第三章 代币化的扩张：新的效率，新的脆弱性

2026 年 10 月《全球金融稳定报告》第三章：代币化的扩张：新的效率，新的脆弱性

代币化是指金融资产与负债在可编程分布式账本上的表示，其能够将发行、交易、清算、结算、存续期管理和报告等业务活动迁移至共享的基础设施，从而给金融市场带来巨大变革。通过减少多个中介机构独立账本的对账需要，代币化能够降低操作摩擦、提高透明度、提升自动化水平，并使新形式的市场设计成为可能。

代币化的现实世界资产的公开市场（不包括回购）规模已迅速增长至约 650 亿美元。同时，代币化回购交易活动也已达到很大的规模，其交易量约为 3000 亿至 3500 亿美元，这反映出代币化在抵押品管理方面的吸引力。然而，与传统资本市场相比，代币化市场的规模仍然较小。此外，虽然发行活动集中于少数地区，但交易高度分散于不同平台、网络和结算安排之中。

本章指出了制约代币化更广泛采用的四大因素：法律确定性、监管明确性、互操作性，以及安全、稳健且可扩展的结算安排。市场参与者需要明确所有权、结算最终性、托管安排、破产处置以及跨境可执行性等方面的问题。监管机构则需要贯彻“相同业务、相同风险、相同监管结果”的原则；同时，当分布式账本、智能合约、托管、记录保存和结算对既有规则作出挑战时，对现有框架作出相应调整。互操作性对于防止流动性被困于孤立的不同网络之中至关重要，但桥接和其他跨网络安排也可能带来安全和操作方面的脆弱性。结算问题仍然具有核心重要性：如果缺乏安全且被广泛接受的结算资产，代币化市场可能无法实现其所承诺的效率提升。

关于代币化股票的初步实证证据既展示了其潜力，也提示了需要保持谨慎的理由。超过一半的交易活动发生在美国常规交易时段之外，这表明市场对连续交易存在真实的需求。约 80%的交易规模不足一股，显示出市场对资产拆分的需求。代币化股票的价格似乎也包含着与传统市场相关的信息，因为传统资产在开盘后不久便会吸收隔夜代币化交易所反映的大部分价格变动。然而，与传统交易场所相比，代币化市场（尤其是去中心化的交易所）的流动性仍显著不足，而且其波动率约为传统市场的 1.5 倍。其价格总体上与传统市场价格接近，但在交易量较低的交易场所中，价格偏离更为明显。

目前来看，由于代币化市场规模较小，其所带来的系统性风险依然有限。然而，代币化可能会改变脆弱性累积以及冲击传导的方式。其提高了与分布式网络相关的操作风险、治理风险和基础设施风险的重要性，同时还可能因为更快的结算、更高的抵押品流转能力、自动化的保证金管理、连续交易以及跨平台可组合性，放大流动性挤兑、资产抛售、相互关联、风险传染、杠杆和顺周期去杠杆等传统金融稳定风险。

为了能够高效、安全地发展市场，政策制定者应采取技术中立的做法，在维护金融稳定的同时消除对代币化的不必要限制。当局应通过增强法律确定性、提高监管明确性、建立互操作性标准以及完善安全的结算安排来消除不必要的障碍，同时加强金融稳定的保障安排。工作重点包括监测操作和基础设施方面的依赖情况，评估原子结算对流动性的影响，以及加强对代币化市场与传统市场之间联系的监测。对于新兴市场而言，代币化可以对资本市场的发展形成补充，但无法替代基础性的改革，例如建立广泛而深厚的投资者基础、完善基准定价、提高二级市场流动性，以及建立稳健的法律和监管框架。

请参见此处的英文报告全文：https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2026/10/13/global-financial-stability-report-october-2026