

CoinFund



# RWA市场 资金流动洞察

——逆熊市增长、结构分化、  
与市场赢家

Coinfound Co., Ltd.

Feb 2026

# RWA市场资金流动洞察——逆熊市增长、结构分化、与市场赢家

## Peanut P<sup>1</sup> and Janus R<sup>2</sup>

<sup>1</sup>peanutr@cofound.org

<sup>2</sup>iresearch@cofound.org

---

### COINFOUND

CoinFound 是一家面向机构与专业投资者的 TradFi × Crypto 数据科技公司，提供 RWA 资产数据终端、RWA 资产评级、Web3 风险关系图谱、AI 分析工具及定制化数据等服务。从数据整合、风险识别到决策辅助，帮助机构以更低成本、更高效率获取关键情报并转化为可执行洞察，构建全球 RWA 底层基础设施。

Website: [app.cofound.org](https://app.cofound.org)

X: <https://x.com/CoinfoundGroup>

---

### Takeaway

1. 当前，加密货币市场处于低迷之中，市值跌回 2.4 万亿水平。而这种熊市和恐慌情绪中可以被追溯到 2025 年 10 月 11 日的“1011 事件”：在“1011”之后，加密市场迅速恶化：当月，DAT 月度净流入跌幅超 75%，降为 30 亿美金以下水平；次月，加密货币 ETF 从持续半年的月度净流入逆转为近 50 亿美金的月度净流出。之后，加密货币市值在宏观不确定下，一路下跌。
2. 然而，我们正处在“1011”事件后的试探性恢复期中。月度数据来看，DAT 在恢复购买，ETF 净流出在减少，数据正在缓慢的“恢复”。同时，稳定币市值维持在 3000 亿美金水平，这部分资金尚未离场，伺机观望。
3. 未来，宏观压力和高利率持续。一方面，零息稳定币承受着相较于链下 4+% 无风险利率（如美债/MMF）的巨额机会成本；另一方面，1011 之后，市场害怕着 DeFi 收益率背后的风险。因此，链上资金需要“真正安全的收益率”。国债和货币基金类 RWA 成为一种解决方案。
4. 不同于快速缩水的加密货币市值，RWA 逆势上涨，市值（不包含稳定币）从 2025 年 10 月的近 190 亿美金规模，上涨至今天超 240 亿规模。同时，不同类别 RWA 出现走势分化：黄金类 RWA、股票类 RWA 市值高速增长；国债类 RWA 市值持续攀升；机构基金类和私募 RWA 市值下降
5. 国债 RWA 市值持续增长，正在成为“稳定币”的蓄水池与安全生息方案。资金因寻求安全的收益率而净流入国债 RWA 板块。此外，国债 RWA 市场份额正经历结构性转移：市值正在从贝莱德 BUIDL 这种流动性僵化的“传统基金模式”，转向 Ondo USDY、Circle USYC 等具备 T+0 流动性且能作为 DeFi 抵押品的“生息货币模式”。

- 黄金 RWA 以半年市值翻倍的速度暴涨，同时迎来 2026 年初的大规模“铸造潮”。一方面，因避险需要，链上资金对黄金 RWA 的需求强劲。另一方面，Tether 等黄金 RWA 供给方正在加强推广。
- 至 2026 年开年以来，机构基金类 RWA 市值在经历下降，从年初的 28 亿美金降至今日的 23 亿美金，规模缩水 17% 左右。数据背后的原因在于：宏观不确定下，这类底层资产风险正在酝酿，难以吸引强调安全和流动性的熊市资金。同样的情况和逻辑也出现私募信贷/私募股票类 RWA 市场上。
- 股票 RWA 市值逆势翻倍，BNB Chain 和 Ondo 平台增长亮眼。股票 RWA 增长背后的核心驱动力在于“资产货币化”——让股票不仅是投资品，更是可抵押借贷的“功能性资产”。当前赢家属于那些能将华尔街资产与 DeFi 乐高完美融合的协议 (Ondo/Xstock)，以及能提供高额补贴与高效交易体验的公链生态 (BNB Chain/Solana)。
- 总结 RWA 赛道：无论整体上涨，还是各种类走势分化，底层逻辑是共同的，RWA 资产是否能满足市场的当下需求，具体而言：(1) 市场需求从“零息”及“DeFi 高风险 APY”转向“安全利息”(2) 市场从“代码信仰”转向更严肃的风险评估和避险需求(3) 市场需求从“静态资产”转向“功能性货币”和资金效率。
- 在宏观不确定性消除前，资金需求回归“生存”与“效率”。接下来的赢家需要提供(1) 安全收益(2) 高流动与可组合(3) 避险与宏观对冲。例如：黄金 RWA、短期国债与货币市场基金 RWA、高流动性蓝筹美股 RWA 等。

## RWA市场资金流动洞察报告 (Takeaway)



### RWA市场：逆势上涨与分化

<b>国债RWA (持续攀升)</b> “稳定币”蓄水池与安全生息方案 资金寻求安全收益率流入 流动性僵化(BUIDL)→T+0流动性/DeFi抵押(Ondo USYD,Circle USYC)	<b>黄金RWA (半年翻倍/暴涨)</b> 铸造潮 2026年初大规模“铸造潮” 避险需求强劲 Tether等加强推广	<b>股票RWA (逆势翻倍)</b> BNB Chain/Ondo增长亮眼 核心驱动：资产货币化 赢家：华尔街资产+DeFi融合(Ondo/Xstock) 公链生态(BNB Chain/Solana)	<b>机构基金/私募RWA (市值下降)</b> 市值缩水约17%(约23亿美金) 底层资产风险酝酿 难以吸引安全/高流动性资金
--	---	---	---

<b>核心逻辑与未来赢家</b> > 需求转变：“零息”及“DeFi高风险APY” > “安全利息” > 风险偏好：“代码信仰” > “严肃风险评估和避险需求” > 资产属性：“静态资产” > “功能性货币”和资金效率	<b>未来赢家(宏观不确定性消除前)</b> ✓ 提供安全收益(黄金RWA) ✓ 高流动与可组合(短期国债与货币市场基金RWA) ✓ 避险与宏观对冲(高流动性蓝筹美股RWA)
--	--

Figure 1. (图片来源：CoinFound)

## Contents

<b>1 宏观视角：1011、流动性撤离、试探性恢复、与伺机观望</b>	<b>4</b>
1.1 TradFi x Crypto 资金流入流出概况：ETF、加密货币财库、稳定币	4
1.2 回顾：1011 阴影	5
1.3 展望：宏观压力持续、链上资金需要“安全收益率”	6
<b>2 RWA 赛道：整体逆势上涨、不同类别走势分化</b>	<b>8</b>
2.1 各类 RWA 资产市值变化概况	8
2.2 国债 RWA —— 资金逆势流入，寻求安全的收益率及高资金效率	9
2.3 黄金 RWA —— 市值与发行量快速增长，需求强劲，供给方强力推广	11
2.4 机构基金类 RWA 和私募 RWA —— 市值下滑，底层资产风险酝酿	13
2.5 股票 RWA —— 市值翻倍，Ondo 与 BNB Chain 增长亮眼	15
<b>3 RWA 如何满足市场的当前需求</b>	<b>18</b>
3.1 市场需求从“零息”及“DeFi 高风险 APY”转向“安全利息”	18
3.2 市场从“代码信仰”转向“更严肃的风险评估和避险需求”	18
3.3 市场需求从“静态资产”转向“功能性货币”和资金效率	18
<b>4 哪些 RWA 将成为接下来的赢家？</b>	<b>20</b>
4.1 核心逻辑：安全收益、高流动与可组合、避险与宏观对冲	20
4.2 关注类别：黄金 RWA、短期国债与货币市场基金 RWA、高流动性蓝筹美股 RWA	21
<b>5 风险提示</b>	<b>22</b>

# 1 宏观视角：1011、流动性撤离、试探性恢复、与伺机观望

## 1.1 TradFi x Crypto 资金流入流出概况：ETF、加密货币财库、稳定币

截至 2026 年 2 月 14 日，加密市场仍处于熊市和恐慌情绪中；类似的，从 TradFi 世界流向 Crypto 世界的资金也处于一个相对低的水平。特别的，如果我们把当前的数据和 2025 年 9 月底的数据做对比，我们将看到可怕的跌幅。

- BTC 跌幅超过 40%
- ETH 跌幅超过 50%
- 加密货币市值跌幅超过 40%

指标名称	2024年9月	2025年9月	2026年2月	涨跌幅 (%) (26年2月对比25年9月)	涨跌幅 (%) (26年2月对比24年9月)
加密货币市值 (T \$)	2.4	4.0	2.4	-40.00%	-0.41%
BTC 当月最后一日收盘价 (万 \$)	6.3	11.4	6.8	-40.35%	7.94%
ETH 当月最后一日收盘价 (千 \$)	2.6	4.1	2.0	-51.22%	-23.08%
ETF 产品净流入总和 (十亿 \$)	1.2	3.8	-1.0	--	--
DAT 净流入 (十亿 \$)	1.8	12.5	0.1	--	--
稳定币市值 (千亿 \$)	1.72	2.85	2.95	3.51%	71.51%

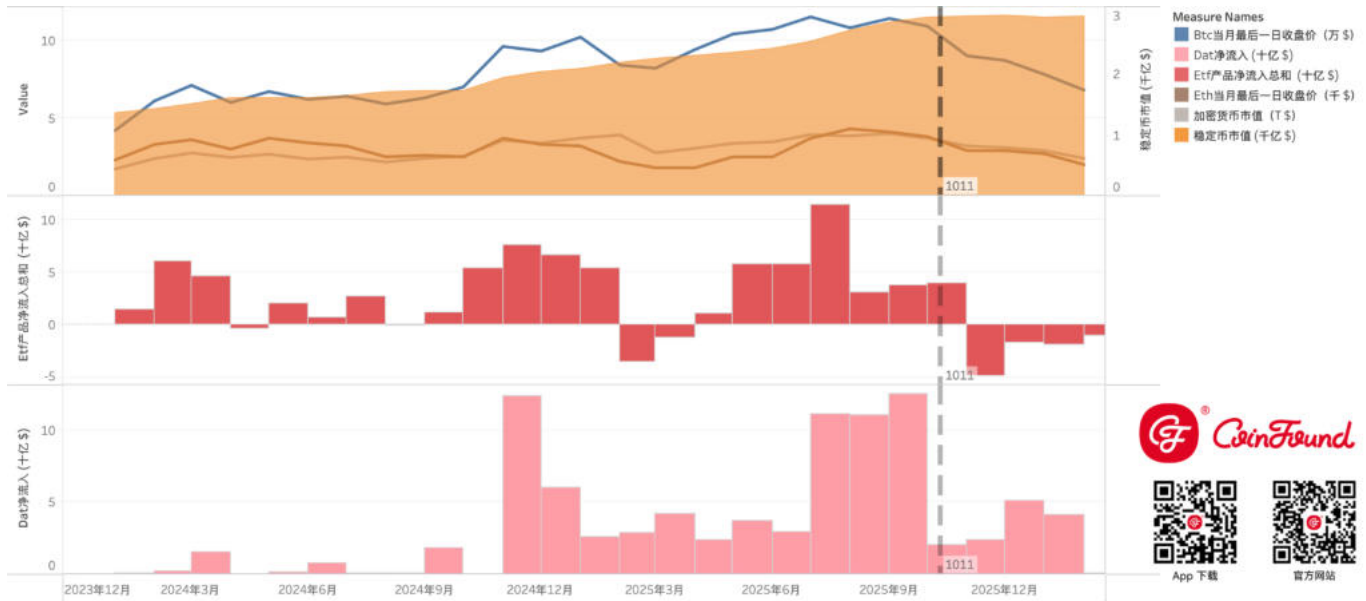
**Figure 2.** 截至 2026 年 2 月 14 日，加密货币市值再次跌回 2.4 T 美金水平，BTC 价格跌回 6.8 万美金左右水平，ETH 价格则跌回接近 2000 美金水平。作为参考，加密货币市值上次触达 2.4 T 是在 2024 年 9 月，当时市场正处在上升趋势中。简而言之，经历上涨又下落，市场仿佛退回了原点（2024 年 9 月水平）。不过，对比 2024 年 9 月，现在的情况可能更糟，当前，加密货币 ETF 处于净流出水平，DAT 净流入水平也大幅度下跌。唯一值得关注的是，对比一年多前，稳定币市值有 70% 左右涨幅，当前稳定币市值处在 3 千亿美金水平。（数据来源：CoinFound）

加密货币市场处于低迷之中。而这种熊市和恐慌情绪中可以被追溯到 2025 年 10 月 11 日的“1011 事件”：

从下图中我们看到，“1011”是一个重要的节点，在“1011”之后，数据以受冲击的方式迅速恶化。以 DAT 举例：2025 年 10 月当月净流入从 2025 年 9 月的 130 亿美金水平瞬间降为 30 亿美金以下水平；类似的，加密货币 ETF 净流入在 2025 年 11 月发生了近 50 亿美金的净流出，终结了过去半年的持续净流入情况。

事实上，我们可以说，我们正处在“1011”事件的恢复期中。月度数据来看，DAT 在恢复购买，ETF 净流出在减少，数据正在缓慢的“恢复”。

然而，尽管加密货币市值经历了巨大的下跌，当稳定币总市值仍维持在 3000 亿美元水平，显示出部分资金并未离场，而是转为观望的“干火药”，在等待着机会。



**Figure 3.** 2023 年至今（2026 年 2 月 14 日），加密货币 ETF 资金净流入、DAT 净流入、稳定币市值、和 BTC、ETF、加密货币市值数据对比。值得注意的是，在 2025 年 10 月 11 日事件后，各项资金净流入均急剧恶化：加密货币 ETF 资金开始大量净流出；DAT 净流入量腰斩；稳定币市值增长停滞、转为在 3 千亿美金左右波动。对应的，在价格侧，BTC、ETH 价格一路下跌回落至接近 2025 年之前水平，加密货币市值同幅度下跌。（数据来源：CoinFund）

## 1.2 回顾：1011 阴影

“1011 事件”是指发生于 2025 年 10 月 11 日（周五）的一场系统性流动性危机。这一天，宏观经济的突发利空与加密市场内部的高杠杆结构发生“共振”，导致了自 2022 年 FTX 崩盘以来最严重的单日资产抛售潮。它被称为加密市场的“黑色星期五”。事件回顾如下：

1. 宏观导火索：2025 年 10 月 11 日上午，美国发布当月 CPI 数据，严重超出市场预期，显示通胀反弹失控。美联储（Fed）随即释放极其鹰派的信号，彻底粉碎了市场对于“年底降息”的幻想，甚至暗示可能重新加息。后果：纳斯达克指数闪崩，导致跨市场对冲基金（Cross-market Hedge Funds）必须抛售流动性最好的资产来补充保证金——加密货币成为了首选提款机。
2. 由于宏观预期逆转，数家持有巨额加密资产敞口的传统机构触发了风控红线（Risk Limits）。机构被迫在流动性原本就不足的周末前夕进行不计成本的抛售（Fire Sale）。这一天，ETF 创下了历史上最大的单日净流出记录。导致 BTC 等价格下跌。
3. 随着 BTC 价格击穿关键支撑位（如 80,000 美元关口），链上借贷协议（Aave, Compound 等）触发了自动清算程序。后果：数十亿美元的抵押品（WBTC, stETH）在链上被强制拍卖。由于 CEX 深度不足，链上清算进一步砸穿了地板价，引发了“价格下跌 -> 抵押率不足 -> 再次清算”的死亡螺旋。
4. 额外的，另一条路径上：在宏观数据公布后的几分钟内，币安发生了臭名昭著的“USDT 交易对闪崩”：恐慌性抛售击穿了做市商（Market Makers）的自动防守算法。币安上的 BTC/USDT 交易对在短短 30 秒内插针至 48,000 美元，这种价格脱锚（Dislocation）导致了全网预言机（Oracles）报价混乱、间接触发链上 DeFi 协议

的误判清算、导致提币挤兑与恐慌情绪蔓延。后果：市场流动性提供者 (LPs) 瞬间撤单，买盘深度 (Market Depth) 归零。在没有买盘的情况下，恐慌性抛售直接导致价格出现真空式下跌。

10月11日无疑是凛冬降临的“极寒时刻”。站在2026年2月的当下回望，“1011事件”不仅仅是一个时间戳，它构成了当前市场低迷的底层叙事，其投下的长长阴影至今仍笼罩在每一笔交易之上。

- “1011”最恐怖的特征并非价格的单日跌幅，而是流动性的瞬间枯竭 (Liquidity Evaporation)。在事件发生的48小时内，我们见证了加密货币历史上最大规模的去杠杆化 (De-leveraging)。在这之后，市场对加密货币的风险认识或多或少的在经历重构，信心将被重塑。
- 这场危机还暴露了链上高杠杆机构的脆弱性、CEX流动性的脆弱性、以及链上与链下风险传导的无阻滞性。同时，也让市场以一种可怕的方式经历了一次去杠杆。在这个过程中，资金开始重新选择方向。例如，正是这种极端的相关性崩溃 (Correlation Breakdown)，迫使剩余资金在灾后开始寻找真正与 Crypto Beta 低相关的资产——比如说 RWA，至少的，稳定币。稳定币市值维持在 3000 亿美元水平，资金尚未离场，开始蹲守与稳定币之上，伺机观察。

### 1.3 展望：宏观压力持续、链上资金需要“安全收益率”

1011事件宏观导火索是通胀预期的脱锚。尽管1011已经过去。宏观变量并没有好转的迹象。

1月底2月初，宏观变量再次引发的跨多资产类别的大抛售，就在市场试图从10.11的废墟中建立底部时，1月28日至31日爆发的跨资产类别抛售 (Multi-asset Sell-off) 击碎了这一努力。

- 事件复盘：受美股科技七巨头 (Magnificent 7) 财报不及预期以及地缘政治摩擦升温影响，纳斯达克指数在一周内回调 8%。这种恐慌迅速通过高频交易算法传导至加密市场。
- 二次探底：BTC 在 1 月底再次测试 6.5 万美元支撑位，ETH 更是创下新低。这次下跌虽然幅度不及 10.11，但心理打击却是毁灭性的——它证明了加密资产依然没有走出“高相关性”的泥潭，任何过早的“抄底 (Buy the Dip)”行为都受到了市场的惩罚。

然而，正如前文数据所示，稳定币市值维持在 3000 亿美金的历史高位。这说明资金没有撤回法币世界（那是彻底离场），而是选择了“链上驻留”。然而，在高通胀和高利率的宏观环境下，持有零收益的 USDT/USDC 是极其昂贵的：

- 链下诱惑：传统货币市场基金 (MMF) 和短债提供 5%+ 的年化无风险收益。对于无收益的稳定币而言，这意味着，每一天，这 3000 亿资金都在承受着机会成本带来的隐性亏损 (Negative Carry)。
- 链上困境：由于市场恐慌，链上借贷需求萎缩，导致 DeFi 原生协议（如 Aave/Compound）的稳定币存款利率一度跌至 2%-3%。此外，“1011”之后，DeFi 收益率背后的安全性也成为了资金考量的重要因素。

因此，链上资金需要安全的收益率。

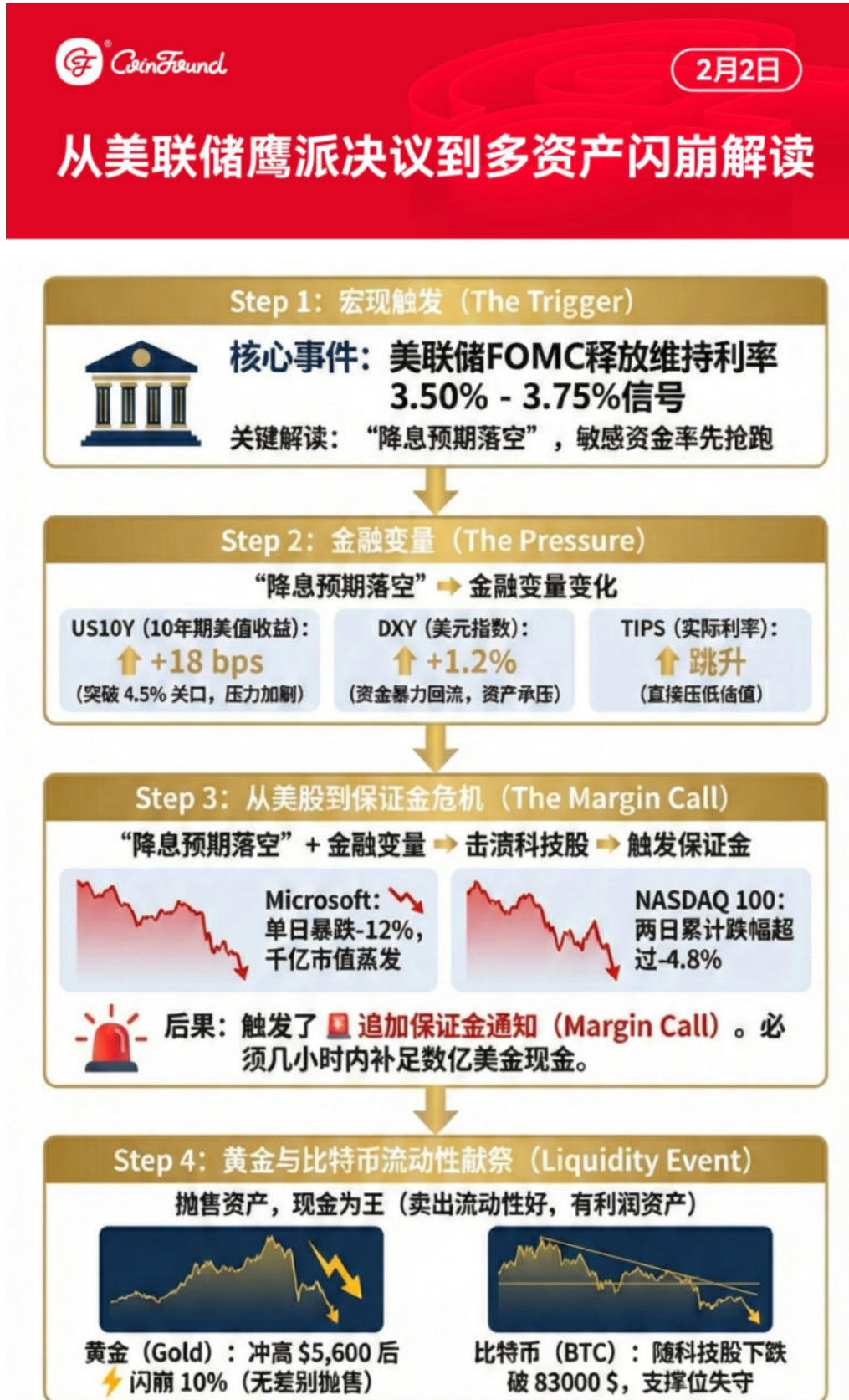


Figure 4. (图片来源: CoinFound)

## 2 RWA 赛道：整体逆势上涨、不同类别走势分化

### 2.1 各类 RWA 资产市值变化概况

如图所示：RWA（除稳定币外）市值，保持着持续上涨的趋势，从 2025 年 10 月的近 190 亿美金规模，上涨至今天超 240 亿规模。似乎没有受到 1011 的影响。值得注意的是：

- (1) 国债类 RWA 市值持续攀升
- (2) 黄金类 RWA 市值高速增长
- (3) 机构基金类和私募 RWA 市值下滑
- (4) 股票类 RWA 市值明显增长。

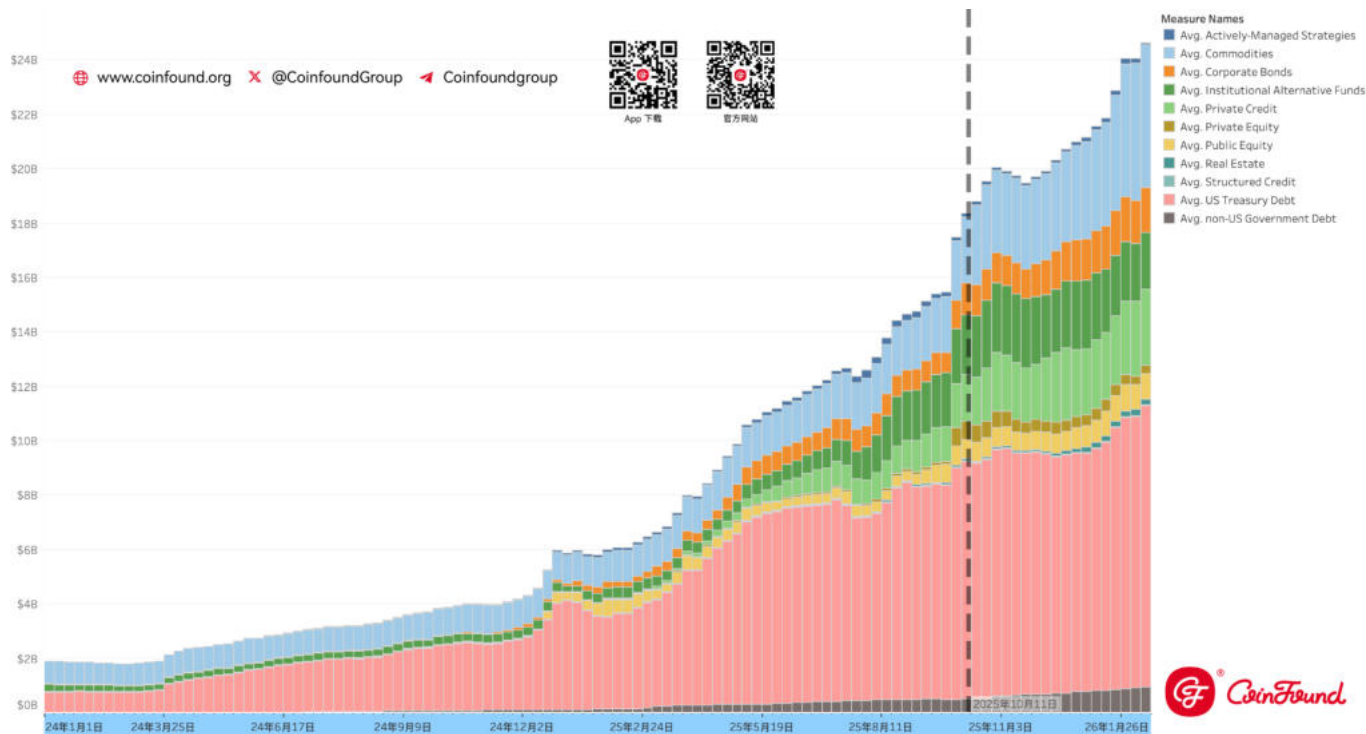
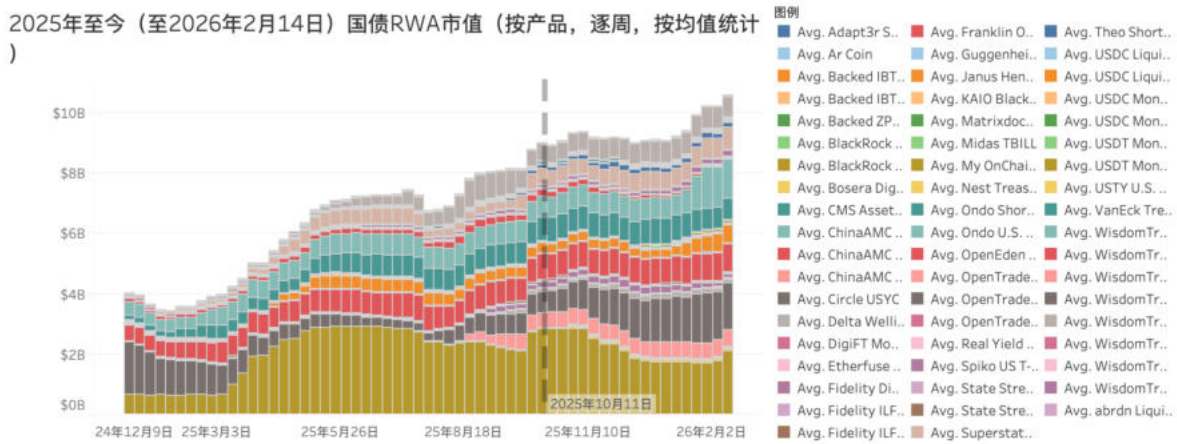


Figure 5. 自 2024 年以来（截至 2026 年 2 月 14 日），按周统计各类 RWA 市值。（数据来源：CoinFound）

## 2.2 国债 RWA —— 资金逆势流入，寻求安全的收益率及高资金效率

截至 2026 年 2 月 14 日，国债 RWA 板块展现出了良好的韧性。

- 如图所示，至 2025 年以来，国债 RWA 市值在持续增长。1011 事件并未最终阻止这种增长趋势。事实上，在 2026 年 1 月后，国债 RWA 市值反而经历了加速增长，至今国债 RWA 已经超过 100 亿美元规模。国债 RWA 市值在逆势增长，在市场缺乏信心期间，流动性在涌入这个领域。这与加密原生市场的萧条形成鲜明对比。
- 我们认为，这种现象背后的原因在于“收益率剪刀差”。面对“10.11”与“1 月倒春寒”的双重打击，链上资金（特别是那 3000 亿美金的稳定币存量）陷入了“资产荒”。此时，DeFi 原生协议（如 Aave/Compound）提供的、相对低风险的稳定币存款利率因借贷需求萎缩而跌至 2%-4% 区间，而链下短债收益率维持在 5.25% 以上。国债 RWA 成为了连接这两个世界的唯一桥梁。资金为了捕获这种收益率差，涌入国债 RWA 领域。



最新一周（2026年2月9日至2月14日）国债RWA均值市值分布（按产品）

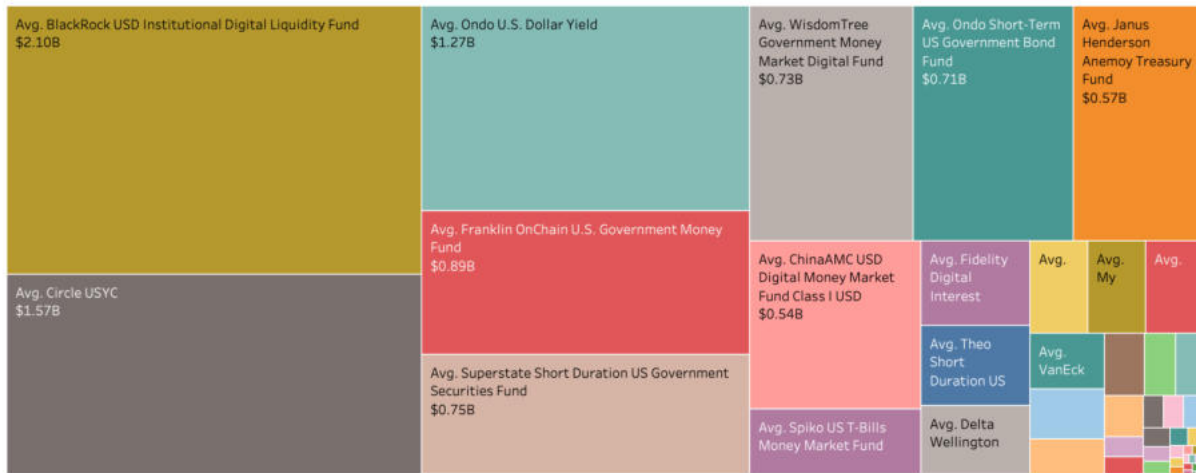


Figure 6. 2025 年以来，国债 RWA 市值在持续增长。但国债 RWA 的市场占有份额在发生着变化，例如，近期，Circle USYC，Ondo US Dollar Yield，Janus Henderson Anemoy Treasury Fund 产品市值在显著增加。（数据来源：CoinFund）

另一方面，我们可以看见，国债 RWA 的市场占有份额在发生变化：

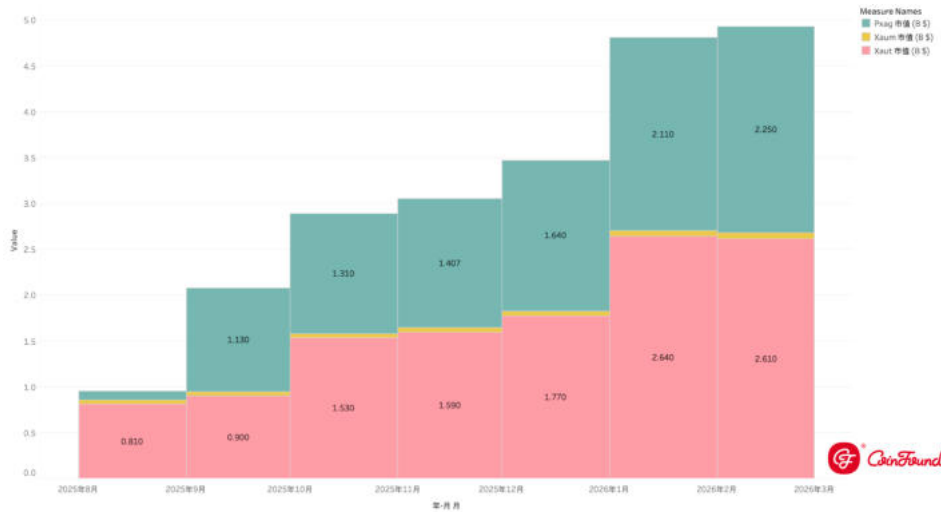
- 贝莱德的 USD Institutional Digital Liquidity Fund (BUIDL) 在减少。一种猜测是，尽管 BUIDL 拥有最强的传统金融信用背书，但其本质更像是一个传统的货币市场基金 (MMF)。它有着严格的合格投资者准入 (Whitelist)、T+1 的申赎周期，且难以直接作为底层资产集成到链上借贷协议中。相较于 Ondo USDC 这种准入门槛更低、接入 defi 协议、可以链上抵押借贷的设计。BUIDL 在“10.11”和“1月倒春寒”这种极端流动性紧缩时刻，交易员需要的是毫秒级的流动性。BUIDL 这种“躺在冷钱包里吃利息”的资产，无法满足高频交易者迅速变现或追加保证金 (Margin Call) 的需求。
- 而 Circle USDC, Ondo US Dollar Yield (USDY), Janus Henderson Anemoy Treasury Fund 产品在显著增加。其背后原因在于，Circle 在 BNB 链条上增长强劲。而 Ondo 则是在 Ondo summit (2026 年 2 月 3 日) 前后，进行了一系列动作，从登陆 Sei 链到收获 BlackRock (贝莱德)、Morgan Stanley 等传统金融巨头的站台，Ondo 密切的活动带来了强劲的增长。
- 一个值得注意的产品来自 ChinaAMC (招银国际)，尽管在过去中国内地对 RWA 采取严谨的监管态度，但招银国际的国债 RWA 仍在市场上占据不小规模，伴随 2026 年中国证监会对大陆“境内资产境外 RWA”的指导文件推出，ChinaAMC 产品值得持续关注。

总之，根据数据：资金逆势流入 RWA 市场，寻求安全的收益率、以及高流动性和资金效率。

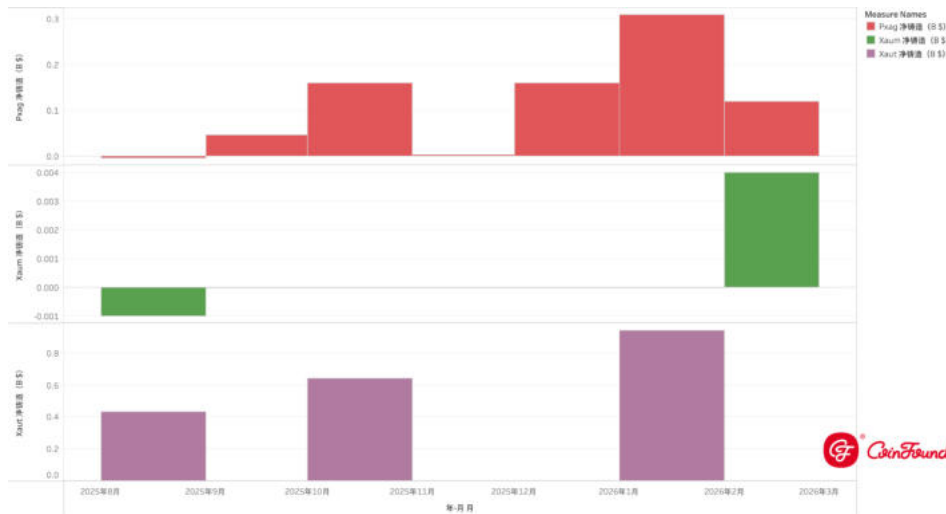
### 2.3 黄金 RWA ——市值与发行量快速增长，需求强劲，供给方强力推广

黄金类 RWA 正在经历“快速扩张”：

- 一方面，近半年来，黄金 RWA 保持高速增长势头，并且没有收到 1011 等事件带来的影响。事实上，普遍观点认为，黄金 RWA 作为“链上的避险港”，正在当前不确定性、高通胀的宏观环境中，越发的受到青睐
- 另一方面，我们在 2026 年 1 月，看见了一次明显的黄金 RWA “铸造潮”，例如：PAXG 和 XAUT 分别在 1 月铸造了超 3 亿和超 8 亿美金的代币。相应的，整个黄金 RWA 的市值从接近 35 亿美金增长到超 45 亿美金。



**Figure 7.** 近半年来，黄金 RWA（以 PAXG、XAUT、XAUM 为代表）保持高速增长，从 2025 年 8 月的 10 亿美金市值，增长到至今（2 月 14 日）超 47 亿美金市值。值得注意的是，尽管 1011 事件对大多数加密货币市场带来了负面影响，倒是似乎没有对黄金 RWA 带来影响。从 2025 年 10 月底至今，黄金 RWA 涨幅已接近翻倍。（数据来源：CoinFound）

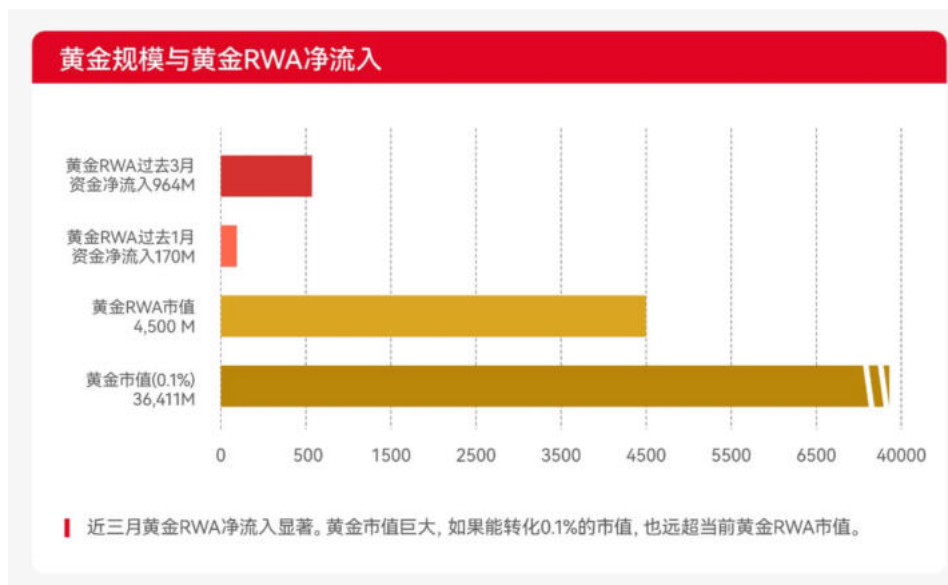


**Figure 8.** 考察铸造量，可见，黄金 RWA 并非单纯的黄金 RWA 价格上涨所致，而是有切实的净铸造。资金在涌入这个黄金 RWA 市场。特别的，2026 年 1 月 2 月，PXAG、XAUT、XAUM 都有迎来“铸币高峰”。（数据来源：CoinFound）

值得分析的是，“铸造潮”的出现有两方面：

1. 避险资金涌入：结合到 2026 年 1 月多资产市场暴跌与美股科技七巨头 (Magnificent 7) 的下跌，BTC 等加密原生货币价格下跌，黄金 RWA 正在成为一种避险选择。一个代表性的例子来自 lookonchain：据 Lookonchain 监测，曾因 ETH 亏损 1880 万美元的巨鲸地址 (0x037 开头) 正在加倍押注黄金：自 2024 年 12 月 13 日以来，该地址已花费 3604 万美元以每枚 4786 美元的均价购买了 7536 枚 XAUT。
2. 发行方大力推广：例如，作为 XAUT 的发行方，Tether 在 2026 年初加大了对 XAUT 的推广力度。据 Paolo Ardoino (Tether CEO) 称，该公司正以每周 1 至 2 吨的速度持续购买黄金，目标是在一个前瑞士核掩体中建立长期、稳定的实物黄金储备。他强调，此举类似于扮演「全球最大的黄金中央银行之一」。Tether 正在进行货币体系和黄金市场两手抓的战略规划。

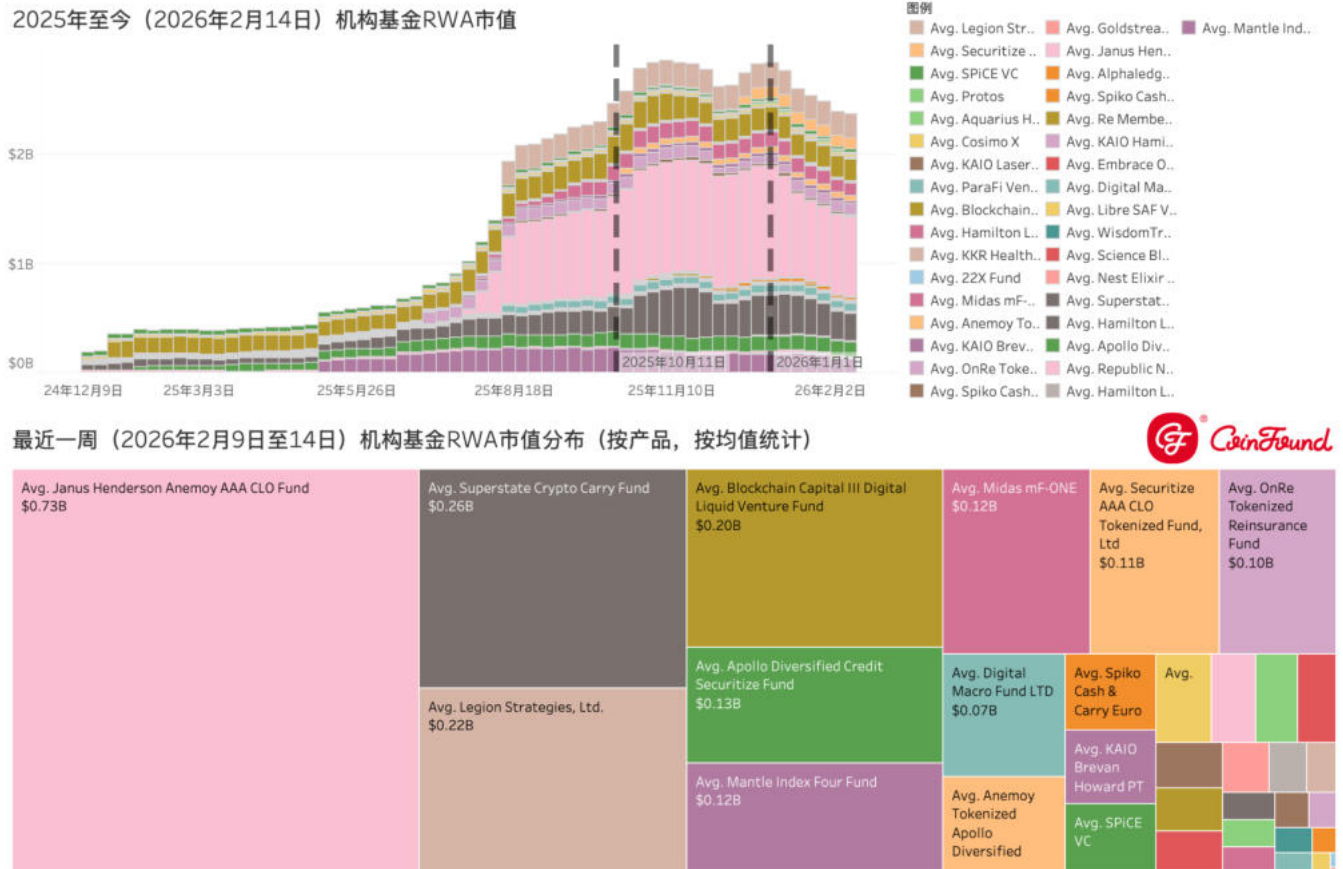
可以预期，这种“扩张”仍将继续，毕竟，宏观不确定下，黄金 RWA 的避险和便利属性（例如，因为 7x24 的便利性，黄金 RWA 成为了难得的可以在周末和节假日响应宏观风险的对冲工具）将被进一步放大和青睐。此外，相较于黄金市值，黄金 RWA 质量太小，成长空间巨大。



**Figure 9.** 截止 2 月 2 日，黄金 RWA 和黄金市值的一些数据对比。如果能从黄金市场转化存量，那么黄金 RWA 成长空间将无比巨大。（数据来源：CoinFound）

## 2.4 机构基金类 RWA 和私募 RWA —— 市值下滑， 底层资产风险酝酿

至 2026 年开年以来， 机构基金类 RWA 市值在经历下降， 从年初的 28 亿美金降至今日的 23 亿美金， 规模缩水 17% 左右。



**Figure 10.** 至 2026 年开年以来， 机构基金类 RWA 市值经历明显下降。Janus Henderson Anemoy AAA CLO Fund 和 Superstate Crypto Carry Fund (USCC) 作为该赛道市值前二产品， 带头出现市值下降。（数据来源：CoinFound）

其背后的原因在于： 风险溢价的压缩与流动性偏好的极度收紧。具体而言， 核心逻辑有三点：

### 1. 国债 RWA 的“挤出效应” (The Crowding Out Effect)

- 逻辑： 机构基金类 RWA 通常提供 7%-10% 的年化收益率， 但在美联储维持高利率的背景下， 无风险的国债 RWA 收益率已高达 5.25%。
- 投资者心态： 在宏观动荡期， 投资者面临一个算术题： 为了多赚 2%-3% 的收益， 是否值得承担数倍的违约风险？ 答案显然是否定的。 于是， 资金从风险较高的信贷基金撤出， 回流至性价比更高的国债 RWA。 这被称为“无风险利率对风险资产的挤出”。

### 2. T+N 的流动性惩罚 (Liquidity Penalty)

- 赎回周期的痛点： 与 Ondo USDY 或 Circle USYC 提供的 T+0/T+1 流动性不同， 机构基金类 RWA 通常设有 T+30 甚至更长的赎回周期 (Lock-up Period)。

- 危机中的反应：在 2026 年 1 月底的市场暴跌中，需要补充保证金（Margin Call）或紧急避险的资金发现，这类 RWA “看得见拿不着”。这种痛苦的流动性错配体验，导致资金在解禁后选择永久性离场，转而配置高流动性资产。

### 3. 底层资产的策略失效与价值重估 (Strategy Failure & NAV Markdown)

- 熊市带来 Carry Trade 的逆风：以 Superstate Crypto Carry Fund 为例，其核心策略是“加密货币期现套利”，这是一个“市场中性 (Market Neutral)”的对冲基金策略，往往依赖于正向的资金费率（Funding Rate）。但在 2025 年 10 月至 2026 年 2 月的漫长熊市中，资金费率长期为负或接近于零，导致该策略的实际收益率大幅跑输国债，甚至出现回撤。
- 宏观环境导致信用周期的下行：以 Janus Henderson Anemoy AAA CLO Fund 为例，它提供高评级担保贷款债务（CLOs）的风险敞口，主要投资于 AAA 级分期，这些分层由公司发行的多元化高级担保贷款池支持。在宏观经济放缓预期下，底层企业贷款的违约率（Default Rate）上升预期导致了二级市场价格波动，基金净值（NAV）面临下调压力。市值的下降不仅源于资金流出（Outflows），也源于资产本身的减值（Write-downs）。

同样的情况和逻辑也出现私募信贷/私募股票类 RWA 市场。

- 自从 2026 年以来，私募信贷类 RWA 市值开始围绕着 30 亿美金波动。一改之前的强势上升态势。
- 而私募股权类 RWA 则是在 1011 之后经历着持续的市值下跌。

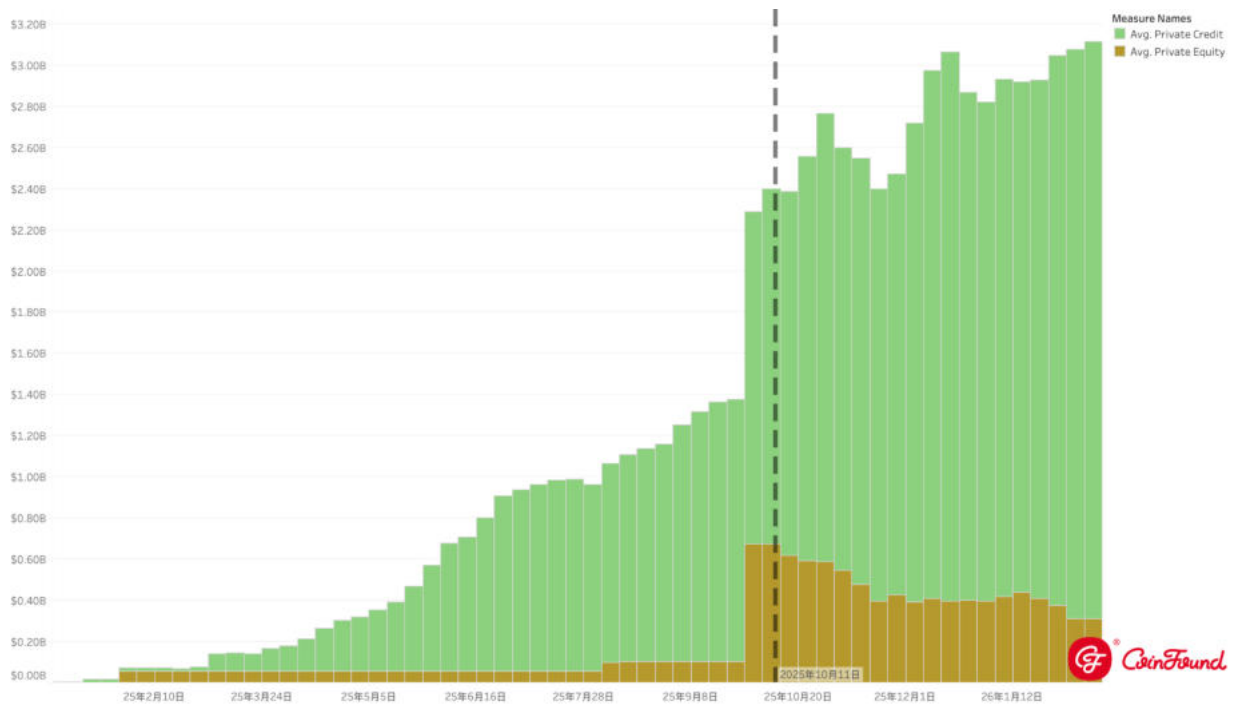


Figure 11. 自 2025 年以来，按周统计私募股权/私募信贷市值。（数据来源：CoinFund）

## 2.5 股票 RWA —— 市值翻倍，Ondo 与 BNB Chain 增长亮眼

与私募股权/信贷市场的颓势形成鲜明对比的是，公开市场股票 RWA (Tokenized Public Equities) 在 2026 年初展现出了令人惊讶的生命力。截至 2026 年 2 月 14 日，尽管纳斯达克指数在“1 月倒春寒”中回调，但股票类 RWA 总市值并未随之萎缩，反而保持增长，与 2026 年初突破 9 亿美元。

通过分析股票 RWA 市值在各平台以及各链上的分布，可得：

- 按平台分析，Ondo（过去三月市值涨幅 67%）和 Xstock（过去三月市值涨幅 23%）带动了这轮股票 RWA 市值的上涨；此外，不乏 Superstate Opening Bell 这样更新但是增长更快速的平台；Backed Finance（过去三月市值涨幅 59%）和 Robinhood（过去三月市值涨幅 93%）虽然市值体量不大，但保持了超高的增速。形成对比的是，Securitize 的股票 RWA 市值明显下降。
- 按链分析，BNB 在 2026 年初的增长表现最为显著，其次是 SOL，过去三个月，两条链上分别带来了 1 亿美金市值增量。形成对比的是，Algorand 上的股票 RWA 市值仍在下滑趋势中。

逐三个月计算市值增长率

	Date		
	2025年8月31日	2025年11月30日	2026年2月13日
Securitize		-34.50%	-31.78%
Stokr		-52.47%	-23.73%
Swarm		-22.20%	-20.14%
Backed Finance		-10.67%	-18.15%
Wisdom Tree		7.73%	-0.91%
Dinari		-9.93%	0.49%
Centrifuge			2.28%
Remora			19.36%
X Stocks		182.46%	23.91%
Backed Finance (xStocks)		69,879.18%	59.78%
Ondo		558,981.37%	67.53%
Robinhood		154.35%	93.54%
Superstate Opening Bell		36.09%	2,217.80%

从2025年至今（2026年2月14日）逐周按平台统计股票RWA市值

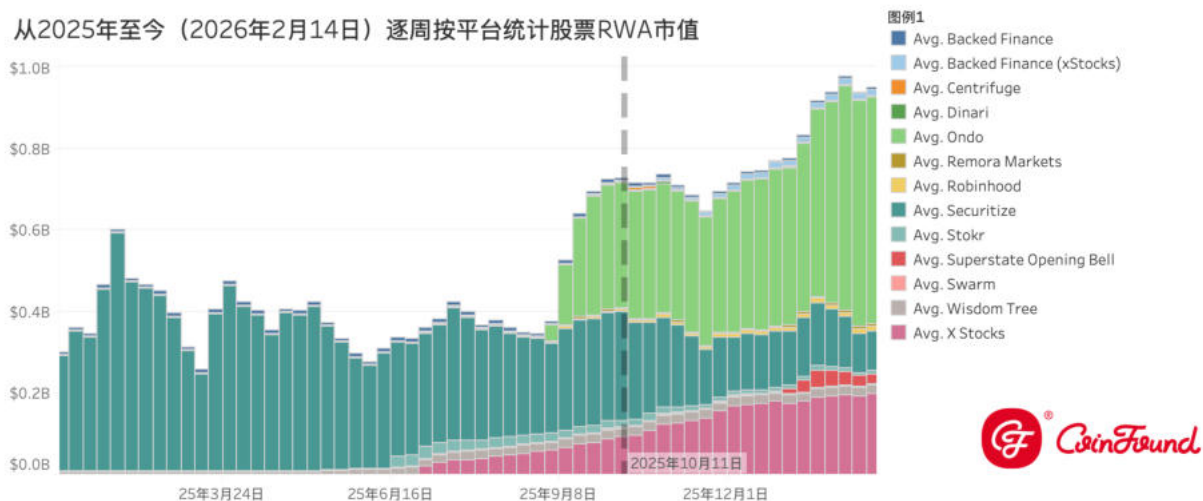
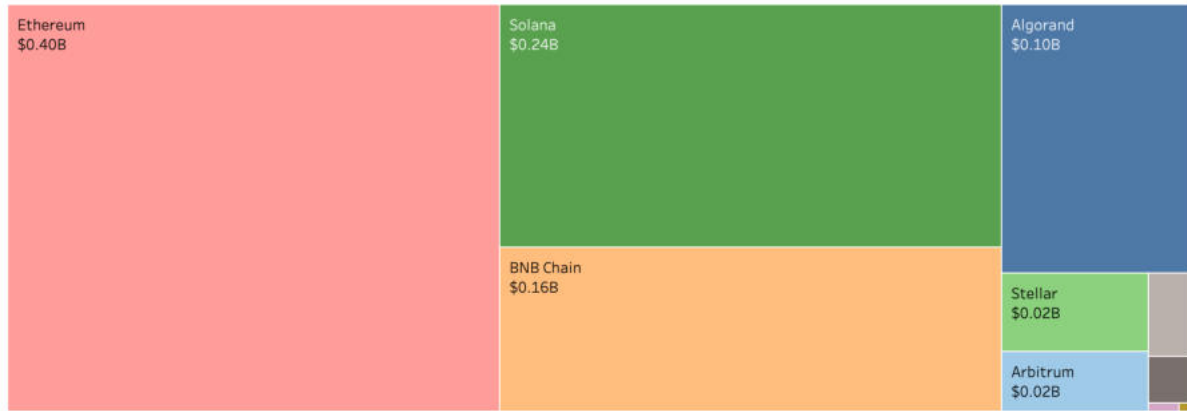
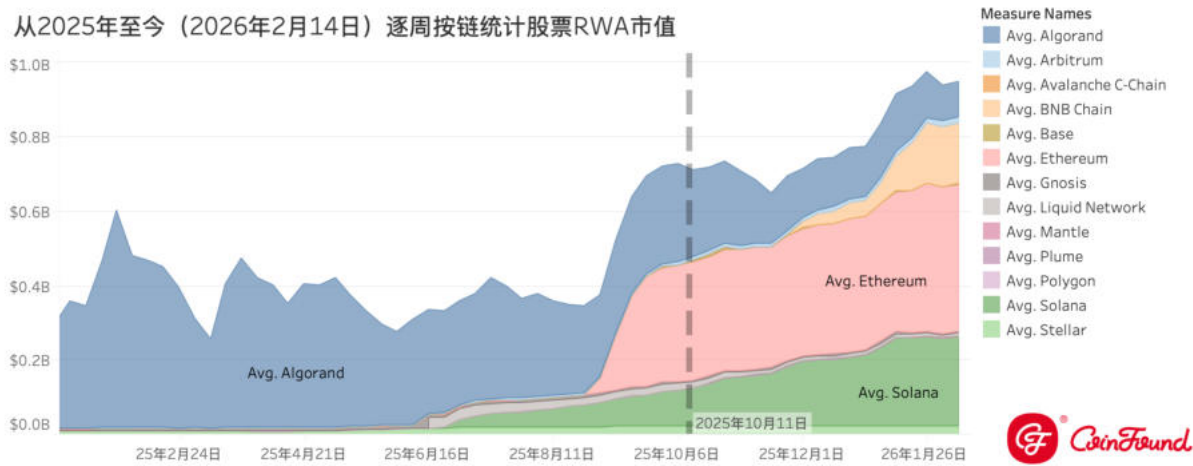


Figure 12. 股票 RWA 按平台统计数据。1011 事件之后，股票 RWA 市值反而逆势上涨，Ondo 和 Xstock 带动了这轮股票 RWA 市值的上涨，形成对比的是 Securitize 的股票 RWA 市值下降。（数据来源：CoinFound）

2026年2月14日股票RWA市值分布（按链）



从2025年至今（2026年2月14日）逐周按链统计股票RWA市值



**Figure 13.** 股票 RWA 按链统计数据。ETH、SOL、BNB 承接了近半年的股票 RWA 市值上涨的增量。其中，BNB 在 2026 年初的增长表现最为显著，快速升至 1.6 亿美元规模。形成对比的是，Algorand 上的股票 RWA 市值在下滑，已跌至 1 亿美元水平，特别的，可以明显发现，2025 年三季度，Algorand 上的 RWA 市值被 Ethereum “抢夺”。（数据来源：CoinFound）

这种数据现象背后可能是以下原因：

1. Ondo & Xstock 靠资产的可抵押性取胜：Ondo 和 Xstock 的核心护城河在于它们不仅仅把股票变成了 Token，更是把股票变成了 Collateral（抵押品）。在 2026 年初的流动性紧缩中，用户持有 Ondo 的代币化股票（如 OUSG-Equities），可以轻松接入借贷协议抵押借出 U。它们成功地将“股票投资”与“链上现金管理”融合。对于加密原生资金来说，能当钱用的股票，才是好股票。
2. Securitize 因私募包袱与流动性孤岛而衰退：Securitize 依赖私募市场（Private Markets）和严格的白名单机制（Whitelisting）正如 2.4 章节所述，私募信贷/股权市场在熊市中遭受重创。Securitize 作为该领域的传统龙头，其发行的资产流动性极差（二级市场几乎为零）。在“10.11”后的恐慌期，资金发现 Securitize 的资产难以变现，因此加速赎回并流向了流动性更好的 Ondo。
3. Robinhood 增长得益于更多股票的上链（特别是 G7 股票）。此外，值得关注的是，其推出 [Robinhood Chain（基于 Arbitrum）](#)，布局股票 RWA、Robinhood Wallet 与 DeFi 的打通。对于普通散户而言，直接用 Robinhood 账户里的钱铸造链上股票，门槛远低于原生 RWA 平台。
4. 链上来看，BNB Chain 的增长来自于币安和 Ondo 的共同推力，一个例子：[Trust Wallet「美股代币交易季」开启！交易 Ondo 美股 RWA，瓜分 15 万美金奖励](#)，2026 年以来，币安持续以活动、奖励、补贴的形式来吸引用户在 BNB Chain 上交易 Ondo 美股 RWA。
5. SOL 链上的美股 RWA 市值增长则是和 Xstock 高度正相关。有观点认为，除了发行更多的美股 RWA 外，Xstock 正在捕获来自新兴市场（Emerging Markets）的增长，对一些新兴市场而言，本国法币对美元贬值，链上美股成为一种对冲宏观因素的“替代性贝塔”资产。事实上，作为高性能链，SOL 大量 RWA 项目入驻，证明了高性能链在 RWA 交易场景中的不可替代性。
6. 与之对比的是 Algorand，尽管技术优越，但 Algorand 缺乏深度的 USDT/USDC 原生流动性和 DeFi 乐高组件。资产发行方发现，留在 Algorand 上就像被困在孤岛，无法接入更广泛的借贷或交易市场。因此，2025 年 Q3 以来，Algorand 上的 RWA 资产被 Ethereum 和 EVM 兼容链无情“抢夺”。

总的来讲，美股市值翻倍，更多美股 RWA 正在上链，美股 RWA 正在成为一种“功能性”资产（兼具抵押、投资、宏观贝塔等功能）。同时，币安、Ondo 等机构在大力推广。并且，可以察觉到，未来的美股 RWA 赢家，将不再是那些仅仅拥有“合规牌照”的机构，而是那些能将“华尔街资产”与“DeFi 乐高”完美融合，并能通过“高效公链”分发到全球每一个角落的解决方案。

### 3 RWA 如何满足市场的当前需求

站在 2026 年 2 月的节点回望，如果说 2024-2025 年是 RWA 的“概念验证期”，那么“1011 事件”与 2026 年初的这场危机则是 RWA 的“压力测试与大分流期”。数据角度，见证了 RWA 市场的整体逆势上涨，也看见了 RWA 赛道内的分化。

无论整体上涨，还是各种类走势分化，底层逻辑是共同的：即 RWA 资产是否能满足市场的当下需求，具体而言：

#### 3.1 市场需求从“零息”及“DeFi 高风险 APY”转向“安全利息”

在 2024 年之前的牛市中，资金追求的是 DeFi 协议中不可持续的高 APY (20%+) 或博取百倍币。但在“10.11”后的熊市/震荡市中，DeFi 原生借贷利率（如 Aave USDC）因杠杆需求萎缩而跌至 2%-3%。然而，现在：

- 持有 3000 亿美金的零息稳定币（USDT/USDC）意味着每天都在承受相对于美元通胀的隐性亏损。而正好，国债 RWA（Ondo, BlackRock）打通了链上与链下的利差通道，提供了 5% 左右的无风险基准利率。资金涌入国债 RWA，本质上是一场为了对抗通胀和机会成本的“被动迁徙”。在牛市未至之前，这将是链上资金的重要“粮仓”。
- 此外，有趣的是。国债 RWA 市值上涨的同时，机构基金、私募类 RWA 市值在明显下降，即使它们提供更高的 APY，但因为底层资产有着更高的风险，因此没有被市场接受。

这说明，市场需要的不仅仅是 APY，而且是“安全”的 APY。

#### 3.2 市场从“代码信仰”转向“更严肃的风险评估和避险需求”

10.11 事件及 2026 年初的多资产下跌行情再次拷打 BTC 作为绝对避险资产的幻想，证明了在极端流动性危机中，加密原生资产仍具有高波动性（High Beta）。资金开始寻求“低相关性”甚至“负相关性”的资产。这种市场需求在黄金 RWA 上体现得非常明显：

- 黄金 RWA 的爆发：是资金对“物理避险”和“地缘政治对冲”的刚需回应。在 1 月倒春寒中，资金更愿意相信瑞士金库里的实物黄金（PAXG/XAUT），而非代码。
- 对比的是，私募信贷/基金的衰退：是“风险溢价（Risk Premium）”重估的结果。投资者不再愿意为了多赚 2% 的收益（7% vs 5%）去承担数倍的违约风险和不可控的底层资产黑箱。

#### 3.3 市场需求从“静态资产”转向“功能性货币”和资金效率

2026 年初的市场正在奖励那些“高流动性、可组合”的实用主义 RWA，并残酷淘汰那些仅有合规外壳、却沦为“流动性孤岛”的教条主义 RWA。

- 流动性溢价 (Liquidity Premium): 在流动性紧缩期, 资金极度厌恶锁仓 (Lock-up)。这解释了为什么 Securitize/私募类 RWA (T+30 赎回) 会遭遇赎回——因为它们“易进难出”, 在危机时刻无法变现救急。
- 资产货币化 (Monetization): Ondo (Stocks/Treasury) 和 Circle 的胜出, 是因为它们做到了“资产即货币”。
  - 可抵押性 (Collateralizability): 能在 DeFi 协议中抵押借出 U, 意味着资产本身具备了货币属性, 极大提升了资金效率。
  - T+0/T+1 流动性: 能够随时变现或进行原子级互换, 意味着机会成本几乎为零。

## 4 哪些 RWA 将成为接下来的赢家？

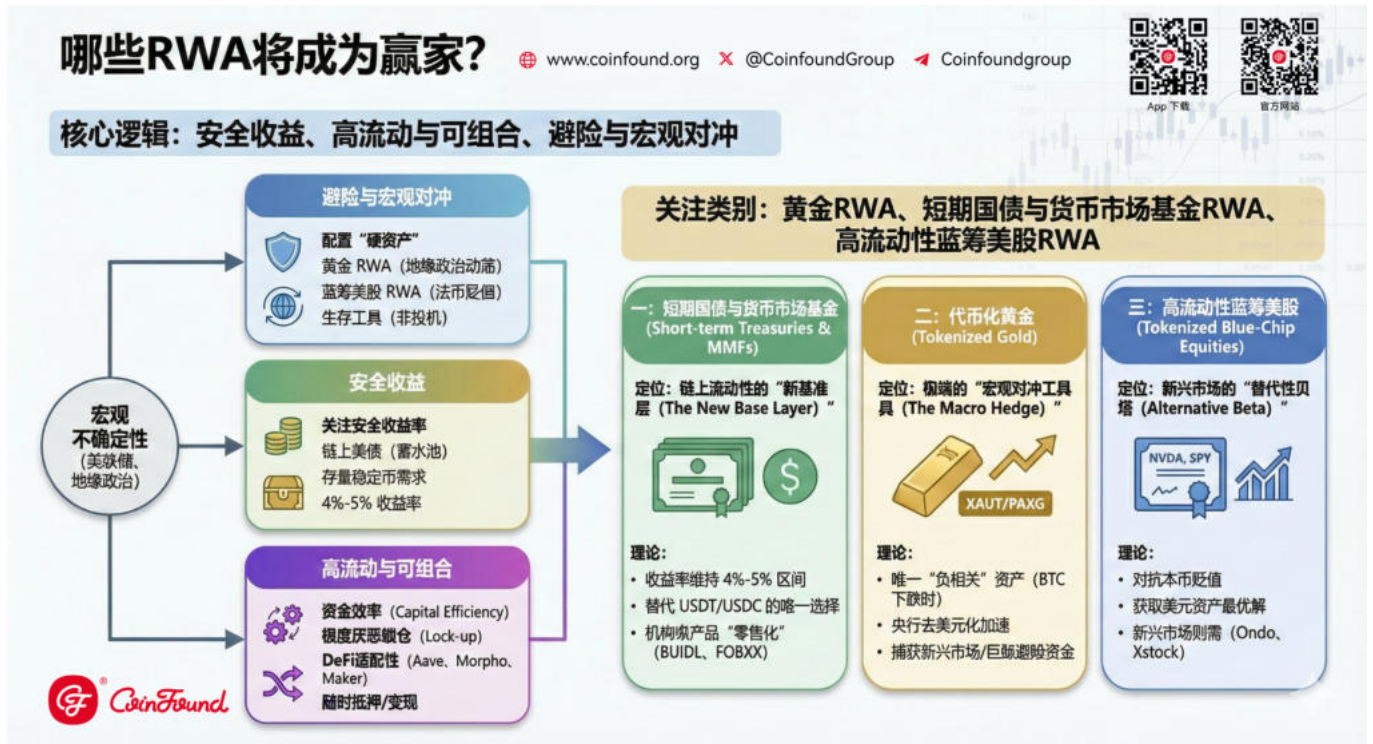


Figure 14. (图片来源：CoinFound)

### 4.1 核心逻辑：安全收益、高流动与可组合、避险与宏观对冲

在宏观不确定性消除（美联储明确降息或地缘政治缓解）之前，市场的资金需求将围绕“避险”、“宏观对冲”、“安全收益”、和“DeFi”展开：

- “避险”、“宏观对冲”：资金迫切需要配置“硬资产”。黄金 RWA（对抗地缘政治动荡）成为刚需。蓝筹美股 RWA（对抗新兴市场法币贬值）也成为良好的宏观对冲工具。这不再是投机，而是全球用户对抗宏观崩溃的生存工具。
- “安全收益”：在 2024 年之前的牛市思维中，低于 10% 的 APY 是不可接受的。但在高不确定性的当下，链上资金也开始关注安全的收益率，链上美债将成为链上资金的蓄水池。高达三千亿市值存量的零息稳定币，将对“安全收益”提出源源不断的需求。
- “高流动与可组合”：仅仅把资产代币化（Tokenization）已经不够了。在流动性紧缩期，资金效率（Capital Efficiency）是第一生产力。资金极度厌恶锁仓（Lock-up），那些不能及时赎回、提出、变现、抵押的资产都将不再那么具备吸引力。相反的，那些具备良好的 DeFi 适配性——能够被 Aave、Morpho 或 Maker 等头部协议接受为抵押品（Collateral）的 RWA 资产将会获得优势；类似的，如果一个 RWA 资产能随时抵押借出 U 来抄底或周转，它将更具吸引力。市场正在奖励那些“高流动性、可组合”的实用主义 RWA。

## 4.2 关注类别：黄金 RWA、短期国债与货币市场基金 RWA、高流动性蓝筹美股 RWA

在宏观不确定性消除（美联储明确降息或地缘政治缓解）之前，赢家将集中在能提供“避险”、“绝对安全收益”、“宏观对冲”的资产类别：

- 一：短期国债与货币市场基金 (Short-term Treasuries & MMFs)
  - 定位：链上流动性的“新基准层 (The New Base Layer)”。
  - 逻辑：只要美债收益率维持在 4%-5% 区间，它们就是替代 USDT/USDC 的唯一选择。未来的赢家将是那些能将 BUIDL 或 FOBXX 这种机构级产品“零售化”的协议。
- 二：代币化黄金 (Tokenized Gold)
  - 定位：极端的“宏观对冲工具 (The Macro Hedge)”。
  - 逻辑：2026 年 1 月的数据证明，当 BTC 随纳指下跌时，黄金 RWA 是唯一的“负相关”资产。随着各国央行去美元化加速，XAUT 和 PAXG 将捕获来自新兴市场和链上巨鲸的避险资金。
- 三：高流动性蓝筹美股 (Tokenized Blue-Chip Equities)
  - 定位：新兴市场的“替代性贝塔 (Alternative Beta)”。
  - 逻辑：对于非美地区（拉美、东南亚、土耳其）用户，持有代币化 NVDA 或 SPY 是对抗本币贬值和获取美元资产的最优解。Ondo 和 Xstock 的增长证明了这一刚需。

## 5 风险提示

本报告基于公开资料、行业访谈、第三方研究以及合理分析框架撰写，旨在进行研究性探讨。但受限于市场发展阶段与信息披露条件，相关结论仍面临以下主要风险与不确定性因素，特此提示：

1. 数据完整性与统计口径风险：RWA 仍处于快速演进阶段，相关市场规模、流通量、使用场景等数据主要来源于项目方披露、链上统计工具及第三方研究机构，不同来源在统计口径、计算方法和时间维度上可能存在差异。部分数据可能存在滞后、估算或样本覆盖不足的情形，从而影响分析结果的精确性与可比性。
2. 资产托管与兑付执行风险：RWA 的价值基础依赖于链下实物的真实存在、合规托管及可执行的兑付安排。尽管主流项目通常引入第三方托管与审计机制，但在极端市场波动、法律争议或跨司法辖区冲突情形下，仍可能出现兑付延迟、赎回受限或链上流动性与链下交割能力不匹配的风险。
3. 技术与系统性运行风险：RWA 通常依托于智能合约、公链基础设施、跨链协议及预言机系统运行，其整体安全性取决于多重技术组件的协同稳定。潜在的合约漏洞、跨链机制失效、预言机数据异常或网络拥堵，均可能对资产转移、抵押清算及支付结算功能造成不利影响，并引发系统性风险外溢。
4. 监管政策与法律环境不确定性：RWA 涉及商品属性、证券属性与支付属性的交叉认定，不同国家和地区在监管分类、合规要求及政策节奏方面存在显著差异。未来监管框架的调整、执法尺度变化或跨境合规要求收紧，可能对相关产品的发行、流通、托管及使用场景产生实质性影响。
5. 市场流动性与价格波动风险：RWA 的二级市场仍处于发展初期，其流动性深度、参与主体结构及价格发现机制尚未完全成熟。在特定市场环境下，RWA 的交易价格可能出现偏离标的资产价值的情形。
6. 研究假设与前瞻判断风险：本报告中涉及的部分分析基于对行业发展趋势、技术路径及政策方向的前瞻性判断，相关假设可能因宏观环境、技术进展或监管变化而发生调整，实际结果可能与预期存在差异。
7. 本报告不构成投资建议：本报告仅供研究与信息交流之用，不构成任何形式的投资建议、要约或承诺。投资者应结合自身风险承受能力，独立作出判断并自行承担相关风险。

