

**STRATEGY 扩展 BTC 财库
融资边界，STRC 连接
TRADFI 信用与 DEFI 收益**



Gate 研究院：Strategy 扩展 BTC 财库融资边界， STRC 连接 TradFi 信用与 DeFi 收益

摘要

- Strategy 的核心定价逻辑是 BTC 储备、融资能力与资本市场溢价的复合函数。STRC 作为可变利率永久优先股，为其 BTC Treasury 战略提供了一层收益型、长期化、可分层定价的资本工具。
- STRC 以 100 美元面值为锚，当前定期股息率为 11.5%，有效收益率约 11.62%，显著高于短端美债、投资级债、高收益债和传统优先股 ETF。其投资回报主要来自现金分派、面值修复和 Strategy 信用改善，而非直接参与 BTC 上涨的线性 beta。
- 从发行人视角看，STRC 可将收益型资金转化为 BTC 增持能力。按 BTC 当前价格测算，每发行 1 亿美元 STRC 理论上可购买约 1,291 BTC，但飞轮成立依赖 BTC 长期回报高于 STRC 股息成本、Strategy 融资窗口保持开放，以及市场继续接受 BTC 相关信用风险。
- 链上层面上，Ondo STRCon、xStocks STRCx 以及 Apyx、Saturn、Pendle、Morpho 等协议围绕 STRC 类资产形成 Tokenized 映射、稳定币、收益拆分和抵押借贷场景。STRC 的长期想象空间在于成为 BTC 收益生态的底层信用资产，但其风险也会通过信用折价、BTC 波动和 DeFi 杠杆联动被放大。

一、BTC Treasury 战略与 STRC 出场背景

Strategy 的 STRC 应置于其 BTC Treasury 战略的资本结构演进中观察。自公司转向 BTC 标准以来，市场对 Strategy 的定价锚已经从传统软件业务切换至 BTC 储备、融资能力与资本市场溢价的复合函数。软件业务提供上市公司主体、合规披露框架和基础运营现金流；BTC 储备构成资产端核心；资本市场工具则承担负债端与权益端扩张功能。Strategy 当前的关键能力是能否持续以较低资本成本获得美元资金，并将资金转化为 BTC 储备增长。

这一模式的运行依赖一个循环：资本市场认可其 BTC Treasury 叙事，给予 MSTR 或相关融资工具较高估值；公司利用估值窗口发行股票、债务、可转债或优先股；融资所得继续购买 BTC；BTC 持仓增长强化市场对其资产基础和战略稀缺性的定价；资本市场再次为后续融资打开窗口。STRC 出现在这一循环进入成熟阶段之后，为 Strategy 的资本结构提供一个收益型、长期化、可分层定价的工具。

从持仓规模看，Strategy 已经不再只是配置 BTC 的上市公司，而是全球最具代表性的企业级 BTC 储备平台之一。根据 Strategy 官网披露，截至 2026 年 5 月 20 日，公司持有 843,738 BTC，累计购入成本约 638.71 亿美元，平均成本约 75,700 美元/BTC，BTC Reserve 约 667.34 亿美元。2026 年初以来，其持仓从约 672,500 BTC 增至 843,738 BTC，新增约 171,238 BTC。在 BTC 高波动、利率仍处于相对高位、风险资产定价反复切换的环境下，Strategy 仍保持连续增持节奏，显示其战略目标寻求主动扩大 BTC 储备规模。

Strategy 近期 BTC 增持节奏

披露日期	单次购入 BTC	累计持仓 BTC	平均成本	累计购入成本	BTC Reserve	YTD BTC Yield
2026-04-06	4,871	766,970	\$75,644	\$580.16 亿	\$512.95 亿	3.7%
2026-04-13	13,927	780,897	\$75,577	\$590.18 亿	\$572.29 亿	5.6%
2026-04-20	34,164	815,061	\$75,527	\$615.59 亿	\$631.29 亿	9.5%
2026-04-27	3,273	818,334	\$75,537	\$618.14 亿	\$635.49 亿	9.6%
2026-05-11	535	818,869	\$75,540	\$618.57 亿	\$656.32 亿	9.4%
2026-05-18	24,869	843,738	\$75,700	\$638.71 亿	\$667.34 亿	12.6%

Gate Research, Data from: Strategy

Gate Research

持仓规模抬升之后，Strategy 面临的核心问题早已不再是是否买入 BTC，而是以何种资本成本继续买入 BTC。普通股融资能够放大 BTC 储备，但会稀释股东权益；传统债务融资可以避免股权稀释，却增加固定偿付压力；可转债在牛市中成本较低，但其有效性依赖 MSTR 股价波动、转股溢价与投资者对期权价值的接受度。STRC 作为优先股工具，是由 Strategy 发行的可变利率永久优先股，位于普通股与债务之间：对投资者提供明确的分派预期，对发行人避免传统债务的到期本金压力，同时在资本结构中形成高于普通股、低于债务的风险层级。

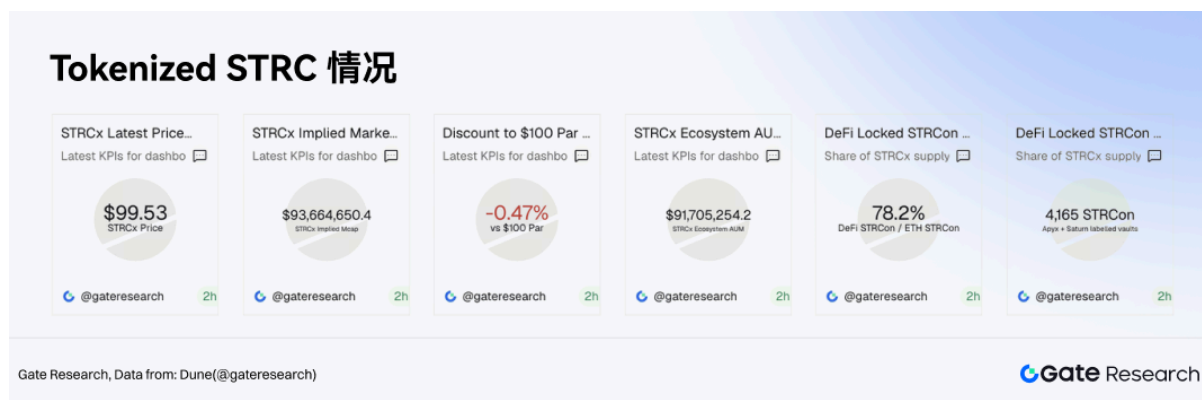
市场环境强化了这类工具的需求基础。BTC 现货 ETF 推动比特币进入机构资产配置体系，使 BTC 逐渐成为宏观组合中的数字储备资产。CoinMarketCap 数据显示，截至 2026 年 5 月 20

日，BTC 价格约 77,524 美元，市值约 1.55 万亿美元，市场占有率约 60.4%；BTC ETF AUM 约 1,067.5 亿美元。机构资金进入 BTC 的路径已经明显拓宽，收益型资金的需求并未被现货 ETF 完全满足。BTC 本身不产生现金流，现货 ETF 提供的是价格敞口而非收益敞口。对于偏固定收益、现金流导向或稳定币储备管理类资金而言，BTC 叙事需要被转化为可分派、可估值、可风控的收益资产。

STRC 不是 MSTR 普通股，主要回报不来自公司股价 beta；也不是传统意义上的公司债，其信用基础与 Strategy 的 BTC 储备、再融资能力和市场溢价紧密相关。投资者购买 STRC，实质上是在购买一种以 Strategy 信用为载体、以 BTC Treasury 战略为资产叙事、以现金分派为主要收益来源的混合型资本工具。其风险定价包含三层：Strategy 企业信用，BTC 储备价值波动，资本市场继续支持其融资循环的能力。

Strategy 的资本结构正在由单一 MSTR 股票叙事走向多工具、多层次信用体系。Strategy 数据显示，MSTR 普通股市值约 578.94 亿美元；同期 BTC Reserve 约 653.38 亿美元。单独比较普通股市值与 BTC 储备价值，并不足以解释 Strategy 的完整定价。债务、STRC、STRK、STRF、STRD、STRE 等工具共同构成其数字信用栈，不同工具对应不同久期、优先级、收益率和波动暴露。Strategy 的 BTC NAV 溢价不再只由 MSTR 普通股承载，而开始分布到一组围绕 BTC 储备发行的资本市场产品中。

链上 Tokenized STRC 的早期交易也提供了一个观察窗口。xStock 旗下的 STRCx 最新价格为 99.53 美元，相对 100 美元面值折价约 0.47%；链上映射供应约 94.11 万份，隐含市值约 9,366 万美元，生态 AUM 约 9,171 万美元。接近面值的价格表现说明，市场初步将 STRC 类资产视作收益型信用资产，小幅折价则反映了链上流动性、Tokenized 资产赎回效率、发行人信用与二级市场深度共同形成的风险补偿。



STRC 的战略意义在于，它为 Strategy 打开了一个更细分的资金池。普通股资金追求 BTC 上行弹性，可转债资金关注波动率与转股期权，债务资金关注偿付安全边际，STRC 则吸引收益导向型资金进入 Strategy 的 BTC Treasury 体系。该工具将 BTC 储备公司的融资需求与市场对高收益、可分派、可链上组合资产的需求连接起来。后续若 STRC 及其 Tokenized 版本进一步进入稳定币储备、Pendle 收益拆分、Morpho 抵押借贷等 DeFi 场景，其角色进一步从融资工具延伸为链上收益资产的底层信用来源。STRC 的出场，标志着 Strategy 的 BTC 战略演化为围绕 BTC 储备发行数字信用资产。

二、STRC 产品条款、收益结构与定价逻辑

STRC 的全称为 Variable Rate Series A Perpetual Stretch Preferred Stock，即 Strategy 发行的可变利率永久优先股。它既不是 MSTR 普通股的低波动替代品，也不是传统债券的简单高收益版本。其核心资产属性由四个要素共同决定：固定面值锚、可调股息率、优先股清算顺位，以及 Strategy 对分派率和赎回安排的主动管理。投资者买入 STRC，获得的是一组围绕现金分派和面值稳定设计的收益权，而非直接参与 BTC 价格上涨的线性敞口。

2.1 基础条款：面值锚、月度分派与可变股息率

根据 Strategy 2026 年 3 月 23 日 STRC Stock Annex，STRC 的 stated amount（声明金额）为 100 美元/股，初始清算优先权为 100 美元/股，且清算优先权不会被调整至低于 100 美元。STRC 为永久优先股，没有固定到期日，投资者不能像持有债券一样等待本金自然到期偿还。它的“本金感”来自面值锚、清算优先权、赎回机制和市场定价管理，而不是合同到期日。

STRC 的定期股息为累计型股息，按 100 美元声明金额计提。股息在董事会宣布、且公司具备合法可用资金时支付，当前为按月支付、月末支付，每月 15 日为常规记录日。这一安排赋予 STRC 明确的现金流节奏，也决定了它的投资者群体更接近收益导向资金，而不是追求高 beta 的权益资金。

股息率是 STRC 条款中最关键的机制。STRC 初始定期股息率为 9%，Strategy 可在一定限制下按月调整。官方文件明确表示，公司当前意图是通过调整定期股息率，使 STRC 交易价格维持在或接近 100 美元/股。当价格低于 100 美元，发行人有动机提高股息率以增强收益吸引力

；当价格高于 100 美元，发行人有动机降低股息率以抑制溢价。这使 STRC 具备股息率调节型面值锚的特征。

2.2 当前定价：接近面值交易，收益率显著高于传统信用资产

Strategy 官方 STRC 数据显示，截止 5 月 20 日，STRC 价格为 98.99 美元，当前定期股息率为 11.5%，有效收益率为 11.62%，名义规模约 104.89 亿美元，市值约 103.84 亿美元。从分派历史看，STRC 月度现金分派从 2025 年 8 月的 0.8 美元/股逐步升至 2026 年 3 月至 5 月的 0.96 美元/股，对应分派率由 9.00% 抬升至 11.50%。

2.3 顺位与赎回：上方空间有限，下方取决于信用与调息

STRC 在资本结构中的位置决定其风险边界。其股息和清算顺位优先于 Strategy A 类普通股、B 类普通股，以及 STRE、STRK、STRD 等较低顺位证券；但低于 STRF、公司债务及未来更高顺位债务，并在结构上低于子公司负债。这个顺位使 STRC 处于普通股之上、债务之下，风险收益特征更接近高收益优先股。

赎回机制限制了 STRC 的上行空间。Strategy 可选择以 101 美元/股加累计未付股息赎回全部或部分 STRC；在清理赎回（clean-up redemption）或税务事件（tax event）情景下，赎回价格通常以清算优先权加累计未付股息为基础。若发生根本性变更（fundamental change），持有人可要求公司以 100 美元声明金额加累计未付股息回购。由此形成一个较明确的交易区间：当价格低于 100 美元，投资者关注股息收益和面值修复；当价格高于 101 美元附近，赎回和调息机制会压制进一步溢价。

这也是 STRC 与普通股最根本的区别。MSTR 普通股的上行来自 BTC beta、mNAV 扩张和市场风险偏好；STRC 的上行主要来自折价修复，价格弹性受条款约束。STRC 的投资逻辑不是押注资产价格倍数扩张，而是判断当前收益率是否足以补偿信用、流动性和结构风险。

2.4 收益来源：现金分派、面值回归、信用利差收窄

STRC 的第一收益来源是现金分派。当前 11.5% 分派率对应每股每年约 11.5 美元的分派能力，在 98.99 美元价格下形成 11.62% 的有效收益率。该收益率显著高于短端美债、投资级债、高收益债和传统优先股 ETF，说明市场对 STRC 要求的是高信用风险补偿，而非普通固定收益溢价。

第二收益来源是面值回归。当前 STRC 与 STRCx 均小幅低于 100 美元面值，若后续分派稳定、流动性改善、信用担忧下降，价格存在向 100 美元回归的空间。该部分收益通常不会很大，但对收益型投资者重要，因为它决定总回报是否能在股息之外获得额外资本利得。

第三收益来源是信用利差收窄。STRC 的估值不直接等同于 BTC 价格，但 Strategy 信用状态会影响 STRC 折价和要求收益率。当市场认为 Strategy 有能力持续支付分派、维持融资渠道并管理资本结构时，STRC 折价会收窄；当市场担忧分派资金来源、资本市场窗口或 BTC 储备波动时，STRC 需要更高收益率补偿，价格会承压。

2.5 相对定价：STRC 是高收益信用资产，但非无风险收益替代

资产/工具	收益率或有效收益率	主要风险
SGOV / BIL / SHV	约 3.55%-3.57%	短端利率
IEF	约 4.03%	久期风险
LQD / VCIT	约 4.76%-4.80%	投资级信用风险
PFF / PGX	约 5.44%-5.50%	传统优先股风险
HYG / JNK	约 6.33%-6.62%	高收益债信用风险
STRC	11.62%	Strategy 信用 + 优先股结构 + BTC 相关波动

Gate Research, Data from: Gate Research Gate Research

与传统收益资产相比，STRC 的收益率处于显著高位。Strategy 可比数据中，短债工具 SGOV、BIL、SHV 收益率约 3.55%-3.57%，中长期美债 ETF IEF 约 4.03%，投资级公司债 LQD、VCIT 约 4.76%-4.8%，高收益债 HYG、JNK 约 6.33%-6.62%，传统优先股 ETF PFF、PGX 约 5.44%-5.5%。STRC 的 11.62% 有效收益率明显高出这些资产。

需要强调的是，STRC 的高收益不是免费午餐。它的收益率补偿来自几类风险：分派并非债务利息，董事会具有宣布权；公司可调整分派率，投资者面临收益率政策变化；清算顺位低于债

务及 STRF；价格锚依赖市场对 Strategy 信用和调息机制的认可。STRC 的配置价值在于为愿意承担特定信用风险的资金提供更高收益和 BTC Treasury 相关溢价。

三、STRC 融资飞轮：从收益型资本工具到 BTC 增持引擎

在明确 STRC 的条款与收益结构之后，是时候转向发行人视角：STRC 如何被 Strategy 用作继续积累 BTC 的融资引擎。STRC 的核心价值不只在于为投资者提供一层高收益信用资产，也在于为 Strategy 提供一种长期化、无固定到期日、价格锚相对清晰的资本来源。只要该工具能够持续接近面值发行，并且市场愿意接受其股息率与信用风险组合，STRC 就可以被嵌入 Strategy 的 BTC Treasury 飞轮之中，成为连接收益型资金与 BTC 储备扩张的中间层。

3.1 飞轮：STRC 将收益型资金转化为 BTC 储备

STRC 融资飞轮可以拆成五个环节：Strategy 发行 STRC 获得美元资金；融资所得用于一般公司用途，包括继续购入 BTC；BTC 持仓增加后，资产端规模和市场叙事得到强化；更大的 BTC 储备提升资本市场对其资产基础和融资能力的评估；随后公司继续通过普通股、优先股、债务或其他工具融资，并将新资金继续转化为 BTC 储备。

这一飞轮与普通企业融资的差异在于，Strategy 的资产端并非传统经营性资产，而是高流动性、高波动性的 BTC 储备。STRC 所吸引的资金也不是普通股风险资本，而是收益导向型资金。飞轮的关键在于它能否以可接受的资金成本，把一部分固定收益或优先股资金引入 Strategy 的 BTC 积累体系。

可以将其表示为：

STRC 发行 → 美元融资 → BTC 增持 → BTC Reserve 扩大 → 信用基础增强 → 后续融资能力提升 → 继续 BTC 增持

这一路径成立时，STRC 是资产端扩张工具；若路径受阻，STRC 则会转化为资本结构压力。

两者的分界线取决于三个变量：BTC 长期回报是否足以覆盖 STRC 资金成本、Strategy 的市场融资窗口是否保持开放，以及投资者是否继续接受 BTC 相关信用风险。

3.2 单位融资效率：每 1 亿美元 STRC 对应多少 BTC 增持能力

按 5 月 20 日 BTC 价格约 77,439 美元计算，每发行 1 亿美元 STRC，理论上可购买约 1,291 BTC。若以 STRC 当前 11.5% 的分派率估算，1 亿美元 STRC 对应每年约 1,150 万美元的现金

分派成本。换算到所购 BTC 上，相当于每枚 BTC 每年需要承担约 8,900 美元的资金成本，约等于购入价格的 11.5%。

STRC 单位融资转化为 BTC 的测算

STRC 融资规模	假设 BTC 价格	可购入 BTC	年化分派率	年现金分派成本	单枚 BTC 对应年成本
\$1 亿	\$77,439	约 1,291 BTC	11.50%	\$1,150 万	约 \$8,900/BTC
\$5 亿	\$77,439	约 6,457 BTC	11.50%	\$5,750 万	约 \$8,900/BTC
\$10 亿	\$77,439	约 12,914 BTC	11.50%	\$1.15 亿	约 \$8,900/BTC

Gate Research, Data from: Gate Research

Gate Research

若从经济回报角度看，新增 BTC 的长期年化回报需要高于约 11.5% 的 STRC 分派成本，飞轮才具备正向资产扩张意义。若 BTC 长期回报低于资金成本，新增 BTC 虽然扩大了储备规模，却会降低资本效率。若 BTC 长期回报显著高于资金成本，STRC 则成为一种以固定收益资金撬动 BTC 长期增值的资本工具。

需要区分经济回报与现金流匹配。BTC 价格上涨可以改善资产覆盖率和信用状态，但并不会自动产生美元现金流。STRC 的股息需要用美元支付，资金来源可能包括普通股 ATM、其他融资、USD Reserve 或经营现金流，而不是 BTC 本身产生的收益。因此，飞轮真正稳健的状态并不是“BTC 涨幅覆盖分派”这么简单，而是 BTC 增值改善融资能力，融资能力反过来覆盖现金分派，并支持继续持有或增持 BTC。

3.3 股息成本与 BTC 回报：飞轮的经济盈亏线

以当前 11.5% 分派率为基准，STRC 的经济盈亏线可以近似理解为 BTC 长期年化回报是否高于 11.5%。在每 1 亿美元 STRC 融资对应约 1,291 BTC 的情况下，若 BTC 一年上涨 10%，新增 BTC 储备的市值增量约 1,000 万美元，低于 1,150 万美元的年分派成本；若 BTC 上涨 20%，市值增量约 2,000 万美元，明显高于分派成本；若 BTC 上涨 30%，新增资产端增值约 3,000 万美元，融资杠杆效果显著。

每 1 亿美元 STRC 融资的 BTC 回报敏感性

BTC 年度价格表现	新增 BTC 市值变化	STRC 年分派成本	经济净增值	飞轮
-20%	-\$2,000 万	\$1,150 万	-\$3,150 万	资产端与现金成本同步承压
0%	\$0	\$1,150 万	-\$1,150 万	储备规模扩大，但资本效率为负
+10%	+\$1,000 万	\$1,150 万	-\$150 万	接近盈亏线，但不足以覆盖资金成本
+20%	+\$2,000 万	\$1,150 万	+\$850 万	飞轮具备正向经济增值
+30%	+\$3,000 万	\$1,150 万	+\$1,850 万	BTC 增值显著放大融资收益

Gate Research, Data from: Gate Research

Gate Research

这张表并不意味着 STRC 分派必须由新增 BTC 的当期涨幅直接支付。它衡量的是资本配置效率：Strategy 以 11.5% 年化成本获得资本后，购买的 BTC 是否能在长期提供更高资产回报。若 BTC 长期回报持续低于 STRC 资金成本，飞轮会从增持引擎退化为高成本扩表；若 BTC 长期回报高于资金成本，STRC 能够把收益型资本转化为 BTC 储备增值。

这一逻辑也解释了 STRC 与普通股融资的差异。普通股没有固定分派成本，但会稀释股东权益；STRC 稀释较弱，却形成持续现金分派义务。两者并非互相替代，而是在不同市场环境下服务于不同资本来源。当 MSTR 股价与融资窗口强劲时，普通股融资更具灵活性；当收益型资金愿意为高分派率买入优先股时，STRC 可以扩大资金池并降低对单一权益融资的依赖。

3.4 资产覆盖率压力测试：BTC 下跌如何影响 STRC 飞轮

STRC 飞轮的脆弱点来自 BTC 储备的高波动性。截止 5 月 20 日，Strategy 的 BTC Reserve 约 653.38 亿美元，债务与优先股合计约 360 亿美元。以 BTC Reserve / 债务及优先股合计计算，当前资产覆盖率约 1.82 倍。该指标不是严格法律清算覆盖率，但能够反映 BTC 储备对资本结构中固定收益和优先股层的保护厚度。

BTC 下跌情景下的资产覆盖率测算

BTC 价格变动	BTC 价格假设	BTC Reserve	债务+优先股合计	资产覆盖率
当前	\$77,439	\$653.38 亿	\$360 亿	1.82x
-10%	\$69,695	\$588.04 亿	\$360 亿	1.63x
-20%	\$61,951	\$522.70 亿	\$360 亿	1.45x
-30%	\$54,207	\$457.37 亿	\$360 亿	1.27x
-40%	\$46,463	\$392.03 亿	\$360 亿	1.09x
-50%	\$38,720	\$326.69 亿	\$360 亿	0.91x

Gate Research, Data from: Gate Research

Gate Research

压力测试说明，STRC 飞轮在 BTC 中小幅回撤下仍具备一定资产缓冲；当 BTC 跌幅达到 30% 左右，覆盖率虽下降但仍高于 1 倍；当跌幅接近 40%，安全边际明显变薄；若 BTC 跌幅达到 50%，BTC Reserve 将低于债务与优先股合计规模，资本结构压力显著上升。此时 STRC 的交易逻辑会转向信用风险重定价，市场要求收益率上升，价格折价扩大，后续发行能力下降。压力情景下还存在第二层传导。BTC 下跌不仅降低资产覆盖率，也会削弱 MSTR 普通股融资能力，压缩优先股的发行窗口，并提高新融资成本。由于 STRC 股息是美元现金义务，若市场不再愿意以接近面值购买 STRC 或其他融资工具，Strategy 需要依赖 USD Reserve、其他融资渠道或资产处置来维持分派。Strategy 披露口径下总年度分派约 17.12 亿美元，USD Reserve 可覆盖约 15.77 个月分派，BTC Reserve 理论上可对应约 38.17 年分派。前者衡量现金缓冲，后者衡量资产端厚度；飞轮稳定性更依赖前者和持续融资能力，而不是单纯的 BTC 名义储备规模。

3.5 市场溢价与融资窗口：飞轮的外部约束

STRC 飞轮能否持续，不只由 BTC 回报决定，也由市场融资窗口决定。Strategy 的扩张模式要求资本市场持续接受其多层证券：普通股投资者接受 BTC beta，债务投资者接受信用风险，可转债投资者接受波动率定价，STRC 投资者接受优先股分派与面值锚机制。任一层融资窗口关闭，都会削弱飞轮的速度；若多层融资窗口同时收缩，飞轮会被迫降速甚至反转。

STRC 接近面值交易是融资窗口仍然有效的重要信号。STRC 价格为 98.99 美元，有效收益率 11.62%；链上 STRCx 价格为 99.53 美元，相对面值折价 0.47%。这一价格状态意味着市场仍

愿意用接近面值的方式定价 STRC 类资产。只要 STRC 能以 99-101 美元附近发行，Strategy 获得的美元资金接近产品面值，融资效率较高；若 STRC 长期跌至明显低于面值，发行同样规模的优先股需要承担更高收益率或更大折价，飞轮的资本效率会下降。

市场溢价的另一层约束来自 MSTR 普通股。普通股虽然不是讨论的融资工具核心，但它决定 Strategy 的整体资本市场温度。普通股市场越愿意为 BTC Treasury 模式赋予溢价，Strategy 越容易通过 ATM、可转债或其他证券维持美元流入；普通股估值承压时，STRC 持有人会重新评估分派资金来源和后续融资能力。由此看，STRC 并非独立运行的高收益工具，而是 Strategy 整体资本结构中的一环。它的信用状态由 BTC 储备、普通股估值、优先股价格、债务市场和链上需求共同决定。

3.6 飞轮成立条件：高 BTC 回报、稳定融资窗口与风险承受力

总结而言，STRC 融资飞轮成立需要三项条件同时满足。

第一，BTC 长期回报需要高于 STRC 股息成本。当前 STRC 有效收益率约 11.62%，现行分派率 11.5%。这意味着新增资金买入 BTC 后，若从多年维度无法获得高于该成本的资产回报，飞轮只是以高成本扩大 BTC 风险敞口。BTC 的长期非线性回报是飞轮的核心假设，也是 Strategy 愿意持续发行收益型工具增持 BTC 的底层信念。

第二，Strategy 的市场溢价不能明显塌缩。飞轮依赖融资工具接近合理价格发行。STRC 需要接近面值，MSTR 需要维持足够流动性和市场关注度，债务及其他优先股需要保持可发行性。若市场对 Strategy 的 BTC Treasury 模式重新定价，融资成本会上升，发行折价会扩大，新增 BTC 的单位成本也会提高。

第三，投资者需要持续接受 BTC 相关信用风险。STRC 的买方并不是单纯购买高票息，而是在接受一种由 BTC 储备、优先股顺位、分派政策和再融资能力共同构成的信用风险。只要 BTC 储备规模扩张、分派连续、价格接近面值，STRC 具备吸引收益型资金的能力；若 BTC 剧烈下跌或市场担心分派来源，投资者会要求更高收益率，飞轮会自动减速。

因此，STRC 帮助 Strategy 继续买 BTC 的方式，并不是简单提供一笔融资，而是把收益型资金纳入 BTC Treasury 的长期资本循环。它以月度分派吸引固定收益偏好的资金，以 100 美元面值锚提升发行效率，以优先股顺位降低相对于普通股的风险暴露，再通过 Strategy 的 BTC 购买行为转化为资产端扩张。飞轮的上限由 BTC 长期回报和资本市场溢价决定，底线由现金分派能力、资产覆盖率和融资窗口稳定性决定。

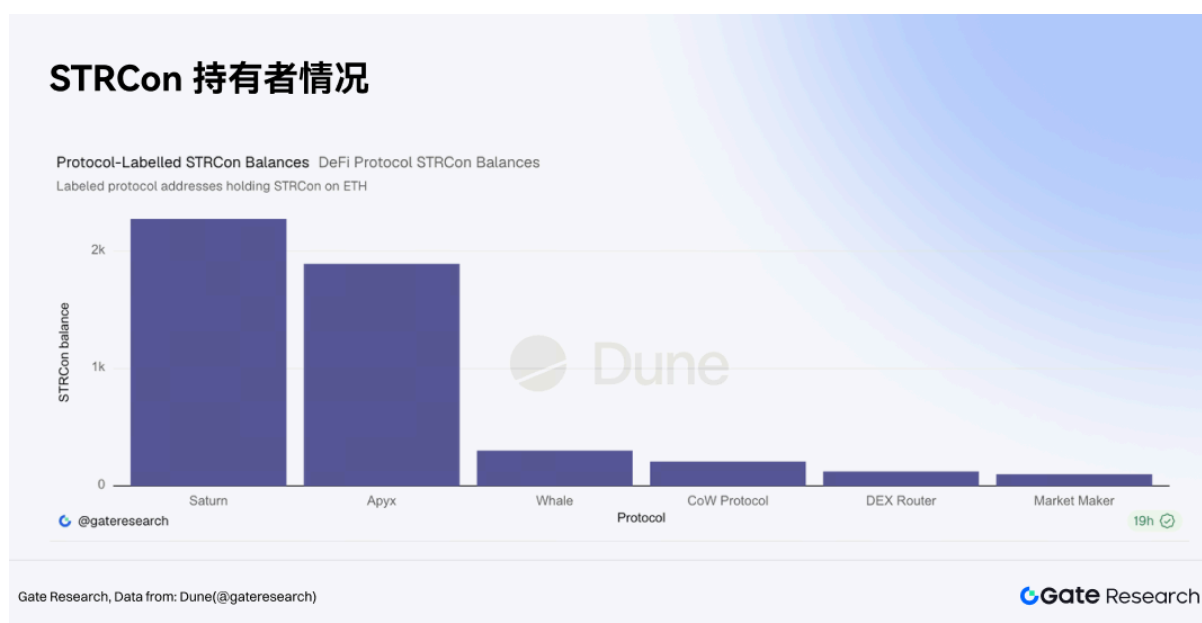
四、Tokenized STRC 与收益型稳定币 DeFi 飞轮

进入链上语境后，STRC 不再仅是 Strategy 资本结构中一层收益型优先股，而可以被拆解为可映射、可抵押、可拆分收益、可再融资的链上基础资产。传统市场中，STRC 的核心是面值、股息率和发行人信用；DeFi 市场中，STRC 的核心变成了可组合现金流。Tokenized STRC 把原本由券商账户和 Nasdaq 交易系统承载的收益资产，转化为可以进入稳定币、收益币、Pendle PT/YT、Morpho 借贷市场的链上资产单元。

4.1 链上映射路径：从 STRC 到 STRCon / STRCx

STRC 上链的第一层是 Tokenization，主要包括两类映射资产：Ondo 的 STRCon 与 xStocks 的 STRCx。二者都承担把 STRC 类收益资产带到链上的功能，但路径和市场定位不同。STRCx 接近 Tokenized Stock 产品线中的标准化资产，强调价格锚、供应规模和二级交易；STRCon 则更多进入协议地址、稳定币储备和 DeFi 组合结构，成为后续收益包装的底层材料。

从规模看，STRCx 是当前更大的链上映射载体。STRCx 最新供应约 94.11 万枚，隐含市值约 9,366 万美元，生态 AUM 约 9,171 万美元。这一规模已经具备初步链上金融化基础，可以被市场用于报价、抵押、收益拆分和跨协议组合的 Tokenized 股票型资产。

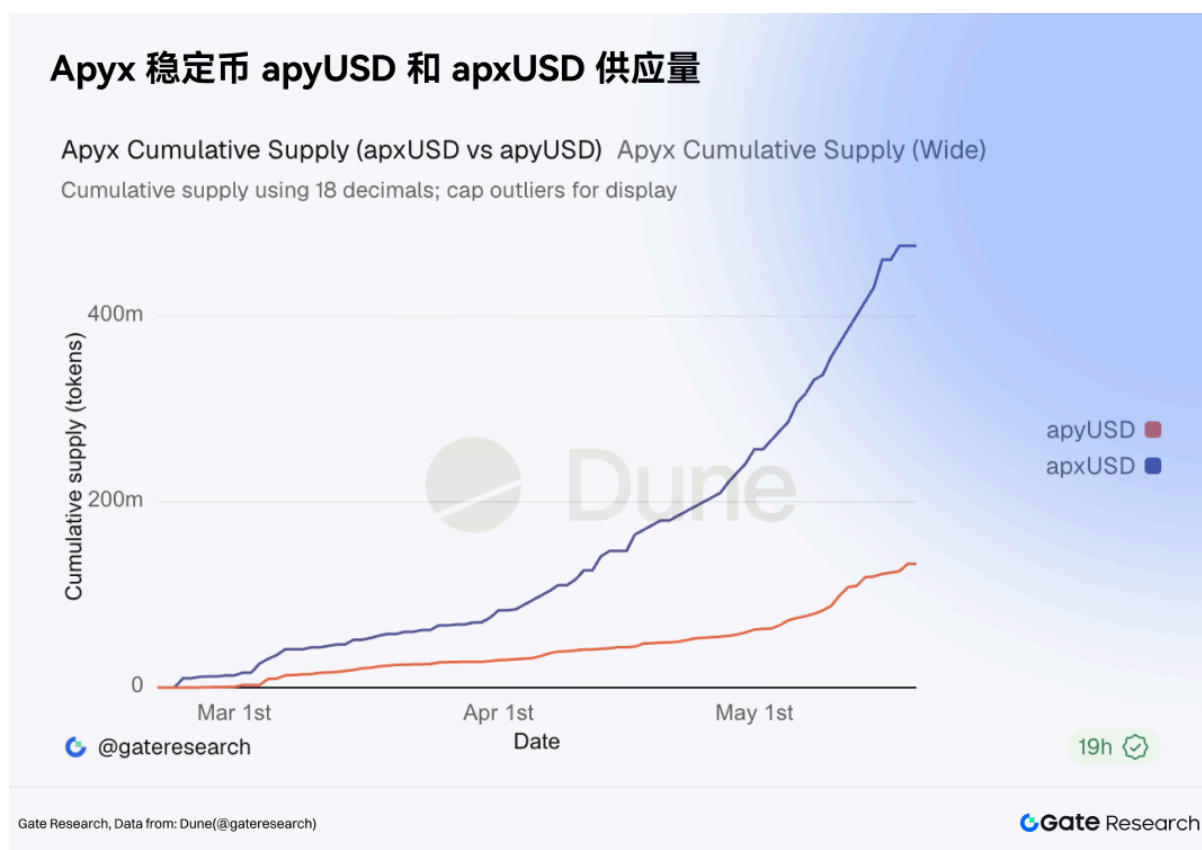


与之相比，Ondo STRCon 的链上供应仍处于早期阶段，Ethereum 侧累计供应约 2,319.95 STRCon，BNB Chain 侧累计供应约 6,072.43 STRCon。其特点在于，STRCon 已经流入 Saturn、Apyx、CoW Protocol、DEX Router、Market Maker 等地址。其中 Saturn 标记地址

持有约 2,273.66 STRCon, Apyx 标记地址约 1,890.97 STRCon, CoW Protocol 约 207.32 STRCon, DEX Router 约 123.77 STRCon, Market Maker 约 99.61 STRCon。

4.2 从资产映射到收益封装：Apyx 与 Saturn 的角色

第二层是收益封装。STRC 原生证券的现金流来自定期股息，链上协议需要把这类现金流转换成 DeFi 用户熟悉的资产形态：稳定币、收益型稳定币、senior/junior tranche、可交易收益权。Apyx 与 Saturn 正是在这一层发挥作用。



Apyx 体系中，apxUSD 与 apyUSD 分别代表非收益型和收益型稳定币结构。apxUSD 累计供应约 4.76 亿美元，apyUSD 累计供应约 1.33 亿美元。从转账活跃度看，apxUSD 和 apyUSD 合计累计转账交易量已超过 30 亿美元。Apyx 已在 STRC 叙事下形成了较大规模的稳定币流通层。apxUSD 承担稳定价值媒介，apyUSD 承担收益分配载体，两者共同把底层收益资产包装成 DeFi 用户更容易接受的美元计价工具。

Saturn 的结构更偏分层信用，jrUSDat 与 srUSDat 体现了 junior/senior tranche 的思路：底层收益资产产生现金流，协议将风险和收益拆分成不同层级。senior tranche 接近低风险、低波动收益层，junior tranche 承担更高风险，也有机会获得更高收益。数据显示，jrUSDat 和

srUSDat 合计累计转账量超 1,000 万美元。Saturn 虽然规模不及 Apyx 稳定币层，但也正在形成围绕 STRC 收益的分层流动。

总体而言，这一结构与传统证券化有许多相似之处。底层 STRC 现金流相当于资产池收益来源，apxUSD/apyUSD 是稳定币化包装，srUSDat/jrUSDat 是风险分层，Pendle 进一步拆分期限和收益权，Morpho 等借贷协议则提供抵押借贷和循环杠杆。区别在于，DeFi 结构的组合速度更快，协议之间可以无许可调用，收益率会被二级市场实时重定价。

4.3 DeFi 定价：Pendle 给出 STRC 现金流的 DeFi 收益曲线

STRC 被 Tokenized 后，其现金流开始进入 DeFi 定价体系。Pendle 市场并不直接复制 Nasdaq 的 STRC 有效收益率，而是根据期限、流动性、资产包装、PT/YT 拆分和协议风险重新定价。

Pendle STRC 市场情况

Pendle STRC Markets Overview STRC Pendle Markets Overview
Pendle STRC category markets (12) — snapshot aligned with app.pendle.finance/trade/markets?categories=strc

Market	Expiry	Total Swaps	Unique Traders	Cumulative Volume (USD)	Last Swap	Implied APY
apxUSD (Jun 2026)	2026-06-18 00:00:00	4,563	9	\$59.8m	2026-05-20 00:00:00	9.88%
apyUSD (Jun 2026)	2026-06-18 00:00:00	6,865	16	\$39.2m	2026-05-20 00:00:00	15.40%
sUSDat (Aug 2026)	2026-08-27 00:00:00	1,239	5	\$12.8m	2026-05-20 00:00:00	12.40%
srUSDat (Aug 2026)	2026-08-27 00:00:00	289	3	\$2.8m	2026-05-20 00:00:00	11.59%
jrUSDat (Aug 2026)	2026-08-27 00:00:00	399	2	\$1.6m	2026-05-20 00:00:00	12.60%
jrRoyAPYUSD (Nov 2026)	2026-11-05 00:00:00	48	2	\$66.6k	2026-05-20 00:00:00	20.41%
apyUSD (Nov 2026)	2026-11-05 00:00:00	22	2	\$17.0k	2026-05-20 00:00:00	14.70%
srRoyAPYUSD (Nov 2026)	2026-11-05 00:00:00	6	1	\$15.9k	2026-05-20 00:00:00	9.42%
apxUSD (Nov 2026)	2026-11-05 00:00:00	20	1	\$13.3k	2026-05-20 00:00:00	12.05%

12 rows Search...
@gateresearch 17h

Gate Research, Data from: Dune(@gateresearch) Gate Research

apxUSD 2026 年 6 月市场累计交易量约 5,980 万美元，latest implied APY 约 9.88%；
apyUSD 2026 年 6 月市场累计交易量约 3,920 万美元，implied APY 约 15.40%；sUSDat
2026 年 8 月市场累计交易量约 1,281 万美元，implied APY 约 12.40%。srUSDat 与 jrUSDat
的 implied APY 分别约 11.59% 和 12.60%。

Pendle 已经开始把 STRC 相关现金流拆成不同期限和不同风险层。srUSDat implied APY 接近 STRC 原生有效收益率，说明高级 tranche 更贴近底层分派收益；apyUSD、jrUSDat 等市场 APY 更高，反映了额外的结构风险、流动性风险和收益再包装溢价。STRCx 单独市场虽然

显示约 13.03% implied APY，但累计交易量较低，参考意义弱于 apxUSD、apyUSD 和 sUSDat。

DeFi 定价改变了 STRC 的资产边界。TradFi 市场把 STRC 视为高收益优先股；DeFi 市场把 STRC 现金流进一步拆分为稳定币储备、收益币、PT/YT 和抵押品。STRC 因此不只是一个固定收益式证券，而是可以被链上协议再封装、再定价和再杠杆化的底层收益来源。

4.4 杠杆层：Morpho 与抵押借贷

Morpho 代表 DeFi 飞轮的杠杆层。稳定币和收益币形成之后，市场不会停留在持有收益资产，而会进一步将其作为抵押品进行借贷、循环杠杆或收益增强。

Morpho 层的飞轮逻辑是：用户持有 STRC 相关稳定币或 PT 资产，将其作为抵押品借出稳定币，再买入更多收益资产，形成循环。若底层收益率高于借款成本，循环杠杆会放大收益；若底层资产折价、收益率重定价或抵押品流动性下降，杠杆会加速风险释放。与 Pendle 不同，Morpho 不只是定价收益，而是把收益资产变成可融资资产。STRC 进入 Morpho 后，其角色就变成了信用抵押品。

这是 DeFi 飞轮最具扩张性的部分，也最容易积累系统性风险。稳定币发行扩大底层 STRC 需求，Pendle 提供收益交易，Morpho 提供融资杠杆，三者叠加后会形成较强的 TVL 增长动力。相应地，任何一个环节出现价格偏离、预言机失真、抵押率调整或流动性撤出，都可能反向传导到底层 STRC 映射资产。

五、投资吸引力、风险情景与长期战略影响

经过前文拆解，STRC 的投资价值可以归纳为，它是 Strategy BTC Treasury 体系中一层高收益、面值锚定、可链上组合的信用资产。其吸引力来自三条线索：一是 11% 以上的现金分派收益显著高于传统信用资产；二是 Strategy BTC 储备为其信用叙事提供资产基础；三是 Tokenized STRC 进入稳定币、Pendle 和借贷协议后，进一步扩大了资产使用场景。但这三条线索同时对应三类风险：高收益背后的信用补偿是否足够，BTC 波动是否会击穿资产覆盖安全垫，DeFi 再包装是否会把单一资产风险扩散成链上流动性风险。

5.1 配置价值：收益率、面值锚与链上可组合性

从收益维度看，STRC 的相对吸引力较为明确。当前 STRC 有效收益率约 11.62%，明显高于短端美债 ETF 约 3.55%-3.57%、投资级公司债约 4.76%-4.80%、传统优先股 ETF 约 5.44%-5.50%，也高于高收益债 ETF 约 6.33%-6.62%。这一收益率水平使 STRC 对收益型资金具备吸引力，尤其是对希望获得 BTC Treasury 相关信用敞口、但不愿直接承担 MSTR 普通股波动的投资者而言，STRC 提供了一种更明确的现金流表达方式。

从价格锚看，STRC 和 STRCx 当前均接近 100 美元面值。原生 STRC 价格约 98.99 美元，链上 STRCx 价格约 99.53 美元，STRCx 相对面值折价约 0.47%。这一状态说明市场仍认可其面值锚和分派机制。若 STRC 能长期维持 99-101 美元附近交易，并伴随 AUM 增长，说明市场接受其高收益信用资产的定位；若价格持续低于面值且折价扩大，则意味着市场开始要求更高信用补偿，配置吸引力需要重新评估。

从链上采用度看，STRC 的边际价值来自可组合性。STRCx 生态 AUM 约 9,171 万美元，Apyx 体系中 apxUSD 供应约 4.76 亿美元、apyUSD 供应约 1.33 亿美元，Pendle 中 apxUSD、apyUSD、sUSDat 等市场已经出现数千万美元级别交易量。这说明 STRC 相关现金流已经被链上协议转化为稳定币、收益币和期限收益产品。对于 DeFi 用户而言，STRC 的吸引力除了底层 11% 左右的收益率，还在于收益拆分、抵押借贷和循环杠杆带来的资金效率。

因此，STRC 的配置价值是在特定风险承受能力下具备较高收益补偿。适合它的资金画像并非保守型现金管理资金，而是能够理解 Strategy 信用结构、BTC 波动和 DeFi 组合风险的收益型资金。若投资者只需要无风险美元收益，STRC 的风险过高；若投资者愿意承担 BTC Treasury 信用风险，并希望获得高于传统信用资产的现金流，STRC 具备研究和配置价值。

5.2 风险边界：信用、波动、机制与 DeFi 联动

STRC 的第一层风险是信用风险。虽然 STRC 在资本结构中优先于普通股和部分低顺位优先股，但它仍低于公司债务和 STRF 等更高顺位证券。其分派也不是债务利息，而是董事会宣布且有合法可用资金时支付的优先股股息。Strategy 当前拥有较大 BTC 储备和 USD Reserve，但 STRC 的现金分派最终依赖公司持续融资能力、市场窗口和资产负债表管理能力。若融资渠道收缩，STRC 价格会率先通过折价扩大反映信用担忧。

第二层风险是 BTC 波动带来的资产覆盖率收缩。前文压力测试显示，在 BTC Reserve 约 653.38 亿美元、债务及优先股合计约 360 亿美元的口径下，当前覆盖率约 1.82x。若 BTC 下跌 30%，覆盖率降至约 1.27x；若下跌 40%，覆盖率降至约 1.09x；若下跌 50%，覆盖率降

至约 0.91x。这意味着 STRC 的信用安全边际高度依赖 BTC 价格。BTC 中小幅波动可以被资产缓冲吸收，深度回撤会迅速改变市场对 STRC 的风险定价。

第三层风险来自机制有效性。STRC 的价格锚依赖发行人通过调节股息率、赎回和市场发行策略维持接近 100 美元交易。该机制在正常市场中有效，但不是无条件保护。若市场认为股息率调整不足以补偿风险，或担心公司现金分派能力，价格仍可能明显偏离面值。赎回价格在上方限制溢价，但并不保证下方价格稳定；根本性变化（fundamental change）回购权提供事件保护，但不是日常流动性保护。

第四层风险来自 DeFi 联动。Tokenized STRC 进入 Apyx、Saturn、Pendle、Morpho 后，底层信用风险被进一步包装和杠杆化。稳定币用户关注兑付和储备质量，Pendle 用户关注未来收益折现，Morpho 用户关注抵押品价格和清算阈值。若 STRC 折价扩大，可能导致稳定币储备重估、PT/YT 收益曲线急剧变化、抵押品清算和链上流动性撤出同步发生。DeFi 飞轮在上行时提升资金效率，在下行时会放大流动性压力。

5.3 情景模拟：STRC 的上限与脆弱点

在牛市情景下，BTC 价格上涨推动 Strategy BTC Reserve 扩大，资产覆盖率提升，市场对 Strategy 再融资能力的信心增强。STRC 更容易维持接近或略高于面值交易，股息率存在下调空间，链上 STRCx/STRCon 需求增加，Apyx、Saturn、Pendle、Morpho 等协议 TVL 扩张。该情景下，STRC 的主要回报来自高股息与小幅面值修复，DeFi 端则通过收益拆分和抵押效率放大资金需求。

在基准情景下，BTC 维持震荡，Strategy 融资窗口保持开放但不显著扩张。STRC 维持小幅折价交易，收益率保持在高于传统信用资产的区间。DeFi 端继续存在收益需求，但增长更依赖真实流动性和协议采用，而非单纯 APY 刺激。该情景下，STRC 作为高收益信用资产，适合以现金流和风险补偿为核心进行估值。

在熊市情景下，BTC 回撤导致 Strategy BTC Reserve 下降，MSTR 普通股估值承压，优先股融资成本上升。STRC 折价扩大，市场要求更高收益率补偿，发行新 STRC 的效率下降。链上部分则可能出现 Pendle implied APY 上行、稳定币折价、抵押品折价和 DeFi TVL 收缩。该情景下，STRC 的投资逻辑从收益配置转向信用风险管理，重点观察资产覆盖率、USD Reserve、股息是否持续支付以及 STRCx 是否仍能贴近面值。

在压力情景下，BTC 快速下跌、STRC 折价扩大、稳定币赎回和链上清算同时发生。该情景的风险不在于单一资产价格下跌，而在于多个市场同时重新定价：TradFi 市场提高 STRC 信用利差，DeFi 市场下调抵押品价值，Pendle 市场重估未来收益，Morpho 等借贷市场触发清算。若此时链上流动性不足，Tokenized STRC 的折价可能大于原生 STRC，形成额外赎回和套利摩擦。

5.4 长期影响：从 BTC 融资工具到数字信用基础设施

从 Strategy 角度看，STRC 的意义在于标准化了一类 BTC Treasury 收益型融资模块。普通股融资服务于高 beta 风险资金，可转债服务于波动率和转股期权资金，债务服务于信用资金，STRC 则服务于收益型优先股资金。只要市场持续接受这一工具，Strategy 就能在普通股之外获得更稳定的融资层，降低对单一路径的依赖，并继续把资本市场资金转化为 BTC 储备。

STRC 把上市公司信用、BTC 储备、优先股现金流和链上收益协议连接起来，这是一种跨市场信用结构：TradFi 提供发行主体、法律权利和现金分派；BTC 储备提供资产叙事和信用基础；DeFi 协议提供收益拆分、抵押融资和流动性再利用。若这一模式成熟，未来更多 BTC Treasury 公司或其他资产财库公司可能发行类似工具，形成一类新的链上信用资产。

从 BTC 收益生态角度看，STRC 提供了一条重要路径。BTC 本身不生息，但围绕 BTC 储备形成的公司信用工具可以产生现金流，再通过 Tokenization 进入链上收益体系。BTCFi 过去更多依赖借贷、staking-like 包装、跨链桥或结构化产品；STRC 则提供了一种由上市公司资本结构产生的 BTC 相关收益层。它不改变 BTC 的非生息属性，却通过 BTC Treasury 公司把 BTC 储备转化为可融资、可分派、可组合的收益资产。

最终而言，STRC 的投资结论应保持克制。它具备高收益、面值锚和 DeFi 可组合性三重吸引力，也承载 Strategy 信用、BTC 波动和链上杠杆三重风险。若 STRC 长期接近 100 美元交易、股息连续支付、链上 AUM 稳步增长且 Pendle implied APY 与底层收益保持合理区间，说明市场认可其信用结构和 DeFi 扩展价值。若高 APY 主要由短期激励、低流动性或循环杠杆驱动，且 STRC 折价与 DeFi 锁仓同步扩大，则需要警惕收益表象之下的杠杆化繁荣。STRC 的上限在于成为 BTC 收益生态的底层信用资产，脆弱点则在于同一套飞轮在压力环境下也会成为风险传导链条。

参考：

- Dune, <https://dune.com/gateresearch/strc-on-chain-research-dashboard>
- Startegy, <https://www.strategy.com/>
- Strategy, <https://www.strategy.com/strc>
- Strategy BTC KPI API, <https://api.strategy.com/btc/bitcoinKpis>
- STRC Stock Annex,
https://assets.contentstack.io/v3/assets/bltf8d808d9b8cebd37/bltf36014d495f58e41/69c0a25e7e4ec7915151d133/form-424B5_03-23-2026_strc-annex.pdf
- CoinMarketCap, <https://coinmarketcap.com/charts/>

[Gate 研究院](#)是一个全面的区块链和加密货币研究平台，为读者提供深度内容，包括技术分析、热点洞察、市场回顾、行业研究、趋势预测和宏观经济政策分析。

免责声明

加密货币市场投资涉及高风险，建议用户在做出任何投资决定之前进行独立研究并充分了解所购买资产和产品的性质。[Gate](#) 不对此类投资决策造成的任何损失或损害承担责任。

相关链接



Gate研究院社媒



往期研究报告

关于 Gate 研究院

Gate 研究院是专注于区块链产业研究的专业机构，长期致力于深入研究区块链产业发展趋势，为从业人员和广大区块链爱好者提供专业、前瞻性的产业洞察。我们始终秉持着普及区块链知识的初心，力求将复杂的技术概念转化为通俗易懂的语言，透过对海量数据的分析和对市场趋势的敏锐捕捉，为读者呈现区块链行业的全貌，让更多人了解区块链技术，并参与这个充满活力的产业。

免责声明:本报告仅用于提供研究和参考之用，不构成任何形式的投资建议。在做出任何投资决策前，建议投资者根据自身的财务状况、风险承受能力以及投资目标，独立做出判断或咨询专业顾问。投资涉及风险，市场价格可能会有波动。过往的市场表现不应作为未来收益的保证。我们不对任何因使用本报告内容而产生的直接或间接损失承担责任。

本报告中包含的信息和意见来自 Gate 研究院认为可靠的专有和非专有来源，Gate 研究院不对信息的准确性和完整性作出任何保证，也不对因错误和遗漏(包括因过失导致的对任何人的责任)而产生的任何其他问题承担责任。本报告所表达的观点仅代表撰写报告时的分析和判断，可能会随着市场条件的变化而有所调整。