

修复未尽，定价重构： 数字资产市场的验证与重估

2026年第二季度数字资产市场回顾与展望

- 2026年第二季度，数字资产市场在修复反弹后验证失败，BTC仍处于再积累阶段，新增资本尚未持续回流。
- 从一级市场到二级市场，我们观察到的是同一个趋势：加密市场正在加速融入传统金融体系。
- 二级市场BTC定价进一步由宏观流动性、机构资金、信用扩张和链上资本流共同驱动，呈现出机构化、需求驱动、金融化的特征。
- 一级市场资本向稳定币支付、RWA、预测市场和机构基础设施集中，资金从叙事驱动转向产品、收入、合规和渠道。

Chaltan Wang
chaltan.wang@hashkey.com

Zeqing Guo
guo.zeqing@hashkey.com

观点聚焦

2026年第二季度，加密市场最大的变化，并不是价格上涨或融资回暖，而是**传统金融（TradFi）开始全面接管市场定价权**。

在一级市场，资本继续向头部项目和受监管基础设施集中。稳定币支付、真实世界资产代币化（RWA）、预测市场以及机构级交易与托管基础设施，成为本季度最主要的融资方向。与此同时，BlackRock、ICE、Apollo、Citadel、三星、Hana Bank、渣打等传统金融和产业资本持续加大投入，资金不再追逐单纯的加密叙事，而是围绕支付、清结算、代币化证券、机构交易等底层基础设施展开布局。这意味着，加密一级市场的竞争逻辑正从“讲故事”逐步转向“拼产品、拼收入、拼合规、拼渠道”，TradFi正在成为新的长期定价者。

在二级市场，BTC同样进入了新的定价阶段。第二季度，市场经历了“修复上涨—冲高受阻—再度调整”的完整过程。4月，ETF资金重新流入、现货需求恢复推动BTC快速反弹；但5月以后，ETF资金重新流出、链上资本流未能持续改善，新增资金接力不足，市场最终未能进入趋势性牛市。进入6月，Strategy融资飞轮受到重新定价，市场开始同时重新评估ETF配置资金和信用扩张型买盘的可持续性。BTC的价格波动，已经越来越受到宏观流动性、机构资金流和信用扩张能力共同影响，而不再主要由散户情绪或加密行业内部因素决定。

从一级市场到二级市场，我们观察到的是同一个趋势：**加密市场正在加速融入传统金融体系**。一级市场中，TradFi买的是稳定币、RWA、交易、托管等基础设施；二级市场中，TradFi买的是BTC本身，并通过ETF、上市公司资产负债表和资本市场融资工具影响其价格。加密市场正从过去由原生资金和行业周期驱动，逐步进入由**宏观流动性、机构配置需求、信用扩张和链上资本流**共同定价的新阶段。

基于这一判断，我们认为未来市场最大的机会仍然来自机构化进程，而最大的变量则来自新增资本能否持续进入市场。一级市场需要继续关注TradFi资金向支付、代币化和AI Agent金融等方向的迁移；二级市场则需要重点观察宏观流动性、ETF资金流、Strategy融资能力以及链上资本流是否重新形成共振。**只有一级市场的基础设施建设与二级市场的资本流入形成正反馈，加密市场才有望进入新一轮趋势性扩张周期。**

数字资产二级市场	05
市场回顾	05
市场情绪	06
趋势特点	07
市场预测	08
投资策略	20
数字资产一级市场	16
市场概览	17
赛道故事	17
投资者格局	18
本季度十大融资	21
投资判断	23

数字资产二级市场

（一）市场回顾：修复上涨—冲高受阻—震荡回落—再度下探

2026年第二季度，BTC市场经历了从修复性反弹到趋势验证，再到重新进入震荡调整阶段的完整过程。如果说第一季度的关键词是“去杠杆与修复”，那么第二季度的关键词则是“验证与失败”。市场一度接近进入新一轮趋势性牛市，但由于新增资本不足，最终未能完成从修复市向趋势扩张阶段的过渡。从价格表现来看，BTC整体呈现出“修复上涨—冲高受阻—震荡回落—再度下探”的运行路径。4月，市场延续第一季度末的修复行情。在ETF资金重新流入、现货买盘恢复以及空头回补的推动下，BTC从65,000美元附近快速反弹，并于4月下旬突破80,000美元，一度接近82,000美元，创下第一季度调整以来的新高。

进入5月后，市场开始暴露上涨质量不足的问题。ETF资金重新转弱，现货买盘和链上资本流未能持续改善，新增资金接力不足，BTC在82,000美元附近冲高失败，并逐步回落至70,000美元区域。6月，市场进入第二季度最关键的压力测试阶段，并经历两轮快速下跌。6月初，Strategy出售少量BTC支付STRC股息，既而打破了市场对于其“只买不卖”的长期预期，投资者开始重新评估其融资飞轮的可持续性；6月下旬，随着STRC持续下跌、美国现货BTC ETF重新出现大额净流出，机构买盘进一步减弱。两轮下跌均伴随着杠杆多头平仓和衍生品清算，BTC一度跌破60,000美元，市场开始真正定价“ETF配置资金减弱 + Strategy融资飞轮承压”的风险。

总体来看，第二季度BTC并未重新进入熊市，而是完成了一次关于“上涨质量”的检验。4月的上涨证明去杠杆后的现货需求可以推动修复行情，但5月和6月的回落也表明，如果新增资本不能持续进入市场，修复行情便难以演化为趋势性牛市。随着第二季度结束，市场情绪也从4月的乐观修复重新回归谨慎观望。

（二）市场情绪：等待新增资本重新进入

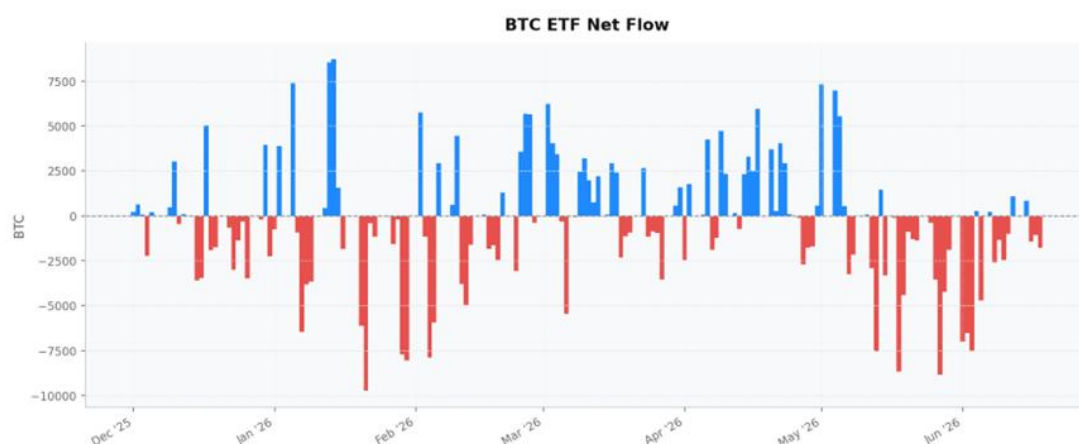
数字资产二级市场

第二季度市场情绪经历了从“相信牛市回归”到“重新定价机构买盘”的过程。市场开始重新思考：未来BTC最大的机构增量资金究竟来自哪里。ETF资金流重新减弱、Strategy融资飞轮受到挑战，而宏观流动性又未明显改善，使市场逐渐从“相信牛市回归”转向“等待新增资本重新进入”。

ETF资金还是单向长期配置资金吗？

第一季度调整结束后，市场普遍认为ETF资金将重新成为BTC上涨的主要驱动力。4月，美国现货BTC ETF恢复净流入，推动BTC快速反弹至80,000美元以上，进一步强化了市场对于机构资金持续回归的预期。但进入5月以后，ETF重新出现连续净流出，市场开始意识到，ETF不仅是BTC最重要的长期资金入口，也会随着宏观流动性和风险偏好变化而成为边际卖压来源。ETF逐渐成为市场情绪最重要的风向标。

图表 1: BTC 现货ETF流入流出

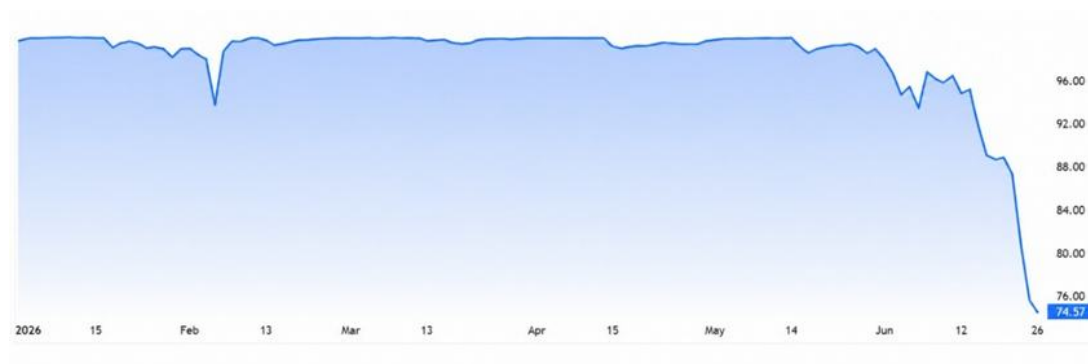


资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

Strategy融资飞轮还有效吗？

第二季度市场情绪的最大转折点是市场开始重新评估Strategy融资飞轮的可持续性。过去两年，Strategy通过可转债、优先股等融资工具持续购买BTC，被视为市场重要的机构增量买盘。然而，5月中旬提前回购可转债、6月初首次出售少量BTC支付STRC股息，以及随后STRC持续跌破100美元面值，令市场开始重新评估其融资能力和信用风险。相比6月初只是怀疑融资飞轮能否持续，6月下旬市场已经开始真正重新定价整个Strategy信用扩张模式，也意味着BTC过去两年最重要的信用扩张型买盘开始减弱。

图表 2：STRC价格变化



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

市场还会降息吗？还是会加息？

第二季度另一项明显影响市场情绪的因素，是市场不断修正对于美联储降息周期的预期。4月，市场一度相信年内降息将推动全球流动性改善，为BTC提供估值支撑；但进入6月以后，美联储继续维持利率不变，并持续强调通胀压力仍高于目标，市场开始接受“Higher for Longer”的政策环境。随着降息预期不断后移，BTC重新表现出典型高Beta风险资产特征，其价格越来越受到宏观流动性和全球风险偏好的影响。

总体来看，第二季度市场情绪最大的变化，并不是由乐观重新转向悲观，而是市场开始重新定价过去两年支撑BTC上涨的三大逻辑——ETF持续配置、Strategy融资飞轮以及宽松流动性。当这三项支撑因素同时受到挑战时，市场也将重新回到“等待新增资本确认”的阶段。

（三）趋势特点：机构化深化，需求驱动，金融化

如果说过去几个周期BTC更多是由散户情绪和加密行业内部因素而驱动，那么进入2026年以后，BTC市场的定价逻辑正在发生明显变化。第二季度最值得关注的，并不是其价格从80,000美元回落至60,000美元，而是BTC进一步进入由宏观流动性、机构资金流和信用扩张共同定价的新阶段。

趋势一：机构化持续深化，机构资金成为边际定价力量

第二季度，机构资金进一步成为BTC最重要的边际买盘。4月，ETF资金重新流入，从而推动BTC快速反弹；5月以后，随着ETF重新流出，BTC上涨动力明显减弱；进入6月，Strategy融资飞轮受到市场重新定价，进一步削弱了机构买盘能力。相比过去，市场更多受到散户情绪和交易所资金影响，BTC价格越来越受到ETF资金、上市公司资产负债表以及融资能力的影响，机构资金已成为市场最重要的边际定价力量。

趋势二：市场开始由需求决定价格，而不是供给决定价格

第二季度市场完成了一次关于需求的验证。长期以来，BTC市场强调供给稀缺性，但第二季度证明，仅有供给改善并不足以推动价格持续上涨。4月BTC反弹主要来自ETF流入和现货需求恢复，而5月以后，随着ETF资金重新流出、Spot CVD重新转弱，BTC最终冲高失败。这说明，当前市场真正缺少的并不是卖盘，而是新增买盘，市场关注重点也开始从“谁在卖”转向“谁还在买”。

趋势三：BTC进一步融入传统金融定价体系

第二季度，BTC与传统金融市场之间的联系进一步加强。除了美联储货币政策、美元流动性和全球风险偏好等传统宏观因素以外，Strategy融资飞轮重新定价，进一步反应出BTC已经开始受到信用市场的影响。过去影响BTC价格的主要是加密行业内部因素，而如今，宏观流动性、机构配置需求和信用扩张能力正逐渐成为新的核心定价变量。

（四）市场预测：等待新增资本重新确认

展望未来，我们认为BTC市场仍处于“修复失败后的再积累阶段”，尚未进入真正趋势性牛市。当前市场最核心的问题并不是供给端是否健康，而是新增需求能否重新进入市场。换句话说，BTC已经完成了第一季度的去杠杆和第二季度的修复验证，但尚未完成资本重新流入的确认。

宏观流动性：高利率环境仍是上涨的重要约束之一

第二季度，宏观环境并未形成对BTC的持续支撑。4月，市场一度交易降息预期和风险偏好修复，推动BTC快速反弹；但进入5月以后，随着通胀重新走高、降息预期不断后移，市场重新定价“Higher for Longer”的环境。6月FOMC继续维持利率不变，并强调通胀仍高于目标水平，进一步削弱了市场对于短期宽松的预期，也成为6月两轮BTC价格调整的重要背景。

展望未来，我们重点关注四项宏观信号：通胀是否持续回落、就业市场是否明显降温、美元指数和美债收益率是否进入下行趋势，以及市场是否重新形成稳定的降息预期。我们的基准判断是，未来1-2个季度宏观环境仍将维持“高利率、低宽松”的状态，BTC更可能延续震荡修复，而非快速进入趋势性牛市。因此，**真正值得关注的不是第一次降息，而是市场重新形成稳定的宽松预期。**

图表 3：DXY指数价格



Source: Compiled by HashKey Capital; data from Glassnode.

机构资金：ETF和Strategy仍是边际买盘关键

机构资金仍然是当前BTC市场最重要的边际定价力量，主要包括以美国现货BTC ETF为代表的配置型资金，以及以Strategy为代表的融资驱动型资金。

第二季度，ETF资金与Strategy融资飞轮同时出现边际减弱。4月，ETF重新流入推动BTC快速反弹；但进入5月后，ETF重新转为净流出，机构配置需求明显降温。与此同时，Strategy融资飞轮受到市场重新定价，随着STRC持续跌破面值、融资能力受到质疑，市场开始担忧其未来持续购币能力。这意味着，BTC过去两年最重要的两类机构增量买盘均有所减弱。

展望未来，我们认为机构资金仍将是判断BTC能否重新进入趋势行情的核心变量。ETF代表传统金融机构真实的配置需求，而Strategy则代表信用扩张型买盘。若ETF重新形成持续净流入，同时Strategy恢复稳定融资和购币能力，BTC有望重新获得机构资金支撑；反之，如果ETF持续流出、Strategy融资飞轮继续承压，则市场即使出现反弹，也更可能是技术性修复，而非趋势性牛市。

我们的基准判断是，未来1-2个季度机构资金仍将维持反复波动态势。在新增机构资金重新形成持续流入之前，BTC上涨动力仍将受到一定制约。

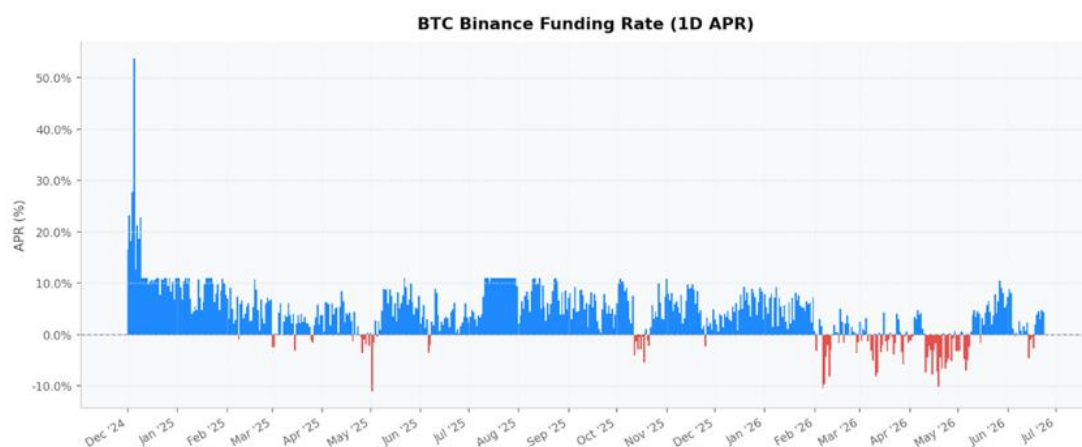
衍生品结构：关注杠杆资金与现货需求是否形成共振

第二季度，衍生品市场经历了从健康修复到震荡整理的过程。4月，在ETF重新流入和现货买盘恢复带动下，Funding仍维持低位，Futures Open Interest温和回升，Perpetual CVD持续改善，说明上涨主要来自现货需求恢复和空头回补，而非杠杆资金追涨。进入5月以后，Funding逐步转正，但Spot CVD开始转弱，ETF资金重新流出，市场逐渐进入存量资金博弈阶段。6月，两轮快速下跌进一步完成了杠杆多头出清，衍生品整体风险较第一季度明显下降，但市场仍未形成新的趋势共识。

展望未来，我们认为衍生品市场已经完成第一季度的大规模去杠杆，未来更值得关注的是现货需求、机构资金与杠杆资金能否形成共振，而不是单一指标变化。如果Funding保持温和、OI稳步增加，同时Spot CVD持续为正、ETF重新形成净流入，则说明新增需求正在推动市场进入更加健康的上涨阶段；反之，如果只有Funding和OI改善，而Spot CVD和ETF资金未同步恢复，则上涨更多来自情绪修复和杠杆推动，持续性相对有限。

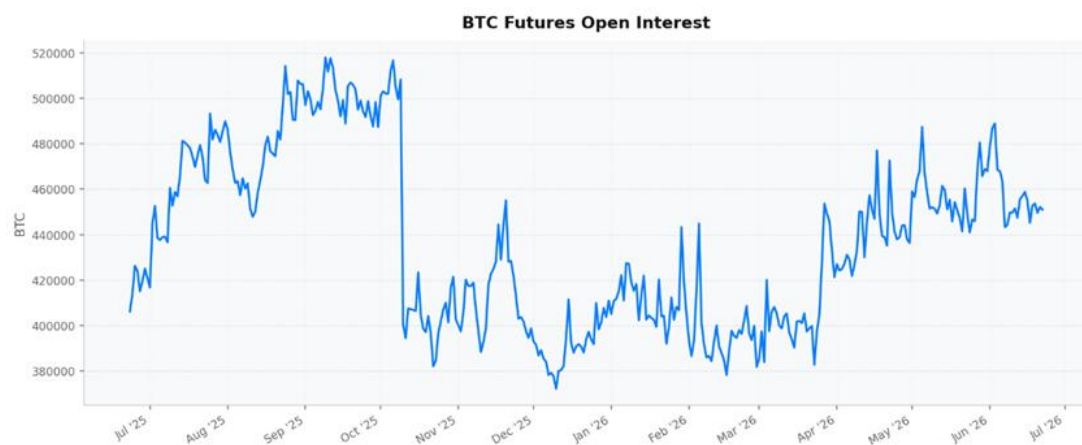
我们的基准判断是，当前衍生品结构整体已明显健康于第一季度，但BTC能否重新进入趋势性牛市，仍取决于现货需求、机构资金和杠杆资金能否重新形成一致性。

图表 4：BTC 币安资金费率（1日年化）



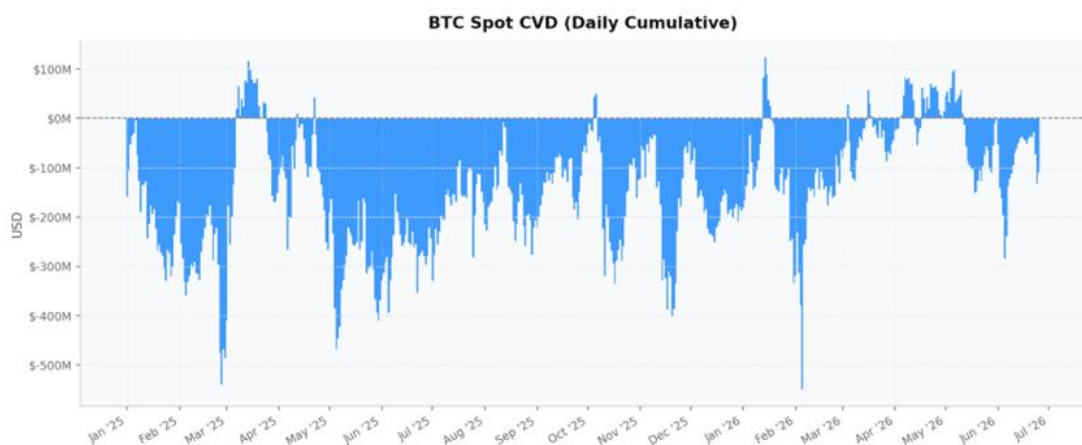
资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

图表 5：BTC期货未平仓量



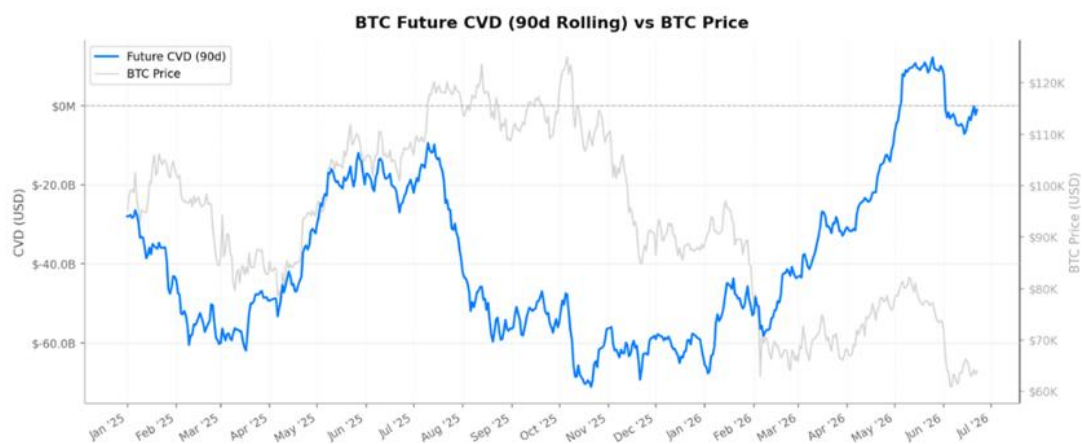
资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

图表 6：BTC 现货 CVD（每日累计）



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

图表7: BTC 期货 CVD（90日滚动）vs BTC 价格



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

链上结构：资本尚未回流，但供给正在改善**链上结构指标--Realized Cap Change：资本流修复仍待确认**

Realized Cap Change是衡量BTC真实资本流入的重要链上指标，也是判断市场能否进入趋势性牛市的重要参考。

第二季度，Realized Cap Change经历了“修复—失败”的过程。4月，随着ETF资金重新流入和现货需求恢复，指标持续改善并一度接近零轴，显示市场出现阶段性资本修复；但进入5月以后，随着ETF重新流出、Spot CVD转弱，Realized Cap Change再次回到负值区域，并在6月进一步恶化。这说明BTC虽然完成了价格修复，但新增资本始终没有持续进入市场，也是第二季度上涨未能演化为趋势牛市的主要原因。

展望未来，我们认为Realized Cap Change仍将是最值得关注的链上指标。若ETF重新形成持续净流入、Spot CVD保持正值，同时Realized Cap Change持续转正，则说明真实资本正在重新进入市场，BTC有望进入新的趋势上涨阶段；反之，如果价格上涨而该指标仍维持负值，则说明上涨更多来自情绪修复，其持续性仍然有限。

我们的基准判断是，未来1-2个季度Realized Cap Change大概率仍将在负值区域逐步修复，但短期内未必能够快速持续转正。因此，Realized Cap Change是否重新转正，仍将是确认BTC进入新一轮牛市最重要的链上信号。

图表 8：BTC已实现市值变动



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

链上结构指标--NUPL与Percent Supply in Profit: 盈利状态修复，但尚未进入牛市阶段

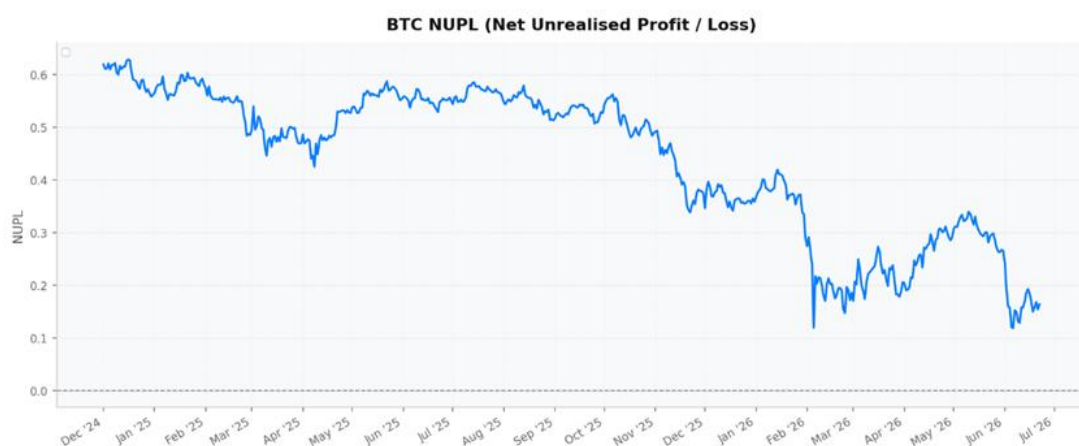
NUPL和Percent Supply in Profit共同反映BTC市场整体盈利状态，是判断市场情绪和获利了结压力的重要链上指标。

第二季度，随着BTC从65,000美元附近反弹至80,000美元以上，两项指标均较第一季度明显改善，说明市场整体盈利状态逐步恢复。但进入6月以后，随着BTC再次回落，两项指标同步走弱，盈利修复未能进一步扩大。这表明市场虽然已经摆脱第一季度的大面积亏损状态，但整体盈利水平仍明显低于上一轮牛市高位，尚未进入全面乐观阶段。

展望未来，我们认为两项指标仍将维持缓慢修复态势。若ETF重新形成持续净流入、Realized Cap Change重新转正，则市场整体盈利状态有望进一步改善；反之，如果BTC价格反弹而两项指标改善有限，则说明上涨更多来自局部资金推动，其持续性仍需进一步验证。

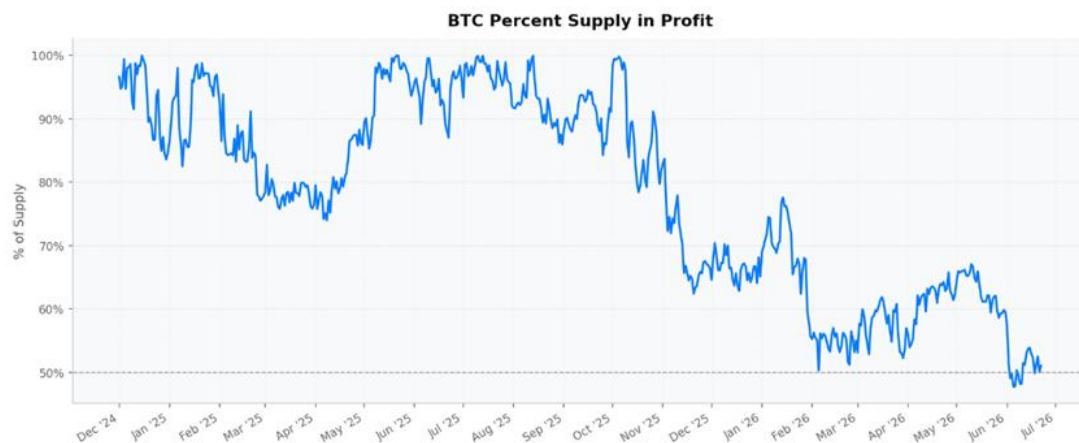
我们的基准判断是，未来1-2个季度市场盈利状态仍将以修复为主，但距离牛市后期的全面乐观仍有较大距离。因此，NUPL和Percent Supply in Profit持续改善，将是验证BTC由修复行情迈向趋势牛市的重要辅助信号。

图表 9：BTC未实现盈亏



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

图表 10：BTC盈利供应占比



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

链上结构指标--Hot Capital Share与STH/LTH Ratio：短期资金出清，再积累持续推进

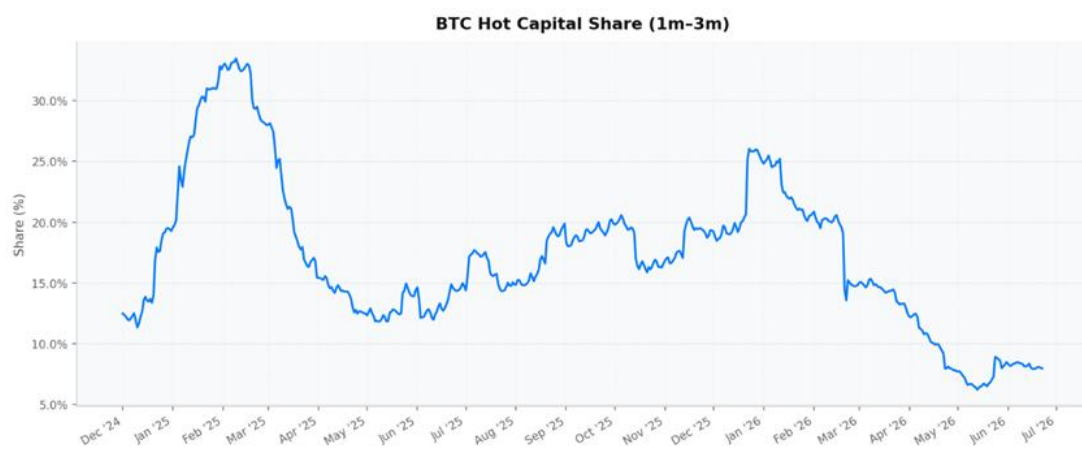
Hot Capital Share和STH/LTH Ratio共同反映BTC市场的资金结构和筹码结构，是判断市场是否进入再积累阶段的重要指标。

第二季度，两项指标继续延续第一季度以来的改善趋势。Hot Capital Share持续下降，说明短期投机资金进一步出清；STH/LTH Ratio继续回落，长期持有者占比持续提升，市场筹码不断向长期资本集中。这表明，虽然BTC价格经历反弹和调整，但新增短期资金并未重新大量进入市场，供给结构仍在持续优化。

展望未来，我们认为，Hot Capital Share和STH/LTH Ratio仍将是判断BTC是否完成再积累的重要指标。如果Hot Capital Share继续维持低位，而STH/LTH Ratio进一步下降，则说明长期持有者仍在主导市场；而当ETF重新流入、Realized Cap Change重新转正，同时Hot Capital Share温和回升，则意味着新增资金开始健康进入市场，将成为BTC进入新一轮趋势行情的重要确认信号。

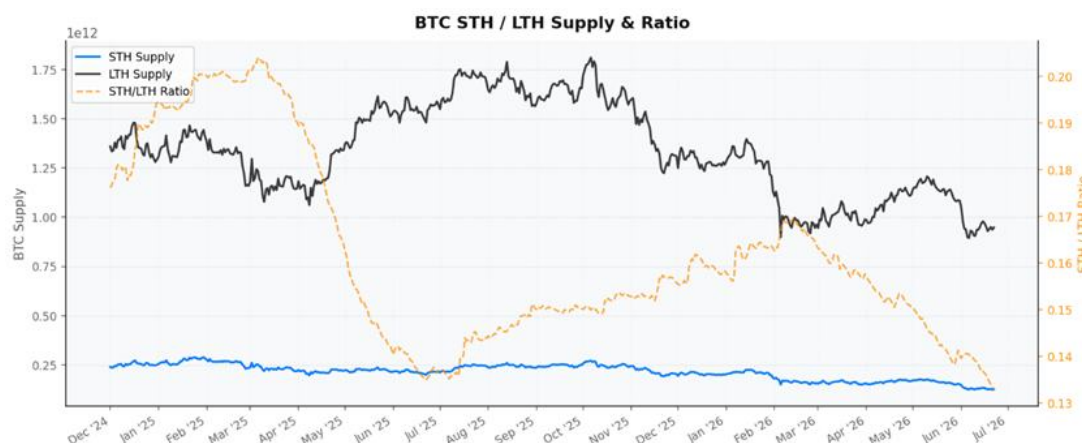
我们的基准判断是，未来1-2个季度市场仍将保持“短期资金减少、长期持有者增加”的结构特征。总体来看，链上供给结构已明显改善，市场最大的矛盾已不再是供给，而是新增需求不足。未来若资本流、盈利状态和供给结构形成共振，BTC有望完成从再积累阶段向趋势牛市的切换。

图表 11：BTC短期活跃资本占比



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

图表 12：BTC短期持有者/长期持有者比例



资料来源：HashKey Capital 整理, Glassnode

基准判断：震荡修复，而非趋势牛市

综合宏观、机构资金、衍生品和链上指标，我们认为未来几个季度BTC大概率仍将维持震荡修复格局，而非立即进入趋势性牛市。

我们的基准判断是：宏观流动性仍然偏紧，ETF资金流入流出反复，Strategy融资飞轮仍在接受市场检验，而链上供给结构继续改善。在这一环境下，BTC可能出现阶段性反弹，但缺乏快速突破的基础。

真正的牛市确认，需要看到宏观流动性改善、ETF重新形成持续净流入、Spot CVD和Realized Cap Change持续转正，同时Funding保持温和健康。当这些指标形成共振时，说明新增资本正在重新进入市场，BTC才有望从再积累阶段进入趋势扩张阶段。

因此，我们认为，未来市场最重要的观察点不是BTC短期价格波动，而是新增资本是否持续回流。只有资金、需求和市场结构同时改善，BTC上涨才更具有可观性以及持续性。

（五）投资策略：保持核心仓位，等待趋势确认

BTC目前更可能处于“修复失败后的再积累阶段”，而非全面牛市。宏观流动性尚未明显改善，机构资金仍在反复，而链上供给结构持续优化，说明当前市场最大的矛盾仍然是新增需求不足，而非供给恶化。

因此，我们认为当前不宜单一押注方向性行情，而应继续以“核心仓位、收益增强与风险约束”为主要框架。在趋势确认之前，保持BTC及核心资产的长期配置，同时通过期权和结构化产品获取区间震荡收益，而非过度追逐短期上涨。

收益增强方面，我们继续采用卖出虚值看跌期权、双币产品、FCN及Covered Call等策略，在保持上涨参与度的同时，提高组合整体收益率。风险管理方面，则保留一定比例的保护性看跌期权，以应对宏观流动性进一步收紧、ETF持续流出或机构融资飞轮继续承压带来的尾部风险。

总体而言，我们更重视风险收益比，而非短期价格波动。未来将重点跟踪ETF资金流、Spot CVD、Realized Cap Change以及Funding等关键指标，当资金、需求和市场结构重新形成共振时，我们将逐步提高方向性风险敞口；而在此之前，继续通过“持有核心仓位 + 收益增强 + 尾部保护”的组合策略，稳健参与BTC市场的再积累阶段，并为下一轮趋势行情预留充足的收益弹性。

数字资产一级市场

(一) 市场概览：笔数探底，资本向头部与传统金融集中

随着项目数继续收缩，单笔金额继续放大，Q1的“缩量上行”在本季走向更极端的“探底集中”。从月度节奏看，4月是春季最弱的一个月，风险投资披露额只有约6.9亿美元、约70笔；5月强劲反弹，VC披露额回升到35.2亿美元，环比增长约408%。但金额回暖的同时，5月月度风险成交笔数只有约50笔，是2021年以前才会出现的低位。6月（截至6/24）头部集中的格局延续，Digital Asset 3.55亿美元、Morpho 1.75亿美元等大额轮撑起了月度体量。

结构上最突出的，是资金向中后期与战略轮的极致集中：5月A轮至C+及战略轮合计融资31.0亿美元，占当月VC总额的88%，环比激增832%。早期分散试错的资金几乎枯竭，钱高度押向“已验证、有现金流、有合规路径”的中后期标的。若把并购也计入，体量进一步抬升，5月含并购口径的月度一级资本高达95.7亿美元，是过去一年最大的并购月（并购55.5亿美元、19笔）。这样算下来，Q2的一级披露资本（VC+并购）明显高于Q1（约68亿美元），而增量主要来自超大轮和战略并购，不是长尾项目的普遍回暖。

图表 13：2026 Q2 加密一级市场核心指标（月度，截至 2026-06-24）

指标	4 月	5 月	6 月（截至 6/24）
VC 披露融资额	约 \$6.9 亿	\$35.2 亿（环比 +408%）	头部巨轮延续
VC 轮次数	约 70	83	-
月度成交笔数	-	约 50（2021 年前水平）	-
中后期+战略轮	-	\$31.0 亿 / 占 88%（+832%）	Canton \$3.55 亿、Morpho \$1.75 亿
含并购口径	-	\$95.7 亿（并购 \$55.5 亿 / 19 笔）	Bullish→Equiniti \$42 亿等

资料来源：CryptoRank、The Block（2026-06-03）、crypto-fundraising.info，HashKey Capital 整理；6 月数据截至 2026-06-24，不完整。

政策环境：稳定币从立法走向落地

2026年第二季度，全球稳定币监管呈现出一种错位格局：香港、日本率先出现牌照与产品落地，欧盟MiCA进入全面执行，美国 and 英国仍处规则最终落地前夜。

香港金管局4月10日向汇丰银行和Anchorpoint Financial发出首批稳定币发行人牌照，牌照当日生效；Anchorpoint由渣打香港、香港电讯和Animoca Brands（HashKey Capital投资）参与，初期计划发行港元挂钩稳定币。

欧盟MiCA过渡期于2026年7月1日结束，获授权加密资产服务提供商约243-244家，电子货币代币（EMT）发行人公开登记口径约20家。由于USDT未取得MiCA授权，需要在欧盟合规交易所下架，USDT流动性预计会流向USDC/EURC等合规稳定币。英国金融行为监管局（FCA）已于6月30日发布最终规则，但新制度预计2027年10月25日生效。

美国GENIUS Act已成法，但美国货币监理署、财政部、金融犯罪执法网络局和外国资产控制办公室等配套规则截至7月1日仍未完全最终化，CLARITY Act也尚未完成参议院全院通过。CLARITY Act表决最早可能是2026年7月13日那一周，但截至现在没有正式表决日期。如果8月10日休会前还没过，今年通过该法案的难度会显著上升。

国际层面，金融稳定理事会、国际清算银行、国际货币基金组织、金融行动特别工作组本季度主要停留在风险分析、执行回顾和政策倡议，未见新的硬性跨境统一标准。日本JPYSC在既有监管框架下推进发行，韩国则表现为银行和金融集团在最终规则落地前抢先布局。

（二）赛道故事：从“拥抱现金流”到“传统金融买管道”

Q1的关键词是“摒弃叙事、拥抱现金流”，Q2又往前走了一步：资本不再只为现金流付费，开始为“基础设施卡位”和“合规牌照”付溢价。钱高度集中流向三条主线：稳定币跨境支付轨道、受监管的代币化与清结算基础设施（含预测市场），以及agentic稳定币支付。

稳定币支付：新兴市场新银行放量，Tether以产业资本逻辑布局。跨境与新兴市场稳定币轨道是本季支付方向的主线，无论是按交易笔数还是按美元金额衡量。拉美、非洲、亚洲及中东-北非走廊均有增长，卖点一致：比SWIFT或代理行更快、成本更低。代表性私募轮包括：Slash完成1亿美元C轮（Ribbit、Khosla领投，估值14亿美元，上线稳定币产品9个月内年化流水已超10亿美元）；

Fasset 完成 5,100 万美元 B 轮（日本 SBI、Investcorp 领投，覆盖亚非中东 50+ 走廊、年化超 320 亿美元）；JPYC 增募 1,760 万美元（SBI、Metaplanet）；Belo 完成 1,400 万美元 A 轮（Tether 领投，在阿根廷已盈利三年）；Trace Finance 完成 3,200 万美元 A 轮（CoinFund 领投，服务拉美前四大支付服务商）。

这里有两个结构性变化。第一，稳定币原生新银行和超级应用正在快速起量，部分已实现盈利，投资人开始为“分发渠道”而非单纯的“基础设施”买单。第二，Tether 本季以类似产业投资机构的角色，领投了 Belo 和 Sorted（面向功能机与低端安卓的非托管钱包，覆盖撒哈拉以南非洲和南亚），并参投多笔稳定币基础设施项目，显露出在新兴市场分发端的扩张意图。此外，编排、财资、合规、发行等配套服务构成第二梯队（如 Range 的财资风控合规一体化、Paxos Labs、Better Money 清算所、Checker 的单 API 接入稳定币流动性），其中多家正在同步申请 OCC 国家信托银行牌照——牌照本身正成为新的进入壁垒。

代币化与交易基础设施（含 RWA）：TradFi 在买链上证券的“管道”，而非加密资产本身。 本季最大的基础设施类私募融资与最大并购，均落在受监管的代币化结算赛道。Digital Asset（Canton 公链）完成 3.55 亿美元私募融资，估值超过 20 亿美元，a16z crypto 领投，Citadel Securities、Apollo、BNP、CME、Coinbase Ventures、HSBC、ADIA 参投。该交易被视为华尔街买入链上结算管道的典型案例。Morpho 完成 1.75 亿美元融资。A16z、Paradigm、Ribbit 领投，HashKey Capital、Apollo、Circle Ventures、VanEck 参投。Morpho 定位为机构级链上信贷金融管道，存款及 TVL 合计超过 66 亿美元。并购方面，上市交易所 Bullish 以 42 亿美元收购全球过户代理 Equiniti，目标是成为代币化证券领域的全球过户代理。

RWA 不再作为独立叙事存在，已被重新归入“代币化结算基础设施”范畴，资金来源更加稳健，来自跨界机构与头部加密 VC 的联合出资：OpenTrade（1,700 万美元战略轮，聚焦稳定币收益与 RWA 结算，TVL 超 2 亿美元）、Pharos Network（4,400 万美元，面向 RWA 代币化的 Layer 1，Sumitomo 与 Chainlink 参投）、Fence（2,000 万美元，Galaxy Digital 投资，私募信贷基础设施）、Libeara（1,400 万美元，渣打 SC Ventures 孵化，GSR 领投）。

链上衍生品领域的资金流入呈现结构性特征，而非周期性波动：Variational（5,000 万美元 A 轮，Dragonfly 领投）、SignalPlus（5,000 万美元 B1 轮，HashKey Capital 领投，投后估值 5 亿美元）、PopDEX（3,000 万美元）均带有真实收入，且在代币发行前即完成融资。

预测市场：从 Q1 的黑马角色，跃升为吸金能力最强的巨头主战场。Q1 我们已将预测市场列为最大黑马；进入 Q2，它直接成为吸金能力最强的单一赛道。Kalshi 完成 10 亿美元 F 轮融资，估值达 220 亿美元。本轮由 Coatue 领投，Sequoia、a16z、Paradigm、Morgan Stanley、ARK 跟投。

完成投资意味着 Kalshi 5 个月内估值翻倍。Onyx Odds 获 2,000 万美元融资（Kraken 母公司 Payward 领投）。加上 3 月 ICE 对 Polymarket 约 6 亿美元的战略股权投资（累计承诺约 20 亿美元，已计入 Q1），以及公开市场方面 Coinbase 收购 The Clearing Company、Robinhood 通过 Kalshi 录得季度预测市场交易量新高。事件衍生品场所本季的吸金能力，已超过任何加密原生现货或永续合约场所。需要持续跟踪的仍是监管定性及各地区合规路径的实际落地情况。

AI × Crypto：资金从“建设算力”转向“让 agent 完成支付”，巨头在争夺标准制定权。这是本季最重要的结构性转变。经历 2024 至 2025 年去中心化 GPU 与算力的大规模募资潮后，本周期内去中心化算力领域几乎没有新的大型融资轮次。存量龙头项目 io.net、Akash、Render Bittensor 更多依靠利用率而非新融资维持运营；资金明显转向 agentic 的稳定币支付方向，即让 AI agent 使用稳定币自主完成相互支付。代表性交易包括：Circle 为其 Arc 公链发起 2.22 亿美元代币预售（30 亿美元 FDV，a16z crypto、BlackRock、Apollo、渣打、ICE 参投），同步推出允许 agent 无需人工批准即可使用 USDC 结算的“Agent Stack”；Elliptic 完成 1.2 亿美元成长轮融资；Catena Labs 完成 3,000 万美元 A 轮融资。

战略层面，巨头正在争夺 agent 支付的标准与底层设施：Coinbase、Cloudflare、Stripe 支持的 x402 基金会并入 Linux Foundation；AWS Bedrock AgentCore Payments 接入 Coinbase x402，可在约 200 毫秒内用 USDC 完成 agent 间付费；Google 将其 Agent Payments Protocol 扩展到链上稳定币；Stripe 收购嵌入式钱包 Privy（约 7,500 万钱包），以补全其 agentic 支付栈。不过这条热门赛道当前以叙事为主，产品还远没有到落地的时候。

退潮赛道：去中心化算力与去中心化 AI 训练降温，纯叙事型项目持续出清。与 AI agent 支付的火热形成对比，去中心化 GPU/算力、去中心化 AI 训练、数据网络等子方向在本周期明显降温。头部项目的融资大多发生在周期之前，本期内仅有中小规模融资（Parasail 3,200 万美元、OpenGradient 950 万美元、General Tensor 500 万美元等）。Gaming 延续 Q1 的低迷，几近缺席；纯叙事型的“泛 AI”和“泛游戏”项目继续被市场出清。这与 Q1 的判断一致：市场对“只有叙事、没有用户与收入”的项目，耐心已耗尽。

（三）投资者格局：传统金融战略资本定价，加密 VC 向“管道”迁移

数字资产一级市场

TradFi 与产业资本成为最大买家，定价权正在从纯加密基金转移。本季最连贯、也最具方向性的资金来自传统金融与产业资本。洲际交易所（ICE）继续在预测市场与代币化产品上加注；韩国 Hana 银行以 6.7 亿美元、三星以 4.08 亿美元先后战略入股 Upbit 母公司 Dunamu，TradFi 对头部交易所运营方的争夺远不止一家；BlackRock、Apollo、Citadel、CME、BNP、HSBC 共同押注 Canton；渣打 SC Ventures 在本季构建了最完整的机构生态布局：领投做市商 Keyrock（估值 11 亿美元）、战略投资 GSR、背书代币化平台 Libeara、收购 Zodia 托管，将“流动性—托管—代币化—市场准入”整套受监管栈一次性收入囊中。这与私募端投向 Circle、Slash、Morpho 的资金，属于同一主题。

Tether：延续产业资本打法，在新兴市场分发端进行系统性布局。Tether 继续以远超常规 VC 的频率出手，本季领投 Belo、Sorted 等新兴市场稳定币分发标的，并以 1.275 亿美元信贷包牵头对 Solana 永续协议 Drift 的债务型救助（非股权）。结合其在支付通道、托管银行和商业场景上的持续布局，围绕 USDT 的“支付—托管—分发”闭环正在成型。对 Tether 而言，这类投资与其说是财务配置，不如说是护城河建设。

加密 VC：弹药充足，但共识正集体转向“机构基础设施 + AI agent 金融”。新基金密集完成募资：a16z crypto Fund 5 募资 22 亿美元，自称 100% 投向 crypto，明确不是 AI×crypto 基金；Haun Ventures 两只新基金合计 10 亿美元，投资 AI，瞄准 agentic economy；Variant Fund 4 募资 2.22 亿美元，投资方向横跨 DeFi 与 AI agent。头部加密 VC 的赛道偏好，正从上一轮的 DeFi、Wallet、Gaming，集体转向支付、预测市场、代币化和 agent 金融，向真实收入、清晰合规、能与传统金融对接收敛。

（四）本季度十大融资

本季十大融资体现了三条主线：最大单笔支票流向预测市场和机构代币化；产业资本与 TradFi 通过战略轮做系统性布局；中后期轮次（C 轮及以上）在提速。下表统计 4-6 月窗口内最具代表性的股权及战略轮交易（含代币战略预售，不含纯并购与债务融资）。

图表 14：2026 Q2 加密一级市场十大融资（4-6 月，截至 2026-06-24）

排名	项目	金额	赛道	领投/ 主要投资人
1	Kalshi	\$10.0 亿 (F 轮, 估值 \$220 亿)	预测市场	Coatue
2	Digital Asset (Canton)	\$3.55 亿 (估值 \$20 亿)	机构 L1/代币化	a16z crypto
3	Circle – Arc	\$2.22 亿 (代币预售, \$3B FDV)	稳定币 L1/AI 支付	a16z crypto、 BlackRock
4	Morpho	\$1.75 亿 (估值约 \$20 亿)	机构 DeFi 信贷	HashKey Capital、 a16z
5	Elliptic	\$1.20 亿 (成长轮)	AI 合规/风控	One Peak
6	Coinone	约 \$1.06 亿 (战略股权)	交易所 (韩国)	OKX Ventures、 韩国投资证券
7	Slash	\$1.00 亿 (C 轮, 估值 \$14 亿)	支付 (对公银行)	Ribbit、Khosla
8	Fomo	\$0.75 亿 (B 轮, 估值 \$5.5 亿)	社交化链上交易	Index Ventures
9	Fasset	\$0.51 亿 (B 轮)	新兴市场稳定币新银行	SBI、Investcorp
10	Variational / SignalPlus	各 \$0.50 亿 (A / B1 轮)	链上/机构衍生品	Dragonfly / HashKey Capital

资料来源：DefiLlama、CryptoRank、公司公告，HashKey Capital 整理；含股权与战略代币预售，不含纯并购与债务融资。

并购与战略二级股权是本季另一条主线，也是“定价权交给TradFi”最直接的体现。下表为4-6月代表性并购与战略股权交易，金额规模整体超过同期纯股权融资。

图表 15：2026 Q2 重大并购与战略股权（4-6 月）

交易	金额	类型	方向/含义
Bullish → Equiniti	\$42 亿	并购	代币化证券/全球过户代理
Hana 银行 → Dunamu (Upbit)	\$6.7 亿	战略二级股权	韩国最大交易所运营方
Kraken → Reap	\$6.0 亿	并购	稳定币支付/卡
Kraken → Bitnomial	\$5.5 亿	并购	受监管衍生品牌照
Core Scientific → Polaris	\$4.21 亿	并购	算力/数据中心
三星 → Dunamu (Upbit)	\$4.08 亿	战略股权	TradFi 抢头部交易所
Robinhood → WonderFi	\$1.80 亿	并购	直取加拿大加密市场

资料来源：公司公告、The Block、CryptoRank，HashKey Capital 整理；5 月为过去一年最大并购月。Stripe 收购 Privy、Polymarket 收购 Brahma 等未披露金额交易另见正文。

（五）投资判断：定价权易主，并购与合规成为新的胜负手

站在 Q2 末尾回望，加密一级市场的自我净化仍在继续，但本季最重要的结构变化，是定价权从加密原生基金向 TradFi 与产业资本的转移。泡沫项目继续出清，而真正具备产品、收入与合规路径的公司，拿到了比以往更集中的资金支持。对投资人而言，竞争的胜负手正从“资金规模”转向“渠道、用户、牌照与整合资源”。具体而言，我们对未来两到三个季度有五个判断。

第一，稳定币支付与真实世界资产代币化（RWA）仍是核心主线，确定性还在增强。稳定币立法与合规框架推进、传统资产上链加速、TradFi 持续“买管道”，共同支撑这两个方向的增长。我们预计，跨境与新兴市场稳定币轨道、受监管的代币化结算，仍将是吸纳资金最稳定的两个方向。

第二，预测市场已从黑马长成巨头主战场，但监管是最大变量。Kalshi 以 220 亿美元估值，加上顶级 VC 和 TradFi 的集体押注，让预测市场成为本周期辨识度最高的赛道之一，加上天然面向 C 端，想象空间不小。本季度有叠加四年一次的世界杯，是预测市场进一步出圈的时刻。但各地监管定性和合规路径尚未落定，这一点仍需作为头号风险跟踪。

第三，TradFi 与产业资本入场，会持续重塑一级市场的竞争格局。当 ICE、三星、Hana、BlackRock、Apollo、渣打纷纷以战略资本和并购下注，纯财务型 VC 的竞争优势正在被侵蚀。能否提供分发渠道、合规牌照和技术整合，正成为项目方挑选投资人的新标准。渣打 SC Ventures“整条受监管栈”的打法，可以作为机构生态布局的参考样本。

第四，并购与 IPO/SPAC 退出通道的成熟，正推动加密资产项目发币退出向传统股权退出范式演进。本季并购明显放量，CoinShares 经 12 亿美元 SPAC 登陆纳斯达克，Kraken、FalconX 在推进机密 S-1，Securitize 和 Hyperliquid 也在走 SPAC 路线。这说明加密行业正从“靠代币上所退出”转向“传统股权退出”，对 LP 的回报预期和投资周期判断都是一个重要的参照。

第五，AI×Crypto 从“建算力”转向“让 agent 付钱”，方向真实存在，但还为时尚早。agentic 稳定币支付是本季最热的子主题，巨头都在抢标准。但多数落地项目还在“API 货币化”的阶段，叙事跑在了产品前面。需要多观察落地情况审慎参与。

免责声明

本文件由HashKey Capital编制，仅供一般信息及讨论用途。本文件不构成，亦不应被解释为任何形式的投资建议、法律意见、税务意见、会计意见或其他专业意见，亦不构成对任何证券、代币、基金权益、金融产品或投资策略的要约、招揽、邀请、推荐或承诺。

本文件所载之观点、意见、估计及预测仅反映作者于本文件出具日期之判断，且可能随时变更而不另行通知。任何预测、目标、前景展望或前瞻性陈述仅供说明用途，不应被视为对未来表现或结果的保证或承诺。

本文件所载信息来源于被认为可靠之渠道，包括公开资料及第三方来源，但对其准确性、完整性、及时性或适用性不作任何明示或默示之陈述或保证。部分信息可能基于未经独立核实之假设、估计或市场数据。

数码资产及相关产品涉及重大风险，包括但不限于价格剧烈波动、流动性不足、市场操纵、技术漏洞、托管风险、网络安全事件、法律及监管不确定性，以及可能损失全部投资本金之风险。过往表现不代表未来结果。

本文件并非面向零售投资者，仅供可合法接收本文件之人士使用。任何投资决策均应仅基于相关正式发售文件、认购文件及其他最终法律文件作出，并应在取得独立法律、税务、财务及其他专业意见后进行。

本文件中如提及由HashKey Capital管理或关联之任何基金、产品、服务或策略，仅供说明用途，不应被视为独立的市场推广资料或投资建议。如本文件与任何正式发售文件存在不一致之处，应以正式发售文件为准。

HashKey Capital、其关联公司及/或其各自之董事、高级职员、雇员或客户，可能不时持有、买卖、管理、提供咨询、投资于或向本文件所提及之任何数码资产、证券、基金、发行人或交易提供服务，因此可能在相关事项中存在利益或潜在利益冲突。

未经HashKey Capital事先书面同意，本文件不得全部或部分复制、转载、分发、发布、披露或传送。

联系我们

 hashkey.capital

 @HashKey_Capital

 ir@hashkey.com