



TSINGHUA PBCSF
清华五道口

IFR

金融科技研究院

研究报告

现实世界资产（RWA）代币化发展 态势与风险防范研究

——基于全球金融数字化转型背景下的系统性
分析与政策建议

施展

（清华大学五道口金融学院）

齐行之

（天津大学管理与经济学部）

张一凡

（国泰海通证券固定收益客需部）

2025 年 10 月

摘要

本报告系统研究了现实世界资产（RWA）代币化在全球金融数字化转型背景下的发展态势、运行机制、风险挑战与监管路径。研究表明，RWA 代币化市场已从 2020 年初的 5700 万美元快速增长至 2025 年的超过 320 亿美元，增长超过 560 倍，展现出巨大的发展潜力。报告深入分析了 RWA 的核心价值主张、推动发展的动力机制、监管制度演进以及面临的多重风险，并基于中国情境提出了具体的政策建议和风险应对策略。研究发现，RWA 代币化不仅能够提升资产流动性、透明度和市场可达性，还能通过可编程性实现金融效率的革命性提升。然而，其在法律合规、技术安全、监管协调等方面仍面临显著挑战。报告建议通过监管沙盒试点、渐进式制度创新和跨境监管协调，推动 RWA 在中国的健康有序发展。

关键词： RWA 代币化、区块链金融、数字资产、监管框架、金融创新

目 录

第 1 章 引言与背景	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究现状与文献综述	2
1.3 研究目标与内容框架	2
第 2 章 RWA 核心概念与价值主张	4
2.1 RWA 代币化的定义与内涵	4
2.2 RWA 代币化的核心价值主张	5
2.3 RWA 代币化与传统金融工具的比较	5
第 3 章 推动 RWA 发展的动力机制	8
3.1 全球金融体系效率提升的内在需求	8
3.2 数字金融生态系统的成熟发展	8
3.3 监管环境的逐步明确化	9
3.4 宏观经济环境的变化推动	10
3.5 中国企业参与 RWA 代币化的特殊动力	10
第 4 章 运行机制与市场结构	12
4.1 RWA 代币化的基本运行框架	12
4.2 资产类别与市场结构分析	13
4.3 主要平台与竞争格局	15
4.4 区块链平台的选择与分布	16
4.5 市场参与者的行为特征	17
第 5 章 监管制度与国际经验	19
5.1 国际层面监管协调机制	19
5.2 区域层面监管制度创新	20
5.3 国家层面监管路径差异	21
5.4 监管制度演进趋势	22
5.5 对中国的启示与借鉴	22

第 6 章 RWA 发展优势分析	24
6.1 资产可分割性与流动性提升	24
6.2 信息透明化与可追溯性	25
6.3 投资者可达性与普惠性	26
6.4 可编程性与合约自动化	26
第 7 章 主要风险识别与评估	28
7.1 法律风险的深度分析	28
7.2 结算风险的技术与法律维度	29
7.3 可扩展性风险的技术瓶颈	30
7.4 监管风险的系统性挑战	31
7.5 网络安全风险的多维度威胁	32
第 8 章 风险管理与防范机制	35
8.1 法律与制度层面的风险防范	35
8.2 金融与信用风险的管理策略	36
8.3 技术与操作层面的风险控制	37
8.4 治理与组织层面的风险隔离	38
第 9 章 中国情境下的实操障碍	39
9.1 法律合规层面的制度性障碍	39
9.2 技术安全层面的多重挑战	40
9.3 市场接受度层面的现实困境	41
9.4 交易平台定位的战略模糊	41
9.5 推进 RWA 代币化发展的策略建议	42
第 10 章 专项风险应对策略	44
10.1 反洗钱合规风险的系统性防范	44
10.2 数据安全风险的综合治理	45
10.3 跨境资金转移风险的有效管控	46
10.4 技术安全风险的立体化防护	46
第 11 章 政策建议与试点路径	48
11.1 监管沙盒试点的战略意义	48

11.2 试点区域的选择与定位.....	48
11.3 交易平台建设的创新思路.....	49
11.4 监管协调机制的建立.....	50
11.5 风险管控体系的构建.....	51
第 12 章 稳定币试点的特殊意义与路径	52
12.1 稳定币在全球金融体系中的战略地位.....	52
12.2 美元稳定币扩张的战略影响.....	53
12.3 中国稳定币发展的战略考量.....	53
12.4 港币稳定币试点的政策建议.....	54
第 13 章 结论与展望	56
13.1 主要研究结论.....	56
13.2 政策启示与建议.....	57
13.3 未来发展趋势展望.....	58
13.4 研究的局限性与未来方向.....	58
参考文献.....	60

第 1 章 引言与背景

1.1 研究背景与意义

在全球金融体系经历深刻数字化转型的历史进程中，现实世界资产（Real-World Assets, RWA）代币化正迅速崛起为连接传统金融与数字金融的关键桥梁。这一创新实践不仅代表着区块链技术的应用边界从纯粹的数字资产领域向实体经济的深度延伸，更预示着金融市场基础设施、资产流转方式和价值交换机制的根本性重塑。

近年来，RWA 代币化已经从概念验证阶段跃升为实践应用阶段，展现出强劲的发展势头。根据 RWA.xyz 的最新数据，截至 2025 年 9 月 30 日，链上 RWA（不含稳定币）的存量已达到约 323.9 亿美元，较 2020 年初的 5700 万美元增长超过 560 倍。这一惊人的增长速度背后，是全球主要金融机构的积极参与和监管框架的逐步完善。贝莱德（BlackRock）的 BUIDL 基金已成为全球最大的代币化美国国债产品，管理资产规模达 29 亿美元；富兰克林邓普顿（Franklin Templeton）的 BENJI 基金也实现了 7.76 亿美元的资产管理规模。这些标志性事件表明，RWA 代币化已经获得了传统金融巨头的认可和推动。

从更宏观的视角看，RWA 代币化的兴起恰逢全球金融体系面临多重挑战的关键时期。传统金融基础设施在结算效率、跨境支付、资产流动性等方面存在显著瓶颈，而区块链技术的去中心化、透明化和可编程性特征为解决这些痛点提供了全新的技术路径。世界经济论坛预测，到 2027 年代币化资产可能占全球 GDP 的 10%，而波士顿咨询集团则预测到 2030 年代币化资产规模可能达到 16 万亿美元。这些预测虽然存在差异，但共同指向了一个明确的趋势：RWA 代币化正在成为金融市场不可逆转的发展方向。

对于我国而言，RWA 代币化的发展既蕴含着重大机遇，也伴随着复杂的挑战。一方面，中国拥有庞大的实体经济资产基础和领先的数字支付基础设施，为 RWA 代币化提供了丰富的应用场景和技术支撑。另一方面，中国对加密资产交易保持审慎监管态度，如何在防范系统性风险与支持金融创新之间实现平衡，成为政策制定者面临的重要课题。香港特别行政区通过代币化绿色债券试点项目，展现了在“一国两制”框架下探索金融创新的独特优势，为内地相关政策制定提供了宝贵的实践经验。

1.2 研究现状与文献综述

学术界和政策界对 RWA 代币化的研究呈现出多学科交叉、理论与实践并重的特征。从技术层面看，研究者主要关注区块链技术的可扩展性、智能合约的安全性以及跨链互操作性等技术挑战。从金融层面看，学者们深入探讨了代币化对资产流动性、市场效率、风险管理和投资者保护的影响。从法律监管层面看，研究集中于代币化资产的法律属性界定、跨境监管协调以及合规框架构建等核心问题。

国际货币基金组织（IMF）在其 2023 年的研究报告中指出，代币化资产的刚性执行特性需要与法律制度的弹性形成互补，以确保合约执行既高效又具备制度韧性。金融稳定委员会（FSB）在 2024 年的报告中强调，代币化模式的监管难点在于如何识别并缓释治理结构中的潜在冲突，并确保风险管理能够覆盖发行、清算与托管等全链条业务环节。这些研究为 RWA 代币化的监管框架构建提供了重要的理论指导。

在实证研究方面，学者们通过对具体案例的分析，验证了 RWA 代币化在提升市场效率方面的积极作用。例如，对香港代币化绿色债券项目的研究表明，尽管链上转账能够即时完成，但最终的法律结算仍需经由中央结算系统确认，这种“技术即时性”与“法律最终性”并存的双重模式为监管制度设计提供了重要启示。

然而，现有研究仍存在一些局限性。首先，大部分研究集中在技术可行性或单一监管问题上，缺乏对 RWA 代币化发展动力机制、风险传导路径和监管协调机制的系统分析。其次，针对我国情境的本土化研究相对有限，特别是在“一国两制”框架下如何协调内地与香港的监管政策，以及如何在现有法律框架下推进 RWA 代币化试点等问题上，还需要更深入的研究。

1.3 研究目标与内容框架

本研究旨在系统梳理 RWA 代币化的发展逻辑，深入分析其运行机制与市场格局，评估监管制度演进路径，并识别潜在优势与风险挑战。基于国际经验与我国具体情境，本研究将提出具有可操作性的政策建议和风险防范策略。具体研究目标包括：

第一，系统阐述 RWA 代币化的核心概念、技术特征和价值主张，厘清其与资产证券化等传统金融工具的本质区别，并深入分析推动 RWA 发展的多元化动力机制。

第二，全面梳理 RWA 代币化的运行机制，包括资产确权、链上发行、市场支持和风险控制等关键环节，并基于最新数据分析全球市场规模、资产结构和竞争格局。

第三，深入分析国际、区域和国家三个层面的监管制度演进，总结主要司法辖区的监管经验和制度创新，为我国监管框架构建提供参考。

第四，系统识别和评估 RWA 代币化面临的多重风险，包括法律风险、结算风险、可扩展性风险、监管风险和网络安全风险，并提出相应的风险管理策略。

第五，基于中国具体情境，分析推进 RWA 代币化面临的实操障碍，并提出针对性的政策建议和试点路径，特别是在监管沙盒、跨境协调和人民币国际化背景下的发展策略。

本报告的内容框架围绕上述研究目标展开，从理论基础到实践应用，从国际经验到本土探索，力求为相关政策制定和监管实践提供全面、深入、具有前瞻性的研究支撑。

第 2 章 RWA 核心概念与价值主张

2.1 RWA 代币化的定义与内涵

现实世界资产（Real-World Assets, RWA）代币化是指将物理世界中存在的金融资产或实物资产的权益，通过区块链技术转化为可编程的数字化凭证的过程。这些数字化凭证通常以代币（token）的形式存在，可以在区块链网络上进行登记、流通、交易和结算。从技术实现角度看，RWA 代币化不仅仅是简单的资产数字化，而是涉及法律架构设计、技术协议选择、合规框架构建和市场机制设计的系统性工程。RWA 代币化的核心特征体现在以下几个方面：

一是资产权益的数字化表征。RWA 代币并不直接代表实物资产本身，而是对相关权利的数字化表征。这些权利可能包括所有权、债权、收益权、使用权等不同形式的权益。例如，在房地产代币化项目中，代币通常代表的是对特定房产的收益权或所有权份额，而非房产的物理实体。这种权利表征的数字化使得资产权益可以被精确分割、快速转移和程序化执行。

二是法律架构的风险隔离。为了确保代币化资产的安全性和合规性，RWA 项目通常采用特殊目的载体（SPV）或信托模式来实现资产的破产隔离。通过将基础资产转移至独立的法律实体，可以有效保护代币持有人的权益，避免发行主体的信用风险传导至代币化资产。这种破产隔离机制是传统资产证券化与 RWA 代币化的共同特征，但在区块链环境下，这种隔离机制可以通过智能合约实现更高层次的自动化和透明度。

三是技术协议的标准化。RWA 代币的发行通常基于标准化的区块链协议，如 ERC-20、ERC-1400 等。ERC-20 作为最基础的代币标准，支持代币的基本功能，包括转账、余额查询、授权等。而 ERC-1400 等专门针对证券化代币的标准，则增加了更多符合监管要求的特性，如投资者身份验证、转让限制、分红派息等。这些标准化协议的选择直接影响代币的功能性、互操作性和合规性。

四是可编程性的价值实现。RWA 代币化的最大创新在于其可编程性特征。通过智能合约，可以将复杂的商业逻辑和法律条款以代码形式固化，实现自动化的权利执行。例如，可以将利息支付、股息分配、到期赎回等条款写入智能合约，当预设条件满足时自动触发执行。这种可编程性不仅提升了操作效率，更重要的是实现了“代码即法律”的理念，为金融合约的自动化执行提供了技术基础。

2.2 RWA 代币化的核心价值主张

RWA 代币化的价值主张体现在多个维度，这些价值特征共同构成了其在金融市场中的竞争优势。

一是提升资产流动性。传统金融市场中，许多高价值资产如房地产、艺术品、基础设施项目等由于投资门槛高、交易成本高、流动性差等原因，难以在二级市场活跃交易。RWA 代币化通过将资产权益分割为小额代币，显著降低了投资门槛，使得更多投资者能够参与这些资产的投资。同时，基于区块链的 7×24 小时连续交易机制，为代币化资产提供了更高的流动性。根据德勤的预测，到 2035 年代币化房地产资产可能达到 4 万亿美元规模，这将极大提升传统上流动性较差的房地产资产的流转效率。

二是增强信息透明度。传统金融市场中，信息不对称是导致市场失灵和风险积累的重要因素。RWA 代币化通过区块链的分布式账本技术，为所有市场参与者提供了统一、不可篡改的交易记录。储备证明（Proof of Reserve, PoR）机制的应用，使得投资者能够实时验证底层资产的存在性和价值。这种透明度不仅增强了投资者信心，也为监管机构的监督提供了便利。国际货币基金组织的研究表明，区块链技术的透明性特征有助于缓解传统证券化模式中的“黑箱效应”。

三是扩大投资者可达性。RWA 代币化通过降低投资门槛和消除地理限制，显著扩大了投资者群体。传统上由机构投资者主导的资产类别，如私募股权、房地产基金等，通过代币化可以为中小投资者提供投资机会。这种金融普惠性的提升，不仅有利于资本的有效配置，也为普通投资者提供了更多元化的投资选择。世界经济论坛的研究指出，代币化技术有潜力将全球数万亿美元的传统资产引入数字金融市场。

四是实现合约自动化。智能合约的应用使得复杂的金融合约可以实现自动化执行，减少了人工操作带来的延迟和错误风险。在跨境支付、贸易融资、供应链金融等场景中，智能合约可以实现多方协作的自动化，显著提升业务效率。例如，在供应链金融中，当货物交付确认后，智能合约可以自动触发付款，实现“货到付款”的即时结算。这种自动化不仅降低了操作成本，更重要的是提升了交易的确定性和可预测性。

2.3 RWA 代币化与传统金融工具的比较

为了更深入理解 RWA 代币化的创新特征，有必要将其与传统的资产证券化（ABS）和不动产投资信托（REITs）等金融工具进行比较分析。

与资产支持证券（ABS）的比较。ABS 和 RWA 代币化都采用了资产打包和风险隔离的基本逻辑，但在技术实现和运营模式上存在显著差异。ABS 依赖中心化的清算体系和传统的法律框架，信息传导往往存在滞后性，投资者难以实时了解底层资产的状况。相比之下，RWA 代币化通过区块链技术实现了信息的实时透明和交易的即时结算。此外，ABS 的二级市场流动性相对有限，而 RWA 代币支持 7×24 小时的连续交易，流动性显著提升。然而，ABS 在法律框架和监管合规方面更加成熟，而 RWA 代币化在这些方面仍面临不确定性。

与不动产投资信托（REITs）的比较。REITs 作为房地产证券化的成熟模式，为投资者提供了投资房地产市场的便捷渠道。REITs 通过信托结构运作，由专业的管理人负责资产的运营和管理，投资者享有相对稳定的分红收益。RWA 代币化在房地产投资领域的应用，可以看作是 REITs 模式的数字化升级。代币化房地产投资不仅保留了 REITs 的分散投资优势，还通过区块链技术实现了更高的透明度和更低的交易成本。此外，代币化房地产投资可以实现更精细化的资产分割，投资者可以根据自己的风险偏好和资金规模进行更灵活的配置。

技术架构的根本差异。传统金融工具依赖中心化的基础设施，包括证券交易所、清算所、托管银行等中介机构。这种中心化架构虽然成熟稳定，但也存在效率瓶颈和单点风险。RWA 代币化采用去中心化的区块链架构，通过分布式共识机制确保交易的安全性和不可篡改性。这种架构不仅提升了系统的抗风险能力，也为金融创新提供了更大的灵活性。然而，去中心化架构也带来了新的挑战，包括性能瓶颈、治理复杂性和监管适应性问题。

监管框架的演进路径。传统金融工具已经建立了完善的监管框架，包括信息披露要求、投资者保护机制、风险管理制度等。这些监管制度虽然有效，但也存在滞后性和僵化问题。RWA 代币化的监管框架仍在演进过程中，各国监管机构正在探索如何在保护投资者和支持创新之间找到平衡。欧盟的 MiCA 条例、美国的 GENIUS 法案等监管创新，为 RWA 代币化的合规发展提供了制度保障。

表 1：RWA 代币化与传统金融工具的比较

	RWA 代币化	ABS	REITs
基本逻辑	采用资产打包和风险隔离。	采用资产打包和风险隔离。	通过信托结构运作，由专业管理人负责资产的运营和管理。
技术与信息	借助区块链实现信息实时透明与交易即时结算。	依赖中心化清算与传统法律框架，信息传导滞后，投资者难以实时了解底层资产。	由管理人运作并分配收益。

交易与流动性	支持 7×24 小时连续交易。	二级市场流动性相对有限。	为投资者提供投资房地产市场的便捷渠道。
成熟度与合规	在法律与合规方面仍存在不确定性。	法律框架与监管合规更加成熟。	作为房地产证券化的成熟模式，投资者享有相对稳定的分红收益。
技术架构	去中心化区块链架构，分布式共识保证安全与不可篡改。	中心化基础设施，成熟稳定但有效率瓶颈与单点风险。	中心化信托与交易体系。
监管演进	监管框架仍在演进；存在在保护投资者与支持创新寻求平衡的探索。	传统工具已形成完善监管框架。	传统工具已形成完善监管框架。

资料来源：根据公开资料整理

通过上述比较分析可以看出，RWA 代币化不是对传统金融工具的简单替代，而是在继承其合理内核基础上的创新性发展。它既保留了资产证券化在风险隔离和结构化设计方面的优势，又通过区块链技术实现了效率提升和模式创新。这种继承与创新的结合，正是 RWA 代币化能够在短时间内获得市场认可的根本原因。

第3章 推动 RWA 发展的动力机制

3.1 全球金融体系效率提升的内在需求

RWA 代币化的快速发展，首先源于全球金融体系对效率提升的内在需求。传统金融基础设施在结算效率、跨境支付、资产流动性等方面存在显著瓶颈，这些痛点为 RWA 代币化提供了广阔的应用场景。

一是支付结算体系的现代化需求。当前全球支付结算体系仍然依赖 1970 年代建立的 SWIFT 系统和代理行模式，跨境支付往往需要 2-7 个工作日才能完成，且成本高昂。根据世界银行的数据，全球跨境支付的平均成本约为 7%，远高于国内支付成本。RWA 代币化结合稳定币技术，可以实现“支付即结算”的即时清算，显著提升跨境支付的效率和降低交易成本。摩根大通与 Chainlink 合作开展的跨链交付对支付（DvP）试点项目，验证了代币化资产在跨境支付中的应用潜力。

二是资本市场基础设施的数字化转型。传统资本市场的交易、清算、结算流程涉及多个中介机构，流程复杂、成本高昂。以美国股票市场为例，股票交易的结算周期为 T+2，即交易完成后两个工作日才能完成所有权转移。RWA 代币化通过区块链技术可以实现交易的即时结算，消除结算风险，提升资本效率。澳大利亚证券交易所（ASX）正在开发的基于区块链的清算系统，旨在替代其老化的 CHES 系统，这代表了传统交易所基础设施数字化转型的方向。

三是资产流动性的提升需求。全球范围内存在大量流动性较差的资产，包括房地产、基础设施、艺术品、知识产权等。这些资产的总价值估计超过数百万亿美元，但由于投资门槛高、交易成本高、信息不对称等原因，难以在二级市场活跃交易。RWA 代币化通过资产分割和数字化交易，为这些资产提供了新的流动性解决方案。根据波士顿咨询集团的预测，到 2030 年，仅代币化私募股权市场的规模就可能达到 6000 亿美元。

3.2 数字金融生态系统的成熟发展

RWA 代币化的兴起也得益于数字金融生态系统的日趋成熟。稳定币的广泛应用、DeFi 协议的发展完善以及机构投资者的积极参与，为 RWA 代币化提供了良好的发展环境。

一是稳定币市场的基础设施支撑。稳定币作为连接传统金融与数字金融的桥梁，为 RWA 代币化提供了重要的基础设施支撑。截至 2025 年，全球稳定币市值

已超过 2100 亿美元，日交易量达到数百亿美元。稳定币的广泛应用证明了区块链技术在金融支付领域的可行性和优势。更重要的是，稳定币为 RWA 代币化提供了计价单位和流动性媒介，使得代币化资产能够与传统金融体系无缝对接。

二是 DeFi 协议的创新推动。去中心化金融（DeFi）协议的发展为 RWA 代币化提供了丰富的应用场景和技术支撑。借贷协议如 Aave、Compound 等已经开始接受代币化资产作为抵押品，为 RWA 代币化提供了流动性支持。去中心化交易所（DEX）为代币化资产提供了 7×24 小时的交易场所。衍生品协议为代币化资产提供了风险管理工具。这些 DeFi 基础设施的完善，大大降低了 RWA 代币化的实施门槛和运营成本。

三是机构投资者的积极参与。传统金融机构的积极参与是 RWA 代币化快速发展的重要推动力。贝莱德、富达、高盛、摩根大通等全球顶级金融机构纷纷推出代币化产品和服务，不仅为市场提供了流动性，更重要的是为 RWA 代币化提供了信用背书。机构投资者的参与也推动了监管框架的完善和技术标准的统一。根据普华永道的调查，超过 80% 的传统金融机构表示计划在未来两年内开展代币化相关业务。

3.3 监管环境的逐步明确化

监管环境的逐步明确化为 RWA 代币化的发展提供了制度保障。各国监管机构在平衡创新与风险的基础上，逐步建立起适应代币化资产特点的监管框架。

一是美国监管框架的重大突破。2025 年 7 月，美国正式签署《引导和建立美国国家稳定币创新法案》（GENIUS 法案），这是美国首个针对数字资产的联邦立法。该法案为支付稳定币建立了全面的监管框架，包括发行主体资质要求、储备资产管理、信息披露义务、消费者保护等关键要素。更重要的是，该法案明确了符合条件的稳定币不属于证券或商品，避免了监管管辖权的争议。这一立法突破为 RWA 代币化在美国的发展扫清了重要的法律障碍。

二是欧盟系统性监管框架的建立。欧盟在 2023 年正式实施《加密资产市场条例》（MiCA），建立了全球最系统化的加密资产监管框架。该条例涵盖了代币发行、加密资产服务商授权管理、稳定币储备金要求、市场滥用防范等全方位内容。同时，欧盟还通过《分布式账本试点机制条例》，为代币化金融工具的受控实验提供了制度空间。这种“统一规制与受控试点并行”的制度路径，为 RWA 代币化的合规发展提供了明确的指引。

三是亚洲主要金融中心的积极探索：新加坡金融管理局通过“Project Guardian”项目，推动代币化债券、基金和外汇等原型试点，在“监管-市场-技

术”三位一体的路径下逐步形成可商用的行业标准。香港金融管理局协助特区政府发行全球首单政府代币化绿色债券，并完成了多币种代币化绿色债券的扩展发行，探索了“链上即时结算”与“法律最终结算”并行的操作模式。这些监管创新为 RWA 代币化在亚洲地区的发展提供了宝贵的实践经验。

3.4 宏观经济环境的变化推动

宏观经济环境的变化也为 RWA 代币化的发展提供了重要推动力。全球利率环境的变化、地缘政治风险的影响以及数字经济的发展趋势，都促进了 RWA 代币化的需求增长。

一是利率环境变化的影响。2022 年以来，全球主要央行大幅加息，使得传统固定收益资产的收益率显著提升。这一变化使得代币化美国国债、货币市场基金等产品对投资者具有较强吸引力。投资者可以在享受传统金融资产收益的同时，获得区块链技术带来的便利性和透明度。根据 RWA.xyz 的数据，代币化美国国债的资产规模从 2023 年初的约 1 亿美元快速增长至 2025 年的超过 70 亿美元，充分体现了利率环境变化对 RWA 代币化的推动作用。

二是地缘政治风险的影响。地缘政治风险的上升使得资产的跨境配置和避险需求增加。RWA 代币化通过区块链技术实现了资产的全球可及性，投资者可以便捷地投资境外优质资产，实现投资组合的多元化。同时，区块链技术的去中心化特征也为资产的安全性提供了额外保障。在地缘政治不确定性增加的背景下，RWA 代币化为投资者提供了新的资产配置工具。

三是数字经济发展的内在要求。数字经济的快速发展要求金融服务进行相应的数字化转型。RWA 代币化作为金融服务数字化转型的重要组成部分，能够满足数字经济时代对高效、透明、普惠金融服务的需求。特别是在供应链金融、贸易融资、知识产权融资等领域，RWA 代币化能够显著提升金融服务的效率和覆盖范围。根据国际数据公司（IDC）的预测，到 2025 年，全球数字经济规模将达到 23 万亿美元，这为 RWA 代币化提供了广阔的市场空间。

3.5 中国企业参与 RWA 代币化的特殊动力

对于中国企业和投资者而言，参与 RWA 代币化具有特殊的动力和意义，主要体现在跨境资金流动、供应链金融创新和数字人民币国际化等方面。

一是跨境资金流动的便利化需求。在当前的外汇管理框架下，中国企业的跨境投融资活动仍面临一定的限制。RWA 代币化为中国企业提供了一种创新的跨

境资金流动解决方案。企业可以将境内资产通过代币化方式在境外发行，实现境外融资的同时保持对资产的实际控制。这种“影子资产”模式为境内资产提供了境外流动性，解决了资产、资金跨境流动的痛点。根据修改建议中的分析，这种模式必然受到资产持有者的欢迎，但也带来了对资产持有者的监管问题，特别是投融资备案的合规要求。

二是供应链金融的创新需求。中国拥有全球最完整的制造业产业链和庞大的供应链体系，供应链金融创新发展具有巨大潜力。RWA 代币化与区块链技术的结合，能够为供应链金融带来革命性的变化。通过将应收账款、仓单、提单等资产代币化，可以实现供应链上下游企业的信用传递和资金流转。特别是对于链主企业，RWA 代币化机制为其提供了更强的金融化工具。修改建议中指出，如果链主企业将应付账款变成 RWA，且获准发行稳定币，那么随着时间推移，当应付账款兑付时，该 RWA 可以自动转化为稳定币，这个闭环将使得实体企业的金融化大大加强。这也是京东等供应链核心企业迫切介入 RWA 和稳定币业务的基本动力。

三是数字人民币国际化的战略需求。RWA 代币化的发展与数字人民币的国际化进程具有协同效应。通过在离岸市场发行以数字人民币计价的代币化资产，可以提升数字人民币在国际贸易和投资中的使用范围。同时，RWA 代币化也为数字人民币提供了更多的应用场景和流动性支持。修改建议中提出的在上海自贸区或海南自贸港试点港币稳定币的建议，正是基于这一战略考虑。港币作为中国主权货币，在离岸市场具有替代人民币国际化的潜力，通过 RWA 代币化可以进一步增强其国际地位。

综上所述，RWA 代币化的发展动力来源于多个层面的复杂因素。全球金融体系效率提升的内在需求提供了根本动力，数字金融生态系统的成熟发展创造了有利条件，监管环境的逐步明确化提供了制度保障，宏观经济环境的变化提供了外部推力，而中国企业的特殊需求则为 RWA 代币化在中国的发展注入了独特的活力。这些动力因素的共同作用，推动着 RWA 代币化在全球范围内的快速发展。

第 4 章 运行机制与市场结构

4.1 RWA 代币化的基本运行框架

RWA 代币化的运行机制是一个涉及法律、技术、金融等多个领域的复杂系统工程。其基本运行框架可以分解为四个关键环节：资产选择与法律架构、技术实现与合规设计、市场发行与流通、审计与风险管理。这四个环节相互关联、相互支撑，共同构成了 RWA 代币化的完整运行体系。

资产选择与法律架构环节是 RWA 代币化的起点和基础。在这一环节，项目方需要对拟代币化的基础资产进行全面的尽职调查和合理的估值定价。资产的选择需要考虑多个因素，包括资产的法律权属清晰度、市场流动性、价值稳定性、监管合规性等。优质的底层资产是 RWA 代币化成功的关键基础。在法律架构方面，通常采用特殊目的载体（SPV）或信托模式来实现资产的破产隔离。通过将基础资产转移至独立的法律实体，可以有效保护代币持有人的权益，避免发行主体的信用风险传导至代币化资产。这一环节还需要明确代币的法律属性，即代币代表的是所有权、债权还是收益权，不同的法律属性将直接影响后续的合规路径和投资者保护机制设计。

技术实现与合规设计环节是 RWA 代币化的技术核心。在技术实现方面，需要选择合适的区块链平台和代币标准。以太坊作为目前最主流的智能合约平台，拥有最丰富的开发工具和最活跃的生态系统，但面临交易费用高、处理速度慢的瓶颈。Layer 2 解决方案如 Polygon、Arbitrum 等在一定程度上缓解了这些问题。代币标准的选择直接影响代币的功能性和合规性，ERC-20 适用于基础代币，而 ERC-1400 等证券化代币标准则提供了更多符合监管要求的功能。在合规设计方面，需要集成 KYC（客户身份核查）、AML（反洗钱）等合规功能，确保代币的发行和交易符合监管要求。预言机（Oracle）机制的设计也至关重要，它负责将链下资产的价格、状态等信息传递至链上智能合约。

市场发行与流通环节是 RWA 代币化实现价值的关键环节。在发行阶段，可以通过公开发售、私募配售、连续发行等不同方式进行。发行策略的选择需要考虑监管要求、投资者结构、市场条件等因素。在流通环节，代币化资产可以在中心化交易所（CEX）或去中心化交易所（DEX）进行交易。中心化交易所通常提供更好的流动性和用户体验，但需要符合更严格的监管要求。去中心化交易所则提供了更高的透明度和可访问性，但流动性相对有限。做市商机制在维持代币化资产流动性方面发挥着重要作用，特别是在市场波动较大或交易量较小时。

审计与风险管理环节是保障 RWA 代币化稳健运行的重要保障。审计机制需要覆盖底层资产的真实性的验证、智能合约的安全性审计、储备资产的定期核查等多个方面。第三方审计机构的独立验证对于增强投资者信心至关重要。风险管理需要建立全面的风险识别、评估、监控和应对机制，包括市场风险、信用风险、操作风险、技术风险、法律风险等多个维度。应急预案的设计也必不可少，以应对可能出现的系统性风险事件。

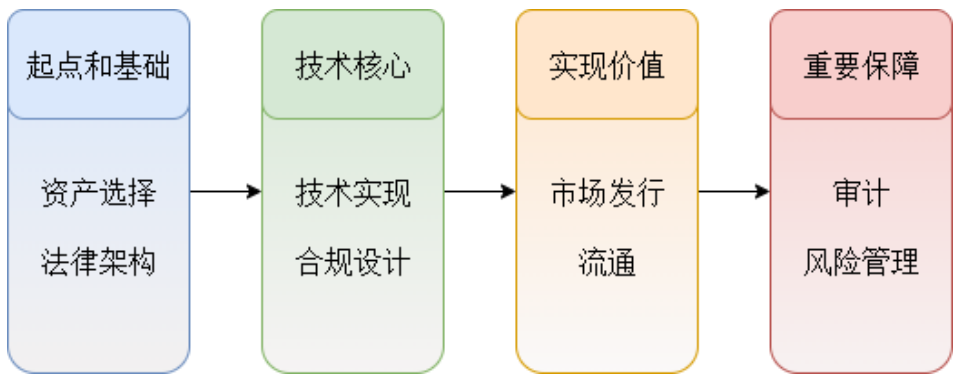


图 1：RWA 代币化基本运行框架

资料来源：根据公开资料整理

4.2 资产类别与市场结构分析

根据 RWA.xyz 的最新数据，截至 2025 年 9 月，全球链上 RWA（不含稳定币）市场总规模达到 323.9 亿美元，呈现出多元化的资产类别和竞争格局。从资产结构来看，私募信贷、美国国债、大宗商品、房地产等构成了主要的资产类别。

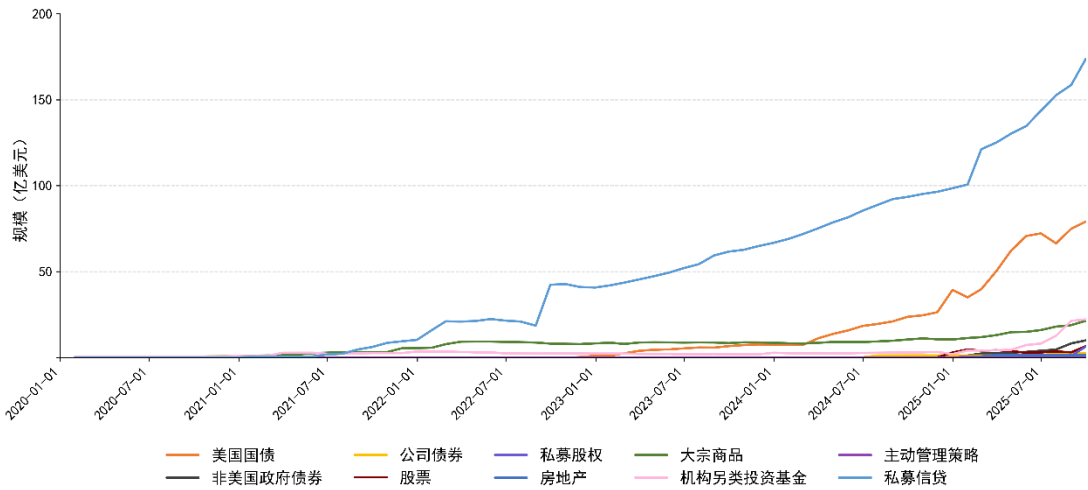


图 2：RWA 代币化资产规模走势

数据来源：RWA.xyz

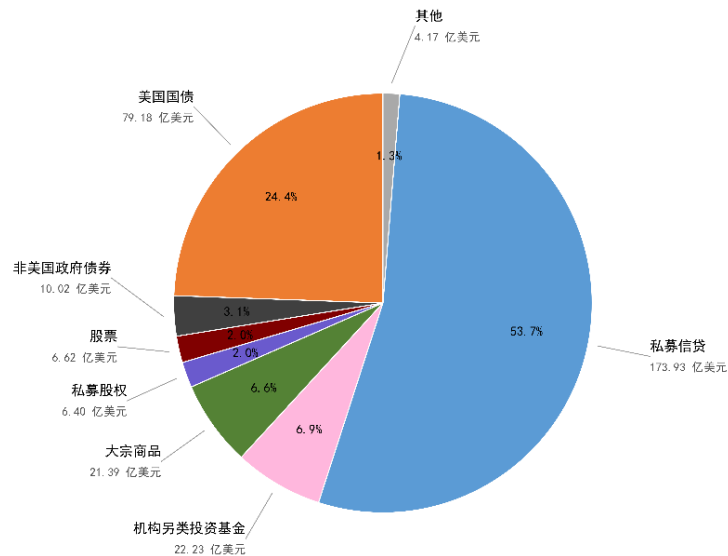


图 3: RWA 代币化资产规模分布

数据来源: RWA.xyz

私募信贷市场的主导地位。私募信贷已成为 RWA 代币化市场中规模最大的资产类别，总规模约 173.9 亿美元，在非稳定币 RWA 中占据主导地位。这一快速发展的背后，是传统私募信贷市场存在的流动性差、投资门槛高、透明度低等痛点。RWA 代币化通过将私募信贷资产分割为小额代币，显著降低了投资门槛，使得更多投资者能够参与这一高收益资产类别。同时，区块链技术的透明性特征也提升了私募信贷市场的信息透明度。领先的私募信贷代币化平台包括 Figure、Maple Finance、Tradable 等，这些平台通过不同的业务模式服务于不同的细分市场。

美国国债代币化的快速增长。美国国债及其他低风险政府债券的代币化规模约 79.2 亿美元，是增长最快的 RWA 资产类别之一。这一增长主要得益于 2022 年以来全球利率环境的变化，使得美国国债等低风险资产的收益率显著提升。对于加密货币投资者而言，代币化美国国债提供了一种在保持区块链便利性的同时获得传统金融资产收益的投资选择。贝莱德的 BUIDL 基金、富兰克林邓普顿的 BENJI 基金、Ondo Finance 的 OUSG 等产品在这一领域占据领先地位。美国国债代币化的成功，为其他政府债券的代币化提供了重要的参考模式。

大宗商品代币化的稳步发展。大宗商品代币化市场规模约 21.4 亿美元，主要包括黄金、白银等贵金属的代币化。Paxos 的 PAXG、Tether 的 XAUT 等产品在这一领域占据主导地位。大宗商品代币化为投资者提供了一种便捷的黄金投资方式，避免了传统黄金投资的存储、运输、保险等成本和麻烦。同时，代币化黄金也可以作为 DeFi 协议的抵押品，提升了资产的效用性。除了贵金属，其他大宗商品如石油、农产品等的代币化也在探索中，但规模相对较小。

房地产代币化的巨大潜力。房地产代币化市场规模相对较小，约 1.5 亿美元，但被认为是具有巨大发展潜力的领域。全球房地产市场总价值估计超过 280 万亿美元，即使只有一小部分实现代币化，也将形成巨大的市场规模。房地产代币化不仅可以提升房地产资产的流动性，还可以为中小投资者提供投资优质房地产项目的机会。根据德勤的预测，到 2035 年代币化房地产资产可能达到 4 万亿美元。目前，房地产代币化主要集中在商业地产项目和房地产投资信托（REIT）的代币化。

其他资产类别的探索。除了上述主要资产类别，RWA 代币化还在艺术品、知识产权、碳信用、应收账款等领域进行探索。艺术品代币化可以为艺术品投资提供流动性，知识产权代币化可以为创作者提供新的融资方式，碳信用代币化可以提升碳交易市场的效率。这些新兴资产类别的代币化虽然规模尚小，但展现了 RWA 代币化技术的广泛应用前景。

4.3 主要平台与竞争格局

RWA 代币化市场呈现出多元化的竞争格局，不同类型的平台通过差异化的业务模式服务于不同的市场细分。根据 RWA.xyz 的数据，截至 2025 年 9 月，市场上活跃的 RWA 发行主体约 225 家，持有人数量接近 48.5 万，市场参与度持续提升。

综合型平台的领先地位。Securitize 作为综合型 RWA 代币化平台的代表，在市场份额方面处于领先地位。该平台不仅提供代币化技术解决方案，还提供合规、发行、交易等一站式服务。Securitize 发行的 BUIDL 基金、ACRED 基金等产品在市场上获得了广泛认可，总锁仓价值超过 40 亿美元。该平台的竞争优势在于其全面的服务能力、强大的合规能力和丰富的机构客户资源。

专业化平台的差异化竞争。除了综合型平台，市场上还涌现出许多专注于特定资产类别或特定业务环节的专业化平台。在私募信贷领域，Centrifuge、Maple Finance、Tradable 等平台通过不同的风控模型和业务流程服务于不同的细分市场。在美国国债代币化领域，Ondo Finance、Superstate 等平台通过创新的产品设计和用户体验获得了市场认可。在大宗商品代币化领域，Paxos、Tether 等平台凭借其品牌影响力和技术实力占据主导地位。这种专业化分工有利于提升各细分市场的效率和专业性。

传统金融机构的积极布局。传统金融机构在 RWA 代币化领域的布局日益积极。贝莱德、富兰克林邓普顿、高盛、摩根大通等全球顶级金融机构纷纷推出代币化产品和服务。这些机构的优势在于其强大的品牌信誉、丰富的客户资源和深

厚的合规经验。它们的参与不仅为市场提供了流动性，更重要的是为 RWA 代币化的合规发展提供了重要的推动力。传统金融机构的参与也推动了监管框架的完善和技术标准的统一。

技术服务商的重要支撑。在 RWA 代币化生态系统中，技术服务商发挥着重要的支撑作用。Chainlink 作为领先的去中心化预言机网络，为 RWA 代币化提供了关键的链下数据服务。Fireblocks、BitGo 等数字资产托管服务商为机构客户提供安全的资产托管解决方案。The Graph、Covalent 等数据索引服务商为 RWA 代币化应用提供了高效的数据查询服务。这些技术服务商的专业化服务，大大降低了 RWA 代币化的技术门槛和运营成本。

4.4 区块链平台的选择与分布

RWA 代币化项目在选择区块链平台时需要考虑多个因素，包括安全性、可扩展性、生态系统、合规性等。目前，以太坊仍然是 RWA 代币化最主要的区块链平台，但其他平台也在快速发展。

以太坊的主导地位。以太坊凭借其强大的网络效应、丰富的开发工具和最活跃的 DeFi 生态系统，在 RWA 代币化领域占据主导地位。根据 RWA.xyz 的数据，截至 2025 年 9 月，以太坊上的 RWA 代币化资产总价值约 120 亿美元，占市场份额的 58%。贝莱德的 BUIDL 基金、富兰克林邓普顿的 BENJI 基金等头部项目都选择在以太坊上发行。以太坊的优势在于其成熟的技术架构、庞大的用户基础和丰富的应用场景。然而，以太坊也面临着交易费用高、处理速度慢等挑战，这在一定程度上限制了其在大规模应用场景中的发展。

Layer 2 解决方案的快速发展。为了解决以太坊的性能瓶颈，Layer 2 解决方案如 Polygon、Arbitrum、Optimism 等在 RWA 代币化领域的应用日益广泛。这些解决方案通过将交易处理转移到链下，显著提升了交易处理速度和降低了交易成本，同时保持了以太坊主网的安全性。Polygon 在 RWA 代币化领域的应用尤为突出，许多项目选择在 Polygon 上发行以降低用户的使用成本。随着以太坊 2.0 升级的完成和 Layer 2 技术的进一步成熟，Layer 2 解决方案在 RWA 代币化领域的应用前景广阔。

新兴公链的差异化竞争。除了以太坊生态，一些新兴公链也在 RWA 代币化领域进行差异化竞争。Solana 凭借其高性能和低费用的特点，吸引了部分 RWA 代币化项目的关注。Avalanche 通过其子网技术为机构客户提供了定制化的区块链解决方案。Algorand、Stellar 等公链也在积极布局 RWA 代币化市场。这些新兴公链虽然在生态系统方面不如以太坊成熟，但在特定应用场景中可能具有技术

优势。

许可链在机构应用中的优势。对于机构投资者而言，许可链（Permissioned Blockchain）在 RWA 代币化应用中具有独特优势。许可链通过控制节点准入权限，可以实现更高的交易处理速度和更好的隐私保护。Hyperledger Fabric、R3 Corda 等许可链平台在机构级 RWA 代币化应用中获得了广泛应用。摩根大通的 Onyx 平台、汇丰银行的 Orion 平台等都是基于许可链技术构建的机构级数字资产平台。许可链与公有链的融合发展，可能是未来 RWA 代币化技术发展的重要方向。

4.5 市场参与者的行为特征

RWA 代币化市场的参与者包括发行方、投资者、服务商、监管机构等多个主体，不同类型的参与者呈现出不同的行为特征和动机。

发行方的多元化动机。RWA 代币化的发行方包括传统金融机构、金融科技公司、实体企业等不同类型。传统金融机构发行 RWA 代币化的主要动机是拓展业务范围、提升运营效率、满足客户多元化需求。金融科技公司的主要动机是通过技术创新获得市场竞争优势，抢占新兴市场机会。实体企业的主要动机是盘活存量资产、降低融资成本、提升资产流动性。不同类型的发行方在项目选择、技术方案、合规策略等方面存在差异。

投资者结构的演进。RWA 代币化市场的投资者结构正在从早期的加密货币爱好者向机构投资者和传统投资者演进。机构投资者包括资产管理公司、对冲基金、家族办公室等，他们主要关注代币化资产的收益性、流动性和合规性。传统投资者包括高净值个人、中小企业等，他们主要关注代币化资产的投资门槛、透明度和便利性。随着监管框架的完善和市场的成熟，预计传统投资者的参与度将进一步提升。

服务商的专业化分工。RWA 代币化生态系统的服务商包括技术服务商、合规服务商、托管服务商、做市商等。技术服务商提供区块链开发、智能合约审计、预言机服务等技术支持。合规服务商提供 KYC/AML、法律咨询、监管报告等合规服务。托管服务商提供数字资产的安全存储和管理服务。做市商提供代币化资产的流动性支持。随着市场的成熟，服务商的专业化分工将更加细化。

监管机构的审慎探索。各国监管机构对 RWA 代币化持审慎探索的态度。一方面，监管机构认识到 RWA 代币化在提升金融效率、促进普惠金融方面的积极作用；另一方面，也关注其在投资者保护、金融稳定、反洗钱等方面的潜在风险。监管机构的监管策略呈现出差异化特征，有的国家采取积极鼓励的态度，有的国

家采取严格限制的态度，有的国家采取观望试点的态度。监管环境的演进将直接影响 RWA 代币化市场的发展速度和方向。

通过对 RWA 代币化运行机制和市场结构的深入分析，我们可以看到这一新兴市场的复杂性和多样性。从技术实现到市场应用，从监管环境到参与者行为，每一个环节都存在机遇和挑战。理解这些复杂性对于制定有效的发展策略和监管政策至关重要。随着技术的成熟、监管的完善和市场的演进，RWA 代币化有望在全球金融体系中发挥越来越重要的作用。

第 5 章 监管制度与国际经验

5.1 国际层面监管协调机制

RWA 代币化的跨境特性使得国际监管协调成为确保其健康发展的关键要素。在国际层面，多个跨国标准制定机构已经着手建立相应的监管框架和协调机制，以应对代币化资产带来的监管挑战。

一是金融稳定委员会（FSB）的政策指导。作为全球金融稳定的主要国际组织，金融稳定委员会在 2023 年发布的政策建议中明确提出，具有证券或金融功能的代币化资产应当接受与传统金融工具相当的监管。这一“功能等同性”原则的确立，为各国监管机构处理代币化资产的监管问题提供了基本指导。FSB 强调，监管的重点应当放在代币化资产的经济实质而非技术形式上，确保相同经济功能承担相同的监管责任。2024 年，FSB 进一步发布报告，指出代币化模式的监管难点在于如何识别并缓释治理结构中的潜在冲突，并确保风险管理能够覆盖发行、清算与托管等全链条业务环节。

二是国际证监会组织（IOSCO）的监管建议。国际证监会组织在 2023 年发布了涵盖市场完整性和投资者保护的 18 项建议，为代币化证券的监管提供了详细的操作指引。这些建议涵盖了代币化证券的整个生命周期，包括发行、交易、结算、托管等各个环节。IOSCO 特别强调跨境一致性的重要性，建议各国监管机构加强信息共享和监管协调，避免监管套利和监管碎片化。此外，IOSCO 还对代币化证券的披露要求、投资者适当性管理、市场操纵防范等方面提出了具体要求。

三是反洗钱金融行动特别工作组（FATF）的合规要求。FATF 通过“旅行规则（Travel Rule）”要求虚拟资产服务提供商在跨境资金转移中附带并核验交易双方身份信息，确保交易的可追溯性。2024 年和 2025 年的更新进一步强化了稳定币和代币化活动的合规要求。这些要求对于 RWA 代币化的合规发展具有重要意义，特别是在防范洗钱、恐怖融资等非法金融活动方面发挥着关键作用。FATF 的标准已经成为全球反洗钱监管的基本要求，各国在制定 RWA 代币化监管政策时都需要考虑这些合规要求。

四是国际清算银行（BIS）的技术研究。国际清算银行在支付与结算委员会（CPSS）的框架下，对代币化资产的技术可行性进行了深入研究。BIS 的研究表明，虽然区块链技术在提升结算效率方面具有显著优势，但在可扩展性、隐私保护、治理机制等方面仍面临技术挑战。BIS 建议各国在推进代币化资产应用时，应当充分考虑这些技术限制，并采取渐进式的实施路径。

5.2 区域层面监管制度创新

在区域层面，主要金融中心通过立法创新和监管试点，为 RWA 代币化的发展提供了重要的制度支持。这些区域性的监管创新不仅为本地区的代币化发展提供了制度保障，也为全球监管框架的构建积累了宝贵经验。

欧盟的系统性监管框架。欧盟在 RWA 代币化监管方面走在了全球前列。《加密资产市场条例》（MiCA）于 2023 年 6 月正式生效，建立了全球最系统化的加密资产监管框架。该条例的监管范围涵盖代币发行、加密资产服务提供商（CASPs）的授权管理、稳定币的储备金与赎回模式以及市场滥用防范等全方位内容。与此同时，《分布式账本试点机制条例》自 2023 年 3 月起实施，允许在受控环境下试点运行基于分布式账本技术（DLT）的交易与结算系统。这种“统一规制与受控试点并行”的制度路径，既为市场提供了明确的监管预期，又为创新保留了必要的实验空间。

新加坡的监管创新实践。新加坡金融管理局（MAS）通过“Project Guardian”项目，积极探索代币化金融工具的监管框架。该项目旨在测试代币化债券、基金和外汇等金融工具的可行性，并建立相应的监管标准和技术规范。MAS 采取了“监管-市场-技术”三位一体的渐进式路径，通过与金融机构和技术公司的合作，逐步建立起可商用的行业标准。新加坡还推出了“数字代币发行指南”，为代币化资产的发行提供了明确的合规指引。这种公私合作的监管创新模式，为其他国家提供了重要的参考。

香港的先行先试。香港作为国际金融中心，在 RWA 代币化监管方面积极先行先试。香港金融管理局协助特区政府发行了全球首单政府代币化绿色债券，并完成了多币种代币化绿色债券的扩展发行。这些实践探索了“链上即时结算”与“法律最终结算”并行的操作模式，为代币化债券的发行和交易积累了宝贵经验。香港证监会也发布了相关指引，明确了代币化证券的监管要求。香港的实践经验表明，在现有法律框架下通过技术升级和流程优化，可以有效推进 RWA 代币化的合规发展。

中东地区的积极布局。中东地区的阿布扎比全球市场（ADGM）和迪拜国际金融中心（DIFC）通过数字资产监管沙盒和专项指引，积极吸引 RWA 代币化项目。这些金融中心通过提供灵活友好的监管环境，希望在全球数字资产竞争中占据有利地位。它们的监管创新主要体现在对代币化资产的法律地位确认、监管沙盒机制的完善以及国际监管协调的加强等方面。

5.3 国家层面监管路径差异

在国家层面，各国根据自身的金融结构、风险偏好和制度环境，形成了差异化的 RWA 代币化监管路径。这些差异化的监管策略反映了各国在平衡创新与风险方面的不同考量。

美国的多机构并行监管模式。美国的监管体系仍然由多个机构并行主导，形成了复杂的监管格局。美国证券交易委员会（SEC）倾向于将具有证券属性的代币化模式纳入证券法框架，要求发行人履行注册与披露义务。美国商品期货委员会（CFTC）主要负责大宗商品及其衍生品市场的监管。美国货币监理署（OCC）则负责银行机构的代币化业务监管。这种多机构并行的监管模式虽然能够发挥各机构的专业优势，但也存在监管边界交叉、协调成本高等问题。2025 年 GENIUS 法案的通过，在一定程度上明确了稳定币的监管框架，但对于其他类型的代币化资产，监管协调仍然面临挑战。

日本的渐进式监管路径。日本金融厅在 RWA 代币化监管方面采取了渐进式的路径。2023 年，日本明确了稳定币和基金代币化的“可赎回性、发行主体资质和托管模式”等制度要求，并积极推动大型金融集团开展代币化试点。日本的监管策略体现了“先试点、后推广”的渐进式特征，通过在小范围内积累经验，逐步完善监管框架。这种路径有利于控制创新风险，但也可能限制创新的速度和规模。

中国的审慎监管态度。中国对加密资产交易保持审慎监管态度，严格限制相关活动。2021 年，中国全面禁止了加密货币交易和挖矿活动。然而，这并不意味着中国完全排斥区块链技术在金融领域的应用。实际上，中国正在积极探索区块链技术在供应链金融、贸易融资、数字人民币等领域的应用。对于 RWA 代币化，中国的监管策略可能更加关注其在服务实体经济、提升金融效率方面的积极作用，同时严格控制其可能带来的金融风险。2025 年 9 月，中国证监会 reportedly 要求部分券商暂停在香港的 RWA 代币化业务，这反映了中国监管机构对 RWA 代币化发展风险的审慎态度。

瑞士的创新友好监管环境。瑞士在 RWA 代币化监管方面以其创新友好的环境而著称。瑞士金融市场监督管理局（FINMA）发布了详细的代币分类指导，为不同类型的代币化资产提供了明确的监管路径。瑞士的法律框架也为代币化资产的法律地位提供了有力支持。瑞士的“加密谷”楚格州已经成为全球区块链和数字资产创新的重要中心。瑞士的经验表明，清晰友好的监管环境对于吸引创新资源和促进产业发展具有重要作用。

5.4 监管制度演进趋势

综合分析国际、区域和国家三个层面的监管实践，可以看出 RWA 代币化监管制度呈现出以下几个演进趋势：

一是从禁止到规范的发展趋势。各国对 RWA 代币化的监管态度普遍经历了从严格禁止到逐步规范的演进过程。早期，许多国家出于对金融风险的担忧，采取了严格禁止或限制的态度。随着对 RWA 代币化技术特征和应用价值的深入理解，各国开始探索建立适应其特点的监管框架。这一趋势体现了监管理念的成熟和监管能力的提升。

二是从功能监管到技术监管的转变。传统的金融监管主要基于金融机构的功能和业务类型进行分类监管。RWA 代币化的出现模糊了传统金融机构的边界，使得功能监管面临挑战。因此，监管机构开始探索基于技术特征的风险监管模式，即无论采用何种技术，只要具有相同的风险特征，就应当适用相同的监管标准。这种转变有助于实现监管的公平性和有效性。

三是从单一监管到协同监管的演进。RWA 代币化的跨境特性使得单一国家的监管难以有效应对所有风险。因此，国际监管协调的重要性日益凸显。各国监管机构通过信息共享、监管互认、联合执法等方式加强协同监管。同时，在国内层面，不同监管部门之间的协调也在加强，以避免监管重叠和监管真空。

四是从严格监管到创新友好的平衡。监管机构在制定 RWA 代币化监管政策时，越来越注重在防范风险和支持创新之间寻求平衡。监管沙盒、创新加速器、试点项目等监管创新工具得到广泛应用。这些工具有助于在受控环境下测试新的业务模式和技术应用，为监管政策的完善提供实践经验。

5.5 对中国的启示与借鉴

国际监管经验为中国的 RWA 代币化监管框架构建提供了重要的启示和借鉴。

一是建立清晰的监管框架。中国应当尽快建立清晰、明确的 RWA 代币化监管框架，为市场参与者提供明确的监管预期。这包括对代币化资产的法律地位界定、发行主体资质要求、投资者适当性管理、信息披露标准等关键要素的规定。清晰的监管框架有助于防范监管套利，保护投资者权益，促进市场健康发展。

二是采用渐进式的监管路径。考虑到 RWA 代币化技术的复杂性和风险的不确定性，中国应当采用渐进式的监管路径。可以通过监管沙盒、试点项目等方式，

在小范围内测试 RWA 代币化的应用，积累经验，逐步完善监管框架。这种路径有利于控制创新风险，避免因监管过严而扼杀创新活力。

三是加强国际监管协调。鉴于 RWA 代币化的跨境特性，中国应当积极参与国际监管协调，与其他国家和地区的监管机构加强信息共享和监管合作。这有助于防范跨境风险，维护金融稳定，同时也有利于中国在全球数字金融治理中发挥更积极的作用。

四是平衡创新与风险。在制定 RWA 代币化监管政策时，应当注重在支持创新和防范风险之间寻求平衡。既要充分利用 RWA 代币化在提升金融效率、服务实体经济方面的积极作用，又要有效防范其可能带来的金融风险。这需要监管机构具备前瞻性的监管理念和灵活的监管工具。

五是发挥香港的独特优势。在“一国两制”框架下，香港可以作为内地 RWA 代币化监管创新的试验田。通过支持香港在 RWA 代币化监管方面的先行先试，可以为内地的监管政策制定提供宝贵的实践经验。同时，香港的国际金融中心地位也有利于吸引全球的 RWA 代币化创新资源，为中国在全球数字金融竞争中占据有利地位提供支撑。

通过对国际监管经验的深入分析和借鉴，中国有望构建起既符合国际惯例又适应本国国情的 RWA 代币化监管框架，为 RWA 代币化在中国的健康有序发展提供有力的制度保障。

第 6 章 RWA 发展优势分析

6.1 资产可分割性与流动性提升

RWA 代币化在资产可分割性和流动性提升方面展现出显著优势，这构成了其核心价值主张的重要基础。传统金融体系中，高价值资产如房地产、艺术品、基础设施项目等由于投资门槛高、交易成本高、流动性差等固有特性，往往难以在二级市场实现活跃交易，其价值发现功能受到严重限制。

一是投资门槛的显著降低。RWA 代币化通过将资产权益数字化并进行精细化分割，使得高价值资产能够以更小的份额进入市场流通。以房地产投资为例，传统模式下投资一套商业地产可能需要数百万甚至数千万美元的资金，而通过代币化，投资者可以用几百美元的资金购买代表该地产权益的代币。这种投资门槛的降低，不仅扩大了潜在投资者群体，更重要的是实现了投资机会的民主化。根据世界经济论坛的研究，代币化技术有潜力将全球数万亿美元的传统资产引入数字金融市场，为更广泛的投资者群体提供投资机会。

二是交易效率的革命性提升。基于区块链技术的 7×24 小时连续交易机制，为代币化资产提供了传统金融市场无法比拟的交易便利性。传统资产交易往往受到交易时间、地域限制、中介机构等多重因素的制约，而代币化资产可以实现全球范围内的即时交易和结算。这种交易效率的提升，不仅体现在交易速度上，更体现在交易成本的显著降低上。传统资产交易需要支付高昂的中介费用、清算费用、托管费用等，而代币化资产交易通过智能合约自动执行，大幅降低了交易成本。

三是流动性的网络效应。代币化资产的流动性具有显著的网络效应特征。随着更多投资者的参与和交易平台的接入，代币化资产的流动性会呈现指数级增长。这种网络效应在传统资产市场中并不明显，因为传统资产的交易往往局限于特定的地理区域和投资者群体。而代币化资产通过区块链技术实现了全球可及性，可以吸引来自世界各地的投资者参与交易。根据 RWA.xyz 的数据，截至 2025 年 9 月，RWA 代币化资产的持有人数量已接近 39.6 万，这一数字仍在快速增长中，充分体现了网络效应对流动性的促进作用。

四是跨时区资本流动的便利性。代币化资产的全球性特征为跨时区资本流动提供了前所未有的便利性。投资者可以根据自己的时区和时间安排进行交易，不受传统交易所交易时间的限制。这种便利性对于促进全球资本的合理配置具有重要意义。例如，亚洲投资者可以在本地时间方便地投资美国的房地产项目，欧洲

投资者可以随时交易亚洲的基础设施债券。这种跨时区的资本流动便利性，有助于提升全球资本市场的整体效率。

6.2 信息透明化与可追溯性

信息透明化和可追溯性是 RWA 代币化的另一大优势，这一优势源于区块链技术的核心特征，为金融市场的健康发展提供了重要支撑。

一是分布式账本的透明性机制。区块链技术的分布式账本为所有市场参与者提供了统一且不可篡改的交易记录。在传统金融体系中，不同参与方往往维护着独立的账簿，信息不一致不仅导致对账成本上升，也可能诱发欺诈与市场操纵等风险。区块链的分布式账本消除了信息孤岛，使得所有交易数据能够在实时环境下得到验证与审计。这种透明性机制在一定程度上缓解了传统证券化模式中的“黑箱效应”，降低了因信息不对称所带来的市场风险。

二是储备证明（PoR）机制的应用。储备证明（Proof of Reserve, PoR）机制是 RWA 代币化信息透明化的重要技术保障。通过 PoR 机制，代币发行方需要定期证明其发行的代币有足够的底层资产作为支撑。这一机制在稳定币领域得到了广泛应用，如 USDC、USDT 等稳定币都采用了 PoR 机制来证明其储备金的存在。在 RWA 代币化领域，PoR 机制同样发挥着重要作用。例如，代币化黄金项目需要证明其有足够的实物黄金储备，代币化房地产项目需要证明其对底层房产的合法权利。这种机制的应用，显著增强了投资者对代币化资产的信心。

三是链上可审计日志的价值。区块链的不可篡改特性为 RWA 代币化提供了可靠的审计轨迹。所有的交易记录、智能合约执行、参数变更等都被永久记录在区块链上，任何人都可以进行验证和审计。这种可审计性不仅有助于防范欺诈和操纵行为，也为监管机构的监督提供了便利。传统金融市场的审计往往存在时滞性和局限性，而区块链的实时审计能力为风险管理提供了强有力的工具。国际货币基金组织的研究表明，区块链技术的透明性特征有助于提升金融系统的整体稳定性。

四是信息披露的自动化与标准化。RWA 代币化通过智能合约实现了信息披露的自动化和标准化。发行方可以将信息披露要求写入智能合约，当触发条件满足时自动执行信息披露。例如，可以设定当底层资产价值发生重大变化时，智能合约自动向所有代币持有人发送通知。这种自动化的信息披露机制，不仅提升了披露效率，也确保了披露的公平性和及时性。同时，标准化的代币协议也为信息披露提供了统一的格式和标准，便于投资者进行比较和分析。

6.3 投资者可达性与普惠性

RWA 代币化在提升投资者可达性和促进金融普惠性方面具有革命性意义，这一优势主要体现在投资门槛的降低、地理限制的消除和投资选择的多元化等方面。

一是投资门槛的历史性突破。传统金融市场中，许多优质资产由于投资门槛过高，普通投资者难以参与。例如，私募股权基金的投资门槛通常在 100 万美元以上，房地产投资需要数十万甚至数百万美元的资金，艺术品投资更是少数富裕阶层的专属领域。RWA 代币化通过资产分割技术，将这些高门槛资产转化为小额可投资的代币，使得普通投资者也能够分享这些优质资产的投资收益。这种投资门槛的突破，不仅扩大了投资机会，更重要的是促进了财富的公平分配。

二是地理限制的彻底消除。传统资产投资往往受到地理限制，投资者难以便捷地投资境外优质资产。跨境投资不仅需要面对复杂的法律程序、高昂的交易成本，还需要承担汇率风险和地缘政治风险。RWA 代币化通过区块链技术实现了资产的全球可及性，投资者可以像购买本地资产一样便捷地投资全球各地的优质资产。这种地理限制的消除，不仅有利于投资者实现投资组合的全球化配置，也为资产所有者提供了更广阔的融资渠道。

三是投资选择的极大丰富。RWA 代币化为投资者提供了前所未有的投资选择丰富性。除了传统的股票、债券、基金等标准化资产，投资者现在还可以投资房地产、艺术品、知识产权、碳信用等各种非传统资产。这种投资选择的丰富化，有助于投资者构建更加多元化的投资组合，降低投资风险。同时，不同类型的代币化资产具有不同的风险收益特征，投资者可以根据自己的风险偏好和投资目标进行更加精细化的资产配置。

四是金融服务的普惠化推进。RWA 代币化的发展有助于推进金融服务的普惠化。传统金融机构往往更倾向于服务高净值客户和大型企业，而普通中小投资者和中小企业往往难以获得优质的金融服务。RWA 代币化通过降低服务成本、提升服务效率，使得金融机构能够为更广泛的客户群体提供服务。例如，通过代币化技术，小额贷款机构可以将贷款资产打包出售给全球投资者，从而获得更充足的资金来源，为更多小微企业和个人提供贷款服务。

6.4 可编程性与合约自动化

可编程性和合约自动化是 RWA 代币化最具创新性的优势之一，这一优势通过智能合约技术得以实现，为金融服务的效率提升和模式创新提供了无限可能。

一是智能合约的自动执行机制。智能合约是存储在区块链上的计算机程序，能够在满足预设条件时自动执行。在 RWA 代币化中，智能合约可以用于自动化执行各种金融合约条款，如利息支付、股息分配、到期赎回、违约处理等。这种自动执行机制不仅大大提升了操作效率，减少了人工干预带来的错误和延迟，更重要的是确保了合约执行的确定性和公正性。一旦合约条款被写入智能合约，就无法被单方面修改，所有执行过程都是透明和可验证的。

二是复杂金融逻辑的程序化实现。RWA 代币化的可编程性使得复杂的金融逻辑可以通过代码实现。例如，在结构化金融产品设计中，可以通过智能合约实现优先/次级分层、现金流瀑布分配、信用增级等复杂结构。在衍生品合约设计中，可以通过智能合约实现各种复杂的收益结构和风险管理策略。这种程序化实现不仅提升了产品的透明度和可理解性，也为金融创新提供了更大的灵活性。

三是跨境支付的即时结算。在跨境支付领域，RWA 代币化的可编程性优势尤为突出。传统的跨境支付需要经过多个中介机构，流程复杂、成本高昂、时间漫长。通过智能合约，跨境支付可以实现点对点的即时结算，消除了中介环节，显著提升了支付效率和降低了支付成本。例如，在贸易融资中，当货物交付确认后，智能合约可以自动触发付款，实现“货到付款”的即时结算。这种即时结算能力对于促进国际贸易和投资具有重要意义。

四是金融产品的个性化定制。RWA 代币化的可编程性使得金融产品的个性化定制成为可能。发行方可以根据不同投资者的需求，设计出具有不同风险收益特征、不同期限结构、不同流动性安排的代币化产品。投资者也可以通过智能合约实现个性化的投资策略，如自动再平衡、止损止盈、定期定额投资等。这种个性化定制能力有助于满足不同投资者的差异化需求，提升金融服务的精准性和有效性。

五是合规流程的自动化嵌入。RWA 代币化的可编程性还可以用于实现合规流程的自动化嵌入。发行方可以将 KYC/AML 等合规要求写入智能合约，确保只有符合条件的投资者才能参与交易。监管机构也可以通过智能合约实现监管要求的自动执行，如信息披露、风险监控、异常交易检测等。这种合规流程的自动化不仅提升了合规效率，也增强了合规的可靠性和一致性。

通过对 RWA 代币化发展优势的深入分析，我们可以看到这一创新技术在提升金融效率、促进普惠金融、增强市场透明度等方面具有巨大的潜力。这些优势共同构成了 RWA 代币化的核心竞争力，为其在全球金融体系中的广泛应用奠定了坚实基础。随着技术的进一步成熟和监管环境的不断完善，RWA 代币化的这些优势将得到更加充分的发挥，为全球金融市场的发展注入新的活力。

第 7 章 主要风险识别与评估

7.1 法律风险的深度分析

法律风险是 RWA 代币化发展过程中最为根本且难以彻底消除的风险类型。这种风险源于现有法律框架对代币化资产适用性的模糊性与不一致性，以及新技术应用与传统法律制度之间的结构性张力。

一是司法管辖权差异导致的法律不确定性。不同司法辖区在法律与监管定位方面存在显著差异，这种差异直接影响了代币化资产的法律地位和权利保障。例如，瑞士和新加坡等国已经建立了专门的数字资产法律框架，对代币化资产的权利性质、登记方式、转让规则及投资者保护措施作出了明确规定。这些国家通过前瞻性的立法，为 RWA 代币化提供了相对清晰的法律环境。相比之下，美国则主要依赖传统的证券法、商品法或合同法来解释和适用代币化资产，缺乏专门的立法。这种监管路径的差异导致同一类代币化资产在不同地区可能被分别认定为证券、商品或合同权利，从而在权利转让、破产清算、税务处理等方面受到不同的法律待遇。

二是传统法律豁免条款的适用性争议。更为复杂的是，部分传统法律中确立的豁免条款在代币化场景下可能不再适用。以美国的传统回购协议(repo)为例，该协议在破产程序中享有特殊的豁免地位，即使交易对手破产，该协议仍然有效，保障了交易的安全性。然而，这一豁免能否延伸至代币化回购协议，目前尚无明确的司法解释。一旦传统豁免无法适用于代币化场景，投资者在违约情境下的风险敞口将显著增加，这直接影响到代币化资产的吸引力和市场接受度。类似的问题还存在于其他金融工具的法律适用中，这些不确定性构成了 RWA 代币化发展的重要法律障碍。

三是典型案例的法律启示。2025 年美国法院在 Ripple 公司与美国证券交易委员会的诉讼中作出的裁定，为我们理解代币化资产的法律复杂性提供了重要启示。法院裁定 Ripple 发行的加密代币 XRP 在机构销售环节构成证券，需要遵守证券法的相关规定，但在二级市场流通环节则不完全属于证券。这一判例表明，即便在同一司法辖区内，代币化资产的法律属性也可能因交易场景、销售对象、营销方式等因素的不同而受到差别化对待。这种“同一资产、不同定性”的现象，为 RWA 代币化的合规操作带来了巨大挑战，要求市场参与者必须对不同交易场景的法律适用进行精细化分析。

四是跨境法律冲突的协调难题。RWA 代币化的全球化特征使得跨境法律冲

突的协调变得尤为复杂。一个 RWA 代币化项目可能涉及多个司法辖区的法律适用，包括资产所在地法、发行主体注册地法、投资者所在地法、交易平台运营地法等。这些不同法律体系之间的冲突和协调，构成了 RWA 代币化法律风险的重要来源。例如，在一个司法辖区被视为合法的代币化操作，在另一个司法辖区可能被认定为非法。如何协调这些法律冲突，建立有效的跨境法律适用规则，是 RWA 代币化发展面临的重要挑战。

7.2 结算风险的技术与法律维度

结算风险是 RWA 代币化面临的另一个核心风险，其复杂性体现在技术结算与法律结算的脱节，以及由此引发的交易确定性和可执行性问题。

一是技术结算与法律结算的结构性脱节。在 RWA 代币化模式下，链上即时确认的“技术结算”与链下清算体系的“法律结算”之间可能出现结构性脱节。技术结算指的是区块链网络上的交易确认，通常在几分钟甚至几秒钟内即可完成。然而，这种技术层面的结算确认并不必然等同于法律层面的最终结算。法律结算通常需要满足特定的法律要件，如权属变更登记、合规审查、监管报告等，这些程序往往需要更长的时间。这种技术即时性与法律最终性之间的时滞，构成了 RWA 代币化结算风险的核心。

二是交易确定性的削弱影响。技术结算与法律结算的脱节直接削弱了交易的确定性。在传统金融体系中，交易各方对于交易何时完成、何时具有法律约束力有着相对清晰的认知。但在 RWA 代币化模式下，参与方可能对交易是否完成产生认知不一致。一方可能认为链上确认即表示交易完成，而另一方可能坚持需要法律层面的最终确认。这种认知不一致增加了违约风险和本金损失的可能性，特别是在市场波动剧烈或交易对手信用状况恶化的情况下。

三是香港代币化绿色债券的案例分析。香港在 2023 年开展的“代币化绿色债券”试点项目为我们理解结算风险提供了典型案例。在该项目中，尽管链上转账能够即时完成，但最终的法律结算仍需经由中央结算系统（CMU）确认。这种“技术即时性”与“法律最终性”并存的双重模式，延长了投资者的风险暴露时间。在链上确认和 CMU 最终确认之间的时间窗口内，投资者面临着交易可能被撤销或无效的风险。这一案例表明，即使在监管环境相对成熟的香港，技术结算与法律结算的协调仍然面临挑战。

四是跨境交易中的结算复杂性。在跨境交易情境下，结算风险进一步复杂化。不同司法辖区对“最终性”的认定标准存在差异，这可能导致同一笔交易在一国被视为有效结算，而在另一国仍处于待确认状态。例如，A 国的法律可能认为链

上确认即构成最终结算，而 B 国的法律可能要求完成特定的登记程序才算最终结算。这种法律认定标准的差异，在跨境交易中可能放大系统性不确定性，增加法律纠纷的风险。

五是系统性风险的传导机制。结算风险的系统性影响不容忽视。如果大量 RWA 代币化项目都采用技术结算与法律结算分离的模式，在市场压力情况下，可能会出现大规模的结算延迟或失败。这种系统性结算风险可能通过多种渠道传导：一是通过交易对手的信用风险传导，二是通过流动性风险的传导，三是通过市场信心的传导。一旦投资者对 RWA 代币化的结算确定性失去信心，可能引发大规模的抛售和市场恐慌。

7.3 可扩展性风险的技术瓶颈

可扩展性风险是制约 RWA 代币化大规模应用的核心技术瓶颈之一。当前主流区块链网络在处理能力、交易成本、网络拥堵等方面存在显著限制，这些限制直接影响了 RWA 代币化在商业应用中的可行性。

一是区块链网络的性能限制。当前主流的公有区块链网络，如以太坊，在可扩展性方面面临严重挑战。以太坊网络的理论处理速度约为每秒 15 笔交易 (TPS)，这一处理能力远不能满足大规模商业应用的需求。相比之下，传统的支付系统如 Visa 能够处理每秒数万笔交易。当网络需求激增时，以太坊经常出现严重拥堵，导致交易确认时间大幅延长和交易费用 (Gas 费) 急剧上升。2021 年去中心化交易需求激增期间，以太坊网络的单笔交易费用一度超过 100 美元，这使得小额交易几乎无法进行。这种性能瓶颈对于要求高频交易和低成本结算的 RWA 代币化应用构成了严重制约。

二是交易成本的经济可行性问题。区块链网络的交易成本是 RWA 代币化可扩展性的另一个重要制约因素。在以太坊等公有链上，每笔交易都需要支付 Gas 费，Gas 费的价格根据网络拥堵情况动态调整。在网络拥堵时，Gas 费可能达到非常高的水平，这使得小额交易在经济上不可行。对于 RWA 代币化而言，许多应用场景涉及小额支付或频繁交易，高昂的交易成本会严重影响这些应用的经济可行性。例如，在代币化房地产项目中，如果租金分配需要支付高额的 Gas 费，那么这种代币化模式就很难获得市场认可。

三是技术解决方案的权衡与挑战。为了缓解可扩展性约束，学界和业界提出了多种技术解决方案，包括 Layer 2 扩展、链下结算、分片技术、许可型区块链等。Layer 2 解决方案如 Polygon、Arbitrum 等通过将交易处理转移到链下，显著提升了交易处理速度和降低了交易成本。然而，这些解决方案通常需要在性能和

去中心化之间进行权衡。例如，一些 Layer 2 解决方案依赖于相对中心化的验证节点，这可能影响系统的安全性和抗审查性。链下结算方案虽然能够大幅提升处理效率，但也引入了新的信任风险和复杂性。分片技术虽然在理论上能够提升区块链的处理能力，但其实现复杂度高，且仍在研发过程中。

四是国际清算银行的权威评估。国际清算银行支付与结算委员会在 2024 年的报告中明确指出，如果性能瓶颈无法有效突破，区块链将难以支撑大规模证券发行、二级市场高频交易及大宗清算交收等关键金融活动。这一权威评估为我们理解可扩展性风险的重要性提供了重要参考。报告建议，在推进 RWA 代币化应用时，必须充分考虑区块链技术的性能限制，并采取渐进式的实施策略。

五是不同区块链平台的性能差异。不同的区块链平台在可扩展性方面存在显著差异。一些新兴的公有链如 Solana、Avalanche 等通过采用不同的共识机制和技术架构，实现了更高的交易处理速度。然而，这些高性能区块链在安全性和去中心化程度方面可能存在妥协。许可型区块链由于节点数量有限，通常能够实现更高的处理性能，但其开放性和可访问性受到限制。RWA 代币化项目在选择区块链平台时，需要在性能、安全性、去中心化、合规性等多个维度进行权衡。

六是可扩展性风险对商业模式的影响。可扩展性风险直接影响 RWA 代币化商业模式的可行性。对于需要高频交易的应用场景，如代币化股票交易、外汇交易等，当前的区块链技术可能难以满足其性能要求。对于需要低成本结算的应用场景，如小额支付、供应链金融等，高昂的交易成本可能使其失去竞争优势。因此，在推进 RWA 代币化应用时，必须充分考虑可扩展性风险对不同商业模式的影响，选择合适的应用场景和实施路径。

7.4 监管风险的系统性挑战

监管风险是 RWA 代币化发展中不可忽视的系统性挑战，其核心在于跨境监管协调不足、治理架构复杂性以及监管政策的不确定性。

一是跨境监管协调的制度性缺陷。RWA 代币化的全球化特征使得跨境监管协调成为确保其健康发展的关键要素。然而，当前的国际监管协调机制仍存在显著的制度性缺陷。不同国家在监管理念、法律框架、技术标准等方面存在差异，这些差异可能导致监管套利和监管碎片化。例如，一些国家可能对 RWA 代币化采取宽松的监管政策以吸引创新资源，而另一些国家可能采取严格的监管政策以防范风险。这种监管差异可能导致 RWA 代币化项目向监管宽松的国家集中，从而增加系统性风险。

二是治理架构的复杂性挑战。RWA 代币化平台通常同时承担发行、托管、

交易、清算等多重职能，这些职能可能涉及不同的司法辖区和监管机构。这种复杂的治理架构给监管带来了巨大挑战。首先，监管机构难以明确划分各职能的监管责任，可能导致监管重叠或监管真空。其次，平台内部可能存在潜在的利益冲突，如自营业务与客户业务的冲突、做市职能与监管职能的冲突等。这些利益冲突如果得不到有效管理，可能损害投资者利益和市场公平性。金融稳定委员会在 2024 年的报告中特别指出，代币化模式的监管难点在于如何识别并缓释治理结构中的潜在冲突。

三是监管政策的不确定性风险。RWA 代币化作为一个新兴领域，其监管政策仍在不断演进中。监管政策的不确定性给市场参与者带来了显著的风险。一方面，监管政策的变化可能影响代币化资产的合法性和市场价值。例如，如果某个国家突然宣布禁止某种类型的代币化资产，持有该资产的投资者可能面临巨大损失。另一方面，监管要求的变化可能增加合规成本，影响代币化项目的经济可行性。特别是对于跨境代币化项目，需要同时遵守多个司法辖区的监管要求，合规复杂性显著增加。

四是监管碎片化对创新的抑制作用。监管碎片化不仅增加了合规成本，也可能抑制合理的金融创新。当不同监管机构对同一类代币化资产有不同的监管要求时，市场参与者可能面临合规困境。例如，美国证券交易委员会（SEC）和商品期货委员会（CFTC）长期以来在部分代币化资产的监管权上存在交叉与争议，导致市场参与者在合规操作中面临不确定性。这种监管不确定性不仅显著增加了合规成本和市场风险，也可能在一定程度上抑制合理的金融创新。

五是监管机构能力建设的需求。RWA 代币化技术的复杂性和创新性对监管机构的能力建设提出了新的要求。传统的金融监管主要基于金融机构的业务模式和产品特征，而 RWA 代币化涉及区块链、智能合约、密码学等新技术，需要监管机构具备相应的技术理解能力。同时，RWA 代币化的快速迭代特性也要求监管机构具备快速响应和适应变化的能力。监管机构需要通过人员培训、技术投入、国际合作等方式，不断提升自身的监管能力。

7.5 网络安全风险的多维度威胁

网络安全风险是 RWA 代币化发展过程中最为突出的系统性挑战之一，其威胁主要集中在智能合约、跨链桥、预言机等关键节点，以及潜在的密码学安全性问题。

一是智能合约漏洞的系统性风险。智能合约的自动化执行虽然提升了效率，但如果存在代码漏洞，可能在特定条件下被恶意利用，造成重大损失。2016 年以

太坊“DAO 事件”是智能合约漏洞风险的典型案例，攻击者利用“重入漏洞”窃取了数百万美元资金，最终迫使以太坊网络通过硬分叉来弥补损失。这一事件表明，即便是经过专业审计的合约代码，也可能潜藏难以预料的脆弱性。对于 RWA 代币化而言，智能合约漏洞可能导致代币化资产被非法转移、投资者资金被盗取、系统功能被破坏等严重后果。由于 RWA 代币化通常涉及大额资金和重要资产，智能合约漏洞的潜在损失可能非常巨大。

二是跨链桥安全的高度集中风险。跨链桥（Cross-chain Bridges）承担着不同区块链之间的价值传递功能，但近年来已成为黑客攻击最为集中的目标。跨链桥通常依赖有限数量的验证节点或多重签名账户来管理跨链资产，导致安全集中度过高。跨链桥攻击占加密领域被盗资金的 60% 以上，其中 Ronin Bridge（约 6.25 亿美元）与 Wormhole Bridge（约 3.2 亿美元）的攻击事件尤为典型。对于依赖跨链流转的 RWA 代币化项目而言，跨链桥的安全风险直接关系到代币化资产的映射关系和安全性。

三是预言机操纵的价格风险。预言机作为链上链下信息交互的核心环节，也存在被黑客操纵的风险。2020 年 bZx 协议因预言机价格操纵而遭遇两次攻击，造成数百万美元损失。这一风险对 RWA 代币化尤为敏感，因为代币化资产的链上价值高度依赖于底层资产的外部价格输入机制。一旦预言机系统失效或遭到操纵，可能引发大规模的错误结算、强制平仓、市场错配等问题，从而加剧系统性不稳定。例如，在代币化房地产项目中，如果房产估值的预言机被操纵，可能导致代币价格严重偏离实际价值，损害投资者利益。

四是量子计算对密码学的长期威胁。量子计算的潜在突破也为 RWA 代币化的长期安全性带来不确定性。当前区块链系统的安全性主要依赖于公钥密码学，而量子计算机理论上能够破解现有的公钥加密算法。未来若出现“先收集、后解密”的攻击模式，可能动摇现有区块链网络的安全基础，从而对 RWA 代币化的完整性造成根本威胁。虽然学界与业界正积极研发抗量子算法、多方安全计算与硬件安全模块等新型防御措施，但在性能与安全性之间的权衡仍难以彻底消除风险。这种长期安全威胁需要 RWA 代币化项目在设计之初就予以充分考虑。

五是社会工程学攻击的非技术性风险。除了技术漏洞，RWA 代币化还面临着社会工程学攻击的非技术性风险。攻击者可能通过钓鱼邮件、假冒网站、社交工程等方式获取用户的私钥或登录凭证，从而盗取用户的代币化资产。这种攻击方式虽然不涉及技术漏洞的利用，但其危害性同样巨大。特别是对于缺乏技术背景和普通投资者，更容易成为社会工程学攻击的受害者。因此，RWA 代币化项目不仅需要关注技术安全，还需要加强用户教育和安全防护措施。

通过对 RWA 代币化主要风险的深入识别和评估，我们可以看到这一新兴技

术在带来巨大机遇的同时，也伴随着复杂的风险挑战。这些风险涉及法律、技术、监管、安全等多个维度，相互交织、相互影响。有效管理这些风险，需要监管机构、市场参与者、技术服务提供商等各方的共同努力。只有在充分识别和有效控制风险的基础上，RWA 代币化才能实现健康可持续发展。

第 8 章 风险管理与防范机制

8.1 法律与制度层面的风险防范

法律与制度层面的风险防范是 RWA 代币化风险管理体系的第一道防线，其核心在于确保“链上凭证”与“链下权利”的一致性，为代币化资产的合法性和可执行性提供坚实的制度保障。

一是特殊目的载体（SPV）的破产隔离机制。在 RWA 代币化的法律架构设计中，特殊目的载体（SPV）的应用是实现破产隔离的关键机制。通过将基础资产转移至独立的 SPV，可以有效实现资产与发起人的风险隔离。即使发起人出现财务困难或破产，转移给 SPV 的资产也不会被纳入破产财产范围，从而保护了代币持有人的权益。这种破产隔离机制是传统资产证券化的成熟做法，在 RWA 代币化中同样适用。然而，SPV 的设立和运营需要遵守严格的法律程序，包括真实出售、破产隔离、独立运营等要求。在实践中，需要通过法律意见书等形式确认 SPV 结构的合法性和有效性。

二是私法框架的权利界定与保护。明确的私法框架是保障代币化资产权利可执行性的基础。不同司法辖区对代币化资产权利性质的认定存在差异，需要通过清晰的私法规则予以界定。美国《统一商法典》2022 年新增的第 12 编首次确立了“控制即近似占有”的规则，为代币化资产提供了可执行的物权地位。这一立法创新为其他国家的相关法律完善提供了重要参考。在代币化资产的私法保护方面，需要重点关注权利转让的有效性、对抗第三方的效力、破产程序中的优先权等关键问题。这些问题的解决需要立法机关、司法机关和监管机构的共同努力。

三是跨境争议解决机制的预先设计。鉴于 RWA 代币化的跨境特性，在项目设计阶段就应当充分考虑跨境争议的解决问题。这包括适用法律的选择、争议解决方式的选择、裁决的承认与执行等。在适用法律选择方面，应当选择法律环境相对稳定、司法体系较为完善的司法辖区。在争议解决方式选择方面，可以考虑传统的法院诉讼，也可以考虑仲裁等替代性争议解决方式。仲裁在跨境争议解决中具有程序灵活、裁决易于执行等优势，可能更适合 RWA 代币化项目的特点。

四是监管沙盒与受控试点的制度创新。监管沙盒和受控试点是平衡创新与风险的重要制度工具。通过监管沙盒，监管机构可以在受控环境下允许创新业务进行测试，既支持了创新发展，又控制了潜在风险。英国金融行为监管局（FCA）首创的监管沙盒模式已经被全球多个国家和地区的监管机构借鉴。欧盟的《分布式账本试点机制条例》为代币化金融工具的受控实验提供了制度空间。新加坡的

“Project Guardian”项目通过与市场机构的合作，在“监管-市场-技术”三位一体的路径下逐步形成可商用的行业标准。这些制度创新为 RWA 代币化的合规发展提供了重要保障。

8.2 金融与信用风险的管理策略

金融与信用风险是 RWA 代币化面临的核心风险之一，有效的管理策略需要借鉴传统金融的成熟经验，并结合代币化资产的特点进行创新。

一是结构化增信工具的应用。传统资产证券化中的结构化增信工具在 RWA 代币化中同样适用。超额抵押是最基本的增信方式，即底层资产的价值超过发行代币的价值，为投资者提供了额外的安全垫。优先/次级分层结构通过将代币分为不同风险等级的层级，满足了不同风险偏好投资者的需求。流动性支持机制可以在市场流动性紧张时提供临时资金支持，维护市场稳定。担保与保险等外部增信工具也可以用于提升代币化资产的信用等级。这些结构化增信工具的组合应用，可以有效缓释基础资产的违约风险和流动性冲击。

二是公共信用担保计划的借鉴。针对中小企业融资的实证研究表明，公共信用担保计划能够显著提升信贷可得性。这一经验同样适用于以应收账款或贷款为底层资产的 RWA 代币化。政府或政府支持的担保机构可以为符合条件的代币化资产提供担保，降低投资者的风险顾虑，提升代币化资产的市场接受度。然而，公共信用担保也需要防范道德风险，避免过度依赖担保而忽视基础资产的风险管理。担保机构需要建立完善的风险评估和监控机制，确保担保资源的有效使用。

三是二级市场流动性管理工具。在二级市场环节，需要通过多层次的流动性管理工具来维护市场稳定。做市商机制是维持代币化资产流动性的重要工具，做市商通过提供买卖报价，为市场提供连续的流动性。应急回购机制可以在市场出现流动性危机时提供紧急流动性支持。赎回排队机制和“闸门机制”可以缓释集中赎回带来的流动性冲击，避免“银行挤兑”式的流动性危机。这些流动性管理工具的设计需要平衡流动性需求与风险控制的关系，既要保证投资者的正常赎回权利，又要防范系统性流动性风险。

四是资产组合的透明度与风险管理。对于资金池类的代币化产品，需要建立完善的资产组合风险管理制度。这包括设置资产分散度要求和集中度上限，避免过度集中于单一资产或单一行业。定期的压力测试可以评估资产组合在不同市场情景下的表现，及时发现潜在风险。“侧袋机制（side-pocket）”可以用于隔离风险较高的资产，保护其他投资者的利益。这些风险管理工具的应用，有助于增强资产组合的透明度和投资者保护水平。

8.3 技术与操作层面的风险控制

技术与操作层面的风险控制是 RWA 代币化风险管理的重要组成部分，需要从智能合约安全、预言机可靠性、系统连续性等多个维度建立全面的风险控制体系。

一是智能合约安全的多重保障。智能合约的安全性是 RWA 代币化技术风险控制的核心。形式化验证技术可以通过数学方法证明智能合约的正确性，发现潜在的逻辑漏洞。第三方独立审计是发现智能合约安全隐患的重要手段，专业的审计机构可以通过代码审查、渗透测试等方式评估智能合约的安全性。漏洞赏金计划可以激励全球的安全研究人员发现和报告智能合约的漏洞，形成众包式的安全防护网络。红队演练可以模拟真实的攻击场景，测试智能合约在压力条件下的安全性。除了预防性措施，还需要建立应急响应机制，如紧急暂停机制和多签治理模式，以便在发现安全漏洞时能够及时控制风险。

二是预言机系统的可靠性设计。预言机作为链上链下信息交互的关键环节，其可靠性直接影响到 RWA 代币化的安全性。多源聚合机制可以通过整合多个数据源的信息来降低单一数据源被操纵的风险。中位数取值机制可以剔除异常值，提高价格数据的稳定性。延迟确认机制可以防止闪电贷攻击等瞬时操纵行为。人工复核机制可以作为技术自动化之外的安全保障，对关键的价格信息进行人工验证。国际货币基金组织 2023 年的报告指出，智能合约的刚性虽然能够提升履约效率，但必须与法律制度的弹性形成互补，以确保合约执行既高效又具备制度韧性。

三是系统连续性的保障机制。操作连续性是技术风险控制的关键考量。平台需要建立完善的业务连续性计划（BCP），包括事件响应机制（RTO/RPO）、冷热备份体系、第三方依赖的映射管理等。2025 年 2 月，Bybit 交易所遭遇 Lazarus 黑客组织攻击，损失约 15 亿美元等值以太币，即便其已采用冷热分离与多重签名等措施，仍因流程集成与第三方依赖暴露出脆弱性。这一案例凸显了复杂系统中技术风险的传导性。平台需要定期进行灾难恢复演练，测试在各种极端情况下的系统恢复能力。

四是量子计算威胁的前瞻性应对。量子计算的长期安全威胁需要 RWA 代币化项目在设计之初就予以充分考虑。抗量子算法的研究和应用是应对这一威胁的重要方向，虽然目前尚未完全成熟，但已经取得了重要进展。多方安全计算技术可以在不暴露私钥的情况下完成计算，提升系统的安全性。硬件安全模块（HSM）可以为私钥存储提供额外的物理安全保障。这些前瞻性技术的应用，有助于增强 RWA 代币化的长期安全性。

8.4 治理与组织层面的风险隔离

治理与组织层面的风险隔离是 RWA 代币化风险管理的重要环节，其核心在于建立清晰的责任边界、有效的利益冲突管理机制和健全的投资者保护制度。

一是清晰的治理架构设计。RWA 代币化平台通常兼具发行、托管、交易、清算等多重职能，如果治理架构不够清晰，可能导致信息传递滞后、风险处置迟缓、责任边界不明等问题。因此，需要建立清晰的治理架构，明确各职能的责任主体、决策程序、监督机制等。金融稳定委员会与国际证监会组织均指出，制度设计中应优先识别并隔离潜在的利益冲突，例如自营与代客业务、做市职能与规则制定、链上治理与链下运营之间的交叉关系。

二是利益冲突的有效管理。利益冲突是 RWA 代币化平台治理面临的重要挑战。平台可能同时服务于代币发行方、投资者、做市商等不同利益相关方，这些利益相关方的利益可能存在冲突。为了有效管理利益冲突，平台应当建立独立的业务单元，将可能存在利益冲突的业务进行物理或逻辑隔离。同时，应当建立透明的信息披露机制，向所有利益相关方充分披露潜在的利益冲突。对于重大的利益冲突事项，应当建立独立的决策机制，如设立独立委员会进行审议。

三是多方共治的决策机制。对于关键性决策，应当采用多方共治的方式，避免单一主体控制整个系统。多重签名 (Multi-sig) 或门限签名 (Threshold Signature) 等技术可以用于实现多方共治的决策机制。在这种机制下，任何重大决策都需要获得多个独立主体的同意才能执行。这种分布式决策机制有助于防范单点故障和恶意行为，提升系统的安全性和稳定性。

四是投资者赔偿基金的建立。为了分散单一主体失误带来的风险，可以设立投资者赔偿基金或保险机制。当平台因技术故障、操作失误、恶意行为等原因给投资者造成损失时，赔偿基金可以为投资者提供一定程度的补偿。这种机制有助于增强投资者信心，维护市场稳定。赔偿基金的来源可以包括平台收费、发行方缴费、政府资助等多种渠道。赔偿基金的管理应当独立运作，确保其公正性和有效性。

通过对法律与制度、金融与信用、技术与操作、治理与组织四个层面的全面风险管理，RWA 代币化项目可以在保持创新活力的同时实现稳健发展。这种多层次、全方位的风险管理体系，为 RWA 代币化的长期健康发展提供了重要保障。

第9章 中国情境下的实操障碍

9.1 法律合规层面的制度性障碍

在中国推进 RWA 代币化发展面临着复杂的法律合规障碍，这些障碍主要源于现有法律框架对代币化资产的态度、跨境法律适用的复杂性以及监管政策的不确定性。

一是 ICO 禁令的延伸影响。2017 年，中国人民银行等七部委联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，全面禁止 ICO（首次代币发行），将未经许可的代币融资定性为非法集资。这一禁令虽然主要针对 ICO 活动，但其对 RWA 代币化的发展产生了深远影响。由于 RWA 代币化涉及代币的发行和交易，很可能被视为变相的 ICO 活动，从而面临法律风险。这种法律不确定性使得许多潜在的 RWA 代币化项目望而却步，限制了市场的发展空间。虽然 RWA 代币化与 ICO 在本质上存在差异，前者有真实的底层资产支撑，后者往往缺乏实际价值基础，但在法律适用上仍面临模糊地带。

二是法律地位的不明确性。在境内市场，RWA 代币化的整体法律地位尚不明确。现有法律法规并未对代币化资产的权利性质、转让规则、投资者保护等关键问题作出明确规定。这种法律地位的模糊性给 RWA 代币化的发展带来了巨大挑战。一方面，市场参与者难以确定其行为的合法性，面临合规风险；另一方面，投资者的合法权益也难以得到有效保障。特别是对于涉及跨境融资的 RWA 代币化项目，需要同时遵守内地与境外（如香港）两地的法律，法律适用的复杂性进一步增加。

三是与现有金融法规的协调问题。RWA 代币化作为一种新兴的金融工具，需要与现有的金融法规进行协调。例如，如果代币化资产被视为证券，就需要遵守《证券法》的相关规定；如果被视为金融产品，就需要遵守相关的金融监管规定。然而，现有金融法规在设计时并未考虑到代币化资产的特殊性，直接适用可能存在困难。如何协调 RWA 代币化与现有金融法规的关系，是推进其发展面临的重要法律挑战。

四是监管政策的动态变化风险。中国对数字资产的监管政策仍在不断演进中，政策的不确定性给 RWA 代币化的发展带来了风险。2025 年 9 月，中国证监会 reportedly 要求部分券商暂停在香港的 RWA 代币化业务，这一事件反映了中国监管机构对 RWA 代币化发展风险的审慎态度。这种监管政策的变化可能随时发生，给市场参与者带来了不确定性。如何在动态变化的监管环境中推进 RWA 代

币化的发展，是市场参与者面临的重要挑战。

9.2 技术安全层面的多重挑战

技术安全是 RWA 代币化发展的重要基础，但在中国的技术环境下，RWA 代币化面临着多重技术安全挑战。

一是区块链平台的兼容性问题。RWA 代币化依赖区块链作为技术载体，但不同区块链平台之间存在兼容性问题。目前，全球范围内存在数百个不同的区块链平台，这些平台在技术架构、共识机制、代币标准等方面各不相同。这种平台多样性虽然为创新提供了空间，但也带来了互操作性挑战。一个 RWA 代币化项目可能需要与多个不同的区块链平台进行交互，如何确保这些交互的安全性和一致性，是技术发展面临的重要挑战。此外，我国国内的区块链技术发展与国际主流技术可能存在差异，这也增加了技术兼容性的复杂性。

二是智能合约的安全风险。智能合约是 RWA 代币化的核心技术，但合约设计漏洞可能导致资产所有权被非法转移或资金损失。智能合约一旦部署到区块链上，就无法轻易修改，任何代码漏洞都可能被恶意利用。2025 年 2 月 Bybit 交易所遭遇的攻击事件表明，即使是采用了多重安全措施的系统，仍可能因流程集成或第三方依赖而暴露出脆弱性。对于 RWA 代币化项目而言，智能合约的安全性问题尤为突出，因为其通常涉及大额资金和重要资产。如何确保智能合约的安全性，是技术发展面临的重要挑战。

三是数据安全与隐私保护的合规要求。RWA 代币化需要将资产数据上链，这涉及数据安全与隐私保护问题。中国的《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》等法律法规对数据处理活动提出了严格要求。RWA 代币化项目需要确保其上链数据的合规性，防止数据泄露和篡改。同时，还需要平衡透明度与隐私保护的关系，既要满足投资者对信息透明度的需求，又要保护相关方的商业秘密和个人隐私。这种平衡在技术实现上具有一定挑战性。

四是稳定币的安全风险。稳定币在 RWA 代币化生态系统中发挥着重要作用，但也面临着安全风险。稳定币可能面临黑客攻击、智能合约漏洞、储备资产风险等安全威胁。一旦发生安全事件，可能导致用户资产损失，稳定币体系崩溃。在中国境内，由于缺乏明确的稳定币监管法规，稳定币活动的安全性更难以保障。如何确保稳定币的安全性，是 RWA 代币化发展面临的重要技术挑战。

9.3 市场接受度层面的现实困境

市场接受度是 RWA 代币化成功发展的关键因素，但在中国的市场环境下，RWA 代币化面临着多重现实困境。

一是投资者认知的局限性。RWA 代币化作为一种新兴的金融概念，普通投资者对其了解有限。许多投资者可能将 RWA 代币化与传统的加密货币混淆，或者对其技术原理和风险特征缺乏深入理解。这种认知局限性可能导致投资者无法准确评估 RWA 代币化资产的风险和收益，从而影响其投资决策。特别是对于风险承受能力较低的中小投资者，可能对 RWA 代币化资产持谨慎态度。如何提升投资者对 RWA 代币化的认知水平，是市场推广面临的重要挑战。

二是初期流动性的挑战。虽然 RWA 代币化理论上可以提高资产流动性，但在实际市场中，初期由于投资者数量有限、交易活跃度不足等原因，部分代币化资产的流动性可能仍然较差。流动性不足会影响代币化资产的定价效率和市场吸引力，形成“流动性陷阱”。如何在市场初期建立足够的流动性，是 RWA 代币化项目面临的重要挑战。这需要项目方、做市商、交易平台等多方共同努力。

三是机构准备的不足。由于中国对代币发行、加密货币交易等活动有严格限制，各家金融机构对 RWA 代币化的探索仍处于起步阶段，各项准备工作尚不充分。许多机构可能缺乏相关的技术人才、合规经验、风控能力等。这种机构准备的不足限制了 RWA 代币化市场的供给能力，影响了市场的发展速度。如何帮助金融机构提升 RWA 代币化业务的准备程度，是推进市场发展面临的重要挑战。

四是与传统投资习惯的冲突。中国投资者的投资习惯相对保守，更倾向于传统的银行存款、理财产品、股票等投资工具。RWA 代币化作为一种新兴的投资方式，可能与投资者的传统投资习惯存在冲突。投资者可能需要时间来适应新的投资方式和风险管理方法。如何引导投资者逐步接受 RWA 代币化投资，是市场培育面临的重要挑战。

9.4 交易平台定位的战略模糊

交易平台是 RWA 代币化生态系统的重要组成部分，但在中国的政策环境下，交易平台的定位存在战略模糊性，这给 RWA 代币化的发展带来了挑战。

一是国际金融资产交易平台的定位困境。虽然习近平总书记在 2020 年就已明确提出了“建设国际金融资产交易平台”的要求，各项政策也积极支持，但受限于监管分割等实操层面的原因，金融资产交易平台至今尚未成功推出。这一平台的定位尚不明确，是服务在岸市场、离岸市场，还是兼顾在岸和离岸市场，尚

未有定论。同时，平台可开展的交易品种也尚未明确。这种定位的模糊性影响了平台的推进速度，也使得在其基础上发展 RWA 业务变得更加困难。

二是监管分割的协调难题。金融资产的监管涉及多个监管部门，包括人民银行、证监会、金融监管总局、外汇局等。这些部门在监管理念、政策目标、职责分工等方面存在差异，可能导致监管分割问题。在 RWA 代币化交易中，可能涉及多个监管部门的管理范围，如何协调这些部门之间的监管政策，是一个复杂的挑战。监管分割不仅影响了交易平台的建设进度，也可能影响 RWA 代币化交易的合规性和便利性。

三是境内外市场的协调问题。RWA 代币化具有明显的跨境特征，需要协调境内外市场的监管政策。然而，中国内地与香港、澳门等境外市场在金融监管方面存在差异，这种差异可能影响 RWA 代币化交易的顺畅进行。例如，境外发行的 RWA 代币化资产如何在境内交易平台进行交易，境内投资者如何投资境外的 RWA 代币化资产，这些问题都需要妥善解决。如何在“一国两制”框架下协调境内外市场的监管政策，是交易平台建设面临的重要挑战。

四是技术标准的一致性要求。RWA 代币化交易平台需要统一的技术标准来确保系统的互操作性和安全性。然而，由于境内外市场在技术发展路径上可能存在差异，建立统一的技术标准具有一定挑战性。技术标准的差异可能影响交易的效率 and 安全性，也可能增加系统的复杂性和维护成本。如何建立适应境内外市场需求的统一技术标准，是交易平台建设面临的技术挑战。

9.5 推进 RWA 代币化发展的策略建议

面对上述多重障碍，中国推进 RWA 代币化发展需要采取系统性的策略，平衡创新与风险，循序渐进地推进市场发展。

一是建立明确的监管框架。首先应当建立清晰、明确的 RWA 代币化监管框架，为市场参与者提供明确的监管预期。这一框架应当明确代币化资产的法律地位、发行主体的资质要求、投资者适当性管理、信息披露标准等关键要素。同时，应当建立与国际监管框架的协调机制，为跨境 RWA 代币化交易提供制度保障。

二是采用渐进式的试点路径。考虑到 RWA 代币化技术的复杂性和风险的不确定性，应当采用渐进式的试点路径。可以选择特定的区域（如海南自贸港、上海自贸区）、特定的资产类别（如应收账款、知识产权）、特定的业务模式（如供应链金融）进行试点，积累经验，逐步完善监管框架和市场机制。

三是加强技术基础设施建设。应当加强 RWA 代币化相关的技术基础设施建设，包括区块链平台、智能合约开发工具、预言机服务、数字身份认证等。政府

可以通过政策引导、资金支持等方式，推动相关技术的发展和應用。

四是培育市场生态系统。应当积极培育 RWA 代币化的市场生态系统，包括发行方、投资者、服务商、监管机构等各个参与方。可以通过宣传教育、培训交流、政策激励等方式，提升市场参与者对 RWA 代币化的认知和接受度。同时，应当支持相关的中介服务机构发展，如审计机构、评级机构、法律服务机构等。

五是发挥香港的独特优势。在“一国两制”框架下，应当充分发挥香港在 RWA 代币化发展中的独特优势。支持香港在代币化资产监管、技术创新、市场建设等方面先行先试，为内地的 RWA 代币化发展提供经验借鉴。同时，应当加强内地与香港在 RWA 代币化领域的合作，形成协同发展的良好局面。

通过系统性的策略推进，中国有望在有效控制风险的前提下，推动 RWA 代币化的健康有序发展，为金融服务实体经济、促进经济高质量发展提供新的动力。

第 10 章 专项风险应对策略

10.1 反洗钱合规风险的系统性防范

反洗钱（AML）合规风险是 RWA 代币化面临的核心监管风险之一。由于 RWA 代币化具有较强的匿名性和可跨境流通特征，容易被不法分子利用进行非法资金转移、隐匿资产来源等洗钱活动。因此，建立系统性的反洗钱风险防范体系至关重要。

一是“合格投资者+白名单机制”的账户管理体系。为了有效防范反洗钱风险，可以借鉴贝莱德 BUIDL 基金的优秀实践，建立“合格投资者+白名单机制”的账户管理体系。这一体系的核心是对参与 RWA 代币化交易的投资者进行严格的准入管理。首先，所有参与者都必须通过 KYC（客户身份核查）审查，验证其身份的真实性和合法性。其次，只有通过审查的合格投资者才能被纳入白名单，获得参与交易的资格。在这种机制下，KYC 责任由持牌金融机构承担，确保审查的专业性和可靠性。稳定币和 RWA 代币的链上行为可以与投资者身份形成有效映射，便于监管机构进行追踪和监督。

二是许可制管理的交易控制。在白名单机制的基础上，实施许可制管理，仅允许白名单地址之间进行代币转账，防止资产流向匿名或高风险地址。这种许可制管理可以通过智能合约技术实现，确保交易的可控性。同时，应当建立实时监测机制，对异常交易行为进行识别和预警。当发现可疑交易时，系统可以自动触发报告机制，向监管机构报告相关情况。这种主动式的风险管理方式，有助于在风险发生初期就进行有效干预。

三是全流程的反洗钱防线构建。反洗钱风险防范需要构建从准入、交易到赎回的全流程可控防线。在准入环节，通过严格的 KYC 审查筛选合格投资者。在交易环节，通过实时监测和异常行为识别防范可疑交易。在赎回环节，确保资金流向的合法性和合规性。同时，应当建立与监管机构的信息共享机制，及时获取最新的风险信息和监管要求。通过技术手段和制度设计的结合，构建多层次、立体化的反洗钱防范体系。

四是国际合作与信息共享。鉴于 RWA 代币化的跨境特性，反洗钱风险防范需要加强国际合作与信息共享。中国应当积极参与国际反洗钱组织，如金融行动特别工作组（FATF），与其他国家和地区的监管机构建立信息共享机制。通过国际合作，可以更好地识别和防范跨境洗钱活动，维护全球金融系统的安全稳定。

10.2 数据安全风险的综合治理

数据安全的 RWA 代币化平台运营过程中面临的重要风险。平台在运行过程中将产生大量用户身份、交易行为、资产信息等敏感数据，如果这些数据在存储、传输或使用过程中发生泄露、篡改或滥用，可能对用户权益、平台声誉及市场信任造成严重影响。

一是数据安全管理制度建立。为了有效防范数据安全风险，交易平台应当建立健全的数据安全管理制度。这一制度应当包括数据分类分级管理、数据访问权限控制、数据安全审计等核心要素。首先，需要对平台产生的各类数据进行分类分级，明确哪些数据属于核心敏感数据，需要采取最高级别的安全保护措施。其次，需要建立严格的数据访问权限控制机制，确保只有授权人员才能访问敏感数据，并对所有数据访问行为进行记录和审计。最后，需要定期开展数据安全风险评估，及时发现和修复安全漏洞。

二是技术防护措施的全面应用。在技术层面，应当全面采用加密、脱敏、权限验证等技术手段，保障数据在采集、存储、传输、使用及销毁各环节的安全可控。数据加密是保护数据机密性的基本手段，应当对存储和传输中的敏感数据进行全面加密。数据脱敏可以在不影响数据分析效果的前提下，降低数据泄露的风险。权限验证技术可以确保只有合法用户才能访问相应的数据资源。同时，应当采用多重备份和灾难恢复机制，确保数据的可用性和完整性。

三是隐私保护的法律法规。在数据安全治理中，还需要充分考虑隐私保护的法律法规要求。中国的《个人信息保护法》对个人信息处理提出了严格要求，RWA 代币化平台需要确保其数据处理活动符合法律规定。这包括获得用户的明确同意、告知用户数据处理的目的和方式、为用户提供查询、更正、删除其个人信息的权利等。同时，应当采用隐私计算等技术，在保护个人隐私的前提下实现数据的分析和利用。

四是安全事件的应急响应。尽管采取了各种防护措施，但仍不能完全排除安全事件发生的可能性。因此，需要建立完善的安全事件应急响应机制。这一机制应当包括安全事件的检测、报告、处置、恢复等环节。当发现安全事件时，应当立即启动应急响应程序，采取有效措施控制事态发展，并及时向监管机构和受影响的用户报告。同时，应当制定详细的恢复计划，确保在安全事件发生后能够快速恢复业务运营。

10.3 跨境资金转移风险的有效管控

跨境资金转移风险是 RWA 代币化面临的重要监管风险。稳定币具备天然的跨境流通属性，容易被用于跨境资金非法转移，特别是在各国法律体系与监管标准存在差异的背景下，相关风险更为突出。

一是建立健全的跨境资金流动管理制度。为了有效防范跨境资金转移风险，交易平台应当在监管指导下建立健全的跨境资金流动管理制度。这一制度需要严格执行国家的外汇管理规定，确保所有跨境交易都符合相关法律法规的要求。制度应当明确跨境交易的审批程序、限额管理、用途审核等具体要求，为平台的合规运营提供明确指引。

二是加强资金来源及用途的审核与监控。跨境资金转移风险的防范需要加强对资金来源和用途的审核与持续监控。平台应当建立完善的客户尽职调查机制，了解客户的资金来源和交易目的。对于大额或异常的跨境交易，应当进行额外的审查和验证。同时，应当建立持续的交易监控系统，及时发现和报告可疑的跨境资金流动。通过与银行等金融机构的合作，可以更好地追踪资金的流向，确保资金的合法合规使用。

三是构建跨境交易可溯体系。交易平台的交易全流程可追溯特性，为跨境资金转移风险的防范提供了技术支撑。平台应当充分利用区块链技术的可追溯性，构建完整的跨境交易可溯体系。这一体系应当能够记录和追踪每一笔跨境交易的全过程，包括交易发起、资金转移、资产兑换、最终用途等各个环节。通过这种可追溯体系，监管机构可以及时发现异常的跨境资金流动，并采取相应的监管措施。

四是加强国际监管协同与信息共享。跨境资金转移风险的防范需要加强国际监管协同与信息共享。中国应当积极与其他国家和地区的监管机构合作，建立跨境监管协调机制。通过信息共享，可以更好地识别和防范利用 RWA 代币化进行非法资金转移的行为。同时，可以设定每日或每月境内资金南向投资的上限规模，以有效防止大规模资金无序出境。这种限额管理可以在一定程度上控制跨境资金流动的风险。

10.4 技术安全风险的立体化防护

技术安全风险是 RWA 代币化平台面临的重大挑战。交易平台高度依赖信息技术系统，易受到黑客攻击、恶意代码入侵、系统漏洞利用及服务中断等技术性风险的影响，进而可能引发交易平台运行中断、资产丢失、数据泄露等严重后果。

一是建立全面的网络与信息系统安全管理机制。为了有效防控技术安全风险，交易平台应当建立全面的网络与信息系统安全管理机制。这一机制应当严格落实等级保护、安全开发、访问控制等管理制度，确保系统的安全运行。等级保护制度要求根据系统的重要性确定相应的安全保护等级，并采取相应的安全措施。安全开发要求在系统开发的各个阶段都考虑安全因素，从源头上减少安全漏洞。访问控制要求对系统的访问权限进行严格管理，防止未经授权的访问。

二是构建立体化技术防护体系。交易平台应当构建“防入侵、防篡改、防泄露、防瘫痪”的立体化技术防护体系。防入侵措施包括防火墙、入侵检测系统、入侵防御系统等，用于防止外部攻击。防篡改措施包括数字签名、完整性校验等，用于确保数据的完整性。防泄露措施包括数据加密、访问控制等，用于防止敏感数据泄露。防瘫痪措施包括冗余备份、负载均衡等，用于确保系统的高可用性。

三是定期的安全审计与渗透测试。为了及时发现和修复系统漏洞，交易平台应当定期组织第三方安全审计与渗透测试。安全审计可以全面评估系统的安全性，发现潜在的安全风险。渗透测试可以模拟真实的攻击场景，测试系统的实际防护能力。通过定期的安全评估，可以及时发现和修复系统漏洞，提升系统的整体安全性。

四是完善的应急响应预案。交易平台应当制定完善的应急响应预案，并定期开展演练。应急预案应当明确在不同安全事件发生时的响应程序、责任分工、处置措施等。通过定期演练，可以检验预案的有效性，提升相关人员的应急处置能力。在面对技术攻击或系统故障时，能够快速发现、准确定位、有效处置，切实维护交易平台运行稳定和交易安全。

五是提升业务连续保障能力。除了应对外部攻击，交易平台还需要提升在面对各种突发事件时的业务连续保障能力。这包括建立异地灾备中心、制定业务恢复计划、建立应急通信机制等。通过这些措施，可以确保在发生重大突发事件时，交易平台能够快速恢复业务运营，最大限度地减少对用户和市场的影响。

通过对反洗钱合规、数据安全、跨境资金转移、技术安全等专项风险的系统性防范，RWA 代币化项目可以在复杂的监管环境和风险挑战中实现稳健发展。这些专项风险应对策略为 RWA 代币化的规范化发展提供了具体路径，有助于在创新与风险之间寻求最佳平衡。

第 11 章 政策建议与试点路径

11.1 监管沙盒试点的战略意义

在中国推进 RWA 代币化发展，监管沙盒试点具有重要的战略意义。监管沙盒为金融创新提供了一个受控的试验环境，既支持了创新发展，又控制了潜在风险，是平衡创新与监管的有效工具。

一是监管沙盒的核心理念与价值。监管沙盒的核心理念是在监管机构的监督下，允许金融机构或科技公司在有限范围内测试创新的金融产品或服务。这种模式的价值在于，它为创新提供了“试错”的机会，避免了因监管不确定性而扼杀创新活力。同时，通过受控试点，监管机构可以更好地理解新技术的风险特征，为制定适当的监管政策积累实践经验。对于 RWA 代币化这样的新兴技术，监管沙盒的意义尤为突出，因为它涉及复杂的技术、法律和监管问题，需要通过实践来检验和完善。

二是中国监管沙盒的实践基础。中国已经在金融科技创新监管工具方面积累了丰富经验。人民银行等部门在北京、上海、深圳等地开展了金融科技创新监管试点，俗称“监管沙盒”。这些试点为 RWA 代币化监管沙盒的建立提供了实践基础。通过借鉴现有监管沙盒的经验，可以快速建立适应 RWA 代币化特点的监管框架。同时，现有的监管沙盒也为 RWA 代币化项目提供了潜在的合作机会，可以在现有框架内探索 RWA 代币化的应用场景。

三是监管沙盒的国际经验借鉴。英国、新加坡、澳大利亚等国家在监管沙盒方面有着丰富的实践经验，为中国的 RWA 代币化监管沙盒设计提供了重要参考。英国的监管沙盒以其灵活性和包容性著称，为各类金融创新提供了广阔的空间。新加坡的监管沙盒则更加注重与实体经济的结合，强调金融科技在服务实体经济中的作用。澳大利亚的监管沙盒则更加注重消费者保护，建立了完善的纠纷解决机制。这些国际经验可以为中国设计 RWA 代币化监管沙盒提供有益的借鉴。

11.2 试点区域的选择与定位

选择合适的试点区域是 RWA 代币化监管沙盒成功实施的关键。基于我国的实际情况和 RWA 代币化的特点，建议优先考虑海南自由贸易港和上海自贸区临港新片区作为试点区域。

一是海南自由贸易港的独特优势。海南自由贸易港作为中国对外开放的重要窗口，在 RWA 代币化试点方面具有独特优势。首先，海南自贸港享有更加灵活

的政策环境，可以为 RWA 代币化创新提供更大的空间。其次，海南自贸港的定位是建设中国特色自由贸易港，在金融服务创新方面具有先行先试的政策支持。再次，海南自贸港的地理位置相对独立，便于进行风险隔离和控制。最后，海南自贸港正在大力发展数字经济，RWA 代币化可以与其数字经济发展战略形成协同效应。

二是上海自贸区临港新片区的战略价值。上海自贸区临港新片区作为上海自贸区的重要组成部分，在 RWA 代币化试点方面具有重要的战略价值。首先，临港新片区定位为特殊经济功能区，在金融开放创新方面具有更大的自主权。其次，临港新片区集聚了大量的金融机构和科技企业，为 RWA 代币化提供了良好的产业基础。再次，临港新片区与上海市中心相对分离，便于进行风险管控。最后，临港新片区正在建设国际金融资产交易平台，RWA 代币化可以与之形成良好的互补关系。

三是试点区域的功能定位。试点区域应当定位为 RWA 代币化的创新试验区和风险管控示范区。在创新试验方面，试点区域应当允许在合规前提下进行各种 RWA 代币化技术和业务模式的探索。在风险管控方面，试点区域应当建立完善的风险监测和处置机制，确保风险可控。同时，试点区域应当发挥示范引领作用，为全国 RWA 代币化的发展积累经验、探索路径。

11.3 交易平台建设的创新思路

建设 RWA 代币化交易平台是推进 RWA 代币化发展的重要环节。基于我国的实际情况，建议考虑改变已经筹建多年尚未开业的上海国际金融资产交易平台的筹建思路，以 RWA 代币化资产推进交易平台建设。

一是金融资产交易平台的战略重构。传统的金融资产交易平台主要服务于标准化金融资产的交易，如股票、债券等。而 RWA 代币化交易平台可以服务于更加广泛的资产类别，包括非标准化资产、另类资产等。通过将上海国际金融资产交易平台重构为 RWA 代币化交易平台，可以实现其战略定位的升级，更好地服务于实体经济的发展需求。这种重构不仅可以盘活存量资产价值，还可以为投资者提供更加多元化的投资选择。

二是虚拟资产交易平台的差异化定位。在试点初期，可以设立专门的虚拟资产交易平台，重点发展境内虚拟资产及实体资产 RWA 代币化。这种差异化定位有利于风险隔离和专业化发展。虚拟资产交易平台可以专注于为缺乏流动性的实体资产（如土地、基础设施等）提供进入全球资本市场的途径，盘活存量资产价值。同时，虚拟资产交易平台也可以为国内大量的数字资产提供合规的交易渠道，

促进数字经济的健康发展。

三是境内外市场的协同发展。交易平台应当统筹考虑境内外市场的协同发展。在试点初期，可以重点向境外投资者推广境内的优质金融资产，特别是境内交易所和银行间市场的核心交易标的，如股票、债券、黄金、商品、基金、REITs、期货合约等。这有助于提升中国金融资产的国际化水平，吸引更多的国际资本。待平台发展成熟后，可以逐步引入境外优质资产，为境内投资者提供更加丰富的投资选择。

四是技术架构的前瞻性设计。交易平台的技术架构应当具有前瞻性和可扩展性。应当采用模块化的设计理念，支持不同类型资产的代币化和交易。同时，应当充分考虑与现有金融基础设施的互联互通，确保交易的顺畅进行。在技术标准方面，应当积极参与国际标准的制定，提升中国在 RWA 代币化领域的话语权。

11.4 监管协调机制的建立

建立有效的监管协调机制是 RWA 代币化监管沙盒成功实施的重要保障。鉴于 RWA 代币化涉及多个监管部门，需要建立跨部门的协调机制。

一是跨部门协调机制的建立。建议建立由人民银行牵头，证监会、金融监管总局、外汇局等部门参与的 RWA 代币化监管协调机制。这一机制的主要职责包括：制定 RWA 代币化监管沙盒的总体框架和政策；协调各部门的监管政策和执法标准；解决监管实践中出现的重大问题；评估监管沙盒的运行效果等。通过建立常态化的协调机制，可以避免监管分割和监管套利，提升监管效率。

二是央地监管协调的创新。在试点区域，可以探索央地监管协调的创新模式。试点区域的地方政府可以在中央监管部门的指导下，制定更加具体和灵活的监管政策。同时，可以赋予试点区域更大的监管自主权，允许其根据市场发展的实际情况调整监管政策。这种央地协调的模式有利于发挥中央和地方两个积极性，提升监管的适应性和有效性。

三是国际监管协调的加强。鉴于 RWA 代币化的跨境特性，需要加强国际监管协调。中国应当积极参与国际监管组织的相关活动，与其他国家和地区的监管机构建立信息共享和监管合作机制。在试点过程中，可以邀请国际监管专家参与评估和指导，借鉴国际先进经验。同时，可以通过双边或多边合作，探索跨境 RWA 代币化交易的监管协调机制。

11.5 风险管控体系的构建

构建完善的风险管控体系是 RWA 代币化监管沙盒成功实施的基础。这一体系应当覆盖市场风险、信用风险、操作风险、技术风险、法律风险等各个方面。

一是多层次的风险监测体系。应当建立多层次的风险监测体系，包括宏观层面的系统性风险监测、中观层面的行业风险监测、微观层面的机构风险监测。在宏观层面，重点关注 RWA 代币化对整个金融体系稳定性的影响。在中观层面，重点关注特定资产类别或业务模式的风险特征。在微观层面，重点关注单个机构的经营状况和风险水平。

二是动态的风险评估机制。应当建立动态的风险评估机制，定期对 RWA 代币化项目的风险状况进行评估。评估内容应当包括技术风险、业务风险、合规风险等各个方面。评估结果应当作为调整监管政策的重要依据。对于风险较高的项目，应当采取更加严格的监管措施；对于风险可控的项目，可以给予更大的创新空间。

三是有效的风险处置预案。应当制定完善的风险处置预案，明确在不同风险情况下的处置程序和措施。预案应当包括风险预警、风险隔离、损失控制、市场恢复等各个环节。通过定期演练，检验预案的有效性，提升风险处置能力。

通过对监管沙盒试点、试点区域选择、交易平台建设、监管协调机制、风险管控体系等方面的系统性设计，中国可以为 RWA 代币化的发展提供有力的制度保障，在有效控制风险的前提下，推动这一新兴技术的健康有序发展。

第 12 章 稳定币试点的特殊意义与路径

12.1 稳定币在全球金融体系中的战略地位

稳定币作为 RWA 代币化的特殊形式和重要组成部分，在全球金融体系中具有特殊的战略地位。全球链上稳定币市场的流通规模已达到 2901.7 亿美元，约为同期 RWA 市场规模的 9 倍。这一显著差距表明，稳定币不仅在数字资产生态中仍占据主导地位，其发展态势亦可能深刻影响未来数字货币体系的演进路径，并对国际货币体系的结构性变革产生潜在影响。

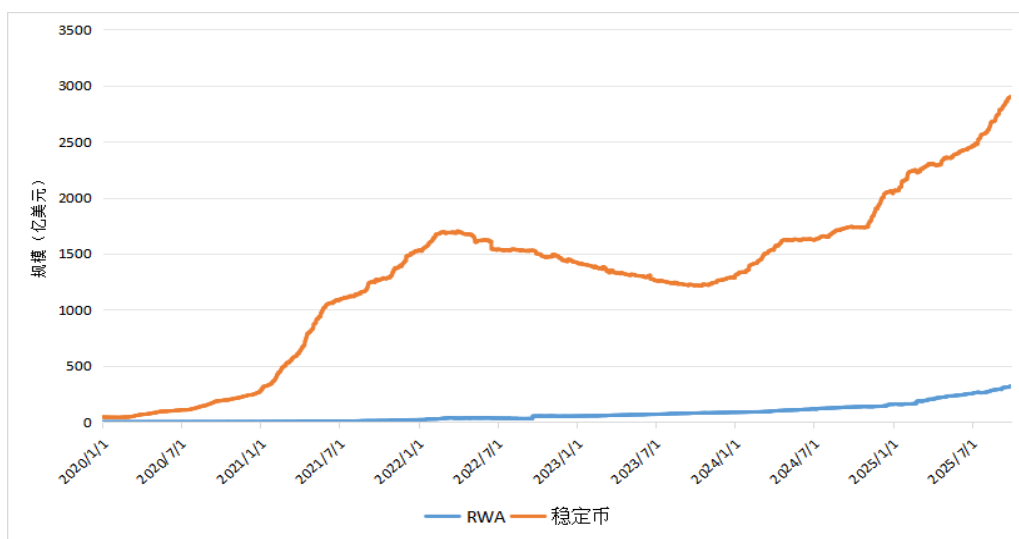


图 4：RWA 与稳定币规模走势

数据来源：RWA.xyz

一是稳定币的货币属性与网络效应。稳定币虽然名义上是“稳定”的，但其核心价值在于可交易性和使用广泛度，而非传统意义上的保值增值功能。一种货币之所以能成为全球货币，从来不是因为其保值增值能力，而是因为其在结算使用中被广泛认可。稳定币通过区块链技术实现了全球范围内的即时结算和 7×24 小时交易，这种便利性使其具备了成为重要支付工具的潜力。同时，稳定币具有显著的网络效应特征，一旦某种稳定币获得广泛接受，其用户基础和价值将呈现指数级增长。

二是美元稳定币的国际化影响。当前，美元稳定币在全球稳定币市场中占据主导地位。根据统计，美元稳定币占全球稳定币市值的 90% 以上。美元稳定币的广泛使用，实际上扩大了美元的国际影响力。特别是在美元高息背景下，美元稳定币机制支持了美元稳定币的快速扩张。有分析认为，美元稳定币绑定美国国债可能是美元第二次国际化的重要步骤。这种现象值得高度关注，因为它可能进一

步巩固美元的全球霸权地位。

三是全球金融体系的脆弱性与稳定币的机遇。全球金融体系的脆弱性为稳定币的发展提供了机遇。传统金融体系存在效率低下、成本高昂、准入门槛高等问题，而稳定币通过区块链技术可以有效解决这些问题。特别是在跨境支付领域，稳定币可以实现点对点的即时转账，避免了传统银行体系的复杂流程和高昂费用。这种效率优势使得稳定币在特定场景下具有强大的竞争力。

12.2 美元稳定币扩张的战略影响

美元稳定币的快速扩张对全球货币格局产生了深远影响，这种影响主要体现在货币主权的挑战、金融制裁工具的强化以及国际货币体系的潜在变革等方面。

一是对其他国家货币主权的挑战。美元稳定币的广泛使用，可能对其他国家的货币主权构成挑战。当一种稳定币在某个国家获得广泛接受时，可能削弱该国央行对货币供应的控制能力，影响其货币政策的有效性。极端情况下，一些经济不稳定的国家可能出现“美元化”或“稳定币化”现象，即大量居民选择使用美元稳定币而非本国货币进行交易和储值。阿根廷等国家已经出现了这种现象，居民自发选择使用稳定币替代本国货币。这种现象虽然短期内可能缓解通胀压力，但长期来看可能损害国家的货币主权。

二是金融制裁工具的强化。美元稳定币的扩张也强化了美国的金融制裁能力。由于大多数美元稳定币都由美国公司发行，美国政府可以通过监管这些发行公司来实施金融制裁。稳定币发行商可以根据政府要求冻结特定地址的资金，或者阻止某些地区的用户使用其服务。这种能力使得金融制裁的实施更加精准和有效，但也引发了关于金融主权和金融自由的担忧。

三是国际货币体系的潜在变革。从更长远来看，稳定币的发展可能引发国际货币体系的深刻变革。传统的国际货币体系以国家信用为基础，而稳定币体系可能以技术信用为基础。如果稳定币能够获得广泛接受，可能出现技术驱动的货币竞争，传统的国家货币可能面临来自私人发行数字货币的竞争。这种变革可能重塑国际金融秩序，对各国的货币政策、金融监管、国际收支等产生深远影响。

12.3 中国稳定币发展的战略考量

面对美元稳定币的快速扩张和全球数字货币竞争的加剧，中国需要审慎考虑自身的稳定币发展战略。

一是人民币稳定币发行的可行性分析。从技术和制度层面来看，在中国大陆

发行人民币稳定币可行性较差。中国的货币政策由中国人民银行统一制定和执行，发钞业务由人民银行专营，不允许商业机构发行货币。这种模式与稳定币由私人机构发行的模式存在根本冲突。因此，在中国境内发行人民币稳定币不符合中国的国情和制度安排。

二是建立中国主权背景稳定币的紧迫性。尽管人民币稳定币在境内发行存在困难，但考虑到全球局势的复杂性和稳定币可能带来的头部效应，建立中国主权背景的稳定币又显得刻不容缓。如果让美元稳定币在全球范围内占据绝对主导地位，可能对中国的金融安全和国际地位产生不利影响。因此，中国需要在离岸市场探索建立具有中国主权背景的稳定币，以应对全球数字货币竞争的挑战。

三是离岸市场试点的战略意义。在离岸市场试点稳定币具有重要的战略意义。首先，离岸市场试点可以规避境内法律制度的不适应问题，为稳定币创新提供更大的空间。其次，离岸市场试点可以积累稳定币发行和管理的经验，为未来的发展提供实践基础。再次，离岸市场试点可以提升中国在全球数字货币领域的影响力和话语权。最后，离岸市场试点可以为人民币国际化提供新的工具和路径。

12.4 港币稳定币试点的政策建议

基于上述分析，建议在中国大陆离岸金融环境中试点港币稳定币。这一建议具有充分的合理性和可行性。

一是港币作为中国主权货币的独特优势。港币作为中国主权货币，具有独特的优势。首先，港币与美元挂钩，具有较高的国际认可度和稳定性。其次，香港作为国际金融中心，拥有完善的金融基础设施和法律体系。再次，港币在国际贸易和投资中已有广泛使用基础。最后，港币的发行和管理由香港金融管理局负责，具有相对独立的货币政策空间。

二是试点区域的选择建议。建议在上海自贸区临港新片区或海南自由贸易港试点港币稳定币。这两个区域都具有离岸金融试点的政策优势，可以为港币稳定币的发行和流通提供良好的制度环境。上海自贸区临港新片区作为上海自贸区的重要组成部分，在金融开放创新方面具有更大的自主权。海南自由贸易港作为中国特色自由贸易港，在制度创新方面具有先行先试的政策支持。

三是港币稳定币的发行机制。港币稳定币的发行应当遵循审慎的原则。首先，发行主体应当是具有良好的信誉和强大实力的金融机构。其次，稳定币应当有充足的港币储备作为支撑，确保其价值的稳定性。再次，发行和流通过程应当接受严格的监管，防范洗钱、恐怖融资等非法活动。最后，应当建立完善的赎回机制，确保稳定币持有人的合法权益。

四是港币稳定币的应用场景。港币稳定币的应用场景应当与实体经济紧密结合。首先，可以用于跨境贸易结算，提升贸易效率和降低结算成本。其次，可以用于离岸人民币市场的流动性管理，为人民币国际化提供支持。再次，可以用于数字资产交易，为 RWA 代币化提供稳定的计价和结算工具。最后，可以用于个人跨境支付，为居民提供更加便捷的跨境金融服务。

五是风险防范与监管协调。港币稳定币试点需要建立完善的风险防范和监管协调机制。首先，需要建立与香港金融管理局的监管协调机制，确保港币稳定币的发行符合香港的货币政策和金融稳定要求。其次，需要建立与内地监管机构的协调机制，防范跨境金融风险。再次，需要建立与国际监管组织的合作机制，参与全球稳定币监管标准的制定。最后，需要建立完善的风险监测和预警机制，及时发现和处置潜在风险。

通过在上海自贸区或海南自贸港试点港币稳定币，中国可以在全球数字货币竞争中占据有利地位，为应对人民币国际化进程中的各种挑战提供新的工具和路径。这一战略举措不仅具有重要的经济意义，也具有深远的政治和战略意义。

第 13 章 结论与展望

13.1 主要研究结论

本研究通过对 RWA 代币化的系统性分析，得出以下主要结论：

一是 RWA 代币化已成为全球金融创新的重要趋势。现实世界资产（RWA）代币化正在成为全球金融市场转型的重要驱动力。从 2020 年的 5700 万美元快速增长至 2025 年的超过 323.9 亿美元，增长超过 560 倍，这一惊人的发展速度充分体现了其强大的市场活力和发展潜力。RWA 代币化不仅拓展了区块链技术的应用边界，更重要的是为传统金融体系效率提升、流动性改善、普惠金融发展提供了全新的解决方案。

二是 RWA 代币化的核心价值在于多重优势的叠加。RWA 代币化的成功源于其在资产可分割性、信息透明化、投资者可达性、可编程性等多个维度展现出的显著优势。这些优势不是孤立存在的，而是相互促进、相互强化的。资产可分割性降低了投资门槛，信息透明化增强了投资者信心，投资者可达性扩大了市场规模，可编程性提升了操作效率。这些优势的叠加效应，构成了 RWA 代币化的核心竞争力。

三是风险与挑战不容忽视但总体可控。RWA 代币化发展过程中面临着法律风险、结算风险、可扩展性风险、监管风险、网络安全风险等多重挑战。这些风险涉及技术、法律、监管等多个维度，相互交织、相互影响。然而，通过系统性的风险管理策略和防范机制，这些风险总体上是可控的。国际经验和实践探索表明，通过渐进式的监管创新、技术标准的统一、风险管理的完善，可以有效控制 RWA 代币化发展的风险。

四是监管创新是 RWA 代币化健康发展的关键。监管环境对 RWA 代币化的发展具有决定性影响。美国 GENIUS 法案的通过、欧盟 MiCA 条例的实施、新加坡“Project Guardian”的推进等监管创新，为 RWA 代币化的合规发展提供了重要保障。这些监管实践表明，通过功能监管、技术监管、跨境协调等创新方式，可以在支持创新的同时有效控制风险。

五是发展 RWA 代币化具有独特优势和挑战。中国拥有庞大的实体经济资产基础、领先的数字支付基础设施、完整的产业链体系，为 RWA 代币化发展提供了丰富的应用场景和坚实的技术支撑。同时，中国对数字资产的审慎监管态度、法律框架的不完善、市场认知的局限性等，也给 RWA 代币化发展带来了挑战。如何在发挥优势的同时有效应对挑战，是中国 RWA 代币化发展面临的重要

课题。

13.2 政策启示与建议

基于本研究的主要结论，提出以下政策启示与建议：

一是建立清晰完善的监管框架。中国应当尽快建立清晰、完善的 RWA 代币化监管框架，为市场参与者提供明确的监管预期。这一框架应当明确代币化资产的法律地位、发行主体的资质要求、投资者适当性管理、信息披露标准等关键要素。同时，应当建立与国际监管框架的协调机制，为跨境 RWA 代币化交易提供制度保障。

二是采用渐进式的试点发展路径。考虑到 RWA 代币化技术的复杂性和风险的不确定性，应当采用渐进式的试点发展路径。可以选择海南自贸港、上海自贸区临港新片区等特定区域，选择供应链金融、贸易融资等特定场景，进行 RWA 代币化试点。通过试点积累经验，逐步完善监管框架和市场机制，最终实现全面推广。

三是加强技术基础设施建设。应当加强 RWA 代币化相关的技术基础设施建设，包括区块链平台、智能合约开发工具、预言机服务、数字身份认证等。政府可以通过政策引导、资金支持、标准制定等方式，推动相关技术的发展和應用。同时，应当积极参与国际技术标准的制定，提升中国在 RWA 代币化技术领域的话语权。

四是培育健康的市场生态系统。应当积极培育 RWA 代币化的市场生态系统，包括发行方、投资者、服务商、监管机构等各个参与方。可以通过宣传教育、培训交流、政策激励等方式，提升市场参与者对 RWA 代币化的认知和接受度。同时，应当支持相关的中介服务机构发展，如审计机构、评级机构、法律服务机构等。

五是发挥香港的独特优势。在“一国两制”框架下，应当充分发挥香港在 RWA 代币化发展中的独特优势。支持香港在代币化资产监管、技术创新、市场建设等方面先行先试，为内地的 RWA 代币化发展提供经验借鉴。同时，应当加强内地与香港在 RWA 代币化领域的合作，形成协同发展的良好局面。

六是探索稳定币的战略发展路径。考虑到稳定币在 RWA 代币化生态系统中的重要作用，以及美元稳定币扩张的战略影响，中国应当积极探索稳定币的发展路径。建议在上海自贸区或海南自贸港试点港币稳定币，发挥港币作为中国主权货币在离岸市场的独特优势，为应对全球数字货币竞争提供新的战略工具。

13.3 未来发展趋势展望

展望未来，RWA 代币化发展将呈现以下趋势：

一是技术创新将持续推进。随着区块链技术的不断成熟，RWA 代币化的技术基础将更加坚实。Layer 2 解决方案、跨链技术、隐私计算、抗量子密码等技术的发展，将有效解决当前面临的可扩展性、互操作性、隐私保护、安全性等技术挑战。同时，人工智能、物联网等技术与 RWA 代币化的结合，将创造出更多创新的应用场景。

二是监管框架将日趋完善。全球范围内的 RWA 代币化监管框架将日趋完善。各国监管机构将在实践中不断总结经验，完善监管政策。国际监管协调将进一步加强，形成更加统一和协调的全球监管标准。监管科技（RegTech）的应用将提升监管的效率和有效性，实现监管与创新的良性互动。

三是应用场景将不断扩展。RWA 代币化的应用场景将从目前的金融资产、房地产等领域，扩展到更广泛的实体经济领域。供应链金融、贸易融资、知识产权、碳交易、艺术品等领域都将成为 RWA 代币化的重要应用场景。随着技术的成熟和监管的完善，RWA 代币化将在服务实体经济方面发挥更大作用。

四是市场格局将趋于成熟。RWA 代币化市场将趋于成熟，形成更加稳定和可持续的发展格局。市场参与者将更加多元化，包括传统金融机构、科技公司、实体企业等。市场竞争将更加激烈，推动服务质量的提升和成本的降低。市场基础设施将更加完善，包括交易平台、托管服务、审计评级等。

五是全球竞争将更加激烈。RWA 代币化作为全球金融科技竞争的重要领域，各国将加大投入力度，争夺技术和市场的制高点。美国、欧盟、新加坡等国家和地区将继续在监管创新、技术研发、市场建设等方面发挥引领作用。中国需要在激烈的国际竞争中找准定位，发挥自身优势，在全球 RWA 代币化发展中占据重要地位。

13.4 研究的局限性与未来方向

本研究虽然对 RWA 代币化进行了系统性分析，但仍存在一定的局限性，需要在未来的研究中进一步完善。

一是数据获取的局限性。由于 RWA 代币化发展时间较短，相关的统计数据和案例资料相对有限，这可能影响研究结论的准确性。特别是关于中国市场的情况，由于监管环境相对严格，公开的数据和案例较少，给研究带来了一定困难。

二是技术发展的快速性。RWA 代币化技术发展迅速，新的技术方案和应用模式不断涌现。本研究基于当前的技术发展水平进行分析，可能无法完全反映未来的技术发展情况。随着技术的快速演进，一些结论可能需要调整和更新。

三是监管环境的不确定性。全球 RWA 代币化监管环境仍在快速变化中，新的监管政策和法规不断出台。本研究基于当前的监管环境进行分析，可能无法完全适应未来的监管变化。

基于上述局限性，未来的研究可以从以下几个方面展开：

第一，加强对 RWA 代币化实证数据的收集和分析，提升研究结论的准确性和可靠性。

第二，跟踪 RWA 代币化技术的最新发展，及时更新对相关技术特征和应用前景的认识。

第三，深入研究不同国家和地区的监管经验，为中国监管政策的制定提供更加具体的参考。

第四，加强对 RWA 代币化在具体应用场景中作用机制的研究，为其实际应用提供更加具体的指导。

第五，探索 RWA 代币化与其他新兴技术（如人工智能、物联网等）的结合应用，拓展其发展空间。

总之，RWA 代币化作为金融科技领域的重要创新，正在深刻改变着金融服务的模式和效率。通过深入研究和科学规划，中国有望在全球 RWA 代币化发展中发挥重要作用，为建设现代化金融体系、服务实体经济高质量发展贡献重要力量。

参考文献

1. RWA.xyz. (2025). Real-World Assets Market Data. Retrieved from <https://rwa.xyz>
2. 金融稳定委员会. (2024). 代币化资产的监管挑战与政策建议. 金融稳定报告.
3. 国际货币基金组织. (2023). 数字资产与金融稳定：风险与政策应对. 全球金融稳定报告.
4. 国际证监会组织. (2023). 代币化证券的监管建议. 政策报告.
5. 波士顿咨询集团. (2024). 现实世界资产代币化：万亿美元的市场机遇. 行业研究报告.
6. 德勤. (2025). 房地产代币化：2035 年展望. 房地产行业报告.
7. 麦肯锡公司. (2024). 代币化市场的未来：2 万亿美元的机遇. 金融服务报告.
8. 欧盟委员会. (2023). 加密资产市场条例（MiCA）实施指南.
9. 新加坡金融管理局. (2023). Project Guardian：代币化金融工具的监管框架.
10. 香港金融管理局. (2024). 代币化绿色债券发行经验总结.
11. Chainalysis. (2022). 跨链桥安全报告：攻击趋势与防范策略.
12. 国际清算银行. (2024). 区块链技术在金融市场基础设施中的应用：机遇与挑战.
13. 美国证券交易委员会. (2025). 数字资产证券监管框架更新.
14. 中国人民银行等七部委. (2017). 关于防范代币发行融资风险的公告.
15. 中国证监会. (2025). 关于加强券商境外 RWA 代币化业务监管的通知.