央行再定调：从虚拟货币到“链上美元”的货币主权逻辑

测图 高守声 林雅恺 复旦金融评论 2025年12月2日 08:31 上海

复旦金融评论
复旦大学出品，复旦大学国际金融学院和复旦大学经济学院联合主办的金融经济学公共...
397篇原创内容
公众号

■ 本文原载《复旦金融评论》
■ 作者：高守声 复旦大学国际金融学院党总支副书记、副院长，金融学教授，博士生导师，长期研究加密资产，著有新书《稳定币：数字金融的未来》；林雅恺 原复旦国际金融、财经作家
■ 公众号：复旦金融评论

> 本轮监管的目标已经从“抑制泡沫”，升级为防止美元在境内取代人民币。

高守声
复旦大学国际金融学院党总支副书记、副院长
金融学教授、博士生导师

林雅恺
原复旦国际金融
财经作家

2025年11月28日，中国人民银行召开打击虚拟货币交易部作工作协调机制会议，会议明确指出：“虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位”“稳定币属于虚拟货币的一种形式”“虚拟货币相关业务属于非法金融活动”，并要件来来持续打击涉及虚拟货币的非法金融行为，这一表态几乎构成对2017年9月4日中国人民银行等七部门联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》（即“94公告”）的一次系统性再确认：既重申了中国对加密货币监管的结构性底层逻辑从未改变，也释放出若干新的政策信号。

“94公告”有三个核心目的：第一，防止“首次代币发行”（ICO）泡沫引发“大规模公众性金融风险”；第二，阻断虚拟货币交易场及代币融资对境内投资者的放大影响；第三，避免新兴技术或通证为名本为违规金融活动，当时监管机关正计推动不受监管辖技术本身，而是高度关注、看重不透明、与中国金融体系极其脆弱的“市圈”。监管目标可以概括为：把风险关在门外，不能在中国金融体系内部爆雷”。

这次会议的主旨已经发生变化：加密行业从“ICO泡沫”演变为具有一定金融基础设施属性的支持性资本：USDT、USDC等美元稳定币直接成为全球资本流动的重要媒介，与人民币国际化在支付、计价和储备功能上形成结构性竞争；反洗钱、反恐融资以及东数跨境资金流动则被纳入国家安全的制度性框架之中。同时，新加坡等地加速推动稳定币与RWA（现实世界资产上链）监管，因应竞争格局和监管。

在这样的背景下，本轮监管的目标已经从“抑制泡沫，隔离风险”，升级为防止在中心化的美元体系在境内形成事实上的货币替代。从而能够首先主权与跨境监管能力，换言之，中国不是反对稳定币技术，而是反对一种“无许可的美元优势不受监管的资金，

简单说2017年的政策是“建立防雨泡沫的闸门”，重点打击无序ICO；那么2025年的监管重要是“筑牢链上风险的防火墙”，聚焦稳定币等虚拟货币等多的跨境资金流动、洗钱等隐患，两者在守护货币主权与金融安全的目标上前后一致，只是监管从1.0时段升级到了2.0阶段。

为什么要在2025年特别点名稳定币？

稳定币之所以在这次会议中被单独点名，恰恰说明它已经从小众金融工具演化为全球金融体系中不可忽视的新型基础设施。过去一年，全球稳定币规模已突破约3000亿美元，它们在至少三个层面对发行和货币带：第一层面，为跨境支付和小额跨境汇款提供了**更便宜、更高效的结算工具**；第二层面，为加密资产市场提供了**相对稳定的计价单位和交易对手方**；第三层面，正在成为机构投资者获取上证券，链上债券和RWA的**基础流动性载体**。这技术和现金模式的角度看，稳定币更像是数字金融时代的“新一代准货币”：它既没有信用与区块链的资本流动，既保留了法定货币的稳定性，也释放了链上技术“7×24小时、跨境无摩擦”的优势。

但与此同时，对以人民币为货币锚的经济体来说，如果以美元为锚，由境外主体发行的稳定币在境内无序流通，就可能在支付、储蓄和跨境交易中形成功能性替代，削弱人民币在本币金融体系中的锚定作用。稳定币天然具有对24/7实现性使用门槛产品本身，也机会中心化钱包和智能合约，而全可以在跨境流动中大幅降低对银行账户的依赖，而这与我国现行的外汇管理及资本项目管制存在内在冲突。在技术架构与流程层面，稳定币发行方和相关节点分布在多司法辖区，需要完全打破中国金融体系的反洗钱（Anti-Money Laundering, AML）与了解您的客户（Know Your Customer, KYC），从而真备天然的监管不可见性与合规不确定性。因此，从监管视角看，系统性可真正的敏感点在于：它推动的是一种“链上美元体系”的成型，而这直接指向货币主权与金融安全。

监管连续性与升级

用整办部长在技术看体发言了两个关键：在2017年2025两次定调在底层逻辑上高度一致，无论是防止ICO泡沫诱发的公众性风险，还是防止链上美元体系引发的系统性冲击，实质上都是监管掌握监管底层资产形态下的自然延伸。从早期的集中式虚拟货币交易平台，到此后的稳定币，再到现在的去中心化美元体系，界面上是技术和业态的迭代，本质上是同一条跨境资金流动链条的升级版，虚拟货币是一种“无主货币”，美元稳定币则是私人机构发行的“数字美元分身”，在中国现有政策框架中，这两类货币形态都不可能成为境内金融基础设施的底层货币。

在“基础性”之内，本轮监管还体现出明显的“升级版”特征，从监管对象看，2017年聚焦ICO、交易所和代币投机；2025年则把稳定币、链上美元及相关跨境流动纳入核心视野，从监管理念看，2017年强调“防风险，防泡沫”；2025年更突出“主权钱、反总融资、货币主权和跨境监管可控性”，从政治定位看，2017年更多被视为一场暴雷金融监管事件；2025年则在很大程度上被纳入“金融安全—经济安全—国家安全”的一体化“大安全逻辑”。

可以说，当下讨论虚拟货币监管，已经无法仅仅停留在“小金融”的技术细节，而必须置于数字时代制度竞争与国家安全的更大框架之中。

过去一年，市场上曾出现两类典型误读，一类是点认为，中国将“全面放松对虚拟货币的限制”，另一类则将香港地区的稳定币试点解读为“内地也快要放开”，实行此次两度定调，很大程度上是对上述误读的集中纠偏，有助于消除“监管重新定调”的幻觉，避免在政策边界模糊和后续新的灰色地带。

监管部门继续坚持对中国香港实行“内外有别”的监管分层。中国香港地区可以在严格监管前提下，探索稳定币与RWA试点，承担“离岸实验区”的制度创新功能。内地则保持对虚拟货币及稳定币相关业务的明性禁止态势。坚守货币主权底线，这是一种典型的“双轨并行”安排：离岸市场承担制度试验功能，境内体系守住风险与主权底线，这是通过更高维的分类，锁定各自的监管目标。

本轮表态也并非对区块链和数字金融创新的全面否定，央行及相关部委在多场合强调：“支持区块链等底层技术在实体经济和金融基础设施中的合规应用”；“持续推动数字人民币（e-CNY）的研发与试点，构建可监管、可追踪、可控的数字法币体系”；“发展数据要素市场，链上确权（联盟链）、金融基础设施数字化”；“探索“合规版”RWA，如数据资产、应收账款、碳资产等可穿透、可审计、可监管的链上资产形态”。

本轮表态的真正收紧的是“去主权的链上美元体系”，而不是所有链上技术与数字金融创新。被“终结”的是大于“内地全面放开虚拟货币”的市场想象，而不是整个数字金融产业。

合规数字资产中长期配置的两大主线

在“虚拟货币在内地被严格禁止”与“数字金融持续推进”并存的格局下，对投资者而言，真正值得关注的有两个中长期方向。

其一，香港地区及区域金融中心的“监管升级红利”。随着香港等地稳定币与RWA监管框架逐步落地，亚洲有望形成新的稳定币与链上美元中心。为机构提供DeFi、合规RWA以及跨境链上金融基础设施等来新的业务机会，对于关注亚洲配置和资产结构优化的投资者而言，这将是未来几年必须重点跟踪的制度与市场变化。

其二，作地“数据要素+数字人民币”的制度创新路径。在境内，虚拟货币被严格禁止，并不意味着数字金融消失。恰恰相反，数字人民币体系将继续拓展零售支付、跨境试点和联络充当场景；联盟链与RWA将会在特定场景，被金融、数据资产等领域加速落地，数据交易所和金融基础设施数字化，将深刻改变金融资源配置方式。

如果说，美元稳定币正在塑造一套以美元为中心的链上金融基础设施，那么对中国而言，更现实的机会不是去阻单复制，而是用数字人民币为基石和潜在稳定币为创新点，构建一套以人民币为中心、可监管、可扩展、服务实体经济的数字金融新体系，在这样的框架下，稳定币本身并不是中国金融体系的“目从”，而是一种必须认真对待、积极参与规则制定的支链公共技术与制度创新，真正需要顺势制的，是在中国监管体系之外运行，却可能在境内无序扩散的“链上美元”。

对投资者而言，真正需要调整的不是对“币价”的预期，而是对中国数字金融基础设施的理解框架。

□ 本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关，仅供读者参考，并不作为投资、会计、法律或税务等领域建议。

□ 编辑丨姜 慢 复旦大学国际金融学院研究中心
□ 校对丨蔡若莹 复旦大学国际金融学院研究中心
□ 资源丨Binance

-END-

微店购书

稳定币：数字金融的未来|读懂稳定币这一全球金融新基建，把握Web3.0、DeFi、RWA投资发展趋势和数字...
加载时间：2025-12-02 17:13:52
¥54.6 起 已省19
□ 含入库运输险
购买

当当购书

《稳定币：数字金融的未来》
高守声 林雅恺 著
2025年8月
格致出版社

京东购书

推荐阅读
■ 稳定币不“稳定”？USDe脱锚背后的警示
■ 首轮Coinbase：新加坡用XSGD稳定币，打开全球支付新局
■ 跨职次竞新规则：基于RWA与股票代币化
■ 加密货币监管全球趋势：分析与展望
■ 基塑价值流动：稳定币可编程性的架构与未来
■ 稳定币的万亿“基础”：谁是支付体系稳战赢家？
■ 稳定币的“不可能三角”
■ 新技双轨战略：中国稳定币政策背后的风险权衡与主权考局
■ 稳定币激流，未来何往
■ 新著《稳定币条例》落地，稳定币如何改变世界
■ 一个普通人为什么需要了解稳定币？
■ 稳定币立法：特朗普锚定“数字布雷顿森林”

作者提示：个人观点，仅供参考
前读原文