

2026 年 Q3

HTX RESEARCH 季度前瞻



流动性定义加密市场

全球流动性重定价下的加密市场新秩序

本报告不构成投资建议

目录

投资备忘录

执行摘要

第一章 流动性大重定价

第二章 BTC: 全球流动性的代理变量

第三章 ETH: 价值捕获的挑战

第四章 DeFi: 资本效率重估

第五章 资本流向何处

第六章 监管作为催化剂

第七章 Q3 策略框架

资产配置仪表盘

Q3 风险矩阵

最终观点

投资备忘录

Q2 一句话总结

Q2 不是 Crypto 周期的终结，而是全球流动性、机构配置与链上价值捕获逻辑的一次集中重定价。

价格回调只是表象。真正发生变化的是资金成本、美元流动性、监管预期与市场风险偏好。BTC 在 Q2 的下跌并不意味着长期配置逻辑失效，而是市场重新确认：当 ETF 资金流转弱、企业财库买盘降温、衍生品杠杆出清、美元与实际利率同步走强时，Crypto 资产仍然首先服从全球流动性周期。

三个核心判断

1. 流动性比地缘政治更重要

地缘冲突可以改变短期风险偏好，但决定 BTC 趋势的仍是全球美元流动性。伊朗战争、油价上涨与通胀回升的真正影响，不在于避险情绪本身，而在于它们重新改变了美联储反应函数、美元强度与全球风险资产估值。

2. 现金流比叙事更重要

ETH、DeFi 与 Altcoin 在 Q2 的分化说明，市场不再为单纯叙事支付高估值。生态活跃度、TVL 与用户增长必须转化为手续费、收入、销毁、收益或明确的代币价值捕获，否则增长本身不足以支撑估值。

3. 基础设施比价格更重要

价格回调没有阻止基础设施扩张。RWA、稳定币、链上证券、AI Agent 支付与机构合规通道仍在推进。Crypto 的长期方向，正在从原生资产交易市场，转向全球金融基础设施的一部分。

Q3 三个关键观察变量

美联储

Q3 的核心宏观变量不是某一次单独会议，而是美联储是否继续维持鹰派反应函数。如果通胀预期无法回落，市场对“higher for longer”的定价将继续压制风险资产。

美国财政部

QT 已经不是主要抽水来源。RRP 缓冲垫耗尽后，TGA 重建、财政部发债节奏与准备金变化将成为影响风险资产流动性的关键变量。

CLARITY 法案

监管确定性是 Q3 最大的政策变量。若 CLARITY Act 在关键程序上继续推进，ETH、DeFi、稳定币与 RWA 将成为弹性更高的修复资产。

三个策略观点

资产 / 赛道	Q3 观点	核心理由
BTC	超配	全球流动性代理变量，仍是机构配置 Crypto 的第一入口
ETH	中性 / 战术性做多	估值已压缩，但需要 ETF、手续费与监管催化确认修复
优质 DeFi	选择性超配	监管落地与现金流改善将推动头部协议重估
RWA	超配	高利率环境与机构合规需求共同支撑结构性增长
长尾 Altcoin	低配	稳定币扩张不足、解锁压力与流动性约束仍在

HTX Research 观点

We do not predict prices. We explain what drives them.

HTX 的核心判断是：Q3 的 Crypto 市场不会由单一叙事驱动，而将由两条主线共同决定——全球流动性是否边际改善，以及监管确定性是否足以重新打开机构风险预算。

执行摘要

1. Q2 是流动性的重新定价，不是周期终结

Q2 的市场调整源于四重力量叠加：美联储政策转鹰、美元走强、ETF 资金流逆转、企业财库买盘降温。BTC 从 5 月中旬的阶段高点快速回落，并在 6 月进入低位震荡，本质是市场在重新定价全球资金成本。

这不是典型的行业基本面崩塌。相反，价格回调期间，RWA、稳定币结算、链上证券与机构合规基础设施仍在扩张。市场下跌集中发生在资产价格层面，而不是基础设施层面。

这一区别非常重要。上一轮熊市的核心问题是信用坍塌与机构信任受损；本轮调整的核心问题是资金成本抬升与边际买盘消失。前者是行业内生危机，后者是宏观定价周期。

关键数据

- BTC 在 5 月中旬触及约 82,000 美元阶段性高点，6 月最低下探约 59,000 美元，峰谷估值压缩约 24%。
- 现货 BTC ETF 资金流在 5 月中旬由净流入转为净流出，5 月与 6 月合计净流出近 49 亿美元。
- RWA 总规模（不含稳定币）由约 294.9 亿美元升至 322.8 亿美元，美债代币化仍是主要增量来源。
- CLARITY Act 已通过委员会审议并进入参议院全院投票前阶段，8 月休会前能否推进成为 Q3 政策主线。

2. BTC 已成为全球流动性的代理变量

BTC 在 Q2 进一步证明，它已经不再主要按照“地缘避险资产”定价，而是越来越按照“全球流动性资产”定价。

伊朗战争初期，黄金表现强于 BTC，说明传统避险资金仍优先选择黄金。BTC 在短期冲击中与美股、纳指等风险资产同步承压，反映其机构化后已经与传统风险资产共享同一流动性池。

这并不是 BTC 叙事的失败，而是资产成熟后的自然结果。ETF、机构账户、企业财库与宏观基金的参与，使 BTC 从加密原生产转向跨资产组合中的流动性表达工具。未来 BTC 的核心变量不是单一地缘事件，而是美元、实际利率、TGA 与全球风险预算。

3. ETH 的问题不是生态，而是价值捕获

ETH 在 Q2 跑输 BTC，核心原因不是 Ethereum 生态失去活力，而是市场开始质疑生态增长能否转化为 ETH 持有人的价值。

Layer2 扩容提高了交易效率，却降低了主网手续费捕获；稳定币活动增长更多发生在 Tron、Solana、Base 等低成本网络；staking 收益率在高利率环境下缺乏相对吸引力；ETH ETF 与 staking ETF 尚未形成足够强的机构沉淀。

这意味着 ETH 的估值框架正在变化。市场不再只为“智能合约平台”这一宏大叙事定价，而是要求看到更明确的收入、销毁、收益与资金流入。Q3 ETH 的修复取决于三个条件：L1 fee/burn 改善、ETH ETF 资金流恢复、监管落地提升 DeFi 与 staking 资产的合规可配置性。

4. DeFi 进入现金流与风险管理时代

Q2 蓝筹 DeFi 的分化显示，市场正在从 TVL 估值转向现金流估值。

Uniswap 的费用开关、Sky 的 RWA 收入、Aave 的风险治理改革，都说明头部协议正在从通用基础设施转向专业化金融实体。但代币价格尚未充分反映这些变化，原因在于市场仍将 DeFi 治理代币视为高 beta 风险资产，而不是具备明确现金流折现逻辑的金融资产。

Kelp DAO 等安全事件进一步提高了市场对可组合性风险的折价。未来 DeFi 的重估不会来自“TVL 回升”本身，而来自三件事：收入可持续、风险隔离有效、代币价值捕获机制清晰。

5. RWA 是穿越周期的结构性主线

RWA 在 Q2 继续扩张，是本学期最清晰的结构性主线。

高利率环境下，链上美债与货币市场产品为稳定币资金提供了自然收益出口。机构进入 Crypto 的第一步，不是购买高波动代币，而是配置合规、透明、可托管、可审计的链上美元资产。

这决定了 RWA 与传统 Altcoin 不同。RWA 的增长不依赖牛市情绪，而依赖真实利率、合规通道和机构配置需求。即便 Crypto 二级市场承压，RWA 仍具备穿越周期的能力。

6. 监管开始替代叙事，成为新的估值变量

Q2 CLARITY Act 的推进说明，美国数字资产监管正在从执法主导转向立法主导。虽然最终通过仍取决于参议院票数与政治博弈，但方向已经发生变化。

过去几年，市场交易的是叙事不确定性。未来几年，市场将交易监管确定性。稳定币、DeFi、ETH staking、RWA 与链上证券，都需要更清晰的制度框架才能进入机构资产负债表。

如果 Q3 CLARITY Act 继续推进，最直接受益的不是 BTC，而是 ETH、DeFi、稳定币与 RWA。BTC 已经拥有最成熟的合规入口；监管边际改善更可能释放尚未被充分配置的资产类别。

第一章 流动性大重定价

Q2 流动性如何重定价加密市场

核心论点

Q2 的 Crypto 调整，本质是全球流动性重定价，而不是行业周期终结。

BTC 的价格回撤、ETH/BTC 的持续走弱、DeFi 代币与基本面的背离、Altcoin 的普遍承压，都可以回到同一条主线：资金成本上升，美元流动性收缩，风险预算下降，市场重新评估所有不产生稳定现金流的资产。

Q2 最重要的宏观传导链不是“战争导致下跌”，而是：

能源冲击 → 通胀预期上行 → 美联储转鹰 → 美元走强 → 全球流动性收缩 → Crypto 估值压缩。

这条链条决定了 Q2 的资产表现，也决定了 Q3 的观察重点。

证据快照

- 政策利率：Q2 美联储维持联邦基金利率在 3.50%–3.75%，但年末利率中位数由 3.4% 上修至 3.8%。
- 通胀预期：2026 年整体通胀预期上修至 3.6%，核心通胀预期上修至 3.3%，3 月两项读数均为 2.7%。
- 利率曲线：10 年期美债收益率在 4.46%–4.55% 区间运行，2 年期升至 4.17%–4.19%，10Y-2Y 利差收窄至约 27bp。
- 美元与流动性：DXY 在 6 月突破 100 并升至约 101 上方；美联储资产负债表约 6.7 万亿美元，RRP 基本耗尽，TGA 成为边际流动性变量。

1. 美联储从宽松预期转向鹰派观望

Q2 美联储连续维持联邦基金利率在 3.50%–3.75%，但政策含义发生明显变化。市场在季度初仍交易宽松预期，认为新任主席 Kevin Warsh 可能推动更温和的政策路径；到 6 月 FOMC 后，市场重新定价为更长期的高利率环境。

核心变化不是利率本身，而是反应函数。点阵图将年末利率中位数上修，通胀预期同步提高，政策声明删除偏宽松措辞，市场开始交易最早四季度加息的可能。

这意味着 Q3 的风险资产估值中枢取决于通胀是否回落，而不是单次会议是否降息。只要美联储仍把抗通胀信誉放在第一位，Crypto 资产就很难获得持续的估值扩张。

2. 油价冲击改变的是政策路径，而不是避险叙事

伊朗战争对 Crypto 的影响，经常被误读为地缘事件对 BTC 避险属性的测试。真正重要的并不是战争本身，而是战争通过能源价格改变了通胀路径。

油价上行推高通胀预期，通胀预期限制美联储宽松空间，美联储鹰派反应推动美元和实际利率走强。BTC 在这一过程中承压，说明市场交易的不是“战争恐惧”，而是“政策收紧”。

黄金在冲击初期表现更强，说明传统避险资产仍占据核心避险地位。BTC 的表现更接近高流动性风险资产，而不是纯避险资产。它可以在极端环境中获得部分避险买盘，但趋势价格仍由全球流动性决定。

3. 美元走强压缩加密市场风险预算

Q2 美元指数突破 100 并继续上行，成为压制风险资产的重要变量。

美元走强本质上代表全球美元流动性趋紧。对 Crypto 而言，美元强弱影响的不只是交易价格，还影响三个层面：

第一，美元走强提高非美元资金进入 Crypto 的成本。

第二，高美元利率增强现金与货币基金的吸引力。

第三，美元资产收益率上升降低投资者对高波动资产的容忍度。

在这种环境下，资金优先保留 BTC 等高流动性核心资产，减少 ETH、DeFi 与长尾 Altcoin 暴露。Q2 的市场结构分化，正是美元强势环境下风险预算重新分配的结果。

4. QT 不再是主变量，TGA 才是 Q3 的关键

Q2 另一个重要变化是，美联储资产负债表已基本稳定，RRP 缓冲垫接近耗尽。传统意义上的 QT 不再是边际抽水主因，财政部一般账户（TGA）的变化开始成为更重要的流动性变量。

这意味着 Q3 分析框架需要从“美联储是否缩表”转向“财政部如何融资”。如果发债推动 TGA 重建，银行准备金可能受到挤压，风险资产面临流动性抽水压力；如果财政支出释放流动性，BTC 与高 beta 资产可能获得短期修复窗口。

BTC 已经成为全球流动性代理变量，因此 TGA、准备金与美元流动性的变化，将比多数行业新闻更重要。

5. 市场重新奖励确定性

Q2 资产分化的核心，不是“Crypto 变弱”，而是“市场重新奖励确定性”。

BTC 跌幅小于 ETH 与大多数 Altcoin，因为它具备最成熟的机构入口、最深的流动性和最清晰的配置语言。RWA 逆势扩张，因为它具备真实收益、合规路径和机构需求。长尾 Altcoin 普遍承压，因为它们依赖新增流动性、叙事扩散和风险偏好扩张。

这是一轮定价标准的变化。市场不再愿意为远期叙事提前支付高估值，而是要求更短的现金流路径、更明确的价值捕获和更强的流动性支撑。

市场含义

Q3 的核心问题不是“市场会不会反弹”，而是“反弹由什么驱动”。

如果反弹来自空头回补和情绪修复，它更可能是交易性反弹。

如果反弹来自 ETF 资金流恢复、美元走弱、TGA 释放流动性和监管确定性改善，它才可能演变为趋势修复。

因此，HTX 将 Q3 的宏观观察框架简化为三个变量：

Fed：政策是否继续鹰派。

Treasury：财政融资是否抽水。

CLARITY：监管是否释放机构风险预算。

HTX Research 观点

Q2 的下跌不应被理解为 Crypto 长期逻辑失效。它更像一次压力测试：当流动性收缩时，哪些资产仍能保留配置价值，哪些资产依赖叙事和杠杆，哪些赛道具备穿越周期的真实需求。

答案已经开始清晰。

BTC 是流动性代理。

ETH 是价值捕获问题。

DeFi 是现金流与风险管理问题。

RWA 是资本迁移问题。

监管是机构入场问题。

Q3 的胜负手，不在于新的叙事，而在于流动性与监管能否同时边际改善。

第二章 BTC：全球流动性的代理变量

为什么 BTC 已不再只是加密资产？

核心论点

BTC 已经不再只是 Crypto 原生资产，而是全球美元流动性的代理变量。

Q2 BTC 的价格路径验证了这一点。价格在 5 月中旬触及阶段性高点后快速回落，6 月跌破关键支撑并进入低位震荡。表面上看，这是 ETF 流出、企业财库买盘放缓与衍生品清算共同推动的下跌；更深层看，这是全球流动性收缩对 BTC 估值的一次集中重定价。

BTC 的定价框架正在变化。过去，市场主要从减半周期、链上持仓和加密原生流动性理解 BTC。现在，ETF、宏观基金、企业财库与机构账户使 BTC 被纳入全球资产组合。它的价格越来越多地由美元、实际利率、风险预算和全球净流动性决定。

BTC Q2 事实表

变量	Q2 读数 / 事件	市场含义
价格	约 82,000 美元高点 → 约 59,000 美元低点	峰谷压缩约 24%，确认估值重定价
ETF 月度资金流	4 月 +19.7 亿美元；5 月 -24.3 亿美元；6 月 -24.5 亿美元	边际买盘转为卖压
ETF 累计净流入	约 580.9 亿美元峰值 → 约 532.2 亿美元	长期通道仍在，季度边际转弱
ETF 总净资产	约 1,005 亿美元 → 约 775 亿美元	价格与赎回共同压缩 AUM
企业财库	Strategy 5 月末减持 32 枚 BTC；持仓约 84.7 万枚，均价约 75,651 美元	单次规模小，但信号意义强
衍生品	聚合 OI 约 290,000 枚高点 → 约 257,000 枚；6 月初出现全季最大清算	杠杆出清放大下跌速度

1. ETF 资金流决定边际价格

Q2 BTC 最重要的边际变量是现货 ETF 资金流。

4 月 ETF 仍维持净流入，为 BTC 上行提供支撑。5 月中旬后，资金方向明显逆转，周度资金流由正转负，并与 BTC 阶段性顶部高度同步。进入 6 月，ETF 延续净流出，市场失去最重要的边际买盘。

长期看，BTC ETF 仍然是机构配置 Crypto 的核心通道。累计资金沉淀没有消失，产品化趋势没有逆转。但季度维度上，边际定价权已经从新增买盘转向存量再平衡。

BTC 的顶部不是被单一利空击穿，而是在边际买盘消失后失去承接。ETF 资金流从支撑项变成压力项，是本轮估值压缩的第一驱动。

2. 企业财库买盘进入约束期

企业财库曾是 BTC 最具叙事力量的需求来源之一。Q2 这一逻辑开始出现裂缝。

以 Strategy 为代表的企业财库模式，依赖资本市场融资窗口、股价溢价与优先股工具维持购买能力。当 BTC 下跌、融资工具折价、资本成本上升时，增持能力自然下降。Q2 出现的小规模减持虽然数量有限，却具有信号意义：企业财库买盘不再是单向、无限、稳定的需求来源。

这并不意味着企业财库模式结束。它意味着市场需要重新评估该模式的反身性。

BTC 上涨可以提高融资能力，融资能力提高又支持继续增持。

BTC 下跌则压低融资工具估值，融资能力下降又削弱新增买盘。

Q2 的市场已经开始为这种反身性风险重新定价。

3. 杠杆出清放大下跌速度

ETF 流出和企业买盘降温解释了方向，衍生品去杠杆解释了速度。

5 月底 BTC 永续合约未平仓合约升至季度高位，说明市场在顶部附近积累了较多多头杠杆。当价格跌破关键区间后，强制平仓触发连锁清算，推动 BTC 在短时间内加速下行。

这类下跌通常不是由新增基本面利空驱动，而是由前期杠杆本身驱动。杠杆越集中，支撑位失守后的价格反应越剧烈。

Q2 的清算级联说明，BTC 市场虽然机构化程度提高，但衍生品结构仍会在关键拐点放大波动。

4. BTC 的避险叙事需要重新定义

Q2 也再次测试了 BTC 的避险属性。

战争初期，黄金表现明显强于 BTC，美元同步走强，BTC 与风险资产一同承压。这说明在传统地缘冲击中，全球资金仍优先选择黄金和美元作为避险资产。

但这并不意味着 BTC 没有长期避险价值。更准确的说法是：BTC 的避险属性不是即时避险，而是制度性避险；不是战争发生时的短期避险，而是对货币体系、资本管制与长期法币贬值风险的结构性对冲。

在季度交易维度，BTC 更像风险资产。

相关性机制切换

资产对	切换前	Q2 高点	方向
BTC - 纳指	-0.68	+0.72	负转正
BTC - 标普 500	+0.13	+0.74	大幅上升
BTC - 黄金	-0.49	+0.16	负转微正
BTC 20 周滚动	-0.50	+0.13	负转正

在长期配置维度，BTC 仍具备非主权资产属性。

Q2 的市场行为说明，短期定价权仍掌握在流动性手中。

市场含义

Q3 判断 BTC 不能只看链上指标，也不能只看地缘新闻。真正重要的是四个变量：

第一，ETF 资金流是否重新持续转正。

第二，美元指数是否见顶回落。

第三，TGA 重建是否造成新的流动性抽水。

第四，企业财库融资窗口是否重新打开。

如果这四项同时改善，BTC 将重新具备趋势修复基础。

如果仅出现情绪反弹，而资金流、美元与流动性没有配合，BTC 更可能维持区间震荡。

HTX Research 观点

HTX 维持 BTC 在 Q3 的 Overweight 观点，但理由不是短期价格预测，而是资产属性变化。

BTC 是当前 Crypto 市场中唯一同时具备机构入口、宏观表达、深度流动性与长期稀缺性的资产。它不会脱离全球流动性独立上涨，但在流动性改善时，仍最有可能首先获得机构资金重新配置。

Q3 对 BTC 的核心判断是：

BTC 的方向看流动性，弹性看 ETF，风险看美元。

第三章 ETH：价值捕获的挑战

ETH 能否将生态增长转化为资产价值？

核心论点

Ethereum 的问题不是生态是否增长，而是生态增长能否转化为 ETH 的价值。

Q2 ETH 跑输 BTC，ETH/BTC 继续下行。表面原因是高 beta 资产在风险收缩阶段承压；深层原因是市场开始重新审视 ETH 的价值捕获模型。

Ethereum 生态仍然活跃。Layer2 交易增长，稳定币与 DeFi 仍大量依赖 Ethereum 体系，开发者与应用生态也没有消失。但市场真正关心的问题已经变化：这些活动是否能够回流到 L1 fee、base fee burn、staking 收益、ETF 资金流和 ETH 持有人价值。

过去，市场愿意为 Ethereum 的生态规模支付溢价。现在，市场要求看到更明确的价值传导路径。

ETH/BTC 证据

- Q2 区间内，BTC 跌幅约 6.1%，ETH 跌幅约 19.1%；ETH/BTC 由约 0.0314 下滑至 0.0271，跌幅约 13.9%。

- 美国现货 BTC ETF 累计净流入约 534.45 亿美元，ETH ETF 累计净流入约 112.05 亿美元，机构资金池差距仍大。
- Q2 截至 6 月中旬，BTC ETF 净流出约 26.53 亿美元，ETH ETF 净流出约 3.84 亿美元；ETH 的问题不是单季流出规模，而是长期资金沉淀不足。
- Dencun 后 L2 数据成本下降，主网 fee 与 burn 捕获下降；Ultrasound.money 口径下，年化 burn 约 2.1 万 ETH，年化发行约 103 万 ETH，30 天年化供给增长约 0.83%。
- ETH staking rewards 30 日收益率约 1.42%，在高美债收益率环境下不足以单独形成机构配置优势。

1. BTC 的配置语言更简单，ETH 的投资逻辑更复杂

BTC 的机构配置逻辑已经高度标准化：固定供应、现货 ETF、数字黄金、宏观对冲、长期储备资产。这套语言简单、清晰，也容易进入传统组合管理框架。

ETH 的投资逻辑更复杂。它既是智能合约平台，又是 staking 收益资产；既承载 DeFi、稳定币和 NFT，又与 Layer2、LST、LRT、MEV、Restaking 等多个叙事交织。复杂本身不是问题，但复杂意味着机构需要更多证据，才愿意将生态增长转化为资产配置。

Q2 的资金表现说明，机构仍将 BTC 视为 Crypto beta 的首选入口。ETH ETF 虽然提供了合规通道，但资金沉淀、产品规模和配置语言仍弱于 BTC。风险预算收缩时，机构更容易保留 BTC，削减 ETH 和其他高 beta 敞口。

2. 第二层网络提高了效率，也削弱了主网收入

Ethereum 扩容路线在技术上是成功的。Layer2 降低了交易成本，提高了吞吐能力，改善了用户体验，也扩大了应用场景。

但资本市场并不只奖励技术进步。它奖励技术进步带来的经济价值。

Dencun 之后，blob 降费降低了 Layer2 数据成本，也削弱了主网手续费收入。结果是，Ethereum 生态使用量仍然存在，但 L1 fee、burn 和协议收入没有按过去的强度同步增长。换言之，使用增长被更高效地分配到 Layer2 与应用层，却没有完全回流到 ETH 本身。

这正是 ETH 估值面临的核心矛盾：

Ethereum 正在成为更好的结算层，但 ETH 是否因此成为更好的资产，仍需要验证。

3. 稳定币增长不再等于以太坊主网增长

过去，链上稳定币增长往往意味着 Ethereum 主网活动增长。Q2 这一关系进一步弱化。

稳定币总规模保持高位，但边际增长更多流向 Tron、Solana、Base 等低成本网络。支付、转账、交易与应用活动正在根据成本、速度和用户体验重新分布。Ethereum 仍是最重要的安全与结算基础设施之一，但它不再垄断链上美元活动。

这对 ETH 的影响很直接。稳定币增长如果发生在其他链，或者发生在 Layer2 并以较低成本结算，就不会以过去的方式转化为 L1 手续费和 ETH 销毁。

因此，Q3 观察 ETH 不能只看全链稳定币规模，而要看三个更细的指标：

第一，Ethereum 主网稳定币余额是否恢复增长。

第二，主流 Layer2 的增长是否能带来更高结算需求。

第三，L1 fee 与 burn 是否出现持续改善。

如果稳定币继续增长但 ETH 收入不增长，市场仍会压低 ETH 的价值捕获溢价。

4. 质押收益不足以对抗高利率环境

ETH staking 让 ETH 具备收益资产属性，但在 Q2 的高利率环境下，这一优势并不明显。

当美国国债和货币市场基金提供较高低风险收益时，ETH staking 收益率对传统机构的吸引力下降。机构需要承担价格波动、监管不确定性、流动性风险和技术风险，却只能获得相对有限的 staking 收益补偿。

这意味着 staking 本身不足以推动 ETH 重估。它需要与更清晰的监管框架、更成熟的 ETF 产品和更强的生态现金流结合，才可能成为机构配置理由。

Q3 如果监管对 staking、DeFi 与 ETH ETF 形成更清晰的制度路径，ETH 的收益资产叙事才可能重新被市场定价。

5. ETH 的修复需要催化，而不是单纯超跌

ETH 当前并不缺少反弹条件。估值已经压缩，ETH/BTC 处于弱势区间，市场仓位也相对悲观。但从超跌反弹走向趋势修复，需要新的催化。

最重要的催化不是 TPS，也不是单个应用爆发，而是价值捕获重新变得可见。

ETH 的修复需要看到：

L1 手续费回升。

burn 改善。

ETF 资金流恢复。

staking 产品规模扩大。

稳定币重新回流 Ethereum 体系。

监管确定性提升 DeFi 与 staking 的机构可配置性。

缺少这些信号时，ETH 更可能表现为高 beta 反弹资产，而不是独立趋势资产。

市场含义

ETH 在 Q3 的风险回报更加不对称，但确认条件也更高。

如果 CLARITY Act 推进、ETH ETF 资金流恢复、DeFi 监管预期改善，ETH 的弹性可能显著高于 BTC。原因是 BTC 的机构配置逻辑已经被充分定价，而 ETH 的监管折价和价值捕获折价仍有修复空间。

如果流动性继续收缩、主网收入无法改善、稳定币继续分流，ETH/BTC 可能维持弱势。市场会继续把 ETH 视为高 beta 风险资产，而不是核心配置资产。

HTX Research 观点

HTX 对 ETH 维持 Neutral / Tactical Long。

中长期看，Ethereum 仍是 Crypto 最重要的结算与应用基础设施之一。短期看，ETH 必须重新证明生态增长能够转化为 ETH 价值。

Q3 对 ETH 的核心判断是：

ETH 的方向看监管，弹性看 DeFi，确认看 fee 与 burn。

第四章 资本效率重估

为什么 DeFi 正围绕现金流与风险重新定价？

核心论点

DeFi 正在从 TVL 叙事进入现金流、风险管理和资本效率定价阶段。

Q2 蓝筹 DeFi 出现一个看似矛盾的现象：部分协议基本面改善，代币价格却表现疲弱。Uniswap 推进费用回流，Sky 的 RWA 收入增长，Aave 在风险事件后强化治理与风控，但代币估值并未同步修复。

这不是市场忽视基本面，而是市场正在改变基本面的定义。

上一阶段，市场奖励 TVL、用户增长和协议规模。当前阶段，市场开始要求更严格的三项指标：

蓝筹 DeFi 重定价

协议	基本面核心变化	Q2 价格表现	背离类型
Sky USDS	+67.9%，收入 +56.8%	-23.1%	极端背离
Uniswap	年化收入约 4,775 万美元，实际销毁率约 3.2%	约 3 美元低位徘徊	通缩悖论
Aave	TVL 受事件冲击下滑 40%-50%	-30%	信任折价
Curve	技术被借鉴，但 TVL 与抵押头寸承压	-40%	结构性失效
Compound	协同风控验证，TVL 相对稳健	短期反弹	温和背离

收入是否真实。

风险是否可控。

代币是否能够捕获价值。

如果协议增长不能转化为代币价值，市场不会再给予长期溢价。

1. TVL 不再是 DeFi 的核心估值指标

TVL 曾经是 DeFi 最重要的增长指标，因为它代表流动性、信任和使用需求。但在高利率、低风险偏好和频繁安全事件之后，TVL 的解释力正在下降。

TVL 可以被激励堆出来，也可以被高收益补贴吸引而来。它说明资金进入协议，却不能说明协议是否赚钱，也不能说明代币持有人是否受益。

Q2 市场更关注的是：

协议是否产生真实收入。

收入是否可持续。

收入是否能回流给代币。

风险事件是否会吞噬多年积累的收益。

协议是否具备制度化风控能力。

这意味着 DeFi 估值逻辑正在向传统金融靠近。市场不再只看资产规模，而看净利差、收入质量、风险成本和治理结构。

2. 蓝筹 DeFi 开始走向差异化

Q2 之后，蓝筹 DeFi 不再是一个同质化板块。

Uniswap 的核心变化是费用开关和销毁机制。市场开始看到 UNI 从纯治理代币向生产性资产转型的可能。但这种转型仍需要时间，投资者需要确认费用回流是否可持续、是否足以改变长期供需结构。

Aave 的核心变化是风险治理。Kelp DAO 事件之后，Aave 的市场反应说明，借贷协议的竞争壁垒不只是流动性深度，而是极端情况下的风险处置能力。未来 Aave 的估值不只取决于 TVL，也取决于风险隔离、资产准入和治理效率。

Sky 的核心变化是 RWA 收入。它更像链上资产负债表，而不是传统 DeFi 协议。RWA 资产端带来真实收益，USDS 与 sUSDS 构成负债端扩张路径。这使 Sky 具备更清晰的现金流逻辑，但治理代币仍需要解决价值捕获与机构定价折扣问题。

Curve 与 Compound 的变化更偏结构性。Curve 的技术影响力仍在，但代币价格受到流动性、治理和抵押头寸风险拖累。Compound 的优势在于相对稳健的风险框架，但增长弹性弱于更具进攻性的协议。

DeFi 的统一 beta 正在消失。未来市场会区分协议类型、收入质量和风险控制能力。

3. 安全事件提高了 DeFi 的信任折价

Q2 安全事件让市场重新评估 DeFi 的系统性风险。

风险事件参考

- 4 月 18 日 Kelp DAO 相关安全事件中，攻击者利用跨链桥配置漏洞伪造约 2.92 亿美元 rsETH。
- Aave TVL 在 48 小时内从约 264 亿美元降至 186 亿美元，全 DeFi TVL 两天流失约 132 亿美元，并触及约 824 亿美元的一年低点。
- 事件后，市场对跨链桥、预言机、LST/LRT 抵押品和外部依赖统一提高风险折价。

DeFi 的优势来自可组合性，但可组合性也是风险传播渠道。一个跨链桥、预言机、LST 或外部资产配置问题，都可能通过借贷市场、抵押品系统和流动性池扩散到多个协议。

因此，市场给 DeFi 代币施加的不是单个协议代码风险折价，而是整个可组合性网络的系统性风险折价。

这解释了为什么部分协议基本面改善，却仍难获得估值修复。投资者不是只问协议今天赚多少钱，而是问：

坏账由谁承担？

风险参数是否及时调整？

外部资产如何准入？

极端情况下治理是否有效？

协议收入是否足以覆盖风险成本？

DeFi 要重新获得机构资金信任，必须证明自己不仅是高收益系统，也是可审计、可隔离、可治理的金融系统。

4. 合规通道改变了 DeFi 的资金传导

Q2 另一个重要变化是，机构资金进入 Crypto 的方式更加合规化，也更加隔离化。

机构可以通过许可池、OTC、托管账户、白名单 RWA 产品和合规稳定币进入链上金融，但这些资金未必直接进入公开 DeFi 订单簿，也未必直接购买治理代币。

这造成一个新的结构性矛盾：

底层资产规模增长。

协议使用场景扩大。

但代币价格不一定同步上涨。

原因在于合规资金可能绕过公开市场，以隔离账户、私募产品或许可池形式进入生态。它们带来规模，却不一定带来二级市场买盘。

这对 DeFi 估值提出更高要求。协议必须设计更清晰的价值捕获路径，否则即便真实业务增长，也可能出现“资产热、代币冷”。

5. 现金流资产将获得更高溢价

Q3 如果监管推进，DeFi 板块最可能获得修复，但不会是全面普涨。

市场会优先奖励三类协议：

第一，具有真实收入和费用回流机制的协议。

第二，具有强风险隔离和治理能力的协议。

第三，与 RWA、稳定币和机构合规资金深度结合的协议。

相反，依赖补贴、缺乏收入、治理代币无法捕获价值的协议，仍将被压低估值。

DeFi 的下一轮机会不是 TVL beta，而是 cash-flow alpha。

市场含义

Q3 DeFi 的弹性取决于监管和流动性。

如果 CLARITY Act 推进，DeFi 的监管折价可能快速收敛。ETH 生态、借贷协议、DEX、稳定币协议和 RWA 相关协议都可能受益。

如果流动性仍然紧张，市场只会选择少数头部协议，而不会扩散到整个 DeFi 板块。DeFi 的修复将是结构性的，不是全面性的。

HTX Research 观点

HTX 对 Quality DeFi 维持 Selective Overweight。

选择标准不是 TVL 排名，而是三项能力：

真实收入。

风险控制。

价值捕获。

Q3 对 DeFi 的核心判断是：

市场会奖励会赚钱、能控风险、能把价值回流给代币的协议。

第五章 资本流向何处

RWA、稳定币、链上证券与新资本轨道

核心论点

Q2 价格回调没有阻止资本迁移。RWA、稳定币和链上证券正在把 Crypto 从交易市场推向金融基础设施。

如果只看 BTC 与 Altcoin 价格，Q2 是一个风险资产回撤季度。如果看基础设施，Q2 是链上金融继续扩张的季度。

RWA 规模继续增长。稳定币总量维持高位。链上美股进入交易平台竞争阶段。AI Agent 支付和自动化结算开始形成新叙事。这些方向看似分散，本质上都是同一件事：资本正在寻找更高效、更全球化、更可编程的金融轨道。

Crypto 的长期价值，不只来自资产价格上涨，也来自它成为全球资本流动基础设施的可能性。

1. RWA 是高利率环境下最自然的链上需求

RWA 在 Q2 继续扩张，核心原因很简单：高利率环境让链上美元需要收益出口。

RWA 市场快照

- 代币化 RWA 总规模（不含稳定币）由约 294.9 亿美元升至 322.8 亿美元，增幅约 9.5%。

- 美债代币化由约 136.5 亿美元升至 150.4 亿美元，继续贡献主要增量。
- Circle USYC 规模约 30.7 亿美元，超过 BlackRock BUIDL 的约 23.7 亿美元；Ondo USDY 约 21.5 亿美元，90 天增速约 63%。
- 板块内部出现轮动：Stocks 增长约 54.9% 至 15.8 亿美元，Corporate Credit 增长约 25% 至 17.5 亿美元；Commodities 与 Asset-Backed Credit 分别回落约 12.5% 与 15.3%。

稳定币资金如果停留在链上账户中，本质上是无收益现金。代币化美债、货币市场基金和短久期收益产品，为这部分资金提供了接近传统金融的收益来源，同时保留链上可转移、可组合和可结算的优势。

这不是牛市叙事，而是利率环境驱动的真实需求。

RWA 的关键不是“把现实资产放到链上”这个概念，而是它解决了链上金融长期存在的资产端不足问题。

DeFi 过去主要围绕原生代币循环杠杆，资产端波动高、收益来源不稳定。RWA 把国债、信贷和现金管理工具引入链上，使链上金融开始具备更接近传统资产负债表的结构。

这会改变 Crypto 的资金性质。未来进入链上的资金，不一定先买 BTC 或 Altcoin。它可能先买链上美债，进入稳定币收益产品，再根据风险偏好逐步进入其他资产。

2. RWA 的竞争从品牌转向可组合性

早期 RWA 竞争主要依赖发行方信用和传统金融品牌。Q2 之后，竞争重点开始转向链上集成能力。

同样是代币化美债产品，能否被用作借贷抵押品、能否进入保证金系统、能否与稳定币和 DeFi 协议组合、能否支持机构托管和合规审计，将决定产品长期规模。

这意味着 RWA 的护城河不是单一收益率，而是分发网络和可组合性。

如果一个 RWA 产品只能被动持有，它更像传统货币基金的链上映射。

如果它能成为借贷、保证金、清算和支付系统的一部分，它才真正成为链上金融基础设施。

Q3 观察 RWA，不应只看总规模，还要看它进入了哪些协议、成为了哪些场景的底层抵押品。

3. 稳定币正在从交易工具变成支付网络

稳定币仍是 Crypto 最重要的基础设施。Q2 稳定币总规模虽然增长放缓，但使用场景继续扩大。

稳定币供给图谱

稳定币	期初	期末	变化率	主要链上变化
USDT	\$184.3B	\$186.4B	+1.2%	Tron +3.4B; ETH -0.8B
USDC	\$77.2B	\$74.9B	-3.0%	ETH -2.8B; Hyperliquid +1.3B
USDe	\$5.9B	\$4.1B	-30.3%	ETH -2.2B; Solana +0.6B
PYUSD	\$3.9B	\$2.8B	-29.9%	ETH -1.1B
USDS	\$9.0B	\$8.2B	-8.6%	ETH -0.8B
BUIDL	\$2.8B	\$3.0B	+9.0%	Avalanche +0.3B; Aptos +0.3B

过去，稳定币主要服务交易所入金、链上交易和 DeFi 抵押。现在，它越来越多地服务跨境支付、商户结算、机构清算和全球美元流通。

稳定币的长期空间不在 Crypto 内部，而在全球美元数字化。对许多非美国用户和机构而言，稳定币是获取美元流动性、降低跨境结算成本、绕开传统银行时区限制的更高效工具。

监管推进将进一步强化这一趋势。稳定币越合规，越容易进入支付、银行、证券和企业财务系统。稳定币发行人的竞争，也将从规模竞争转向合规、分发和支付网络竞争。

4. 链上证券进入早期卡位阶段

Q2 链上美股和代币化证券进入更激烈的交易平台竞争阶段。

这一赛道的核心不是短期成交量，而是市场边界正在被重新划定。美国本土监管进展仍慢，海外合规路径、离岸结构和国际用户需求成为更现实的突破口。

链上证券解决的是全球投资者进入传统资产的效率问题。它不是要立刻替代纳斯达克或纽交所，而是为非美国用户、加密原生资金和全球 24/7 交易需求提供新通道。

短期看，链上证券仍受制于监管、底层资产托管、流动性和真实股东权利。长期看，它可能成为 Crypto 与传统金融连接最直接的产品形态之一。

Q3 这一赛道的关键指标不是上线数量，而是：

是否有真实流动性。

是否有合规托管。

是否能处理分红、拆股与公司行动。

是否获得机构或做市商支持。

是否形成跨平台结算网络。

没有这些，链上证券只是包装后的 CFD。具备这些，它才可能成为新型证券基础设施。

5. AI 为链上支付创造新需求

AI 板块在 Q2 继续吸引资金，不只是因为叙事新，而是因为它可能创造新的链上支付需求。

AI Agent 需要自动化支付、微支付、结算、身份、权限和数据市场。传统银行系统很难支持高频、小额、自动化、跨境、机器到机器的支付需求。稳定币和链上结算天然适合这一场景。

这让 AI 与 Crypto 的结合不再只是“去中心化算力”或“AI token”叙事，而是可能形成新的交易主体：机器账户、自动化代理和链上服务市场。

目前多数 AI 项目仍处于早期，商业模式尚未完全验证。但方向值得关注，因为它可能带来 Crypto 内部之外的新需求来源。

6. 基础设施扩张比价格更重要

Q2 的市场价格并不好，但基础设施没有停止扩张。这是本季度最重要的结构性信号。

RWA 解决收益资产。

稳定币解决美元结算。

链上证券解决传统资产接入。

AI 支付解决新型自动化需求。

Layer2 和钱包改善用户体验。

托管、KYC 和许可池降低机构进入门槛。

这些变化不会每天反映在代币价格上，但它们决定 Crypto 是否能从投机市场升级为金融基础设施。

市场可以在一个季度内重新定价风险资产，但基础设施采用是多年过程。Q2 的结构性增长说明，Crypto 的长期发展并未因为价格回调而停滞。

市场含义

Q3 的机会不只在价格修复，也在资本迁移。

如果全球流动性改善，BTC 与高 beta 资产会首先反弹。

如果监管确定性改善，RWA、稳定币、DeFi 与链上证券会获得更持久的机构资金。

如果两者同时发生，市场可能从防御性修复进入结构性扩张。

RWA 与稳定币仍是最具确定性的主线。它们不依赖单一牛市叙事，而依赖真实资金需求、合规通道和美元流动性。

HTX Research 观点

HTX 对 RWA 维持 Overweight，对稳定币基础设施维持长期看好，对链上证券维持早期观察，对 AI 维持选择性积极。

Q3 对结构性赛道的核心判断是：

价格决定情绪，基础设施决定周期。

第六章 监管作为催化剂

为什么监管确定性正在成为市场变量？

核心论点

监管确定性正在从风险折价来源，转变为新的估值催化剂。

Q2 的监管主线不是某一条法案文本的细节变化，而是美国数字资产监管范式开始发生变化：从执法主导，转向立法主导；从事后处罚，转向事前框架；从监管不确定性，转向制度化竞争。

CLARITY Act 的推进，使市场第一次看到美国数字资产监管框架真正进入落地窗口。即使最终通过仍取决于政治博弈，市场已经开始重新定价监管确定性对 Crypto 资产的影响。

监管不再只是风险。

监管开始成为资产配置的前提。

1. CLARITY 法案的意义大于单一法案

Q2 CLARITY Act 完成关键程序推进，标志美国数字资产立法进入近年最接近落地的阶段。市场关注的焦点，不应只停留在某个条款是否修改，而应看到更深层变化：美国正在尝试为数字资产建立统一监管边界。

CLARITY 法案时间线与票数结构

节点	事实	市场含义
5月中旬	参议院银行委员会以 15-9 通过 markup	程序破冰，跨党派支持仍偏脆弱
6月1日	列入参议院立法日程 Calendar No. 423	无需进一步委员会程序即可推进全院投票
6月中旬	众议院承诺若参议院通过将快速推进配套立法	两院程序协调成本下降
票数门槛	需跨越 60 票门槛，共和党约 53 席，仍需约 7 票民主党	Q3 核心变量从文本转向票数
伦理条款	Van Hollen 修正案未获通过	政治博弈仍是最大不确定性

过去几年，加密市场的最大制度问题不是监管严格，而是监管不清晰。SEC、CFTC、银行监管机构、州监管机构之间的边界模糊，使机构难以判断哪些资产可以配置、哪些业务可以开展、哪些风险可被合规部门接受。

CLARITY Act 的核心价值在于，它可能降低这种制度不确定性。

对市场而言，监管明确带来的第一层影响是风险折价下降。第二层影响是机构进入门槛降低。第三层影响是更多资产类别可以被纳入合规产品结构。

这就是为什么监管确定性会成为估值变量。

2. 稳定币规则决定链上美元的边界

稳定币是本轮监管讨论的核心。

监管争议集中在稳定币是否可以生息、发行人如何管理储备、支付场景如何合规、DeFi 协议如何被纳入制度框架。Q2 的阶段性妥协显示，美国监管并不打算禁止稳定币发展，而是试图把稳定币纳入银行、支付和反洗钱框架之内。

这对行业是长期利好。

稳定币越合规，越容易进入企业支付、跨境结算、金融机构清算和传统支付网络。稳定币发行人也将从单纯 Crypto 基础设施，升级为数字美元流通网络的一部分。

但监管也会改变竞争格局。储备透明、合规能力强、银行合作关系深、支付场景广的发行人会获得优势。缺乏合规基础、依赖高收益补贴或监管套利的稳定币，将面临更高压力。

稳定币监管的本质，不是限制链上美元，而是决定哪些链上美元可以进入主流金融体系。

3. 伦理条款与票数仍是最大不确定性

CLARITY Act 的技术障碍已经下降，政治障碍仍然存在。

真正的不确定性来自两方面。

第一，参议院通过仍需要跨党派支持。仅依靠共和党票数不足以完成最终程序，仍需争取民主党议员支持。

第二，围绕政府官员数字资产利益冲突的伦理条款仍存在分歧。这一问题不是技术问题，而是政治问题。

这意味着 Q3 的监管行情可能出现两种截然不同的路径。

如果法案继续推进，市场会交易监管折价收敛。

如果政治博弈拖延，市场会重新降低监管落地概率。

对投资者而言，CLARITY 的核心不是某一天是否通过，而是市场对通过概率的连续修正。Crypto 资产会提前交易概率变化，而不是等最终文本落地后才反应。

市场反应参考

- 5月中旬委员会推进后，BTC 一度触及约 81,965 美元，加密相关股票同步走强。
- Coinbase 单日上涨约 9.10%，MicroStrategy 上涨约 8.16%，Robinhood 上涨约 6.16%。
- 衍生品市场中，监管敏感型代币空头在数小时内出现超过 2.5 亿美元清算。

4. 监管利好不均匀分布

监管确定性改善并不会平均利好所有资产。

BTC 已经拥有最成熟的现货 ETF、最清晰的资产属性和最强的机构入口。监管改善当然有利于 BTC，但边际弹性有限。

真正受益更大的可能是：

ETH，因为 staking、DeFi 和智能合约资产属性仍存在监管折价。

DeFi，因为协议收入、治理代币和合规接入需要更明确框架。

稳定币，因为支付与储备规则决定其主流金融采用速度。

RWA，因为机构进入链上资产需要法律、托管、审计和合规路径。

链上证券，因为它直接依赖监管边界重新划定。

因此，Q3 如果监管推进超预期，市场弹性可能从 BTC 扩散到 ETH、DeFi 和 RWA 相关资产。

这也是 HTX 将监管视为 Q3 第二大核心变量的原因。第一变量是流动性，第二变量就是监管确定性。

5. 全球监管竞争正在加速

美国不是唯一变量。

欧盟 MiCA 已进入实施阶段，香港、新加坡等市场持续完善数字资产监管框架。全球主要金融中心都在争夺数字资产企业、稳定币发行人、RWA 产品和机构交易流量。

这意味着美国立法不仅是国内监管问题，也是金融竞争问题。

如果美国推进缓慢，创新和资本会流向监管更清晰的司法辖区。

如果美国完成框架搭建，它仍可能重新成为全球数字资产制度中心。

对 Crypto 行业而言，监管竞争会推动合规基础设施成熟。对投资者而言，监管框架越清晰，资产定价越容易从“政策风险折价”转向“现金流与增长定价”。

市场含义

Q3 监管交易的核心是概率重估。

如果 CLARITY Act 继续推进，ETH、DeFi、稳定币和 RWA 将获得更强修复弹性。

如果法案搁置，监管折价会重新回到估值中，市场将更偏向 BTC 与现金流确定性资产。

如果稳定币监管清晰度提高，合规稳定币与 RWA 将继续受益。

如果链上证券监管边界被进一步压缩，相关产品短期会承压，但长期合规路径反而更重要。

监管确定性不会直接创造牛市，但它可以打开机构资金的风险预算。对已经具备产品、托管和合规路径的资产而言，这一变化足以改变估值中枢。

HTX Research 观点

HTX 将监管确定性视为 Q3 最重要的非宏观变量。

监管落地对 BTC 是支撑，对 ETH 是催化，对 DeFi 是重估，对 RWA 是加速器。

Q3 对监管的核心判断是：

如果流动性决定市场方向，监管将决定资金流向哪里。

第七章 Q3 策略框架

流动性、监管与下一阶段路径

核心论点

Q3 的 Crypto 市场将由两条主线共同决定：全球流动性是否边际改善，以及监管确定性能否释放机构风险预算。

Q2 已经完成压力测试。市场知道了哪些资产依赖流动性，哪些赛道具备真实需求，哪些叙事缺乏价值捕获。

Q3 的问题不是重新寻找叙事，而是判断哪些条件会推动市场从估值压缩进入结构性修复。

HTX 将 Q3 拆分为三个情景：

Base Case：流动性有限改善，监管继续推进但未完全兑现。

Bull Case：通胀回落、美元走弱、监管超预期推进。

Bear Case：油价再次冲击、美联储继续鹰派、流动性进一步收缩。

这三个情景对应不同的资产配置路径。

Q3 验证框架

宏观变量	多头有效信号	对 BTC 的传导
10Y TIPS 实际利率	从 2.2% 上方回落，且非因增长恶化	降低无现金流资产机会成本，提升估值弹性
美元指数	美元不再走强，或随实际利率同步转弱	改善全球美元流动性和非美买盘承接
TGA / 准备金	财政节奏不再持续抽水，准备金稳定	降低美元流动性收缩担忧
FOMC / SEP	沟通从通胀防守转向增长与金融条件平衡	帮助 BTC 从防御性持仓回到趋势交易
链上供给	交易所余额不快速增加，LTH 供给维持高位	浮动供给偏紧，利于买盘放大价格弹性

基准情景

概率 60%

宏观设定

Q3 基准情景下，美联储维持利率不变，但继续保持鹰派观望。通胀回落速度有限，能源价格仍是扰动变量，市场不会迅速回到降息交易。美元维持高位震荡，全球风险资产获得阶段性修复，但缺乏全面扩张条件。

财政端，TGA 重建与发债节奏仍会阶段性抽水，全球净流动性改善有限。BTC 不再经历 Q2 那种快速去杠杆，但也难以在缺乏新增流动性的情况下形成单边趋势。

监管端，CLARITY Act 继续推进，但最终落地仍需跨党派谈判。市场会提前交易通过概率上升，但不会完全定价最终结果。

市场结构

BTC 维持区间修复，表现强于大多数 Altcoin。

ETH 出现战术性反弹，但需要 fee、burn 与 ETF 流入确认。

DeFi 头部协议表现优于长尾协议。

RWA 与稳定币继续稳定扩张。

长尾 Altcoin 缺乏全面行情基础。

配置建议

资产 / 赛道	配置观点	理由
BTC	超配	流动性代理变量，防御性与机构入口兼具
ETH	中性 / 战术性做多	估值压缩后具备弹性，但确认条件不足
优质 DeFi	选择性超配	受益监管概率重估与现金流定价
RWA	超配	真实收益和机构需求支撑
稳定币基础设施	看好	支付与结算基础设施长期受益
AI	选择性看好	新需求方向明确，但估值分化大
长尾 Altcoin	低配	新增美元不足，供给压力仍在

HTX Research 观点

基准情景下，Q3 不是全面牛市，而是结构性修复。资产表现将从“谁跌得多”转向“谁有资金流、现金流和监管催化”。

山寨币轮动验证

Q3 情景	触发组合	含义
强扩散	稳定币 30D +100 亿美元以上；ETH/BTC >0.030-0.032；BTC.D 下行且总市值上升；Top100 宽度 >60%	广谱 alt beta 从 ETH/大盘扩展到中盘与精选长尾
分层轮动	稳定币温和改善；ETH/BTC 企稳；TOTAL3/BTC 局部上行；主题资产轮动	聚焦高流动性、低解锁压力、有收入验证的板块
伪扩散	BTC.D 下行但总市值不涨；OI/funding 快速升高；稳定币继续下降	降低长尾暴露，保留 BTC/ETH 核心仓位，等待二次确认

乐观情景

概率 25%

宏观设定

乐观情景下，能源价格回落，通胀预期改善，美联储鹰派压力下降。美元见顶回落，实际利率下行，全球风险预算重新扩张。TGA 对市场的抽水弱于预期，准备金压力缓和。

监管端，CLARITY Act 在关键程序上快速推进，稳定币与数字资产市场结构法案释放强烈制度信号。机构资金重新评估 ETH、DeFi 与 RWA 资产的可配置性。

市场结构

BTC 率先修复，并重新吸引 ETF 资金流入。

ETH 弹性高于 BTC，ETH/BTC 企稳反弹。

DeFi 头部协议出现估值修复。

RWA 与稳定币相关资产获得机构溢价。

Altcoin beta 扩散，但仍以优质资产为主。

配置建议

资产 / 赛道	配置观点	理由
BTC	超配	ETF 流入恢复，趋势重新确认
ETH	超配	监管折价收敛，DeFi 与 staking 催化
优质 DeFi	超配	现金流协议重估，头部弹性增强
RWA	超配	合规资产继续吸收机构资金
AI	看好	风险偏好改善推动成长叙事修复
长尾 Altcoin	标配	beta 扩散，但仍需控制选择范围

HTX Research 观点

乐观情景下，市场的上涨顺序大概率是：

BTC 先行。

ETH 接力。

DeFi 扩散。

Altcoin 局部轮动。

真正的全面风险偏好恢复，需要稳定币扩张和链上交易量同步改善。

悲观情景

概率 15%

宏观设定

悲观情景下，油价再次上行，通胀预期重新恶化，美联储进一步强化鹰派立场。美元继续走强，短端利率维持高位，财政融资抽水压力加大。市场重新交易 “higher for longer”，风险资产估值再次承压。

监管端，CLARITY Act 因政治分歧推迟，市场降低通过概率。稳定币、DeFi 与链上证券监管不确定性重新上升。

市场结构

BTC 相对抗跌，但仍会随流动性收缩承压。

ETH 继续跑输 BTC。

DeFi 监管折价重新扩大。

长尾 Altcoin 面临流动性和解锁双重压力。

RWA 相对稳健，但相关治理代币不一定同步受益。

配置建议

资产 / 赛道	配置观点	理由
BTC	标配 / 防御性超配	相对最具流动性，但仍受美元压制
ETH	低配	高 beta 与价值捕获压力叠加
DeFi	低配，现金流龙头除外	风险折价扩大
RWA	超配底层资产，精选代币	底层需求稳健，代币需区分
稳定币 / 现金	超配	防御与等待再配置窗口
长尾 Altcoin	低配	流动性最脆弱

HTX Research 观点

悲观情景下，Q3 的重点不是寻找进攻机会，而是保护流动性。BTC 相对优于其他高 beta 资产，但真正的防御来自现金、稳定币和短久期收益资产。

资产配置仪表盘

资产 / 赛道	Q3 观点	信心	主要驱动	主要风险
BTC	超配	高	全球流动性代理、ETF 通道、机构首选入口	美元继续走强、ETF 持续流出
ETH	中性 / 战术性做多	中	监管催化、估值压缩、DeFi 修复弹性	fee/burn 无改善、ETH/BTC 继续走弱
优质 DeFi	选择性超配	中高	现金流、风险治理、监管折价收敛	安全事件、价值捕获不足
RWA	超配	高	高利率收益、机构合规需求、链上美元资产端	利率快速下行、产品同质化
稳定币基础设施	看好	高	全球美元结算、支付网络、监管清晰化	银行业游说导致规则收紧
链上证券	观察	中	传统资产上链、国际用户需求	监管边界、底层权益不清晰
AI x 加密市场	选择性看好	中	Agent 支付、算力、数据市场	估值过高、商业模式未验证
长尾 Altcoin	低配	高	新增资金不足、解锁压力、风险偏好低	流动性快速改善引发 beta 反弹

Q3 风险矩阵

风险	概率	市场影响	HTX 判断
油价再次上行并推高通胀	中	美元走强，风险资产承压	关注能源对 Fed 反应函数的二次冲击
美联储继续强化鹰派立场	中	BTC 与 ETH 估值受压	高利率环境下优先配置高流动性资产
TGA 重建超预期抽水	中	BTC 流动性承压，Altcoin 更弱	8 月财政融资节奏是关键观察点
ETF 资金流持续净流出	中	BTC 反弹受限	ETF 周度资金流是趋势确认指标
CLARITY Act 推进不及预期	中	ETH、DeFi、RWA 修复受阻	监管概率交易可能反向修正
DeFi 再次发生系统性安全事件	低中	风险折价扩大，TVL 外流	只配置风险治理能力最强的协议
稳定币监管条款明显收紧	低中	支付与 RWA 叙事短期承压	长期利好合规龙头，短期压缩高风险项目
美元快速走弱、流动性超预期改善	中	BTC 率先上行，ETH 与 DeFi 接力	从防御转向进攻，提高 beta 敞口
CLARITY 快速通过	低中	ETH、DeFi、RWA 显著重估	监管折价收敛将成为主要催化

最终观点

Q3 最重要的变量

Q3 市场不需要新的叙事。它需要两个确认：

第一，流动性是否停止恶化。

第二，监管是否释放机构风险预算。

如果只有流动性改善，BTC 最先受益。

如果只有监管推进，ETH、DeFi 与 RWA 相对受益。

如果两者同时发生，市场可能从结构性修复进入趋势性扩张。

如果两者都不发生，Q3 将继续是防御性配置季度。

HTX 对 Q3 的最终判断是：

BTC 是核心仓位。

RWA 是结构性仓位。

Quality DeFi 是弹性仓位。

ETH 是等待确认的战术仓位。

Long-tail Altcoin 仍不是主线。

Q3 的市场不会奖励所有风险。

它只会奖励有流动性、有现金流、有监管路径的风险。