



数字资产研究 (No.10)

2025年8月12日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

Project Crypto: 荆棘丛生的山花烂漫

美国白宫发布《强化美国在数字金融科技中的领导地位》

STRENGTHENING AMERICAN LEADERSHIP IN DIGITAL FINANCIAL TECHNOLOGY



图片来源：美国白宫，国泰君安国际。

- 长期以来，来自美国联邦层面监管体系的缺失一直是数字资产发展的重要不确定性来源。近几个月美国立法进程显著提速，白宫与美国证券交易委员会近期接连发布《强化美国在数字金融科技中的领导地位》报告与“Project Crypto”倡议，二者共同构成特朗普政府重塑全球数字资产格局的战略双翼。这两份文件不仅从国家层面终结了拜登时代的监管敌对政策，更标志着数字资产从金融边缘走向经济核心的历史性转折。
- 白宫报告作为国家战略的顶层设计，首次将区块链技术提升至“铁路与互联网级别革命”的高度。这份 166 页的政策纲领以稍早通过的三份重量级法案为核心，明确提出三大颠覆性方向：全面禁止央行数字货币（CBDC）以保护货币主权，建立比特币战略储备强化资产地位，以及通过《清晰法案》扫除监管模糊地带。
- SEC 主席保罗·阿特金斯于次日公布“Project Crypto”，积极响应白宫报告中对于 SEC 角色及权利的重新规划。“Project Crypto”涵盖监管规则重构、技术标准制定的全方位计划，直指行业痛点。
- 降低监管壁垒提高美国在全球“数字资产”领域吸引力。可以肯定的是，监管放松将在一定程度上推动数字资产领域创新发展的速度，结合特朗普行政命令开放 401 (k) 计划投资数字资产，这将重塑全球资本流动格局。美国总统特朗普近期签署一项行政命令，允许退休计划直接投资数字资产，这意味着，超过 9,000 万个 401 (k) 计划（价值高达 8 万亿美元）将首次获得加密货币的购买权。
- 整体而言，虽然白宫报告与 SEC 的“Project Crypto”从上层架构了美国数字资产监管的全新框架，为数字资产产业注入了前所未有的确定性和活力，但未来仍面临潜在挑战。首先，白宫报告虽勾勒出宏大愿景，却在具体实施路径上缺乏细化细节，这可能导致执行层面出现政策真空或解读分歧，从而削弱整体监管力度。其次，该报告涉及国会、CFTC 等多部门协作，但目前仅见 SEC 通过“Project Crypto”给出实质性响应，其他机构的政策落地进度尚不明朗，有待进一步观察和验证。

长期以来，来自美国联邦层面监管体系的缺失一直是数字资产发展的重要不确定性来源。近几个月以来，美国立法进程显著提速，在《清晰法案》、《天才法案》、《反 CBDC 法案》取得实质性进展不久，白宫与美国证券交易委员会（SEC）接连发布《强化美国在数字金融科技中的领导地位》报告与“Project Crypto”倡议，二者共同构成特朗普政府重塑全球数字资产格局的战略双翼。这两份文件不仅从国家层面终结了拜登时代的监管敌对政策，更标志着数字资产从金融边缘逐步走向舞台中央的历史性转折。

白宫报告作为国家战略的顶层设计，首次将区块链技术提升至“铁路与互联网级别革命”的高度：“The American story is one of innovation. From the railroads that linked sea to shining sea, to the internet that connected the entire world, American entrepreneurs have led the buildout of next generation technologies in every generation since our founding. Crypto should be no different.”。这份 166 页的政策纲领以稍早通过的三份重量级法案为核心，明确提出三大颠覆性方向：全面禁止央行数字货币（CBDC）以保护货币主权，建立比特币战略储备强化资产地位，以及通过《清晰法案》扫除监管模糊地带。特朗普政府总统数字资产市场工作小组成员、报告起草者之一戴维·萨克斯表示：“这不仅是政策调整，更是美国夺回数字资产领导权的宣言书。”

Project Crypto 对于数字资产发展的意义

SEC 主席保罗·阿特金斯于次日公布“Project Crypto”，积极响应白宫报告中对于 SEC 角色及权利的重新规划，更标志着 SEC 过往的“执法优先”转向“创新优先”。该计划的推出是美国数字资产监管政策的又一重大转折，其涵盖监管规则重构、技术标准的制定等关键领域，从 3 个维度入手为数字资产生态注入确定性、活力和全球竞争力：

（1）提升监管清晰度与合规效率。过去，SEC 对数字资产的监管往往依赖于模糊的 Howey 测试，导致大量诉讼（如 Ripple 案）和开发者外流，抑制了行业增长。Project Crypto 通过一系列举措彻底改变这一局面，首先是澄清 token 分类规则，例如明确大多数数字资产交易不构成“投资合同”，并为 staking、lending 和 DeFi 协议提供简化路径。这不仅仅是政策声明，还包括路演和利益相关者反馈机制，帮助企业快速适应新规则。根据市场测算，在新规则下，合规成本有望下降超过 20%。与此同时，随着“非证券数字资产”定义明晰与监管重叠的下降，行业诉讼案件也有望迅速回落，这也会降低数字资产发展的阻力。

（2）刺激创新与技术迭代。Project Crypto 的作用不仅仅局限于监管放松，更将积极推动区块链技术在传统金融中的应用。它支持自托管（self-custody）、DeFi 模型和“超级应用”平台，鼓励开发者探索新用例。一方面，项目明确 staking 活动和液体质押（Liquid Staking）代币不视为证券，这意味着开发者可安全构建 on-chain 衍生品和 NFT 市场，目前 Injective 等 L1 区块链已看到用户量的显著增长；另一方面，Project Crypto 将 Reg NMS（美国市场数据规则手册）扩展到 tokenized 资产，使用 Oracles 和聚合器收集市场数据，这为跨链协议和 AI 集成铺平道路。

（3）降低监管壁垒提高美国在全球“数字资产”领域吸引力。可以肯定的是，监管放松将在一定程度上推动数字资产领域创新发展的速度，结合特朗普行政命令开放 401（k）计划投资数字资产，这将重塑全球资本流动格局。美国总统特朗普近期签署一项行政命令，允许退休计划直接投资数字资产，这意味着，**超过 9,000 万个 401（k）计划（价值高达 8 万亿美元）将首次获得加密货币的购买权。**

政策协同重塑产业生态

Project Crypto 与白宫报告的交汇并非偶然，而是美国数字资产政策从被动监管向主动引领转型的战略体现。Project Crypto 作为 SEC 的具体执行举措，直接响应了白宫报告的顶层指导，形成了一个从国家战略到监管落地的完整闭环。

这种协同效应首先体现在政策方向与执行层面的协同性。白宫报告建议国会和联邦机构建立统一的数字资产市场结构框架，其中重点包括明确 SEC 和 CFTC 的职责分工，Project Crypto 则进一步通过 SEC 内部规则的澄清和创新豁免机制，将白宫指引框架转化为可执行政策，从而有效消除以往监管不确定性带来的投资者担忧。这种自上至下的一致性确保了政策从白宫到 SEC 的贯通，避免了以往政府常见的机构间摩擦，在为数字资产企业提供清晰合规路径的同时，有望加速全球资本向美国境内回流。

进一步看，这种协同在监管协同与市场结构重塑上表现得尤为突出。在白宫报告强调通过立法推动 SEC 和 CFTC 的联合监管，避免数字资产在商品与证券分类上的模糊地带后，SEC 主动与 CFTC 协调推进。**目前 CFTC 已允许在受监管交易所进行现货数字资产交易，这正是 Project Crypto 声明的一部分。**从长远看，SEC 与 CFTC 机构间协作不仅解决了长期存在的监管套利问题，还为整个数字资产市场构建了一个统一的生态框架，该框架通过将流动性质押和代币明确排除在证券法之外，以推动 DeFi 协议和 staking 生态进一步发展。可以预见的是，美国数字资产市场有望实现从碎片化转向一体化的快速转型，从而吸引更多机构投资者参与，并推动区块链技术在传统金融中的渗透。

向前看，数字监管框架仍然面临挑战。虽然白宫报告与 SEC 的 Project Crypto 从上层架构了美国数字资产监管的全新框架，为数字资产产业注入了前所未有的确定性和活力，但未来仍面临潜在挑战。**首先，白宫报告虽勾勒出宏大愿景，却在具体实施路径上缺乏细化细节，**这可能导致执行层面出现政策真空或解读分歧，从而削弱整体监管力度。其次，该报告涉及国会、CFTC 等多部门协作，但目前仅见 SEC 通过 Project Crypto 给出实质性响应，其他机构的政策落地进度尚不明朗，有待进一步观察和验证。这些不确定性也提醒我们，数字资产政策的真正成功不仅取决于顶层设计，也需要具体的政策落地。未来的美国数字之路，依然将会是荆棘丛生的山花烂漫。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852)2509-9118传真:(852)2509-7793

网址:www.gtjai.com