



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报 主编:李扬

全球数字资产

张晓晶 胡志浩 李重阳

2026年2月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

摘要

2025 年第四季度，数字资产市场整体呈现显著回调态势。截至 2026 年 1 月 31 日，加密资产总市值较 2025 年三季度末下跌约 27.1% 至 2.93 万亿美元。比特币收盘价为 8.41 万美元，跌幅约 26.4%；以太币回落至约 2702 美元，跌幅约 35.9%。市场调整主要受流动性预期变化、美国关键监管立法进程延迟、以及市场内部结构分化与情绪转向谨慎等因素影响。

稳定币市场扩容明显放缓，从 2025 年三季度末到 2026 年 1 月末，总市值仅增长 2.3% 至 2932.86 亿美元，反映了加密市场整体流动性收缩。美元稳定币仍占据主导地位，USDT 与 USDC 的双头垄断格局持续。

全球监管呈现制度整合与风险防范并行的特征。美国《CLARITY 法案》立法进程因行业博弈而搁置，暴露了加密新势力与华尔街传统金融资本之间对市场基础设施控制权的争夺。与此同时，中国人民银行正式启动新一代数字人民币体系，完成从数字现金向数字存款货币的定位转变，并优化了“中央银行-商业机构”双层运营架构，标志着数字人民币进入系统化发展阶段。

真实世界资产（RWA）市值持续增长，从 2025 年三季度末到 2026 年 1 月末增幅达 41.1% 至约 237 亿美元，其中美国国债 RWA 占比最高（40.0%）。国际市场上，贝莱德等传统金融机构积极推动合规产品代币化；国内 RWA 发展则将在明确服务实体经济的政策导向下，围绕促进消费、与数字人民币融合、收益权与数据资产等方向展开创新。

本报告负责人：张晓晶

胡志浩

本报告执笔人：

- 张晓晶
中国社会科学院国家金融与发展实验室主任
- 胡志浩
中国社会科学院国家金融与发展实验室副主任
- 李重阳
中国社会科学院国家金融与发展实验室研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

全球数字资产

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、数字资产市场跟踪	1
(一) 加密资产市值缩水、价格下跌.....	1
(二) 稳定币扩容减速	2
二、数字资产监管进展	3
(一) 美国加密资产立法延迟，新旧势力激烈博弈.....	3
(二) 数字人民币迎来升级.....	6
三、真实世界资产	7
附：术语表	11

一、数字资产市场跟踪

(一) 加密资产市值缩水、价格下跌

2025年第四季度，加密市场整体呈现显著回调态势。根据 CoinGecko 的统计，截至 2026 年 1 月 31 日，加密资产总市值约 2.93 万亿美元，较 2025 年三季度末的 4.02 万亿美元下跌约 27.1%。根据世界黄金协会的最新数据，2025 年三季度末各国央行的黄金储备价值约为 3.69 万亿美元，加密资产市值约占这一数字的 79.4%。但考虑到四季度黄金价格走高，这一比例在四季度末还会更低。市值排名前五的加密资产及其占比分别为：比特币 57.4%、以太币 11.5%、泰达币 6.1%、币安币 3.9% 和瑞波币 3.7%。

2025 年四季度，加密资产价格显著下跌。市场在 10 月上旬短暂冲高，触及历史高位，随后快速回落，开启了持续一个季度的下行调整期。以比特币和以太币为例，根据 CoinGecko 的统计，截至 2026 年 1 月 31 日，比特币收盘价为 8.41 万美元，较 2025 年三季度末的 11.43 万美元下跌约 26.4%；以太币则由约 4216 美元回落至约 2702 美元，跌幅约 35.9%（如图 1 所示）。总体来看，2025 年第四季度呈现价格回调与情绪收敛的格局，市场在年末逐渐进入区间整理，主要受到以下三方面因素影响：



图 1 比特币和以太币价格走势

数据来源：CoinGecko。

一是宏观环境与流动性预期的变化。尽管美联储在 12 月实施了年内第三次降息，将联邦基金利率下调至 3.5% - 3.75%，但市场对于通胀反复与经济增长放缓的担忧仍存。同期美国 M2 货币供应量虽创历史新高，但新增流动性更多流向国债、货币基金等低风险资产或部分大宗商品，未能有效注入加密市场。特别是 2026 年 1 月 30 日，特朗普宣布将提名凯文·沃什担任美联储主席，沃什强调美联储政策纪律和通胀约束，增强了市场对流动性收紧的预期。地缘政治紧张局势推升了黄金等传统避险资产的需求，比特币与黄金的比率在四季度降至近两年低点，显示资金在风险环境中偏向传统保值工具。

二是监管进展受挫。美国多项关键加密市场监管法案的立法进程因政府停摆等因素被推迟，此前市场期待的《CLARITY 法案》等未能如期推进，政策真空期延长。英国虽在同期提出将数字资产纳入传统证券监管框架的新提案，但全球监管协同仍显不足。这种不确定性压制了机构与散户投资者的风险偏好，使市场难以获得持续的向上催化剂。

三是市场内部结构调整与情绪转变。首先，机构投资者行为出现显著分化。比特币现货 ETF 在四季度录得约 55 亿美元净流出，为推出以来最大季度流出，其中贝莱德的 IBIT 单周流出曾达 4.35 亿美元；与此同时，企业资产负债表中持有的比特币数量仍在增加，显示长期配置型资金与短期交易型资金在策略上出现背离。其次，衍生品市场的杠杆快速出清成为价格波动放大器。季度初，全市场未平仓合约一度升至约 2360 亿美元高位，随后在 10 月 10 日前后出现单日超 700 亿美元的急速去杠杆，引发连环清算与价格陡峭下跌。最后，投资者情绪整体转向谨慎。Glassnode 与 Coinbase 的联合调查显示，45% 的机构投资者认为市场已处于牛市后期；链上情绪指标如 NUPL 等持续在“焦虑”至“恐惧”区间徘徊。

（二）稳定币扩容减速

稳定币市场价值扩容放缓。根据 RWA.xyz 的统计，截至 2026 年 1 月 31 日，稳定币总市值为 **2932.86** 亿美元，较上季度末的 **2865.88** 亿美元仅增长 **2.3%**（如图 2 所示）。其主要原因是加密资产总市值缩水、价格下跌，稳定币作为加密市场的流动性和交易锚，其市值支撑源自全市场容量。随着 2025 年四季度加密资产吸引力降低，稳定币也从 2025 年前三季度的快速扩容期转向了市值稳定期，只有在几次市场大幅波动期间，稳定币容量才出现短期异动。

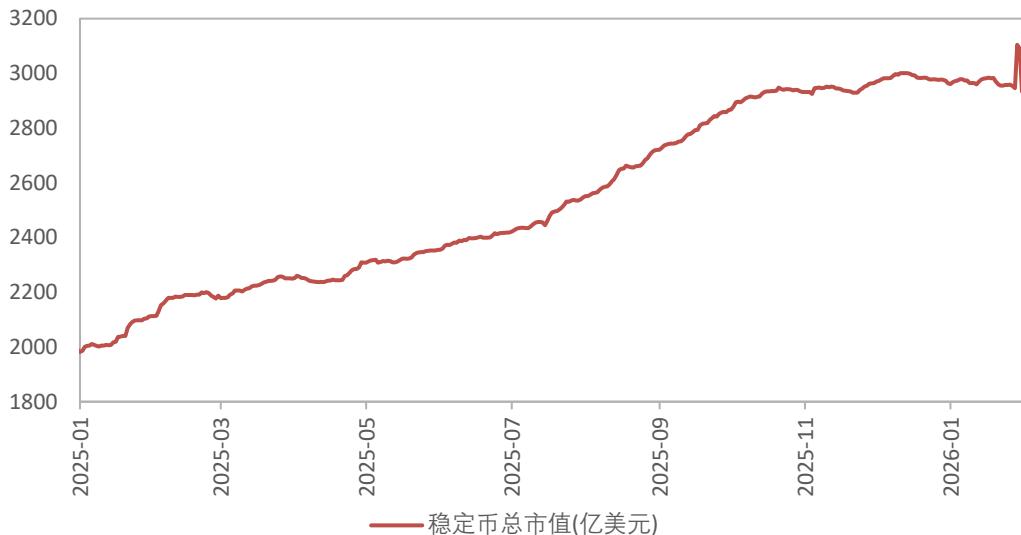


图 2 稳定币市值走势

数据来源：CoinGecko。

从锚定的货币角度看，美元稳定币市值已超过 2820 亿美元，占比为 96.14%，比上季度末的 97.5% 略有降低；欧元稳定币市值为 8.4 亿美元，占比 0.29%，比上季度末的 0.18% 有所提升；人民币稳定币市值约 538 万美元，除了泰达公司早期发行的 CNH Tether（约 28 万美元）以外，合规离岸人民币稳定币 AxCNH 获得了约 510 万美元市值，它由 AnchorX 推出，后者拥有哈萨克斯坦阿斯塔纳国际金融中心（AFSA）牌照。从发行人角度看，稳定币市场呈现双头垄断格局。泰达公司发行的 USDT 市值约为 1848 亿美元，占比约 59.7%；Circle 公司发行的 USDC 市值约 705 亿美元，占比约 22.8%。

二、数字资产监管进展

（一）美国加密资产立法延迟，新旧势力激烈博弈

在国际加密资产监管领域，2025 年第四季度，全球主要司法辖区展现出制度整合与风险防范并行的特征。经过前两个季度以美国为代表的监管跃进，四季度监管进展有所放缓，从宏观立法框架到微观机构准入，国际社会在尝试将加密活动纳入现有金融监管体系的同时，也在加强对潜在风险的识别与控制，监管取向趋于复杂化与精细化。比如英国当局于 2025 年四季度公布了新的加密资产监管提案，其核心意图在于推动数字资产在监管待遇上向传统证券市场看齐。该提案计划整合针对加密资产活动的监管规则，并引入更严格的发行披露、交易行为

规范及机构运营标准。这一举措若最终实施，意味着在英国运营的加密资产服务提供商将需要满足接近于现有金融机构的合规要求。又如美国货币监理署（OCC）为部分稳定币发行机构提供了身份转型路径。2025年四季度，包括 Circle、Ripple、Paxos 及 BitGo 在内的多家公司获得了 OCC 颁发的临时性全国性银行牌照。这一监管许可本质上是将上述机构纳入联邦银行监管体系，允许其在统一的审慎监管框架下开展业务。对于上述稳定币发行机构而言，获得银行牌照有望提升其公众信誉，拓展其可参与的金融业务范围，并可能使其更便利地接入主流金融基础设施。然而，这也意味着它们必须全面遵守资本充足率、流动性管理、反洗钱等严格的银行业监管规定，其运营的自主性与灵活性将受到显著约束。这一行动可视为监管机构通过“准入管理”将系统重要性较高的加密原生机构进行收编管理的尝试。

最引起市场关注的是美国《CLARITY 法案》立法进程的延迟，以及背后隐约透出的华尔街金融资本与加密新势力之间的博弈。2025 年四季度，《数字资产市场结构法案》（CLARITY Act）在参议院的审议进程遭遇搁置。我们已经在二季度报告中详细分析了该法案（众议院版本）的内容和影响，其核心是要明确数字资产的商品或证券属性划分，并厘清美国证券交易委员会与商品期货交易委员会的监管职责边界。然而，2026 年 1 月 18 日，美国最大的受监管加密货币交易所 Coinbase 撤回了其对参议院银行委员会修订版的《CLARITY 法案》的支持，此举直接导致了参议院银行委员会取消了原定的审议程序。Coinbase 首席执行官布莱恩·阿姆斯特朗还在社交媒体上对参议院版本的法案提出了公开批评。

各方在此事件上的立场与观点呈现出显著的复杂性与对立性。Coinbase 的反对意见主要集中于四个方面：一是草案对代币化股票的限制可能阻碍数字证券市场创新；二是其扩大了政府对去中心化金融交易数据的获取权限，可能使 DeFi 协议承担不合理的合规负担；三是法案过度扩大了美国证券交易委员会的监管权限，可能重蹈以执法为主导的监管不确定性；四是其中涉及稳定币与银行的条款可能被大型银行利用以限制竞争。Coinbase 的立场代表了部分加密原生企业的核心关切，其主张宁愿没有法案也不接受一个可能结构性限制行业关键增长领域的“糟糕法案”。传统银行业则表达了截然不同的担忧，其核心论点在于：允许稳定币向持有者支付收益可能引发商业银行体系存款外流，担心 Coinbase 的商业

模式与银行存款服务类似，却不愿接受同样的监管，进而威胁金融体系的稳定性。正是银行业游说团体的推动，才导致参议院版本的《CLARITY 法案》引入了收益限制条款和更多的限制性监管措施。这一基于系统性风险的论述在华盛顿政策圈层中具有相当的影响力。与此同时，白宫行政部门的介入使得局面进一步复杂化。据外媒报道，白宫对 Coinbase 单方面撤回支持的“突然变卦”行动感到不满，并强调该法案在政治层面上被视为特朗普总统推动的法案，这促使白宫加密货币事务负责人大卫·萨克斯牵头召集银行与加密行业团体进行多轮政策谈判，试图调和矛盾。

这场争议的本质，揭示了当前美国数字资产监管立法进程中的主要矛盾已不单单是加密行业与监管机构之间的矛盾，而正演变为加密新势力与华尔街传统金融资本之间关于未来市场基础设施控制权的直接博弈。就在 2026 年 1 月 18 日 Coinbase 撤回对法案支持的第二天，纽约证券交易所宣布，正在全力开发一个支持全天候交易、基于稳定币结算并兼容多条区块链的代币化证券交易平台。我们第三季度的报告也关注到，2025 年 9 月纳斯达克向 SEC 提交提案，寻求在其主板交易“同股同权”的代币化证券。这两大传统交易巨头的战略举措，清晰地表明了华尔街主流资本并非拒绝区块链技术，而是力图在其既有的法律与市场结构框架内，主导并定义资产代币化的路径、规则与场所。这与 Coinbase 等加密原生平台所倡导的、在更贴近加密原生环境中发展出平行或替代性市场结构的战略形成了直接竞争。因此，Coinbase 撤回对可能强化传统框架的参议院版本《CLARITY 法案》的支持，而纽交所和纳斯达克则积极推动其链上化方案，这“一进一退”的态势，恰恰凸显了博弈的核心已聚焦于代币化证券的交易场所与规则制定权，即未来由谁来控制订单流、制定标准并收取费用。

基于现有矛盾与谈判态势，我们对美国加密资产监管前景可以作出如下几方面判断。目前，加密新势力与华尔街资本之间的博弈焦点是《CLARITY 法案》的修订问题，我们认为该法案后续可能出现三种可能的情境。第一种情境是形成以银行业诉求为主导的版本，可以称之为“保守版本”，该版本可能将代币化证券限制在传统金融基础设施上，对 DeFi 活动施加严格监管，并进一步禁止稳定币相关收益，这一情境无疑将对 Coinbase、Robinhood 等原生加密平台构成压力。第二种情境是在白宫的撮合下，双方协商达成某种“中间版本”，其内容可能会

为加密原生平台开展证券代币化和 DeFi 活动开辟可行的合规路径，并允许在一定限制的前提下为稳定币持有者支付收益等，这是对美国加密资产行业中短期发展最为有利的情境，将显著提高美国在该领域的竞争力。**第三种情境是谈判破裂，《CLARITY 法案》流产，美国继续保持监管不确定性的格局。**一方面，这可能会导致美国加密资产市场分化：华尔街在现有框架内推进链上化，而加密原生机构则继续在美国境外和灰色地带开展创新。另一方面，注意到参议院农业委员会正起草一份“替代法案”，它不再涉及美国证监会（SEC）的监管权限，而是专注于商品期货交易委员会（CFTC）的管辖范围，从而避开一些最尖锐和棘手的争议点（比如代币化股票）。因此这部替代法案也可以被视为一种“快速通道”。因此第三种情境下还可能出现新的变数，即当加密新势力与华尔街资本之间的矛盾无法迅速调和的情况下，先推动参议院农业委员会的这一版法案，为加密市场提供部分领域的有限确定性。

（二）数字人民币迎来升级

中国人民银行在总结十年研发试点经验基础上，已于 2026 年 1 月 1 日正式启动实施新一代数字人民币体系，数字人民币从早期的研发试点阶段升级到更系统化的发展新阶段，其核心政策取向与监管进展体现在以下方面：

首先，数字人民币完成了从数字现金向数字存款货币的根本性定位转变。在新的管理框架下，数字人民币被明确为：中央银行提供技术保障与实施监管，具有商业银行负债属性，以账户为基础并兼容分布式账本技术特点，在金融体系内发行与流通的现代化数字支付手段。这一转变旨在将数字人民币更深地融入现有货币创造与循环体系。

其次，数字人民币进一步优化并固化了“中央银行-商业机构”双层运营架构。在顶层设计上，中国人民银行负责制定业务规则与技术标准，并规划建设相关基础设施。在运营层面，商业银行作为指定的运营机构，负责为客户开立钱包、提供流通支付服务，并承担相应的安全与合规责任。客户在商业银行钱包中的数字人民币被明确纳入存款准备金缴存基数，并享受存款保险保障。同时，运营机构开始为个人及单位的实名数字人民币钱包余额计付利息，执行相关的存款利率定价自律规定。

再次，在技术路线上，数字人民币确立了以账户体系为基础、融合智能合约

与区块链等技术优势的混合架构。升级后的数字人民币体系坚持在账户管理框架内运用币串、智能合约等数字化方案，以保持管理的规范性与有效性。同时，在跨境支付等特定领域积极利用区块链技术特性，通过在上海设立的数字人民币国际运营中心以及持续拓展的多边央行数字货币桥项目，探索提升跨境支付效率与协同交易能力。

最后，在风险防控与监管机制方面，数字人民币建立了更为完善的治理结构。中国人民银行成立了数字人民币管理委员会以统筹功能监管，并在数字货币研究所下设自律办公室推动行业规范。通过管办分离的机制，明确了运营管理中心与国际运营中心分别负责国内系统与跨境系统的建设运行与安全防护，旨在确保创新发展的同时有效维护金融稳定。

三、真实世界资产

真实世界资产（RWA）在 2025 年第四季度继续呈现出显著的增长态势与结构性深化，国际与国内市场在监管导向、发展路径与产品模式上的分化日益清晰。全球范围内，RWA 正从早期的概念验证迈向规模化与机构化发展阶段，其增长逻辑愈发瞄准解决实际金融痛点、提升资产效率与可及性。与此同时，中国监管层对 RWA 的态度在 2026 年初得以明确，即在严格合规框架下引导其服务实体经济，这为国内 RWA 市场的发展划定了新的边界与方向。

国际方面，根据 RWA.xyz 统计，截至 2026 年 1 月 31 日，RWA 总市值约 237 亿美元，较 2025 年三季度末的 168 亿美元增长 41.1%。根据其底层资产划分（如图 3 所示），美国国债 RWA 占比最高，为 40.0%，市值约 94.9 亿美元；其次为大宗商品 RWA，市值 47.4 亿美元，占比 20.0%；其余底层资产及其 RWA 市值占比为：私人信贷 11.5%、机构另类投资基金 9.1%、企业债券 6.8%、非美国政府债务 6.1%、股票 4.0%、私募股权 1.5%，其余主动管理策略和结构化信贷均不足 1%。

单位：亿美元

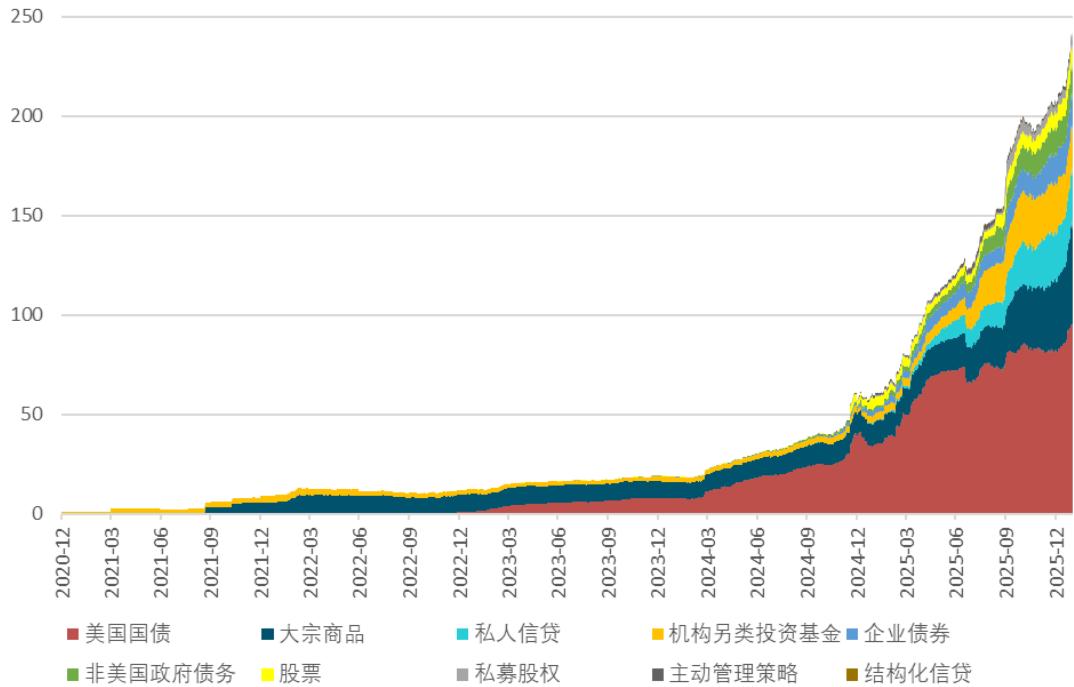


图 3 RWA 市值及底层资产构成

数据来源：RWA.xyz。

生态系统的成熟与创新产品的涌现是驱动国际 RWA 发展的核心动力。传统金融机构如贝莱德、富兰克林邓普顿、高盛积极入局，将合规的基金产品、债券等通过代币化形式引入链上；同时，一批专注于资产发起、技术合规与法律架构的金融科技平台，如 Figure、Ondo Finance、Securitize 等，充当了连接传统资产与链上生态的桥梁。其中贝莱德发行的美元机构数字流动性基金（BUIDL）是一个典型案例。BUIDL 由贝莱德与 Securitize 合作推出，它将传统金融中高信用等级的短期美国国债基金进行代币化，并引入区块链网络，打造出链上的货币市场基金，其份额支付利息，并支持 T+0 赎回为 USDC 稳定币。该产品直接解决了加密原生基金和资产管理公司等链上机构投资者对安全、合规且具备流动性的生息资产的迫切需求。在传统模式下，机构资金若想获取国债收益，需通过复杂的开户、托管及清算流程进入传统金融市场；而 BUIDL 通过区块链向符合资质的白名单客户发行代表基金份额的代币，投资者持有代币即等同于持有底层国债资产的一揽子收益权。BUIDL 的成功是近期美国国债类 RWA 显著增长的重要推动力，它填补了加密市场在低风险收益资产方面的空白，也为更广泛的 DeFi 协议

(如自动化借贷协议、收益聚合器)注入了具有真实收益的国债资产，推动了整个加密金融与传统金融体系的衔接与融合。

与国际上金融驱动的模式不同，国内 **RWA** 的实践探索呈现出鲜明的服务实体经济特征。目前国内的 **RWA** 探索普遍避免涉及股权或证券化属性，而是围绕收益权、数据权益或消费权益进行设计，旨在直接服务产业融资或创新消费模式。例如，作为全国首单农业 **RWA** 项目，“马陆葡萄”项目通过物联网设备实时采集葡萄种植的环境与生产数据，并经区块链技术加密后，整合形成可交易的资产包，最终以数字资产（NFT）形式在上海数据交易所发行。该项目为超过 2500 亩核心产区的葡萄赋予了贯穿种植、采收、销售全流程的“数字身份证”，将地理标志产品的品质优势转化为链上可查、不可篡改的信任凭证。此举不仅完成了 1000 万元的融资，更关键的是通过数字化手段显著提升了品牌可信度与市场影响力，其品牌价值在项目启动后呈现大幅增长。

尤为值得关注的是，部分国内项目正探索将 **RWA** 与促消费深度融合，并形成将持有者转化为生态共建者的新型激励模式。以国内首个充电桩数据资产项目“中网充·青能权益徽章”项目为例，其发行的数字权益徽章单价 99 元，试发行的 1000 份产品仅 8 分钟售罄。如此受欢迎的原因是，该数字权益徽章对应四重权益：第一，用户花 99 元购买徽章就可获得 99 元等值充电金；第二，价值 980 元的年度数据服务，可实时查看多城市充电桩运营状态，方便用户找桩充电；第三，附加充电保险等生态服务，让用户充电无忧；第四，企业承诺每年提取营收的 3% 用于持续权益投放，使徽章权益持续增值。该设计以消费性使用为主，引入了一定的持续收入权益，但避免了被认定为证券属性。更为巧妙的是，这种设计将用户与项目发展相绑定，持有者在消费产品服务的同时能够分享企业成长的潜在红利，从而有激励帮助推广产品，与 **RWA** “消费即投资，用户即股东”的社群生态理念相吻合。诸如此类的探索，为 **RWA** 在促进消费、盘活存量资产、为具有长期运营特征的实体项目开辟新的轻型融资渠道等方面，提供了有价值的思路。

总体来看，2025 年第四季度，全球 **RWA** 市场在机构化、合规化道路上持续迈进，资产类型与金融场景的融合不断深化。而中国市场的 **RWA** 发展则在严监管与强导向的政策新规下启航，其路径必然与国际加密原生生态迥异。未来随着

数字人民币的升级，RWA 的创新或将围绕数字人民币这一数字化的国家信用基础设施，在联盟链的可控环境中，探索服务于实体经济融资、数据资产化、新型消费激励以及盘活存量资产的合规创新。

附：术语表

数字资产（Digital asset）：可以用于支付或投资的、面向区块链等分布式账本技术的数字价值表示。

分布式账本技术（Distributed Ledger Technology, DLT）：通过去中心化网络架构，在多个独立节点间同步维护、更新和验证交易数据的技术系统。包括区块链、有向无环图、哈希图等。

中央银行数字货币（Central bank digital currency, CBDC）：中央银行发行的以本国记账单位计价的数字资产。

加密资产（Crypto-asset）：私人部门发行的数字资产。

稳定币（Stablecoin）：旨在使其价值对某种法币保持稳定，以充当交易媒介和支付手段的一种加密资产，如 USDT 和 USDC 等。

真实世界资产（Real-world asset, RWA）：传统资产在区块链上的代币化表达，包括代币化证券、代币化大宗商品、代币化收益权等。

虚拟资产（Virtual asset）：没有传统资产支撑的加密资产，如比特币、以太币等。

非同质化代币（Non-fungible token, NFT）：不能被复制、替换或分割的加密资产。

数字货币（Digital currency）：能够充当交易媒介和支付手段的数字资产，包括央行数字货币和私人部门发行的稳定币、代币化存款等。

非许可型区块链（Permissionless Blockchain）：一种开放且无需授权的区块链，任何人均可自由加入网络、参与交易验证与共识过程，也常被称为公有链。

许可型区块链（Permissioned Blockchain）：一种参与节点需经授权的区块链，其记账权限通常由单一组织或联盟内部掌控，前者被称为私有链，后者被称为联盟链。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。