

交易所的 AI 军备竞赛：抢的是 Agent 入口，收的钱却在另一层

交易所的 AI 军备竞赛 · 抢的是 Agent 入口，收的钱却在稳定币与结算这一层

交易所同步打 AI 牌，争的是「AI 代理替人交易、替人付款」的入口；但入口流量不等于入口利润——当 Agent 既交易又支付，价值沿支付标准、稳定币储备、结算 facilitator 向下沉。能把流量兑现成现金流的是稳定币发行方与结算层；分发层费率会被 Agent 自身压平，离岸所产品最炫但护城河最浅。Coinbase 的真资产不是「助手」，而是 x402 标准加沉淀其平台的 USDC 稳定币经济；Circle 坐在所有闲置 Agent 美元的储备收益上，但要把约一半分给 Coinbase。

涌现资本产业研究部 · 2026-06-21 · 机密 命题：当 AI 代理开始「替人交易、替人付款」，交易所抢做入口；但入口的流量未必等于入口的利润——价值正沿支付标准、稳定币储备、清算网络向下迁移。

30秒结论卡

一句话判断：交易所争的是「Agent 自主交易与支付」的入口，但能收钱的是稳定币发行与结算这一层——分发层的费率会被 Agent 自身压平，离岸所的「自主交易」产品最炫、护城河最浅。能下注的不是「谁的助手更聪明」，而是「谁卡住了 Agent 美元的储备与支付标准」。

机会状态：

- **COIN (Coinbase)：**跨层卡位（分发 + x402 支付标准 + USDC 稳定币经济 + SEC 注册投顾身份），结构位置唯一。
- **CRCL (Circle)：**底层收费公路（USDC 发行、储备收益），甜蜜但受利率 beta 与 Coinbase 约一半分成约束。
- **HOOD (Robinhood)：**消费分发 + 预测市场动能强，Agent 支付基础设施弱，是独立逻辑而非纯卡位。
- **Bitget / OKX (未上市)：**自主交易产品最激进、用户基数大，但牌照与稳定币经济薄、交易 bot 可复制；激进叙事即反身性。
- **token-only / 未上市标的：**x402 生态代币、离岸所股权均不可直投，仅监控。

市场错在哪：把入口流量误当入口利润，把产品炫度误当护城河。市场盯着「哪家助手更强、哪家自主交易更猛」，却忽略 Agent 既交易又支付时，take rate 沿价值链下沉——执行被商品化、费率趋零，唯有稳定币储备与支付标准这两层有持续抽租能力。

重点标的：COIN（跨层）· CRCL（收费公路）· HOOD（分发 + 预测市场）· Bitget / OKX（仅监控）。

最大反证：x402 真实美元结算量级仍小、Agent 商务的万亿规模是 2030 年的 projection 而非当下，需求兑现节奏一旦低于预期，分发与发行两层的「Agent 溢价」都会回吐；叠加 Circle 储备收益随利率下行，收费公路的现金流也是利率 beta。

一、投资要点

2026 年，主流加密交易所几乎同步打出「AI 牌」：Coinbase 推出 SEC 注册的 AI 投顾 Coinbase Advisor，并把 x402 做成 AI 代理的支付标准；Robinhood 推出仅限 Gold 会员的 **Cortex** AI 助手并铺开欧洲代币化股票；离岸的 Bitget（GetAgent / GetClaw、L4 级自主交易子账户、1.25 亿用户）、OKX（开源 MCP、80+ 交易工具）在「自主交易代理」上产品最激进。

一句话框架：交易所争的是「Agent 入口」，但能把流量兑现成利润的，是握有支付标准与稳定币储备的那一层——分发层的费率会被 Agent 自身压平。

把「AI 代理替人交易加支付」拆成四层——分发（交易所 / 券商）、稳定币发行（USDC / USDT）、钱包 / 结算 facilitator、L1 / L2 清算。稳定币发行方加 facilitator 是更耐久的收费公路：对每一笔闲置 Agent 美元 7x24 收储备收益、对每一笔 Agent 支付抽取结算服务。分发层（take rate 会被 Agent 压缩）与清算层（手续费趋零）护城河更浅。Coinbase 的独特之处是它跨层卡位——既是分发，又通过 x402 卡支付标准的上游，还吃掉 USDC 约一半的储备收益分成；Circle 坐在所有「闲置 Agent 美元」的储备收益之上，但要把约一半分给 Coinbase。

#	核心观点	方向
1	交易所 AI 竞赛本质是争「Agent 自主交易加支付入口」	● 主题成立
2	入口流量 ≠ 入口利润，价值向稳定币 / facilitator 下沉	● 结构判断
3	Coinbase 真护城河 = x402 标准 + 稳定币经济（非 AI 助手本身）	● COIN
4	Circle 是底层收费公路，但约一半储备收益分给 Coinbase	● CRCL
5	Robinhood 强在分发与预测市场，弱在 Agent 基础设施	● HOOD
6	Bitget / OKX 产品最激进但牌照 / 稳定币经济薄、护城河浅	● 跟单风险

二、版图时间表：2026 年的「Agent 化」进程

时间	事件	含义
2025	Coinbase 与 Cloudflare 发起 x402 基金会	Agent 支付标准成形（成员含 Google / Visa / AWS / Circle / Anthropic）
2025 H2	Bitget GetAgent 上线（L4 自主交易）	离岸所产品最激进
2026 Q1	x402 在 Base 上累计交易笔数破亿（Base 链上）	真实活动迁入（\$1+ 占比从 49% 升至 95%）
2026-03	Robinhood 发布 Cortex（仅 Gold）	消费级 AI 副驾
2026-04-06	Bitget GetClaw: AI 专属交易子账户	「Agent 原生交易所」叙事
2026-06	Coinbase 「万物交易所」改版（投顾 + 代币化股票 + Pre-IPO 永续）	入口扩张
2026-08 (目标)	Coinbase 代币化美股（非美用户先行）	链上股权入口

支付标准之争尚未收敛：x402（Coinbase 系）与 AP2（Google, 60+ 机构含 PayPal / Mastercard / Amex）、Mastercard Agent Pay、Visa 可编程商务 并行。多套标准未收敛会延后赢家诞生、抑制相关估

值——这是版图里最大的未决变量。

三、存量 vs 流量：先把 TAM 拍平，再看钱落在哪

先拍死 TAM 骗局。 Agent 商务规模 2026 年约 80 亿美元、2030 年约 1.5 万亿美元——这是 projection，不是既成事实，更不是当下收入。1.5 万亿是「被 Agent 中介的潜在商务规模上限」，落到能抽租的卡口现金流要打几个数量级的折扣。用它做开篇多头是把 2030 年的最高情景当今天的盘子，本篇不走这条路。

x402 的「量」要先还原口径，不可混用。 同一条赛道上漂着四个数字：年化 run-rate 约 6 亿美元、累计结算约 5,000 万美元、约 3,500 万美元「价值」口径、Base 链上累计笔数破亿（约 1.65 亿笔）。它们分别量度「年化跑速 / 历史累计结算值 / 某一价值口径 / 笔数」，互相不能加总也不能换算。可坐实的是结构性迁移：Base 链上 \$1+ 交易占比从 49% 升到 95%，真实经济活动在迁入；但绝对美元量级仍小——「真实但还小」，是这条主线当下的客观状态。

存量 vs 流量，别被成交量骗。 USDC 的价值「存量」是约 770 亿美元流通；链上「流量」是约 21.5 万亿美元年化结算（同比约 +263%）。流量大说明 USDC 已是结算主轨，但能持续抽租的是「存量」沉淀——发行方对存量收储备收益、Coinbase 对沉淀其平台的那部分（超过流通 25%、约 190 亿美元余额）分成。同理，x402 笔数破亿是「流量」信号，但能变现的卡口在「谁持有这些 Agent 美元的储备、谁验证这些支付」。看流量定方向，看存量定收钱。

四、卡口分层：四层逐层验抽租能力

把「Agent 替人交易加支付」拆成四层，每层只问四件事——供需是否失衡（短缺 / 不可替代）、替代难度、定价权（能否持续抽租）、Agent 化是否放大它：

卡口层	供需失衡	替代难度	定价权	AI 增量	结论
分发层 (COIN / HOOD)	✗ 入口可多家	● 牌照 / KYC 有壁垒	✗ take rate 被 Agent 压	● 入口流量增但单价降	● 流量层、护城河中
稳定币发行 (USDC / USDT)	✓ 储备收益独占	✓ 信任 / 合规高壁垒	✓ 对闲置美元 7x24 抽租	✓ Agent 美元越多越收钱	● 收费公路
结算 facilitator (钱包 / 验证)	✓ 验证支付不可绕	● 协议开源但执行卡 UX	● 服务费可抽	✓ Agent 每笔都要结算	● 收费公路（经济学待坐实）
L1 / L2 清算 (Base / Solana)	✗ 手续费趋零	✗ 多链可替代	✗ 靠补贴竞争	● 规模化后捕 MEV / 排序	● 护城河最浅

逐层读：**分发层**握用户 / Agent 关系、法币出入金、KYC 与牌照，但执行被 Agent 商品化后取费率下行，且 Agent 可能绕过托管直接钱包对钱包。**稳定币发行层**对每一笔闲置 Agent 美元 7x24 收储备收益，

USDC 占稳定币交易量约 63% 且已明确转向 Agent 基础设施——四项全中，是这条链上最像收费公路的一层，唯一软肋是储备收益本身是利率 beta，且要把约一半分给分发方。**结算 facilitator 层**捕获「验证支付、抽象链上复杂度」的价值，嵌入式钱包卡住 Agent UX；但 x402 协议本身开源、不直接抽租，facilitator 的抽租经济学还没被规模化验证。**清算层**是「TCP / IP 没赚到经济租」类比最成立的地方，手续费趋零、靠补贴竞争。

五、唯一可投的真卡口：稳定币发行加结算，COIN 跨层卡位

四层里真正能持续收钱的是**稳定币发行加结算 facilitator**这两层，而 COIN 的结构性优势在于它同时站在三层之上：

- **它是分发层**——领先的美国合规入口、SEC 注册投顾身份、法币出入金与托管。
- **它卡支付标准 (facilitator 上游)**——x402 的作者与基金会发起方，加 AgentKit 的 Agent SDK，是少数能「制定规则」的位置。
- **它吃稳定币发行层的分成**——超过流通 25% 的 USDC 沉淀其平台、约 190 亿美元余额、单季稳定币收入约 3.05 亿美元，并分走 Circle 约一半 residual 储备收益。

Circle 是这条收费公路的发行端本体 (USDC 流通约 770 亿美元、链上结算约 21.5 万亿美元、同比约 +263%)，但储备收益是纯利率 beta (2026 Q1 回报率约 3.5%、同比约 -66bps)，且约一半 residual 分给 Coinbase——发行方与分发方分食同一池储备。结论是清晰的：**这条主线唯一同时拥有支付标准与稳定币储备分成的玩家是 Coinbase，它的护城河不是 AI 助手，而是 x402 加 USDC 经济。**

六、可投性错配加三梯队：能买的未必最性感

本主题的核心矛盾是**可投性错配**——产品最激进、用户基数最大的离岸所 (Bitget / OKX) 不可直投；最像收费公路的发行端 (Circle) 受 Coinbase 分成压制；而跨层卡位的 Coinbase 自身又被加密周期 beta 拖累。能买的标的，和叙事最炫的标的，不是同一批。

确权清单按壁垒高低 (连续排序)：

1. **银行 / 信托牌照 (最高)**——可行使受托权、做货币转移，比 BitLicense 更高的结构性壁垒。
2. **支付标准所有权**——x402 (Coinbase) 是少数能制定规则的位置。
3. **稳定币储备经济**——USDC 储备收益池 (Circle 发行、Coinbase 分成)。
4. **NY BitLicense**——美国最严，全国覆盖需逐州、耗时数年与数百万美元。
5. **MiCA 授权 (欧盟统一规则)**——Robinhood 欧洲代币化股票正按此被立陶宛央行审查。
6. **分发 / 用户基数**——可被 Agent 商品化，壁垒相对低。
7. **AI 交易 bot 技术**——开源可复制，护城河最浅。

三梯队格局：

- **第一梯队 · 跨层卡位 (标准 + 稳定币 + 牌照)**: Coinbase——分发加 x402 标准加 USDC 经济加 SEC 投顾身份，唯一同时占三层的玩家。
- **第二梯队 · 单层收费公路**: Circle (稳定币发行 / 储备收益，但受 Coinbase 约一半分成约束); Robinhood (消费分发加预测市场，Agent 基础设施较弱)。
- **第三梯队 · 产品领先但护城河浅**: Bitget、OKX、Bybit——自主交易体验最激进、用户基数大，但牌照 / 稳定币经济薄，bot 技术可复制；属「看框架不跟单」的对象。

七、受益标的：分发、标准、储备各收什么钱

接回美股 AI 框架 (L5 AI 应用 / 链上金融基础设施子链)。下表为观察名单，非买卖建议；现价为 2026-06-21 实时取数，52 周涨幅为区间表现、非持有回报。

标的	现价	市值	PE	52 周	卡位	评级
COIN	\$163.26	\$43.0B	59.8	+17%	分发 + x402 标准 + USDC 经济·跨层	● 核心观察
CRCL	\$80.23	\$21.4B	36.0	+61%	USDC 发行·稳定币收费公路	● 甜蜜层
HOOD	\$108.15	\$97.4B	52.8	+70%	消费分发 + 预测市场·Agent 基础设施弱	● 观察层
Bitget (未上市)	—	—	—	—	L4 自主交易最激进·1.25 亿用户	● 仅监控
OKX (未上市)	—	—	—	—	开源 MCP·80+ 工具·开发者向	● 仅监控

注：COIN 的 PE 59.8 为行情接口口径，应理解为前瞻 / 调整后基础——其 2026 Q1 GAAP 当季为净亏约 3.94 亿美元 (含加密投资按市值计的未实现损失)，与调整后 EBITDA 约 3.03 亿美元 (连续 13 季为正) 并存，引用 PE 须以前瞻 / 调整后口径理解。Bitget / OKX 为未上市，无可投二级证券，标●仅监控。

逐个卡位拆解：

- ● **COIN**：结构位置最强。拥有领先的 Agent 支付标准 (x402)、Agent SDK (AgentKit)、美国监管身份 (SEC 注册投顾)、最深的稳定币经济 (超过流通 25% 的 USDC 沉淀、约 190 亿美元余额、单季稳定币收入约 3.05 亿美元)。其「AI 支付枢纽」不止是叙事，x402 基金会成员与 Base 链上结构迁移给了支撑；唯一要冷静的是 x402 绝对美元量级仍小，需求兑现节奏要持续盯。
- ● **CRCL**：底层收费公路，USDC 流通约 770 亿美元、链上结算约 21.5 万亿美元 (同比约 +263%)。储备收益是利率 beta，且约一半 residual 储备收益分给 Coinbase——发行方与分发方分食同一池储备。
- ● **HOOD**：护城河在消费分发 (Gold 约 430 万、零售 UX) 加预测市场动能 (事件合约约 1.47 亿美元、约 +320%)，而非 Agent 基础设施；Cortex 是副驾、不是自主支付轨道。欧洲 2,000+ 代币化股票为产品范围口径、非交易量，其中 OpenAI / SpaceX 代币为 SPV 包装敞口 (非股权)。
- ● **Bitget / OKX (未上市，仅监控)**：自主交易产品最领先 (GetClaw L4、OKX MCP 80+ 工具)、用户基数大 (Bitget 1.25 亿)，但牌照与稳定币经济薄——它们「用」USDC、不「拥有」轨道；交易

bot 本身开源可复制、护城河浅。激进叙事即反身性，跟单风险高。

加密背景 (实时): BTC \$64,173 · ETH \$1,731 (2026-06-21, Coinbase / CoinGecko)。当前并非加密狂热期，主题热度与代币 / 股价表现需分开看——这正是「叙事 vs 标的」纪律的现场。

倾向: 若押「Agent 化金融基础设施」，优先跨层卡位 (COIN) 与收费公路 (CRCL)，而非产品最炫的离岸所；HOOD 更像「零售分发加预测市场」的独立逻辑，与 Agent 支付主线相关但非纯卡位。

八、行动清单

- **现在重点观察:** COIN (跨层卡位、最像「Agent 化金融」的二级直投标的)、CRCL (收费公路，但等利率与分成口径更清晰再加注)。
- **只监控不买:** Bitget、OKX 等离岸所——未上市、不可直投，跟踪其自主交易渗透与牌照进展即可。
- **绝不追:** 任何「Agent 原生交易所」喊单叙事与 x402 生态 token-only 标的——激进叙事即反身性，bot 技术可复制。
- **下次看这 5 个数据:** ① x402 真实美元结算量 (年化 run-rate 是否上台阶); ② USDC 流通存量与 Coinbase 平台沉淀占比; ③ Circle 储备回报率随利率的变化 (-66bps 后是否继续下行); ④ x402 / AP2 / Mastercard / Visa 标准是否出现收敛信号; ⑤ HOOD 欧洲代币化股票的 MiCA 审查结果。
- **哪个信号出现要重写结论:** 若 x402 真实结算量持续不上量且需求兑现明显滞后，或某竞争标准 (AP2 / Mastercard) 反超成为事实标准，则 Coinbase 的「支付标准护城河」前提需要重估。

九、风险与反证

风险写成「什么条件出现会推翻本结论」的反证信号，不是免责套话：

#	反证信号 (出现即推翻结论)	说明
1	x402 真实美元结算量持续不上量、需求兑现滞后	Agent 商务 1.5 万亿是 2030 projection; 当前绝对量级仍小, 「真实但还小」一旦长期停滞, 分发与发行的 Agent 溢价回吐
2	利率持续下行、Circle 储备回报率跌破阈值	储备收益随 SOFR 下行 (约 3.5%、同比约 -66bps), 降息周期直接压收费公路的现金流
3	分发层 take rate 明显下行	Agent 商品化执行, 交易所分发层抽成被压平, 分发逻辑被削弱
4	竞争标准 (AP2 / Mastercard / Visa) 反超成事实标准	x402 的「制定规则」位置被取代, Coinbase 支付标准护城河前提失效
5	监管收紧 (MiCA / 稳定币立法)	代币化股票 (HOOD 欧洲) 被按 MiCA 审查趋严; 稳定币立法演进若收紧发行端经济, 收费公路抽租受限
6	离岸所喊单叙事被当卡位跟单	激进叙事即反身性, 喊单不构成卡位, 跟单风险高 (kol-13f-vetting)
7	加密周期降温、交易收入塌缩	BTC / ETH 当前非狂热期, 交易收入强周期, beta 拖累个股短期表现

十、来源、口径与免责

来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度	冲突来源
COIN / CRCL / HOOD 现价·市值·PE·52w	价格 API 实时取数 (yfinance)	2026-06-21	二级行情, PE 为前瞻 / 调整后口径	A	二手研究曾给 \$44.7B / \$19.9B / \$83B 市值 (取实时接口)
BTC \$64,173 · ETH \$1,731	Coinbase / CoinGecko 价格 API	2026-06-21	现货实时	A	—
COIN Q1 净亏约 3.94 亿美元 / 调整后 EBITDA 约 3.03 亿美元 / 营收约 14 亿美元	Coinbase 10-Q / 8-K	2026 Q1	GAAP 净亏含未实现损失; EBITDA 为调整后	A	PE 接口口径 (前瞻 / 调整后, 非当季 GAAP)
USDC 流通约 770 亿 / 链上结算约 21.5 万亿 (+263%)	Circle IR / 行业数据站	2026 Q1	存量 vs 流量两口径	B	不同站点流量口径略有出入
Coinbase 分走 USDC 约一半 residual 储备收益	Circle S-1 / 披露分析	2026	residual 储备收益分成	B	Circle Q1 新闻稿未单列美元分账, 隐含在约 4.07 亿美元分销成本里
x402 量四口径 (约 6 亿年化 / 5,000 万累计 / 3,500 万价值 / 笔数破亿)	Base 链上 / 各口径数据	2026 Q1	年化 / 累计 / 价值 / 笔数不可混用	C	四口径并存, 绝对美元量级仍小
Agent 商务 80 亿 (2026) → 1.5 万亿 (2030)	Juniper 等第三方测算	2026	projection, 非当下收入	C	多家第三方测算区间不一
Bitget 1.25 亿用户 / OKX 80+ 工具 / HOOD Gold 约 430 万	各公司披露 / 新闻稿	2026	用户基数 / 产品范围口径	C	离岸所用户口径口径化程度低

数字三道关自评

- **量级一致性:** USDC 「存量」约 770 亿美元与「流量」约 21.5 万亿美元是两个不同口径, 流量 \approx 存量 \times 周转, 不可当成同类相加; x402 的年化 run-rate (约 6 亿) \geq 累计结算 (约 5,000 万) 属时间口径差异, 已分列不混用; Coinbase 单季稳定币收入约 3.05 亿美元为单季口径, 未与年化混用。

- **单位显式化：**美元量级逐位核对——USDC 流通 770 亿美元（\$77B）、链上结算 21.5 万亿美元（\$21.5T）、Coinbase USDC 余额 190 亿美元（\$19B）、单季稳定币收入 3.05 亿美元（\$305M）、COIN Q1 净亏 3.94 亿美元（\$394M）、Circle 分销成本 4.07 亿美元（\$407M）；市值 COIN 430 亿美元（\$43.0B）、CRCL 214 亿美元（\$21.4B）、HOOD 974 亿美元（\$97.4B）。
- **≥2 源走公告：**现价走实时价格 API（yfinance）+ 加密现货走 Coinbase / CoinGecko 双源；COIN / CRCL / HOOD 季度财务以公司 10-Q / 8-K 与 IR 为准；储备收益分成以 S-1 披露为准。x402 四口径与 Agent 商务 TAM 为第三方测算（C 级），已显式标注口径并不据其下精确结论。

参考与免责

数据来源：Coinbase / Robinhood / Circle 2026 Q1 财报与 SEC 文件（10-Q / 8-K）、Base 链上数据、各公司新闻稿、x402.org、Coinbase / CoinGecko 价格 API。现价经价格 API 实时取数（2026-06-21）。

本报告由涌现资本产业研究部独立出品，为信息聚合与产业研究，不构成任何投资建议或买卖要约；新候选仅作建议观察，不替读者做买卖决策。市场有风险，决策需独立判断。

附录：标准之争与口径备查

支付标准并行格局：x402（Coinbase 系，基金会成员含 Google / Visa / AWS / Circle / Anthropic）· AP2（Google，60+ 机构含 PayPal / Mastercard / Amex）· Mastercard Agent Pay · Visa 可编程商务。四套标准尚未收敛，赢家延后。

x402 四口径明细：年化 run-rate 约 6 亿美元 / 累计结算约 5,000 万美元 / 约 3,500 万美元价值口径 / Base 链上累计笔数约 1.65 亿笔；可坐实的结构信号是 Base 链上 \$1+ 交易占比从 49% 升至 95%。

Robinhood 代币化股票口径：欧洲 2,000+ 代币为产品范围口径、非交易量；OpenAI / SpaceX 代币为 SPV 包装敞口（非股权），曾引立陶宛央行审查与 OpenAI 公开撇清。