

超级独角兽 IPO 链上实战

SpaceX

Crypto 新股“零配额”，是一次性事故还是结构常态？

永续合约价格发现已逼近开盘价，
但新股配售**集体滑铁卢**。

渗透 · Crypto × TradFi 的三层结构

法律距离 · 含金量逐层衰减 →

真股

经纪通道

代币化

凭证封装

纯对赌

永续合约

「零配额」是一次性事故还是结构常态？

HR 判断 / VERDICT

结构常态

crypto 借这场大考测出了自己的边界：一侧靠原生引擎已经渗透，另一侧被承销牌照与发行人同意权死死锁住。这条线，技术跨不过去。

已渗透

PENETRATED ✓

原生引擎可达 · 不依赖牌照

二级 · 价格发现

±3%

跨场聚合 VWAP 开盘前定价中枢为 \$155，与 SPCX 真实的开盘价预判仅相差 3%！而 Cerebras 开盘价与 Hyperliquid 的 pre-IPO 盘前定价误差仅 1.3%。合成衍生品确有真实价格发现力。

链上 · 组合性

T+数日

bStocks 上线数日内即接入 Venus / Lista 借贷与 PancakeSwap 交易，链上技术门槛趋近于零。

影子 · 流动性

\$26 亿

HL pre-IPO 永续日量从 \$5M 跃至 \$50M+，上市前 SPCX 累计成交逾 \$26 亿——影子市场已有真实深度。

被挡在外

LOCKED OUT ✗

制度壁垒锁死 · 牌照与同意权

一级 · 货源配额

4.3 股

缺簿记议价权，Kraken 用户摊薄至每户 4.3 股，纯接入平台全额退款——遭遇「零配额」。

叙事 · 供给

不可再生

外生叙事不由 crypto 控制、且不可再生；OpenAI、Stripe 之后 3-5 个标的稀缺将尽。

监管 · 上场资格

美国除外

全球最深的美国市场几乎被普遍排除；监管态度是这门生意无法对冲的核心风险。

终局 / ENDGAME

中介层将被出清。唯「直连承销体系拿一手货源」或「把合成清算做成极致链上积木」的少数玩家，能真正穿越周期。

AT A GLANCE

TL;DR

- 6月12日 SpaceX 登陆美股，各大交易所（Binance、Hyperliquid、Kraken 等）密集推出其概念产品，完成了将“独角兽 IPO、交易所网络、类 Launchpad 打新、代币化现货、Pre-IPO 永续”融为一体的“超级缝合怪”大考。
- **产品结构拆解**：市场上炒作的 SpaceX 产品并非同一种东西，按“法律距离”从近到远分为三层：**经纪通道**（买到真股，如 Binance）、**代币化封装**（不直接持股的代币凭证，如 Kraken、Binance）、**合成衍生品**（纯对赌的 Pre-IPO 永续，如 Hyperliquid）。
- **SpaceX 大考结果（一半兑现，一半证伪）**：**二级定价（兑现）**：Crypto 原生衍生品表现出极强的价格发现效能。跨场聚合 VWAP 把 150 美元的开盘价前瞻预判在 3% 以内。**一级分发（证伪）**：遭遇严重的供应链断层。由于在传统银团簿记建档中缺乏议价权，Crypto 渠道仅拿到象征性额度（如 Kraken 用户被严重摊薄，其余接入平台被迫全额退款），遭遇“零配额”困境。
- **链上组合风险**：伴随代币化股票（如 bStocks）接入 DeFi 借贷层，市场面临交易时段错配的致命脆弱点（美股每日仅交易 6.5 小时，而链上协议全天候监控清算），其在周末或薄市下的喂价风控模型仍是“黑箱”。
- **未来演化终局**：由于顶级独角兽（OpenAI、Stripe 等）的“外生叙事”不可再生且红利极短，行业下一步将加速两极分化：依赖第三方转售的中介层将被淘汰；唯有能直连传统承销体系拿到一手货源的少数平台，或者把合成清算做到极致的链上金融积木能够真正穿越周期。

关于 HR · ABOUT

Heretic Research 是专注于 Crypto 与 AI 交叉领域的独立研究机构。我们挖掘人声鼎沸之下的真实数据，并据此深度研究。我们独立于任何市场叙事。所有观点仅代表本机构立场。

Question everything. Alpha hides in doubt ●

研究员 Merida Lee, Angela Wong

FOREWORD

前言

过去几周，SpaceX 已经不只是一个 IPO 事件，而成了 crypto 交易所集体测试链下核心资产入口的样本：Binance 上架 7000 余只美股和 ETF，Hyperliquid 用 pre-IPO 永续让市场提前博弈 SpaceX 的影子估值，Kraken、Bybit、Coinbase、OKX 各自把 IPO 申购、永续合约、杠杆衍生品包装成 crypto 原生的产品形态。头部交易所围绕同一个标的，打法不同，方向一致。

以 SpaceX 为代表的超级独角兽 IPO 潮，正在给流动性饥渴、叙事枯竭的 crypto 市场注入一类全新的底层资产。作为首个完成全要素缝合的样本，SpaceX 实现了五大维度的界面统一：独角兽的 IPO 势能、交易所的分发网络、类 Launchpad 的低摩擦申购体验、股票代币的二级流动性，以及 Pre-IPO 永续合约的价格博弈层。

但 6 月 12 日的上市当天，这套机制就遭遇了第一次真实压力测试，并暴露出一个贯穿全文的张力：Crypto 能用永续合约逼近这类资产的开盘价，却拿不到 IPO 可供分发的真实配额；在价格发现上的渗透是真实的，在一级配售上的出局也是真实的。

本文致力于穿透繁杂的市场表象以窥探本质：以 SpaceX 为切口，厘清三种异质产品结构的法律实质与风险边界，并以 6 月 12 日的实际交易结果检验 Crypto 对传统 IPO 体系的介入边界，从而帮助不同身份的市场参与者，在分发、定价与基建演化的不同时间窗口下，锚定属于自身的结构性机会，以及其无法规避的制度约束。

PART I · PHENOMENON & 3 STRUCTURES

开篇：现象与三种结构拆解

6月12日，SpaceX 登陆纳斯达克（ticker: SPCX），募资约 750 亿美元——史上最大 IPO，近沙特阿美 2019 年纪录的三倍；首日收涨 19.2%，市值升至约 2.1 万亿，马斯克身家首次突破万亿美元。



图 01 - 上市首日：关键数据卡 · 来源：HERETIC RESEARCH

而在它正式敲钟之前，crypto 世界已经围着它转了一圈：永续合约、美股经纪、链上代币、IPO 打新，各大头部交易所均已推出各自的 SpaceX 概念产品。但要看懂这场实验，先得厘清一个核心前提：这些产品不是同一种东西。按持有人实际取得的权益与真实股份的法律距离，它们分成三层。

第一种是经纪通道。 Binance 的 7000+ 美股本质是传统证券经纪业务套上了 crypto 的入金和界面——它根本不在链上，买到的是真股，只是让稳定币持有者多了一个买股票的入口。

第二种是代币化封装。 这一层又分两个子类：一是 IPO 申购通道（Kraken 的 xStocks 框架），二是二级代币封装（Binance 的 bStocks）。两者的共同点是用户持有的不是登记在自己名下的股份，而是代币化凭证——仅提供价格敞口，无直接持股、无投票权；区别在于前者由发行人预铸、后者由用户自主把真股 1:1 转换上链。

第三种是合成衍生品。 Pre-IPO 永续不代表任何股份、投票权或配售资格，是纯粹的资金费率对赌合约，参照的甚至不是股价而是估值指数（因为私有公司总股本在最终招股书披露前是未知数）。

这三层的发行实体、底层支撑与权益含金量逐层衰减，构成一条从真股到纯对赌的“法律距离”光谱。



图 02 - 三种产品结构 · 来源: HERETIC RESEARCH

所谓"缝合怪"，缝的正是这三块异质组织。SpaceX 是首个把这三层在同一时间窗口内全部点亮的标的。

PART II · PANORAMA

全景：产品对比表

下表按上线时间排列，摊开围绕 SpaceX 出现的全部产品——这张表本身就是论点：同一个 SpaceX，市场上同时存在至少四种法律结构、五个监管辖区、两种结算资产和三套计价单位的“分身”。

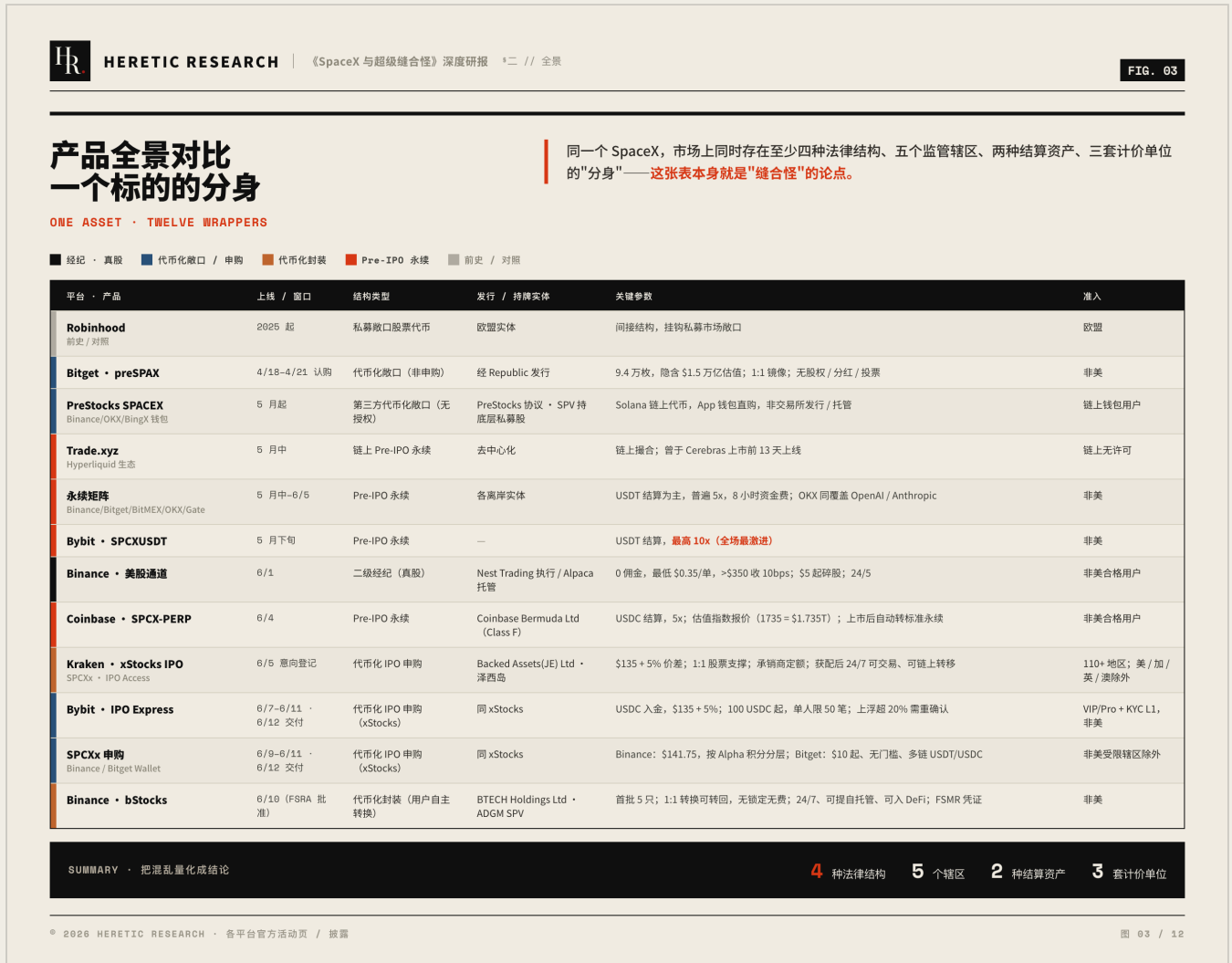


图 03 - 产品全景对比 · 来源: HERETIC RESEARCH

几个数字能说明这场实验的规模与混乱并存：

混乱端——由于各平台对股本与拆股假设不同，上线初期同一时点的 SpaceX“价格”存在五个互不可换算的版本，最高与最低相差近 10 倍，没有一个可以直接换算成另一个。但这种混乱并非终态：6 月 3 日 SpaceX 在 S-1A 修订文件中披露实际股本后，一场围绕 rebase 规则的跨所博弈在一周内把主要场内报价强制收敛到 154-155 美元区间（详见案例三）——口径的统一不是市场自发完成的，是被一纸招股文件和各平台的规则表态逼出来的。

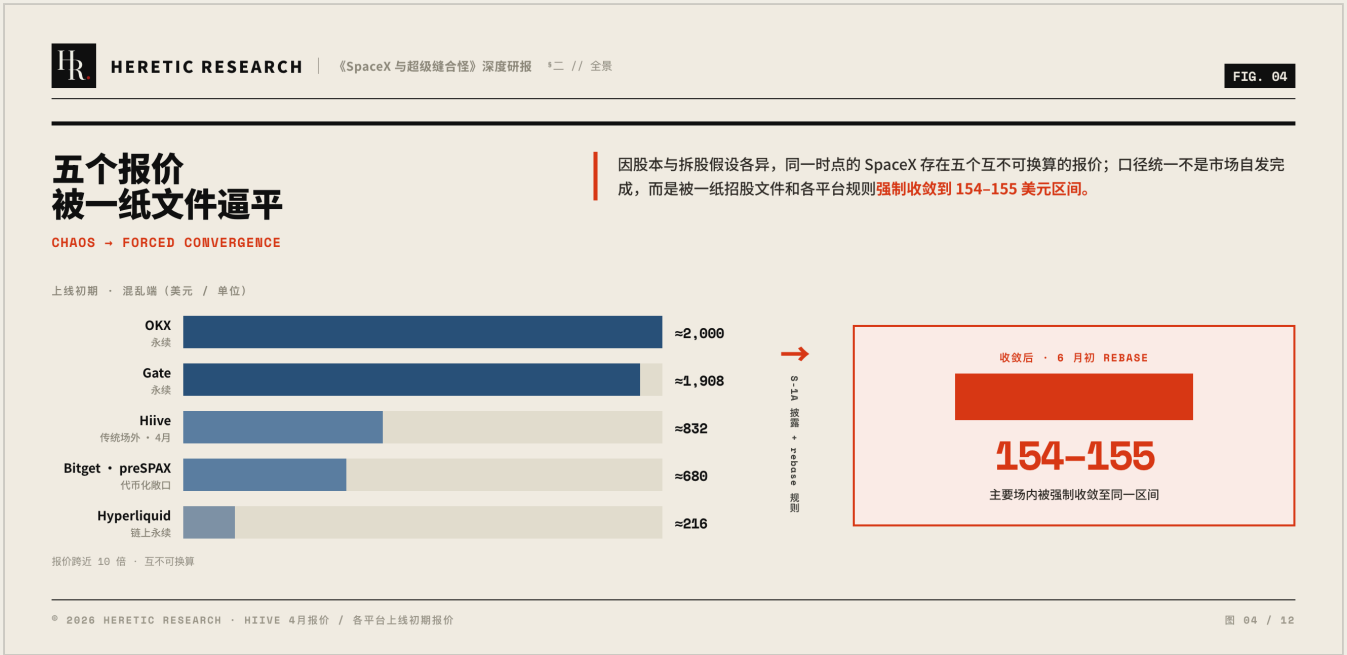


图 04 - 五个报价 · 来源: HERETIC RESEARCH

规模端——市场已经有了真实体量：The Block 统计的“链上股票”日交易量在 5 月 19 日创下 35.7 亿美元峰值（注意该口径混计现货代币与股票永续，且大头是后者）；聚焦到 SpaceX：Block Scholes 数据显示，自 5 月中合约上线后，Hyperliquid 的 pre-IPO 永续日交易量从不足 500 万美元跃升至 5,000 万美元以上，相关合约累计成交已达数十亿美元量级。



图 05 - 影子市场 · 来源: HERETIC RESEARCH

PART III · WHY NOW

为什么是现在

严谨地说，这不是 crypto 第一次碰股票。Binance 和 FTX 在 2021 年都上过股票代码，结果在各国监管压力下先后关停。这次卷土重来，变化的不是产品创意，而是三个外部变量：**供给端出现了史无前例的超级独角兽 IPO 管线**（SpaceX、OpenAI、Anthropic、Stripe 密集逼近上市）、**监管周期转向**（交易所学会用持牌离岸实体做风险隔离，合规包装更专业）、以及**永续合约这一原生形态已被充分验证**（今占全球 CEX 总交易量 70% 以上，是 crypto 最成熟的金融机器）。资产势能、合规工程与成熟的交易引擎三者叠加，使 2021 年无法跑通的实验在 2026 年具备了可行性。



图 06 - 为什么是现在 · 来源: HERETIC RESEARCH

在厘清“为何是当下”之后，这套缝合机制将 crypto 带至何处、又止步何处，6 月 12 日的上市以单日事件给出了迄今最完整的答案。

PART IV · LISTING REVIEW

SpaceX 上市复盘：一半兑现，一半证伪

本次 SpaceX 上市大考，实质上是一次 crypto 与传统金融融合架构的压力测试。虽然不能算大获全胜，但也证明了这种方式的有效：二级市场上的跨场聚合定价，确实证明了 crypto 可以提前形成有效价格锚；但真正决定资产归属和收益分配的一级采购配额，仍然主要掌握在传统承销与分销体系手里。换句话说，估值指数可以把价格发现往前推，却无法绕过上市时的股权终局重置。这个框架完成了跨界缝合，也让价格信号具备了现实参考意义，但它还没有拿到一级定价权。

因此我们判断，接下来，中心化分销平台大概率会被迫分化，能接近一级资产的一类继续向金融基础设施演化，拿不到配额的一类则会退回到估值展示、流动性撮合和情绪交易入口。



图 07 - 三大判断 · 来源：HERETIC RESEARCH

首先从定价效能来看，聚合 VWAP 确立影子市场有效锚点。上市前夜，单一场内 SPCX 永续受零售情绪推升、一度高估近两成，而跨市场聚合 VWAP 的约 155 美元中枢把 150 美元开盘价预判到 3% 以内，这说明影子市场流动性既有真实深度（上市前累计成交超 26 亿美元），又能提供方向准确的前瞻指引，但尾部定价极易被局部逼空扭曲，因此投资者应严格采用跨场聚合数据作为有效估值锚。

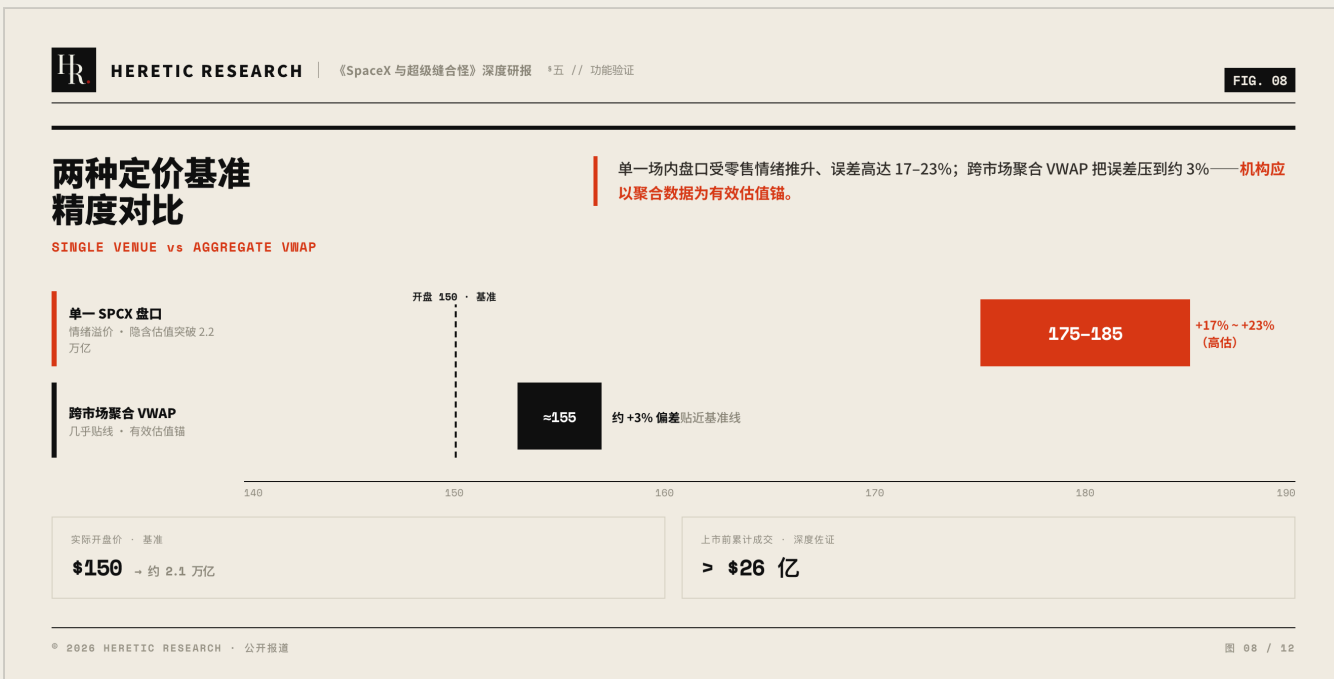


图 08 - 两种定价基准 · 来源: HERETIC RESEARCH

除了定价之外，这次更让人意外的是供应链断层。本次配售环节遭遇底层资产交付的严重断档，刺破了“代币化即流通”的技术幻象。穿透底层资产结构可以发现，以 xStocks 联盟为代表的分销网络实为 Kraken 旗下的采购代理，在 SpaceX 一级配售中仅拿到象征性额度：Kraken 自有用户被按比例摊薄至每户约 4.3 股 SPCX，而纯依赖其上游供货的接入平台则颗粒无收、只能全额退款。xStocks 标榜的 250 亿美元分发体量在严重超额认购面前毫无议价权。



图 09 - 一级配额断层 · 来源: HERETIC RESEARCH

在衍生品结构调整上，基准转换的边界得到了精确界定。Coinbase 在上市前夕将基于估值的合约转换为基于股本的每股基准（应用 130.75 亿股除数），这一操作表明估值指数设计的核心效用在于屏蔽私募阶段频繁的资金结构变动，而非免疫终局的挂牌确权。

就前瞻情景而言，若此类交付失败事件在后续头部资产 IPO 中重演（下行风险情景），中心化交易所的代币化产品信任度将受到持续侵蚀，从而迫使流动性向直接锚定链上份额的去中心化金融协议迁移。头部平台或将被迫加速并购传统券商或建立更深度的托管承销联盟，行业将加速出清无底层资产直连能力的中介层。

据此，后文沿这一分界展开：一侧是已获验证的二级市场功能，另一侧是尚未突破的一级市场约束。

PART V · SECONDARY-MARKET

二级市场功能的验证

边界的一侧，是 crypto 凭原生引擎已能实质参与的环节。它有两个：上市前的价格发现，以及资产上链后的组合性。两者的共同点是，准入不依赖证券牌照，crypto 自带牌面。

价格发现：渗透成立的最强证据，但只及于二级预期

Pre-IPO 永续让市场得以在正式上市前完成连续的价格发现。这不是理论：5 月 14 日 Cerebras 登陆纳斯达克前的最后一小时，Hyperliquid 上的 pre-IPO 永续将价格锚定在实际开盘价的 1.3% 以内；SpaceX 上市前夜，跨场聚合 VWAP 的约 155 美元中枢同样把 150 美元的开盘价预判到了 3% 以内。没有投行簿记、没有私募配额，合成衍生品两次给出了方向准确的前瞻定价。这是 crypto 渗透传统资本市场最成立的一层。

但渗透的范围有明确边界，须排除一个流行的误读：影子价格高于发行价，不等于一级定价权松动。

第一，IPO 折价是制度设计，不是市场失灵。投行本就需要留出 IPO pop，作为对配售资金与长期客户的激励。影子价格越高于发行价，验证的越是配售资源的稀缺，而非发行定价的松动。SpaceX 135 美元发行价与更高影子报价之间的价差，重复的是 IPO 市场最传统的逻辑：折价越明显，配售越抢手。价格发现真正影响的，是二级市场对首日表现的预期，不是发行定价本身。

第二，锚本身的质量有限。Pre-IPO 永续天然缺少现货套利机制：交易者无法买入真实老股做 cash-and-carry（即“买入现货、同时卖出衍生品锁定价差”的无风险套利），而本次 IPO 属于增发新股、原股东受锁定期约束，上市阶段几乎没有可套利的老股供给。价格锚定因此更多依赖资金费率（永续合约多空双方周期性互付、用以把永续价格拉回现货的机制）与 Forge、Caplight、Hiive 等私募二级平台的零散成交——在相当程度上是在给自己定价。两起事故暴露了这种脆弱：Ventuals 的 SpaceX 合约曾在 30 分钟内从约 2,200 跌至 1,200（-45%）并触发连环清算；而同一个 SpaceX 长期存在 216 至 2,000 美元以上的多个价格版本，直到招股文件披露与各平台实施 rebase 后才被强行拉回同一计量单位。一个连计量单位都需外力统一的市场，距离形成统一的影子锚点仍有距离。

因此判断是有边界的：crypto 在价格发现层取得的是上市后价格的预判权，对发行价的影响有限。Cerebras 的 1.3% 与 SpaceX 的 3% 是成功样本，能否成为规律，取决于流动性深度与锚定机制在更多标的上的复现。

链上组合性：从能力验证到抵押层风控的转移

代币化股票的链上可组合性已不再是前瞻命题。随 bStocks 于 6 月上线，股票代币作为 DeFi 底层资产已进入实际部署，且整合速度远快于预期——上线数日即接入 Venus、Lista DAO 的借贷市场与 PancakeSwap、Aster 的交易场景。头部交易所的纵向整合能力已使链上侧的技术与准入门槛趋近于零。据此，分析重心从“可组合性能否实现”转向“该结构在压力情形下的稳健性”。

我们认为，核心风险敞口既不在杠杆参数、亦不在永续端，而在借贷协议对现货抵押品的喂价机制。市场把 Aster 的约九折抵押率误读为清算缓冲，实则只是与中波动资产同档的常规折扣，并不激进；真正的脆弱点在于 bStocks 现货抵入 Venus/Lista 后、在美股闭市时段的喂价处理——标的现货每日仅约 6.5 小时常规交易，链上协议却全天候计息并监控清算线，存在典型的交易时段错配。



图 10 - 链上组合性 · 来源: HERETIC RESEARCH

综合判断，该结构虽已部署，但尚未经历完整压力检验：协议层面的风控配置（喂价档位、staleness 阈值、周末与隔夜是否限制清算）上线一周以来均未披露，这一配置黑箱是判断抵押层可靠性的决定性变量。在其首次穿越叠加剧烈行情的完整周末、成分股拆股或财报跳空、首轮大额清算遇薄市深度等极端场景且未产生坏账之前，倾向于将其定性为高 beta 的战术性机会，而非成熟的抵押融资基础设施。

PART VI · PRIMARY-MARKET

一级市场约束的延续

边界的另一侧，是 crypto 无论技术多成熟都无法凭自身夺取的环节。它也有两个：一级市场的货源采购，以及驱动整轮缝合的叙事供给。前者的准入由牌照与承销关系锁死，后者的供给由外部独角兽管线决定——两者的共同点是，控制权都不在 crypto 手里。

一手货源：结构性禁区

在分发权这条线上，crypto 已经走完了它能走的部分。二级市场的触达早已完成：Binance 的美股通道由 Nest Trading 执行、Alpaca 托管，买到的是真股；Pre-IPO 永续则提供纯价格敞口。但这一级分发的都是存量——已流通的旧股，或对其估值的对赌；它把“触达美股”普惠化了，却未触及新股配售本身。

再往上一级，是一级配售的分销。Kraken 经 xStocks IPO Access 开放 SpaceX 申购，crypto 用户首次能以发行价(加 5% 价差)认购这桩史上最大 IPO，Bybit、Binance Wallet、Bitget Wallet 旋即接入同一框架。但接入从不是壁垒，真正的分水岭在能否交付。6 月 12 日给出了答案。

一手货源的获取是一道由承销机制本身设定的结构性边界。在超额认购的发行中，crypto 渠道能取得的份额由其在簿记建档体系中的下游身份决定，而非由其分发能力或议价意愿决定。交易所拿到的不是与投行平行的配售权，而是簿记体系下游的一个分销席位——结构上是 Robinhood IPO Access 的 crypto 版本，而非对它的颠覆。自营券商牌照可以让平台进入这一体系，却不足以改变其排序位置：6 月 12 日，连握有 Payward 的 Kraken 在 SpaceX 的超额认购前也只能拿到残羹。

由此，这条线真正的护城河已完全脱离可分叉的智能合约体系，转向多边金融牌照、机构级商务拓展与承销团利益绑定等重资产、长周期的非技术性壁垒。前两级的散户分销能力只是与传统金融博弈的筹码；只有当平台切断对第三方采购承诺的依赖、实现一手货源的独占闭环，其商业模式的结构价值才会被市场计入估值。而这条路的尽头，是平台是否有能力成为承销体系的一部分；而这已经超出了多数 crypto 平台原有的身份边界。

叙事供给：外生、强基本面，但不可再生

过去几轮周期中，DeFi、NFT、Meme 等纯内生叙事的半衰期急剧缩短。超级独角兽带来了具备强基本面支撑的“外生叙事”：SpaceX 上市自带全球注意力，交易所第一次得以借势而非造势。

但外生叙事有一个内生叙事没有的约束：供给不由 crypto 控制，且不可再生。SpaceX 一旦上市，SPCX 永续就退化为普通股票衍生品，与 Robinhood、IBKR 的杠杆产品同台竞争，crypto 渠道的独占窗口随之关闭。万亿级私有公司的管线本就有限——OpenAI、Anthropic、Stripe 之后，能调动同等全球注意力的标的所剩无几，叙事很可能在三五个标的之后耗尽稀缺性。抢首发的窗口红利极短，而窗口何时出现、出现几次，取决于外部 IPO 管线，不取决于交易所。这是 crypto 拿不住的第二样东西。

PART VII · CASES

案例：把判断放到事实上检验

前述六节确立了边界的两侧。以下四个案例提供检验：它们分别标出价格发现能力的上限(Cerebras)、锚的脆弱下限(Ventuals 与 PreStocks)、口径风险的现场(rebase),以及监管风险的历史对照(2021)。6月12日本身的现场已在第四节展开,此处不再重复。

案例一：Cerebras——价格发现的上限，及其作用边界

5月1日, Trade.xyz 在 Hyperliquid 上推出首个 Pre-IPO 永续 CBRS, 参考价 175 美元, 距 Cerebras 登陆纳斯达克只有 13 天。CBRS 采用 Hyperp 式定价, 不依赖外部预言机, 市场本身就是预言机。13 天里买卖价差从 1.04% 收敛至 0.26%, 上市当天单日成交 2.81 亿美元(此前 13 天总和的六倍); 开盘前最后一小时加权均价约 354.5 美元, 与纳斯达克实际开盘价 350 美元仅差 1.3%。据报道, 承销投行当天就在监控 Hyperliquid 的报价。

但同样重要的是这个案例够不到的地方: 影子市场精准预测了开盘价, 却没有改变发行价。承销商照样定在 185 美元, 开盘 350 美元(较发行价高约 89%), 尽管尾盘回落、全天仍收涨约 68%——这段从发行价到开盘价的巨大折价收益, 照旧分给了拿到配额的机构。Cerebras 因此同时是借势可及之层的最佳样本, 和核心环节的反证: 链上市场确有真实的价格发现能力, 但这种能力只作用于二级预期, 不触动一级定价的利益结构。前瞻定价的精度, 买不到一股配额。

案例二：Ventuals 与 PreStocks——锚的两种断法

如果 Cerebras 标出了上限, 5 月的两起事故则标出了下限, 且断的是两根不同的锚。

第一种是**技术锚**的断裂: Ventuals 的 SPACEX 合约采用混合预言机(链下私募市场数据加链上成交), 从约 2,200 瞬间闪崩至 1,200, 跌幅 45%, 杠杆头寸连环清算, 事后平台赔付用户并重申喂价系统。事故归因有两种公开版本: 有报道指向外部预言机推送了错误价格, 也有报道强调薄流动性下大额交易造成的短时崩盘。归因之争本身不影响结论, 反而把结论钉得更死: 在没有外部现货锚的市场里, 无论故障源自喂价还是流动性, 价格都缺乏自我纠错的缓冲——单点脆弱就是系统脆弱。

第二种是**法律锚**的断裂, 杀伤力更大: PreStocks 上挂钩 Anthropic 与 OpenAI 的代币化产品应声显著下跌(报道口径约 40%), 起因不是市场波动, 而是两家公司公开声明未经授权的 SPV 股份转让无效——底层“股份支撑”在发行人一纸声明后趋近归零。这暴露了代币化封装路线的命门: **发行人同意权**。SpaceX 的 xStocks 申购之所以结构上更稳, 正在于它经承销商簿记、获发行体系默许; 而任何绕开发行人的代币化生意, 都悬在这把剑下。但“获默许”只是法律层面的上场资格——它能否在交付日真把货交到用户手里, 是另一道更硬的关, 第四节已给出答案。

案例三：SPCX rebase 风波——口径如何收敛，套利如何出现又在一夜之间消失

如果说口径混乱是这个市场的静态照片, 6月初的 rebase 风波就是一段动态录像, 完整演示了口径从分裂到收敛的全过程。

起因是一次再普通不过的公司行为：6月3日 SpaceX 提交 S-1A，预估股本从约 118.7 亿增至约 130.8 亿股（IPO 前正常增发，稀释约 10%），总市值不变、每股理应下调约一成。但三大场内对同一份文件给出三种规则反应——Binance 执行 1.1× rebase 复刻传统公司行为处理，OKX 调整股本基数，Hyperliquid 明确不 rebase、由市场自行砸价消化稀释。



图 11 - REBASE 套利 · 来源: HERETIC RESEARCH

套利窗口就开在规则表态与执行落地之间：公告后、生效前，Binance 与 Hyperliquid 同报约 170，但前者多头即将凭空多出 10% 数量——同价不同权，一笔近乎机械的确定收益；反应快者在两所对冲锁约 10%（BitMEX 版本约 3.5%）。窗口在几小时到一两天内被吃光，价差归零，仅余零点几个百分点的“规则溢价”。

三层含义。第一，“无套利”的真正原因被反向验证：平时没人抹平价差不是缺资本，而是换算比率不可知；比率一旦被招股文件和平台规则共同确定，套利资本几小时内涌入吃平。第二，“平台规则风险”不必等到上市才兑现：一次普通增发就让它提前落地，你交易的不只是 SpaceX，还有所在平台的公司行为处理规则本身。第三，估值指数报价的合约免疫日常股本微调，但上市那一刻仍需一次性终局转换（详见第四节）——口径设计本身就是产品力，而复杂公司行为的处理能力正在成为交易所与链上协议的分界线。bStocks 据披露将股息与拆股交由链上倍数机制自动处理，它能否在第一次真实分红中平稳运转，是这条分界线的下一个观察点。

案例四：2021 年股票代币——对照组

这不是第一次实验。2021 年 4 月，Binance 通过德国持牌机构 CM-Equity 与瑞士 Digital Assets AG 的结构上线特斯拉等股票代币，FTX 走的是同一条管道。三个月内，德国 BaFin 公开警告该产品涉嫌违反招股说明书义务，英国、香港监管相继施压，Binance 当年 7 月主动下架全部股票代币。复盘死因：单一持牌管道、缺乏多辖区隔离、且当时没有超级 IPO 供给来分摊政治成本。对照 2026 年的卷土重来——百慕大、ADGM、泽西岛多辖区并行，承销商把 crypto 交易所纳入分销——能看出交易所这五年真正学会的不是技术，而是合规工程。但对照组的警示依然有效：2021 年的产品在被叫停前也一直运行良好，直到监管态度改变的那一天。

PART VIII · REGULATION

监管：贯穿全局的一根承重梁

把各家的合规结构摊开看，会发现整个“缝合”体系是一次精确的监管工程，而非野蛮生长。把第一节的三种结构，再乘上两个变量——是否获发行体系授权、代币能否离开发行平台自由流转——同一个 SpaceX 在不同封装下就分出四档投资者保护成色，从证券化厚封装（xStocks、bStocks，本质是指向发行人信用的合同债权而非股东名册上的一行，但合规栈最完整、且已成可跨法域复制的工程模板），到离岸持牌衍生品（Coinbase，有牌照但不受证券法保护），到平台内合成敞口（Robinhood，“穿代币外衣的 CFD”、不可转出），再到无授权封装（PreStocks 们，案例二已展示其下场）。



图 12 - 四档保护成色 · 来源: HERETIC RESEARCH

整个光谱有一条共同边界：**美国几乎被普遍排除**。各家排除清单不完全一致，但合力效果相同——全球最深的资本市场恰好在这场实验之外。而追溯风险真实存在——OpenAI 与 Anthropic 已公开警告投资者远离未授权的关联证券交易。

2021 年的教训是：监管态度是这门生意无法对冲的核心风险因子。这一次的多辖区架构提高了监管行动的成本，但没有消除它。

PART IX · FINAL REVIEW

SpaceX IPO 的终极复盘：Crypto 时间线与参与者

围绕 SpaceX 的跨界博弈，不是传统资本市场权力向 crypto 的溢出，而是 crypto 作为边缘参与者，借一次超级发行之势，在五个连续时间窗口里逐一暴露自己能触及与不能触及的环节。下文按窗口推演各参与方的真实风险敞口与壁垒。



图 13 - SPACEX IPO 终极复盘：五窗口 × 一级/二级 · 来源：HERETIC RESEARCH

上市前的影子定价与基差博弈阶段，Pre-IPO 永续合约率先构建了高度波动的价格发现市场。交易所借此获取即期流动性与定价叙事，而套利资金则捕捉跨平台规则错位带来的统计 Alpha。由于缺乏现货底仓的物理套利机制，叠加股本基数的极度不确定性，单一平台报价极易受制于流动性挤兑。此阶段的机构级超额收益不在于单向做多基本面，而是利用模型锚定跨平台成交量加权平均价（VWAP），寻找最贴近真实开盘价的有效价格中枢。这是借势可及之层兑现得最充分的窗口。

认购期的分发渗透阶段测试了平台的流动性沉淀能力。头部平台通过接入代币化架构，试图向散户下放机构级打新特权，将市场的错失恐惧转化为稳定币锁仓量与高频账户活跃度。然而，前端申购界面的同质化繁荣掩盖了底层承销配额的匮乏。真正的壁垒不在系统接入能力，而在能否穿透至一级银团获取配额——而 6 月 12 日证明，这道壁垒几乎对所有 crypto 平台一视同仁地关闭。

上市日的交收结算构成了对底层资产履约能力的终极压力测试。IPO 敲钟时刻,所有名义敞口必须从"代币化的价格幻象"兑现为真实的份额交付。这一窗口出清的从来不是合约设计或系统接入能力,而是最朴素的拿货能力——而 6 月 12 日的结果证明,这道关卡几乎对所有 crypto 平台一视同仁地收紧:连坐拥上游采购代理的 Kraken 都只拿到象征性额度,纯依赖其供货的接入平台更是颗粒无收。换言之,这一窗口向市场出清的是对手方与货源风险,并证明:合规的法律封装只是上场资格,而非交付保证——真正的核心护城河,锚定在能否直连一级承销体系拿到真实货源、牌照深度,以及超额认购这类极端环境下的实际兑现能力。

上市后的二级收敛阶段迫使所有异质化结构向纳斯达克公开价格强制对齐。前期的估值倒算、股本假设与资金费率扭曲被专业套利资本快速出清。伴随基差收敛,平台战略重心切换至中后台的复杂公司行为处理能力(如拆股与分红的链上映射)。代币化股票跨越事件驱动交易、被纳入去中心化借贷与结构化收益底层池这一步,已经发生——这本是 crypto 的主场。但落地之快也将风险从发行端转移至喂价端:真正待验证的不再是能否纳入,而是借贷协议在美股退市时段的喂价配置能否扛住极端行情压力(详见第五章)。

针对未来超级独角兽的管线争夺将决定这一模式的长期可持续性。SpaceX 只是这套机制的第一次完整运行。中短期红利归属敏捷部署的平台,但叙事供给不可再生、窗口红利极短;中期壁垒属于能直连一级配额的机构,而这道壁垒较难跨越。可以预见的演化是:头部平台或将被迫并购传统券商、或加深与承销团的托管联盟,行业逐步出清无一手货源直连能力的纯中介层——但即便如此,能否真正进入核心环节仍取决于它愿不愿意、以及能不能成为承销体系的一员,而非 crypto 平台的技术能力。长期的估值倍数,只会奖励那些把借势可及之层做深(合规代币转为可抵押、可清算的链上积木)、同时取得实质货源地位的少数构建者。

PART X · RISK & TAIL JUDGMENT

风险与尾部判断：脆弱缝线决定终局

对于 SpaceX IPO 所引发的这轮跨界资产实验，最终判断需要建立在双重尺度上。短期内，市场仍会围绕基差收敛、打新交付与链上抵押扩展继续交易。但长期看，真正决定这套模式能否成立的，不是交易热度，也不是前端产品形态，而是三处尚未缝合的结构脆弱点。

第一处脆弱点在**合成结构本身**。用户拿到的往往是价格敞口、代币化份额或第三方封装权益，而非发行人登记体系中的真实股权。这意味着产品可以提前映射估值，也可能在授权、托管与法律归属层面被击穿。Ventuals 曾出现约 45% 闪崩，PreStocks 相关 Anthropic 与 OpenAI 代币也曾在发行人否认授权后快速下跌约四成，这些案例说明，未经发行人确认的封装结构仍处在高脆弱状态。更需要警惕的是入口混淆：同一个交易所 App 内，可能同时存在经纪真股、自营代币化产品与第三方无授权封装。它们在界面上相邻，在法律上却相隔万里，用户极易在不知情中跨越风险等级。

第二处脆弱点在**交易所的多重角色冲突**。Pre-IPO 永续市场缺乏成熟现货锚，早期流动性又较薄，对手盘往往需要交易所关联做市商参与承接。在这种结构下，交易所同时扮演标记价格制定者、撮合平台、流动性组织者与规则解释者。rebase 风波进一步暴露了这一问题：平台不仅能决定交易规则，还能单方面制定公司行为处理方式，一纸公告就可能在不同场所之间制造或消灭显著价差。在没有外部现货市场制衡的阶段，这种角色叠加会把普通市场风险放大为制度性对手方风险。

第三处脆弱点在**监管套利窗口的不可对冲性**。当前体系很大程度上建立在离岸架构、地域排除与法律封装之上，多辖区并行确实提高了监管行动成本，但这不等于窗口可以永久存在。2021 年以来的多次先例已经说明，监管窗口何时关闭，从来不由交易所决定。更关键的是，这类风险无法通过资金费率、仓位控制或产品结构完全对冲，因为它攻击的是上场资格本身。

因此，近期观察应集中在三个指标上。

- Pre-IPO 永续基差能否稳定收敛至个位数，并从事件驱动型波动转向可重复的价格发现机制。
- 下一批超级标的的打新交付能否摆脱“零配额”困境，尤其是 OpenAI 这类更高关注度资产能否证明平台具备真实一手货源。
- 代币化股票进入借贷抵押层后，美股闭市、隔夜与周末时段的喂价机制能否承受极端行情，尤其是清算暂停、滞后持价与跨市场价格跳变之间的风险分配方式。

从长期存亡看，这套模式存在显著不对称性。上行空间主要来自通道费、交易量、散户流量与资产组合扩展；下行则可能来自监管转向、授权否认、托管失败或集中交付挤兑。6 月 12 日逾十亿美元规模的认购退款摩擦，表面上是需求旺盛导致的运营压力，实质上说明这类业务已经快速逼近合规、承销与交付能力的边界。

这也意味着后续市场参与者将发生明显分化。依赖第三方采购承诺、实物托管和一级配额转售的现货通道，在监管收紧和货源不足时最容易被出清；纯链上合成定价层虽然无法提供真实股权交付，但由于剥离了证券托管与物理交收环节，反而具备一定结构性防御属性。真正有机会穿越周期的，只会是两类少数玩家：一类进入一级承销和托管体系，取得实质货源地位；另一类把合成定价、抵押、清算和风险管理做成足够稳健的链上金融积木。

SpaceX IPO 给出的最终答案是：crypto 已经证明自己可以提前组织流动性、生成价格信号，并把超级资产的预期交易带入链上结构，但它尚未证明自己可以替代一级市场的配售权、承销权和最终交付权。价格发现可以前移，股权归属不能凭空生成。未来这个赛道能否继续扩张，不取决于它能否做出更像股票的代币，而取决于它能否在真实交付、法律授权和风险清算之间建立可持续的闭环。

CONCLUSION

结语

因此 SpaceX 这次跨界 IPO 真正具有决定性意义的，正是这些交付边界与合规张力被清晰看清的时刻。我们也有必要先厘清一个前提：在框架中列出这些严苛的一级市场约束与真实数据摩擦，绝非对"Crypto + 真实世界资产"缝合实验的悲观。相反，这恰恰证明了整个行业正在脱离纯粹的叙事狂欢，走向真正的金融探索的深水区。

尽管二级影子市场在 Cerebras 和 SpaceX 标的上展现出了极高的数据灵敏度与前瞻定价效能，但 6 月 12 日的超额认购退款事件表明，行业目前仍无法实质性穿透或替代传统银团的承销和配售机制。这一结构性供给断层在短期内将构成无法通过技术手段抹平的行业上限。

从资产配置与平台策略的角度看，我们认为后续的市场演化将不再依赖前端产品界面的同质化竞争，而是取决于两项核心能力的重组：其一，中心化平台能否通过跨法域并购或进入一手承销团，解决货源采购的物理合规瓶颈；其二，去中心化协议能否在跨时段喂价及周末流动性薄市中，建立经得起极端行情检验的清算风控模型。

承认制度摩擦与法律距离，是评估该赛道风险溢价的理性前提。在未来 12-18 个月针对 OpenAI、Stripe 等外生超级叙事的博弈中，整个行业将经历新一轮的合规工程出清与中介层洗牌。HR 将持续保持中立视角，动态校准链上合成资产的底层估值锚，并排除市场情绪干扰，为机构投资者呈现穿透后的资产真相。

本篇报告为传统资产代币化（RWA）深度研究系列的第一期，也是 HR 深度研报系列的第二期。HR 更多的专项研报将陆续发布，我们将始终站在被大众叙事掩盖的真实数据一侧，为读者呈现市场的真相。敬请关注。