

加密货币对全球金融治理的挑战与应对

张明 国家金融与发展实验室副主任 中国社会科学院世界经济与
政治研究所副所长

包宏 香港中文大学（深圳）国际事务研究院

王瑶 国家金融与发展实验室研究员

来源：《金融监管研究》2025 年第 3 期 发表时间：2025-04-15

摘要：本文采用文献分析与案例研究相结合的方法，深入探讨了加密货币对全球金融治理的挑战。研究发现，加密货币引发的挑战主要体现在三个方面：一是增加了全球金融系统的脆弱性；二是相关滥用行为放大了国际金融监管的漏洞；三是使发展中国家面临较高的货币替代风险。针对上述问题，本文从探索构建新的金融治理机构或框架，推动建立全球稳定币监管机制，促进加密货币监管的智能化与精准化，以及加快央行数字货币（CBDC）的研发与合作等方面提出了政策建议。本文的创新在于：一方面，结合最新的案例与数据，系统提炼了加密货币对全球金融治理的三大核心挑战；另一方面，将加密货币的特性纳入金融脆弱性理论的分析框架，既揭示了其对金融体系脆弱性的放大渠道，也拓展了该理论在数字金融背景下的应用范围。

以比特币为代表的加密货币，是在 2008 年国际金融危机中应运而生并高速发展的一类新兴事物。从发展动机来看，加密货币基于先进的加密技术和分布式账本技术（特别是区块链技术），旨在构建一种去中心化、超越传统国家监管框架的全球数字支付与价值转移系统（Nakamoto, 2008）。加密货币通常被应用于支付结算、金融投资以及诸多非法金融活动中，其自诞生以来便引起了全球金融治理机构及学术界的广泛关注（李建军和朱烨辰，2017；宋爽和熊爱宗，2022）。**随着加密货币的快速发展和广泛应用，其对全球金融治理的影响也日益凸显，尤其在以下三个方面：**一是加密货币的普及对跨境资本流动、金融市场稳定以及消费者权益保护等方面产生了深远影响，使其成为当前主流金融治理机构和主要国家关切的重点。其中，金融稳定委员会（FSB）从 2018 年起便持续跟踪加密货币的市场风险，定期梳理、更新其对全球金融稳定构成的潜在威胁。2022 年，FSB 还首次针对全球稳定币监管发布了原则文件。**二是**加密货币的匿名性和跨境性增加了洗钱、恐怖融资等非法金融活动的风险，对金融监管机构提出了更高要求。实际上，由于基于加密货币的洗钱技术日益复杂，加之各司法管辖区之间缺乏有效协调，导致对相关犯罪活动的监管和打击面临巨大困难。**三是**鉴于加密货币的发行与流通不受中央银行控制，其价格波动和交易量变化被认为将对货币政策的制定与实施效果产生显著影响。尤其是在脸书公司提出 Libra 计划后，稳定币对宏观政策的挑战受到了七国集团（G7）、国际货币基金组织（IMF）和国际清算银行（BIS）等机构的格外关注，并加强了对其的研究。

为应对上述挑战，近年来以 G20 为核心平台，FSB、IMF、BIS、国际证监会组织（IOSCO）、反洗钱金融行动特别工作组（FATF）等为支柱机构所形成的全球治理架构（宋爽和熊爱宗，2022），通过深入密切的跟踪研究、发布监管指导原则以及深化国际合作等方式，持续强化对加密货币的监管力度。如 FATF、FSB 和 IMF 基本上每年都会发布相关研究与指导建议，IOSCO 也发布了针对私人货币交易所的监管指南。作为全球范围内对加密货币监管最为严格的国家，我国早在 2013 年就明确指出，加密货币是一种具有较高风险的虚拟商品，并要求国内相关公司做好风控工作。随后在 2017 年至 2021 年间，我国又陆续通过多种措施进一步加强对加密货币的监管与新型金融风险的防范，包括关停境内加密货币交易所，全面禁止使用加密货币手段进行融资、炒作和“挖矿”活动等。此外，欧盟也于 2023 年 5 月出台了世界上第一个全面的加密货币法规——《加密资产市场监管条例》（The Markets in Crypto Assets regulation bill, MiCA），以规范加密市场运作、提高监管透明度和遏制非法金融活动。然而，由于加密货币领域的创新持续不断，加之政治因素（行业机构的游说工作加强）、经济因素（美联储近年来的极端货币政策）等多重原因的共同作用，加密货币的应用范围进一步扩大，普及度进一步提升，给全球金融治理带来的挑战不但没有缓和，反而更加严峻。尤其是特朗普再次当选美国总统后，其推行的强力“去监管”政策进一步加剧了加密货币对全球金融治理体系的冲击，使这一问题更具复杂性和解决的紧迫性。

在此背景下，本文对当前加密货币对全球金融治理构成了哪些核心挑战及其具体表现和影响进行了深入探讨，以期为全球金融治理体系的调整以及后续研究提供参考。**本文根据对已有研究成果以及最新事实证据的分析、整理，将加密货币对全球金融治理的核心挑战归纳为以下三个方面：**一是加密货币已形成规模庞大的全球性投资市场，该市场自身具有的高波动性、传染性以及难以被全面监管等特征，导致其成为当下国际金融体系的重要不稳定因素。**二是**近年来加密货币被用于规避监管的行为愈发猖獗，尤其是恐怖组织和一些国家行为体的入场，将显著放大全球金融治理体系的漏洞。**三是**在本轮美元加息周期中，加密货币的采用率快速提升，使越来越多的发展中国家面临货币替代风险，亦对其金融治理能力构成了持续且深远的挑战。针对三重挑战及其背后的原因，本文提出了以下政策建议：探索构建新的金融治理机构或框架，推动建立全球稳定币监管机制，促进加密货币监管的智能化与精准化，以及加快央行数字货币（CBDC）的研发与合作。

相较于已有研究与实践，本文的边际贡献主要体现在以下两个方面：**一方面**，本文从加密货币被用于投资交易、躲避监管以及主权货币的替代选项这三个主要使用动机出发，结合最新的案例与数据，系统提炼了加密货币对全球金融治理的三大核心挑战。这不仅为后续研究以及政策制定提供了较为清晰的研究框架，还进一步丰富了加密货币与全球金融治理领域的研究体系。**另一方面**，传统金融脆弱性理论主要聚焦于银行挤兑、资产价格泡沫和信贷市场失灵等问题，并未充

分考虑到加密货币与传统金融体系日益紧密的联系。本文将加密货币的高波动性、难监管与跨境流通等特性融入金融脆弱性理论框架，既揭示了其作为新兴事物对金融体系脆弱性的放大渠道，也拓展了该理论在数字金融背景下的应用范围。

二、加密货币市场增加了全球金融系统的脆弱性

比特币于 2009 年初向公众推出之后，其在全球范围内的关注与普及度迅速提升，价格也迅速膨胀，仅用 15 年便从接近于零的价格上涨至高峰时期每枚约 109356 美元（2025 年 1 月 19 日）的“天价”。与此同时，比特币市场也发展成为全球范围内市值最大的加密货币市场，日交易量持续保持在数百亿美元水平，成为全球最活跃的金融市场之一。截至 2025 年 2 月底，全球加密货币的种类超过 1 万种，总市值高达约 2.8 万亿美元。庞大的市场体量与交易活跃度使得加密货币已经成为全球金融治理议程中无法忽视的存在。许多研究也已证实，加密货币市场是影响全球金融体系稳定的重要因素，尤其是增加了全球金融系统的脆弱性（Yue 等，2021；Iyer，2022）。

（一）加密货币市场影响全球金融系统的关键因素

从理论层面来看，现代金融体系的“互联互通”大大增加了金融网络的复杂性和脆弱性。在这种情况下，单个市场的异常波动可能产生“多米诺骨牌”效应，波及世界其他地区和类型的金融市场，并通过金融体系传导链条的网状结构，形成系统性金融风险（杨子晖和周颖刚，2018）。近年来，**加密货币市场的剧烈波动对全球金融系统的影响愈发突出，主要源于以下三个关键因素：其一，加密货币市场**

的高波动性易引发投资者的恐慌情绪，并快速传导至其他市场。**其二**，加密货币难以监管，加剧了风险的形成与扩散。**其三**，加密货币与传统金融市场的联系日益紧密，通过金融产品（如比特币期货、加密资产基金）扩大了传染渠道。

1. 加密货币市场的高波动性和传染性

比特币市场随时间推移逐渐满足弱有效市场假说，其价格会立即对公开市场信息做出反应，因此价格波动不仅十分剧烈，而且还具有显著的波动性聚集特征（Urquhart, 2018）。相较于比特币，有关其他加密货币波动性的研究相对较少，且可能因市场规模、流通性等因素而存在差异，但从整体上看，其他加密货币也呈现出类似的波动性特征，反映出市场风险和不确定性较高。本文选择了四种推出时间较早且具有较高知名度和市场流动性的加密货币，与美国股市（纳斯达克指数）的波动情况进行简单对比分析。从表 1 来看，比特币、以太坊、莱特币和狗狗币的收益率标准差均远大于纳斯达克指数，意味着前者具有更高的波动性。狗狗币收益率的最大值高达 1.516，表示购买狗狗币理论上最多可以实现 150%/天的收益。

表 1：四种知名加密货币与纳斯达克指数的收益率统计（2015-2024）

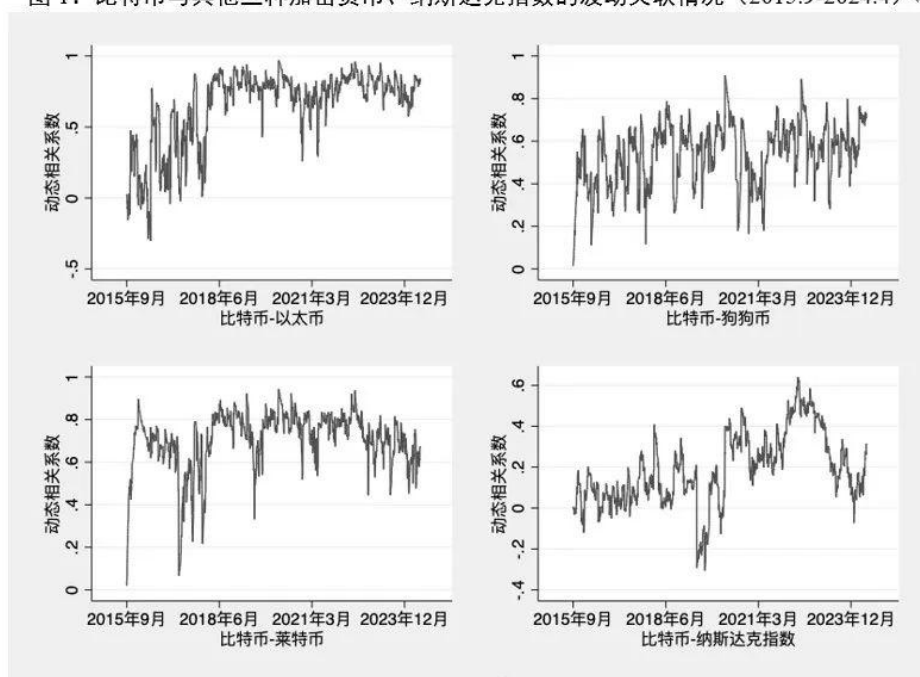
	比特币	以太坊	莱特币	狗狗币	纳斯达克指数
均值	0.003	0.004	0.002	0.003	0.001
标准差	0.044	0.066	0.062	0.085	0.014
最小值	-0.465	-0.551	-0.449	-0.649	-0.131
最大值	0.225	0.510	0.540	1.516	0.089
中位数	0.002	0.000	0.001	-0.001	0.001
偏度	-0.605	0.328	0.473	-3.861	-0.645

数据来源：日度价格数据来自 Coinmarketcap 和纳斯达克交易所，取收盘价，最终数据由作者计算后得出。

由于具有较高的流动性和市场占有率，比特币在整体加密货币市场的波动传染现象中发挥着核心作用。**一方面**，作为加密货币市场波

动溢出的主要贡献者，比特币对新闻事件的敏感性和快速反应往往会带动其他小型加密货币的价格波动（Koutmos, 2018; Moratis, 2021）；**另一方面**，加密市场内部存在显著的收益共同跳跃现象，表明加密货币的多样化并未有效降低波动风险（Yue 等, 2021）。更为关键的是，比特币与以太坊、狗狗币等主要加密货币之间的长期高同步波动水平进一步放大了市场的系统性风险（见图 1）。此外，观察比特币与美国纳斯达克指数之间的波动传染趋势可以看到，在 2020 年底美国推出大力度的刺激措施后，两者的波动相关性显著增强，表明加密货币给金融市场的稳定性带来了额外压力。

图 1：比特币与其他三种加密货币、纳斯达克指数的波动关联情况（2015.9-2024.4）



注：图中数据来源为 Coinmarketcap 和 Choice，由 DCC-GARCH 模型绘制。

2.加密货币市场难以受到有效监管

其中一个重要原因在于加密货币的技术特性。以比特币为例，其不仅基于匿名的数字地址进行交易（理论上一个人可以拥有成千上万

甚至更多的账户），而且可以依托互联网实现 24 小时全天候运行，因此能够轻易跨越国界，并打破地理空间和时间限制。虽然政府管制措施可以阻止人们使用加密货币交易所，但这些举措无法有效禁止人们使用比特币。后者可以通过点对点交易的方式与当地货币进行兑换，进而绕开货币管制。

另一个关键原因在于加密货币的创新与应用速度较快。这不仅导致了研究与监管的相对滞后，而且大部分经济体对此持友好的监管态度。近年来，诸如“加密货币首次公开发行（ICO）”、“非同质化代币（NFT）”、“去中心化金融（DeFi）”、“第三代互联网（Web3.0）”等新方向与数字经济新业态的兴起，被许多经济体视为新的经济增长方向。与此同时，目前世界上大部分国家都允许加密货币自由交易（Borri 和 Shakhnov, 2020）。国际统计机构 Triple-A 的数据显示，截至 2023 年，全球范围内已有超过 4 亿的加密货币用户，拥有率超过 4.2%。主要国家在加密货币全球治理中出现的阵营分化，也使得监管、治理工作难以落实（宋爽和熊爱宗，2022）。

3. 加密货币市场加快融入现有金融体系

加密货币交易所的出现与壮大，极大地便利了加密货币与法币之间的交易，进一步加强了市场之间的联系。根据加密货币数据服务商 Coinmarketcap 的统计，截至 2024 年 4 月，全球共有 765 家交易所，大多数个人和机构投资者均可通过主要交易所在线购买加密货币，且付款方式可以是信用卡或借记卡、电汇或现金（通过比特币 ATM 机）。同时，机构投资者及主要国家的金融监管机构也在推动加密货

币与传统金融体系的融合。早在 2017 年和 2020 年，美国相关交易所就分别推出了比特币期货合约与对应的期权产品，并构建了包含基金、信托、保险、衍生品等在内的投资产品体系，大大简化了机构投资者进入加密货币市场的渠道。摩根士丹利的研究显示，在全球第二大加密货币交易所 Coinbase 公司中，散户投资者交易量的占比已从 2018 年第一季度的 80% 快速下滑至 2021 年第四季度的 32%，加密货币基金、托管机构等成为了市场的主导力量，并贡献了大部分交易量。2024 年初，美国证券交易委员会首次批准 11 份比特币 ETF 的上市申请，同年 7 月又批准首批以太坊现货 ETF 在美上市，进一步增加了机构投资者对加密货币市场的风险敞口。数据显示，截至 2024 年 12 月，12 个比特币现货 ETF 的总资产管理规模已超过 1000 亿美元，共同持有超过 110 万枚比特币（约占总供应量的 5%），超过比特币创始人中本聪（Satoshi Nakamoto），成为最大的比特币持有者。同期，以太坊 ETF 的市场规模约为 104.3 亿美元。随着特朗普新政府对加密货币政策的预期变得更加友好，未来还将继续增加各类投资者的风险敞口，可能会引发更大规范和规模的挑战。

（二）加密货币市场增加全球金融系统脆弱性的传导渠道

金融市场间的传染（或波动溢出）是当前全球金融体系面临的重要风险和不确定性，也是加密货币市场影响全球金融系统脆弱性的主要方式。从理论层面来看，全球范围内金融市场间的传染机制，大致可以分为基本面因素和非基本面因素两类。其中基本面因素也被称为经济基础假说，建立在投资者是完全理性的传统金融理论上，认为各

国间共同影响经济的基础变量变化将导致金融市场的同步波动。然而, 由于加密货币市场并不具备经济基础且充斥着以投机目的为主的非理性投资者 (Cheah 等, 2015; Griffin 和 Shams, 2020), 其对金融市场的波动溢出可能主要通过非基本面渠道。本文主要基于 FS B 的系列研究与相关的理论、实证分析, 梳理出三类具有普遍共识的影响渠道, 分别是信心效应、金融机构风险敞口及财富效应。

1. 基于信心效应

现有研究证实, 由于不需要实体经济支持且可以 24 小时不停歇交易, 加密货币市场的微观参与者在信息生成和传输方面更加强大, 其对外部冲击的反应更加迅速, 并且引领着全球金融市场的投资者情绪 (Yu 等, 2019; Wang 等, 2022)。当加密货币价格发生大幅度变化时, 信息冲击将快速传递至股票等其他金融市场, 并产生跟随加密货币市场波动而买入或卖出股票的羊群效应。简而言之, 加密货币市场凭借其全天候交易和快速反应特性, 成为全球金融市场的重要“风向标”, 尤其对于高风险市场而言。当加密货币市场出现连续正收益时, 投资者信心将进一步蔓延至债券市场等其他高风险市场 (Umar 等, 2021)。

2. 基于金融机构的风险敞口

当前, 比特币更多是作为一种风险资产 (投机性工具) 被纳入机构投资者的配置组合中, 从而可能导致加密货币头寸的调整引发股票等其他风险资产的趋同变化 (Iyer, 2022; Wang 等, 2022)。若加密货币被看作是股票的对冲工具, 当投资组合调整时将产生负的波

动性溢出。例如，当加密货币投资者遭受巨额损失时，他们可能被迫出售传统金融资产以管理其流动性头寸。随着机构投资者超过个人投资者成为加密货币市场的主导投资者，上述渠道的效应仍在继续扩大。2023 年 3 月美国银行业的暴雷事件为加密货币通过金融机构风险敞口这一渠道冲击金融稳定提供了有力佐证。事件中的银门资本（Silvergate Capital）和签名银行（Signature Bank）均是因遭遇加密货币存款客户的挤兑而破产，导火索为加密货币交易所 FTX 于 2022 年 11 月破产造成的恐慌。具体来看，由于银门资本全部存款的 90% 来自加密货币相关客户的存款（约 120 亿美元），因此在 FTX 事件发生后银门资本被挤提 81 亿美元，其不得不向美国证券交易委员会申请延迟提交 2022 年年报，并于 2023 年 3 月 8 日宣布破产。相较而言，尽管签名银行的体量更大（2022 年末的总资产为 1104 亿美元），并且加密货币相关客户的存款占比约为五分之一，远低于银门资本的水平，但依然无法避免被挤兑和破产的结果。

3. 基于财富效应

从现有证据来看，加密货币的投资者通常也是活跃的股权投资者，其将加密货币作为整个财富投资组合的一部分（Aiello 等，2023a）。因此，一些家庭在获得加密货币正收益后会增加在加密货币交易所的存款（收益再投资），而另一些家庭则会将部分加密货币收益重新平衡到传统资产投资中（例如股票）。这表明，加密货币市场对其他市场存在财富效应（Aiello 等，2023b）。此外，加密货币投资不仅对其他金融资产具有显著的溢出效应，而且还通过消费传递到实体经济

中。例如在美国，加密货币持有比例较高的县在获得加密货币的高回报后，房价会出现更高的增长（Aiello 等，2023a；2023b）；反之，如果加密货币出现连续负回报，也会显著冲击对其他资产的投资。

（三）加密货币市场对全球金融系统的影响特征

随着比特币市场的逐步成熟，“加密货币与金融市场的关系”逐渐成为经济学领域的重要研究方向。特别是在 2016 年前后，学界对加密货币市场的研究热度显著上升（Yue 等，2021）。在梳理现有文献的基础上可以发现，加密货币市场对全球金融系统的影响主要呈现以下三方面特征：

一是加密货币市场对传统金融市场存在广泛的波动溢出效应。由于缺乏经济基本面支撑，突发信息和极端事件对加密货币的影响要比传统金融市场更强，表现为加密货币市场对外部冲击的价格波动通常领先于传统金融市场，且反应更剧烈（Wang 等，2022）。在此背景下，加密货币的波动已被证实会外溢至股票、大宗商品、外汇等多种金融市场（Yue 等，2021；Cao 和 Xie，2022）。

二是这种波动溢出效应具有显著的非对称性。非对称性既体现在波动溢出的方向上，如比特币被发现对黄金、股票、债券、恐慌指数（VIX）和原油存在单向的波动溢出（Elsayed 等，2022）；也体现在对同类市场波动溢出效应的区域异质性上，即加密货币市场对部分国家的股票市场存在显著的波动溢出效应，对另一些国家则不显著（Urom 等，2020；Cao 和 Xie，2022）。

三是新冠肺炎疫情后，加密货币市场对股票市场的波动溢出更强。

横向比较来看，在疫情期间极端宽松的金融环境下，加密货币（包括比特币和稳定币）对股票市场的溢出程度较 10 年期美国国债、黄金和特定货币（美元、欧元、人民币）等关键资产类别显著提高；纵向比较而言，相较于 2017—2019 年的样本，2020—2021 年间比特币对标普 500 指数的波动溢出增加了约 16 个百分点，对 MSCI 新兴市场指数的波动溢出增加了 12 个百分点（Iyer, 2022）。

三、加密货币的滥用行为放大了全球金融监管漏洞

比特币及其之后出现的一系列“竞争币”和“代币”，基本都延续了“去中心化”、避免政府干预和无国界的思路。这不仅导致加密货币市场成为世界上最大的不受监管的市场之一（米晋宏和王乙成，2023），而且近年来吸引了越来越多的组织乃至国家的参与，导致大量交易活动游离于现有国际金融体系之外。这一现象本质上反映了加密货币的去中心化发行机制与全球监管体系主权国家化之间的矛盾，即在数字空间，加密货币通过去中心化技术摆脱了主权国家对货币的控制，形成了跨越国界的无国界金融网络，削弱了主权国家对货币发行与流通的监管权。下文将以此为背景，重点分析加密货币在规避监管中的典型滥用行为，并揭示这些行为如何进一步放大全球金融监管的漏洞、加剧去中心化技术与主权监管体系之间的矛盾。

（一）“再中心化”的市场主体与权力滥用

加密货币以去中心化的理念和技术架构在数字空间中迅速崛起，但其现实发展却呈现出“再中心化”的显著特征，即大型交易所和稳

定币发行商逐渐成为这一去中心化生态中的新权力主体。数字空间的无边界性为这些机构规避主权国家监管提供了条件，而全球范围内缺乏统一的监管框架、约束机制及完善的投资者保护体系，则进一步助长了欺诈操作和权力滥用的泛滥（Griffin 和 Shams, 2020; Iyer, 2022）。

在加密货币领域的早期发展阶段，中心化交易所的违规操作已初现端倪，Mt.Gox 事件是其中最具代表性的案例。Mt.Gox 曾在 2010 年至 2014 年间占据全球比特币交易量的约 70%，其市场主导地位显著提升了权力滥用风险。有研究指出，Mt.Gox 涉嫌通过欺诈性交易策略推动了 2013 年比特币价格的异常上涨（Gandal 等, 2018）；此外，该平台的黑客攻击事件也被部分学者质疑为内部人员所为。2015 年 8 月，Mt.Gox 的首席执行官马克·卡佩莱斯（Mark Karpeles）因欺诈、公款挪用及操控计算机系统等罪名被捕。

尽管 Mt.Gox 事件暴露了加密货币交易所的系统性风险，但全球范围内的监管框架并未因此而迅速得到革新。直至 2018 年，许多司法辖区的加密货币交易所仍游离于有效监管之外，从而为后续类似的权力滥用事件埋下了隐患。2022 年 11 月，全球交易量排名第三的交易所 FTX 突发倒闭，并产生一系列连锁风险。FTX 拥有超过 100 万用户及高达 320 亿美元的估值，其创始人兼首席执行官山姆·班克曼-弗里德（Sam Bankman-Fried）自 2019 年创立 FTX 伊始，便涉嫌实施一系列大规模金融欺诈行为。他被指控利用客户资金进行

个人政治捐助和奢侈品购置，最终导致客户、投资者及债权人损失逾 100 亿美元。

与此同时，稳定币发行商作为加密货币生态系统的重要组成部分，也暴露出权力滥用的严重问题，主要表现在抵押品虚增和市场操纵方面。以全球最大的美元稳定币泰达币（Tether）为例，其发行商因未能严格遵守 1:1 的抵押品比例而多次受到质疑。2023 年，美国商品期货交易委员会对其处以 4100 万美元的巨额罚款，原因是其充足的美元储备情况属虚假陈述，误导了客户和市场。此外，研究还表明，在 2017 年的加密货币投机热潮中，大量无锚发行的 Tether 稳定币用来支撑比特币价格，从而严重扭曲了数字空间中的市场价格发现机制，加剧了市场波动和投机泡沫（Griffin 和 Shams, 2020）。

（二）持续扩大的非法金融活动

加密货币的去中心化和匿名性等特性使其逐渐成为洗钱、资本外逃等非法活动的重要工具。这一情况不仅得到了学术研究的广泛关注（Pieters, 2016；封思贤和丁佳, 2019；Foley 等, 2019），也在现实中屡见不鲜。据研究估计，全球约有 25% 的比特币用户参与了非法活动，且每年约有 760 亿美元的非法活动涉及比特币（占据了比特币交易的 46%），接近美国和欧洲非法毒品市场的规模（Foley 等, 2019）。然而，尽管加密货币被用于非法活动的情况早已纳入各国司法、安全和金融监管部门的视野，但随着加密货币的市场规模和接受度进一步扩大，使用加密货币的非法行为者及其网络变得更加庞大，链上非法活动呈现出多样化和专业化态势，同样对全球金融

治理构成了直接且巨大的冲击。其中主要体现在大额洗钱、资本外逃和恐怖主义融资方面。

1. 大额洗钱

利用加密货币进行洗钱的行为早已成为各国监管机构重点打击的对象（米晋宏和王乙成，2023）。但随着加密货币种类的不断增长以及智能合约技术的普及，洗钱操作的复杂性明显提高，其中以混币器（Crypto Mixer 或 Tumbler）的使用最为典型。混币器通过接收转入的加密货币，将其与大量其他加密货币混合交易，再以不同金额、不同类型的加密货币输出至多个钱包地址，从而有效混淆了资金来源。早在 2013 年的暗网市场“丝路（Silk Road）”案件中，便首次发现非法组织利用混币器进行洗钱（Desmond 等，2019）。这些服务通常在暗网市场中广泛运作，也可作为独立业务运行。Chainalysis 的数据显示，自 2020 年以来，混币器交易量快速增长。2020 年第四季度，其交易量首次突破 10 亿美元，2021 年后更稳定在每季度 20 亿美元左右。与此同时，混币器已成为区块链网络犯罪分子的主要工具，约 10% 的与非法活动相关的资金是通过混币器转移的。这种工具不仅增加了追踪赃款的难度，还助长了跨境洗钱活动的泛滥。

早期混币器主要由中心化机构运营，但近年来基于智能合约的去中心化混币器逐渐成为主流，进一步加剧了监管难度。例如，去中心化混币器 Tornado Cash 因涉嫌清洗超过 70 亿美元的加密货币，于 2019 年被美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）列入制裁名单，

禁止美国公民和机构使用，但此后该平台仍在继续运行。2023 年，其创始人因涉嫌洗钱超 10 亿美元被美国联邦调查局（FBI）和国税局逮捕。

近年来，随着数字经济的快速发展，加密货币已成为我国境内洗钱犯罪的主流渠道之一，且涉案金额巨大。其中混币器的使用导致赃款的来源和流向更加复杂化，极大增加了追踪和打击难度。混币器技术已成为国内外犯罪集团规避监管的重要工具（Desmond 等，2019）。针对混币器等新型洗钱手段，中国需要进一步加强对数字空间的监管能力。一方面，应通过技术手段提升对加密货币交易的链上分析能力，构建更高效的追踪和打击机制；另一方面，应强化对跨境资金流动的监管，尤其是加强与国际社会的合作，通过信息共享和联合行动打击跨境洗钱行为。

2. 资本外逃

加密货币是跨境资金转移的新兴渠道，尤其是在一些资本账户开放程度低的国家，已经形成基于比特币渠道的资本外逃新渠道，导致了严重的短期国际资本异常流动（Pieters, 2016; Ju 等, 2016），甚至对本国金融市场产生直接冲击。例如在 2015 年 6 月中下旬，希腊政府开始加强资本管制，导致希腊民众涌入比特币市场：在德国比特币市场（Bitcoin.de）上注册和交易比特币的希腊人数量为平时的 10 倍，交易所 Bitstamp 上希腊的比特币交易量则较 10 周平均水平飙升了 79%。

近年来,我国通过加强资本账户管理和监管措施有效遏制了传统的资本外逃渠道,但加密货币为地下钱庄等非法外汇结算活动提供了新的手段,其作为资本外逃工具的现象引发了关注。犯罪团伙主要利用美元稳定币作为媒介,通过加密货币交易平台完成非法外汇结算,绕过了传统的资金管控体系。对于我国而言,资本外逃不仅对外汇储备和人民币汇率稳定形成压力,还可能削弱国内金融市场的资源配置效率,影响宏观经济稳定。随着特朗普大力支持加密货币行业发展,全球对加密货币投机和非法需求可能都会增强,需要重点关注和全面防范相关风险。

3. 恐怖主义融资

比特币交易的跨国性、即时性和不可逆转性等特性,为规避监管和执法提供了条件,也给恐怖组织和有组织犯罪集团滥用比特币系统进行恐怖融资与洗钱创造了机会。从全球金融治理的视角来看,负责打击洗钱和恐怖主义融资的 FATF 扮演着关键角色。其多次警告加密货币“有可能成为犯罪分子和恐怖分子金融交易的避风港”。但由于发展中国家的监管能力不足等原因, FATF 的建议难以落实(宋爽和熊爱宗, 2022), 恐怖主义融资活动仍呈扩大化态势。美国国会研究局的报告揭示, 2019 年哈马斯通过加密货币发起捐赠活动, 虽然美国于 2020 年查封了多个相关网站和 150 个加密货币账户, 但截至 2023 年, 与哈马斯相关的加密货币钱包仍接收了约 4100 万美元资金。同期, 巴勒斯坦伊斯兰圣战组织 (PIJ) 相关的钱包更是接收了高达 9300 万美元。联合国反恐执行局高级法律官员斯韦特兰娜·马蒂

诺娃 (Svetlana Martynova) 透露, 2022 年以前, 约 5% 的恐怖袭击是由加密货币资助的, 目前这一数字可能已上升至 20%。

(三) 国家行为体的非常规融资工具

近年来, 国家行为体利用加密货币规避国际金融制裁以及进行非常规融资的行为, 已成为全球金融治理领域另一个显著且迫切需要应对的新挑战。此类行为不仅直接冲击了现行的国际金融秩序, 放大了治理体系中的漏洞与不足, 而且还显著增加了国际社会在加密货币监管政策制定、共识形成及有效执行上的难度。虽然目前这方面的文献研究较少, 但现实证据十分清晰。下文将以俄乌冲突中俄罗斯和乌克兰均使用加密货币筹集资金为分析案例, 揭示加密货币在复杂国际局势中的新用途。

2022 年 2 月 26 日, 乌克兰政府开始在网上公开加密货币钱包以征集捐款, 最初仅接受比特币和泰达币, 随后又扩大至 70 多种加密货币。乌克兰最大的加密货币交易所 Kuna 帮助组织了这项工作, 捐款者主要来自世界各地的个人用户, 也包括一些机构。截至 3 月 9 日, 乌克兰政府声称, 已通过加密货币捐赠筹集了近 1 亿美元。而俄罗斯仅筹集了该金额的 1/10。从影响来看, 加密货币捐款使乌克兰政府能立即获得资金, 并且比通过传统金融渠道募集捐款更快。但问题在于, 通过这种方式获得的资金存在来源不透明、最终用途不受监督等重大漏洞, 而且也为其他国家提供了一个可以绕开全球金融体系获取资金的案例。与此同时, 为防止俄罗斯通过加密货币绕开金融制裁和获得资金, 美欧多次封锁俄罗斯加密货币交易所和地址, 将长臂

管辖的能力扩展至加密货币领域。国家行为体利用加密货币规避制裁与融资的行为，不仅会深刻影响全球金融体系的稳定与发展，更会加剧国际社会在加密货币监管上的复杂性和挑战性。

四、加密货币在发展中国家引发的货币替代风险

据 Bitstamp 的统计，2022 年全球发展中国家的加密货币采用率达到历史最高水平，且显著高于发达经济体。其中加密货币用户比例排名靠前的国家均为中低收入国家，如泰国、尼日利亚、菲律宾、南非、阿根廷、印度尼西亚和巴西等。区块链数据分析机构 Chainalysis 的数据也证实了这一点：2022 年中低收入国家在加密货币采用方面呈现出与高收入、中上收入国家不同的趋势，出现了逆势增长，是唯一超过 2020 年牛市水平的群体。这一现象也引起了国际金融监管机构以及相关国家对加密货币可能引发货币替代风险的担忧。

（一）加密货币在发展中国家引发货币替代风险的表现形式

发展中国家的加密货币采用率攀升。行业机构通常会使用调查问卷、链上和交易所数据等不同的渠道来统计各国加密货币的采用率。为提高分析的稳健性，本文采纳了三种不同的数据来源，用于比较分析加密货币在发展中国家的采用情况。表 2 的排名显示，尽管数据的来源与计算方式不同，但加密货币采用率排名靠前的国家均以发展中国家为主，其中尼日利亚、阿根廷、印度等国家在不同的统计中均排名前列。跨年度对比分析表明，在全球加密货币市场逐渐冷却的 2023 年，许多发展中国家反而迎来了更大的加密货币采用潮。这一趋势不仅体现在采用率排名上，也反映在法币兑换比特币的交易数据中。

Coin Dance 的数据显示，阿根廷、委内瑞拉和尼日利亚等国的加密货币交易量逆势增长，与发达经济体交易活动的降温形成鲜明对比。这种现象表明，发展中国家在经历了 2022 年的新一轮投机热潮后，其国内加密货币交易依然保持着较高的活跃度。

表 2：基于不同数据来源的全球前 10 大加密货币经济体

排名	Statista		TripleA	Chainalysis
	2022 年	2023 年	2023 年	2023 年
1	尼日利亚 (45%)	尼日利亚 (47%)	阿根廷 (9.73%)	印度
2	泰国 (44%)	土耳其 (47%)	泰国 (9.61%)	尼日利亚
3	土耳其 (40%)	阿联酋 (31%)	加拿大 (7%)	越南
4	阿根廷 (35%)	印度尼西亚 (29%)	巴基斯坦 (6.6%)	美国
5	阿联酋 (34%)	巴西 (28%)	印度 (6.55%)	乌克兰
6	菲律宾 (29%)	印度 (27%)	墨西哥 (6.55%)	菲律宾
7	越南 (27%)	阿根廷 (26%)	俄罗斯 (6.06%)	印度尼西亚
8	新加坡 (25%)	马来西亚 (23%)	尼日利亚 (5.93%)	巴基斯坦
9	南非 (23%)	沙特阿拉伯 (23%)	德国 (5.78%)	巴西
10	巴西 (22%)	南非 (22%)	英国 (5.74%)	泰国

资料来源：Statista 的数据基于全球 56 个国家和地区的在线问卷调查，每个国家抽取 2000 或 12000 名 18~64 岁的受访者，括号中是受访者中拥有或使用加密货币的人数比例，其中泰国、越南、菲律宾、新加坡 2023 年度的数据缺失；TripleA 的数据基于链上数据、交易所数据和一些调研报告，总共包含 16 份报告和调查，并经过加权，括号中是拥有加密货币人口/总人口的百分比；Chainalysis 的数据为基于区块链交易数据的分析，仅提供了排名数据。

对此，联合国贸易和发展会议（UNCTAD）等机构指出，新冠肺炎疫情以来，加密货币的全球使用呈指数级增长，且这一趋势在发展中国家尤其突出。如果加密货币在发展中国家成为一种广泛的支付手段，甚至非正式地取代国内货币，将会严重危及该国的货币主权。

（二）金融治理能力较弱是引发货币替代风险的核心原因

近年来，加密货币的快速发展及其在全球范围内的广泛采用，反映出其对传统金融体系的补充与挑战，亦引发了学术界和政策制定者的广泛讨论。大量实证研究在深入探讨了加密货币的普及与一国金融治理能力之间的关系后认为，金融治理能力较弱是加密货币在发展中国家快速普及的核心原因。具体而言，基于跨国面板的实证研究显示，资本管制、教育水平、人类发展指数、网络就绪指数、监管质量和国

内生产总值（GDP）等指标与加密货币采用率呈正相关，而腐败控制能力、腐败感知指数和经济自由指数则与加密货币采用呈负相关（A Inasaa 等，2022；Bhimani 等，2022）。这表明，社会、经济治理能力在推动加密货币普及方面起着关键作用，而技术因素的影响则相对较弱（Nguyen 和 Nguyen，2024）。一些案例研究显示，金融体系的脆弱性和货币贬值风险促使居民将加密货币视为规避风险的工具，例如在土耳其和阿根廷等高通胀国家，加密货币的采用率显著较高，居民更多利用加密货币将储蓄兑换为美元以应对货币贬值风险（Ante，2023）。

一些国际组织和权威行业机构的分析与统计数据也进一步说明了货币替代风险的严重性。近年来，加密货币在发展中国家的快速普及，主要归因于其在跨境汇款中的便利性，以及作为对冲货币贬值和通货膨胀风险的有效工具。尤其是在储备货币需求未被充分满足的发展中国家，稳定币的兴起不仅显著加剧了货币替代风险，还成为阻碍国内资源有效调配的新途径。基于区块链账本和中心化交易所的数据显示，在委内瑞拉、阿根廷和土耳其等国家，恶性通货膨胀、货币贬值、银行业务准入受限和资本管制等因素，共同创造了一种经济环境，使得加密货币的使用迅速增加。其中，由于土耳其的通胀率在 2022 年底达到 72.3%，促使土耳其人转向加密货币，平均每日交易量高达 18 亿美元。同期，阿根廷的通货膨胀率更高达 94.8%，是自 1991 年以来的最高水平，从而使比特币钱包在推出一周后便成为阿根廷排名第一的应用程序。截至 2022 年第三季度，上述两个国家加密货币

拥有量的同比增长率分别为 27.1%和 23.5%,远高于同期全球 11.9%的平均水平。

总体来看,近年来加密货币在发展中国家的逆势增长,核心驱动力更倾向于功能性需求,而非投机行为。这种现象削弱了本国货币的流通与使用,导致货币需求下降,进一步加剧了本币的信任危机和贬值压力。特别是在储备货币需求未被充分满足的国家,稳定币的流通甚至在部分领域超越了本国货币的使用范围,形成了事实上的“美元化”或“稳定币化”。这种货币替代效应不仅动摇了主权货币的根基,还限制了中央银行通过货币政策调控经济的能力。

(三) 发展中国家无力应对加密货币挑战的案例与启示

尽管 IMF、BIS 和 UNCTAD 等全球治理机构建议相关国家通过开发 CBDC 或快速零售支付系统等方式应对加密货币带来的挑战,但实践结果表明,许多发展中国家在实际运用 CBDC 对抗加密货币方面效果有限,甚至部分国家选择直接接受并“拥抱”加密货币。下文以尼日利亚为例,深入探讨发展中国家在治理加密货币方面(尤其是利用 CBDC 方面)所面临的困境,进一步揭示构建更完善的全球金融治理框架的必要性。

表 2 的数据显示,近年来尼日利亚是全球加密货币参与度最高的国家之一。针对这一现象,尼日利亚政府自 2021 年起采取了一系列严厉措施,包括禁止商业银行从事加密货币交易,并尝试通过发行央行数字货币“电子奈拉(eNaira)”取代基于加密货币的非正规经济活动。然而,这些政策并未达到预期效果。据统计,在 eNaira 推出

一年后，官方 eNaira 钱包的交易活跃度仅为 1.5%，表明 98.5% 的钱包已被弃用。更值得关注的是，在 eNaira 推行初期（2021 年 10 月至 2022 年 4 月），尼日利亚 18 至 60 岁的成年人中有 35% 参与过加密货币投资或交易，其中 52%（约 1736 万人）将至少一半以上的资产分配至加密货币。面对持续增长的加密货币交易量和政策执行的有限成效，尼日利亚政府于 2024 年 1 月被迫放松加密货币禁令，并宣布与当地银行、区块链及金融科技企业合作开发奈拉稳定币 cN GN。尼日利亚的经验表明，发展中国家在应对加密货币冲击时面临深层次的治理困境。首先，通胀高企和较弱的经济稳定性限制了政府在金融治理上的政策空间，导致居民更倾向于使用加密货币而非法定货币。其次，CBDC 的设计和推广未能满足市场需求，其技术能力和政策执行力无法有效削弱加密货币的功能性优势。最后，严厉的禁令加剧了民众对本国货币的信任危机，进一步推动了加密货币的扩展。这些问题既反映出发展中国家自身在金融治理能力上的缺陷，也暴露了现行全球金融治理框架无法有效支持发展中国家应对加密货币挑战。

总体来看，当前全球范围内已有越来越多的发展中国家正面临来自加密货币的替代风险，这也是现行全球金融治理框架下从未出现过的全新挑战。需要指出的是，尽管相关情况已受到一系列全球金融治理机构的关切，并展开了广泛的讨论和研究，但迄今为止，相关工作并未给发展中国家带来实质性帮助。

五、应对加密货币挑战的政策建议

上文的分析表明,加密货币带来的诸多挑战已超出现行全球金融治理体系的应对能力。尤其是在协调主要经济体以及将相关研究成果转化为具体治理行动方面,全球金融治理机构进展缓慢、困难重重。鉴此,为提高治理能力和尽快解决最为棘手的挑战,可重点考虑从以下几方面采取行动:

一是探索构建新的金融治理机构或框架。目前,由于各国在加密货币问题上的态度分化,以及FSB、BIS、IMF等全球金融治理机构主要以跟踪和研究为主,难以采取实质性的治理行动,许多发展中国家在应对加密货币挑战时“孤军奋战”。鉴此,建议在G20等全球金融治理平台下设立专门的加密货币司法机构或国际法庭,以加强国际司法合作,共同打击跨国加密货币犯罪。同时,鉴于我国在加密货币监管和治理方面积累了丰富经验,可联合更多受冲击的发展中国家,构建加密货币治理领域的“命运共同体”,通过定期召开会议、技术培训和经验交流等方式,推动各国在加密货币治理中形成共识,并建立更加完善的监管体系。

二是推动建立全球范围内的稳定币监管机制。要想应对稳定币引发的货币替代、洗钱等风险,必须先从“一家独大”的美元稳定币入手。作为美元信用在数字领域的延伸,美元稳定币不仅在本轮美联储加息周期中对许多发展中国家产生了严重冲击,而且还得到美国新任总统特朗普的大力支持。这为加快构建全球性的监管机制提供了契机和必要性。建议我国可积极与国际金融监管机构以及更多国家开展合作,共同探索跨境稳定币监管机制的落地。在此过程中,可借鉴欧盟

MiCA 框架的经验，明确稳定币的分类和法律定义，统一跨境监管标准，对发行储备、消费者保护和反洗钱等方面实施严格监管。同时，鉴于一些经济基础薄弱、法律制度尚待健全的发展中国家可能面临技术、人力与资金等多方面的资源限制，还需在充分考虑各国国情的基础上，采取差异化的推进策略，通过多边协商与技术援助等方式，逐步提高全球稳定币监管的有效性与适应性。

三是促进加密货币监管的智能化与精准化。建议充分利用“规制科技 (Regtech)”与“监督科技 (Suptech)”这两个互相补充的技术理念，“双管齐下”应对加密货币带来的挑战。其中，基于“监督科技”角度，各国监管机构应与交易平台、钱包服务商及链上数据分析公司建立深度合作，通过区块链分析技术和自动化工具，全面掌握链上交易数据，识别异常资金流动和潜在的风险行为；基于“规制科技”角度，应尽快推动制定统一的国际监管标准（如反加密货币洗钱等），并应用于银行和金融科技公司等机构。

四是加强 CBDC 领域的国际研发与合作。理论上，CBDC 作为央行发行的数字法定货币，提供了合法、受监管的数字支付手段并降低了交易成本，其广泛引入以及相应的针对性监管可能会形成遏制加密货币发展的环境，致使其部分优势在长期内消失。但尼日利亚的案例表明，在缺乏技术和经济治理能力的情况下，CBDC 并不能有效地与加密货币竞争，这进一步凸显了通过加强多边研发合作来提升金融治理与技术能力的重要性。建议我国基于当前多币种法定数字货币桥 (mCBDC Bridge) 项目的经验，主动加强与东盟国家、金砖国家

等区域合作平台的交流与合作,从技术升级和支付效率提升等角度出发,牵头或协调开展多边研发与测试,重点提高各国 CBDC 系统在跨境支付层面的互操作性。这不仅有助于数字人民币拓宽跨境使用的基础,也能促进相关国家或地区建立统一的 CBDC 区域(多边)标准,以通过官方手段应对加密货币带来的挑战。

注:本文发表于《金融监管研究》2025 年第 3 期,转载请务必注明出处。为方便阅读,本文省略了脚注,全文请参见中国知网。