

现代投资银行进化系列之二

海外投行参与数字金融启示录

优于大市

核心观点

海外投资银行参与数字金融方兴未艾，新兴模式持续涌现。本文重点关注数字资产发行与交易，相关业务相当于传统投行业务面向数字金融领域升级，其中 RWA（真实世界代币化）集中体现该业务转型趋势。狭义上 RWA 是基于真实世界资产在数字世界生成可交易的凭证（Token），广义 RWA 是资产价值化的新赛道，是真实世界资产在数字领域上的表达。2020RWA 市场规模从 2022 年的约 50 亿美元激增至 2025 年 7 月的约 252 亿美元，行业发展已经从实验阶段进入规模化推广阶段。根据 BCG 和 ADDX 联合预测，到 2030 年资产代币化的市场规模有望达到 16 万亿美元，约占全球 GDP 的 10%。RWA 发展动力体现在：一是全球利率的快速上升使得美国国债等传统安全资产吸引力提升，加密资产投资者希望在不离开区块链生态的背景下获取这些资产的收益。二是大型机构加快涉足加密资产，部分大型资产管理公司和金融科技公司开始将美国国债、私人信贷、私募股权等多类别资产进行代币化；三是部分地区的监管政策也在逐步优化，以规范和促进行业发展。

RWA 优势在于提高效率、降低成本，助力金融全球化与去中心化。代币化证券将真实世界中流动性不足的资产转变为链上重要的基础工具，机构资金在保持合规的前提下接入去中心化金融流动性，可以创造出传统金融市场中难以实现的收益放大和二级市场交易机会。此外，支付即清算、全球化触达、可编程合规性能大幅提高资产交易效率，并降低运营成本。

RWA 代币种类丰富，发展势头强劲。美国国债代币是最重要的代币品种之一，其具备由美国政府信用支持的超低风险属性，并且具备成熟的法律框架和稳定的可观收益。**股票代币化想象空间大，催生了互联网证券新业务模式。**代币化股票的吸引力在于其有潜力实现股票所有权的民主化和全球化。通过代币化股票，全球投资者可以持有并交易那些由于地理限制、高投资限额和资本市场隔离等原因而无法获得的股票。互联网券商 Robinhood 及加密交易平台 Kraken 股票代币部署方案不同：前者是基于股票资产的衍生品合约，代币仅表示合约权利的数字凭证；后者是按照 1 股：1 币上链，代币表示对底层股票的所有权。前者服务于 Robinhood 平台自身的生态系统，后者与广泛的去中心化金融协议对接。

投资建议：Robinhood 布局虚拟资产相关业务的模式，对于中资券商进军相关业务有一定参考意义。在合规背景下，获取相关牌照、推进资产上链、探索 PFOF 业务形式或将增强其盈利能力。鉴于 RWA 当前发展速度较快，后续或不断催化券商板块行情。结合券商板块自身 PB-ROE 估值范式，我们认为后续券商板块仍有双击潜力。维持行业“优于大市评级”。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
300059.SZ	东方财富	优于大市	23.17	366,180	0.71	0.79	32.74	29.49
600030.SH	中信证券	优于大市	28.75	426,091	1.69	1.84	17.06	15.66
601688.SH	华泰证券	优于大市	19.84	179,102	1.64	1.81	12.06	10.94
600958.SH	东方证券	优于大市	11.16	94,823	0.48	0.53	23.42	21.16
601377.SH	兴业证券	优于大市	6.46	55,788	0.31	0.34	20.80	18.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《存款潮涌，逐险而行——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会》——2025-07-31
《券商板块点评-从自由现金流角度看券商 ROE 改善机会》——2025-07-29
《券商股权再融资重启点评-夯实资本，创新蓄力》——2025-07-20
《下半年市场增量资金哪里来？-存款搬家驱动哑铃型资金结构再调整》——2025-07-13
《存款搬家下的价值回归——2025 年下半年非银金融投资策略》——2025-06-24

内容目录

一、RWA：链上资金与现实资产桥梁	4
（一）多方因素催化“RWA 时刻”诞生	4
（二）RWA：提高效率、降低成本，助力金融全球化及民主化	5
二、RWA 代币种类丰富，发展势头强劲	6
（一）美国国债代币：证券代币化的成功典范	6
（二）私人信贷代币：最大的 RWA 细分市场	7
（三）商品代币：黄金代币居于主要地位	8
（四）股票代币：最具潜力的代币品种	8
三、股票代币：代币方案与模式对比	10
（一）Robinhood 的股票代币方案	10
（二）xStocks 的股票代币方案	12
（三）代币方案对比	13
（四）商业模式对比	14
（五）从币到股与从股到币：传统券商与加密交易所的应对	15
四、中资机构的 RWA 进程	15
（一）香港 RWA 政策推进	15
（二）香港虚拟资产相关机构梳理	17
投资建议	18
风险提示	20

图表目录

图 1: RWA 市场规模（单位：十亿美元，除稳定币）	4
图 2: RWA 市场规模增长趋势（单位：万亿美元）	5
图 3: 美国国债代币规模快速增长（单位：十亿美元）	6
图 4: 私人信贷代币规模增长趋势（单位：十亿美元）	7
图 5: 商品代币规模增长趋势（单位：十亿美元）	8
图 6: 股票代币规模增长趋势（单位：十亿美元）	9
图 7: 股票代币交易量-按区块链划分（单位：百万美元）	9
图 8: Robinhood 的股权代币方案中，代币实质是衍生品合约	11
图 9: OpenAI 代币部署模式	11
图 10: xStocks 生态联盟	13
图 11: Robinhood 的收入结构变化	14
图 12: Robinhood 的交易收入来源细分	14
图 13: Robinhood 订单流收入模式	15
图 14: 香港证监会“A-S-P-I-Re”为监管路线图	16
图 15: 证券行业 PB（MRQ）近 5 年走势	19
表 1: RWA 基础平台及涉及相关资产类别	5
表 2: 美国国债代币平台的代币数量、规模及市占率	7
表 3: 私人信贷代币平台的贷款规模与收益率（单位：百万美元）	8
表 4: 商品代币平台的代币数量、规模及市占率	8
表 5: 股票代币平台的代币数量、规模及市占率	10
表 6: 底层股票的代币数量、规模及市占率	10
表 7: OpenAI 代币与传统 RWA 项目比较	12
表 8: Backed Finance (xStocks) 的代币类型、数量、规模及占比	13
表 9: Robinhood 股票代币与 xStocks 股票代币比较	14
表 10: 11 张 VATP 虚拟资产交易所牌照	17
表 11: 部分通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务机构梳理	17

海外投资银行通过核心业务转型和生态战略布局，深度参与数字产业和数字金融，这也为我国金融机构参与数字经济提供了经验借鉴。在业务层面，相关机构重点推进资产代币化、开发合规加密金融产品，并建立机构级数字托管方案，同时升级支付基础设施。经验表明，要想把亘古未变的传统投资银行、商业银行更好拥抱数字经济，一方面要深度绑定监管框架并遵循监管规则，另一方面要将传统金融业务能力与数字金融创新相结合，包括通过精准战略投资和形成跨机构联盟，卡位关键技术节点。本系列从 RWA 出发，分析海外投资银行参与数字经济的具体模式和经验。

一、RWA：链上资金与现实资产桥梁

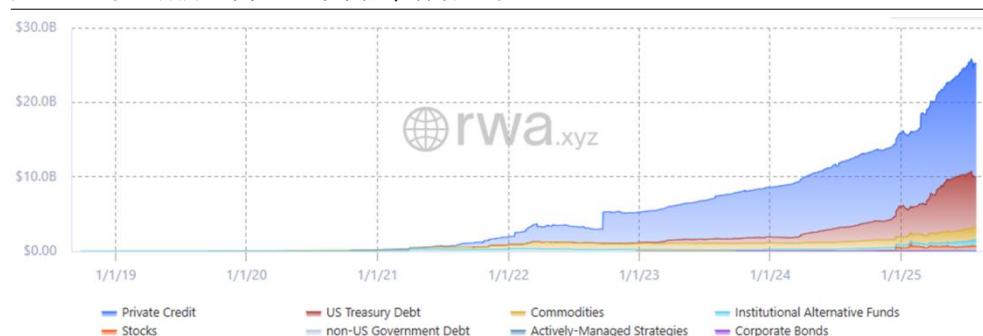
（一）多方因素催化“RWA 时刻”诞生

RWA（Real World Asset，真实世界资产）是指在区块链网络上被表示和交易，但存在于链下真实世界的有形或传统金融资产。

RWA 涵盖范围广泛，包括有形资产（比如房地产、石油）、金融工具（比如贷款、债券或股权）甚至是无形资产（比如知识产权）等。其关键特征在于，数字代币代表对真实资产的所有权。RWA 和加密原生生态系统内创建的纯数字代币（比如 BTC、ETH）本质不同，它们由实物资产或法律合同支持。代币化过程使得这些资产所有权能够在区块链上表示和转移，从而将区块链的流动性、透明度和全天候访问与真实资产的经济稳定性、价值属性相结合。

2024 年起，RWA 代币化已经从实验阶段转入快速增长阶段。截至 2024 年末，RWA 总市场规模（不包括稳定币）已达 157.14 亿美元。2025 年以来，RWA 市场规模持续增长，6 月末已达 245.34 亿美元。这种高速增长不仅因为技术不断成熟，也因为传统金融机构加快部署相关业务。

图1：RWA 市场规模（单位：十亿美元，除稳定币）



资料来源：RWA. xyz，国信证券经济研究所整理

稳定币是 RWA 发展的首个重要里程碑。2014 年起，USDT 等代币将法定货币转移到了区块链之上，目前这一市场规模已经突破 2,500 亿美元，彰显出将真实世界资产引入数字领域的巨大需求。2022 年底，多方因素共同催化了加密行业所称的“RWA 时刻”的诞生。一是全球利率的快速上升使得美国国债等传统安全资产吸引力提升，加密资产投资者希望在不离区块链生态的背景下获取这些资产的收益。二是大型机构加快涉足加密资产，部分大型资产管理公司和金融科技开始将美国国债、私人信贷、私募股权等多类别资产进行代币化；三是部分地区的

监管政策也在逐步优化，以规范和促进行业发展。

（二）RWA：提高效率、降低成本，助力金融全球化及民主化

RWA 代币化带来的优势包括：

（1）资产流动性增强。代币化技术实现了资产份额化，投资者只要小额资金起投，即可在全天候的二级市场中进行交易。比如曾经要求高额资金门槛的私募股权基金，如今通过代币化可以大幅降低最低认购额度，为普通投资者参与高门槛的资产配置提供了平民化渠道；

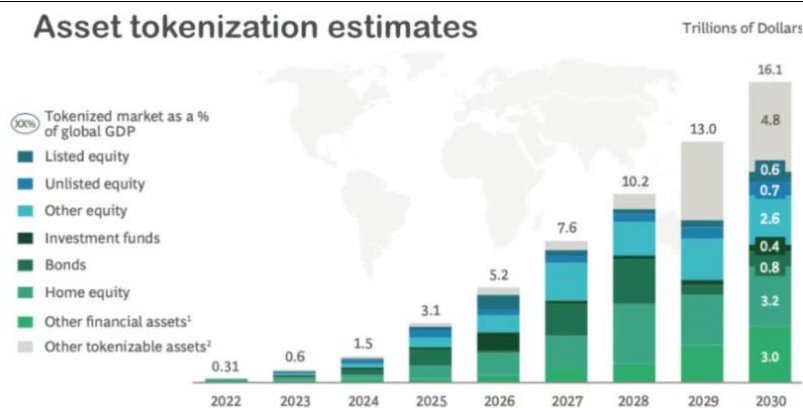
（2）支付即结算。代币化证券无需经历传统金融市场中的陈旧 T+N 周期，通过区块链网络即时结算，大幅提高了资金结算效率；

（3）可编程合规性。通过智能合约自动化处理监管要求，消除了人为失误而造成的操作风险。KYC/AML 验证、合格投资者状态和转让限制可以自动执行，股息分配、投票权等可以通过程序化方式触发，与传统金融基建下的管理方式相比，显著降低运营成本。

（4）全球化触达。代币化证券打破了全球资本市场的地理分隔，理论上可以为全球各地的投资者服务，并且支持多币种结算。这种无边界的交易模式显著扩大了投资者群体，并降低了分销成本。

根据 BCG 和 ADDX 联合预测，到 2030 年资产代币化的市场规模有望达到 16 万亿美元，约占全球 GDP 的 10%。细分赛道中，权益资产代币将逐步占据主要地位。

图2: RWA 市场规模增长趋势（单位：万亿美元）



资料来源：BCG&ADDX，国信证券经济研究所整理

表1: RWA 基础平台及涉及相关资产类别

平台	RWA 类别	代表代币产品	RWA 资产数量 (个)	RWA 总规模 (除稳定币, 百万美元)	RWA 市占率
Securitize	多资产平台	BUIDL, ACRED, VBILL, SCOPE, EXOD, BCAP, MI4 等	18	3,202	25.1%
Tradable	私人信贷	代币化私人信贷	36	2,075	16.3%
Ondo	美国国债	OUSG, USDY	2	1,363	10.7%
Paxos	商品	PAXG	1	956	7.5%
Franklin Templeton	美国国债	BENJI	1	781	6.1%
Tether Holdings	商品	XAUT	1	764	6.0%
Superstate	多资产平台	USTB	2	608	4.8%

WisdomTree	多资产平台	WTGXX, FLTTX, WTGOLD 等	14	490	3.8%
PACT	私人信贷	BSFG	6	419	3.3%
Centrifuge	美国国债	JTRSY	2	408	3.2%

资料来源：RWA.xyz，国信证券经济研究所整理

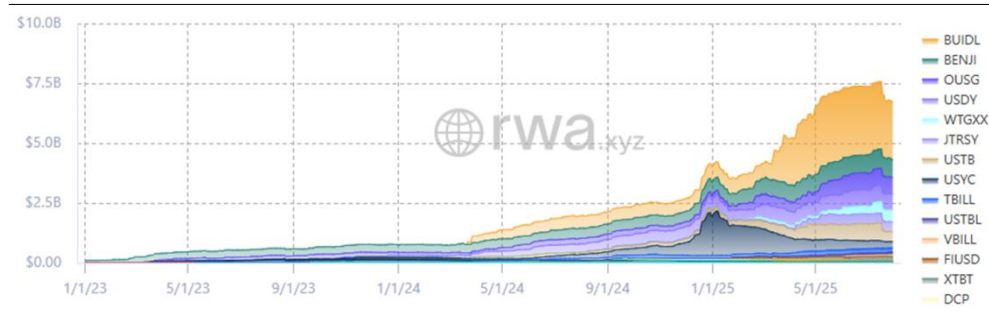
二、RWA 代币种类丰富，发展势头强劲

（一）美国国债代币：证券代币化的成功典范

美国国债是代币化证券进入区块链的理想切入点。其具备由美国政府信用支持的超低风险属性，并且具备成熟的法律框架和稳定的可观收益。代币化美国国债可以 24/7 交易，并且可以即时结算，与传统金融市场形成鲜明对比。

在机构相继入场之下，代币化美国国债规模增长迅速。代币总市值从 2023 年 1 月的 1 亿美元增长至 2025 年 7 月的 67.4 亿美元。贝莱德的 BUIDL 以超 35% 的市占率（管理规模超 24 亿美元）占据主导地位。富兰克林·邓普顿的 BENJI 紧随其后，管理规模超 7.8 亿美元，以其低至 0.15% 的管理费率持续吸引投资者。Ondo Finance 的 USDY 为非美国零售投资者开创了投资渠道，其通过零管理费的方式快速积累了超过 6.8 亿美元的管理规模。整体而言，美国国债的代币化市场呈现出高度集中的态势，前六大基金市占率接近 90%。

图3：美国国债代币规模快速增长（单位：十亿美元）



资料来源：RWA.xyz，国信证券经济研究所整理

代币化美国国债发展势头保持强劲。传统资产管理公司如 WisdomTree 和 VanEck 等正在按照富兰克林·邓普顿和贝莱德开创的模式，将旗下货币市场基金转移至链上。在当前美国政府对加密资产的监管态度越来越明确的背景下，这一趋势或将加速，并为将来更多机构参与代币化国债提供法律和操作框架模板。此外，稳定币发行人也正在将代币化国债视为基础设施，比如 Circle 收购 USYC 的发行方 Hashnote，给曾使用稳定币进行结算的金融科技参与代币化国债业务提供样板。展望未来，美国国债代币有望成为链上借贷市场、稳定币储备等的重要基础。

美元及美国国债在当前 RWA 领域仍居于主导地位。美国国债的市场深度、稳定性及信用质量，当前仍没有明显的替代品可以匹配。在传统金融领域中，高质量的政府债券往往是机构投资组合的基石，其高安全性、高抵押率，使其在构建投资策略时得到广泛运用。加密资产领域沿用了这些相同的基本原则。自 2014 年开始，大部分加密资产交易开始转向基于 USDT 的交易对，这显示出在商业活动中，对价值的稳定测量和表示至关重要。

几乎所有代币发行平台都创建了一个与美元挂钩的代币生态系统。截至目前，

Tether 和 Circle 持有的美国国债规模已超过众多主权国家，使其跻身于全球最重要的美国国债持有者之列。2020 年的加密资产牛市与去中心化金融浪潮进一步放大这一趋势，大量流动性注入链上的智能合约，并且几乎所有交易都以美元等值货币计价。类似 USDT、USDC 等美元稳定币为加密资产交易者提供了稳定的交易货币，其背后本质仍是基于传统金融机构所依赖的银行存款和短期国债。代币化的国债产品能够使得加密资产投资者以低风险获取稳定可靠的 4%-5% 的年化收益，已成为去中心化金融收益耕作的有力替代。

表2: 美国国债代币平台的代币数量、规模及市占率

代币平台	RWA 数量 (个)	市值 (百万美元)	市占率
Securitize	13	2,498	37.29%
Ondo	13	1,389	20.74%
Franklin Templeton	8	707	10.55%
WisdomTree	49	489	7.30%
Centrifuge	4	408	6.10%
Superstate	4	405	6.05%
Circle	3	261	3.89%
OpenEden Digital	4	199	2.97%
Spiko	3	101	1.51%
OpenTrade	7	45	0.68%

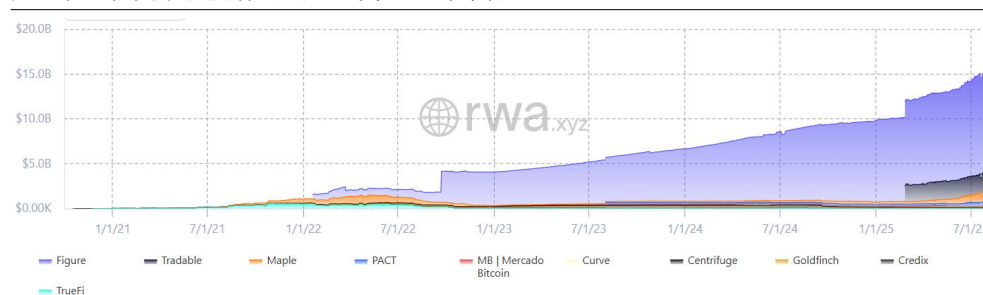
资料来源: RWA. xyz, 国信证券经济研究所整理和预测

(二) 私人信贷代币：最大的 RWA 细分市场

私人信贷能够提供 8%-12% 的高收益率，并且与其他资产收益相关性不高，有助于提升投资组合多样化属性。代币化解决了私人信贷市场流动性较低这一主要痛点。将私人信贷代币化，能够将更高收益率与改善流动性相结合，因此私人信贷代币化成为机构探索代币化证券的又一个很好的切入点。

截至 2025 年 7 月，代币化私人信贷市场规模已达 150 亿美元，是最大的 RWA 代币化细分市场，链下庞大的私人信贷市场为代币化提供了重大机遇。在代币化私人信贷领域，Figure 以超过 110 亿美元的活跃贷款占据主导地位。

图4: 私人信贷代币规模增长趋势（单位：十亿美元）



资料来源: RWA. xyz, 国信证券经济研究所整理

代币化私人信贷的高速增长主要基于其高收益率。在 2022-2023 年加密资产熊市期间，链上贷款利率崩跌，使得资本寻找更高收益率的链下资产。为弥补流动性较低且信用风险较高的情形，代币化私人信贷提供了高于其他类型资产的收益率，目前已成为去中心化金融收益耕种的基础方案之一。展望未来，代币化私人信贷高收益率、与原生加密资产价格波动隔离等属性将继续吸引资本流入。资产方面，代币化私人信贷的基础资产有望从消费贷款扩展至按揭贷款、中小企业融资等领

域。但较低的流动性和较高的信用风险会是长期挑战。

表3: 私人信贷代币平台的贷款规模与收益率(单位: 百万美元)

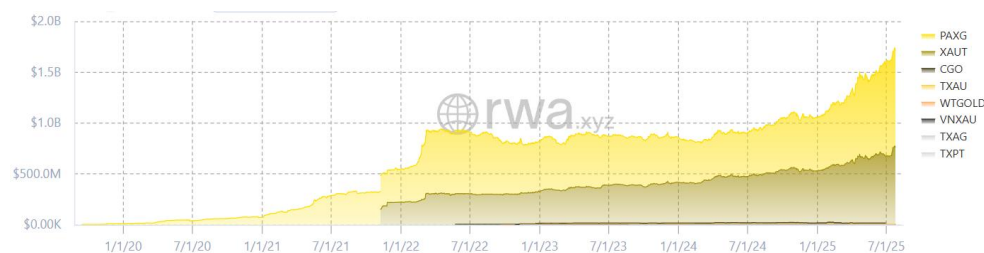
平台	总贷款	活跃贷款	加权平均收益率	违约贷款
Figure	\$14,038	\$11,153	—	—
Tradable	\$5,024	\$2,186	11.07%	\$0
Maple	\$3,869	\$1,060	9.42%	\$47
PACT	\$1,284	\$413	32.47%	\$96
Mercado Bitcoin	\$276	\$147	15.72%	\$0
Curve	\$276	\$73	—	—
Centrifuge	\$598	\$70	8.72%	\$0
Goldfinch	\$170	\$64	12.42%	\$0
Credix	\$46	\$11	18.78%	\$0
TrueFi	\$1,717	\$8	—	—

资料来源: RWA.xyz, 国信证券经济研究所整理和预测

(三) 商品代币: 黄金代币居于主要地位

截至 2025 年 7 月, 商品代币化市场规模已达 17.5 亿美元, 其中黄金几乎占据 100% 的市场份额。当前, Paxos 的 PAXG 以 9.65 亿美元的管理规模领先其他平台, 其按照 1:1 提供由交割级伦敦金支持的黄金代币。Tether 的 XAUT 紧随其后, 管理规模超 7.6 亿美元, 其提供可分割至 0.000001 XAUT 的代币。

图5: 商品代币规模增长趋势(单位: 十亿美元)



资料来源: RWA.xyz, 国信证券经济研究所整理

鉴于代币化黄金当前的主导地位, 其将持续引领商品代币化潮流。伴随商品代币持续发展, 其他贵金属、能源和农产品代币或将进入区块链, 然后扩展至所有有价值的自然资源都可以转化为链上代币。

表4: 商品代币平台的代币数量、规模及市占率

代币平台	RWA 数量(个)	市值(百万美元)	市占率
Paxos	1	\$933.9	52.87%
Tether Holdings	1	\$813.8	46.07%
Comtech Gold	1	\$11.4	0.65%
Aurus	3	\$5.2	0.29%
WisdomTree	1	\$1.1	0.06%
VNX	1	\$0.9	0.05%

资料来源: RWA.xyz, 国信证券经济研究所整理和预测

(四) 股票代币: 最具潜力的代币品种

股票代币化目前处于快速发展过程中，也是最具潜力的代币化品种之一。早期在加密平台上的股票交易，与真正的区块链原生代币化股票仍有本质差异。截至目前，Coinbase 和 Kraken 已分别通过其 Layer 2 区块链平台 Base 与 Ink 推动股票代币化深入发展。伴随技术迭代与监管推进，未来用户或许可以像操作原生区块链资产那样，直接在链上持有和交易代币化股票资产。

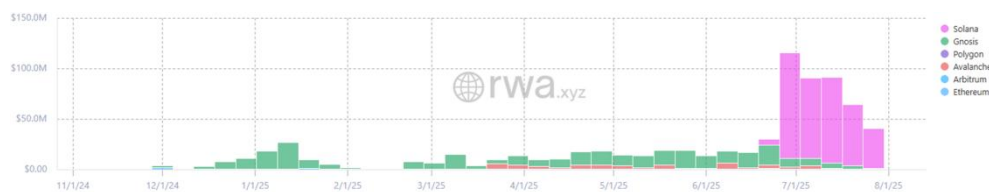
图6: 股票代币规模增长趋势（单位：十亿美元）



资料来源：RWA. xyz，国信证券经济研究所整理

交易量方面，当前，股票代币在区块链的日均交易量在千万美元级别。

图7: 股票代币交易量-按区块链划分（单位：百万美元）



资料来源：RWA. xyz，国信证券经济研究所整理

Coinbase 极为重视股票代币化发展。早在 2020-2021 年 IPO 期间，公司便试图对自身的 COIN 股票进行代币化，但遭遇监管限制。当前，美国政府对于加密资产态度良好，并且 SEC 也成立了加密任务小组，积极推动加密资产行业发展。在这一背景下，Coinbase 在 2025 年重启股权代币化计划，并且利用其 Base Layer 2 区块链网络作为代币化股票结算的基础设施。

Kraken 的方案已基本实现真正的股票代币化。其通过与 Backed Finance 的战略合作，于 2025 年 5 月成功推出 xStocks 平台。该平台提供 60 余种美国股票与 ETF 的代币化版本，包括苹果、特斯拉和英伟达等知名股票。基于 Solana 高性能区块链，xStocks 为非美国客户提供 24/7 交易能力，目前已经覆盖欧洲、拉丁美洲等部分地区。xStocks 已具备使用代币化股票作为抵押品的能力。

Robinhood 的代币部署模式与 xStocks 完全不同。用户在 Robinhood 平台上交易的股票代币，本质上并不代表股票所有权，而是用户与 Robinhood 签订的追踪股票价格的衍生品合约，其法律本质是场外衍生品，链上代币仅为合约权利的数字凭证。这类代币按照欧盟的 MiFID II（金融工具市场指令 II）框架进行监管。根据 MiFID II，这些代币被归类为衍生品，从而绕开了更为复杂的证券发行法规。此外，Robinhood 推出 OpenAI 和 SpaceX 的代币，在非上市公司股票代币化这一领域占据先机。

当前，规模最大的股票代币为 EXOD，其为 NYSE 上市公司 EXODUS 的股票代币。EXOD 是一家主营加密资产钱包的公司。此前，EXOD 便允许投资者通过 Securitize 将所持普通股转移至 Algorand 区块链上。EXOD 代币仅作为数字凭证，不享有投票权、治理权等附加权益，仅仅表示持有证明和分红通道。截至目前，EXOD 在 NYSE 的上市公司总市值约 8.9 亿美元，其中约 2.8 亿美元居于区块链上。

表5: 股票代币平台的代币数量、规模及市占率

代币平台	代币数量 (个)	市值 (百万美元)	市占率
Exodus	1	277.10	72.05%
MGL	1	55.40	14.39%
Backed Assets	67	47.80	12.44%
Dinari	347	3.30	0.86%
Swarm X	8	1.00	0.26%
WisdomTree	6	25.10	0.00%

资料来源:RWA. xyz, 国信证券经济研究所整理和预测

表6: 底层股票的代币数量、规模及市占率

代币平台	代币数量 (个)	市值 (百万美元)	市占率
EXOD	1	277.10	84.16%
TSLA	6	9.40	2.86%
MSTR	6	6.00	1.83%
COIN	8	5.50	1.67%
SPY	5	4.90	1.48%
NVDA	7	4.40	1.35%
CSPX	3	3.80	1.15%
CRCL	1	3.60	1.09%
GOOGL	5	1.90	0.58%
AAPL	6	1.90	0.57%

资料来源:RWA. xyz, 国信证券经济研究所整理和预测

代币化股票的吸引力在于其有潜力实现股票所有权的民主化和全球化。通过代币化股票，全球投资者可以持有并交易那些由于地理限制、高投资限额和资本市场隔离等原因而无法获得的股票。24/7 交易、高结算效率等属性，不仅有利于资产定价更高效，亦有利于投资者提高资本使用效率。但需注意的是，监管合规、链上交易所构建投资者信任等长期挑战仍将持续存在。伴随监管透明度改善、投资者兴趣持续增长，代币化股票的发展潜力或将逐步释放。

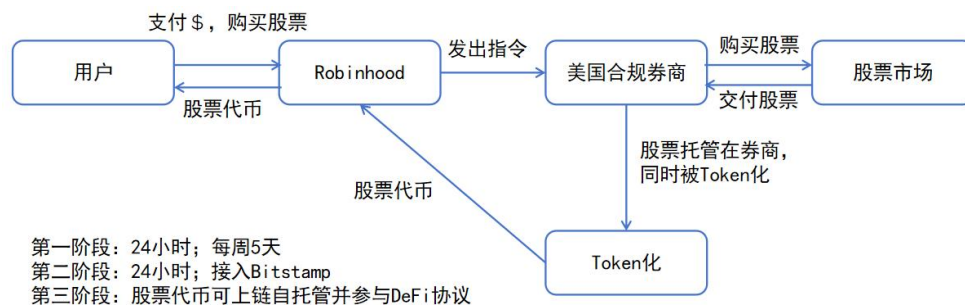
鉴于股票代币化具有较大的发展想象空间，我们在第三章中予以详细阐述。

三、股票代币：代币方案与模式对比

(一) Robinhood 的股票代币方案

托管与映射机制：用户在 Robinhood 平台上交易的股票代币，本质上并非股权 1:1 上链，而是用户与 Robinhood 签订的追踪股票价格的衍生品合约，其法律本质是场外衍生品，链上代币仅为合约权利的数字化凭证。底层股票资产托管在 Robinhood Europe 账户中，Robinhood Europe 负责发行这些合约，并将其记录在区块链之上。由于股票代币本质上为衍生品合约，因此底层股票只能托管在 Robinhood Europe 账户中，用户不享有股票代表的所有权等权利。

图8: Robinhood 的股权代币方案中，代币实质是衍生品合约



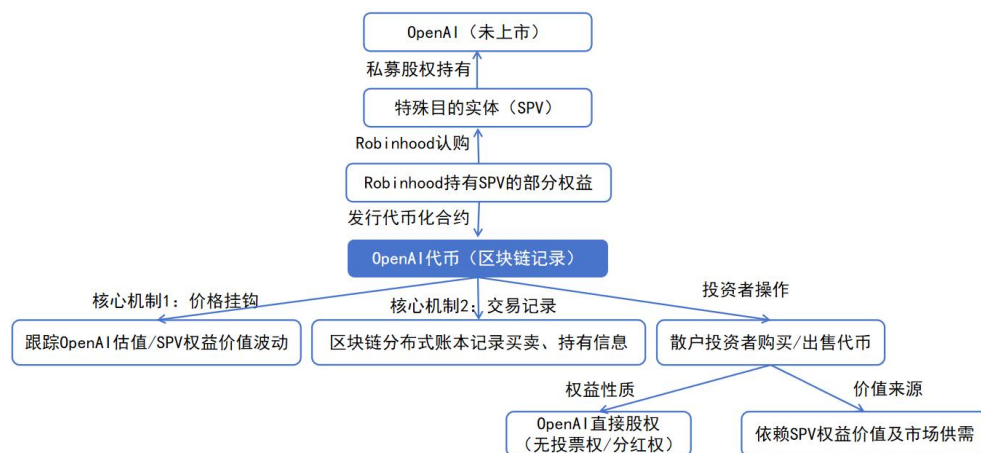
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

监管框架：Robinhood 股票代币是以衍生品的形式，在 MiFID II 框架下接受监管。由于股票代币被归类为衍生品，因此在实操中绕开了繁琐的证券发行业规。目前，Robinhood 股票代币仅可在欧洲地区交易，不可在美国交易。

代币部署方式：Robinhood 的股票代币化目前以 Arbitrum 区块链为技术底座，实现低成本、全天候交易，Arbitrum 的低成本和高吞吐量（每秒处理数千笔交易）契合股票代币化的需求。同时，Robinhood 正推进 Robinhood Chain 的研发，未来拟将股票代币迁移至自研区块链。这一部署路径既可满足短期业务需求，也为长期金融基础设施建设奠定基础。

开拓私募股权代币化市场：Robinhood 首次将私募股权与区块链技术相结合，向欧洲用户推出了 OpenAI 和 SpaceX 的代币化股票，从而使得普通投资者也能够投资原本只向合格投资者开放的未上市公司股权。与 Robinhood 股票代币相似，私募股权代币本质上是一种与 Robinhood 在 SPV 中所持股份挂钩的区块链上的代币化合约。在实操中，Robinhood 通过持有一家控制 OpenAI 部分股权的 SPV 股份，将旗下代币价格与 SPV 中 OpenAI 股权价值挂钩。因此，Robinhood 发行的股票代币，底层资产实际上是对 Robinhood 旗下 SPV 公司的持股，而非实际的 OpenAI 股票。股票代币持有人无所有权等权利，但股票代币价格会围绕 OpenAI 公司内在价值变化而波动。

图9: OpenAI 代币部署模式



资料来源：加密沙律，国信证券经济研究所整理

Robinhood 股票代币化方案，是在 Robinhood 内部生态系统中，将区块链技术和

合规性实现了有机结合。Robinhood 股票代币的智能合约内嵌了严格的权限控制，每一次代币转移操作都会触发检查，以验证接收方地址是否位于 Robinhood 维护的白名单注册表中。因此，只有通过 Robinhood KYC/AML 要求的欧洲用户才能够持有和交易股票代币，增强了合约的合规属性。但也正是由于这一严格的权限控制，使得 Robinhood 股票代币几乎无法与广泛的、无需许可的 DeFi 协议（DeFi 是指去中心化金融）进行交互，用户资产的链上价值被锁定在 Robinhood 生态系统内部。同时，Robinhood 正基于 Arbitrum 区块链自研 Robinhood Chain，彰显出其进一步构建封闭生态的发展计划。在 Robinhood 股票代币化方案下，股票实质被托管在 Robinhood Europe 账户内，因此用户资产安全、交易执行完全与 Robinhood 信用绑定，如平台出现信用问题，用户将面临资产损失的风险。

表7: OpenAI 代币与传统 RWA 项目比较

	OpenAI 代币项目	传统 RWA 项目
底层资产属性	未上市公司 (OpenAI) 的股权衍生权益，通过 SPV 间接挂钩，非直接股权，本质是合成衍生品。	实体资产或标准化金融资产，直接对应真实资产所有权或债权。
代币化目的	为散户提供间接接触未上市科技公司估值波动的渠道，更偏向投机性敞口。	提升资产流动性（如拆分房产降低投资门槛）、简化交易流程，核心是优化传统资产的投资体验。
投资者与标的资产关联性	间接挂钩（通过 SPV 权益映射），不具备标的公司股权的核心权利（投票权、分红权等），价值传导存在损耗。	直接关联，代币持有者通常享有与标的资产对应的部分或全部权益（如股票代币对应分红权、房产代币对应租金收益）。
合规复杂度	涉及未上市公司股权衍生处理，发行方与标的公司无直接合作，可能触及股权限制转让、证券定性模糊等争议，监管风险高，规则不明确。	标的资产（如股票、债券）已有成熟法律定义和监管框架（如证券法），代币化操作需遵循现有规则，合规路径清晰。
市场定位与用户群体	偏向高风险投机标的，吸引对科技赛道高波动、高回报有偏好的交易者。	作为资产配置工具，吸引寻求稳定收益、分散风险的投资者。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）xStocks 的股票代币方案

托管与映射机制：xStocks 由 Backed Finance 负责购买和托管真实股票或 ETF 等底层资产，并存放在合规的第三方托管机构。每枚 xStocks 股票代币按照 1 币:1 股锚定底层资产。同时，Backed Finance 的储备证明机制通过 Chainlink 定期验证，确保代币价格与实际资产价值相匹配。xStocks 是基于 Solana 区块链的代币，表示对底层股票或 ETF 等资产的所有权。代币化过程以智能合约形式呈现，代币价格通过 Chainlink 预言机与链下市场实时同步。此外，用户可将 xStocks 转移至 Solana 兼容钱包，在 DeFi 协议中用于交易或抵押。xStocks 可随时赎回底层资产的现金价值，结算流程快速高效。

监管框架：Kraken 与 Backed Finance 积极与全球监管机构合作，确保 xStocks 符合当地法律法规。Kraken 在欧盟持有 MiCA（加密资产市场法规）许可证，为其在欧洲的合规运营提供支持，并为 xStocks 在欧洲部分地区的扩展奠定基础。xStocks 目前仅对非美国客户开放。

代币部署方式：当前 xStocks 基于 Solana 区块链进行部署。Solana 的高吞吐量、低交易成本以及成熟生态，为 xStocks 发行股票代币提供了充分支持。未来，xStocks 将扩展至其他高性能区块链（如 Ethereum 或 Arbitrum），以提升互操作性和市场覆盖。xStocks 的发行得到 Chainlink（价格预言机）、Raydium、Jupiter 和 Kamino 等合作伙伴的支持，合作伙伴为代币提供流动性、技术支持和生态整合。

图10: xStocks 生态联盟



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8: Backed Finance (xStocks) 的代币类型、数量、规模及占比

代币种类	代币数量 (个)	市值 (百万美元)	占比
股票	64	47.8	59.75%
企业债券	3	11.5	14.37%
美国国债	3	11.0	13.73%
非美国国家债券	1	9.7	12.16%

资料来源:RWA. xyz，国信证券经济研究所整理和预测

(三) 代币方案对比

1、区块链选择：生态基础

Robinhood 更稳健，xStocks 更开放。

Robinhood 基于 Arbitrum: Arbitrum 是基于以太坊的 Layer 2 扩容方案，Robinhood 基于 Arbitrum 搭建股票代币方案，能够充分依托于以太坊的安全性、成熟的生态和强大的基础设施。同时，Robinhood 正构建基于 Arbitrum 的 Layer 2 网络 Robinhood Chain，并计划在未来将股票代币迁移至自研区块链，意图构建一个相对独立的 Robinhood 生态系统。

xStocks 基于 Solana: Solana 为相对成熟的高性能区块链，其庞大的交易能力、低交易成本、强大的兼容能力和高效的成交速度，恰好满足 xStocks 对接开放 DeFi 协议的需求。在开放的生态系统中，高频交易、实时交互、低成本等特点能够使得 xStocks 具备更强的竞争力。

2、智能合约设计：为生态服务

Robinhood 股票代币方案中，智能合约内嵌了严格的权限控制，每一次转账都需要验证接收方地址是否位于 Robinhood 内部的白名单注册表。这种方式使其隔离于开放式的 DeFi 协议。

xStocks 的股票代币是基于 Solana 的标准代币 SPL Token (Solana Program Library Token)，其智能合约设计更加自由和开放，以便与开放的 DeFi 协议对接。此外，Backed Finance 正在探索跨链互操作协议在其产品中的使用，以便于 xStocks 等资产在不同区块链之间安全转移。

表9: Robinhood 股票代币与 xStocks 股票代币比较

	模式一: xStocks (资产支持型)	模式二: Robinhood (衍生品型)
法律性质	代表真实资产所有权/权益的证券代币	追踪资产价格的金融衍生品合约
监管框架	瑞士 DLT 法案	欧盟 MiFID II
用户权利	间接享有经济权益(如股息), 但无投票权	仅享有价格波动带来的损益, 无股东权利
资产所有权	用户通过代币间接持有, 资产由 SPV 隔离托管	用户不持有资产, 资产由平台方持有
DeFi 互操作性	高。可自由在 DEX 交易, 用于借贷、抵押等	极低。无法与外部 DeFi 协议交互
透明度	高。通过 Chainlink PoR 可链上验证储备金	低。底层资产储备不透明, 依赖平台方披露
主要风险	全球监管碎片化、盘后流动性风险	对手方风险、中心化风险、信息披露误导风险

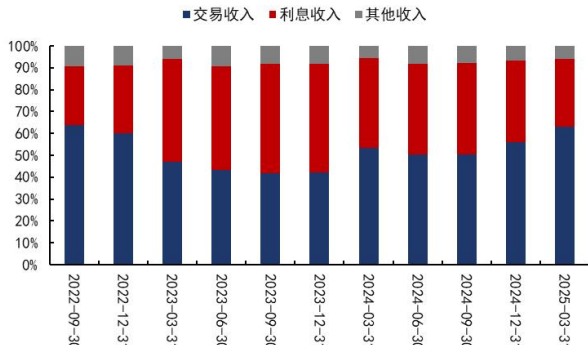
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(四) 商业模式对比

1、Robinhood: 加密货币交易收入占比提升

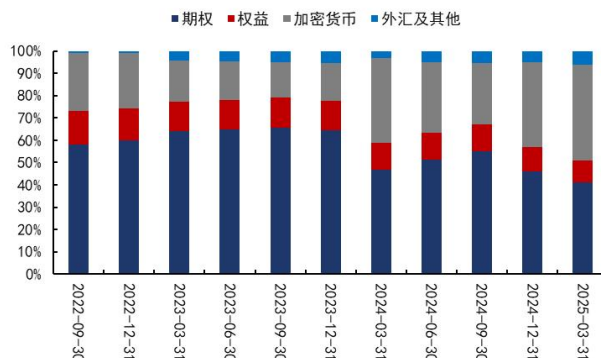
当前, Robinhood 主要收入包括交易收入和利息收入两部分。其中, 交易收入包括期权、股票、加密货币以及外汇交易收入, 利息收入包括证券借贷、保证金利息收入、信用卡商户手续费等。近年来, 交易收入, 尤其是加密货币交易收入成为公司主要的收入增量。由于公司宣称“零佣金”交易模式, 交易收入实际由订单流收入贡献, 即公司将用户订单流出售给做市商, 并收取做市商的返点。2025 年 Q1, 加密货币贡献了 2.52 亿美元收入, 超越期权交易收入, 成为公司第一大收入来源。加密货币的做市返点率远超期权和股票, 是主要原因。

图11: Robinhood 的收入结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: Robinhood 的交易收入来源细分



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

订单流收入 (Payment for Order Flow, PFOF) 是 Robinhood 主要收入来源。用户在 Robinhood 交易时, 订单并非直接发往交易所, 而是发往场外高频做市商。做市商通过买卖价差赚取利润, 并将一部分支付给 Robinhood 作为回报。这一模式为公司带来了较高利润, 但也面临监管争议, 因为本质上牺牲了用户的最佳成交价格。在加密货币领域, 资产流动性较股票、期权等资产更差, 因此做市商赚取点差更丰厚, 给予 Robinhood 的利润率便更高。

在股票代币方面, Robinhood 主要收入包括外汇转换费收入、订单流支付等, 股权代币还有助于其开拓股权市场。Robinhood 主要对非欧元区用户的交易收取 0.1% 的外汇转换费用。未来可能引入类似其传统美股业务的盈利方式, 如订单流支付 (PFOF, 可能在欧盟受到严格限制)、面向高频交易者的会员增值服务等。

图13: Robinhood 订单流收入模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、xStocks (Kraken&Backed Finance) 的收入来源

交易手续费：Kraken 作为核心交易平台之一，会对 xStocks 的买卖双方收取一定比例的交易手续费，这是交易所最传统的盈利模式。

铸造/赎回费：Backed Finance 作为发行方，主要服务于机构客户。它可能会对机构用户进行的大额铸造和赎回操作收取一定的服务费，以覆盖其购买、托管和管理底层资产的成本。

（五）从币到股与从股到币：传统券商与加密交易所的应对

Robinhood 推进股票代币化、自建 Robinhood Chain 以及通过一系列收购（如 Bitstamp）和产品发布（如永续合约、质押服务、信用卡返现购币），使其在拥有庞大用户的基础上，逐步迈向一个包括加密资产在内的全能投资平台。在平台内部，用户可以自由切换传统金融资产交易与加密资产交易，同时满足传统资产投资者与加密资产投资者的交易、支付、资产管理等业务需求，最大化用户价值。这种战略定位，与传统券商差别较大，亦与 Coinbase 等加密资产交易所差别较大。

与传统券商相比：传统券商（如盈透、嘉信理财）主要服务机构客户与高净值客户，收入形式主要为利息收入与交易佣金，交易资产类别以股票等传统金融资产为主。Robinhood 主要服务更年轻、更活跃的散户投资者，收入主要为订单流收入和利息收入，交易资产类别既包括股票、期权等传统金融资产，也包括加密资产。Robinhood 的代币化战略，或将促进传统金融机构加大对资产上链的探索。

与 Coinbase 相比：Coinbase 为加密资产交易所，主要服务加密原生产资产，并以充分的合规性获取机构信任。Robinhood 的战略是推动庞大的传统金融资产上链，不只服务于加密原生产资产，亦服务于链下资产，并期待成为链下资产上链的核心中介，以最大化开发旗下用户价值。Coinbase 的客户基础是庞大的加密资产投资者，探索股票代币化，是币圈机构向传统金融领域渗透，核心优势是能够覆盖更多地域、支持币圈原生链上交易和 DeFi 协议。传统金融机构大多缺乏加密资产相关经验，Robinhood 的股票代币模式是从传统金融领域切入加密资产领域，核心优势是机构品牌背书、更庞大的主流客群及资产掌控能力和更强的合规性。

四、中资机构的 RWA 进程

（一）香港 RWA 政策推进

2025 年 2 月 19 日，中国香港证监会发布了“ASPIRe”路线图。该路线图围绕连接（Access）、保障（Safeguards）、产品（Products）、基建（Infrastructure）

和联系（Relationships）五大核心支柱，规划了 12 项主要措施，目标是构建更安全、创新、开放的虚拟资产市场，推动香港发展成为全球虚拟资产中心。

图 14：香港证监会“A-S-P-I-Re”为监管路线图



资料来源：香港证监会官网，国信证券经济研究所整理

中国香港证监会的监管理念要求从底层资产实质来适配监管规则。从资产实质角度，虚拟资产可分为证券型虚拟资产、非证券型虚拟资产。证券型虚拟资产主要指以代币形式呈现，但底层资产仍为股票、债券、基金等的资产，比如国债代币、股票代币等。非证券型虚拟资产主要指加密货币，主要用作交换媒介、记账单位或价值储存，比如比特币、以太坊、稳定币等。

证券型虚拟资产适用《证券及期货条例》，常见牌照包括 1、4、7、9 号牌¹。如果要开展证券型虚拟资产相关业务，还需满足附加的资产托管要求、网安要求、基建要求和风控合规要求等。非证券型虚拟资产适用《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》，稳定币需要适用 8 月 1 日起施行的《稳定币条例》。

从业务类别看，中国香港证监会将虚拟资产相关业务分为 5 类。

（1）经营虚拟资产交易平台（VATP, Virtual Asset Trading Platform）。

¹ 1 号牌：证券交易，4 号牌：就证券提供意见，7 号牌：提供自动化交易服务，9 号牌：资产管理。

- (2) 通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务。
- (3) 作为虚拟资产交易平台的介绍代理人。
- (4) 管理投资超过 10% 的虚拟资产投资组合。
- (5) 就虚拟资产提供意见。

根据中国香港证监会要求，就虚拟资产进行交易的中间人（比如综合账户服务、介绍代理人）只可与持牌 VATP 合作。。

（二）香港虚拟资产相关机构梳理

截至当前，香港共有 11 家持牌 VATP 加密货币交易所，主要包括传统金融背景、加密背景、互联网券商背景等。

表10: 11 张 VATP 虚拟资产交易所牌照

中央编号	平台名称	运营公司	关联公司	发牌时间
BPJ213	OSL Exchange	OSL 数字证券有限公司	OSL 集团(港股代码 0863. HK, 大股东是全球 Top 加密货币交易所 Bitget)	2020 年 12 月 15 日
BPL992	HashKey Exchange	Hash Blockchain Limited	Hashkey Group	2022 年 11 月 9 日
BPW549	HKVAX	香港虚拟资产交易所有限公司	香港虚拟资产交易所有限公司	2024 年 10 月 3 日
BP0721	HKbitEX	香港数字资产交易集团有限公司	香港太极资本集团	2024 年 12 月 18 日
BUA970	Accumulus	云账户大湾区科技(香港)有限公司	云账户技术(天津)有限公司	2024 年 12 月 18 日
BUN619	DFX Labs	DFX Labs Company Limited	连连数字(港股代码 2598)	2024 年 12 月 18 日
BUT670	EX. 10	EX10 Limited	华盛资本集团(新浪旗下)	2024 年 12 月 18 日
BUY578	PantherTrade	猎豹交易(香港)有限公司	富途控股(美股代码 FUTU)	2025 年 1 月 27 日
BUT913	YAX	YAX (Hong Kong) Limited	老虎证券(美股代码 TIGR)	2025 年 1 月 27 日
BUQ956	Bullish	Bullish HK Markets Limited	Block.one	2025 年 2 月 18 日
BS1739	BGE	Hong Kong BGE Limited	HKE HOLDINGS(港股代码 1726)	2025 年 6 月 17 日

资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理

表11: 部分通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务机构梳理

中央编号	平台名称	通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务	关联公司	与上市公司关系
ABY236	国泰君安证券(香港)有限公司	有	国泰海通(601211. SH) (02611. HK)	子公司
ATR761	哈富证券有限公司	有	国泰君安国际(01788. HK)	子公司
BAV573	天风国际证券与期货有限公司	有	东方财富(300059. SZ)	子公司
BHT984	华夏证券有限公司	有	天风证券(601162. SH)	主体
BEX660	中国中期证券有限公司	有	中信建投(601066. SH)	子公司
AAA874	南华证券投资有限公司	有	中期退(000996. SZ)	子公司
ABN091	南华金融(0619HK)	有	胜利证券(8540. HK)	主体
ABN091	胜利证券有限公司	有	实德环球(0487. HK)	子公司
AEZ190	实德证券有限公司	有	裕承科金(0279. HK)	子公司
APR560	裕承环球市场有限	有		

	公司			
BOJ557	众安银行有限公司	有	众安在线 (6060. HK)	子公司
AAC577	华富建业证券有限公司	有	华富建业金融 (0952. HK)	子公司
ABV488	第一上海证券有限公司	有	第一上海 (0227. HK)	子公司
AAF432	复星国际证券有限公司	有	复星国际 (0656. HK)	子公司
AZT137	富途证券国际(香港)有限公司	有	富途控股-W (3588. HK) 富途控股 (FUTUUS)	子公司
AHQ488	富强证券有限公司	有	国富量子 (0290. HK, 与京北方战略合作)	子公司
BIF175	华赢东方(亚洲)控股有限公司	有	华赢控股 (SWIN. US)	子公司
ABT487	嘉信证券有限公司	有	嘉信理财 (SCHW. US)	子公司
BMU940	老虎证券(香港)环球有限公司	有	老虎证券 (TIGR. US)	子公司
BNG700	微牛证券有限公司	有	微牛 (BULL. US)	主体
ADI249	盈透证券香港有限公司	有	盈透证券 (IBKR. US)	子公司
BGX296	博威环球证券有限公司	有	博威环球控股有限公司(新西兰上市, BGINZ)	子公司

资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理

投资建议

RWA 市场规模从 2022 年的约 50 亿美元激增至 2025 年 7 月的约 252 亿美元，行业发展已经从实验阶段进入规模化推广阶段。根据 BCG 和 ADDX 联合预测，到 2030 年资产代币化的市场规模有望达到 16 万亿美元，约占全球 GDP 的 10%。细分赛道中，权益资产代币将逐步占据主要地位。

传统金融机构正加速布局 RWA 相关业务。包括贝莱德、摩根大通和富兰克林·邓普顿在内的传统金融机构已经成功发行 RWA 代表产品。金融机构与监管机构也逐步认识到区块链是现代化金融系统的重要基石。在传统金融机构推进业务，以及监管更加友好的背景下，RWA 规模有望持续扩张。

代币化证券可以将真实世界中流动性不足的资产转变为链上重要的基础工具，机构资金在保持合规的前提下接入去中心化金融流动性，可以创造出传统金融市场中难以实现的收益放大和二级市场交易机会。此外，支付即清算、全球化触达、可编程合规性能大幅提高资产交易效率，并降低机构运营成本。

股票代币化目前处于快速发展过程中，也是最具潜力的代币化品种之一。代币化股票的吸引力在于其有潜力实现股票所有权的民主化和全球化。通过代币化股票，全球投资者可以持有并交易那些由于地理限制、高投资限额和资本市场隔离等原因而无法获得的股票。24/7 交易、高结算效率等属性，不仅有利于资产定价更高效，亦有利于投资者提高资本使用效率。但需注意的是，监管合规、链上交易所构建投资者信任等长期挑战仍将持续存在。伴随监管透明度改善、投资者兴趣持续增长，代币化股票的发展潜力或将逐步释放。

Robinhood 布局虚拟资产相关业务的模式，对于中资券商进军相关业务有一定参考意义。在监管合规背景下，获取相关牌照、推进资产上链、探索 PFOF（加密资产领域）业务形式或将增强其盈利能力。

鉴于 RWA 当前发展速度较快，后续或不断催化券商板块行情。结合券商板块自身 PB-ROE 估值范式，我们认为后续券商板块仍有双击潜力。维持行业“优于大市评

级”。重点推荐：（1）低估值、业绩稳健的龙头券商，如华泰证券、中信证券；（2）权益弹性突出、业绩有望充分释放的高弹性标的，如兴业证券、东方证券；（3）经纪&两融市占率持续提升，流量变现能力强大的东方财富。

图15: 证券行业 PB（MRQ）近 5 年走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

政策风险。当前，我国对于资产代币化的政策尚不明确，如果政策限制相关业务发展，我国相关金融机构或难以开拓相关业务；

合规风险。资产代币化如何满足 AML/KYC 相关要求，并处理好与现实资产的权责利问题，将是长期挑战；

平台竞争风险。当前，资产代币化平台众多，如果业务推进，各平台之间竞争或加剧；

流动性不足的风险。资产代币化后如交易不如预期活跃，则流动性风险体现，不利于投资者连续交易。

其他风险。包括宏观经济影响底层资产质量、技术安全风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032