

CoinFund



穿透代币化基金

AUM失效边界
与链上集成度新框架

Coinfound Co., Ltd.

May 2026

穿透代币化基金：AUM失效边界与链上集成度新框架

Amber J¹ and Janus R²

¹amber@cofound.org

²iresearch@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

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

Takeaway

1. 代币化基金的规模增长，并非源于普通投资者正在大量买入。USYC 反超 BUIDL，其中约 94% 的流通量集中在 Binance 单一关系方，而 BUIDL 峰值时约 57% 的份额被 USDtb 吸收进稳定币系统。这些案例结构说明，头部产品的真实需求更多来自 CEX 抵押、稳定币储备和协议金库，而不是传统基金式的分散销售。相反，代币化基金的费率和门槛均远超传统基金，对单纯追求无风险收益的普通投资者缺乏明显吸引力。
2. AUM 指标的解释边界正在失效。在代币化基金赛道，AUM 仅能刻画资产规模，但无法解释资产是否真正进入链上系统、是否被核心协议持续调用、以及是否承担抵押品、储备资产或协议金库资产功能。而后者才是理解当前代币化基金真实需求、产品权重与系统重要性的关键。BENJI 的 AUM 约为 JAAA 的 5 倍，并跨 9 条链部署，但其更接近传统货币基金的链上分发渠道，JAAA 规模更小，却已进入多个协议场景，开始承担协议层资产功能。这意味着，代币化基金的评估重心需要从“资产规模”，转向“链上真实效用”。
3. 链上集成度应成为评估代币化基金链上效用的新框架。相比单一 AUM 指标，它更关注资产在链上系统中的实际使用方式：接入了多少协议，在关键协议中承担多大资产比例，能否被跨协议组合调用，以及是否具备跨链可及性。按照这一框架，USYC、BUIDL、JAAA 等产品的权重来自其在 CEX 抵押、稳定币储备和协议金库中的真实使用，而 BENJI、BCAP、SCOPE 等产品即便具备较高 AUM 或链上份额化形态，但尚未进入核心链上使用场景，其系统重要性仍需要重新评估。

◆ WEALTH MANAGEMENT / THEMATIC INSIGHT

从 AUM 排序到链上集成度： 代币化基金的真实坐标迁移

一张图看懂代币化基金如何从传统基金份额，演化为稳定币、CEX 与 DeFi 系统中的链上金融组件。

TAKEAWAYS

STRATEGIC COMPASS

EXECUTIVE SUMMARY

头部代币化基金的规模增长，并非来自传统投资者的广泛认购，而是被链上系统深度吸收与集成。

AUM 只能衡量规模，链上集成度才能衡量其系统重要性。



Figure 1. 图片来源：CoinFound

Contents

1 市场结构：AUM 繁荣背后的真实分布	4
1.1 五类代币化基金的规模分布：从单一美债叙事到多层资产结构	5
1.2 产品与平台集中度：扩张由少数产品和少数通道共同支撑	6
1.3 持有人数量级差异与分发假设的失效	7
2 持有人结构：从投资“持有”到系统“嵌入”	9
2.1 代币化基金的真实持有人画像	9
2.2 三种消费方式：储备资产、抵押品与组合收益	10
2.3 “7 x 24 流动性”四类承诺的背后	12
2.4 “持有”与“嵌入”：两种资产形态的本质分化	13
3 发行方叙事：叙事与真实需求侧的错位	16
3.1 传统投资者视角下的“无效”产品	16
3.2 TradFi 叙事的路径依赖	18
3.3 穿透主流叙事：公众信号的放大与失真	18
4 临界点：代币化基金正在成为链上原生组件	20
4.1 演化方向	20

引言

2026年1月，Circle旗下的USYC反超BlackRock的BUIDL，成为全球最大的代币化美债基金。但很少有人注意到彼时一个令人惊讶的事实：USYC流通规模的94%由币安（Binance）持有，这只全球最大的代币化基金，其本质是交易所抵押品需求的集中体现，而非传统基金式的分散化持有增长。

当前，以美债为底层的代币化基金，已成为全球顶级资管机构集中进入的共识赛道。然而，在“传统金融上链”的宏大叙事下，发行方的公开话语与底层链上结算数据之间，开始出现明显的结构性错位。如果沿用传统资管逻辑，代币化基金会理解被理解为拓宽长尾分发渠道。但高企的系统费率与动辄数百万美元的准入门槛，削弱了“散户化”叙事的解释力。剥离合规包装后，其真实基本面正在转向“系统嵌入”：在这场百亿美元级资金迁徙中，真正的承接方并非传统投资者，而是加密体系内的中心化交易所（CEX）、稳定币与DeFi协议。资管巨头受制于合规与分销渠道的路径依赖，台面上仍维持“基金销售”的保守叙事，实际却在持续铸造加密金融底层的可编程生息组件。随着赛道越过从“分发渠道”向“原生基建”演化的临界点，配置和观察的方法论也需要同步重构。当资产的护城河由“散户认购量”转向“协议集成广度”时，传统资管的核心标尺，即总资产管理规模（AUM），对赛道权力格局的解释力开始下降。沿用静态AUM去衡量动态链上组件，容易误判真实的价值分布。面对已经变化的底层逻辑，市场需要从单一规模排序转向对协议接入广度、抵押品承载权重、跨协议组合能力与跨链覆盖范围的识别，才能穿透表层AUM叙事，锚定代币化基金在链上金融系统中的真实位置。

1 市场结构：AUM繁荣背后的真实分布

代币化基金的规模叙事建立在一个隐含前提之上：AUM增长意味着市场正在扩大，产品数量增加意味着赛道正在成熟，头部机构进入意味着传统资本正在系统性迁移。但链上市场的真实分布并不完全服从这套传统资管逻辑。要判断代币化基金究竟已经发展到什么阶段，必须先把资产类别、产品规模、平台承载与链上流通状态放在同一张地图中观察。

1.1 五类代币化基金的规模分布：从单一美债叙事到多层资产结构

代币化基金的市场讨论长期被“代币化美债”主导，这一叙事并非没有依据。按 distributed value 口径，货币市场基金仍是当前最大的子类别，USYC、BUIDL、BENJI、USDY 四个头部产品共同支撑了赛道最主要的规模。但如果只沿着美债基金理解代币化基金，容易忽略一个已经发生的变化：赛道内部资产结构正在从短久期、低风险、接近现金管理的产品，扩展到私募信贷、CLO、PE/VC 与主动策略等更复杂的资产层级。

代币化基金的真实分布：从单一美债叙事到多层资产结构

指标口径：截至 2026 年 5 月 9 日 distributed value

■ 规模绝对主导 ■ 信贷资产扩张 ■ 另类资产扩张 ■ 探索期长尾

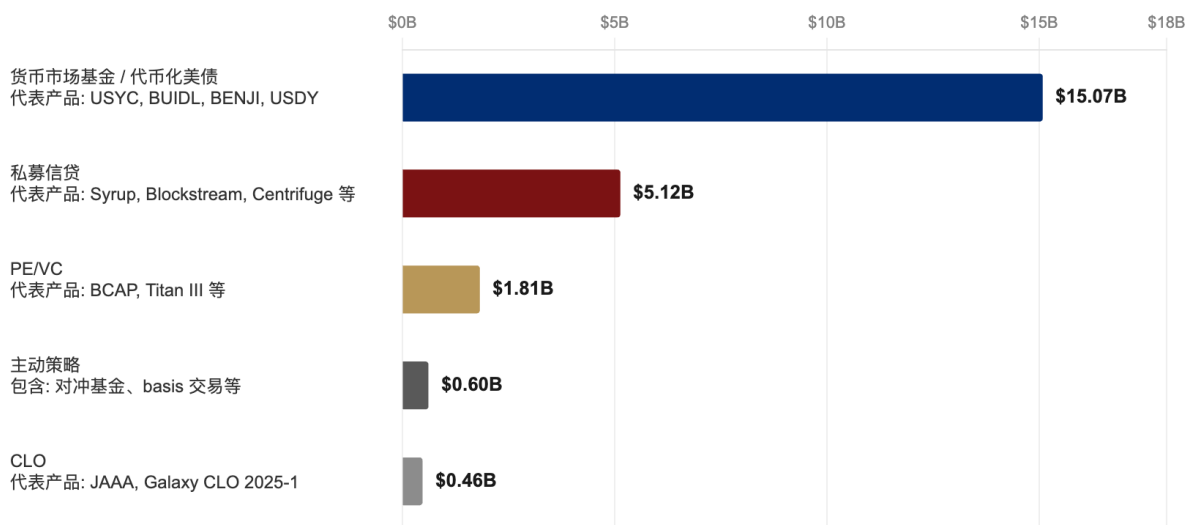


Figure 2. Source: CoinFound, RWA.xyz, Securitize, Franklin Templeton, Ondo, Maple, Centrifuge, Janus Henderson, Anemoy, Galaxy, Hamilton Lane, Alt; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。

代币化基金的市场讨论长期被“代币化美债”主导，这一叙事有其现实基础，短久期、高流动性、接近现金管理的资产，也最容易成为稳定币储备、抵押品和链上收益底仓。但如果只沿着美债基金理解这一赛道，会忽略一个已经发生的变化：代币化基金正在从现金管理工具，扩展到信用、结构化产品、私募权益和主动收益策略等更复杂的资产层级。

本文采用 distributed value 作为主口径，目的是尽量观察已经进入链上独立持有与流通状态的资产，而非仅观察已经完成登记、映射或封装的资产。Figure HELOC 这类产品显示，represented value 可以反映资产代币化登记规模，但其中相当部分仍锁定在许可链或自营生态内部，未形成可被外部持有人广泛持有、转移和组合调用的链上分布。

这个口径差异会直接改变对赛道成熟度的判断。资产完成登记只说明发行侧具备搬运能力，资产进入独立链上分布才说明需求侧已经开始消化。代币化基金当前最值得观察的部分，恰恰落在两者之间的落差：资产谱系已经从美债扩展到多层风险资产，但真正形成链上流通的部分仍集中在少数产品、少数平台和少数持有方手里。

1.2 产品与平台集中度：扩张由少数产品和少数通道共同支撑

代币化基金已经形成五个子类别，但子类别扩张并没有带来充分分散的产品结构。规模仍主要集中在少数头部产品，产品又通常绑定少数具备发行、合规、托管、转让与链上分发能力的平台。AUM 排序看到的是头部产品的规模增长；集中度矩阵显示的则是另一层结构：代币化基金目前仍由少数产品与少数通道共同塑形。

扩张由少数产品和少数通道共同支撑：产品与平台集中度

指标口径：各子类别头部产品与平台份额占比

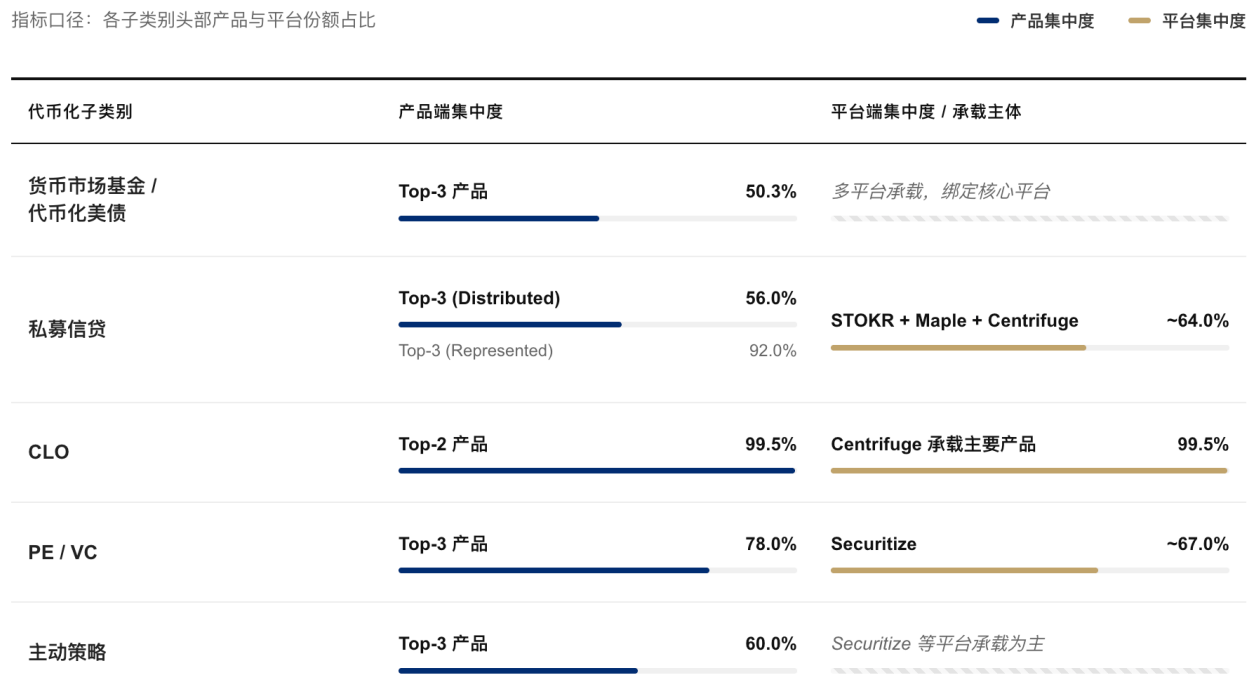


Figure 3. Source: CoinFound, RWA.xyz; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。

产品集中度说明代币化基金的规模增长主要由少数可被链上资金池消化的产品推动。货币市场基金之所以最先形成规模，原因在于其资产属性与链上需求最容易匹配：短久期、高流动性、收益接近 SOFR、可作为现金管理工具、储备资产或抵押品。私募信贷、CLO、PE/VC 与主动策略虽然也已形成独立子类，但多数产品仍处于有限分发、协议试点或平台承载阶段，尚未形成与货币市场基金相同的链上消化能力。规模差异背后，是资产属性与链上需求匹配程度的差异。

而平台集中度进一步说明，代币化基金的扩张受基础设施能力约束。基金份额上链涉及合规发行、投资者准入、KYC/AML、转让限制、赎回接口、托管安排和多链部署，能够同时处理这些环节的平台数量有限。Securitize 在 PE/VC 与主动策略中占据核心位置，Centrifuge 在 CLO 与部分信贷产品中占据核心位置，Maple 和 STOKR 则主要承接信贷类产品。不同平台承载不同资产层级，说明赛道的分工已经出现；但平台份额仍然高度集中，说明这种分工仍处于早期，资产端扩张尚未转化为基础设施端的充分竞争。

产品集中与平台集中叠加后，AUM 增长的含义需要被重新理解。一个子类规模扩大，可能来自更广泛的投资者

接入，也可能只是单一头部产品获得了少数大型需求方或协议分配。平台份额提高，可能代表技术路线被市场验证，也可能只是合规通道尚未充分扩散。代币化基金当前更接近后一种状态：资产谱系已经扩展，少数头部产品和少数平台仍然决定了大部分链上规模的形成路径。

这种结构使“赛道增长”与“市场分散”之间出现明显脱钩。传统基金市场的规模扩张通常伴随产品数量、分销渠道与持有人基础同步扩展；代币化基金的规模扩张则更依赖少数产品找到可承接其链上形态的需求方，再通过少数平台完成合规与技术衔接。由此，产品与平台集中度只是第一层信号，更深的结构差异需要落到持有人层面观察：这些 AUM 最终由多少链上地址承接、是否进入真正分散的投资者基础，才决定代币化基金的市场形态是否已经接近传统资管意义上的“基金市场”。

1.3 持有人数量级差异与分发假设的失效

产品与平台集中度已经说明，代币化基金的规模扩张仍由少数资产和少数通道支撑。更深一层的集中出现在持有人端：头部产品的链上持有地址数与传统基金的投资者基础之间，已经拉开 3 到 5 个数量级。这一差距使 AUM 增长的含义发生变化。规模可以来自更广泛的市场分发，也可以来自少数大型机构、交易场景或协议账户的集中承接；在代币化基金赛道，后一种形态正在头部产品中反复出现。

数量级差异比单个持有人数据更重要。JAAA 的 23 个持有地址、BUIDL 约 100 个持有地址、BCAP 的 628 个持有人，分别对应 CLO、货币市场基金和 PE/VC 三类产品，已经跨越不同资产类型与发行路径。即便选择 PE/VC 子类中相对分散的 BCAP 作为样本，其持有人数量仍停留在 10⁵ 以下；而传统旗舰货基的投资者基础通常在 10 至 10⁷ 区间。两者之间的差距并非某个产品短期推广不足可以解释，而是链上代币化基金当前分发形态的共同特征。

这个差距也改变了“早期市场”的解释边界。一个处于早期阶段的基金市场，通常可以用产品数量少、渠道尚未成熟、投资者教育不足解释短期集中；但当头部产品已经达到十亿级美元规模，持有人数量仍停留在几十到几百个地址时，问题已经超出普通渗透率不足的范畴。AUM 在增长，持有人基础没有同步扩散，说明资金并非沿着传统基金分销网络自然下沉，而是沿着少数链上需求节点集中进入。

这也是 USYC 反超 BUIDL 事件真正值得重读的地方。市场标题看到的是头部排名变化，持有人结构显示的是另一层事实：数十亿美元规模的代币化基金，可以由极少数关系方、机构账户或协议账户承接。USYC 的集中度并非孤立异常，JAAA、BUIDL、BCAP 等样本共同显示，头部代币化基金的链上规模并未对应传统基金意义上的广泛持有人基础。

至此，第一章形成的事实图景已经足够清晰：代币化基金已经拥有多子类资产谱系，规模增长主要由少数产品和少数平台承载，持有人数量级又进一步收缩到几十至几百个链上地址。真正需要解释的，已经从“哪些产品规模最大”转向“这些规模究竟由谁承接、以什么方式被消化”。

持有人数量级断层：规模增长与账户扩散的极度背离

纵向数量级矩阵（链上地址数 / 传统基金账户数）



核心洞察： 该矩阵清晰呈现了代币化基金与传统基金之间的数量级断层。尽管 BUIDL 等头部产品已进入十亿美元级规模，但其持有地址数仍未突破 10^2 数量级。这说明其核心业务逻辑并非将账户引入传统金融，而是作为少数机构和协议在链上进行信用扩张、抵押品管理和流动性调度的链上金融组件。

Figure 4. Source: CoinFound, RWA.xyz、各产品公开披露与传统基金公开资料；数据截至 2026 年 5 月 9 日。

2 持有人结构：从投资“持有”到系统“嵌入”

第一章揭示的集中度并不止于市场份额。十亿级美元规模与百余人链上持有人同时出现，说明代币化基金的规模形成机制已经偏离传统基金市场的分销逻辑。问题的关键由此转向持有人端：这些资产并没有被大量分散投资者逐步买入，而是被少数链上原生主体集中承接，并嵌入到稳定币储备、交易抵押品、协议金库和跨协议收益组合之中。持有人结构的高度集中，首先不是分发失败的结果，而是链上需求以自身方式消化传统资产的结果。

2.1 代币化基金的真实持有人画像

当前头部代币化基金的持有人分布呈现出高度收敛的规律。这种收敛并非偶然，也不能简单解释为产品分发受阻。更准确地说，代币化基金一旦进入链上原生业务场景，其持有人结构就会被该场景反向塑造：保证金、储备资产、协议金库这三类高强度需求，天然具有单笔规模大、参与主体少、对链上接口要求高的特征，因此会把原本属于基金分发问题的“持有人数量”，改写为链上业务系统内部的“承接账户结构”。

最先体现这一逻辑的是中心化交易所的衍生品抵押需求。机构客户在保证金制度下，需要的不只是低风险收益资产，还需要该资产具备链上 NAV 接口、可托管、可确认、可用于抵押结算，并在不牺牲资金效率的前提下保留 SOFR 级别收益。USYC 便是这一需求在 BNB Chain 上的具象化呈现。自币安与 Circle 建立衍生品抵押合作以来，USYC 的扩张本质上是交易所机构衍生品业务规模向链上抵押资产的映射。截至 2026 年 5 月 9 日，其 95.8% 的流通量集中于单一生态；从 2026 年 1 月反超 BUIDL 至截稿日，USYC 规模已增至 29.8 亿美元。如果仍以传统基金的分发口径观察，这一结构会显得异常；但从 CEX 衍生品抵押场景看，单一核心对手方集中承接恰恰是业务实质的直接投射。

当同一逻辑从交易所保证金延伸到稳定币系统，代币化基金的角色进一步从“收益型抵押品”转向“储备资产”。稳定币发行方需要低风险、高流动性、可链上确认的储备底层，以支撑产品锚定、收益竞争力与资产透明度。BUIDL 的持有结构精准映射了这一需求：其总流通规模一度达到 57%（约 6.05 亿美元）被 USDtb 这一中介产品间接持有（该比例为 2026 年 2 月快照峰值；截稿日 BUIDL 总规模升至 24 亿美元、USDtb 收缩至约 \$627M，该间接持有比例已稀释至约 23%）。即便 BUIDL 通过 UniswapX 引入二级市场与做市商，试图接入更广泛的链上流动性，其合格购买人门槛仍要求资产规模达到 500 万美元，使其难以形成传统意义上的分散投资者长尾。换言之，BUIDL 的链上分布并未因二级市场入口而显著分散，因为真正吸收其规模的主体并非普通投资者，而是将其纳入负债结构的稳定币系统。

进入协议金库层面后，集中结构表现得更加极端，但也更加符合链上原生资金分配的逻辑。大型 DeFi 协议在合规框架内寻求确定性收益时，往往不会通过大量独立账户分散买入，而是通过协议层的一致性动作完成资金配置。JAAA 全网仅 23 个持有地址却承载 4 亿美元规模，在传统基金语境下容易被解读为分发失败；但放在 Sky 生态 10 亿美元级别的协议分配框架中，极少数接收账户承接大额资产配置，本身就是协议金库执行“大宗采购”的常态。在这一结构中，持有地址数量低并不意味着需求弱，反而说明资产已经被纳入少数协议账户所代表的系统性资金安排。

相较之下，未进入上述链上原生需求场景的产品，其持有人画像更接近传统基金的链上延伸。BENJI 虽然通过开放 P2P 转账实现投资者数量 140% 的增长，BCAP 虽然占据私募股权子类的半数份额但仅有 628 个地址，但二者均未与稳定币储备、机构抵押或协议金库等链上业务场景形成深度嵌套，因此其链上形态仍主要停留在分散持

有与二级转让层面。它们提供了一个反向参照：只有当代币化基金被链上业务系统吸收时，持有人结构才会从传统基金的分发结果，转化为协议或机构需求的结构映射。

由此可见，头部代币化基金的集中化并非单纯的市场早期现象，也不只是投资者数量不足造成的阶段性结果。它反映的是资产消费场景的改变：产品不再主要依靠发行方把份额分发给大量投资者，而是被少数链上原生主体以高强度、功能化、系统性方式吸收。持有人画像的收敛，正是底层消费方式变化在链上地址层面的投影。

2.2 三种消费方式：储备资产、抵押品与组合收益

持有人结构发生收敛之后，资产的使用方式也随之改变。USYC、BUIDL 与 JAAA 表面上分别进入交易所、稳定币与协议金库三个不同场景，但它们被“消费”的方式具有同一个底层特征：代币化基金不再只是账户中静态持有的基金份额，而是被嵌入上层金融系统，成为可确认、可抵押、可调度、可组合的链上原生金融组件。可组合性由此成为代币化基金相对于传统资管产品的真实增量。

最基础的一层嵌入发生在稳定币系统的储备结构中。以 USDtb 将 BUIDL 作为超 90% 主力储备资产为例，稳定币发行方并非只是“买入”一只货币市场基金，而是将代币化基金的流动性、利率收益与净值稳定性直接内化为自身产品属性的一部分。BUIDL 在这一结构中承担的功能已经超出单一资产配置：它既是储备资产，也是稳定币锚定机制、收益来源与透明度叙事的一部分。当稳定币系统把代币化基金作为核心储备，基金份额的风险不再停留在持有人账户层面，而会沿着稳定币负债结构向外传导。

进一步的嵌入发生在 DeFi 借贷协议的抵押品体系中。Aave Horizon 与 Morpho 等头部协议系统性地 将 USYC、JAAA、LTF 等代币化资产纳入合规抵押品矩阵，意味着代币化基金开始承担链上信用扩张中的底层资产功能。在这一场景中，产品的核心价值不只来自 SOFR 收益，而来自其能否被协议识别、估值、抵押、清算，并在参数约束下转化为稳定币借贷额度。也就是说，基金份额从收益资产转化为信用媒介，是否进入抵押品白名单、LTV 如何设置、清算折扣如何确定，开始成为影响其链上需求的关键变量。

更复杂的一层嵌入出现在跨协议组合策略中。Sky 生态的 Spark 协议体系通过调度超过 35 亿美元资产，在 BUIDL、JAAA、USYC 等代币化基金与多个借贷协议之间进行自动化再平衡。在这一框架下，代币化基金已经不再对应单一持有人、单一收益来源或单一赎回路径，而是被抽象成组合层可以调用的收益模块。协议并不只是持有这些资产，而是根据收益率、风险参数、流动性需求与资产负债结构，在不同资产和不同协议之间动态配置。此时代币化基金的价值开始由组合调度能力重新定义，单只基金的 NAV 只是底层输入，协议层的使用方式才决定它在链上金融系统中的真实位置。

从储备资产到抵押品，再到组合收益模块，代币化基金消费方式呈现出逐层加深的嵌入路径。第一层解决稳定币系统的储备收益与资产透明度问题，第二层解决 DeFi 借贷市场的合规抵押品供给问题，第三层解决协议金库和流动性层的跨市场收益调度问题。三者指向同一件事：代币化基金的核心增量并不来自“把基金份额搬到链上”这个动作本身，而来自链上 token 形态使其能够被上层协议调用、抵押、再平衡和组合。

去中心化系统无法直接将 Vanguard 或 Fidelity 的传统货基份额设为协议储备或清算抵押品，因为传统基金份额不具备可供智能合约识别、转移、抵押与清算的通证接口。传统货基可以提供同样的底层收益，却无法进入链上金融系统的执行层。能够消化这一增量的主体，主要存在于链上原生体系内部；这不仅解释了头部产品的集中持有结构，也重新界定了代币化基金赛道的真实需求侧。

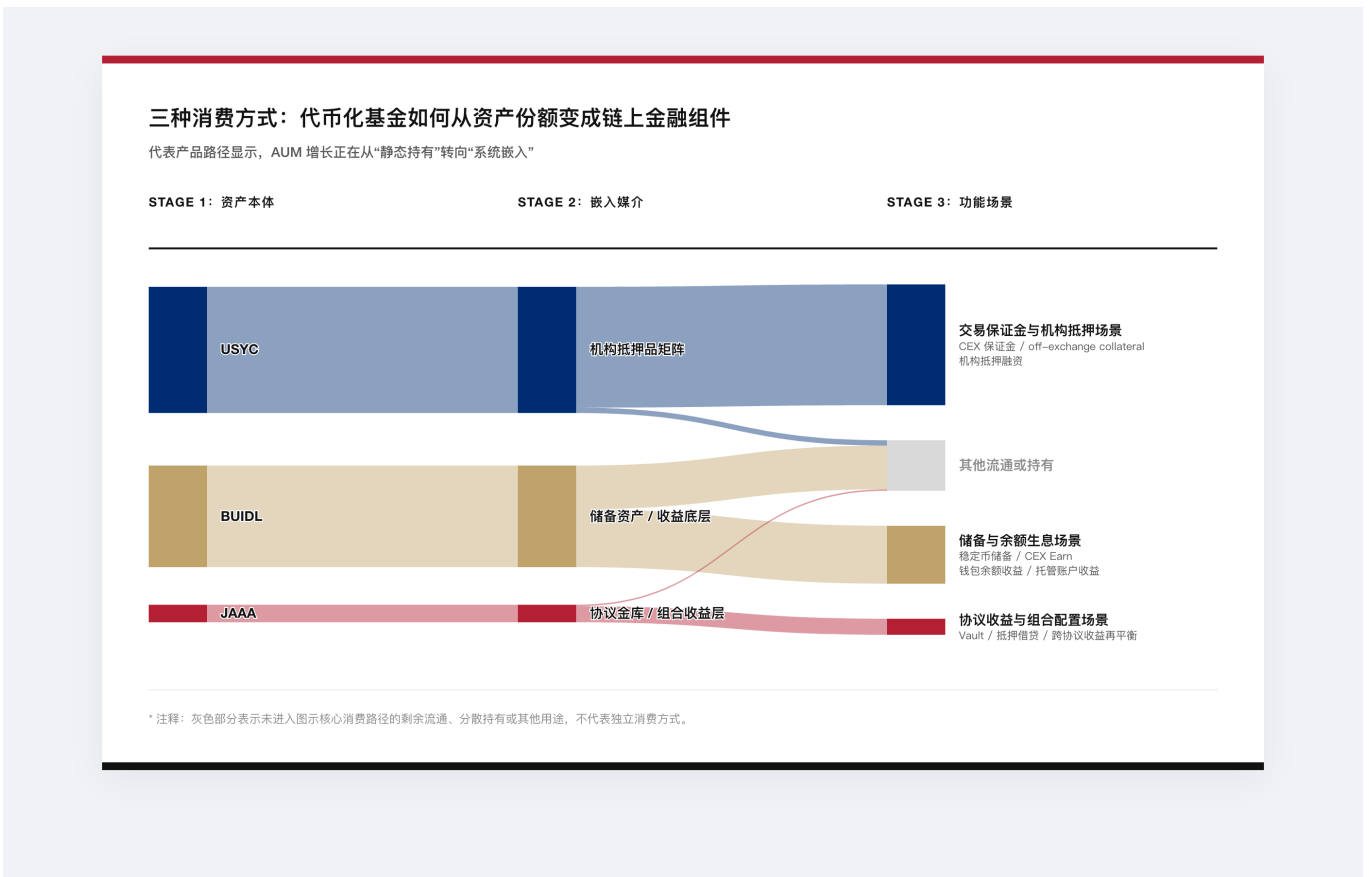


Figure 5. Source: CoinFound, RWA.xyz, Circle, BlackRock, Securitize, Janus Henderson, Anemoy; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。

2.3 “7 x 24 流动性” 四类承诺的背后

当代币化基金从静态持有资产转向链上金融组件，流动性也随之成为上层协议能否接纳它的前置条件。稳定币系统需要储备资产在压力情境下支持赎回，借贷协议需要抵押品在清算时能够被处置，协议金库需要底层资产在跨市场调度中保持可迁移性。如果底层资产仍完全依赖传统金融市场的限时申赎窗口，那么其链上形态很难真正嵌入全天候运转的加密金融系统。

正因如此，“链上 7 x 24 流动性”成为代币化基金最常见的对外叙事之一。但这一表述在产品层面并不是一个统一机制。它可能指向由底层短债资产支撑的 NAV 申赎通道，可能指向发行方或平台提供的流动性安排，也可能指向二级市场买方池，甚至只是指向 DeFi 协议提供的资金周转能力。表面上都被包装为“全天候流动性”，实质上却由不同主体承诺、通过不同机制兑现，并在失效时对应不同的风险归属。

“7x24 流动性”的四类承诺主体与风险穿透

解构公关叙事：流动性幻象背后的真实风险归属映射



核心洞察：链上界面赋予了代币化基金“7x24小时转账”的物理属性，但这并不等同于绝对的金融流动性。穿透分析表明，无论是做市商资金池还是底层资产垫付，流动性的本质是风险的转移而非消除。当极端行情降临时，这些中介承诺方可能撤退，真正的流动性风险最终仍会击穿至终端投资者或 DeFi 借贷协议身上。

Figure 6. Source: CoinFound, RWA.xyz, Circle, BlackRock, Securitize, Franklin Templeton, Apollo, Janus Henderson, Anemoy, BCAP, Hamilton Lane, Aave, Morpho; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。

第一类是底层资产支撑型申赎，也是代币化美债基金最核心的流动性来源。USYC、BUIDL、BENJI 等产品的底层

资产主要是短期美国国债、repo 与现金，因此其“7 x 24 流动性”并不主要依赖 DEX 成交，而是依赖链上份额、NAV 申赎、托管结算与底层短债市场之间的连续衔接。换言之，这类产品的流动性承诺来自底层资产本身，以及发行方和托管机构能否把底层资产流动性稳定传导到链上份额，而不是来自链上二级市场的交易活跃度。

这也解释了为什么 BUIDL 即便在引入链上做市商后，DEX 交易量长期趋近于零，也不能直接推导为流动性失败。学术研究中同类代币化产品在 DEX 上最长连续交易天数仅 3 至 4 天，反而说明 DEX 并非这类产品的主流流动性路径。对底层资产支撑型申赎机制而言，DEX 只是补充通道，主路径仍是 NAV 申赎；真正需要验证的是底层资产、发行方申赎处理与托管结算链条能否在压力情境下保持稳定。

发行方/平台流动性安排的承诺边界更复杂，因为它经常把底层基金条款与平台层流动性安排叠加在一起。ACRED 是这一类机制的典型示例：其底层为 SEC 注册的间隔基金（Interval Fund），基金文件规定赎回频率为季度，每期回购要约不低于基金总 NAV 5% 的最低义务，实务执行常等于该比例从而表现为实际上限。但在产品启动早期，代币化平台曾释放“每日净值申赎（daily redemptions）”的叙事预期，使投资者容易将平台层流动性安排误读为底层基金条款本身的改变。后续平台将表述退回至“视市场情况而定”，本质上是对承诺主体的重新校准：ACRED 的链上形态可以改善交易与登记体验，但无法消除 interval fund 本身的赎回约束。配置方在面对这类产品时，不能只看平台宣传中的流动性措辞，而要回到底层基金文件确认硬性边界。

白名单二级市场转让看似最接近加密市场熟悉的全天候交易，但它的实际流动性受制于买方池结构。BUIDL 登陆 UniswapX 后引入 Wintermute、Flowdesk、Tokka Labs 等做市商，理论上为链上二级市场提供了更连续的交易通道；但由于合格购买人门槛仍然存在，潜在买方被限定在 KYC 白名单与 qualified purchaser 范围内。Hamilton Lane Secondary VI、BCAP 等产品同样面对类似约束。这意味着二级市场转让机制的承诺主体并不是“链上市场”本身，而是白名单买方池和做市商资本。当合格买方数量不足、做市商库存有限或市场风险偏好下降时，所谓 7 x 24 交易能力会迅速收缩。

DeFi 抵押借贷周转则是最容易被误读的一类机制。Aave Horizon、Morpho 等协议接入 USYC、JAAA、LTF 等代币化资产后，持有人可以通过抵押资产借出稳定币，从而获得链上资金周转能力。但这并不等同于基金份额本身获得了 7x24 赎回能力。抵押借贷提供的是资金通道，而不是资产赎回通道；承诺主体是协议参数、清算机制和底层抵押品处置能力，而不是发行方对基金份额的即时回购承诺。一旦底层资产价格、流动性或合规限制发生变化，风险会沿 LTV、清算阈值和抵押品折扣传导至协议层。

由此可见，“7 x 24 流动性”并不是一个可以直接使用的统一指标。它在底层资产支撑型申赎机制下指向底层短债资产、发行方申赎处理与托管结算链条，在发行方/平台流动性安排下指向平台和发行方的协调兑付能力，在白名单二级市场转让机制下指向合格买方池与做市商资本，在 DeFi 抵押借贷周转机制下则指向协议参数与清算能力。配置方真正需要判断的，不是产品是否宣称全天候流动，而是该流动性由谁承诺、通过什么机制兑现、在压力情境下由谁承担失效风险。

2.4 “持有”与“嵌入”：两种资产形态的本质分化

穿透持有人画像、消费方式与流动性机制之后，前三节的论证最终收敛为一个关于产品本质的判断：在最具代表性的头部样本中，代币化基金的链上形态已经不再只是传统基金份额的数字化持有，而是被嵌入稳定币、借贷协议与协议金库之后，成为可调用、可抵押、可组合、可再平衡的链上金融组件。

传统基金的核心关系是投资者与基金之间的所有权关系。投资者买入基金份额，收益来自底层资产组合，流动性由基金条款和申赎规则决定，风险主要围绕单只基金的资产质量、管理能力与赎回安排展开。在这一框架下，基金份额的使用方式相对静态，持有人关注的是 NAV、收益率、费率、久期、信用风险与赎回窗口。

代币化基金的链上形态正在形成另一套关系。资产不再只是停留在持有人账户中，而是被上层系统吸收：稳定币系统把它纳入储备结构，借贷协议把它纳入抵押品矩阵，协议金库把它纳入跨市场收益调度。此时，产品价值不只取决于单只基金自身的收益与风险，还取决于它能否被协议识别、能否被作为抵押品使用、能否进入组合调度、能否在压力情境下被处置。基金份额的核心功能从“被持有”转向“被调用”。

“持有”与“嵌入”：代币化基金形态的本质分化

从孤立的“链上记账凭证”向高阶的“可组合金融原语”的范式跃迁



Figure 7. Source: CoinFound

这一区别解释了为什么代币化基金对传统投资者的增量并不显著。若只从“持有”视角出发，代币化美债的底层收益仍来自短期美债与 repo，与传统货币市场基金并无本质差异；同时，代币化层还会带来更高费用、更严准入门槛与额外操作复杂度。对一个只想获得 SOFR 级别收益的传统投资者而言，代币化基金并不天然优于 Vanguard、Fidelity 等成熟货基产品。

但切换到“嵌入”视角后，赛道的真实需求侧会变得清晰。链上原生主体需要的并不只是 SOFR 收益，而是可被智能合约识别、转移、抵押、清算和调度的收益资产。传统货基可以提供同样的底层收益，却无法直接进入稳定币储备、DeFi 抵押品矩阵或协议金库再平衡系统。代币化基金的真实增量，正是在这一层被释放出来。

因此，头部产品的持有人集中并不必然意味着市场失败，也不应被简单理解为散户分发尚未完成。更准确的解释

是，代币化基金的真实买方已经从传统基金意义上的“投资者”转向链上金融系统中的“功能使用方”。它们买入的不是一只基金的孤立收益，而是一个可以被嵌入自身资产负债表、清算机制和收益调度系统的金融组件。

这一底层事实，引出一个关键矛盾：既然代币化基金对传统投资者并无显著增量，为什么全球头部资管机构与代币化平台仍持续强化“传统金融上链”与“散户民主化”叙事？

3 发行方叙事：叙事与真实需求侧的错位

前文已将代币化基金的真实需求端指向了链上原生协议，但这引出了一项显著的结构矛盾：既然产品事实已高度向链上基建收敛，为何资管机构在公开发声时，其叙事主线依然围绕“传统金融上链”与“拓宽长尾准入”展开？本章将首先通过关键指标的比对评估该产品对传统投资者的实际效用，进而结合具体案例与数据，归因这种叙事错位的制度性根源，并揭示其如何导致了市场信号的系统性失真。

3.1 传统投资者视角下的“无效”产品

通过与传统头部货币市场基金的横向比对可以发现，代币化基金产品在维持相同底层收益敞口的同时，不仅没有带来额外收益，反而显著增加了投资者的摩擦成本与准入门槛。

首先在资产结构与收益来源层面，两类体系具有高度同构性。BUIDL 的底层资产为 BlackRock 管理的美元机构数字流动性基金，BENJI 则依托 Franklin Templeton 的政府货币市场基金持仓。其底层逻辑与 Vanguard VMFXX 或 Fidelity SPAXX 一致，均旨在获取基于短期美债与回购协议（Repo）的无风险收益。

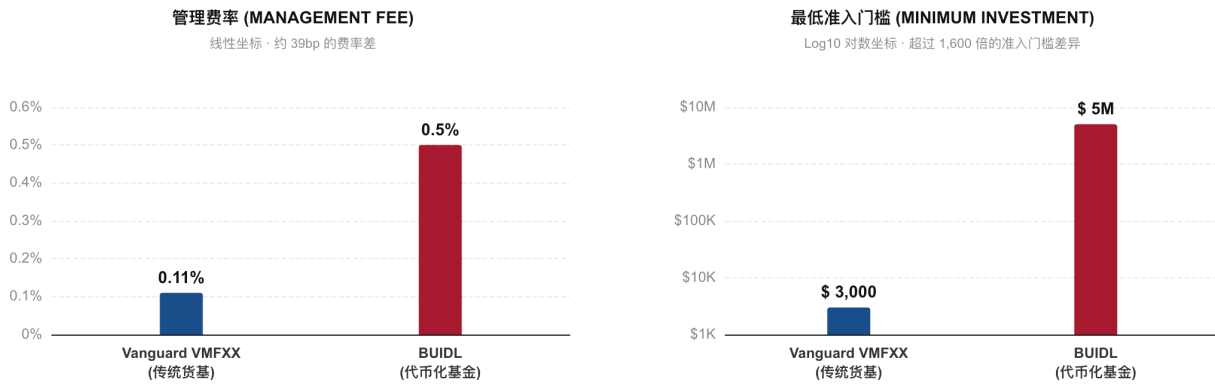
但在费率与准入维度，代币化产品呈现出与“普惠”诉求相悖的特征。公开披露显示，BUIDL 的管理费率为 0.50%（50bp，以太坊链份额；其他链份额降至 0.20%），相较于 Vanguard VMFXX 0.11% 的费用比率，在以太坊链份额上存在近 39bp 的成本溢价（非以太坊链份额下该差额约 9bp）。这一溢价实质上对应了链上分发、合规衔接等基础设施的运营成本。同时，有别于 Vanguard 仅 3000 美元的开户底线，BUIDL 设定了 500 万美元的最低认购标准，并将客群严格限定于 SEC 定义的合格购买人（qualified purchaser）。

完全相同的底层资产配置，却伴随显著增加的费率结构与高出 1500 倍的准入门槛。这种成本收益特征表明，代币化基金对单纯寻求现金管理的传统投资者而言，并非更优的替代工具。这种效用折损进一步印证了前文的判断：代币化的真实增量属性主要在链上环境释放，前述 USYC 95.8% 集中于单一生态、BUIDL 大量份额被 USDtb 用作稳定币储备的数据分布，正是产品属性与真实目标受众自然匹配的必然结果。

传统投资者视角：相同收益下的更高成本与更高门槛

BUIDL vs Vanguard VMFXX (基于相近底层收益敞口的持有成本与准入门槛对比)

底层资产同构性： 均旨在获取基于短期美债与回购协议 (Repo) 的无风险收益。



核心洞察： 横向对比显示，在底层收益敞口相近的情况下，代币化基金并未向传统投资者提供额外收益，反而体现为约 39bp 的费率差与超过 1,600 倍的准入门槛。对单纯寻求现金管理收益的传统投资者而言，它并不构成更优替代；其真实增量更可能来自链上系统内部的使用场景，即储备资产、抵押品与组合收益模块。

Figure 8. Source: CoinFound, BlackRock, Securitize, Vanguard; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。注：50bp 为以太坊链份额；其他链份额截稿日已降至 0.20%

3.2 TradFi 叙事的路径依赖

既然底层数据已清晰证明代币化层仅对链上主体产生增量，为何顶级资管机构依然死守“散户接入民主化”的大叙事？这种错位并非简单的营销失误，而是资管机构受制于既有合规框架与销售渠道的必然结果，并最终导致了对外宣发中“发声密度与兑现密度”的严重背离。

合规与渠道的路径依赖构成了最底层的硬性约束。BUIDL 与 ACRED 在法律主体上分别属于美国证券法框架下依 Reg D 506(c) 与 Section 3(c)(7) 豁免发行的合格购买人基金 (BUIDL) 与 SEC 注册的间隔基金 (ACRED, interval fund)。SEC 的注册类型决定了其招募说明书必须遵循传统基金的话语模板。此外，为了通过传统券商与私人银行标准的 KYC/AML 审查节点，资管方在面对 TradFi 背景的客户群进行路演时，采用“分散持有”、“拓宽准入”等传统金融语境易于理解的概念，成为了沟通成本最低的防御性策略。这种合规与商业惯性，剥夺了发行方在台面上承认其产品正在大量输送给 DeFi 协议的话语空间。

在这种制度枷锁下，赛道内部呈现出一种反直觉的发声规律：在公开场合被强调最多的叙事，在实际产品数据中的兑现率往往最低。“散户接入民主化”是目前发声密度最高的标签，Apollo 高管曾公开表示代币化是“让私募市场更易普及的里程碑”，Hamilton Lane 也确实将 Secondary Fund VI 的最低申购门槛从 500 万美元降至 2 万美元。然而将视角拉回全市场，这一叙事的兑现规模微乎其微。USYC 维持 95.8% 单链集中、BUIDL 仍死守 500 万美元的合格购买人门槛、JAAA 全网仅有 23 个持有地址。个别产品的门槛下调并未改变整个赛道向少数机构与协议高度集中的事实底色。

相反，“接入链上原生需求池”这一动机在资管方的公开发言中被系统性地冷处理。除了 Securitize 平台方 CEO Carlos Domingo 曾直言“下一波需求源自固定收益 (的代币化)”外，资管巨头极少主动使用“链上需求驱动”框架。但正如前文数据反复证明的，这正是兑现率最高、事实最扎实的底层逻辑——百亿美元级别的代币化资产正在被稳定币系统和 CEX 衍生品业务全盘吸收。资管机构对链上事实的结构性“失声”，恰恰反证了其面临的内部品牌叙事与现实意图之间的严重张力。

3.3 穿透主流叙事：公众信号的放大与失真

由于发行方在核心事实上的战略性沉默，市场话语权向代币化平台与财经媒体外溢，导致赛道信号在传播链条中被进一步扭曲。距离发行责任越远的主体，其对外发声越发脱离底层资产的真实约束。

资管机构作为底层资产管理方，受制于披露义务，其在法律文件中的表述最为克制。例如 Apollo 在 ACRED 的说明书中，明确维持该间隔基金单季度 5% 的法定赎回上限。然而，处于中间地带的代币化平台 Securitize，在不承担直接发行责任的情况下，曾在 ACRED 启动公告中释放了“每日净值申赎 (daily redemptions)”的积极预期。这一表述因与底层资产的法定限制存在不可调和的矛盾，在遭遇业内媒体 Unchained Crypto 的公开质询后，平台方才被动将流动性承诺收缩至“视市场情况而定”。这一“早期激进宣发被外部倒逼收缩”的事件链，精准描绘了平台层比资管方激进、却极易误导市场预期中间状态。

处于责任边界最外围的财经媒体，则在完全没有合规约束的环境下将这种失真推向了极致。在 2026 年 1 月 USYC 规模反超 BUIDL 的关键节点，Yahoo Finance、CoinDesk 等主流财经媒体清一色地采用了“Circle 击败 BlackRock”、“争夺代币化市场控制权”的传统商业竞争叙事。在这场传播狂欢中，USYC 高达 94% 的规模由单一 Binance 关系方存量推动的致命事实，在标题层面被集体过滤。

ACRED 流动性承诺的篡改与 USYC 反超事件的媒体失焦共同证明，当前公众视野中所呈现的代币化基金全景，实质上是被合规压力与媒体营销层层折射后的扭曲幻象。这也向配置方与赛道研究者释放了一个明确的信号：既然公开叙事存在系统性失真且自我校准极度滞后，我们就必须跨越传统公关话语和单一 AUM 规模衍生的评估标准，去寻找能够真实反映代币化资产在链上生态中实际运行状况的全新坐标系。

4 临界点：代币化基金正在成为链上原生组件

前文的分析剥离了赛道表层的叙事噪音，确立了代币化基金实质为“链上原生基建”的基本面。然而，这一基本面究竟是少数头部产品的个别现象，还是整个赛道已经发生了结构性的重塑？本章将通过跨越监管、平台与产品三端的事件共振，结合微观形态的分化现象，提出一个观察视角：在 2025 年第三季度至 2026 年第二季度的 12 个月窗口期内，代币化基金赛道正在实质性地穿过从“分发渠道”向“链上原生组件”演化的形态临界点。

4.1 演化方向：从链上发行的传统基金到链上原生组件

在探讨赛道是否跨越临界点之前，首先需要明确演化的方向与判定基准。代币化基金在 2022 至 2024 年的早期发展阶段，其产品定位基本局限于“分发渠道的扩展”，即将传统基金以链上通证的形式进行销售。在这一底层逻辑下，资产的持有人画像、消费方式与流动性机制理应与传统基金保持同构。然而，当前赛道的演化方向正在脱离这一初始路径，向“链上原生组件”发生实质性的形态偏移。判定这一偏移是否发生的客观标准，在于观察赛道头部产品的链上集成深度、跨协议组合以及对手方结构，是否已经同步偏离了传统基金的资产形态。

将这一基准代入微观产品事实，可以观察到当前的赛道头部已经呈现出极其明显的阵营分化。占据资金主导地位的核心资产，已率先顺应这一演化方向，完成了向原生组件的过渡。以具体数据分布来看，USYC 高达 95.8% 的流通量收敛于 Binance 单一关系方，实质上已嵌入 CEX 的衍生品场景；BUIDL 大量流通盘被 Ethena 的 USDtb 吸收（2026 年 2 月峰值约 57%、截稿日已稀释至约 23%），转化为稳定币系统的底层储备；JAAA 全网仅存的 23 个持有地址，精准对应了 Sky 与 Grove 协议层的资金分配节点。这些绝对头部资产的实际运行状态，已经彻底剥离了传统面向公众的分发逻辑，转化为服务于特定协议或机构的底层模块。

作为对照，赛道内仍有部分高规模产品延续着早期的传统模式，为上述形态的演进提供了参照系。例如 BENJI 尽管实现了 1.98 亿美元的规模并完成了跨 9 条链的部署，但其扩张路径本质上仍是传统货币基金分销网络的链上延伸，并未进入任何核心链上原生需求的引力场。同样，占据 PE/VC 子类 53% 份额的 BCAP，其链上形态仅停留在 628 个地址的二级市场点对点转让层面，缺乏深度的 DeFi 协议接入。

这种在同一赛道头部梯队中出现的结构性分化——一部分产品已深度下沉为链上系统的生息组件，而另一部分仍维持着传统的份额分发形态——清晰地勾勒出了产品形态偏移的轨迹。头部产品群在形态上体现出的这种不可逆的二分与偏移，本身构成了赛道正在跨越演化临界点的最直接事实切面。

4.2 演化驱动力——监管、平台与产品的系统性共振

这种从“分发渠道”向“原生组件”的形态偏移，并非孤立或偶然发生的现象，而是由监管环境的重塑、基础设施的迭代以及产品集成深度的共振共同驱动的系统性结果。

2025 年第三季度至 2026 年第二季度，代币化基金赛道出现了一组密集且相互关联的变化：监管侧开始给出更明确的证券化资产与代币化抵押品口径，产品侧头部资产进入稳定币储备、CEX 抵押品、DEX 二级流动性和多链部署场景，平台侧基础设施从发行工具升级为合规衔接节点。三类变化在同一窗口内同步发生，使前文识别出的产品形态变化从个案特征上升为赛道状态。

代币化基金向原生组件演化的驱动力 (2025 Q3 - 2026 Q2)

监管框架、产品集成与平台设施的系统性共振周期

	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2
监管侧	<p>2025.07 GENIUS Act 成法：建立联邦稳定币监管框架</p>	<p>2025.11 HKMA EnsembleTX Pilot 阶段启动</p> <p>2025.12 CFTC 发布代币化抵押品指南</p>	<p>2026.01 SEC 三部门联合发布代币化证券指南</p> <p>2026.03 SEC 与 CFTC 联合发布加密资产分类解释</p>	
平台侧		<p>2025 Q4 Securitize 完成 SPAC / Nasdaq 路径并获 FINRA 承销与托管资质</p>	<p>2026.03 Securitize 被 NYSE 选为代币化证券平台合作伙伴</p>	<p>2026.04 Ondo Finance 全链 TVL 突破 \$3B，平台级 RWA 分发能力继续扩张</p>
产品侧	<p>2025.07 USYC 作为 BNB Chain 收益型场外抵押品上线</p>		<p>2026.01 USYC 规模反超 BUIDL：场景驱动取代品牌驱动</p> <p>2026.02 BUIDL 登陆 UniswapX，引入链上二级流动性</p>	

核心洞察： 矩阵清晰呈现了 2025 Q3 至 2026 Q2 的系统性演化。尤其在 **2026 Q1**，监管明确分类指南、传统金融（NYSE）进场、以及产品规模历史性反超同时发生。这证实赛道已实质性穿过临界点，竞争核心正式从“前端上链发行”进化为“深层系统集成”。

Figure 9. Source: CoinFound, SEC, CFTC, HKMA, U.S. Congress, Securitize, NYSE, Circle, BlackRock, Ondo Finance, RWA.xyz; 数据截至 2026 年 5 月 9 日。

监管侧的变化，主要体现为制度边界从零散试点进入协调期。2025 年 7 月 GENIUS Act 成法，为支付稳定币建立联邦监管框架，并通过储备资产要求间接影响代币化美债基金的需求结构；同年 9 月 SEC 与 CFTC 推进 Project Crypto / Crypto Sprint，11 月 HKMA Project Ensemble 进入 EnsembleTX pilot 阶段，12 月 CFTC 发布 tokenized collateral guidance；2026 年 1 月 SEC 三个 Division 联合发布 tokenized securities guidance，3 月 SEC 与 CFTC 联合发布加密资产分类解释。上述事件的共同意义在于，代币化资产开始同时进入稳定币储备、证券发行、抵押品和交易基础设施四个监管讨论场景。监管框架仍未完成统一，但代币化基金所依赖的合规接口已经显著清晰。

产品侧的变化，集中体现为头部产品进入真实使用场景。2025 年 7 月 Circle 与 Binance 公告 USYC 可作为 BNB Chain 上的收益型 off-exchange collateral，直接连接机构衍生品保证金需求；2026 年 1 月 USYC 反超 BUIDL 后，赛道头部排序已经由单一资管品牌主导转向具体使用场景驱动；2026 年 2 月 BUIDL 通过 Securitize 与 Uniswap Labs 合作登陆 UniswapX，引入链上二级流动性与做市商网络；同期 ACRED 扩展至 Sei 等链，延续 Securitize 对多链分发和链上流动性安排的推进。产品侧的关键信号在于，头部产品已经从“可在链上持有”推进到“可被具体链上场景调用”。平台侧的变化，则为上述产品集成提供了承载层。Securitize 在 2025 年第四季度至 2026 年第一季度连续推进资本市场化、牌照扩展与交易所合作，包括以约 \$1.25B 估值推进 SPAC 合并上市、获得 FINRA 批准的代币化证券承销与托管相关资质，并在 2026 年 3 月被 NYSE 选为代币化证券平台合作方；Ondo Finance 全链 TVL 在 2026 年 4 月突破 \$3B。平台层的意义在于，代币化基金所需的发行、合规、托管、二级流动性和链上分发开始被同一组基础设施串联。单个产品的链上化程度，越来越取决于它能否接入这些平台能力。

这一窗口期的结构性意义，来自监管侧降低合规不确定性，产品侧验证真实使用场景，平台侧提供发行、流通和托管基础设施，三者共同推动代币化基金从“链上发行”进入“链上集成”。此前 2023 至 2024 年的关键事件更多集中在产品上线或单点合规进展，年度密度约 4 至 6 个；2025 Q3 至 2026 Q2 则出现监管、产品、平台三线并进，事件密度约为此前的 2 至 3 倍。事件密度本身只能作为滞后指标，但它已经足以说明：赛道的形态变化在这一窗口内完成了集中兑现。

4.3 动态验证——脱离滞后指标的观测基准

市场背景证明变化已经发生，但后续仍需要持续验证这些变化是否会沉淀为稳定结构。对代币化基金而言，解释力的观察口径不应停留在 AUM 增速，而应转向三类指标：嵌入式持有比例、DeFi 集成深度、头部产品形态分布。三类指标分别对应谁在使用、如何使用、产品形态是否继续分化。

第一类指标是嵌入式持有比例，即被稳定币系统、CEX 单一关系方、协议层接收账户等链上原生主体主导持有的部分，占产品总流通规模的比例。截至 2026 年 5 月 9 日，USYC 约 95.8% 集中于 Binance 相关单一关系方，BUIDL 通过 Ethena USDtb 间接持有比例超过半数，JAAA 的持有地址数量极低且主要对应协议层接收账户。该指标的后续意义在于判断头部产品的需求侧是否继续由链上原生主体主导。若未来 12 个月内头部产品的嵌入式持有比例维持在高位，形态切换判断将获得进一步验证；若该比例显著下降，并由更分散的传统投资者持有替代，赛道解释框架需要相应调整。

第二类指标是 DeFi 集成深度，即代币化基金作为抵押品、储备资产或组合层底仓被协议接入的广度与实际使用规模。截至 2026 年 5 月 9 日，Aave Horizon 启动期抵押品涵盖 Superstate USTB / USCC、Centrifuge JTRSY / JAAA，并计划接入 Circle USYC；Morpho 与 Centrifuge 的机构 RWA 借贷市场涵盖 Anemoy LTF、Midas mTBILL、Hashnote USYC；Sky / Spark 的跨协议再平衡体系已经纳入 BUIDL、JAAA、USYC 等资产。现阶段该指标仍存在数据可得性限制，尤其是各协议内代币化基金抵押品的具体 TVL 占比尚未形成统一公开口径。因此，短期可先

用“接入协议数 + 接入产品数”作为代理指标，后续再用协议 dashboard 和抵押品余额数据校准。

第三类指标是头部产品形态分布，即按持有人画像、使用方式和流动性承诺主体三个维度，对头部产品进行持续分类。当前基线已经较为清晰：USYC、BUIDL、JAAA、ACRED 在三个维度上均明显偏向链上集成型产品；BENJI 与 BCAP 仍更接近链上分发型产品。后续需要观察两类变化：其一，BENJI、BCAP 等分发型产品是否进入 DeFi 抵押品、稳定币储备或协议金库场景；其二，USYC、BUIDL、JAAA 等集成型产品的持有结构是否开始分散化。前者意味着链上集成型产品继续扩容，后者则可能意味着嵌入式需求从头部集中向更广泛的持有人结构扩散。

三类指标共同构成第五章“链上集成度”框架的事实入口。AUM 仍可衡量产品规模，但在代币化基金赛道中，规模本身已经不足以解释产品地位。真正需要被持续跟踪的是：产品是否进入核心链上场景，是否被协议或稳定币系统实际调用，是否具备跨协议、跨链和跨流动性机制的集成能力。只有在这些变量上形成可观察差异，代币化基金才真正从链上发行产品进入链上金融组件。

5 链上集成度：重塑赛道坐标系的新评估框架

确立了赛道向“原生组件”演化的宏观判断，并锁定了用于追踪这一大趋势的前瞻信号后，挑战也随之具体化：在这个正在演进的赛道中，应该如何去评估单一产品的市场地位与真实护城河？

在传统资产管理领域，当需要对资产进行筛选与排座次时，市场惯性会自然地将总资产管理规模（AUM）作为终极指标。这一评价体系的有效性建立在一个隐性前提之上：资产的核心功能是单一的“被动持有”，因此规模的扩张直接等同于市场信任的累积与分发渠道的胜利。然而，既然前文已经确证赛道的核心驱动力已转向“协议底层集成”，那么继续将 AUM 作为定调赛道格局的准绳，便不可避免地会在研究者的视野中制造出严重的认知盲区。

5.1 AUM 失效的边界

AUM 仍然是观察代币化基金赛道的第一层坐标。它衡量一个产品承接了多少资产，也反映发行方品牌、底层资产类型、分销能力与市场需求的综合结果。在传统资管行业中，AUM 通常与产品地位高度相关：规模越大，往往意味着客户基础越广、渠道能力越强、市场认可度越高。因此，代币化基金赛道早期自然沿用 AUM 排序来理解头部格局，USYC 反超 BUIDL、BENJI 跻身代币化美债头部、BCAP 成为 PE/VC 子类最大产品，都很容易被放进“谁规模更大，谁地位更靠前”的叙事中。

这一排序方式在代币化基金进入链上使用层后开始出现解释边界。AUM 能说明资产进入了哪个产品，却无法说明这些资产进入产品后被谁使用、以什么机制使用、承担什么链上功能。USYC 与 BUIDL 是最直接的样本：截至 2026 年 5 月 9 日，USYC AUM 约 29.8 亿美元，BUIDL AUM 约 24 亿美元，两者处于同一规模量级，差距约 24%。但两者链上形态并不相同：USYC 95.8% 集中于 BNB Chain，并由 Binance 相关场景吸收为收益型抵押品；BUIDL 则通过 Ethena USDtb 间接持有大量份额（2026 年 2 月峰值约 57%、截稿日已稀释至约 23%），承担稳定币系统储备底仓角色。AUM 排序可以呈现二者的规模接近，却无法呈现二者在链上系统中承担的功能差异。

BENJI 与 JAAA 进一步显示，AUM 排名与链上地位甚至可能反向。BENJI suite AUM 约 19.8 亿美元，JAAA AUM 约 4.14 亿美元，前者规模接近后者 5 倍。但从链上集成角度看，BENJI 虽然跨 9 条链部署，扩张路径仍更接近传统货基分发渠道的链上延伸，几乎没有进入核心 DeFi 协议场景；JAAA 只有 6 条链分布、23 个持有地址，却被 Sky 生态通过 Grove 协议完成协议层资金分配，并在 Aave Horizon 启动期作为机构级抵押品被接入。这组对比说明，高 AUM 可以来自传统分发能力，中等 AUM 也可能对应更深的协议层嵌入。若只看规模，BENJI 更像头部产品；若看链上系统吸收深度，JAAA 的赛道位置更突出。

BCAP 与 Hamilton Lane SCOPE 则提示另一类边界：链上份额化、合规创新和高 AUM 本身不会自动转化为链上集成。BCAP AUM 约 9.64 亿美元，占 PE/VC 子类约 53%，但其链上形态主要停留在二级转让和链上份额登记层面，几乎没有 DeFi 协议接入。Hamilton Lane SCOPE 通过 feeder 形式把私募市场资产部署到 Polygon，具备合规与准入创新意义，但当前链上使用方式同样主要围绕基金份额化和分发渠道展开，尚未形成稳定币储备、借贷抵押或协议金库层面的深度承接。这类产品的价值不能被否定，但它们说明一件事：代币化完成的是链上载体转换，链上集成还需要额外发生。

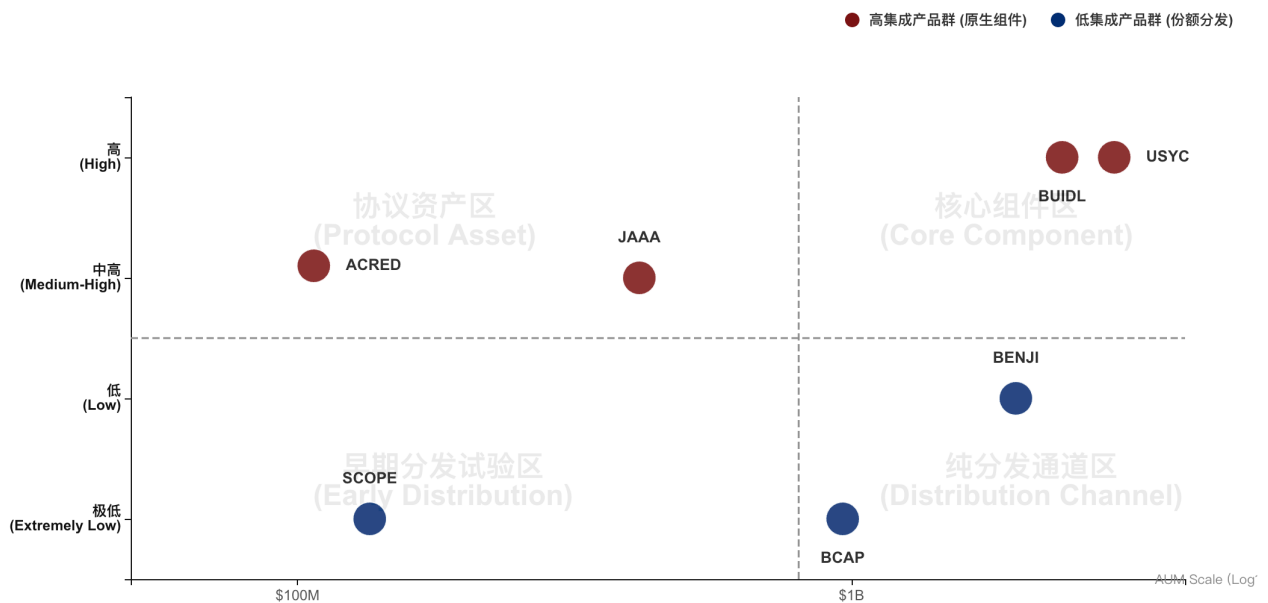
因此，AUM 在代币化基金赛道中的失效并非指标失效，而是使用场景发生了变化。它仍适合衡量资产规模，却不适合作为链上地位的单一代理变量。当前至少有三类情况会让 AUM 排序遮蔽真实结构：第一，传统分发型增

长，产品通过发行方品牌、合规渠道或既有客户基础获得规模，但 token 主要承担登记、持有和转让功能；第二，单一关系方驱动增长，产品 AUM 扩张来自大型交易所、稳定币系统或协议金库的集中吸收，规模增长真实存在，但它反映的是特定链上场景的集中需求；第三，口径型规模膨胀，资产已经完成链上映射或平台内登记，在 represented value 口径下规模较大，但 distributed value、独立持有人分布与链上实际使用深度有限。

这三类遮蔽共同指向一个评估口径的调整：AUM 负责回答“资产规模有多大”，链上集成度负责回答“资产是否已经被链上金融系统吸收”。前者仍是入口，后者决定代币化基金在链上语境中的真实位置。USYC、BUIDL、BENJI、JAAA、BCAP 与 SCOPE 的差异已经说明，同样是代币化基金，可能分别对应稳定币储备、CEX 抵押品、协议金库配置、传统基金份额化和合规分发通道。要识别这些差异，需要把观察对象从单一 AUM 排序推进到协议接入、资产承载、跨协议组合与跨链可及性四个维度。

链上集成度重塑赛道坐标系：AUM 与系统吸收深度的错位

X轴：分布式规模 (AUM) Log10 坐标 | Y轴：链上集成度 (协议接入、TVL 占比、组合数、跨链覆盖)



核心洞察： 该象限矩阵验证了“AUM 决定赛道地位”的传统认知已经失效。BENJI 与 BCAP 位于坐标轴右侧，说明其具备较高 AUM 或子类头部规模，但由于缺乏协议层接入，仍落入右下角的“纯分发通道区”；JAAA 与 ACRED 虽然 AUM 不及美债头部产品，却已进入协议抵押、跨链部署与组合层调用场景，位于链上集成度更高的上半区。这表明，代币化基金的赛道地位正在由发行规模转向系统嵌入深度。

Figure 10. Source: CoinFound、RWA.xyz、DefiLlama、相关 DeFi 协议公开 dashboard、Securitize、COINFOUND Research；数据截至 2026 年 5 月 9 日。注：X 轴采用 distributed value / AUM 的 Log10 坐标；Y 轴为本研报“链上集成度”四维框架的定性映射，包含协议接入广度、抵押品 TVL 占比、跨协议组合数与跨链覆盖度。

5.2 新坐标：链上集成度的四维框架

链上集成度衡量的是代币化基金进入链上金融系统真实使用层的程度。单纯完成 token 化，只说明基金份额换了一种登记、持有与转让载体；当这一 token 被稳定币系统、借贷协议、协议金库、机构抵押场景或跨协议组合层实际调用，代币化才从发行动作转化为金融功能。基于这一点，链上集成度不评价基金底层资产质量，也不替代 AUM 衡量规模，它回答的是一个更具体的问题：这只代币化基金在链上金融系统中承担了多深的功能角色。

判断链上集成度不能只看部署链数，也不能只看是否出现在某个合作公告里。更关键的观察对象有三类：产品是否进入多个独立需求场景，在这些场景中是否承担足够高的资产权重，以及能否在多个协议层级之间被重复调用。跨链覆盖度可以作为辅助变量，但单独看意义有限。BENJI 是一个典型样本：它跨 9 条链部署，AUM 也处于头部，但当前链上形态更接近传统货基分发渠道的延伸；JAAA 的规模和链数都不如 BENJI，却因进入 Sky/Grove、Aave Horizon 等协议场景，更接近链上系统内部的收益与抵押组件。这个对比说明，多链部署提供入口，协议层吸收决定真实集成深度。

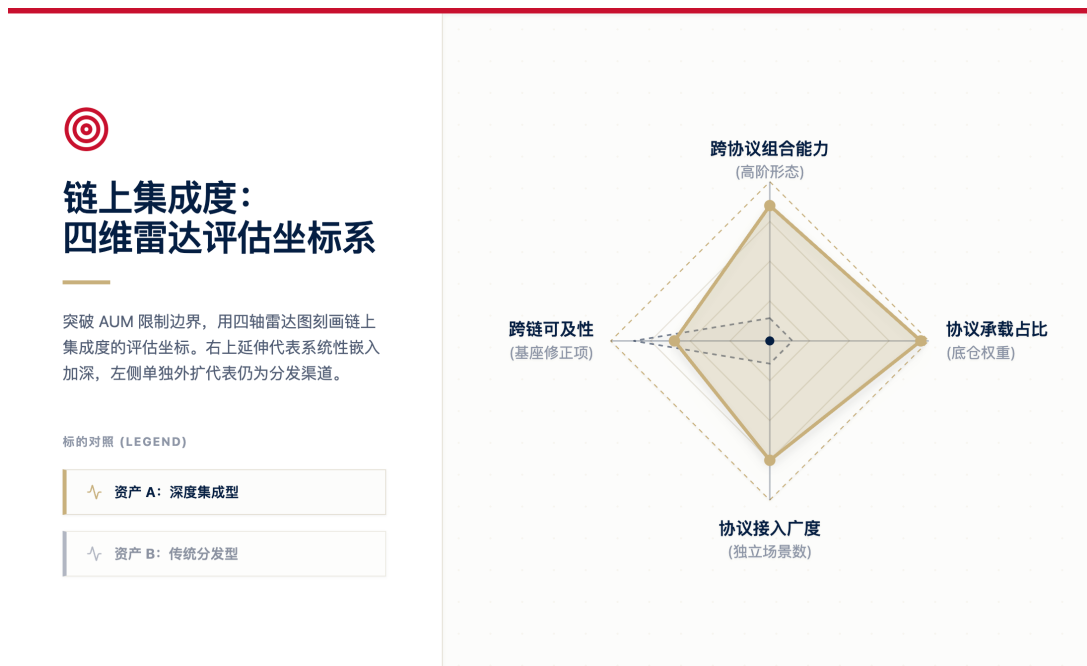


Figure 11. Source: CoinFound

核心维度是协议接入广度，衡量产品是否已经从发行方自有平台外溢，进入多个独立的链上需求场景。这里的“协议”不应被狭义理解为 DeFi 应用，也包括稳定币系统、CEX 机构抵押场景、协议金库、托管体系与跨协议收益层。USYC 被 Binance 体系吸收为收益型抵押品，同时进入 Aave Horizon、Morpho 等机构借贷语境；BUIDL 被 Ethena USDtb 用作储备资产，又通过 Securitize 与 UniswapX 接入二级流动性场景。此类产品的关键不在合作方数量，而在它们已经被不同类型的链上金融功能同时调用。若一个产品只完成链上发行，主要交易与持有仍发生在自有平台或白名单账户之间，即使 AUM 较高，也只能说明发行有效，无法说明链上集成充分。

其二是协议承载占比，衡量产品在接入系统中的资产权重。产品被接入某个系统，只能证明存在适配关系；它在该系统中占据多大权重，才决定其是否已经成为关键组件。BUIDL 在 USDtb 储备中占比极高，意味着它已经进入稳定币储备结构的核心部位；JAAA 通过 Sky/Grove 进入协议层资金配置，也体现为协议金库对收益资产的集

中吸收，而非普通持有人分散买入。这个维度比“是否接入”更能区分真实需求与表面合作。许多代币化资产可以出现在协议公告、合作新闻或多链部署列表中，但如果承载占比极低，它对协议系统的影响仍然有限；相反，即使持有人地址数很少，只要资产权重足够高，它也可能已经进入链上金融系统的核心位置。

其三是跨协议组合能力，衡量产品能否在多个协议层级之间被重复调用。单一场景接入说明产品具备某类适配性；多场景重复调用则说明产品已经具备更强的链上可调度性。稳定币储备、机构借贷抵押、协议金库配置、跨协议收益再平衡、二级市场转让和 CEX 衍生品抵押，分别对应不同调用方式。BUIDL、USYC、JAAA 的重要性集中体现在这里：它们已经在不同链上系统中承担储备、抵押、收益底仓或流动性接口角色。链上集成度越高，资产与外部系统之间的连接越多，单一基金份额也就越接近一块可被多种协议逻辑调用的金融模块。

跨链可及性是第四个维度，但应放在修正项位置。多链部署提高潜在触达面，使产品更容易被不同生态的钱包、托管方、协议和资金池接入；但如果这种可达性没有转化为真实协议接入和资产承载，它仍然只是分发广度，无法证明集成深度。BENJI 的样本已经说明，跨链数量本身不能证明产品已被链上系统深度吸收。更合理的判断方式，是把跨链覆盖度放在前三个维度之后观察：如果多链部署带来更多协议接入、更高承载占比和更多组合场景，它会增强链上集成度；如果多链部署只扩大持有渠道，它只能说明产品的链上分发能力更强。

这一框架的目的，是把 AUM 排序中被压平的差异重新拆开。AUM 可以告诉我们资产规模，但无法告诉我们资产是否被稳定币系统作为储备、是否被 DeFi 协议作为抵押品、是否被协议金库吸收、是否进入跨协议收益调度。链上集成度补上的正是这一层信息。它帮助我们区分三类产品：高 AUM 且高集成的链上核心组件，中等 AUM 但高集成的协议型资产，以及高 AUM 但低集成的链上份额化产品。下一节的产品矩阵将展示，这三类产品在当前头部样本中已经出现清晰分化。

5.3 链上集成度新框架应用：头部产品重估矩阵

将链上集成度放回头部产品样本中，AUM 排序与链上系统吸收深度之间的错位会变得更清楚。下表选取 USYC、BUIDL、ACRED、JAAA、BENJI、BCAP 与 Hamilton Lane SCOPE 七个样本，覆盖代币化美债、私募信贷 / interval fund、CLO、PE/VC 与私募市场 feeder 等主要形态。矩阵的用途在于展示产品之间的结构差异以及链上集成度新框架的具体适用，而非形成绝对评分。部分协议承载占比依赖公开披露与链上数据估算，仅适用于方向性判断。

矩阵呈现出的第一组错位发生在 USYC 与 BUIDL 之间。按 AUM 排序，USYC 已经领先 BUIDL；按链上集成度看，两者都属于高集成产品，但嵌入位置不同。USYC 的核心吸收场景来自 Binance 相关收益型抵押品需求，并进一步进入 Aave Horizon、Morpho、Spark 等机构借贷和协议配置语境；BUIDL 的核心位置则来自 Ethena USDtb 储备结构，USDtb 超过 90% 储备配置在 BUIDL，使其在稳定币系统中承担底仓角色。两者 AUM 接近，链上功能却分别指向 CEX 抵押体系与稳定币储备体系。AUM 可以识别它们都是头部产品，链上集成度才能区分它们进入了哪类链上金融系统。

第二组错位发生在 BENJI 与 JAAA 之间。BENJI AUM 约 \$1.98B，规模接近 JAAA 的 5 倍，并且跨 9 条链部署；JAAA AUM 约 \$414M，持有地址仅 23 个，链数也少于 BENJI。如果只看规模和链数，BENJI 显然更靠前；但从链上系统吸收深度看，JAAA 的位置更突出。它通过 Sky / Grove 进入协议层资金配置，并在 Aave Horizon 启动期作为机构级抵押品被接入，协议承载占比显著高于普通链上分发型产品。BENJI 的链上形态主要体现为传统货基份额的多链分发，JAAA 则已经进入协议金库与机构借贷抵押场景。这个对比说明，多链部署和高 AUM 只能

头部产品的链上集成度重估矩阵

规模排序与系统嵌入深度的错位验证

产品	AUM / distributed value	协议接入广度	协议承载占比	跨协议组合能力	跨链可及性	链上集成度判断
USYC	\$2.98B	Aave Horizon / Morpho / Binance Triparty / Spark 等 4 个场景，接入广度高	Spark 等配置场景估算约 10-15%，承载占比高	覆盖 CEX 抵押、机构借贷、协议配置、组合层调用等 4 类场景	5 链	高
BUIDL	\$2.4B	Sky / Spark、Ethena USDtb、UniswapX 等 3 个场景，接入广度高	在 USDtb 储备中占比超过 90%，承载占比高	覆盖稳定币储备、协议配置、二级流动性等 3 类场景	多链	高
ACRED	~\$133M	七链部署，并进入 DeFi looping 等场景，接入广度较高	估算约 3-10%，承载占比中等	覆盖 interval fund 链上 feeder、借贷 / looping、跨链分发等 3 类场景	7 链	中高
JAAA	~\$417M	Sky / Grove、Aave Horizon 等 2 个核心场景，接入广度中等	在 Sky 协议层占比超过 80%，承载占比高	覆盖协议金库配置与机构借贷抵押 2 类场景	5 链	中高
BENJI	~\$2.28B	主要依赖 Benji Platform，自有分发属性强，外部协议接入低	无显著协议承载	组合场景少于 2 类	9 链	低
BCAP	\$964M	主要围绕二级转让与链上份额登记，外部协议接入低	无显著协议承载	组合场景少于 2 类	2 链	极低
Hamilton Lane SCOPE	~\$135M (底层基金规模；代币化份额约 \$4M)	以 Polygon feeder 为主，外部协议接入低	无显著协议承载	组合场景少于 2 类	1 链	极低

* AUM / distributed value 与链数为截至基准日的公开数据；协议承载占比为基于公开披露与主要协议持仓的估算，非发行方统一披露口径。

Figure 12. Source: CoinFound, RWA.xyz, Securitize, Franklin Templeton, BlackRock, Circle, Ethena, Sky, Spark, Aave Horizon, Maple, Centrifuge, Janus Henderson, Anemoy, Galaxy, Hamilton Lane, Alt; 数据截至 2026 年 5 月 9 日

证明产品具备较强分发能力，协议层承载深度才解释其链上地位。

第三组错位发生在 BCAP 与 Hamilton Lane SCOPE 上。BCAP AUM 约 \$964M，占 PE/VC 子类约 53%，从规模看是该子类头部产品；SCOPE 则通过 feeder 结构降低私募市场准入门槛，具备较强的合规创新意义。但两者当前链上功能主要集中在份额登记、合格投资人分发与二级转让层面，外部 DeFi 协议接入有限，也没有形成稳定币储备、机构借贷抵押或协议金库配置层面的持续承载。它们的案例提示，链上份额化、准入门槛下降和合规包装创新可以提升分发效率，却无法自动生成链上系统吸收深度。

ACRED 处在中间位置。它的 AUM 约 \$133M，在七个样本中规模最低，但七链部署和 DeFi looping 场景使其链上集成度高于单纯链上 feeder 产品。ACRED 的价值主要来自产品形态实验：interval fund 原本具有季度赎回与额度限制，代币化平台试图通过链上结构和流动性安排提升可用性，但这类流动性承诺仍受底层基金条款、平台承诺和市场承接能力共同约束。因此，ACRED 的集成度判断不能只看规模，也不能只看链数，需要同时观察它在 DeFi 场景中的实际承载深度和流动性承诺边界。

综合七个样本，AUM 排序大致呈现为 USYC、BUIDL、BENJI、BCAP、JAAA、SCOPE、ACRED；链上集成度排序则更接近 USYC 与 BUIDL 位于第一梯队，ACRED 与 JAAA 位于第二梯队，BENJI 位于低集成区间，BCAP 与 SCOPE 处在更低位置。这个重排的关键不在具体名次，而在排序逻辑发生变化：规模领先的产品可能仍停留在传统分发延伸，规模中等的产品可能已经进入协议核心部位，规模较小的产品也可能因场景实验获得更高观察价值。

链上集成度矩阵因此提供了一个更细的产品识别方式。高 AUM、高集成的产品，是当前链上金融系统已经深度吸收的核心组件；中等 AUM、高集成的产品，往往代表某类协议需求正在形成；高 AUM、低集成的产品，更适合被理解为传统基金份额的链上化分发；低 AUM、低集成的产品，则仍处于产品试验或合规通道搭建阶段。这个框架不会替代基金质量评估，也不能替代对底层资产、费率、赎回条款和合格投资人限制的尽调；它补充的是 AUM 无法回答的问题：一个代币化基金究竟有没有被链上金融系统真正吸收。

6 框架校验与读者应用

第五章已经把“链上集成度”从判断框架转化为可观察的评估工具，但工具能否成立，取决于前文核心命题是否经得起边界条件检验：代币化基金的链上存在形态，究竟只是早期市场中的阶段性集中，还是已经在产品形态上转向“嵌入式组件”；AUM 排序是否仍足以描述赛道地位，还是已经遗漏了协议接入、抵押品使用、跨协议组合与跨链覆盖等更关键的链上事实；链上原生需求究竟只是少数头部案例中的特殊变量，还是已经成为头部产品扩张的主要驱动力。

本章先围绕这三个问题对“链上集成度”框架做校验，再把这套工具转化为三组读者的应用方法。对发行方而言，关键问题是产品设计应继续停留在“代币化分发渠道”，还是前置考虑协议接入、储备承接与组合层调用；对配置方而言，关键问题是如何在 AUM 排序之外识别真实链上深度，并拆解“7x24 流动性”背后的承诺主体；对赛道分析师而言，关键问题是现有数据基础设施是否足以描述一个以嵌入式使用为核心的资产类别。

6.1 对“嵌入而非持有”命题的压力测试

第一个问题是当前的链上集中度是否只是早期市场未充分扩散的阶段性现象。

这一解释在直觉上成立。代币化基金仍处于早期阶段，2024 年初至 2026 年初赛道规模扩大约 10 倍，早期市场由少数机构、少数平台、少数头部产品主导，并不反常。如果这一解释成立，随着赛道规模继续扩张、分发渠道逐步完善、合规基础设施持续成熟，头部产品的持有人结构应当逐渐向更分散的状态演化。

但现有数据呈现的是相反方向。USYC 在 2026 年 1 月反超 BUIDL 时，单一关系方 Binance 持有占供应比例约 94%（持有人维度）；至 2026 年 5 月 9 日，其链上分布中 95.8% 集中于 BNB Chain（链分布维度），两个维度的单一集中格局均未随规模扩张稀释。BUIDL 也呈现类似变化：Ethena 通过 USDTb 间接持有 BUIDL 的比例在 2026 年 2 月达到约 57% 峰值（截稿日已稀释至约 23%），稳定币系统反而在产品扩张过程中成为更重要的持有主体。若集中度只是早期阶段特征，规模扩张应当带来持有人结构的自然分散；但在头部产品上，规模扩张与嵌入式集中同步发生。更合理的解释是，集中度来自需求侧结构。USYC 服务的是 CEX 衍生品抵押场景，BUIDL 服务的是稳定币储备场景，JAAA 服务的是协议层资金分配场景，这些场景本身就由少数链上原生主体承接。

第二个问题是链上集成度是否真的提供了 AUM 排序无法提供的增量信息。

如果 AUM 排序已经足以描述代币化基金赛道的真实位置，链上集成度就只是一个解释性标签，不能构成必要的评估工具。这个质疑需要正面回应。AUM 衡量的是产品规模，链上集成度衡量的是产品被链上系统调用的深度；两者可以重合，但并不必然重合。若赛道仍处于“传统基金链上分发”的阶段，AUM 排序与链上集成度排序应当大体一致，规模越大的产品越应该拥有更高的协议接入广度、更深的抵押品使用、更丰富的跨协议组合与更强的跨链覆盖。

但现有头部产品并不支持这一点。BENJI 具备较高 AUM、跨 9 条链部署，并在开放散户 P2P 转账后实现投资者数增长，但它并未进入稳定币储备、DeFi 抵押品或协议层组合调度的核心场景，链上形态更接近传统货基的分发渠道延伸。JAAA 的 AUM 低于 USYC、BUIDL、BENJI 等代币化美债头部产品，但其通过 Sky / Grove 进入协议层资金分配，并在链上持有人结构上呈现明显的协议账户特征。BCAP 在 PE/VC 子类中占据较高规模份额，但链上使用主要停留在二级市场转让层面，缺少深度 DeFi 协议接入。这些错位说明，AUM 能回答“资产规模有多大”，

但不能回答“资产在链上系统中被如何使用”。

因此，链上集成度的增量不在于替代 AUM，而在于揭示 AUM 无法呈现的第二层事实：一个产品是否已经从“链上发行的基金份额”变成“可被协议、稳定币系统、CEX 抵押场景或组合层调度的金融组件”。这也是第五章把协议接入广度、抵押品 TVL 占比、跨协议组合数、跨链覆盖度纳入同一框架的原因。它们共同衡量的不是产品规模，而是产品进入链上金融系统后的实际嵌入深度。

第三个问题是链上原生需求是否只是少数头部案例中的特殊变量。

如果 USYC、BUIDL、JAAA 只是几个成功案例，而 BENJI、BCAP、Hamilton Lane Secondary VI 等传统分发型产品才代表赛道主流，那么“嵌入而非持有”就只能作为局部观察，不能支撑对整个赛道的结构性判断。这个问题决定了链上集成度框架的适用范围：它究竟只适用于少数 alpha 产品，还是已经适用于代币化基金赛道的头部结构。

现有头部分布更接近后一种情况。代币化美债子类中，USYC 与 BUIDL 合计规模约 \$5.38B，占该子类约 36%，两者都由链上原生需求驱动；CLO 子类中，JAAA 一家占约 90%，其核心承接方是 Sky / Grove 协议层资金分配；私募信贷子类若剔除几乎锁定在 Provenance 自营生态内部、并不构成独立链上分发的 Figure HELOC，主要活跃部分由 Maple、Centrifuge 等链上原生平台承载。这些分布说明，链上原生需求并未停留在少数边缘产品上，而是已经进入多个子类的头部结构。

第五章的链上集成度排序也支持这一判断。AUM 排序与链上集成度排序在多个头部产品上出现明显错位：BENJI AUM 高但集成度偏低，JAAA AUM 中等但协议层嵌入深，BCAP 与 SCOPE 虽有规模或合规创新，但链上集成度靠后。这个结果并不意味着所有高 AUM 产品都缺乏链上深度，也不意味着所有链上集成度高的产品都一定具备更优投资价值；它说明的是，代币化基金的赛道地位已经不能只用资产规模描述，必须同时观察产品是否被链上系统真实调用。

这三个问题合起来，给出的结论是：链上集中度并未随着规模扩张自然稀释，AUM 排序也不足以解释头部产品在链上系统中的真实位置，链上原生需求更不是少数案例中的边缘变量。代币化基金头部产品的链上存在形态，已经在需求侧、持有人结构和协议接入方式上同步偏离传统基金分发逻辑。因此，“链上集成度”不是对 AUM 排序的装饰性补充，而是识别赛道真实位置所必需的第二指标。

6.2 代币化基金产品设计的前置条件：可被调用，而不只是可被发行

如果链上集成度成为 AUM 之外的第二指标，发行方的产品竞争也会随之改变。过去两年代币化基金的第一阶段竞争，主要围绕发行能力展开：能否完成合规结构搭建，能否把基金份额映射为链上 token，能否接入多条公链，能否通过白名单、KYC、转让限制和链上合规模块把传统基金条款迁移到链上。这个阶段解决的是“基金份额能否上链”的问题，也是代币化基金从概念进入产品的必要起点。

但从头部产品的实际分布看，完成链上发行已经不足以决定赛道地位。BENJI 跨 10 条链部署，并在开放散户 P2P 转账后实现投资者数增长，但它的链上使用仍主要体现为传统货基的分发渠道延伸；USYC、BUIDL、JAAA 的链上深度来自另一组条件：它们分别进入 CEX 衍生品抵押、稳定币储备和协议层资金分配场景，成为链上系统可以直接调用的金融组件。

代币化基金：从“链上分发”到“系统嵌入”的范式转换

“代币化基金的竞争正在从‘谁能把基金搬到链上’，转向‘谁能让基金成为链上系统愿意长期调用的资产组件’。”



Figure 13. Source: CoinFound

这意味着发行方在产品阶段需要前置回答一个更具体的问题：这只代币化基金最终会被谁调用，嵌入什么功能，承担哪一种链上金融角色。若产品目标是成为稳定币储备资产，发行方需要优先考虑 NAV 稳定性、赎回通道、储备透明度、托管结构和稳定币发行方的风险管理要求；若产品目标是成为 DeFi 抵押品，发行方需要考虑协议可接受的资产波动、清算路径、价格预言机、白名单限制和抵押品流动性；若产品目标是进入 CEX 机构衍生品抵押场景，发行方需要处理托管、off-exchange collateral、保证金折扣率、交易所或托管方的资产隔离安排。链上集成度的高低，最终取决于这些产品参数能否被具体场景吸收，而非取决于 token 是否已经存在于链上。这一点会改变发行方对“跨链覆盖”的理解。多链部署本身可以提高可见度，也可以扩大潜在触达范围，但跨链数量并不自动转化为链上集成深度。一个产品部署在十条链上，如果没有进入稳定币系统、借贷协议、CEX 抵押场景或组合层调度，它在链上的存在仍然接近“分发渠道扩展”；相反，一个产品即使链数较少，只要被核心协议或稳定币系统持续调用，就已经具备更高的系统嵌入度。第五章把协议接入广度、抵押品 TVL 占比、跨协议组合数、跨链覆盖度并列为四个维度，原因也在这里：跨链覆盖只描述资产在哪里出现，协议接入和组合调用才描述资产在哪里被使用。

发行方因此需要把产品设计从“发行后分发”前移到“发行前适配”。在传统资管语境下，基金产品完成设立后，可以通过银行、券商、私行、RIA 或平台渠道寻找投资者；但在链上语境中，真正决定产品扩张的往往是少数关键系统是否愿意将其纳入自身资产结构。USYC 的规模扩张并未来自广泛分散的散户持有，而是来自 Binance 相关机构抵押场景的集中承接；BUIDL 的核心链上需求来自 Ethena USDtb 对低风险储备资产的配置需求；JAAA 的链上分布则与 Sky / Grove 协议层资金分配密切相关。这些案例显示，发行方能否在产品阶段对齐核心需求方，比发行后进行广义市场推广更关键。

流动性设计也需要在这一阶段同步前置。代币化基金常用“7x24 流动性”描述链上优势，但第二章已经显示，同一表述在不同机制下对应完全不同的承诺主体：同构匹配依赖底层资产流动性，发行方流动性池依赖平台与发行方协调，二级市场转让依赖合格买方池，DeFi 抵押借贷依赖协议参数与清算机制。发行方若在产品阶段没有明确自身提供哪一种流动性，市场就会自然把它理解成更强的承诺。ACRED 早期“daily redemptions”相关表述在外部质疑后退回到“Liquidity is subject to market availability”的更保守口径，正是这一问题的具体样本。对发行方而言，流动性边界不应在争议发生后被动校准，而应在产品文件、平台页面和市场沟通中同步定义。

对外叙事也应围绕具体使用场景收束。代币化基金早期常用“民主化接入”“实时申赎”“7x24 流动性”“传统金融上链”等宽口径语言，这些表达有利于降低市场理解门槛，却容易遮蔽产品事实之间的差异。面向机构读者时，更有效的叙事应当直接回答三件事：产品服务的核心需求方是谁，链上 token 形态解决了传统基金无法解决的哪一类操作问题，流动性或退出路径由哪一个主体兑现。若产品主要服务稳定币储备，就应把储备透明度、赎回通道和风险传导讲清楚；若产品主要服务抵押品场景，就应把 LTV、清算机制和协议风险讲清楚；若产品主要服务二级转让，就应把合格买方池深度和做市条件讲清楚。叙事越贴近使用场景，越能减少后续校准成本。

因此，链上集成度框架对发行方的意义，并非要求每一只代币化基金都追求最高 DeFi 化程度，也并非要求所有产品都进入同一套协议路径。它提供的是一套产品设计约束：如果发行方希望产品在链上获得持续地位，就需要在发行前定义清楚目标使用场景、核心承接方、协议适配条件和流动性承诺边界。代币化基金的竞争正在从“谁能把基金搬到链上”，转向“谁能让基金成为链上系统愿意长期调用的资产组件”。这一变化不会消除传统基金管理能力的重要性，但会把链上适配能力纳入产品成败的核心变量。

6.3 配置判断的核心：买入收益，还是买入可组合性

对配置而言，代币化基金最容易造成误判的地方在于它同时具有传统基金和链上资产两种表征。放在传统基金框架中，它会被自然地拿来比较收益率、费率、AUM、申赎便利性和管理人品牌；放在链上资产框架中，它又会被拿来比较抵押效率、协议接入、流动性通道和组合调用能力。两套框架都能解释一部分事实，但配置判断的起点应当更具体：配置方买入的究竟是底层资产收益，还是链上 token 形态带来的可组合性。

若目标只是获取短期美债或 repo 对应的 SOFR 级别收益，代币化基金并不天然优于传统货基。第三章已经说明，在底层收益来源相近的情况下，BUIDL 的费率和申购门槛都高于 Vanguard、Fidelity 等传统货基产品。对只需要现金管理和短久期收益的传统投资者而言，链上 token 形态本身不构成足够强的配置理由；配置方若只需要底层收益，传统基金账户中的成熟产品通常是更低摩擦的选择。

代币化基金的配置价值，主要出现在资产需要进入链上系统并承担功能的场景中。稳定币发行方配置 BUIDL，是为了让储备资产具备链上可托管、可核验和可嵌入的形态；CEX 机构场景使用 USYC，是为了把收益型资产纳入衍生品保证金体系；Sky / Grove 配置 JAAA，是为了把机构级固定收益组件纳入协议层资金分配。在这些场景中，配置方买入的已经不只是基金份额本身，还包括资产进入自身业务或协议结构后的功能属性。这一区分决定了配置方应当如何使用 AUM 与链上集成度。AUM 代表产品规模、管理人分发能力和市场接受度，但在“买入可组合性”的场景下，AUM 只能回答产品有多大，不能回答产品能不能被目标系统调用。链上集成度的作用，是帮助配置方判断某只产品是否已经进入稳定币储备、CEX 抵押、DeFi 抵押品或协议层组合调度。换言之，AUM 是规模指标，链上集成度是功能验证指标。配置方如果买的是收益，可以更多参考传统基金指标；如果买的是链上功能，就必须把链上集成度放在更靠前的位置。

风险审查也应随配置目的变化。买入底层收益时，主要风险来自底层资产质量、久期、赎回条款、管理人和基金文件；买入链上可组合性时，风险会沿着嵌入路径向外扩散。稳定币储备场景需要审查储备赎回、托管安排、资产隔离和脱锚传导；CEX 抵押场景需要审查交易所或托管方的对手方风险、保证金折扣率和单一关系方集中度；DeFi 抵押场景需要审查 LTV、清算阈值、预言机、白名单和协议治理；协议层组合场景需要审查自动再平衡机制、策略权限和跨协议风险传导。链上集成度越高，产品越接近系统组件，配置方越需要审查嵌入之后形成的新风险。

流动性判断是这一逻辑中最容易被误读的部分。配置方不应把“7x24 流动性”当作统一承诺，而应追问自己的退出路径究竟依赖谁。若退出依赖 NAV 申赎，核心是底层资产流动性和基金文件约束；若退出依赖二级转让，核心是合格买方池与做市深度；若退出依赖 DeFi 抵押借贷，核心是协议参数和清算机制。ACRED 早期流动性表述在外部质疑后被动收缩，说明平台页面的宽口径表达无法替代基金文件中的赎回约束；BUIDL 登陆 UniswapX 后仍受 qualified purchaser 白名单和买方深度限制，也说明链上交易界面本身并不等于无条件流动性。

因此，6.1 提出的链上集成度框架，在配置侧不是简单的产品排名工具，而是一套配置目的识别工具。它先帮助配置方判断自己是否真的需要代币化基金的链上形态，再帮助配置方筛选哪些产品已经被目标场景验证，最后把风险审查从基金本体延伸到嵌入路径。只有当配置目的、链上功能和退出机制三者一致时，代币化基金才构成有效配置；否则，配置方可能只是用更复杂、更昂贵的链上结构，购买一个传统金融中已经存在的底层收益。

7 结语

代币化基金赛道已经进入重新定价其核心变量的阶段。早期市场用 AUM、发行主体、底层资产类型和链分布来描述产品位置是合理的，这些指标能够回答产品是否完成发行、规模是否形成、管理人是否具备信用背书、资产是否真正进入链上环境。但在头部产品已经出现明显分化之后，仅用这些指标已经远远不够。

同样是代币化基金，有的产品仍主要体现为传统基金份额的链上分发，有的产品已经进入稳定币储备、CEX 抵押、DeFi 抵押品和协议层资金调度。两者的底层资产可能相近，AUM 也可能处在同一量级，但链上角色已经不同。

这种差异决定了代币化基金不能继续只按“资产被发行到链上”来理解。真正拉开产品差距的变量是资产进入链上之后是否被持续使用。稳定币系统关心的是储备资产能否被托管、核验和赎回；CEX 抵押场景关心的是资产能否纳入保证金体系并提高资金效率；DeFi 协议关心的是资产能否被定价、清算和纳入风险参数；协议层资金池关心的是资产能否参与组合调度和再平衡。产品一旦进入这些场景，它的竞争位置就不再只由基金本体决定，也由它在链上系统中的功能位置决定。

链上集成度的意义，正是在这里成立。它不是对 AUM 的替代，也不是对产品优劣的直接评分，而是用于识别“系统嵌入”这一变量。AUM 说明资产规模，链上集成度说明资产的使用深度；前者描述有多少资产被代币化，后者描述这些资产在链上被如何调用。只有把两者放在同一框架中，才能解释为什么部分高 AUM 产品链上使用深度有限，也能解释为什么部分规模中等的产品已经在协议或机构场景中占据更重要的位置。

后续 12 至 24 个月，赛道演化的关键观察点也应随之调整。规模增长仍然重要，但更重要的是增长来源：新增资金来自分散投资者的自然扩散，还是继续来自稳定币发行方、CEX 抵押场景、DeFi 协议和协议层资金池。流动性改善仍然重要，但更重要的是承诺主体是否被明确写入产品文件、平台说明和市场沟通中。若新增规模继续由链上原生主体承接，且更多产品围绕协议适配、抵押品使用和组合调度进行设计，头部产品的嵌入式形态将进一步强化；若真实持有人结构、二级交易活跃度和投资者分布出现持续扩散，链上集成度框架也需要相应调整权重。

因此，代币化基金的下一阶段竞争，不会只发生在“谁发行了更大规模的链上份额”这一层。更核心的竞争会发生在系统嵌入层：谁能成为稳定币、交易所、借贷协议和资金调度系统愿意长期使用的资产组件，谁就更可能在链上金融结构中获得持续位置。传统资产上链只是入口，资产被链上系统吸收并参与运行，才是这一赛道真正需要被重新定价的变化。

8 参考文献

1. CryptoSlate. "How BlackRock lost control of the \$10B tokenized Treasury market to Circle for one simple, mechanical reason." 2026-01-25 (updated 2026-01-28).
2. Yahoo Finance. "Circle's USYC Overtakes BlackRock's BUIDL as Largest Tokenized Treasury Fund." 2026-01-24.
3. RWA.xyz. 查询于 2026-05-09.
4. Circle Pressroom. "Circle's USYC Now Supported as Yield-Bearing Off-Exchange Collateral for Binance's Institutional Clients." 2025-07-24.

5. Arkham Research. "The Total Value of Tokenized U.S. Treasuries is Now More Than \$10B."
6. BusinessWire. "Grove Announces Launch of Institutional-Grade Credit Infrastructure DeFi Protocol with \$1 Billion Allocation to Tokenized Janus Henderson Anemoy AAA CLO Strategy." 2025-06-24.
7. PR Newswire. "Hamilton Lane's \$5.6B Secondary Fund VI Exclusively Available on Securitize Platform." 2024-08.
8. The Block. "Ethena's much anticipated USDtb stablecoin, backed by BlackRock's BUIDL token, goes live."
9. Ethena Governance. "Reserve Fund: March 2026 Update."
10. Aave Blog. "Aave Horizon Launches."
11. Centrifuge Blog. "Centrifuge Launches Institutional RWA Market on Morpho."
12. Uniswap Blog. "Uniswap Labs and Securitize Partner to Unlock DeFi Liquidity for BlackRock's BUIDL." 2026-02-11.
13. Franklin Templeton Press Release. "Franklin Templeton, Stellar Development Foundation Mark Five Years of BENJI." 2026.
14. Markets Media. "Apollo Tokenizes Credit Fund with Securitize." 2025-01-30.
15. Protos. "The slow-motion 'bank run' in private credit." 2026-04-02.
16. PR Newswire. "Securitize, the Leading Tokenization Platform, to Become a Public Company at \$1.25B Valuation via Business Combination With Cantor Equity Partners II."
17. The Block. "FINRA green lights Securitize for tokenized IPO underwriting and custody."
18. CoinDesk. "Tokenization news: Securitize (CEPT) teaming with NYSE (ICE) on new platform." 2026-03-24.
19. RWA.xyz. "BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund | BUIDL Asset Page." 查询于 2026-05-13.
20. Vanguard. "VMFXX —Vanguard Federal Money Market Fund." 查询于 2026-05-13.
21. Fidelity Investments. "SPAXX —Fidelity Government Money Market Fund" 与 "FZFX —Fidelity Treasury Money Market Fund". 查询于 2026-05-13.
22. "Tokenize Everything, But Can You Sell It? RWA Liquidity Challenges and the Road Ahead." arXiv:2508.11651.



[®] CoinFund