

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 徐麒钧

林孟贤 文晨宇

“特朗普 2.0 时代”美国加密货币 监管与政策展望

阅读摘要

美国对加密货币的监管采用联邦机构和各州政府联合监管模式。特朗普再次参加竞选以来，对比特币等加密资产的看法出现了明显转变，从最初的质疑和反对转变为现在的积极倡导和推动，称努力将美国打造成为“地球加密货币之都”。随着特朗普的当选，比特币价格迎来历史新高，一度突破 107,000 美元，市值已超 2 万亿，全球资产排名第七位。整体看，比特币价格受宏观经济、市场情绪、技术发展与政策环境等因素共同影响。短期内，美元指数走势、风险偏好变化是主要影响因素；长期来看，比特币的稀缺性、技术发展潜力和政策环境决定其价值路径。展望未来一段时间，“特朗普 2.0 时代”加密货币相关政策落地程度是影响全球加密货币价格走势的重要因素。不过，特朗普关于建立国家战略储备、赋予自主托管权利等政策落地均面临一些挑战，需持续跟踪政策落地程度及节奏，特别是新任 SEC 主席的政策实践。同时，后续美国经济景气度、美联储降息路径、币圈或有非预期突发事件等也是影响加密货币价格走势的重要因素。

“特朗普 2.0 时代”美国加密货币 监管与政策展望

一、美国加密货币监管现状

美国加密货币行业涵盖了多种业务，包括加密货币交易所、钱包服务、初期代币发行（ICO）、挖矿、支付处理、智能合约、质押服务等。对于相关业务，美国采用联合监管模式，整体看，美国证券交易委员会（简称 SEC）、商品期货交易委员会（简称 CFTC）和金融犯罪执法网络（简称 FinCEN）三个联邦机构和各州政府共同构成加密货币监管的核心框架¹。

（一）SEC 的监管职责

SEC 作为主要证券市场监管机构，其监管权限源于《1934 年证券交易法》。在加密货币领域，SEC 主要关注两个方面：首先，通过 Howey 测试²判定加密资产是否构成证券，要求符合条件的代币发行方进行注册和信息披露；其次，对加密货币交易平台实施监管，要求其注册为国家证券交易所或另类交易系统。

SEC 的执法行动主要针对未注册的证券发行、欺诈性 ICO

1 在国家层面，美国国家税务局将数字货币作为一种资产而非货币，出售该类财产获利需要缴纳资本增值税，包括接收其作为工资或服务费支付工具时也需纳税。

2 Howey 测试是美国最高法院在 1946 年的案件“SEC v. W.J. Howey Co.”中建立的一个标准，用来判断某个交易是否构成“投资合同”，从而是否属于《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》下所定义的“证券”。根据 Howey 测试，一个交易如果满足以下四个条件，就可以被认定为投资合同（即证券）：1. 投资资金：投资者投入资金；2. 共同企业：资金被投入到一个共同的企业中；3. 预期利润：投资者期望通过企业的努力获得利润；4. 仅仅依赖他人的努力：利润主要依赖于发起人或第三方的努力。

项目以及违规的交易平台。SEC 的严格监管引发了部分争议，特别是在如何平衡创新与投资者保护方面。2024 年初 SEC 批准比特币现货 ETF 是一个里程碑式的决定³，但同时表示并未批准或认可比特币。

（二）CFTC 的监管视角

CFTC 自 2015 年起将比特币等主要加密货币归类为商品，建立了独特的监管框架。CFTC 对现货市场的监管权限有限，主要集中在打击欺诈和市场操纵行为，而对加密货币的期货、期权和掉期等衍生品市场则实施全面监管。该机构要求提供加密货币衍生品交易的平台注册为指定合约市场（DCM）或掉期执行设施（SEF），并负责审批新的加密货币衍生产品，如比特币期货合约。

CFTC 的监管立场为加密货币衍生品交易提供了法律基础，增加了市场流动性，有利于形成更可靠的价格基准。然而，CFTC 与 SEC 在某些领域的监管权限存在重叠问题。随着去中心化金融（DeFi）的发展，CFTC 也面临着制定新监管策略的挑战。

（三）FinCEN 的反洗钱监管

FinCEN 作为美国反洗钱（AML）和反恐融资（CFT）的主要执法机构，将加密货币交易所定义为货币服务业务（MSB）提供机构，实施严格的反洗钱（AML）和了解客户（KYC）要求，包括客户尽职调查、交易监控、可疑活动报告（SAR）

³ 最早的比特币现货 ETF 申请看追溯至 2013 年，随后 10 年间，SEC 拒绝了 30 多份类似申请，相关消息反映，SEC 除了担忧对流动性和操纵市场的担忧外，也担心比特币价格大幅波动超过普通投资者承受能力。

和大量现金交易报告（CTR）等。2020年，FinCEN进一步实施“旅行规则”，要求交易所在转账超过3,000美元时收集和传输相关方信息。

FinCEN的监管措施虽然增加了交易所运营成本，但对防止加密货币被用于洗钱和恐怖融资至关重要。交易所需要投入大量资源建立合规系统，利用先进技术提高效率。随着行业持续发展，FinCEN也面临着如何将监管要求应用于去中心化交易所等新挑战。

（四）州级监管创新：BitLicense 模式

纽约州于2015年推出的BitLicense成为美国首个专门针对加密货币的综合监管框架。该许可证要求企业满足严格的准入条件，包括详细的商业计划、背景审查、反洗钱措施和网络安全要求，并支付5,000美元的不可退还申请费，且还需要维持足够的资本以确保财务稳定性。获得许可后，企业需要持续遵守各项合规要求，包括客户保护、风险披露、定期报告等。虽然BitLicense因其严格性受争议，但允许持有人运行比特币交易所并管理托管的加密货币钱包，可在美国和海外提供相关业务，是区块链公司展业的较为理想的选择，同时也为其他地区提供了重要的监管参考。

纽约州在2020年6月推出的“条件性BitLicense”反映了监管机构适应市场的努力，该框架允许潜在的被许可人与现有的BitLicense持有人合作，以获得与结构、资本、系统和人员要求相关的专门指导。NYSDFS（纽约州金融服务

部)是具体监管机构,允许申请、升级和维护 Bitlicenses 的组织通过全国多州许可系统和注册表在线提交大部分文档。纽约州之后,多州相继制定针对货币型虚拟资产商业行为监管的专门法规。比如,华盛顿州于 2017 年通过了 5031 法案,怀俄明州在 2019 年通过法案承认虚拟资产等。

此外,现有美国州层面的法律框架也提供了加密资产现货业务的基本监管原则。2000 年美国 50 个州及华盛顿特区由统一州法委员会(National Conference of Commisions on Uniform State Laws)制定了统一货币服务法(UMSA, Uniform Money Service State Act),为各州修改资金转移法提供参考(Money Transfer Law),依法取得资金转移牌照后可办理汇兑及各种支付业务,同时取得 FinCEN 登记后可兼营成为加密资产交易所,办理加密资产买卖相关业务。

二、“特朗普 2.0 时代”对于加密货币监管和政策态度可能有哪些转变?

再次参加竞选以来,特朗普对比特币等加密资产的看法出现了明显转变,从最初的质疑和反对转变为现在的积极倡导和推动。2019 年前次任期期间特朗普曾在社交媒体上称加密货币是“骗局”,并不具备真正货币地位。与之形成鲜明对比的是,再次参选以来,不仅开始接受加密货币作为捐款形式,还在多个场合明确表示支持加密货币行业发展,称努力将美国打造成为“地球加密货币之都”。例如,6 月份在海湖庄园与一些比特币矿业公司代表进行了高级别会谈,并

在 7 月份参加了比特币 2024 大会等活动。梳理相关政策主张，主要集中在下列几个方面：

（一）支持加密货币行业发展的政策方向及落地前景

1. 建立国家比特币储备。竞选期间，特朗普曾表示为美国联邦储备系统建立一个比特币“储备库”，相当于将比特币纳入国家金融体系，使其成为一种合法的储备资产。2024 年 7 月，特朗普在田纳西纳什维尔举办的一个比特币会议上探讨了使用政府持有比特币建立一个国家比特币储备的设想。最早提出该设想的是参议员辛西娅·拉米斯，提出建立一个由美国财政部管理的去中心化的比特币保险库网络，政府未来 5 年每年收购最多 20 万个、累计达到 100 万个、约占比特币总供应量的 5%。

上述构想若落地，可能进一步提振比特币价格走势，但面临较大挑战。政府层面，监管机构需推动监管态度重大调整；政府财政赤字高企。市场层面，比特币价格大幅波动，不符合储备资产稳健要求，大量买进也会引致市场价格高波动。

2. 支持美国本土挖矿。根据 Akham 数据，目前美国政府持有 21 万枚左右比特币，是比特币最大持有国家。支持本土挖矿是积累比特币的渠道之一。竞选期间，特朗普曾表示挖矿活动可创造就业、增加税收，并提升美国在全球加密货币市场的竞争力。2024 年 10 月摩根大通报告显示，美国上市的比特币矿工目前控制着全球算力的 28.9%。

但比特币矿企持续运作也面临一些挑战。一是高耗能运作可能与气候目标相悖。比如，由于温室气体排放与纽约州气候法目标不一致，纽约州监管机构要求美国比特币矿企 Greenidge Generation LLC 所属的德累斯顿发电厂在 2024 年 9 月 9 日前关闭。二是矿企运营成本差异大、收益不确定性高。自从 FTX 崩溃等相关事件后，矿企信贷可获得性明显降低，叠加每 4 年区块奖励减半推高成本，廉价能源获取能力等也有较大差异，不同矿企经营利润率差别很大，运营效益甚至不及直接投资比特币。

3. 倡导自主托管权利。 待任总统特朗普，认为加密货币持有者应拥有自主托管自己资产的权利，减少对第三方托管机构的依赖。这一主张旨在保护投资者的资产安全，防止因第三方托管机构的问题而导致资产损失。

但比特币自主托管也面临一些潜在挑战，包括技术复杂性、安全性和隐私性等。技术复杂性方面，自主托管需要具备一定的技术知识，包括设置签名钱包、定期更新软件、防范网络攻击等，软硬件故障都可能导致安全威胁。同时，比特币运行在公开区块链上，交易记录可被查看，自主托管也意味着用户交易行为被增加了一个可追踪分析的渠道。

（二）完善加密货币行业监管

4. 任命对加密货币友好的官员。SEC 主席。 竞选过程中承诺解雇现任 SEC 主席根斯勒（Gary Gensler），认为其对加密货币行业的监管过于严格。Gary Gensler 于 11 月 22 日

宣布将于 2025 年 1 月 20 日辞职(SEC 此前尚未认可比特币), 特朗普团队已提名数字资产拥护者 Paul Atkin 担任 SEC 主席。**财政部长**。特朗普提名财政部长贝森特(Scott Bessent), 后者近期表示“加密货币代表着自由, 而加密经济将会持续存在。” **国防部长**。特朗普提名国防部长梅洛赛斯(Pete Hegseth), 后者近期表示“特朗普让比特币再次伟大”, “比特币的价值在于没有政府控制”。**马斯克**将担任政府效率部部长, 并宣称该部门取名为 DOGE。**副总统万斯**在 Coinbase 和 DEX Ethex 等平台上均有投资。

5. **设立白宫加密货币职位**。竞选期间, 特朗普的团队曾讨论是否在白宫设立一个专门负责加密货币的职位, 以更好地协调和管理加密货币政策, 该职位戏称“加密沙皇”, 监督联邦政府相关政策和行业监管的负责人, 协调各监管机构(包括 SEC 和 CFTC 等)之间的政策。12 月 6 日, 待任总统特朗普提名萨克斯(David Sacks)为白宫人工智能和加密货币主管, 其是 Paypal 创始时期的首席运营官, 曾多次公开表达了对比特币和加密货币的支持。

(三) 反对央行数字货币

6. **反对美国央行数字货币(CBDC)**。待任总统特朗普明确反对美国央行发行数字货币, 认为这可能会对金融隐私和金融稳定产生负面影响。同时, 其认为 CBDC 可能会削弱美元的主导地位, 并增加政府对个人财务的监控能力。

三、影响加密资产价格走势的因素及展望——以比特币

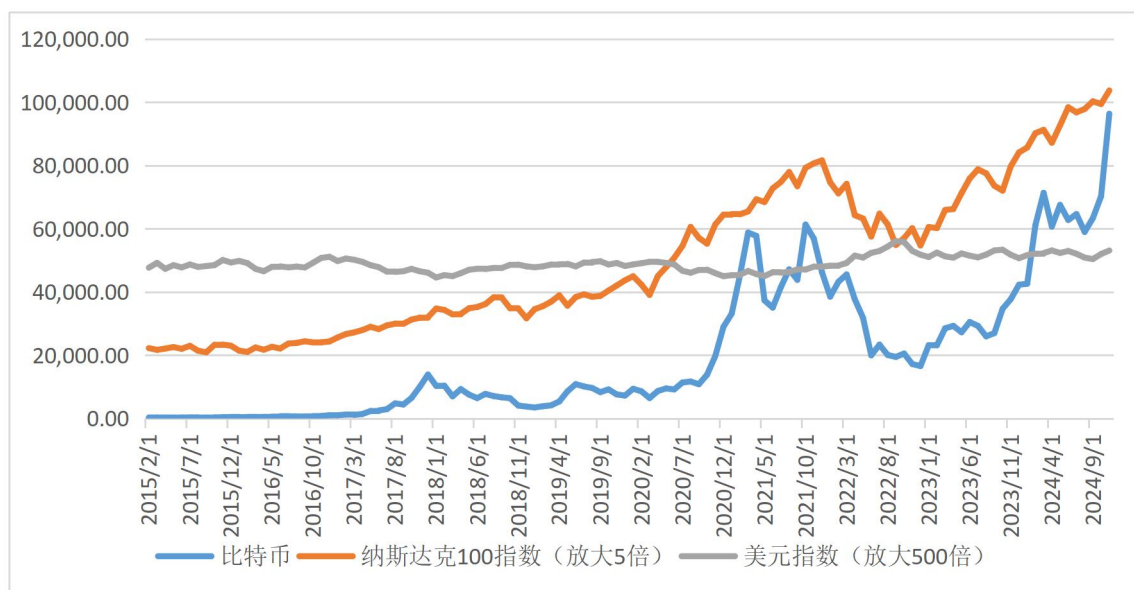
为例的分析

（一）影响比特币价格走势的主要因素

整体看，比特币价格受宏观经济、市场情绪、技术与政策环境等因素共同影响。短期内，美元指数走势、风险偏好变化是主要影响因素；长期来看，比特币的稀缺性、技术发展潜力和政策环境决定其价值路径。

1. 宏观经济因素。美联储货币政策、经济增长预期等影响美元指数、市场风险偏好，进而是影响比特币价格的关键驱动因素。**对于美元指数**，比特币通常被视为一种对冲法币贬值的工具，理论上与美元指数（DXY）走势呈现负相关关系。当美元走强时，比特币价格可能下跌，反之则上涨。此外，比特币作为高风险资产，与全球投资者的风险偏好高度相关。当市场风险偏好上升时，比特币价格往往上涨；风险偏好下降时，比特币价格通常下跌。**对于风险偏好**，往往与经济增长预期、美联储货币政策高度相关。经济增长预期向好、美联储实施宽松政策，往往可以提振市场风险偏好。可以从纳斯达克 100 指数和比特币价格走势呈现正相关得到印证（见图表 1）。例如，在 2020 年全球疫情引发的宽松政策环境下，二者价格均飙升；而在 2022 年美联储大幅加息的背景下，二者价格均大幅下跌。

图表 1：近十年比特币价格、美元指数、纳斯达克 100 指数走势对比



备注：上图为收盘价格，其中分别将纳斯达克指数和美元指数放大 5 倍和 500 倍
资料来源：Investing.com、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 市场情绪因素。市场情绪是影响比特币价格的另一个重要因素，也是比特币价格大起大落的重要原因之一。投资者情绪与资金流入对价格波动具有显著影响。利好消息，如机构投资者进入市场或政府宣布支持比特币，通常推高价格；而利空消息，如交易所遭黑客攻击或国家禁止加密货币交易，则可能导致价格下跌。例如，2021 年特斯拉宣布购买 15 亿美元比特币后，比特币价格迅速上涨；而 2022 年 Terra 生态崩塌则引发了市场恐慌，导致比特币价格迅速下跌。

3. 监管政策因素。监管政策是影响比特币价格的另一个关键因素。全球监管政策的利多变化，如比特币 ETF 批准或国家支持合法化，会吸引更多资金流入市场，推高比特币价格。而利空政策，如禁止交易或限制挖矿，则会导致资金外

流，压低价格。美国证券交易委员会（SEC）对比特币 ETF 的态度也是影响比特币价格的重要因素。例如，2021 年美国 SEC 批准首个比特币期货 ETF 后，比特币价格突破历史高点。今年特朗普在竞选中表示将任命对加密货币友好人士担任行业监管，其获选后，比特币迎来历史新高。

4. 投资者结构因素。流动性低时，价格对大额交易的敏感性较高，容易引发剧烈波动。持币集中度较高时（“鲸鱼”持仓过多），大额卖单可能造成市场恐慌，引发价格暴跌。随着机构投资者（如灰度基金、MicroStrategy 等）的进入，比特币价格波动与传统金融市场的关联性增强。机构的长期持仓行为（如比特币 ETF 推出）对市场起到稳定作用。例如，2020 年底至 2021 年初，灰度比特币信托（GBTC）吸引大量资金流入，同期比特币价格从约 20,000 美元上涨至 60,000 美元。

5. 技术发展因素。比特币作为区块链的“价值储存”工具，其价格与区块链技术的整体发展密切相关。**在比特币产生层面**，每四年一次的减半事件会减少新比特币的产出，增加稀缺性，从而推动价格上涨。例如，2016 年和 2020 年的减半事件后，比特币价格均出现大幅上涨。**在比特币交易层面**，技术和基础设施因素对比特币价格的影响同样不容忽视。比特币网络的技术升级，如 Taproot 和闪电网络，能够提高交易效率和隐私性，增强市场对比特币长期价值的信心，技术创新还可能吸引开发者和机构投资者，进一步推动价格上

涨。比如，区块链生态系统 DeFi、NFT 和 Layer 2 等扩展，与比特币的应用场景密切相关。当整个区块链行业繁荣时，比特币价格通常上涨。

（二）特朗普二次当选后比特币价格表现及未来展望

从 11 月 5 日美国总统选举开始，至 2024 年 12 月 16 日，比特币价格已经上破 100,000 美元关口（11 月 5 日价格为 68,000 美元左右，12 月 17 日一度突破 107,000 美元，最大涨幅超 56%），市值已达 2.10 万亿，全球资产排名第七位（见图表 2）。另一支加密货币——狗狗币（dogecoin）同一期间涨幅也超 156%。

此轮加密货币快速攀升，主要源于待任总统特朗普对于加密货币政策立场的明显转变。此外，市场对“特朗普 2.0 时代”政策提振短期增长的预期、全球通胀中枢上行的担忧等，也是影响加密货币行情的因素，近期纳斯达克指数也呈上行态势，11 月 5 日-12 月 16 日期间上涨 9.2%。但同期美元指数与比特币价格同步上行，与通常的负相关关系相悖，则进一步反映了市场情绪高涨是近期加密货币价格快涨的主因。

图表 2：比特币价格与市值排名（时间：2024 年 12 月 17 日 10:43）

全球上市公司市值排行榜及股价						
排名	名称	股票代码	市值	股价	日涨幅	7日涨幅
1	 Gold	GOLD	\$17.96万亿	\$2675	0.19%	-1.81%
2	 Apple	AAPL	\$3.79万亿	\$251.04	1.17%	1.32%
3	 Microsoft	MSFT	\$3.36万亿	\$451.59	0.97%	1.86%
4	 NVIDIA	NVDA	\$3.23万亿	\$132	-1.68%	-2.27%
5	 Amazon	AMZN	\$2.45万亿	\$232.93	2.40%	3.51%
6	 Alphabet (Google)	GOOG	\$2.42万亿	\$198.16	3.54%	6.23%
7	 Bitcoin	BTC	\$2.10万亿	\$106030	0.67%	8.17%
8	 Saudi Aramco	2222.SR	\$1.84万亿	\$7.5919	0.18%	-0.52%
9	 Vanguard Total Stock Market ETF	VTI	\$1.84万亿	\$301.15	0.01%	0.21%
10	 Silver	SILVER	\$1.75万亿	\$31.075	0.06%	-4.87%
11	 Meta Platforms (Facebook)	META	\$1.58万亿	\$624.24	0.71%	0.79%
12	 Tesla	TSLA	\$1.49万亿	\$463.02	6.14%	15.47%
13	 Vanguard S&P 500 ETF	VOO	\$1.37万亿	\$557.79	0.02%	0.34%
14	 Broadcom	AVGO	\$1.17万亿	\$250	11.21%	-45.51%

资料来源：btc123.fans、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望未来一段时间，“特朗普 2.0 时代”加密货币相关政策落地程度是影响全球加密货币价格走势的重要因素。从前述分析可以看出，特朗普关于建立国家战略储备、赋予自主托管权利等政策落地均面临一些挑战，需持续跟踪政策落地程度及节奏，特别是新任 SEC 主席的政策实践。同时，后续美国经济景气度、美联储降息路径、币圈或有非预期突发事件等也是影响加密货币价格走势的重要因素。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**