

研究报告

真实世界资产代币化：330 亿美元的机构化建造潮

链上真实世界资产（RWA）一年增长近两倍至约 335 亿美元；代币化美债突破 130 亿美元；中国香港发出首批稳定币牌照、完成 100 亿港元数字债券——但 56% 的代币化资产仍然闲置。链杉研究院以盈利优先视角，拆解这场建造潮、瓶颈与亚太机会。

Industry Reports • 2026 年 9 月 21 日 • Chainfir Research

从试点项目到 330 亿美元资产负债表

十二个月前，真实世界资产（RWA）代币化还是会上聊两句的谈资，背后只有几十亿美元的规模。今天，它已经写进了机构的资产负债表。据数据聚合平台 RWA.xyz，剔除稳定币后，链上代币化真实世界资产的价值在 2026 年 7 月初达到约 335 亿美元——接近一年前 118 亿至 141 亿美元的三倍。其他追踪机构对 2026 年年中的估计在 310 亿至 360 亿美元之间；由于统计口径不同，今年流传的标题数字从 190 亿到 600 亿美元不等。无论采用哪种口径，同比倍数都是真实的——而且推动复利的是机构资金，不是散户投机。

在这个市场，统计口径的说明比大多数市场都重要。RWA.xyz 区分「已分布」价值——真正发行并可在链上流通的代币，即 335 亿美元这一数字的基础——与「被代表」价值：已承诺代币化但尚未流通的资产，该平台测得的这一管线规模约为 3,450 亿美元。我们的规则很简单：按今天能流动的规模给市场估值，把管线当作管线，而不是市场规模。

比市场规模更重要的信号，是谁在建造它。2026 年 5 月，美国存托与清算公司（DTCC）——清算几乎全部美国股票交易、托管超过 114 万亿美元证券的市场基础设施——启动了代币化证券交易试点，参与者包括贝莱德、高盛和摩根大通在内的 50 多家主要机构，依据是 2025 年 12 月美国证监会（SEC）发放的不追责函（no-action letter），最早可能于 2026 年 10 月商业化上线。当全球最大资本市场的管道系统开始试点你的轨道，问题就不再是这座桥建不建得成，而是谁收过桥费。

代币化美债与货币基金市值走势（十亿美元）

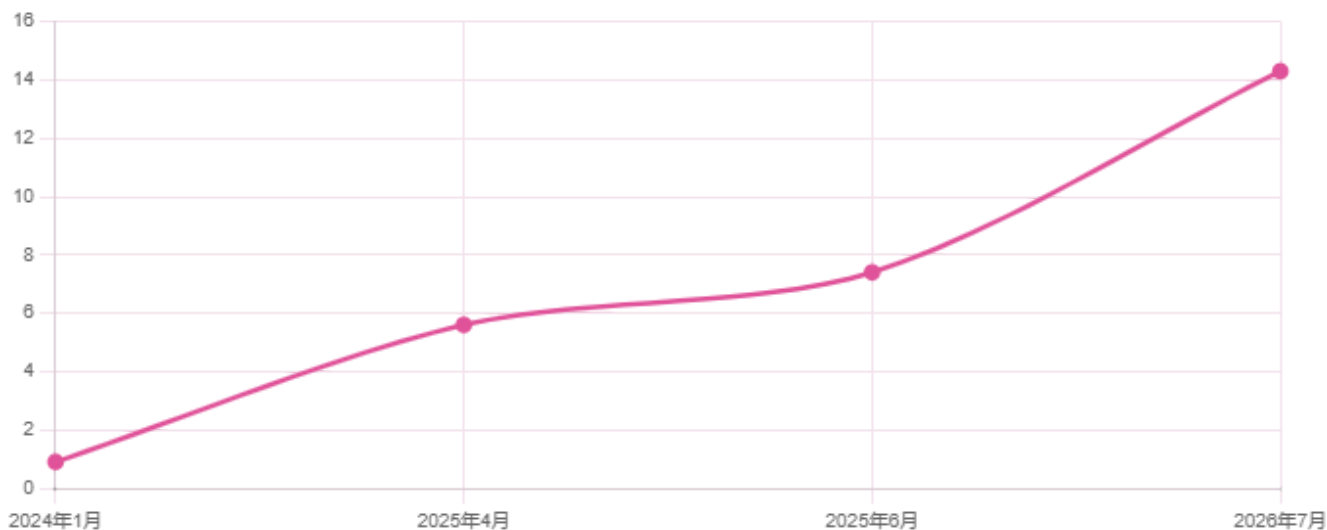


图 1：代币化美债及货币市场基金产品市值，选取关键时间节点。2026 年 7 月数据点取 rwa.xyz 134 亿至 152 亿美元区间的中值；该品类在 2023 年初尚不足 10 亿美元。数据来源：RWA.xyz；CoinGecko《RWA 报告 2025》（经 Stobox 汇编，2026 年 7 月）。

美债打头阵，多元化正在到来

领路的资产，是金融世界里最无聊的工具。代币化美债与货币市场基金从 2023 年初的不足 10 亿美元，增长到 2024 年初的约 9 亿美元、2025 年 4 月末的 56 亿美元（CoinGecko《RWA 报告》）、2025 年 6 月的 74 亿美元，再到 2026 年 7 月的 134 亿至 152 亿美元——据 RWA.xyz，这一品类如今涵盖 76 只产品、约 58,700 名持有人。这既是加密故事，也是利率故事：当短期美债收益率超过链上替代品，资本跟着收益走——然后为 24/7 结算留了下来。

贝莱德与 Securitize 于 2024 年 3 月联合推出的 BUIDL 以约 29 亿美元的规模锚定这一品类，覆盖八条区块链；2026 年 2 月，BUIDL 通过 UniswapX 在 Uniswap 上可交易——机构与 DeFi 互通性的一个里程碑。据 RWA.xyz 及各基金披露（2026 年 7 月），Circle 的 USYC（约 29 亿美元）、Ondo 的 USDY（21 亿美元）、富兰克林邓普顿的 BENJI（20.5 亿美元）和 Centrifuge 的 JTRSY（12 亿美元）构成第二梯队。

在美债之外，市场终于开始多元化。据 RedStone 对 RWA.xyz 数据的分析，链上私募信贷在 2025 年年中已超过 140 亿美元——仅 Figure Technologies 一家就占约四分之三；按统计口径不同，2026 年年中各追踪机构的估计最高达 189 亿美元。代币化大宗商品则在 2026 年 2-3 月通过了压力测试：伊朗局势升级期间，PAXG 与 XAUT 合计日成交量超过 10 亿美元——投资者需要在传统金市闭市时获得 7×24 小时的黄金敞口。代币化股票是最新入场者：Backed 的 xStocks 平台在 2025 年上线后四个月内成交量突破 100 亿美元；Binance 的 bStocks 两周内资产超过 1 亿美元。目前至少六个品类链上价值各自超过 10 亿美元——单一资产类别的市场距一次监管重击只差一个决定；六个品类，在结构上就难以撼动。

头部代币化货币基金产品管理规模 (2026 年 7 月, 十亿美元)

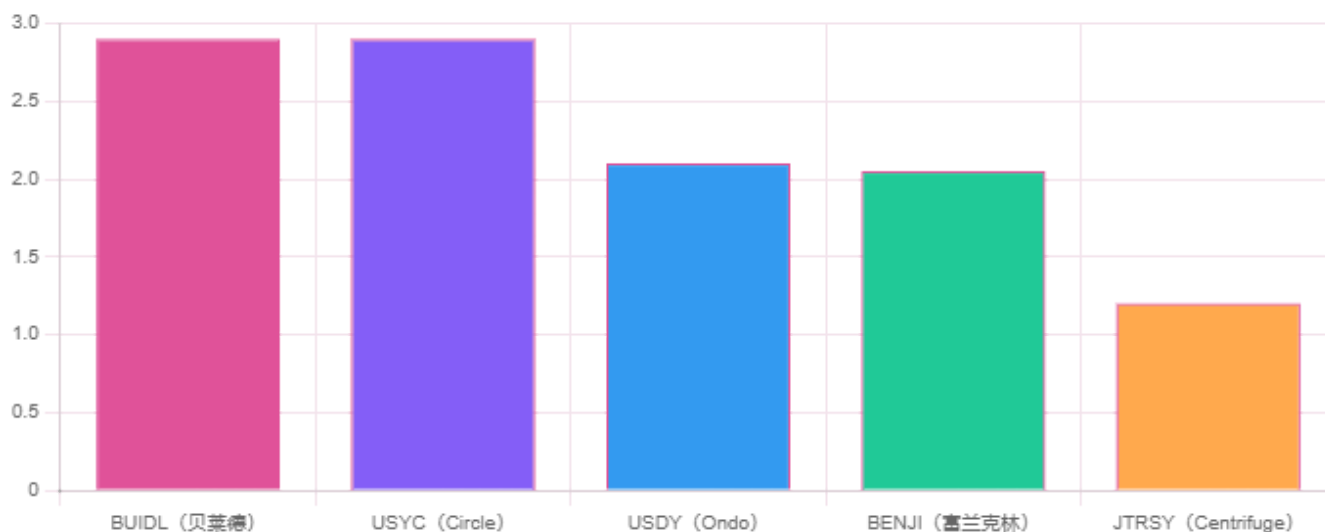


图 2: 五大代币化美债/货币基金产品管理规模 (2026 年 7 月)。BUIDL 取各追踪口径 (23 亿-31 亿美元) 约 29 亿美元的中值。数据来源: RWA.xyz 及各基金披露 (经 Stobox 汇编, 2026 年 7 月)。

诚实的账本：闲置资产、集中度与流动性缺口

这轮增长值得用怀疑的眼光再读一遍，数据也提供了这样的视角。在近期的一次快照中，单笔价值超过 10 万美元的代币化资产，有 56% 一周内链上活动为零；在 1,289 个此类资产中，典型一周内只有 379 个发生过转账。集中度同样惊人：约 62 个资产占到了市场总价值的约 88%；全行业约 300 亿美元中，只有约 25 亿美元真正部署在开放的 DeFi 借贷中——不足 10%。近 97% 的代币化资产对美国散户仍然不可及。

单笔价值超 10 万美元代币化资产的周度链上活跃度 (按数量)

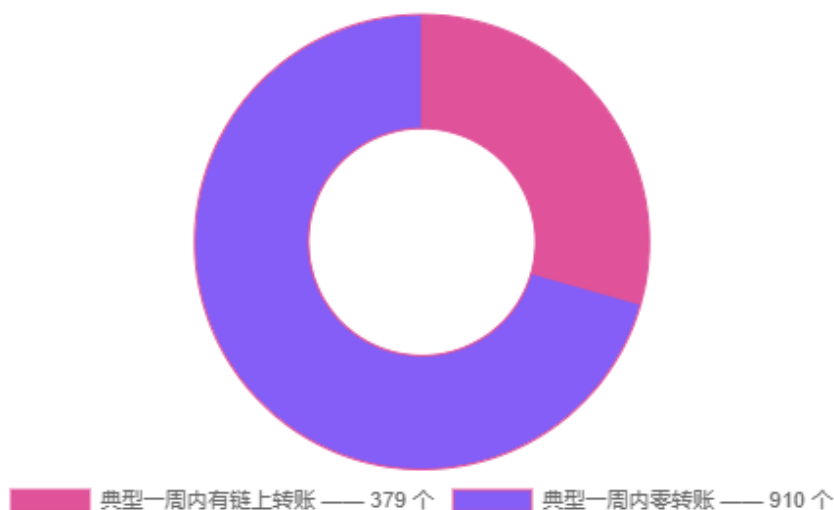


图 3: 在单笔价值超过 10 万美元的 1,289 个代币化资产中，910 个在典型一周内转账为零（按数量计约 71%，按价值计约 56%）。数据来源: BelnCrypto Research × RWA.xyz 联合报告 (2026)；thirdweb 闲置资产分析。

规则手册在亚洲写成，而香港跑得最快

当美国的机构在做产品，亚洲的监管者在搭框架。中国香港《稳定币条例》2025 年 5 月通过、8 月 1 日生效，要求法币参照稳定币发行人持牌、保持 100% 储备、维持 2,500 万港元最低资本并每日披露。截至 2025 年 9 月申请截止，共 36 家机构递交申请，包括渣打银行、蚂蚁集团与京东。2026 年 4 月 10 日，香港金管局发出首批两张牌照——一张给汇丰，一张给 Anchorpoint（渣打与 HKT、Animoca 的合资公司），受监管的港元稳定币预计 2026 年下半年上线。36 份申请只批两张，说明门槛是刻意设高的——而这恰恰是牌照的价值所在。

债券市场在主权尺度上讲着同一个故事。中国香港 2023 年 2 月发行的首只代币化绿色债券规模为 8 亿港元（约 1 亿美元），T+1 结算；2025 年第四季度的第三只代币化债券规模达到 100 亿港元——约 12.8 亿美元，迄今全球最大的数字债券。香港金管局的代币化基础设施 Project Ensemble 于 2025 年 11 月从沙盒转入真实交易，参与方包括渣打、汇丰、中银香港、贝莱德与富兰克林邓普顿；2026 年 2 月的财政预算案则承诺设立专门的数字资产平台 CMU OmniClear，用于代币化债券的发行与结算，并设计与新加坡 Project Guardian 及内地结算系统的连接。

新加坡的 Project Guardian 自 2022 年运行至今，汇聚星展、摩根大通、瑞银、贝莱德等 40 多家机构，已从试点走向资产管理、固定收益与外汇的实战用例：2026 年，代币化政府票据以批发型央行数字货币结算，星展、华侨与大华三家银行用批发型新加坡元 CBDC 完成银行间隔夜拆借。与此同时，北京在 2026 年 2 月 6 日采取双轨制：人民银行等部门重申境内加密业务禁令，证监会则首次为中国实体开辟了将境内资产——房地产、基础设施、贸易应收款——在离岸代币化的合法通道（须备案）。中国境内资产规模超过 20 万亿美元。这条走廊一旦规模化打开，出口就在香港。

如何解读 2 万亿到 30 万亿美元的预测分歧

这个市场 2030 年会走到哪里，各方存在真实的分歧，而分歧本身就是信号。麦肯锡的基准情形是 2030 年约 2 万亿美元的代币化市值（乐观情形约 4 万亿）；花旗预测 4 万亿至 5 万亿；Ark Invest 预测 11 万亿；BCG 与 ADDX 联合预测 16 万亿——约为全球 GDP 的 10%。Ripple 与 BCG 将其联合估计上修至 2033 年 18.9 万亿美元（53% 年复合增速）；渣打银行则持有主流机构中最激进的 2034 年 30.1 万亿美元——假设全球约 500 万亿美元传统金融资产中约 6% 上链，其中含约 5 万亿美元贸易融资。

代币化市场长期预测：2 万亿至 30 万亿美元（万亿美元）

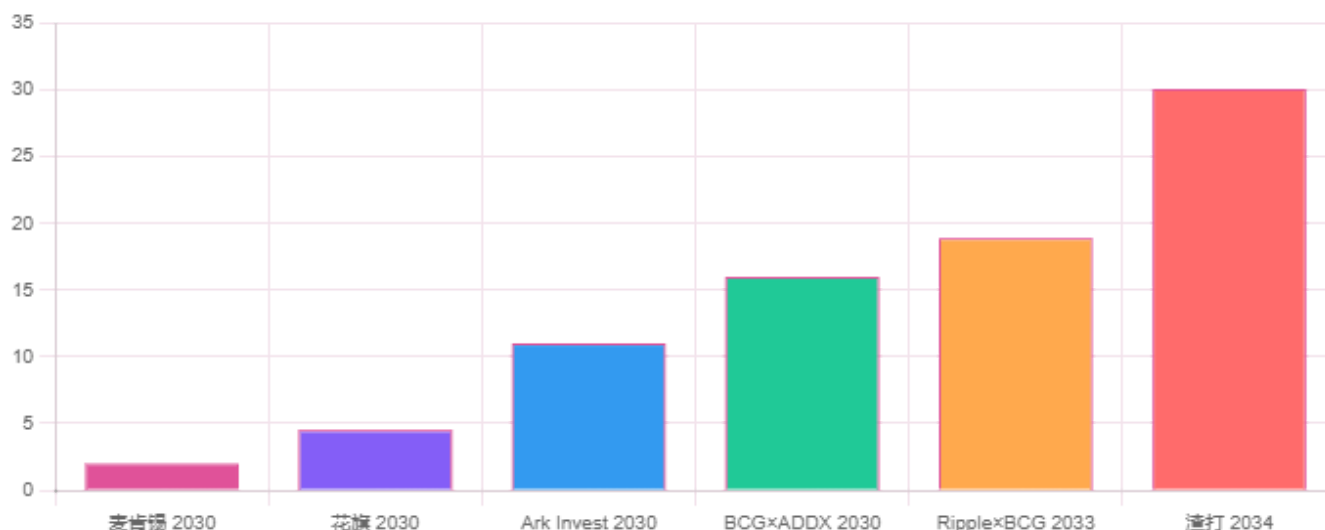


图 4：各机构发表的代币化资产市场规模预测。麦肯锡取其 2 万亿美元基准情形（乐观约 4 万亿）；花旗取 4 万亿-5 万亿区间中值。数据来源：麦肯锡（2024）；花旗；Ark Invest；BCG × ADDX；Ripple × BCG（2025）；渣打银行（2024）。

盈利优先的解读：买收费站，不买流量预测

我们在这个赛道用的筛选标准，与我们在所有地方用的是同一套——而它和这个赛道大多数营销话术是反着来的：

- **今天的费用胜过明天的代币。**能穿越周期的生意已经在收费——发行平台、合格托管、过户代理、合规工具。「卖铲子」的经济学在这里完全成立。
- **流动的价值胜过「被代表」的价值。**我们按已分布、可流通的价值给仓位定价。3,450 亿美元的「被代表」管线是一份融资路演材料，不是一张资产负债表。
- **有现金流的资产胜过代币化承诺。**如果底层资产在链下不产生现金，代币在链上也不会。
- **流动性基础设施胜过发行规模。**真正的约束是二级市场与券款对付（DvP）结算，不是再多发一只基金。谁解决了抵押品流动——摩根大通 Tokenized Collateral Network 指向的方向——谁就拥有了稀缺的一层。
- **司法辖区是护城河。**中国香港与新加坡的牌照是花了数年、九位数合规预算攒出来的。它们会复利增值，而且无法被分叉。

「代币化不创造价值——它改变的是谁能获得价值、何时获得、以什么代价获得。我们不买流量预测，我们买收费站：那些已经在对每一笔流动的代币收取真实合规、托管与结算费用的公司。一座只建了一半的桥，照样向过桥的卡车收钱。」—— Brian Tian，链杉资本创始人兼 CEO

我们的立场

链杉资本用自有资金投资——投入资本的约 90% 为自有资金——我们在这一赛道的标准没有变：至少连续八个季度正运营贡献，才会承诺成长期资本。在代币化领域，我们的注意力在亚太——中国香港、新加坡与新西兰——以及那个「在收费的层」：合规基础设施、合格托管、结算轨道，以及有经审计偿付数据的私募信贷平台。

通往链上资产的机构之桥，如今建到了一半。流量预测之间相差一个数量级，闲置资产数字要求我们保持谦逊，而亚洲的监管架构正在实时浇筑。这个组合——今天就在流入的真实费用、尚未解决的结构性瓶颈、正在我们主场编写的规则手册——恰恰是耐心的、盈利优先的资本最能发挥作用的地方。我们把资本、人才与资源作为一体化配置，背后是 374+ 的顾问网络；在这座桥上，我们要做的是收费站的主人，而不是竣工明信片的收藏者。