

权利不在链上丢失，在辖区里丢失——代币化股票的两条轨道与价值捕获归属

代币化股票的权利内容与价值捕获归属

股东权利不是被区块链拿掉的，是被离岸辖区拿掉的；两条轨道通向同一个结论——发行侧不收钱，钱在场所与名册

涌现资本产业研究部 · 2026-08-09

一、30秒结论卡

一句话判断：代币化股票已经分裂成两条互不相通的轨道——离岸包装轨（占存量约 85%，条款上明确不给投票权、不给信息权、追索对象是发行方 SPV）与美国原生轨（同 CUSIP、同股东权利、同订单簿，但被限定在 DTC 合格证券与 Russell 1000 范围内）。**两条轨道通向同一个结论：发行侧几乎不收费，钱在交易场所和法定股东名册这两端。**

机会状态：🟡 **观察**（主题真、卡口清晰，但可投规模尚不成立）。

市场忽略了什么：市场在按“代币化 = 新增万亿市场”定价，实际读数是——全部代币化股票链上分发价值 **24.4 亿美元**，对全球股票总市值约 152 万亿美元的渗透率是 **0.16 个基点**（万分之零点零一六）。7 月链上现货成交 113 亿美元，其中一只 **QQQB 单独贡献 92.7 亿（约 82%）**；剔除这一只，其余全部代币化股票 7 月成交 20.3 亿美元、**环比下降 30%**。存量的增长来自铺货，流量的增长来自激励。

重点标的（5 个）：

1. 🟡 **HOOD** \$93.29 — 唯一有真实零售分销落地的上市公司（欧盟 200+ 标的），但收入未单列。
2. 🟡 **NDAQ** \$94.59 — 美国原生轨的场所端持牌方，2026-03-18 获批，当前相关收入接近零。
3. 🟡 **ICE** \$150.30 — 基础设施占位（Circle Arc 验证者、入股 OKX、与 Securitize 签 MoU），无营收敞口。
4. ⚪ **SECZ (Securitize)** — 链上唯一“发行 + SEC 注册过户代理”一体的可投主体，2026-07-02 上市，季度财务尚未落地。
5. 🔴 **COIN** \$153.60 — 离岸上线代币化股票，Q2 收入同比下滑，代币化对财务无可辨识贡献。

最大反证：美国原生轨若在 2026 下半年 DTC 试点后放量，“代币化 = 权利空壳”只在离岸轨成立，而在美国轨恰恰相反——那时本报告的分层结论仍成立，但“发行侧不赚钱”这一条会被过户代理侧的收费重新改写。

二、投资要点

框架一句话：代币化股票不是一个新资产，是同一份股票在三个不同法域下被重新包装的三种法律关系；判断谁赚钱，看的不是谁发币，是谁掌握「记录法定所有权」和「撮合订单」这两道账。

#	核心观点	方向
1	离岸包装型（Ondo/xStocks/bStocks）条款明确不含股东权利，追索对象是 SPV 而非上市公司，占存量约 85%	●
2	美国原生轨（Nasdaq/NYSE/DTC/Superstate/Securitize）保留全部股东权利，但范围被限定且不具担保品价值	●
3	发行侧几乎零费率（Ondo 铸赎零费、股息净额再投资不派现），场所侧按笔收费，钱在场所	●
4	7 月成交暴增由单一代币的激励量制造，剔除后需求环比下降	●
5	真正的咽喉在"谁有权登记法定股东名册"，Computershare 与 DTC 是在位者	●
6	整条链至今无任何一家上市公司把代币化股票收入单列——可投性与卡点纯度严重错配	●

三、版图时间表

代币化股票的制度演进在过去 14 个月里走完了从"离岸灰区"到"美国持牌"的分岔：

日期	事件	含义
2025-05	Superstate 上线 Opening Bell，以 SEC 注册过户代理身份在链上维护法定股东名册	原生轨起点
2025-06-30	Robinhood 在欧盟/EEA 30 国上线 200+ 代币化美股与 ETF（MiFID II 衍生品口径）	离岸轨零售化
2025-07-09	SEC 委员声明：代币化证券仍是证券，第三方发行的代币可能构成"证券的收据"或基于证券的掉期	离岸轨法律天花板
2025-09-03	Galaxy 与 Superstate 把自身 SEC 注册 Class A 普通股在 Solana 链上代币化	首个上市公司自愿型样本
2025-12	SEC 就 DTC 在交割后层面代币化股票发出无异议函	清算侧开闸
2026-03-18	SEC 批准 Nasdaq 规则变更，允许交易代币化形式的证券	场所侧开闸
2026-04-17	NYSE 相关规则提交后立即生效	双所齐备
2026-07-13	美国过户代理协会向 SEC 提交请愿，要求代币化股份须经发行人授权并登记进法定股东名册	在位者反击

读表规律：开闸的每一步都发生在**清算与名册侧**，没有一步发生在"发币"侧。监管把代币化定义为一道**交割后的记账工序**，而不是一个新的发行通道。

四、存量：24.4 亿美元，以及它的权利成色

链上分发价值口径（rwa.xyz，2026-08-09 读数）：

发行方	分发价值	标的数	法律形态	股东权利
Ondo（Ondo Stocks）	8.712 亿美元	406	结构化票据（BVI SPV，瑞士法）	● 无投票、无信息权
bStocks	6.480 亿美元	67	包装型	● 无
xStocks （Backed/Kraken）	5.567 亿美元	643	无记名追踪凭证（泽西岛）	● 无（个别渠道新增合约性指示权）
Securitize	2.553 亿美元	3	发行人自愿型	● 完整
Robinhood EU	0.283 亿美元	200+	与 Robinhood Europe 的衍生品合约	● 无投票
WisdomTree / Figure / 长尾	0.507 亿美元	—	混合	● 分化
合计	24.4 亿美元	3,775	—	无权利型约 85%

量级校验：前六行分项合计 24.10 亿美元，与总额 24.4 亿的缺口 0.30 亿（1.2%）由未单列的长尾发行方补足，闭合。

权利内容的三种分红处理，决定了持有人到底拿到什么：

1. **再投资进净值**（Ondo、xStocks）：股息按预扣税后自动并入代币价值，持有人**看不到现金流，且税已被扣走**。
2. **稳定币直接派发**（Dinari 以 USDC 派发）。
3. **按真实股东流程派发**（Superstate、Securitize 的发行人自愿型）。

第 1 类占存量的绝大部分。它的经济实质是一份扣税后的总回报追踪凭证，不是股票。

渗透率锚：24.4 亿美元 ÷ 全球股票总市值约 152 万亿美元 = **0.16 个基点**；对美股总市值约 75.3 万亿美元 = **0.32 个基点**。任何以“代币化将吃下 X 万亿股票市场”为前提的估值，都建立在一个当前尚不存在的分子上。

五、流量：一只代币撑起八成成交

口径	读数	说明
7 月链上现货成交（总）	113 亿美元，同比 +288%	CoinDesk Data 口径
其中 QQQB 一只	92.7 亿美元（约 82%）	单一代币
剔除 QQQB 后	20.3 亿美元，环比 -30%	真实终端需求读数
6 月现货成交	92.2 亿美元	—
6 月 RWA 永续名义成交	约 1,100 亿美元	永续 ≈ 现货的 12 倍
月度链上转账量（8 月）	201.7 亿美元	含做市与跨所搬运，非终端成交
持有钱包	106 万个，30 日 +116.76%	钱包数不等于人数

读表规律三条：

1. 存量在以太坊，流量在 Solana（代币化股票成交约 95% 以上在 Solana），这说明当前需求是交易性的、不是持有性的。
2. 永续合约的量是现货的一个数量级以上。永续完全不含分红、投票、追索——市场用真金白银证明：在当前的用法里，权利内容根本不是定价因子。这既是本主题最强的需求证据，也是它最弱的价值捕获证据。
3. 钱包数一个月翻倍、同期剔除激励后的成交下降三成，两者方向相反。增长来自铺货与激励，不是来自自然需求。

六、卡口分层：四层里只有两层是真闸门

用真瓶颈四特征（短缺强度 / 替代难度 / 认证周期 / 定价权）逐层过：

层	环节	短缺	替代难度	认证周期	定价权	判定
L1	发币与包装（SPV 造凭证）	×	×	×	×	● 非卡点：铸赎零费、可复制
L2	托管与抵押品核验	×	●	✓	×	● 半卡点：牌照有门槛，费率不透明
L3	交易场所与撮合	×	●	✓	✓	● 真闸门：按笔收费，且份额高度集中
L4	法定股东名册与清算登记	✓	✓	✓	✓	● 真咽喉：Computershare 约 58% 标普 500 过户代理记录；DTC 唯一

L1 为什么不是卡点，有一条决定性的条款证据：主流包装方对铸造与赎回**不收费**。一个“零收费的发行环节”在定义上不可能是价值捕获点——它是获客补贴。

L3 的费率带（可核实区间）：Hyperliquid HIP-3 增长模式下全包 taker 费率 **0.45—0.9 个基点**（较常规永续 4.5 基点至少打一折，部署方最高可自选留存 50%）；中心化现货场所费率量级为**数十个基点**。同一笔代币化股票交易，在永续场所的过路费比在现货场所低一到两个数量级——这解释了为什么量都跑去了永续。

L4 是唯一同时具备四特征的环节：谁有权在法定名册上写下"这个钱包是股东"，谁就掌握代币化的最终定义权。2026-07-13 过户代理协会向 SEC 提交请愿，要求平台在把产品作为代币化股份营销前必须取得发行人授权、且所有权须登记进法定名册——这是在位者对包装轨的正面阻击，也是这一层定价权的直接体现。

七、可投性错配：卡口最清晰的两层，最难买到

这是本主题当前最重要的结构性事实：**卡点纯度与可投资性完全错位**。

层	谁在这一层	能否买到	相关收入是否单列
L4 名册/清算	DTCC（会员制公用事业）、Computershare（澳交所上市）	✗ / ●	未单列
L3 场所	NDAQ、ICE、COIN、Hyperliquid（代币）	✓	全部未单列
L2 托管	Coinbase Custody、Alpaca、瑞士托管行	●	未披露费率
L1 发行	Ondo（代币）、Backed（私有）、Securitize（SECZ）	●	体量未落地

三梯队排序：

- 1. **第一梯队（可买，且卡在真闸门）**：NDAQ、ICE — 已持牌进入原生轨，但代币化收入当前接近零，买的是期权不是现金流。
- 2. **第二梯队（可买，卡在分销）**：HOOD、COIN — 有真实产品落地，代币化收入未单列，属"业务已有、财务未显"。
- 3. **第三梯队（仅监控，不建仓）**：ONDO \$0.3475（市值 16.9 亿美元）、HYPE \$55.16（市值 122.7 亿美元）— 代币，不构成股票敞口；SECZ 上市不足两月、首份季报未出。

一条硬结论：截至 2026-08-09，没有任何一家上市公司在财报中把代币化股票收入单列。整条产业链的可核验营收落地为零。场所端从代币化资产上赚到的年化费用，按可闭合口径估算约 **350 万至 1,060 万美**元量级（已扣部署方分成，属推算，非披露值）——不足以改变任何一家上市公司的损益表。

八、受益标的与情景

标的	现价	位置	敞口性质	方向
NDAQ	\$94.59	L3 场所（原生轨）	已获批，收入近零；Q2 净收入 15.0 亿美元、非 GAAP EPS \$1.07	🟡 观察
ICE	\$150.30	L3/L4 基础设施占位	入股 OKX、与 Securitize 签 MoU、Arc 验证者；Q2 净收入 26.7 亿美元	🟡 观察
HOOD	\$93.29	L1+分销（离岸轨）	欧盟 200+ 标的；Q2 净收入 13.1 亿美元、净利 5.73 亿美元	🟡 持有
COIN	\$153.60	L2+L3（离岸轨）	已离岸上线；Q2 总收入 12.2 亿美元、净亏 3.60 亿美元	🔴 回避
GLXY	\$20.17	自身股票被代币化	非业务收入；Q2 净亏 0.85 亿美元	⚪ 无关
CRCL	\$66.67	结算币 + Arc 链	间接敞口；Q2 收入 7.01 亿美元、净利 0.48 亿美元	🟡 观察
SECZ	新上市	L1+L4 发行与过户代理	唯一一体化可投主体，首份季报未出	⚪ 待验证
BLK	\$1,136.39	资产端（基金非股票）	代币化基金对其 AUM 占比不足 0.03%（估算）	⚪ 无关

情景表

情景	核心假设	结果	动作
🔴 熊（概率偏高）	DTC 试点延后，激励退潮后成交回落至 20 亿美元/月量级	主题回到 2025 年的边缘状态	全部只监控，不建仓
🟡 基准	原生轨 2026 下半年小规模上线，离岸轨维持 20—30 亿美元存量	场所端收入仍不可辨识	NDAQ/ICE 作长期期权持有
🟢 牛	名册侧规则落定 + 一家上市公司首次单列代币化收入	卡口从"清晰但无钱"变为"清晰且有钱"	按 L4→L3 顺序加仓

九、风险与反证

#	什么条件出现，会说明本篇结论不成立	当前观察
1	美国原生轨放量，且代币化股份被赋予结算价值与担保品价值	当前 DTC 明确规定代币化权益 不具结算与担保品价值 ，为期三年自愿参与
2	某上市公司首次在财报中单列代币化股票收入且具量级	截至 Q2 2026 无一家单列
3	剔除激励代币后的月度成交连续三个月正增长	7 月剔除后环比 -30%
4	包装型代币获得 SEC 无异议函或豁免令	截至 2026-08-09 未发出任何一项
5	过户代理请愿被驳回，第三方包装可自由使用"代币化股份"名义	请愿 2026-07-13 提交，尚在程序中
6	CLARITY 法案落地并明确代币化证券路径	参议院程序已启动，表决推迟至 2026 年 9 月中
7	发行侧开始收取可观年费，L1 由补贴转为收费	主流包装方铸赎仍为零费

额外风险：离岸包装轨的对手方风险不可分散——持有人的追索对象是发行方 SPV 或券商实体本身，不是上市公司。历史上已有包装型股票代币产品被下架或停止赎回的先例，其结构性成因与当前离岸轨一致。

十、来源、口径与免责

来源置信度

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
存量 24.4 亿美元、发行方分项、持有人 106 万	rwa.xyz /stocks 原始页	2026-08-09	链上分发价值 (distributed value), 非 represented value	A
无投票权、无信息权、股息净额再投资、铸赎零费	Ondo Stocks 法律条款页	2026-08-09	发行方一手条款	A
7 月成交 113 亿 / QQQB 92.7 亿 / 剔除后 20.3 亿	CoinDesk Data	2026-08-01	链上现货成交, 含促销激励量	B
HIP-3 全包费率 0.45-0.9 基点、部署方最高留存 50%	Hyperliquid 官方费率文档	2026-08-09	增长模式 taker 全包口径	A
Nasdaq 获批、NYSE 生效、DTC 无异议函与三年试点	SEC 规则批准令与无异议函 (经律所与行业媒体转述)	2025-12 至 2026-04	限 DTC 合格参与者与合格证券, 首批 Russell 1000 与主要指数 ETF	B
Computershare 约 58% 标普 500 过户代理记录、过户代理协会请愿	行业媒体报道	2026-07-13	记录家数占比	B
各公司 Q2 2026 财务	公司 IR 新闻稿与 8-K	2026-07 至 08	单季, 单位美元, GAAP 与非 GAAP 并列处已注明	A
场所端年化收入 350 万-1,060 万美元; 渗透率分母 (全球股票约 152 万亿、美股约 75.3 万亿)	按可核实费率带与成交量推算; Statista / Siblis Research	2026-08-09 / 2026	推算值, 非披露值 ; 分母为预测与统计口径	D / C

数字冲突与口径

1. "一年翻倍"与实际倍数: 不同数据商给出的一年增幅在 5 至 8 倍之间 (Token Terminal 约 7.9 倍、a16z 约 5.2 倍), 差异来自存量口径定义不同。本篇正文只用绝对值, 不使用倍数。
2. 成交量口径: 链上转账量 (8 月 201.7 亿美元/月) 含做市与跨所搬运, 显著高于终端成交量 (7 月 113 亿美元)。两者不可互换引用。
3. 永续与现货: 股票永续合约的名义成交量不属于代币化股票现货规模, 两者相差一个数量级以上, 合并统计会系统性放大主题体量。
4. 托管费率与做市价差: 全链无一家披露, 因此本篇不给出"每 100 美元交易额的分配表", 只给可核实的费率带与三处明确的空白。

5. "九成无权利"这一流行提法：未检索到任何机构报告给出该原始百分比。本篇改用可复算口径——按链上分发市值计，无股东权利结构占比约 85%，并注明这是市值口径而非代币只数口径（只数口径的分母存在约 70% 未归属，不可用）。

数字三道关自评

- **量级一致性**：发行方分项合计 24.10 亿 $\leq$ 总额 24.4 亿；QQQB 92.7 亿 + 其余 20.3 亿 = 113.0 亿，与总量闭合；ICE 分部 14.64 + 6.45 + 5.57 = 26.66 亿 $\approx$ 净收入 26.7 亿。
- **单位显式化**：全篇统一"亿美元"，基点（bp）处已注明为万分之一；渗透率两个分母分别列出。
- **双源与官方优先**：条款类结论均取发行方一手法律页；财务类结论取公司 IR 与 8-K；数据站读数取原始页而非媒体转引。

免责

本报告由涌现资本产业研究部出品，为行业与标的的独立研究，不构成任何证券或数字资产的买卖要约、投资建议或收益承诺。所有价格为 2026-08-07 美股收盘与 2026-08-09 加密现货读数，标注为推算的数字不具披露效力。读者应独立判断并自担风险。

附录：行动清单

- **现在买**：无。本主题当前不具备可投规模。
- **重点观察**：NDAQ、ICE 的代币化相关披露；SECZ 首份季报。
- **只监控不买**：ONDO、HYPE（代币，不构成股票敞口）。
- **绝不追**：以"代币化万亿市场"为叙事的微盘概念股。
- **下次看这五个数据**：①剔除激励代币后的月度成交 ②DTC 试点是否在 2026 下半年启动 ③过户代理请愿的 SEC 处理结果 ④是否出现首例单列代币化收入的财报 ⑤rwa.xyz 存量是否站上 30 亿美元。
- **出现即需重写结论的信号**：SEC 对包装型代币发出无异议函，或代币化股份被赋予担保品价值。