA 赋能供应链金融场景下可能给中小企业带来的机遇, 以及在法律监管方面值得关注的要点。

### 一. 不同视角下传统供应链金融的行业痛点

社会生活中, 某一特定商品的供应链以原材料采购为起点, 连接中间及最终产品的制成等阶段性环节, 并以经由销售网络送达至终端消费者为终点, 原材料供应商、制造商、分销商、零售商及消费者便共同构成一个整体。在这一供应链体系中, 往往存在竞争力较强、规模较大的核心企业, 该核心企业可能凭借其相对优势地位, 在交货、价格、账期等交易条件方面对上下游配套企业设置较为严格的要求, 上下

.....  
如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

<sup>1</sup> 《稳定币条例》已经于 2025 年 8 月 1 日生效, 该条例明确将稳定币定位为支付工具, 规定任何宣称锚定港元的稳定币, 都需要向香港金融管理局申请牌照, 并满足储备资产隔离、赎回保障、实缴资本等要求。香港金融管理局自 2025 年 7 月 29 日起已开始接受牌照申请。

<sup>2</sup> 参见《证券时报》2025 年 6 月 5 日报道, <https://mp.weixin.qq.com/s/pwAiMDZDKNCwmBzjS9hIJw>。

游企业可能因此承受较重的资金压力。而上下游企业恰恰大多是中小企业，自银行等金融机构获取融资的难度相对较大。由此以往，上下游企业的资金链不断趋于紧张，最终致使整个供应链系统出现失衡。

为解决上下游企业融资困难的问题，供应链金融应运而生，这一融资模式以核心企业优质、稳定的供应链为抓手，以核心企业为中心，为与核心企业之间存在真实交易背景且资质良好的上下游企业提供应收账款融资、库存融资、预付账款融资等金融服务，这一融资模式能够在一定程度上纾解上下游中小企业的融资困境。

然而，尽管秉持着良好的初衷和理念，传统供应链金融在实操层面仍然存在灵活性不足、风控成本高、数据管理风险大等问题，制约了其服务中小企业的的能力，例如：

1. **金融工具灵活性不足，增加中小企业融资成本。**于作为融资方的中小企业而言，传统票据(如信用证、承兑汇票等)通常不可拆分，中小企业往往被迫一次性借入超出实际需求的资金，导致其为闲置部分支付不必要的利息，进而承担更高的整体融资成本。即便是部分企业采用的新兴供应链金融工具(例如将金融机构的授信额度拆分为若干“信用证”，分配给中小企业用于向上下游流转，实现“信用证”流转和基础交易行为的双向流动)，该等模式下中小企业在实际流转程序上仍需面临核心企业和金融机构的层层实质或形式审查，需要配合签署一系列协议或承诺书，甚至在上述模式是否构成发行行为的合规性论证上也始终存在一定争议；
2. **底层基础债权债务以及资金用途监控困难，增加银行风控成本。**于银行等提供融资的金融机构而言，为确保融资方的底层基础债权债务的真实性，以及将融资资金真正用于供应链上下游交易，而非擅自用于偿还其他借款、对外投资等其他用途，银行往往不得不对整条供应链上的企业进行严格风控，进而大幅增加了银行的风控成本。此外，银行的风控流程通常较为繁琐且耗时，放款周期也相对较长，这在一定程度上限制了银行资金的流通速度以及融资业务的规模，导致大量具有真实交易背景的上下游中小企业无法及时获得融资；
3. **数据管理风险偏高，增加核心企业信息保护成本。**于核心企业而言，其自身经营信息及其与上下游企业之间的交易信息均属于重要的商业秘密，包括供应商及分销商名称、分布情况、产品类别、定价安排、物流情况、结算方式等。核心企业参与供应链金融，通常需要向银行等金融机构开放和披露该等商业秘密，以便金融机构能够对核心企业及其上下游企业之间的交易情况进行了解和核查。然而，由于传统供应链金融多依赖中心化服务器存储关键交易及融资数据，因此在核心企业向银行等金融机构传递数据信息的过程中，该等数据存在丢失、泄露或被篡改的风险，核心企业往往不得不采取各种措施进行风险隔离，但尽管如此，仍有可能需要为数据修复、通过诉讼等途径维护自身权益等支付额外的成本。

## 二. 通证化的引入——一种应对传统供应链金融痛点的新路径

如前所述，供应链金融的本质是围绕核心企业，管理上下游配套企业的资金流、物流和信息流，为供应链体系中的企业提供金融服务。然而，因传统供应链金融存在风控成本高、流程效率低、灵活性不

足等问题，致使供应链体系中的广大中小企业仍踟蹰于融资难、融资贵的困境。在这一背景下，业界开始探索将 RWA 引入供应链金融领域的可能性，即以 RWA 所具有的将现实世界资产数字化、确权并上链的功能为依托，使应收账款、库存、预付账款等供应链体系中的现实资产能够分割、流通和交易。

以应收账款通证化这一场景为例，核心企业可以通过与一级供应商进行协商，将双方签署的采购合同、核心企业出具的付款保函等提交给区块链管理平台，管理平台对交易背景真实性进行审查后，为核心企业在链上发行与应收账款金额相等的加密通证(Crypto Token)。核心企业收到前述加密通证后，将通证结算给一级供应商，一级供应商再向次级供应商进行结算。如持有加密通证的供应商拟于应收账款到期前提前结款的，其可通过供应链管理平台发起申请，将其持有的全部或部分加密通证出售给银行等金融机构，并取得由金融机构支付的贴现金额(通常需扣减一定的手续费作为提前结款的成本)，金融机构亦可将取得的加密通证用于二次交易。

在上述场景下，核心企业与一级供应商所签署的底层采购合同以及付款保函均通过数字化得以在整条供应链上流动。相较于传统模式，通证化场景下的应收账款融资呈现出以下特点：

| 应收账款融资模式 |                                                           |                                                                                  |
|----------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 参与主体     | 传统模式                                                      | 通证化模式                                                                            |
| 核心企业     | 多依赖中心化服务器存储关键交易及融资数据，在向金融机构传递数据信息的过程中，该等数据丢失、泄露或被篡改的风险较高。 | 依靠分布式节点网络验证和存储交易记录，有助于降低单点故障风险，增强商业秘密等资产信息和数据的安全性，进而在一定程度上减轻数据丢失、泄露或被篡改的风险。      |
| 上下游中小企业  | 鉴于传统票据具有不可拆分性，中小企业往往需借入超出实际需求的资金，进而承担更高的整体融资成本。           | 鉴于加密通证具有可分拆的特性，中小企业可基于自身的实际融资需求，控制取得或出售加密通证的具体数量，避免一次性借入过多资金，进而降低整体融资成本。         |
| 金融机构     | 金融机构需对整条供应链上的企业数据信息和基础交易进行严格风控，风控成本较高。                    | 鉴于区块链管理平台在加密通证发行前已对核心企业与一级供应商之间的交易背景进行过核查，故金融机构自各级供应商处购买加密通证理论上可减免风控流程，整体风控成本降低。 |

上述对照结果表明，传统供应链金融模式在资产分拆灵活性、风控流程效率及数据安全性等方面存在显著瓶颈，制约了其服务供应链系统中广大中小企业的能力。RWA 通过将应收账款、库存、预付

账款等供应链环节中的现实世界资产数字化、确权并上链，有助于实现该等资产的碎片化和高效流转，为解决中小企业融资难、融资贵的问题提供了新的路径。

### 三. 供应链金融通证化场景应用的境外监管实践

正因窥见了 RWA 与供应链金融相契合的可能性，全球范围内，包括香港、新加坡、美国等主要金融中心正积极探索 RWA 在供应链金融领域的应用实践，以求从实证角度验证其提升资产流动性、降低企业融资成本的潜力。

近年来，全球多个国家和地区都在开展将供应链金融与 RWA 相结合的相关探索和实践。就香港的探索和实践情况而言，2023 年，港股上市公司易联融科技(09959)即联手国际清算银行创新中心、渣打银行、圆币科技及西盟斯合作推出了 Project Dynamo，将国际贸易应收账款通证化为 RWA 资产包，并通过锚定稳定币实现跨境流通，以此构建“实体资产上链、链上稳定币结算、银行法币兑换”的闭环<sup>3</sup>；2024 年 8 月，创业板上市公司朗新集团(300682)联合蚂蚁集团及瑞银集团，以该公司旗下“新电途”平台运营的 9000 台充电桩为底层资产，通过“两链一桥”<sup>4</sup>将充电桩的未来收益权通证化，在香港完成了规模约人民币 1 亿元的融资，这也是中国内地首个基于新能源实体资产的 RWA 融资项目<sup>5</sup>。

就境外其他国家和地区的探索和实践情况而言，机构级金融解决方案服务平台 OpenTrade 在 2023 年即与 Circle 合作，允许 Web3<sup>6</sup>企业通过 USDC 为中小企业提供融资服务，并从中获得投资收益<sup>7</sup>；摩根大通旗下区块链平台 Onyx(现已更名为 Kinexys)此前也推出过通证化服务功能模块，为银行审核通过中小企业贸易文件、加速放贷提供便利；Kinexys 此后于 2024 年又一口气推出了四款产品以拓展其 Web3 战略，其中不乏像 Link 这类可以为金融机构提供区块链支付相关信息交换服务的产品，以及像 Onyx Digital Assets 这类可协助金融从业者将部分资产通证化的产品<sup>8</sup>。

作为一种新兴的技术手段，如何构建严谨的法律制度对 RWA 在供应链金融等具体场景的应用进行有效监管，以推进相关市场有序运转，系全球各国家和地区的监管部门亟待解决的问题。

以香港为例，2025 年 6 月 26 日，香港特区政府颁布了《数字资产发展政策宣言 2.0》(“《宣言 2.0》”)，旨在提出对数字资产生态圈进行法律监管的“LEAP”框架<sup>9</sup>。《宣言 2.0》表明，稳定币有潜力革新供应链管理、支付及资本市场活动，不少参与跨境贸易和结算业务的企业对使用稳定币以降低成本和

<sup>3</sup> 参见 <https://www.dutenews.com/n/article/7578925>。

<sup>4</sup> “两链一桥”中的“两链”指两条区块链网络，一条是中国境内的私有链，用于资产数据管理和合规，另一条则是香港的公共或联盟链，用于跨境交易；“一桥”指跨链桥技术，以实现中国境内私有链与香港公共或联盟链之间的连接，确保代币和数据的互操作性和安全运输。

<sup>5</sup> 参见 <https://www.longshine.com/newsInfo/871>。

<sup>6</sup> Web3，通常被称为“去中心化互联网”，旨在通过区块链技术、智能合约、加密货币以及其他分布式系统，提供更安全、透明且开放的网络环境。

<sup>7</sup> 参见 <https://news.qq.com/rain/a/20230712A09ZOX00>。

<sup>8</sup> 参见 <https://www.panewslab.com/zh/articles/ue1obd09>。

<sup>9</sup> 香港政府于《宣言 2.0 中》提出了“LEAP”框架，其中，“L”系指“Legal and regulatory streamlining(优化法律与监管)”；“E”系指“Expanding the suite of tokenised products(扩展代币化产品种类)”；“A”系指“Advancing use cases and cross-sectoral collaboration(推进应用场景及跨界别合作)”；“P”系指“People and partnership development(人才与合作伙伴发展)”。

加快交易流程表达了浓厚兴趣。自 2025 年 8 月 1 日起，香港政府将依据《稳定币条例》的规定施行发行人监管制度，该制度为储备资产管理、稳定机制、赎回流程及审慎风险管理等订下妥善要求，以引导稳定币发行人审慎、合规地将稳定币应用至供应链管理等具体场景<sup>10</sup>。

《稳定币条例》对于稳定币应用的监管主要从发行人入手，引入严格的发牌制度，对稳定币发行人申请牌照以及持有牌照均设置了明确的要求，并辅以相应的惩戒措施，所涉要点如下：

| 监管角度 | 主要措施                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 牌照申请 | <p>拟发行稳定币的申请人应向香港金融管理局(“香港金管局”)提出批给牌照的申请，香港金管局则将按照《稳定币条例》的规定对申请人的资质情况进行审查，主要审查角度如下：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主体身份：申请人须为在香港注册成立的公司，或在香港以外成立的认可机构(authorized institution)<sup>11</sup>。</li> <li>财政资源：申请人须具有足够的财政资源及流动资产，以确保其能够履行稳定币的到期赎回义务。具体而言，除认可机构外的申请人的已缴股本应不少于 25,000,000 港元或等值外币，或具有经香港金管局专员批准的、对应款额不低于 25,000,000 港元的其他类型财政资源<sup>12</sup>。对于认可机构而言，其应当另行遵守银行业条例(Cap. 155)及相关准则的要求。</li> <li>内控制度：申请人须建立并实施健全的内部管控制度，并且配备有具有适当知识和经验的管理及运营人员。</li> <li>履行赎回义务：申请人须拟定清晰且明确的赎回政策，不得对持有其发行的稳定币的投资者制定过分严苛的赎回条件，且赎回稳定币时不得向投资者收取不合理的费用。在投资者提出赎回请求时，除非香港金管局事先批准同意推迟，否则申请人应在 1 个工作日内赎回稳定币并向投资者偿付扣除合理费用后的稳定币面值。</li> <li>储备资产管理：申请人应当储备有支持其拟发行的稳定币价值的资产，以兑现届时投资者的赎回需求，且该等储备资产应当与申请人的其他资产彼此分隔。</li> </ul> |
| 牌照持有 | <p>对于已经取得牌照的持牌人，其在持牌期间仍应持续性地符合于上述申请阶段所适用的主体身份、财政资源、内控制度等要求；此外，其于持牌期间还应履行缴纳年费、重大事项变更通知、信息报告以及在宣传物料中主动展示牌照编号等义务。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 惩戒措施 | <p>《稳定币条例》就未经许可开展稳定币业务、在从事稳定币交易期间实施欺诈、违规刊登稳定币宣传广告等行为设置了较为严格的法律责任，如经公诉程序定罪，行为人可能面临高额罚款、监禁等刑事处罚<sup>13</sup>。值得注意的是，《稳定币条例》第</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

<sup>10</sup> 参见 [https://gia.info.gov.hk/general/202506/26/P2025062500847\\_500091\\_1\\_1750909590100.pdf](https://gia.info.gov.hk/general/202506/26/P2025062500847_500091_1_1750909590100.pdf)。

<sup>11</sup> 根据香港《银行业条例》第 155 章第 2(1)条，该等“认可机构”具体包括银行、有限牌照的银行及接受存款的公司。

<sup>12</sup> 参见 [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/ifc/stablecoin-issuers/Consultation\\_conclusions\\_on\\_the\\_Guideline\\_on\\_Supervision\\_of\\_Licensed\\_Stablecoin\\_Issuers.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/ifc/stablecoin-issuers/Consultation_conclusions_on_the_Guideline_on_Supervision_of_Licensed_Stablecoin_Issuers.pdf)

<sup>13</sup> 根据《稳定币条例》，无牌发行稳定币最高可处罚款 500 万港元及监禁 7 年，欺诈行为最高可处罚款 1000 万港元

| 监管角度 | 主要措施                                                                                                                                                           |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 10 条规定任何人不得为以下两种活动刊登广告: (1)知道某人没有就该项受规管稳定币活动获得稳定币牌照, 及(2)知道某人未获得该项受规管稳定币活动获豁免的人, 或不属于豁免类别的人。按照该条理解, 即便广告商在香港以外地区刊登广告, 若明知目标受众为香港辖区内公众, 则仍然有可能构成《稳定币条例》项下的犯罪行为。 |

在《稳定币条例》行将生效的背景下, 京东币链、圆币创新、渣打-安拟-HKT 联合体、蚂蚁国际、蚂蚁数科等科技企业和传统金融公司均已明确表达了向香港金管局递交稳定币发行牌照申请的意愿<sup>14</sup>。

四. 供应链金融通证化的未来展望

香港颁行的《稳定币条例》标志着香港监管机构对稳定币及 RWA 应用于供应链金融等场景的正式接纳与规范, 也彰显出香港致力于平衡金融科技创新与金融秩序稳定的决心, 同时亦可能成为其他国家和地区在相关领域立法的重要参考和借鉴。就该条例的实施落地情况、相关企业的牌照申请进展, 以及在供应链金融领域的具体应用场景, 我们后续也将保持密切关注。

同时, 鉴于中国境内目前对于稳定币等加密通证的底层资产、发行及应用活动仍秉持较为严格、谨慎的监管态度, 对于中国内地企业而言, 如其拟以应收账款等境内财产或权益为底层资产, 探索在香港或境外其他国家及地区发行加密通证以获取潜在融资机会的, 还需特别注意中国监管机构及适用法律对于外汇管理、金融监管、数据出境、信息安全等环节的合规性要求。2025 年 6 月 18 日, 中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上表示, “区块链和分布式账本等新兴技术推动央行数字货币、稳定币蓬勃发展, 实现了‘支付即结算’, 从底层重塑传统支付体系, 大幅缩短跨境支付链条, 同时对金融监管也提出了巨大的挑战”<sup>15</sup>, 就境内企业于境内外探索加密通证发行等交易机会, 未来是否会制定更加明确的监管规则和指引, 以实现中国境内法律与境外交易规则之间的有效衔接, 亦有待相关监管机构的进一步研讨和论证。

及监禁 10 年; 如属持续的罪行, 则可就罪行持续期间的每一日, 另处罚款 10 万港元。

<sup>14</sup> 参见 <https://mp.weixin.qq.com/s/k5REgWeFIXatFobWN9xFDg>。

<sup>15</sup> 参见 [https://mp.weixin.qq.com/s/yINV\\_W6Kx1HjYNBVAitO5w](https://mp.weixin.qq.com/s/yINV_W6Kx1HjYNBVAitO5w)。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



黄元  
+86 21 3135 8717  
cathy.huang@llinkslaw.com



张诗宇  
+86 21 6043 3985  
allen.zhang2@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号  
中海广场中楼 30 层  
T: +86 10 5081 3888  
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2025