

CoinFund



美股上链的两套新架构

DTC 接入现有体系，OKXICE 另建链上场所

Coinfound Co., Ltd.

Oct. 2026

美股上链的两套新架构

DTC 接入现有体系，OKXICE 另建链上场所

2026 年 10 月

CoinFound Research

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: <https://www.cofound.org/>

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

Takeaway

1. 本文关注的两套新架构已经成形，但都还没有进入公开可验证的市场使用。路线一让代币化股票进入现有的 Nasdaq 订单簿和 DTC 交收体系，变化只发生在成交后的交付环节；路线二在链上另建交易场所，代币化股票与稳定币在资金池中配对，交易和交收都在链上完成。截至 2026 年 10 月 14 日，两套架构的规则框架都已形成，但对应的交易所或场所尚未进入实际交易。
2. 两条路线受到的约束不同。路线一覆盖面宽，罗素 1000 约占美国股票可投资市值的 95%，价格发现沿用现有市场，但代币只能在 DTC 登记的钱包之间转移，在试点规定的 DTC 风控计算中不计抵押和结算价值，启动也取决于 DTC 结算服务是否就位。路线二要在新的资金池里重新积累流动性，单只股票有交易上限，第三方代币化还可能被上市公司逐只反对。
3. 路线二的约束可能先出现在单只股票的额度上，而不是总额度上。按 2026 年 9 月成交量测算，OKXICE 首批 63 只股票每天合计上限约 7.1 亿美元；以 19 天的境外代币化交易额作需求参照，49 只股票合计日均约 4.3 亿美元，只用到总额度的六成，但已有 6 只股票的境外交易额高于单一场所上限。额度前 10 只占 55%，需求前 10 只占 81%，需求比额度更集中。

Contents

Introduction	3
1 关键角色：谁决定两条路线能否运转	5
1.1 八个角色的筛选标准.....	5
1.2 按可替代性分为三层：架构、场所与资产服务.....	5
2 路线一：代币化只改变交付，不改变价格形成	7
2.1 DTC 把证券权益带到链上，正式记录仍在 DTC.....	7
2.2 Nasdaq 沿用同一订单簿，差异只在成交后的交付.....	7
2.3 覆盖面宽，资产移动和风控计值受限.....	8
2.4 规则已获批，交易所仍在等待 DTC 就位.....	9
3 路线二：在链上重建交易与定价层	10
3.1 创新豁免下的链上交易所.....	10
3.2 股票供给与上市公司反对权.....	10
3.3 稳定币配对、资金池与交易上限.....	10
3.4 链上价格独立形成，库存与停牌仍锚定传统市场.....	11
4 从规则容量到真实需求：两条路线的约束开始分化	13
4.1 产品已经存在，不等于已被市场使用.....	13
4.2 共同前提相同，限制来源不同.....	14
4.3 总额度尚有余量，境外需求参照显示单股额度可能先受限.....	14
4.4 两条路线都处在有期限的监管窗口.....	16
5 未来半年：哪些信号会改变当前判断	17
5.1 路线一：DTC 上线与交易所启动信号.....	17
5.2 路线二：OKXICE 运营、股票供给与第二家场所.....	18
5.3 哪些结果才能说明市场进入使用阶段.....	18
Conclusion	19
References	20

Introduction

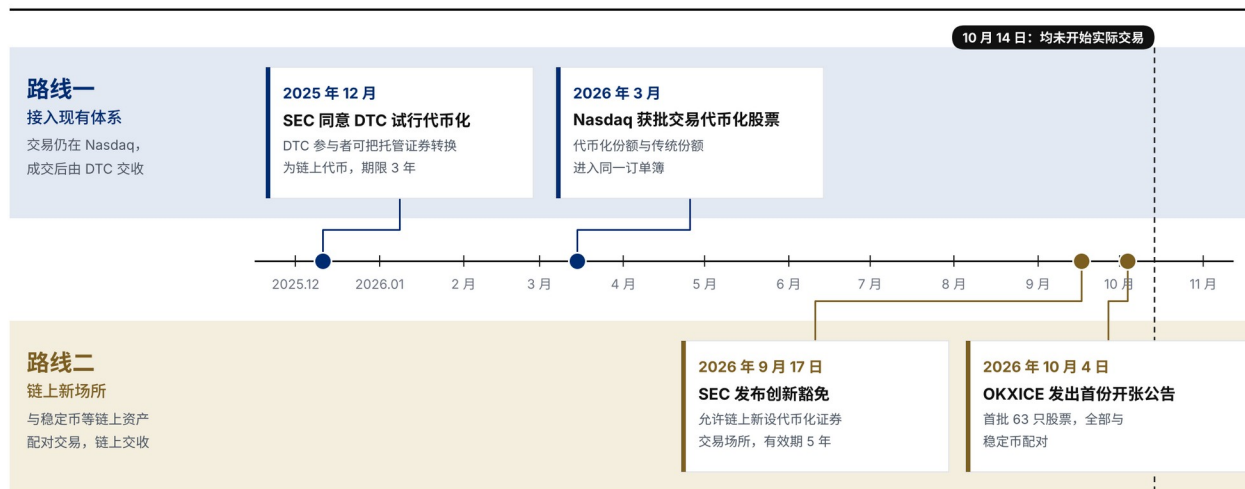
股票上链早已不是新鲜的话题。在过去几年，美国以外已出现了不同的代币化美股的产品：Robinhood 在 2025 年推出了股票代币，面向欧盟用户^[1]，其他境外平台也有类似的产品。但这些代币并没有和美国本土的交易所或是结算体系产生直接的联系，且主要面向美国以外的用户。美国本土也已有机构在现有 broker-dealer / ATS 框架下推出链上股票交易，例如 Securitize^[2,3]。本文关注的是另外两套新的市场架构。

这两套新架构几乎在一年内先后成形。2025 年 12 月，SEC 同意 DTC 试行代币化服务^[4]。DTC 是美国证券市场的中央存管机构，大量股票在此完成后台的持仓记录和交收；2026 年 3 月，Nasdaq 获批交易代币化股票^[5]；同年 9 月，SEC 发布创新豁免，允许在链上增设新的交易场所^[6]；10 月 4 日，OKX 与 ICE 的合资公司 OKXICE 按新规发出了第一份开张公告^[7]。

Figure 1 | 两条路线的形成

四个节点、两条路线：一条接入现有交易与结算体系，一条在链上另建场所

2025 年 12 月至 2026 年 10 月的关键监管与市场节点，按所属路线分列



来源：SEC 致 DTC 无异议函（2025-12）；SEC 对 Nasdaq 规则的批准（2026-03）；SEC Release 34-106402（2026-09-17）；OKXICE 公告（2026-10-04）
注：截至 2026 年 10 月 14 日，两条路线的规则框架都已形成，但都还没有开始实际交易。



Figure 1 | 四个节点、两条路线：一条接入现有交易与结算体系，一条在链上另建场所

Source: SEC no-action letter to DTC [4]; SEC Release Nos. 34-105047 [5] and 34-106402 [6]; OKXICE TSV public notice [7]; CoinFound research.

这四件事分属这两套架构，下文分别称为路线一和路线二。前两件让代币化股票进入了现有的交易所和结算体系：投资者多了一种链上的持有方式，股票还是本身的股票，交易依旧在 Nasdaq 发生，成交后照旧由 DTC 进行交收；后两种则是在链上另开了新的交易场所：代币化股票直接与稳定币等链上资产进行配对买卖，交收也在链上完成。两条路径的核心区别，在于交易和交收是否还留在现有体系之内。

两套架构的规则框架都已经形成，但对应的交易所或场所尚未进入实际交易。截至 2026 年 10 月 14 日，据 RWA.xyz 统计，链上流通的代币化股票和 ETF 约 32.8 亿美元，代币化美国国债约 149 亿美元，前者只有后者的五分之一左右^[8]。需要说明的是，这个数字主要来自 xStocks、Ondo、Robinhood 等境外产品，和美国两条路线要求的同权代币化股票不是一回事。目前很难从规模这个角度去判断后续路径的发展，更具参考性的则是看谁在进行铺路。但无论是哪条路径，都绕不开下面几个环节：制定规则，托管结算，提供交易场所，提供代币

化股票以及提供链上的钱。每个环节背后只有少数几家机构。本文选出具具备代表性的 8 个机构，观察其相关进度，以判断两条路径各自走到了哪一步、又分别受制于什么。

Figure 2 | 两条路线的架构差异

两条路线改变的是不同市场层：路线一只改交付，路线二重建交易与定价

按市场环节比较：哪些沿用现有体系，哪些被改变或在链上新建；底部为由此带来的取舍

市场环节	路线一 现有交易所 + DTC 代币化交收	路线二 链上代币化证券交易场所
股票与权益	沿用 同一只股票，交易代码和 CUSIP 相同； 股东权利不变	新建 须对应真实股票权益；由上市公司 自行发行或第三方代币化
交易场所	沿用 Nasdaq 等现有交易所； 纽交所系五家交易所已有同类规则	新建 链上新场所（首个为 OKXICE）， 带准入控制的资金池
价格形成	沿用 同一订单簿、同一撮合顺序； 同一只股票不会出现两个价格	新建 池内价格只由两种资产的数量比例决定， 可能偏离标的股票
交易资金	沿用 不依赖稳定币或代币化货币基金	新建 与 USDC、USDG 或 USDT 配对； 代币化货币基金为可选项
交收与记录	改变 DTC T+1 交收时可选择交付到登记钱包； 正式记录仍是 DTC 账簿	新建 链上即时交割
持有与转移	改变 代币只能转入 DTC 登记的钱包	新建 开放自托管钱包； 参与者须先通过场所审核
沿用 沿用现有体系 改变 现有体系内的改变 新建 在链上新建 “新建”与“改变”色块按路线着色：路线一 深蓝，路线二 金色		
由此带来的取舍	换来 资产覆盖宽（罗素 1000，约占可投资市值 95%）； 现成的价格发现 代价 资产移动受 DTC 登记体系约束；风控中抵押和 结算价值为零；启动取决于 DTC 结算服务	换来 开放自托管钱包；全天候交易； 链上即时交割 代价 流动性要在新资金池里重新积累；单只股票有交易 上限；第三方代币化可被上市公司逐只反对

来源：SEC 致 DTC 无异议函；Nasdaq 规则（SEC 批准，2026-03）；SEC Release 34-106402；OKXICE 公告（2026-10-04）；FTSE Russell；CoinFound research



Figure 2 | 两条路线改变的是不同市场层：路线一只改交付，路线二重建交易与定价

Source: SEC [4–6]; OKXICE TSV public notice [7]; FTSE Russell [11]; CoinFound research.

1 关键角色：谁决定两条路线能否运转

1.1 八个角色的筛选标准

挑选出标的核心标准只有两条：1.过去一年有可以核实的实际行动，例如获批，上线或发出公告；2.该标的处于两条路径中的某个必经环节上。

基于这两条规则筛选，名单里既有监管者和后台的结算机构，也有交易所、发行方和稳定币公司。它们分属不同行业，平时很少被放在一起讨论。在股票上链这件事上，环节缺一不可，具体机构的分量却并不相同。

1.2 按可替代性分为三层：架构、场所与资产服务

按“这家机构缺席后路线能否继续”衡量，八个角色可以分成三层。SEC 和 DTC 决定架构本身：前者为两条路线制定规则，后者是路线一唯一的启动节点，目前都没有替代者。Nasdaq 和 OKXICE 是两条路线上第一个落地的场所，但纽交所旗下五家交易所已有同类规则^[9]，路线二的其他机构也可以按豁免另设场所^[6]，所以它们都可以被接替。第三层是 Circle、BlackRock 和 Ondo 等资产和服务提供方，目前都不是路线运转的前提：OKXICE 同时接受三种稳定币，USDC 只是其中之一，也没有采用代币化货币基金^[7]。Securitize 的位置更复杂：它一方面为上市公司提供代币化发行和过户服务，另一方面已通过自身注册的 broker-dealer 推出链上股票交易^[2, 3]。因此，它不是这两套架构的控制节点，但也不只是资产供给方。名单之外，上市公司握有逐只股票的否决权，Cerebras 已经行使过一次^[7]，但这目前影响的是个别股票能否上线，还谈不上限制整体供给。

Figure 3 | 八个关键角色

八个角色中，目前只有 SEC 和 DTC 没有替代者

按“这家机构缺席后路线能否继续”分为三层；圆点表示所处环节，颜色表示所属路线



来源：SEC；DTC / DTCC；Nasdaq 与纽交所系规则文件；OKXICE 公告（2026-10-04）；Ondo、Securitize、BlackRock、Circle 公开披露；CoinFound research
注：分层是 CoinFound 依据公开安排作出的判断，反映截至 2026 年 10 月 14 日的状态，不是监管机构的认定。Securitize 另以自身注册的 broker-dealer 运营链上交易，不属于本文比较的两套新架构。

Figure 3 | 八个角色中，目前只有 SEC 和 DTC 没有替代者

Source: SEC [4–6]; NYSE Group rule filings [9]; DTCC [12]; OKXICE TSV public notice [7]; Ondo [10]; Securitize [2, 3, 13, 14]; BlackRock [17]; company disclosures; CoinFound research.

Note: The three-tier grouping is CoinFound’s analytical classification, not a regulatory designation. Securitize also operates a separate regulated broker-dealer trading route outside the two new architectures compared in this report.

2 路线一：代币化只改变交付，不改变价格形成

2.1 DTC 把证券权益带到链上，正式记录仍在 DTC

路线一的起点是 DTC 的代币化服务。基于 SEC 的无异议函，DTC 的参与者可以将托管于 DTC 的证券转换为链上代币，也可以随时让 DTC 将其转换为原有的记账形式。适用范围包括服务上线时的罗素 1000 成分股、此后新加入指数的股票（之后被移出指数，也不会仅因此失去资格）、跟踪主要指数的 ETF 和美国国债，期限为服务上线后 3 年。转换不改变持仓适用的法律框架：股票仍登记在 DTC 的代名人 Cede & Co. 名下，DTC 只认参与者为权益持有人，正式记录也仍是 DTC 的账簿，股东权利不变^[4]。

2.2 Nasdaq 沿用同一订单簿，差异只在成交后的交付

2026 年 3 月，SEC 批准了 Nasdaq 的规则修改，纳入 DTC 代币化服务范围的股票可以在 Nasdaq 以代币化形式交易。在交易所，代币化份额和传统份额挂在同一个订单簿里，按同样的顺序撮合，交易代码和 CUSIP 也相同，因此同一只股票不会出现两个价格。代币化只是下单时附带的一个交收标记：DTC 合格参与者勾选后，订单的成交优先级不变，交易所也不核查其资格，不合格的按传统形式交收；DTC 在 T+1 交收时，再按选择将股票记入传统账户或交付到登记钱包。行情数据也不区分两种份额^[5]。

路线一因此没有建立独立的代币化股票市场：代币化订单进入这只股票已有的报价、撮合和价格形成，变化只发生在成交后证券如何交付这一层，无须像路线二那样在新的资金池里另建流动性，也不依赖稳定币或代币化货币基金。

Figure 4 | 路线一的交易与交收

路线一没有新建价格市场，差异只发生在成交后的交付环节

Nasdaq 代币化股票交易流程：订单、撮合与价格沿用现有体系；DTC 在 T+1 交收时按订单的选择交付



来源：Nasdaq 规则（SEC 批准，2026-03）；SEC 致 DTC 无异议函（2025-12）；CoinFound research

Figure 4 | 路线一没有新建价格市场，差异只发生在成交后的交付环节

Source: SEC Release No. 34-105047 [5]; SEC no-action letter to DTC [4]; CoinFound research.

原生 RWA 平台 Ondo 表示，DTC 生成的代币化权益可以作为 CRCLon 和 SPYon 所对应底层证券的“数字孪生”，底层证券始终留在 DTC 托管体系内，面向用户的产品仍由 Ondo 自己提供^[10]。这是一种已经发生的接入方式，目前没有公开数据说明其规模。

2.3 覆盖面宽，资产移动和风控计值受限

从资产覆盖看，路线一已经覆盖美国股票市场的主体部分：罗素 1000 约占美国股票可投资市值的 95%^[11]。真正的限制在于这些权益能去哪里：钱包只能由 DTC 参与者注册，参与者可以为客户开立钱包、甚至交出私钥，但代币只能转入 DTC 登记的钱包，DTC 只认参与者为权益持有人，并保留在特定反转情形下（例如处理公司行动、更正错误转账）强制转换、转移、铸造或销毁代币的技术能力^[4]。这更像是现有市场基础设施的链上延伸，而不是一个开放的链上交易市场。

复用现有流动性，并不等于代币化没有代价。无异议函写明，试点期间 DTC 在计算参与者的净借记上限和抵押监控时，不给代币化权益任何抵押价值或结算价值^[4]。转成代币的持仓，在这部分风控里不能像普通账簿持仓那样贡献价值。这会不会对某类机构形成明显成本，目前没有参与者层面的公开数据可以量化。

Figure 5 | 路线一—的真正约束

路线一—覆盖约 95% 的可投资市值，约束落在资产移动和风控计值上

资产覆盖、代币可移动范围、DTC 风控计值三方面对比

A | 资产覆盖：宽

约 95%

罗素 1000 占美国股票可投资市值

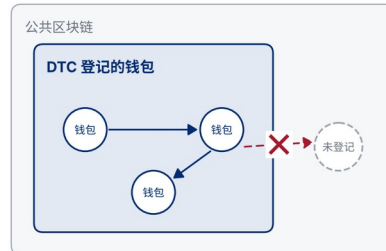
罗素 1000

其余约 5%

适用范围

- 服务上线时的罗素 1000 成分股
- 之后新纳入指数的股票（移出指数也不因此失去资格）
- 跟踪主要指数的 ETF、美国国债
- 期限：服务上线后 3 年

B | 代币能去哪里：窄



- 代币只能转入 DTC 登记的钱包
- 钱包只能由 DTC 参与者注册（可为客户开立，甚至交出私钥）
- DTC 只认参与者为权益持有人
- 特定反转情形下，DTC 可强制转换、转移、铸造或销毁代币

C | DTC 风控计值：零

DTC 计算参与者的净借记上限和抵押监控时：

普通账簿持仓

按现有规则计入抵押和结算价值

代币化权益（试点期间）

0 抵押价值 0，结算价值 0

转成代币的持仓，在这部分风控里不能像普通账簿持仓那样贡献价值。对参与者的实际成本，目前没有公开数据可以量化。

来源：FTSE Russell (2026-06)；SEC 致 DTC 无异议函 (2025-12)；CoinFound research
注：“零”只适用于试点期间 DTC 计算参与者净借记上限和抵押监控时，不代表证券本身的经济价值为零。



Figure 5 | 路线一—覆盖约 95% 的可投资市值，约束落在资产移动和风控计值上

Source: FTSE Russell [11]; SEC no-action letter to DTC [4]; CoinFound research.

2.4 规则已获批，交易所仍在等待 DTC 就位

截至 2026 年 10 月 13 日，路线一已经完成规则审批，但还没有进入交易所正式交易阶段。DTCC 7 月 15 日已经用真实托管的股票和国债完成首批生产环境交易，30 余家机构参与^[12]；正式服务仍计划在 10 月推出，目前尚未看到上线公告。Nasdaq 的规则已经获批，纽交所系五家交易所也已采用基本相同的规则^[5, 9]，但这些交易所的代币化交易都要等 DTC 建立相应的基础设施和交易后结算服务^[5]：前端可以由多家交易所承接，后台仍集中在同一个 DTC 结算层。

但上述两个节点不能混为一谈。7 月测试证明 DTC 一侧已能在生产环境中完成多类代币化证券的转换、转移和交收流程^[12]，但公开材料没有明确说明这些测试是否覆盖交易所成交后的完整代币化交收流程；10 月的服务上线也只说明底层证券可以被代币化并在登记钱包之间转移。目前还不能确定，DTCC 10 月上线的服务是否已经包含 Nasdaq 启动所需的全部结算功能。

判断路线一有没有真正启动，最直接就看 Nasdaq 会不会发出 Equity Trader Alert。按规则，Nasdaq 开始代币化股票交易前至少要提前 30 天通知会员^[5]。交易开始后，普通行情本身无法区分哪些成交选择了代币化交收；DTC 须按季度向 SEC 工作人员报送代币化规模、转移量和钱包数量等数据，但现有文件没有要求公开^[4]。路线一的实际使用量，要看 DTC、交易所或监管机构是否单独披露。

3 路线二：在链上重建交易与定价层

3.1 创新豁免下的链上交易场所

路线二的规则基础，是 SEC 在 2026 年 9 月 17 日发布的创新豁免。它允许新的“代币化证券交易场所”在链上交易已发行的美股，不需要按传统证券交易所的方式注册。交易可以通过自动定价的资金池完成，但只能做二级市场，不能在这里发行新股；参与者也必须先通过场所审核。整个豁免目前有效期为五年^[6]。

路线二最大的不同，是交易和结算都直接发生在链上。代币化股票需要和另一种链上资产放进资金池，由算法完成定价和交换。可用于配对的资产只有三类：另一只代币化股票、稳定币等非证券类加密资产，以及代币化货币基金^[6]。因此，路线二除了要有股票，还必须有能在链上完成交易的资金。

3.2 股票供给与上市公司反对权

代币化股票通常有两种来源：上市公司自己发行，或者由第三方代币化。无论哪种方式，代币都必须对应真实股票权益，不能只是跟踪股价的合成产品。如果股票由第三方代币化，不需要上市公司事先同意，但必须提前通知。上市公司有 30 天时间提出反对；一旦反对，这只股票就不能在该场所交易^[6]。Securitize 则在另一条供给路径上布局：它与 Computershare、Continental 等过户代理合作，为上市公司自己发行链上股票提供服务^[13, 14]。

3.3 稳定币配对、资金池与交易上限

股票来源解决之后，路线二还需要另一半：链上交易资金。OKXICE 的 63 只股票全部与 USDC、USDG 或 USDT 配对，三类配对资产中只用了稳定币，代币化货币基金暂时没有进入。资产类型已经齐备，资金池里实际会有多少钱，目前还看不到：公告没有提到初始流动性安排，OKXICE 的关联方不担任流动性提供者，其他流动性提供者一般也没有义务持续留在池中^[7]。

即使股票和链上资金都准备好了，路线二也不能马上放大，因为规则本身对交易规模设了上限。SEC 按照美股现有分类，把大型、高流动性的股票归为 Tier 1，其余大部分股票归为 Tier 2。一个场所最多可以交易 75 只 Tier 1 股票和 250 只 Tier 2 股票；单只股票的代币化交易量，也分别不能超过对应传统股票上月日均成交量的 0.25% 和 2.5%。如果同一集团运营多个场所，这些额度还要合并计算^[6]。因此，路线二初期更像受控试验，而不是可以迅速放大的市场。

把这一上限换算成实际金额后，路线二的初期规模会更直观。以 OKXICE 首批 63 只股票为例，按 2026 年 9 月的日均成交量计算，10 月份合计每天最多只能交易约 7.1 亿美元^[7, 15]。而且额度高度集中在少数大盘股：上限最高的 10 只股票占总额度的 55%，单只股票上限的中位数只有约 540 万美元。即使是成交最活跃的英伟达，每天也只能交易约 28 万股、6,400 万美元。这些数字还是理论上限，实际成交量只会更低。

Figure 6 | 路线二的规模上限

63 只股票每天合计上限约 7.1 亿美元，额度集中在少数大盘股

OKXICE 首批 63 只股票的单日交易上限：9 月日均成交量（股）× 0.25%（Tier 1）或 2.5%（Tier 2），按 9 月 30 日收盘价折算为美元

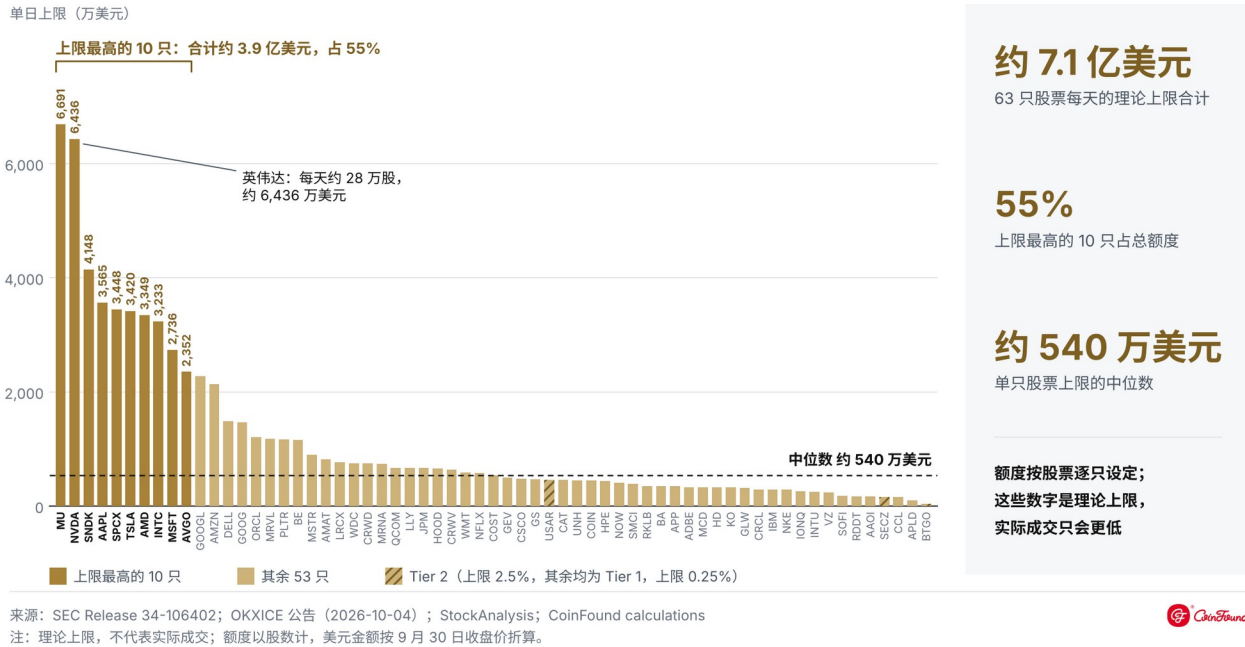


Figure 6 | 63 只股票每天合计上限约 7.1 亿美元，额度集中在少数大盘股

Source: SEC Release No. 34-106402 [6]; OKXICE TSV public notice [7]; StockAnalysis [15]; CoinFound calculations.

Note: Caps are based on September 2026 average daily volume; theoretical maximum, not expected turnover.

即使规模受限，路线二仍有自己的吸引力：它支持全天候交易和链上即时交割，也给加密交易所提供了一条在美国合规交易代币化美股的路径。不过，全天候目前更像一项功能，还不是已被验证的需求来源：近三周境外代币化股票的交易额中，周末只占约 15%^[16]，周末日均只有工作日的三分之一到四成；逐只看，49 只股票的周末日均都低于工作日。

3.4 链上价格独立形成，库存与停牌仍锚定传统市场

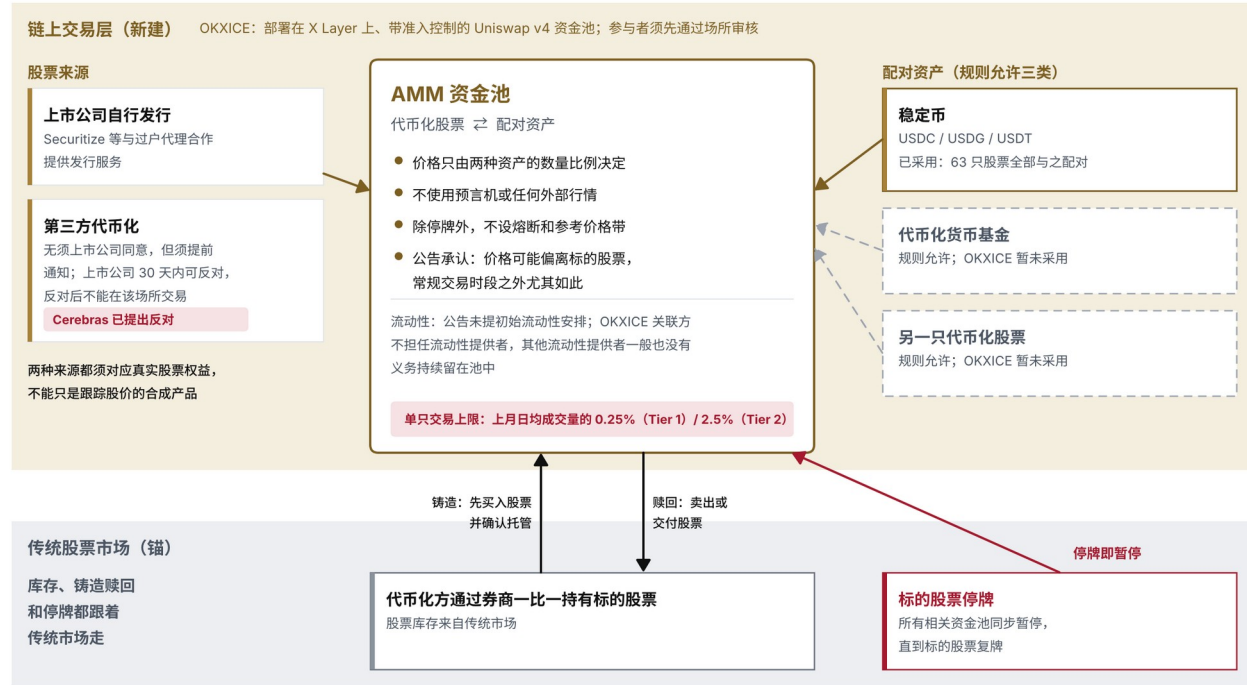
OKXICE 的公告还给出了路线二更具体的落地方式：场所部署在 X Layer 上，采用带准入控制的 Uniswap v4 资金池^[7]。公告没有给出正式上线日期，按 30 天提前通知的要求，最早也要到 11 月初才能运营^[6]。

按 OKXICE 的公告，池内价格只由两种资产的数量比例决定，不使用预言机或任何外部行情，除停牌外也不设熔断和参考价格带；公告也承认，代币价格可能偏离标的股票，在常规交易时段之外尤其如此。把链上价格和股票连在一起的，是传统市场这一端：代币化方通过券商一比一持有股票，铸造时先买入股票并确认托管，赎回时卖出或交付股票；标的股票一旦停牌，所有相关资金池同步暂停，直到复牌^[7]。路线二新建的是一层链上的交易和定价，库存和停牌仍然跟着传统市场走。

Figure 7 | 路线二的结构与锚

路线二在链上新建交易与定价层，库存和停牌仍跟着传统市场

以首个场所 OKXICE 为例：资金池自行定价；股票库存、铸造赎回和停牌仍与传统股票市场相连



来源：SEC Release 34-106402；OKXICE 公告（2026-10-04）；Securitize 公开披露；CoinFound research
注：实线为规则或公告明确的关系；虚线为规则允许、OKXICE 尚未采用的选项。

Figure 7 | 路线二在链上新建交易与定价层，库存和停牌仍跟着传统市场

Source: SEC Release No. 34-106402 [6]; OKXICE TSV public notice [7]; Securitize [13, 14]; CoinFound research.

4 从规则容量到真实需求：两条路线的约束开始分化

规则落地只是起点。真正走到市场使用，还要依次经过五个阶段：获批或取得资格、接入系统、正式上线、出现真实交易或资金，最后才是形成有意义的规模。前面几步主要看监管和基础设施是否到位，后面则要看市场是否真的使用。截至目前，八个关键角色都还停留在前三个阶段，公开信息里还没有谁能证明已经进入“真实使用”。

Figure 8 | 从规则到使用

规则都已就位，但两条路线都还没有可验证的真实交易

关键角色在“规则落地 → 市场使用”五个阶段中的位置（截至 2026 年 10 月 14 日）



来源：SEC；DTCC（2026-07-15 生产环境交易公告）；Nasdaq 与纽交所系规则文件；OKXICE 公告（2026-10-04）；BlackRock；CoinFound research
注：Circle、Ondo、Securitize 未单列：其产品已存在，但公开信息同样不能证明已进入两条路线内的真实使用。阶段划分为 CoinFound 的分析框架。

Figure 8 | 规则都已就位，但两条路线都还没有可验证的真实交易

Source: SEC [4-6]; NYSE Group rule filings [9]; DTCC [12]; OKXICE TSV public notice [7]; BlackRock [17]; CoinFound research.

Note: The five-stage ladder is an analytical framework; positions reflect public information as of 2026-10-14.

4.1 产品已经存在，不等于已被市场使用

从这五个阶段来看，目前大多数角色还停在“获批”和“接入系统”之间。走得相对靠前的是 DTCC 和 BlackRock，但两者代表的进展并不一样。DTCC 已经完成小范围生产环境交易，正式服务还没有上线^[12]；BlackRock 的代币化货币基金虽然已经推出^[17]，但还没有被任何场所选为配对资产，也没有公开证据显示已被稳定币发行方采用。这里需要区分“产品已经存在”和“产品已经被市场使用”：前者已经发生，后者目前还不能确认。

4.2 共同前提相同，限制来源不同

两条路线还有一个共同前提：代币必须对应真实股票权益，持有人享有与普通股东相同的权利^[6]。Robinhood 面向欧盟用户的股票代币，本质上提供的是股票价格敞口，而不是实际股东权利^[1]，因此不能直接套用到美国这两条路线里。

在这个共同前提下，两条路线面临的限制并不一样。路线一覆盖面宽，但资产移动受 DTC 登记体系约束，在试点规定的净借记上限和抵押监控计算中，代币化权益不计抵押和结算价值，能否启动也取决于 DTC 的结算服务是否就位。路线二的限制则来自规模和股票供给：额度按股票逐只设定，第三方代币化还可能被上市公司逐只反对。

4.3 总额度尚有余量，境外需求参照显示单股额度可能先受限

上限是否构成实际约束，因股票而异。以境外代币化股票的交易额作为需求参考，在 9 月 24 日至 10 月 12 日这 19 天里，名单中有 49 只股票能找到完整的境外代币交易数据，合计日均约 4.3 亿美元，只相当于 63 只股票日上限合计的六成^[15, 16]。总额度并不紧，单只股票的额度却可能先不够用：6 只股票的境外日均交易额超过了单一场所的日上限，Circle 约为上限的 14 倍，Strategy 约 2.7 倍，SpaceX 和 Coinbase 约 2 倍，英伟达和谷歌约 1.35 倍^[15, 16]。这 6 只股票占了境外需求的六成；如果按单一场所的上限逐日截断这组境外交易额，约三分之一将无法由一个场所承接。相比之下，特斯拉、美光等多数股票的境外交易额低于上限，限制它们的是需求，而不是规则。

Figure 9 | 境外需求与单只额度

以境外需求作参照：总额度只用到六成，但 6 只股票已高于单一场所理论上限

以境外代币化股票交易额作需求参照，与 OKXICE 单只日上限对比；2026-09-24 至 10-12 共 19 天，名单中 49 只有完整境外数据的股票

A | 境外日均需求 ÷ 单一场所日上限

横轴为对数刻度；1.0× 即需求正好等于上限



B | 总量：需求只用到额度的六成

63 只股票日上限合计

约 7.1 亿美元

境外日均需求合计 (49 只)

约 4.3 亿美元 = 61%

但 6 只超限股票占需求约六成

若按单一场所上限逐日截断，约三分之一 (34%) 的境外交易额无法由一个场所承接；多数股票受限于需求，而不是额度

C | 分布：需求比额度更集中

前 10 只股票所占份额

额度：上限最高的 10 只 (共 63 只)

55%

其余 53 只

境外需求：需求最高的 10 只 (共 49 只)

81%

其余 39 只

额度按传统成交量分配；境外需求集中在少数股票，单只额度因此先于总额度受限

来源：CoinGecko (境外代币成交额)；StockAnalysis；SEC Release 34-106402；OKXICE 公告 (2026-10-04)；CoinFound calculations
注：境外交易额只是需求参照，不代表美国场所上线后的实际成交；需求按当日收盘价折算为股数，再与额度 (股) 比较。

CoinFound

Figure 9 | 以境外需求作参照：总额度只用到六成，但 6 只股票已高于单一场所理论上限

Source: CoinGecko [16]; StockAnalysis [15]; SEC Release No. 34-106402 [6]; OKXICE TSV public notice [7]; CoinFound calculations.

Note: Offshore tokenized-stock turnover over 2026-09-24 to 2026-10-12 (19 days) is used as a demand reference, not a forecast.

两边错配，是因为额度和需求的分布并不一致。额度按传统成交量分配，上限最高的 10 只股票占总额度的 55%；境外需求更集中，前 10 只占 81%。境外需求大体仍跟着传统成交额走，但在少数股票上明显偏高：以同期境外代币交易额除以传统市场成交额，49 只股票的中位数不到 0.1%，而以加密资产为核心业务的 Circle、Strategy 和 Coinbase 恰好排在前三，分别约为 6.4%、1.1% 和 0.7%^[15, 16]。

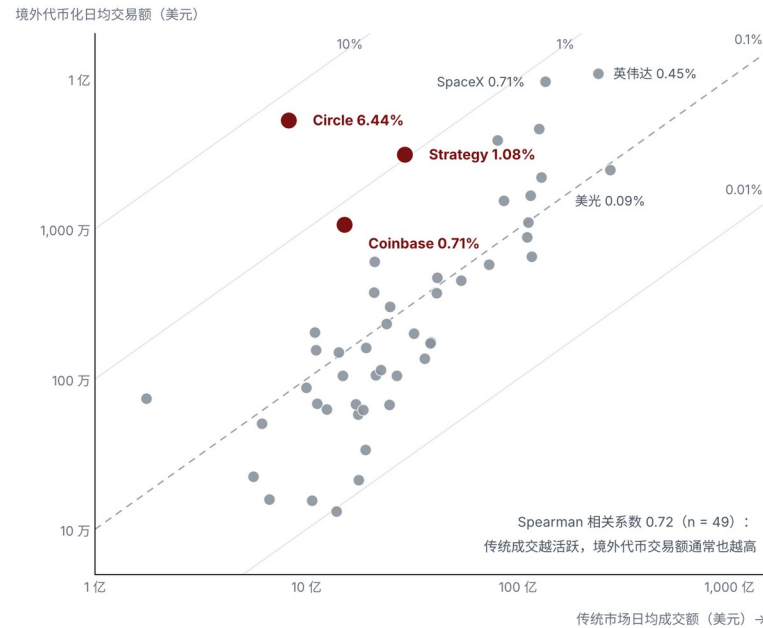
Figure 10 | 需求强度

境外需求大体跟随传统成交额，但三家加密主营公司的需求强度排在前三

需求强度 = 境外代币化股票交易额 ÷ 同期传统市场成交额；2026-09-24 至 10-12 中的 13 个美股交易日，49 只股票

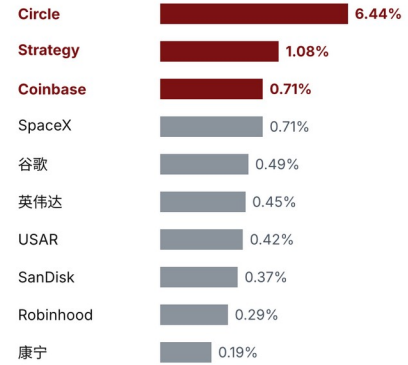
A | 境外日均交易额 vs 传统市场日均成交额

双对数刻度；斜线为等需求强度线



B | 需求强度排名 (前 10)

境外交易额 ÷ 传统市场成交额



49 只中位数 0.084% (不到 0.1%)

条形长度为对数刻度。Coinbase 与 SpaceX
相差不到 0.01 个百分点，SpaceX 不属于
加密主营公司

来源: CoinGecko (境外代币成交额); StockAnalysis (传统市场成交额); 公司 SEC 披露 (主营业务分类); CoinFound calculations
注: 加密主营指公司自身披露的主营业务以加密资产为核心: Circle (稳定币)、Coinbase (交易平台)、Strategy (比特币储备)。



Figure 10 | 境外需求大体跟随传统成交额，但三家加密主营公司的需求强度排在前三

Source: CoinGecko [16]; StockAnalysis [15]; company SEC filings; CoinFound calculations.

Note: Demand intensity = offshore tokenized turnover ÷ traditional-market turnover over the same window.

4.4 两条路线都处在有期限的监管窗口

这些限制也不是最终定型的规则。DTC 的无异议函只在服务推出后的三年内有效，SEC 对路线二的创新豁免则有五年期限^[4, 6]。两条路线目前都处在试行阶段，市场参与者现在面对的是一个有明确期限的监管窗口。到期后规则会继续沿用、扩大范围还是重新调整，目前都还没有答案。

5 未来半年：哪些信号会改变当前判断

接下来半年，两条路线都将第一次接受“能不能真正进入交易”的检验。最先出现的信号大多来自基础设施和监管机构，因为它们通常有明确的公告和通知要求。这些节点更容易被观察，但不代表它们比实际交易本身更重要。

Figure 11 | 未来半年的观察节点

接下来改变判断的不是新公告，而是两条路线能否出现真实交易

按确定程度区分的可观察信号（截至 2026 年 10 月 14 日）；这是观察清单，不是预测



来源：DTCC；Nasdaq 规则；SEC 致 DTC 无异议函；OKXICE 公告（2026-10-04）；GENIUS 法案；OCC；Robinhood 公开表态；CoinFound research

Figure 11 | 接下来改变判断的不是新公告，而是两条路线能否出现真实交易

Source: DTCC [12]; SEC Release No. 34-105047 [5]; SEC no-action letter to DTC [4]; OKXICE TSV public notice [7]; GENIUS Act [19]; OCC [20]; Robinhood [18]; CoinFound research.

Note: Observation framework, not a forecast.

5.1 路线一：DTC 上线与交易所启动信号

路线一接下来最重要的，仍然是 DTC 的正式上线和交易所的启动节奏。DTCC 计划在 10 月推出代币化服务，届时重点看首批参与机构、可代币化证券范围和支持的区块链^[12]。至于交易所是否真正启动，直接看 Nasdaq 是否发出 Equity Trader Alert^[5]；如果纽交所推进类似交易，也会有对应的提前通知。交易开始后，再看是否有单独的使用数据披露。

5.2 路线二：OKXICE 运营、股票供给与第二家场所

路线二接下来最直接的观察点，是 OKXICE 开张后的实际运行。上线后主要看三件事：首批股票能否顺利交易、成交量会不会很快触及上限，以及 USDC、USDG、USDT 中哪一种会成为主要配对资产。Circle、Strategy、SpaceX 等个别股票的境外交易需求已经接近或超过单一场所限额，因此上线后的实际成交会直接检验这些上限是否构成现实约束。

除了交易本身，股票供给也要继续观察。目前公开反对的上市公司只有 Cerebras^[7]。后续如果更多公司提出反对，第三方代币化能覆盖的股票范围就会收窄，路线二会更依赖上市公司主动参与。反过来，如果开始有上市公司自己发行代币化股票并进入这些场所交易，就说明这条路线的股票供给开始变得更稳定。

另一个值得看的，是路线二会不会出现第二家场所。目前为止，还没有看到其他场所发布公开公告。Robinhood 已表示，其股票代币的交易量可能触及部分上限，也在研究这项豁免的具体规则，但目前还没有公布明确计划^[18]。如果后续出现第二家、第三家场所，说明路线二开始从单一项目扩展成更广泛的市场尝试；这些新场所会选择哪些配对资产，也能看出代币化货币基金是否真正进入这条路径。

资金端的下一个时间点是 GENIUS 法案于 2027 年 1 月 18 日生效^[19]，OCC 计划在 11 月前后发布最终细则^[20]。细则会决定货币基金及其代币化形式作为稳定币储备要满足哪些条件，进而影响 BlackRock 等产品能否进入储备体系。它不影响 OKXICE 开张，影响的是这类场所所用稳定币背后的资产构成。

5.3 哪些结果才能说明市场进入使用阶段

哪条路线先出现真实交易，只能说明它更早进入使用阶段，不能据此判断以后谁会占主导。两者争取的需求有重叠，但路线一提供不了路线二的开放性；路线二每个场所（同一集团合并计算）都受额度所限，短期内难以承接传统股票市场的主流流动性。如果一段时间后仍然只有服务上线和场所公告，却看不到真实交易或资金数据，说明市场还没有走出准备阶段，但也不能进一步推断为市场没有需求。

Conclusion

过去一年，美国股票上链最大的变化，不是又出现了更多代币化产品，而是两套新的市场架构已经被搭了出来。路线一以很宽的资产覆盖和现成的价格发现，换来受 DTC 登记体系约束的资产移动；路线二提供更开放的链上交易方式，但要重新积累流动性，并受到单只股票交易上限约束。两者的设计目标不同，进度也不同：路线二已经出现 OKXICE 的场所公告，路线一还在等待交易所启动；但两边都还没有走到真实交易阶段。

目前还不能确认的，主要有三点。第一，两条路线是否已经产生真实使用，目前还没有公开的交易或资金数据能够证明。第二，路线二资金池的实际深度。稳定币已经满足启动所需的资产类型，代币化货币基金并不是前提，但 OKXICE 没有承诺任何初始流动性，池中实际会有多少资金，要等运营后才能看到。第三，境外股票代币已经形成的交易需求，能否转化为美国这两条路线下的需求，目前也没有足够证据，因为两边对应的产品权利结构并不相同。

接下来真正会改变判断的，不是新的公告数量，而是两条路线能不能出现可验证的实际进展。路线一要看交易所是否真正启动；路线二要看 OKXICE 能否运营，并进一步扩展到更多股票、更多发行方和更多场所。只有这些变化真正发生，才能判断美国股票上链是不是从制度准备进入了市场使用。

本文讨论的两套新架构已经成形，服务的需求有重叠，但至少在现阶段更像并行的两种架构，而不是简单的替代关系。

References

1. Robinhood. "Robinhood Launches Stock Tokens, Reveals Layer 2 Blockchain, and Expands Crypto Suite in EU and US with Perpetual Futures and Staking." Robinhood Newsroom, 2025-06-30. <https://robinhood.com/us/en/newsroom/robinhood-launches-stock-tokens-reveals-layer-2-blockchain-and-expands-crypto-suite-in-eu-and-us-with-perpetual-futures-and-staking/>
2. Securitize (press release via PR Newswire). "Securitize, Jump Trading Group, and Jupiter Launch Fully Onchain, Regulated Trading for Tokenized Equities." 2026-05-05. <https://finviz.com/news/350744/securitize-jump-trading-group-and-jupiter-launch-fully-onchain-regulated-trading-for-tokenized-equities>
3. Securitize (press release via PR Newswire). "Securitize Launches Global Onchain Trading of US Stocks with Security Entitlements." Securitize Stocks offered through Securitize Markets, LLC (FINRA/SIPC member broker-dealer), 2026-10-08. <https://finviz.com/news/400423/securitize-launches-global-onchain-trading-of-us-stocks-with-security-entitlements>
4. U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Trading and Markets. "No-Action Letter Request Related to The Depository Trust Company's Development of the DTCC Tokenization Services." Staff no-action letter to The Depository Trust Company (DTC), 2025-12-11. <https://www.sec.gov/files/tm/no-action/dtc-nal-121125.pdf>
5. U.S. Securities and Exchange Commission. "Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, To Amend the Exchange's Rules To Enable the Trading of Securities on the Exchange in Tokenized Form." Release No. 34-105047, File No. SR-NASDAQ-2025-072, 2026-03-18. <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nasdaq/2026/34-105047.pdf>
6. U.S. Securities and Exchange Commission. "Order Granting Temporary Conditional Exemptive Relief, Pursuant to Section 36(a) (1) of the Securities Exchange Act of 1934, From the Definition of "Exchange" in Section 3(a)(1) of the Exchange Act for the Use of Certain Distributed Ledger Trading Venues for Tokenized NMS Stocks and From the Definition of "Dealer" in Section 3(a)(5) of the Exchange Act for Certain Liquidity Providers for Tokenized NMS Stocks, and Request for Comment." Release No. 34-106402, File No. 4-927, 2026-09-17; 91 FR 60168, 2026-09-22. <https://www.federalregister.gov/documents/2026/09/22/2026-19388/order-granting-temporary-conditional-exemptive-relief-pursuant-to-section-36a1-of-the-securities>
7. OKXICE TSV (operated by OKXICE LLC). "Public Notice of OKXICE TSV." Notice under the TSV Exemption (91 FR 60168), 2026-10-04. <https://www.okx.com/cdn/assets/files/2610/798CC1267CB56FB2.pdf>
8. RWA.xyz. "Tokenized Stocks and Tokenized Treasuries dashboards (Distributed Value)." Data as of 2026-10-14; accessed 2026-10-14. <https://app.rwa.xyz/stocks> <https://app.rwa.xyz/treasuries>
9. U.S. Securities and Exchange Commission. "NYSE Group exchanges: Notices of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Changes to enable trading of securities in tokenized form." Release No. 34-105260 (New York Stock Exchange LLC, SR-NYSE-2026-17), filed 2026-04-09; Release No. 34-105338 (NYSE Texas, Inc., SR-NYSETEX-2026-13), 2026-04-30; Release No. 34-105347 (NYSE Arca, Inc., SR-NYSEARCA-2026-45), 2026-05-01; Release No. 34-105456 (NYSE National, Inc., SR-NYSENAT-2026-09), 2026-05-12; Release No. 34-105458 (NYSE American LLC, SR-NYSEAMER-2026-36), 2026-05-12. <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nyse/2026/34-105260.pdf> <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nysetex/2026/34-105338.pdf> <https://www.sec.gov/rule-release/34-105347> <https://www.sec.gov/rule-release/34-105456> <https://www.sec.gov/file/34-105458>
10. KuCoin News. "Ondo Partners with DTCC to Launch the First 'Digital Twin' U.S. Stock Tokens." 2026-07-16 (secondary report). <https://www.kucoin.com/news/flash/ondo-partners-with-dtcc-to-launch-first-digital-twin-u-s-stock-tokens>

11. FTSE Russell (LSEG). "Russell 1000 and S&P 500: same lane, different construction." 2026-06-12.
<https://www.lseg.com/en/ftse-russell/research/russell-1000-and-sp-500-same-lane-different-construction>
12. DTCC. "DTCC Turns Tokenization into Reality: U.S. Trades Successfully Processed Using DTC-Tokenized Assets." Press release, 2026-07-15. <https://www.dtcc.com/news/2026/july/15/dtcc-turns-tokenization-into-reality>
13. Crowdfund Insider. "Securitize Partners with Computershare to Issue Tokenized Shares." 2026-04-29 (secondary report).
<https://www.crowdfundinsider.com/2026/04/276326-securitize-partners-with-computershare-to-issue-tokenized-shares/>
14. Continental Stock Transfer & Trust. "Continental Stock Transfer & Trust Selects Securitize as Preferred Tokenization Provider." Press release, 2026-06-24. <https://www.nasdaq.com/press-release/continental-stock-transfer-trust-selects-securitize-preferred-tokenization-provider>
15. StockAnalysis. "Stock price history (daily volume and close) for the 63 OKXICE initial stocks." Consolidated data-source reference; ticker pages at stockanalysis.com/stocks/{ticker}/history/; window 2026-09-01 to 2026-10-12; accessed 2026-10-14. <https://stockanalysis.com/stocks/>
16. CoinGecko. "Historical data (daily trading volume) for offshore tokenized-stock tokens." Consolidated data-source reference; token pages at coingecko.com/en/coins/{token}/historical_data; window 2026-09-24 to 2026-10-12; accessed 2026-10-14. <https://www.coingecko.com/>
17. The Block. "BlackRock launches two tokenized money market funds for stablecoin reserves." 2026-08-03 (secondary report).
<https://theblock.co/post/410469/blackrock-launches-two-tokenized-money-market-funds-stablecoin-reserves>
18. crypto.news. "Robinhood says stock token volume is nearing SEC exemption caps." 2026-10-02 (secondary report).
<https://crypto.news/robinhood-says-stock-token-volume-is-nearing-sec-exemption-caps/>
19. U.S. Congress. "Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act (GENIUS Act)." Public Law 119-27, 2025-07-18. <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-119publ27>
20. The Block. "OCC races to finalize GENIUS Act stablecoin rules by November." 2026-08-19 (secondary report).
<https://theblock.co/news/regulation/2026-08-19-occ-races-to-finalize-genius-act-stablecoin-rules-by-november-412240>