



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

2025 年 7 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，“国际数字资产”“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。

全球数字资产监管框架进一步完善

——2025 年二季度全球数字资产

摘 要

近期, 稳定币在全球范围内引发高度关注与热烈讨论, 已成为观察数字资产领域发展的关键窗口, 表明各国货币当局与监管机构正以前所未有的重视程度审视其潜在机遇及挑战。二季度, 加密资产总市值达 3.92 万亿美元, 较一季度末上涨 42%。比特币价格走势可分为四个阶段: 4 月上旬受中美关税争端升级影响下行至 7.63 万美元; 4 月中旬至 5 月中旬因关税豁免及美国监管进展反弹至 11.16 万美元; 5 月下旬至 7 月初受中东地缘政治影响震荡横盘; 7 月初至中旬随美国众议院通过数字资产相关法案快速攀升, 盘中突破 12 万美元。与此同时, 稳定币市场持续扩容, 总市值达 2677 亿美元, 美元稳定币占比 98.4%, 泰达公司的 USDT 和 Circle 的 USDC 形成双头垄断格局, 后者上市后股价飙升反映市场对合规稳定币需求预期。真实世界资产 (RWA) 市值显著增长 26.85% 至 255.62 亿美元, 主要由私人信贷 (59.21%) 和美国国债 RWA (27.35%) 驱动, 贝莱德 BUIDL 基金作为合规付息模式稳定币, 市值突破 26 亿美元, 成为重要增长引擎。

全球数字资产监管框架进一步完善。美国众议院于 7 月“加密周”通过三项关键法案:《GENIUS 法案》建立稳定币监管框架;《CLARITY 法案》区分数字商品与证券, 为“成熟区块链系统”提供监管豁免, 鼓励技术创新;《反 CBDC 法案》禁止美联储未经国会授权发行央行数字货币。美、欧、中国香港稳定币监

本报告负责人: 张晓晶

胡志浩

本报告执笔人:

● 张晓晶

中国社会科学院金融研究所所长、国家金融与发展实验室主任

● 胡志浩

中国社会科学院金融研究所研究员、国家金融与发展实验室副主任

● 李重阳

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

管思路总体趋同，但细节存在差异，如：美国目标是强化美元霸权，允许州/联邦两级牌照；欧盟《MiCA 法案》区分电子货币代币（EMT）与资产参考代币（ART），侧重货币主权；香港《稳定币条例》要求最低实缴资本 2500 万港元，严格管理境外发行人。需警惕美国借稳定币扩张长臂管辖能力。

加密资产呈现典型风险资产属性。比特币与美股标普 500、纳斯达克综合指数的相关性稳定在 40%~60%，与美元指数及美债总体负相关，与传统避险资产（黄金、日元）关联度低。市场曾以“数字石油”类比以太坊生态的代币 ETH，与比特币的“数字黄金”属性对应，但 ETH/BTC 与原油/黄金价格比的相关性分析表明二者无特异关联。值得注意的是，2024 年下半年以来，受美国政策转向及机构资金入场影响，ETH/BTC 与原油/黄金对数收益率的 180 日滚动相关系数跃升至 20%，同时比特币波动率中枢下行，反映加密资产从散户主导转向机构化，逐步成为大类资产配置组成部分，但仍保留独特波动特征。

目 录

一、数字资产市场跟踪	1
(一) 比特币市值扩张，价格上涨.....	1
(二) 稳定币市场持续扩容.....	3
(三) RWA 市场显著增长	4
二、数字资产监管进展	6
(一) 稳定币监管国际比较.....	7
(二) 美国《CLARITY 法案》解析	10
三、加密资产的风险和波动特性：以头部加密资产为例	12
附：术语表	16

近期，稳定币在全球范围内引发的高度关注与热烈讨论，已成为观察数字资产领域发展的关键窗口。这一现象表明，各国货币当局与监管机构正以前所未有的重视程度审视其潜在机遇及挑战，并积极推动相关实践探索。尤为重要的是，从国内市场、研究机构以及诸多媒体对于稳定币前所未有的“大讨论”中，能够明显感受到社会甚至政策层面对于数字资产态度的一些微妙的转变。中国香港在监管框架以及沙盒试点上的举措，也表明了我国政府对这一趋势的响应。然而，必须认识到，稳定币本身并非数字资产发展的终点，其价值高度依赖于更广阔的数字资产生态系统的构建与成熟。稳定币仅仅是我们面向未来数字世界的一个切口，数字经济金融的一个核心命题在于如何构建真正具备价值支撑、高效互通且安全可信的下一代金融基础设施，并在此基础上拓展丰富多元的应用场景。在此过程中，各类数字资产不仅扮演着激励技术创新与催化模式探索的关键角色，其市场表现亦将成为整个生态体系发展成效的重要成果体现。因此，我国相关领域的政策设计与监管实践，其核心应该集中于构建基于区块链的下一代金融基础设施，以此提升金融服务实体经济质效和国际竞争力。可以考虑以在香港发行离岸人民币稳定币为契机，推进更为全面的数字资产发展框架，上海和即将封关的海南自贸港等地区可作为境内试点的候选。

一、数字资产市场跟踪

（一）比特币市值扩张，价格上涨

根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 19 日，加密资产总市值约 **3.92 万亿美元**，较 2025 年一季度末的 **2.76 万亿美元** 上涨 **42%**。其中排名前五的加密资产及其占比分别为：比特币 59.85%、以太币 10.91%、瑞波币 5.18%、泰达币（USDT）4.70% 和 币安币 2.71%。

价格方面，比特币大幅反弹，创下历史新高。根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 19 日，比特币收盘价为 11.79 万美元，较一季度末的 8.25 万美元上涨 42.89%。具体来看，大致可以分为 4 个阶段（如图 1 所示）：



图 1 比特币价格走势

数据来源：CoinGecko。

第一阶段，4月上旬，比特币价格显著下行。3月份，特朗普比特币战略储备行政命令只涉及存量而没有提供增量需求，市场情绪一度悲观。承接下跌趋势，4月2日，特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对数十个贸易伙伴征收更高关税，其中对中国商品加征34%关税。4月4日，我国对等反击，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%的关税。4月8日，关税问题进入高潮，特朗普宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由34%提高至84%。加上此前已经征收的20%关税，累计关税税率提高至104%。对此，中方强硬反击，对原产于美国的进口商品关税税率，由34%提高至84%；欧盟也跟随反制。一系列新动向导致全球经济增长预期快速恶化，比特币价格在8天内下行7.5%，达到近期低点7.63万美元。

第二阶段，4月中旬至5月中旬，比特币价格反弹回升。随着美国对智能手机、电脑等中国生产的电子产品大规模豁免高额关税，关税争端带来的负面情绪开始缓和。直到5月12日，中美联合声明发布，短期关税政策不确定性扫除，市场情绪回升。与此同时，美国加密资产监管取得积极进展，《GENIUS法案》披露、美国国税局对DeFi平台施加的报告义务取消、美国银行加密资产活动限制放宽等；州政府层面，新罕布什尔州和亚利桑那州已批准比特币储备，预示着

加密资产正与传统金融体系深度整合。到 5 月 22 日，比特币收于 11.16 万美元高点。

第三阶段，5 月下旬到 7 月初，比特币价格总体震荡。这一阶段主要受中东地缘政治紧张局势影响，市场波动水平较高。投资者对全球能源供应和地缘政治风险扩大的担忧导致风险资产面临向下压力，比特币也于盘中一度跌破 10 万美元大关。不过，紧张局势后续有所缓解，价格总体呈现震荡格局。

第四阶段，7 月初至 7 月中旬，比特币价格快速攀升，创下新高。7 月中旬特别是 14 日至 18 日的一周，美国众议院围绕三项数字资产相关法案展开表决，第一轮投票动议表决失败，第二轮投票动议则创下了 8 小时的投票时长记录，并最终于当地时间 7 月 17 日获得众议院通过。比特币价格也随着相关消息跌宕起伏，最终于 7 月 17 日盘中突破 12 万美元大关，当日收盘价格为 11.94 万美元。随着比特币价格的快速上涨，其占加密资产市场的比重也接近 60% 的历史高点。

(二) 稳定币市场持续扩容

稳定币方面，二季度市场价值持续扩容。根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 20 日，稳定币总市值已达 2677 亿美元，较一季度末增长 14%。从锚定的货币角度看，美元稳定币市值为 2634 亿美元，占比高达 98.4%；欧元稳定币市值为 4.9 亿美元，占比 0.18%；人民币稳定币仍只有泰达公司早期发行的 CNH Tether，市值约 265 万美元。从稳定机制来看，由法币支持的稳定币是绝对主流，市值约 2544 亿美元，占比约 95%；通过超额抵押加密资产的稳定币市值约 64 亿美元，占比约 2.4%；算法稳定币市值约 6.7 亿美元，占比约 0.3%。从发行人角度看，稳定币市场呈现双头垄断格局（如图 2 所示）。泰达公司发行的 USDT 市值约为 1617 亿美元，占比约 60.4%；Circle 公司发行的 USDC 市值约 646 亿美元，占比约 24.1%。

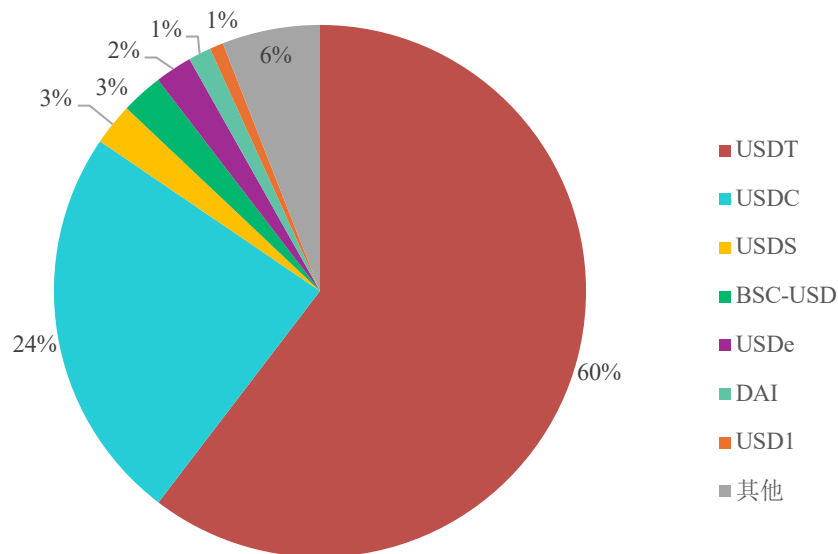


图2 稳定币发行人分布

数据来源：CoinGecko。

USDC 发行人 Circle 于 6 月 5 日在纽交所上市，或将带动更多合规稳定币发行人和交易所到传统证券市场融资的热潮，同时带动传统金融机构布局稳定币赛道。Circle 上市超额认购倍数超过 25 倍，发行价每股 31 美元，首日收盘价 83.23 美元。6 月 23 日，CRCL 创下 298.99 美元的高点，较 IPO 价格上涨了 864.5%。截至 7 月 18 日，CRCL 收于 223.78 美元。Circle 股价的上涨，反映出市场普遍认为随着监管框架逐步明确，Circle 这类合规稳定币的支付需求和机构需求将显著放大。事实上，传统金融机构已经开始积极布局稳定币赛道，例如 4 月，信用卡机构 Visa、MasterCard 与 Kraken、OKX、Crypto.com 等加密交易所合作，使用稳定币用于日常消费支付；5 月，在线支付平台 Stripe 推出“稳定币金融账户”，允许企业用户在 101 个国家以稳定币形式持有账户余额；6 月，法国兴业银行旗下加密资产子公司宣布，计划发行一种可公开交易的美元稳定币。2003 年，Skype 推出的用电脑拨打固定电话的创新功能，带动越来越多的人转向数字通话网络，并最终抛弃了传统固话；如今，随着稳定币合规化进程加速，支付领域恐也将迎来“Skype 时刻”。

（三）RWA 市场显著增长

真实世界资产（RWA）市场正显著增长。根据 RWA.xyz 统计，截至 2025 年 7 月 18 日，RWA 总市值达 255.62 亿美元，较一季度末的 201.51 亿美元增长 26.85%。根据其底层资产划分，私人信贷 RWA 占比最高，为 59.21%，市值约

151.36 亿美元；其次为美国国债 RWA，市值约 69.9 亿美元，占比 27.35%；其余底层资产及其 RWA 市值占比为：大宗商品 6.65%、机构另类投资基金 3.02%、股票 2.07%、非美国政府债务 1.08%、企业债券 0.06%和房地产 0.56%。

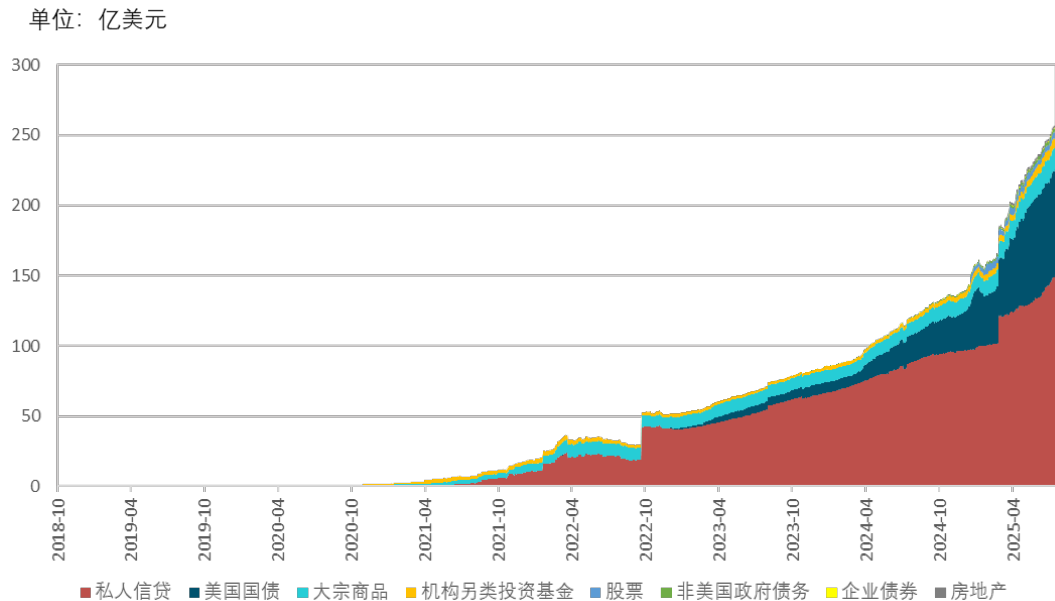


图 3 RWA 市值

数据来源：RWA.xyz。

这一增长的驱动力之一是 **Tradable** 于 2025 年 1 月推出的 **ZKSync Era** 协议，它是以太坊上的第 2 层网络汇总（Layer 2 rollup），在尽可能少地损失安全性和去中心化的前提下，采用零知识证明技术增加交易的可扩展性。**ZKSync Era** 发布后吸引了大量项目方和投资者，截至目前已有 37 个 RWA 项目在 **ZKSync Era** 上运行，总规模已达 23.3 亿美元。

更重要的驱动力来自“贝莱德美元机构数字流动性基金”（**BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund**，简称 **BUIDL**），它是 2024 年 3 月贝莱德与 RWA 平台 **Securitize** 合作发行的代币化基金，它以安全合规的方式向白名单大客户提供了链上货币基金（在上文分类中属于美国国债 RWA），并通过 **Circle** 垫资的方式支持 T+0 赎回为 **USDC**。根据 **RWA.xyz** 的统计（如图 4 所示），截至 2025 年 7 月 19 日，**BUIDL** 总市值为 26.08 亿美元，较一季度末的 19.28 亿美元增长了 35.27%。**BUIDL** 可以看做是合规的付息稳定币，解决了链上机构参与者的流动性管理问题，一经发售就受到了来自 **ONDO** 等协议的青睐，并已和 **DeFi** 高度集成，为 RWA 提供了可参考的模式，并有可能成为 **DeFi** 与链下传统金融融合

的重要一步。

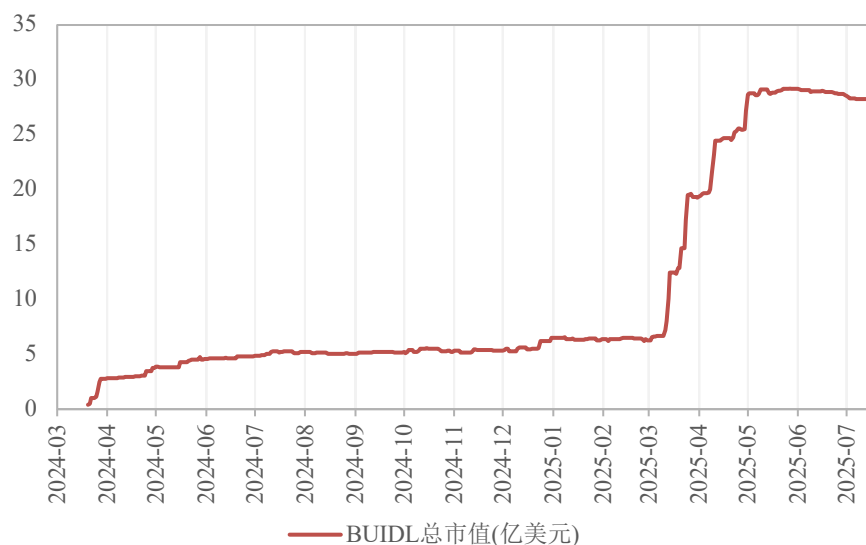


图4 BUIDL 市值

数据来源：RWA.xyz。

二、数字资产监管进展

7月14日至18日的一周被美国众议院官方称作“加密周”，因为有三项涉及数字资产的法案在这一周提交美国众议院投票表决。这三项法案包括：

①为稳定币建立监管框架的《指导和建立美国稳定币国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act，以下简称《GENIUS 法案》）；

②主要为稳定币以外的加密资产建立监管框架的《数字资产市场结构澄清法案》（Digital Asset Market Structure Clarity Act，以下简称《CLARITY 法案》）；

③旨在阻止美联储在未经国会明确批准的情况下发行或测试央行数字货币的《反 CBDC 监控国家法案》（Anti-CBDC Surveillance State Act，以下简称《反 CBDC 法案》）。

上述三项法案分别针对数字资产中的稳定币、非稳定币加密资产和央行数字货币三大类，基本囊括了数字资产的全部种类。这些法案于7月17日均获众议院通过，其中《GENIUS 法案》已经在两院均得到通过，经过总统签字就可正式生效。众议院“加密周”三项法案的通过意味着美国对数字资产的监管态度进一步明晰、监管框架进一步完善。

具体而言，美国通过《反 CBDC 国家法案》禁止美联储直接向个人提供产品

或服务、代表个人维护账户、以任何其他名义研发实质上属于 CBDC 的数字资产、以及使用 CBDC 作为货币政策工具。需要注意的是，不同于另外两项法案的高票通过，《反 CBDC 国家法案》在众议院仅以 219 票对 217 票的微弱优势获得通过，说明两党在这一问题上仍存在分歧，这一法案后续能否顺利立法不确定性较高。考虑到数字资产基本可以等同于“CBDC+加密资产”，因此如果法案得以通过，美国政策语境中的“数字资产”就等同于“加密资产”，而《GENIUS 法案》和《CLARITY 法案》分别为具有货币属性的稳定币和具有风险资产属性的其他加密资产建立监管框架，共同形成了美国加密资产监管“双支柱”。

（一）稳定币监管国际比较

7 月 17 日，《GENIUS 法案》在美国众议院以 308 票对 122 票获得通过；5 月 21 日，中国香港立法会正式三读通过了《稳定币条例》，并将于 8 月 1 日起实施；更早时候，欧盟《加密资产市场监管法案》(Markets in Crypto-Assets Regulation, 以下简称《MiCA 法案》) 于 2023 年 6 月发布，并已于 2024 年 12 月 30 日全面生效。

总体而言，美国、欧盟和中国香港对稳定币的监管取向总体较为趋同。三者的监管对象都是以全额链下资产储备作为稳定机制的稳定币，链上超额抵押稳定币（如 DAI）和算法稳定币均不在合规范畴内。三者的监管抓手都是稳定币发行人，按照发行人的资质来控制准入，通过信息披露实现持续监督，并作为客户尽调和反洗钱、反恐怖融资的责任主体，以确保监管可落地。对于储备资产，均要求持有 100% 优质且高流动性的安全资产，并独立托管。在破产处置中，均明确稳定币持有人拥有优先受偿权，并将发行人风险与储备资产隔离。

在一些具体监管措施上，美国、欧盟和中国香港的处理存在差异（详见表 1）。首先，从受监管的对象来看，美国《GENIUS 法案》下的合规稳定币只限挂钩美元的支付稳定币，而欧盟、中国香港的合规稳定币可以挂钩欧元或港元以外的其他法币。需要注意的是，欧盟《MiCA 法案》将挂钩一种法币的加密资产称作“电子货币代币”（e-money tokens, EMT），而将电子货币代币以外的、有传统资产价值支撑的加密资产都称为“资产参考代币”（asset-referenced tokens, ART），即挂钩权益、商品或者一篮子法币的加密资产都归入 ART 的范畴。从严格意义上讲，只有 EMT 可以被称作稳定币，而 ART 更多地属于真实世界资产的范畴。

其次，从监管主体来看，美国采取了适配其“联邦-州”二元结构的法律框架，根据稳定币市值大小形成联邦和州两级牌照体系；欧盟则由各成员国任命稳定币主管部门，并向欧洲银行管理局（EBA）和欧洲证券和市场管理局（ESMA）报告即可；中国香港则统一由香港金融管理局监管。第三，对发行人的要求方面，中国香港最为宽松，并不要求一定是存款机构，在香港注册的公司或在香港以外成立为法团的认可机构均可以申请牌照。资本金要求方面，欧盟在电子货币方面的立法已经相当成熟，《支付服务指令》（PSD2）要求自有资金不低于 12.5 万欧元，并根据计算式达到额外要求；中国香港要求稳定币发行人实缴资本不少于 2500 万港元；美国则未设定统一门槛。第四，在储备资产管理方面，虽然三者皆要求 100% 储备支持，但侧重点仍有不同。美国侧重要求储备中美国国债的到期日小于等于 93 天；欧盟要求至少 30% 存入信贷机构单独账户，以维持足够的流动性安全垫；中国香港则要求储备资产与挂钩币种相一致，避免汇率风险。最后，在域外管辖方面，美国禁止除互惠安排以外的任何外国支付稳定币发行人发行的稳定币，态度最为严格；欧盟和中国香港则聚焦货币主权问题，欧盟方面禁止非欧元稳定币用于日常商品和服务支付；中国香港则从货币主权和保护本地区投资者两方面开展域外管辖，一方面是境外发行人发行锚定港元的稳定币必须持牌，另一方面是任何向香港公众推广法币稳定币的活动，都必须受到监管。总体而言，三者的监管框架的差异源自于各自战略目标的不同。美国《GENIUS 法案》以强化美元霸权为根本逻辑，对发行人的资质限制较为宽松，还设置了联邦和州两级监管架构，并给予了发行人三年的过渡期。这些设计实质是为了吸引更多的发行人进入美国监管体系，从而拓展合规美元稳定币的全球使用。相较之下，欧盟和中国香港的监管框架则侧重于货币主权保护和防范系统性金融风险。

表 1 美国、欧盟、中国香港稳定币监管框架对比

	美国《GENIUS 法案》	欧盟《MiCA 法案》	中国香港《稳定币条例》
合规稳定币命名	支付稳定币（payment stablecoin）	电子货币代币（EMT）	指明稳定币
合规稳定币定义	一种被设计用于支付或结算手段的数字资产，其发行人有义务以固定金额的货币价值赎回该资产，并维护和创设该数字	一种加密资产，旨在通过参考一种法定货币的价值来维持稳定的价值	一种价值的数字表示形式，宣称通过参考一种或多种官方货币或其他香港金融管理局指定的计算单位或经济价值来维持

	资产与固定金额货币价值保持稳定的合理预期		稳定的价值
发牌机构	联邦或州政府（市值小于 100 亿美元）	各成员国任命主管部门，并向欧洲银行管理局（EBA）和欧洲证券和市场管理局（ESMA）报告	香港金融管理局
发行人	受保存款机构子公司或联邦/州合规稳定币发行人	授权信贷机构或电子货币机构需要发行白皮书	在香港注册的公司或在香港以外成立为法团的认可机构
资本金要求	未设统一门槛，按规模分联邦和州两级监管	自有资金不低于 12.5 万欧元，并达到《支付服务指令》（PSD2）自有资金要求	最低实缴股本 2500 万港元
储备资产	1:1 支持； 美元硬币或现钞； 活期存款； 到期日小于等于 93 天的国债 或由其支持的回购协议等	1:1 支持； 安全、流动、低风险资产； 至少 30% 存入信贷机构的单独 账户中； 隔离管理，独立审计	1:1 支持； 与挂钩币种相一致的资产； 优质、高流动性、低风险； 隔离托管，定期审计
收益	无息	无息	无息
域外效力	允许互惠安排； 除此之外禁止外国支付稳定币 发行人发行的支付稳定币	允许使用非欧元 EMT 进行加密 资产交易活动，但不得用于日 常商品和服务支付	境外发行人发行锚定港元的稳定 币或向香港公众推广任一法 币稳定币，需持牌

资料来源：congress.gov, eur-lex.europa.eu, 香港金融管理局。国家金融与发展实验室整理。

美国《GENIUS 法案》构建了稳定币的监管框架，但并不意味着美国政府开始对美元稳定币进行全面规制，因为法案中对于具体的业务合规监管细节涉及有限，在法案中还有单独章节要求财政部会同相关方研究应对网络犯罪、洗钱、资助恐怖主义、逃避制裁等活动的创新方法和技术。有鉴于此，近来稳定币热潮令市场认为美元稳定币能够一方面依托于美元的价值安全性，另一方面依托于区块链的技术创新力，让美元化以匿名性和极低的成本在数字领域进行扩张。这其实是忽视了法币的国家属性，并大大低估了美国对于美元稳定币进行控制的意图与能力。虽然稳定币运行依托的区块链网络具有一定的匿名性和规避监管的特性，这也是美元稳定币目前备受青睐的原因之一。但美国为维护其长臂管辖权力，在美元稳定币的发展过程中必然会不断完善客户调查、反洗钱、反恐怖融资等合规

流程，以便继续确保对于美元的控制力。可参考的历史事件是，“9·11”事件后，美国强制要求 SWIFT 提供包括离岸在内的全球美元交易数据，实现对跨境资金流动的全面监控；此举将运行四十余年的离岸美元体系纳入美国监管网络，凸显出美国巩固美元使用管辖权的用意。以此类推，在当前地缘政治紧张加剧的背景下，美国必将在业务合规等方面进一步强化对美元稳定币的控制力。而包括我国在内的其他国家发行基于本国法币的稳定币时，也将面临同样的监管诉求。

（二）美国《CLARITY 法案》解析

7 月 17 日，美国众议院以 294 票对 134 票通过了《CLARITY 法案》。该法案以 2024 年 5 月份众议院通过的《21 世纪金融创新与技术法案》（Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act，以下简称《FIT21 法案》）为基础，二者都试图从纷繁复杂的加密资产中区分出实质属于证券的和实质属于商品的加密资产，从而厘清美国商品期货贸易委员会（CFTC）和美国证监会（SEC）的监管权限，但《CLARITY 法案》的监管态度更偏宽松。

具体而言，《CLARITY 法案》给出了四个核心定义：数字资产、许可支付稳定币、数字商品和成熟的区块链系统。首先，“数字资产”（digital asset）指记录在加密安全的分布式账本或其他类似技术上的数字价值表示，该定义与国际通行定义以及本报告倡导的定义基本一致，是包括加密资产和央行数字货币在内的大类统称。如前文所述，在禁止央行数字货币的美国政策语境下，数字资产的内涵等同于私人部门发行的加密资产。其次，许可支付稳定币（permitted payment stablecoin）指作为支付或结算手段的数字资产，其发行人有将其兑换、赎回或回购为固定金额的货币价值的义务，或发行人表示将维护和创设该数字资产与固定金额货币价值保持稳定的合理预期，且其发行人须受到联邦或州相关监管机构的监管。这一定义与专门针对稳定币的《GENIUS 法案》一致。第三，“数字商品”

（digital commodity）指与区块链系统内在联系的数字资产，其价值来源于或合理价值预期来源于区块链系统的使用。所谓“与区块链系统的内在联系”，包括这些资产由区块链系统的程序化运行发布或生成，用于在区块链系统参与者之间转移价值，用于访问区块链系统的活动或服务，用于参与区块链系统的去中心化治理体系，全部或部分用于支付费用或以其他方式验证或确认区块链系统上的交易，以及用作对区块链系统参与者的支付或激励等。第四，成熟的区块链系统

(mature blockchain system) 指不受任何个人或团体共同控制的区块链系统及与之相关的数字商品。关于区块链是否成熟的标准,《CLARITY 法案》要求 SEC 和 CFTC 联合制定具体规则,但法案本身给出了一系列基本指引,最核心的要求包括:区块链系统开源且仅根据代码预先建立的透明规则运行;任何个人或团体均不得拥有区块链系统大于等于 20% 的投票权;任何该区块链系统的数字商品发行人或关联方均不得拥有超过该数字商品单位总量的 20%。

在上述分类指引下,一项加密资产总能被划分为以下三个监管类别之一,并受到相应监管部门的管理,大致而言:第一,许可支付稳定币通常被视为用于交易目的的数字商品,对其交易和托管活动由 CFTC 监管,对其发行人则根据《GENIUS 法案》进行监管。第二,数字商品二级市场受 CFTC 监管;数字商品一级市场默认由 SEC 监管,但当区块链网络达到或拟在 4 年内达到“成熟的区块链系统”以及其他一系列要求时,其代币发行可被归类为数字商品,从而豁免在 SEC 的注册。第三,无法满足数字商品定义条件的数字资产认定为证券,接受 SEC 的监管。此外,SEC 对在其注册实体(如经纪商和另类交易系统)上进行的数字商品和许可支付稳定币活动保留反欺诈和反市场操纵的监管权力。

《CLARITY 法案》最重要的法律澄清和政策放松之一是定义了“投资合同资产”,以解决加密资产实质判断中的一个模糊问题:当加密资产最初作为投资合同(investment contract)的一部分出售时(这在美国被视为证券),比如用于未来某个区块链网络开发,这项加密资产是否应被视为证券?在《CLARITY 法案》下,投资合同资产(investment contract asset)被定义为最初被作为投资合同计划的一部分出售、记录在区块链上、可以独家拥有并点对点转移的数字商品,它不应被视为投资合同本身,因此也就不属于证券,其监管按上述数字商品一级市场发行标准处理。

《CLARITY 法案》对大量去中心化金融(DeFi)中的技术工作予以豁免,包括开发系统、验证交易、运行节点或预言机、提供用户界面、参与流动性池等,但当 DeFi 环境中某人确实履行了金融中介职能时,比如托管客户资产、充当交易对手方、对协议或用户订单采用中心化控制权等,就必须遵守相应的注册和监管要求。

总体而言,《CLARITY 法案》以较为宽松的监管要求鼓励技术创新。其背

后的动因是，美国立法者认为区块链将形成下一代互联网（Web3），能更好地管理活动、分配资源和促进决策，加密资产在这一网络上提供了经济激励。在充分了解加密资产可能带来的风险隐患以后，美国国会仍然认为应该优先把握 Web3 的潜在机遇，并确保美国在相关技术和加密资产研发中保持领先。在法律文本层面，《CLARITY 法案》直接将“创新”一词添加到《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1940 年投资顾问法》和《1940 年投资公司法》关于 SEC 使命的小节中，使推动创新成为 SEC 监管活动中必须考虑的公共利益因素。更深刻地，从激励去中心化的“成熟区块链系统”标准，到将“投资合同资产”与投资合同区分开来，再到为 DeFi 技术开发者豁免的安全港，《CLARITY 法案》也将“创新”理念贯彻在了各项监管标准制定之中。

也应注意到，《CLARITY 法案》尚处于草案阶段，许多条款仍不完备，其监管框架对投资者和金融稳定仍存在一定风险。第一，《CLARITY 法案》下，大多数加密资产将被归类为商品，削弱了 SEC 的权威。特别是对“投资合同资产”的豁免，可能导致一些具备证券属性的产品绕开监管，特别是高风险产品和欺诈活动，会危害消费者和投资者权益。第二，《CLARITY 法案》对证券的认定与美国“豪威测试”的传统有所出入，这会破坏监管的一致性，导致监管套利。考虑到加密资产相较传统证券有机会降低监管审查力度、降低合规成本，DeFi 活动也可能获得一定的豁免，很多传统证券业务可能会套上一层加密资产或 DeFi 的外衣，以规避监管。比如美国民主党参议员伊丽莎白·安·沃伦（Elizabeth Ann Warren）就警告称 Meta 或特斯拉等大科技企业可能通过发行数字商品来规避 SEC 的监管。第三，《CLARITY 法案》中很多关键监管指标的认证规则模糊性较高，仍具漏洞。比如“成熟区块链系统”主要依靠加密资产发行人自我认证，仅接受 SEC 的有限审查，这可能导致项目过早宣称其已达到“成熟”状态，从而逃避持续的信息披露要求。

三、加密资产的风险和波动特性：以头部加密资产为例

我们统计了 2021 年至今多个时间区间内，比特币收益率和主要大类资产收益率的相关性。由表 2 可以发现，比特币与主要大类资产的关系呈现出以下特征：

第一，与美股相关性显著，呈现出典型的风险资产特征。比特币与标普 500、

纳斯达克综合指数的正相关性在大多数时间区间内均持续保持在 40%~60%之间，且相关系数较为稳定，说明比特币具有典型的风险资产属性。

第二，与股票市场的关联性表现出明显的地域差异性。比特币与美股高度相关，与 MSCI 欧洲指数虽然总体呈正相关趋势，但相关性较弱、波动也较为剧烈，与我国沪深 300 指数则缺乏稳定的相关关系。究其原因，一方面，我国自 2021 年以来对加密资产活动采取禁止态度，我国国内股市与加密资产隔离度较高；另一方面，美国股市科技题材更突出，因而会与作为数字资产“大盘”的比特币产生更高关联度。

第三，与美元指数和美债以负相关关系为主，与其他传统避险资产关联度不高。比特币多数时期与美元指数和美债都呈现负相关关系，符合风险资产特征。比特币与黄金关联度很低，与日元相关性则波动巨大且不稳定，表明其与传统避险资产并不同频。

上述分析表明，比特币的市场表现并不支持它成为传统意义上的避险资产，反而呈现典型的风险资产属性。

表 2 比特币和主要大类资产收益率相关性

时期	商品		权益				债券	货币	
	黄金	石油	标普 500	纳斯达克综合	MSCI 欧洲	沪深 300	10 年期美国国债	美元指数	日元
2025Q2	27.54%	23.18%	49.06%	50.23%	7.58%	29.19%	-20.70%	1.97%	24.04%
2025Q1	-2.17%	33.44%	47.97%	52.10%	21.59%	-6.97%	-42.06%	-20.81%	-20.07%
2024Q4	-12.48%	-35.29%	40.32%	37.39%	-17.80%	-3.66%	-8.23%	14.21%	-4.60%
2024Q3	23.73%	7.04%	53.13%	44.49%	26.29%	12.02%	-21.68%	12.27%	-39.00%
2024Q2	0.57%	0.18%	39.69%	39.28%	21.20%	-23.62%	21.81%	-29.65%	17.34%
2024Q1	1.41%	-13.67%	-9.93%	-12.28%	15.00%	0.06%	-18.03%	-15.14%	-3.50%
2023	8.90%	5.36%	17.62%	19.91%	5.35%	5.09%	10.92%	-16.63%	13.26%
2022	1.96%	10.48%	57.78%	60.57%	39.23%	16.61%	9.89%	-37.44%	-5.57%
2021	-5.37%	11.14%	25.78%	23.88%	20.67%	-4.88%	-10.72%	-8.19%	-14.03%

资料来源：WIND，CoinGecko，国家金融与发展实验室整理。

近来有一种观点认为，以太币和比特币之间的关系与石油和黄金的关系具有可比性，这一观点的逻辑是，黄金的工业用途在黄金定价中的影响较小，黄金价格主要受到其金融属性影响，而石油主要反映实体工业用途；类似地，比特币在加密生态中主要起到所谓的“数字黄金”作用，而以太坊却始终坚持打造去中心化金融的创新应用生态，以太币作为 GAS 费的支付代币，正类似于“数字石油”，

为去中心化金融提供“能源”驱动力。如果我们使用价格水平之比，即 ETH/BTC 和原油/黄金两个序列进行相关性分析，会发现两个序列的相关性高达 75% 以上。然而这种相关性并不能成为前述观点的佐证，这很可能是共同宏观因素（比如全球流动性）导致的伪相关，并不意味着 ETH/BTC 和原油/黄金存在特异性的相关关系。如果我们进一步使用两个序列的对数收益率来进行考察，发现两个序列的相关性降到 1.63%，这就验证了我们的观点。然而值得注意的是，对数收益率序列的 180 日滚动相关系数却呈现出十分有趣的现象（如图 5 所示）：



图 5 ETH/BTC 和原油/黄金对数收益率序列 180 日滚动相关系数

数据来源：WIND，CoinGecko，国家金融与发展实验室整理。

ETH/BTC 和原油/黄金对数收益率序列的 180 日滚动相关系数在 2022 年年中（注意到以太坊从 2022 年 9 月正式从 PoW 转向 PoS）以前始终较低，然后经历了一波攀升，并维持在 10% 左右的水平，然后在 2024 年下半年（此时期为美国总统大选期间，特朗普开始大力支持加密资产）再度攀升，目前已超过 20%。作为参照，我们测算了原油/黄金和铜/黄金对数收益率序列 180 日滚动相关系数，该系数常年稳定维持在 30% 到 40% 区间，这是因为原油和铜都是工业原料，共享工业周期。在这一参照下，20% 的相关性跃升具有重要意义，说明加密资产市场的周期可能正在与传统周期发生共振，特别是 2024 年下半年以来，美国的监管政策转向友好，政策框架愈发明朗，传统机构投资者把 ETH/BTC 当作一个重要的交易对，这些大资金也会用同样的宏观逻辑交易原油/黄金。图 6 展示了这一时间区间内比特币的波动率变化，可以看到其波动率中枢显著下行，这是加密资

产市场从散户主导转向机构投资者主导过程中的典型特征。这一变化意味着加密资产正从另类投资转为重要大类资产之一。此外，20%的相关性显著低于30%~40%的大宗商品参照系也说明，加密资产目前仍保留有独特的波动性特征，这也符合其当前“半主流化”的状态。



图 6 比特币收盘价与 30 日滚动波动率

数据来源：CoinGecko，国家金融与发展实验室整理。

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。

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。

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。