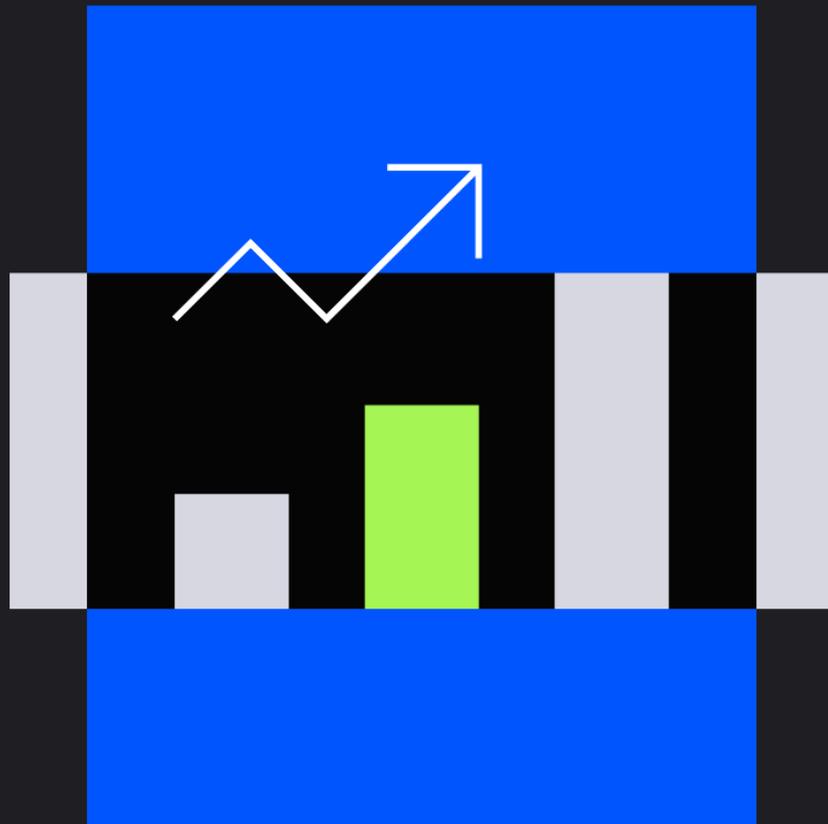


Kalshi 案例研究

券商入口推动中心化预测市场规模化



Gate 研究院：Kalshi 案例研究，券商入口 推动中心化预测市场规模化

摘要

- 依托 CFTC DCM 资质，Kalshi 把事件合约集成进 Robinhood/Webull/IB 等券商入口去分发，其中 Robinhood 多个周期贡献过半交易量。
- 自 NFL 与 NBA 开赛后的密集赛程窗口，体育题材的高频、标准化与持续上新带动交易节奏与粘性抬升，使 Kalshi 的交易量市场份额稳定维持在 50% 以上。
- Kalshi 在 Solana 推进代币化探索，把入口扩展到钱包和聚合器，但同时面临州/联邦监管边界不确定，以及链下主市场与链上映射的一致性与风控穿透成本。

一、引言

预测市场的本质是一类事件合约（event contracts）或者称为结果型衍生品，即将某个未来事件的发生概率，通过可交易价格的形式表达出来。

1.1 预测市场的功能定位

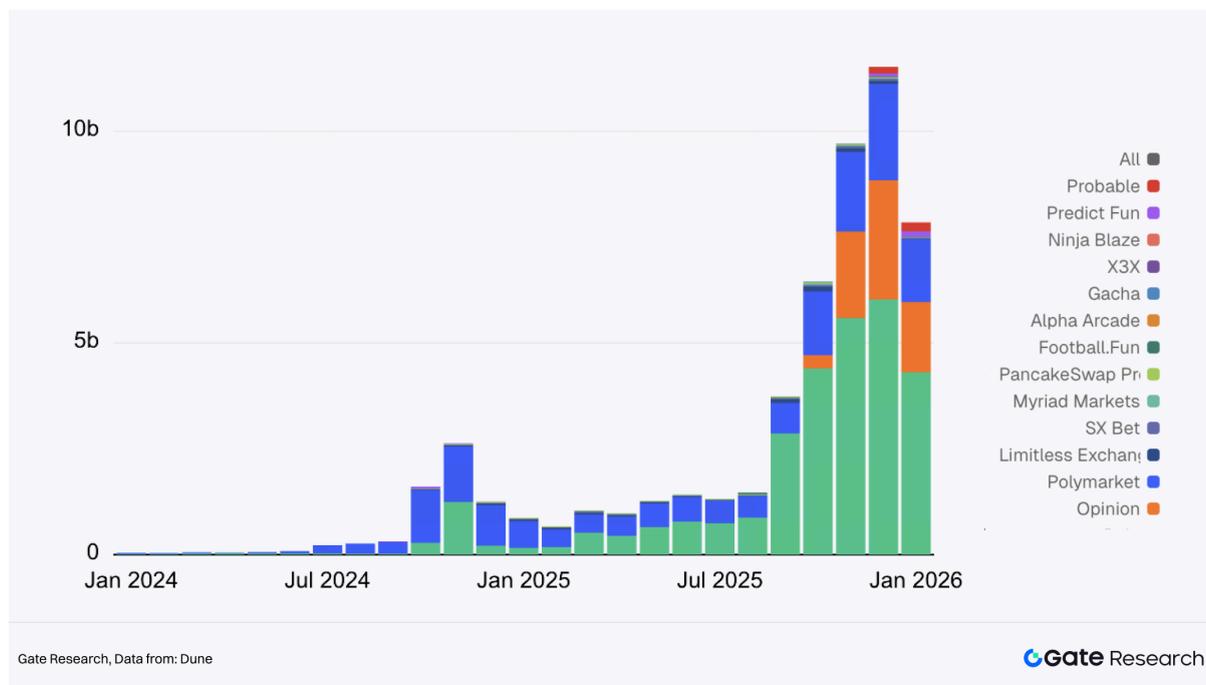
预测市场的核心功能通常可以拆解为三层：

- 第一层是信息聚合与“概率定价”，即将分散的资讯、观点与资金偏好压缩为一个连续变化的价格或隐含概率，用于观察和比较“市场预期如何随时间变化”；
- 第二层是对冲与风险转移，当事件结果会影响资产、业务或政策风险（例如利率路径、监管走向、甚至是选举）时，预测市场可以提供相对更直接的风险管理工具，而不仅仅是“表达观点”的交易场所；
- 第三层是在更广义的金融化趋势下，将“对未来的判断”标准化为可结算合约，使原本分散在舆论场和研究报告中的预期，可以在统一的交易机制内被量化和定价。

1.2 全球发展趋势

过去一年多，预测市场的全球趋势明显从少数加密原生产品外溢到更广的金融分发渠道与更大用户面：

I. 预测市场月度交易量



- 规模与可见度显著上升：预测市场板块月度交易量从 2024 年最高约 23 亿美元增长到 2025 年最高超过 110 亿美元，每日交易量已稳定维持在 4-6 亿美元；市场参与方从 Polymarket 单一主体变为多强格局。
- 题材从政治扩展到体育与宏观：政治大事件驱动爆发 -> 体育成为主流的路径已较清晰。自 9 月 NFL 橄榄球和 10 月 NBA 开赛以来，Kalshi 交易量迅速与 Polymarket 拉开差距，而其交易量中超过 90% 来自于体育赛事。
- 监管边界和合规属性正在成为影响行业发展的关键变量：在体育高频题材快速扩张之后，多层次监管机构对这类合约应被如何分类及通过何种框架进行审视，出现了更为密集的讨论和博弈，这既构成业务扩张的约束，也是预测市场能否进一步机构化和主流化必须应对的难题。谁能在合规与分发上占优，谁就更可能把增量用户与流动性吸进来。
- 中心化与去中心化的发展路径：两条路径在合规框架、用户结构与创新边界上呈现系统性差异，而非单纯的技术实现不同。合规边界上，中心化平台（如 Kalshi）运行于

CFTC 等明确监管框架，合约合法性有保障但题材审核严格；去中心化平台（如 Polymarket）依托链上合约实现全球可访问，但合规身份存疑；用户分发上，前者通过券商渠道触达传统金融用户，后者依赖加密钱包与 DeFi 社区；交易工程上，中心化采用连续撮合+法币结算，体育高频供给标准化运营，集中化的做市商体系和风控机制构建深度的限价盘口，去中心化则为链下撮合+链上结算混合架构，流动性更碎片化。

二、Kalshi 概况与行业位置

2.1 公司与产品简介

Kalshi 成立于 2018 年，由 Tarek Mansour（CEO，前高频交易工程师）和 Luana Lopes Lara（联合创始人）创立。创始团队为技术与金融复合背景，核心目标是将"事件结果"标准化为可交易金融合约，并选择正面进入监管体系运行。相较于多数加密原生预测市场，Kalshi 自成立起即围绕事件合约的法律属性、交易规则与清算机制进行合规设计。

监管资质方面，Kalshi 于 2020 年 11 月获得 CFTC（商品期货交易委员会）指定的合约市场（DCM）资格，并设立独立的清算实体纳入商品期货监管体系。平台产品被界定为事件合约（event contracts），区别于传统期货或赌博合约，并在合规框架内进行上架、交易与结算，同时也为其接入传统账户体系、支付渠道与更广泛用户群体提供了制度基础。

II. Kalshi 持仓量分布情况



核心交易类别主要聚焦两类高频、可标准化场景：

- 体育赛事（单场比赛胜负、赛季 MVP、得分王等），因赛程密集、结果客观，成为交易量最大板块；
- 政治事件（选举、会晤等），吸引风险管理和专业交易者；
- 其次是娱乐、经济、加密等类别，这些属于次级或长尾贡献

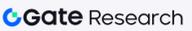
其中体育类合约凭借高频次、规则清晰、结算确定的特性，已逐渐演变为 Kalshi 流动性最深、规模效应最显著的产品线，占据交易量的主导地位。

2.2 市场现状：券商分发模式与增长结构

Kalshi 独特的护城河是采用券商分发为核心的用户获取路径，即事件合约并不只依赖 Kalshi 自有入口完成获客与转化，而是通过券商 App 的产品化分发进入更广泛的零售交易场景，其中以 Robinhood（以及 Webull 等）为代表的渠道合作，对其交易量放大起到了关键作用。

III. Robinhood 占 Kalshi 月交易量超 50%

Axis	Robinhood	Other	Kalshi	Robinhood/Kalshi
1) Q2 2025	\$1.00b	\$880.82m	\$1.88b	53.17%
2) Q3 2025	\$2.30b	\$2.18b	\$4.48b	51.36%
3) Oct 2025	\$2.50b	\$1.90b	\$4.40b	56.85%
4) Nov 2025		\$3.26b	\$3.26b	

Gate Research, Data from: Robinhood financial reports, Gate Research 

根据 Robinhood 财报数据披露，Robinhood 在多个周期内贡献了 Kalshi 名义交易量的超一半：

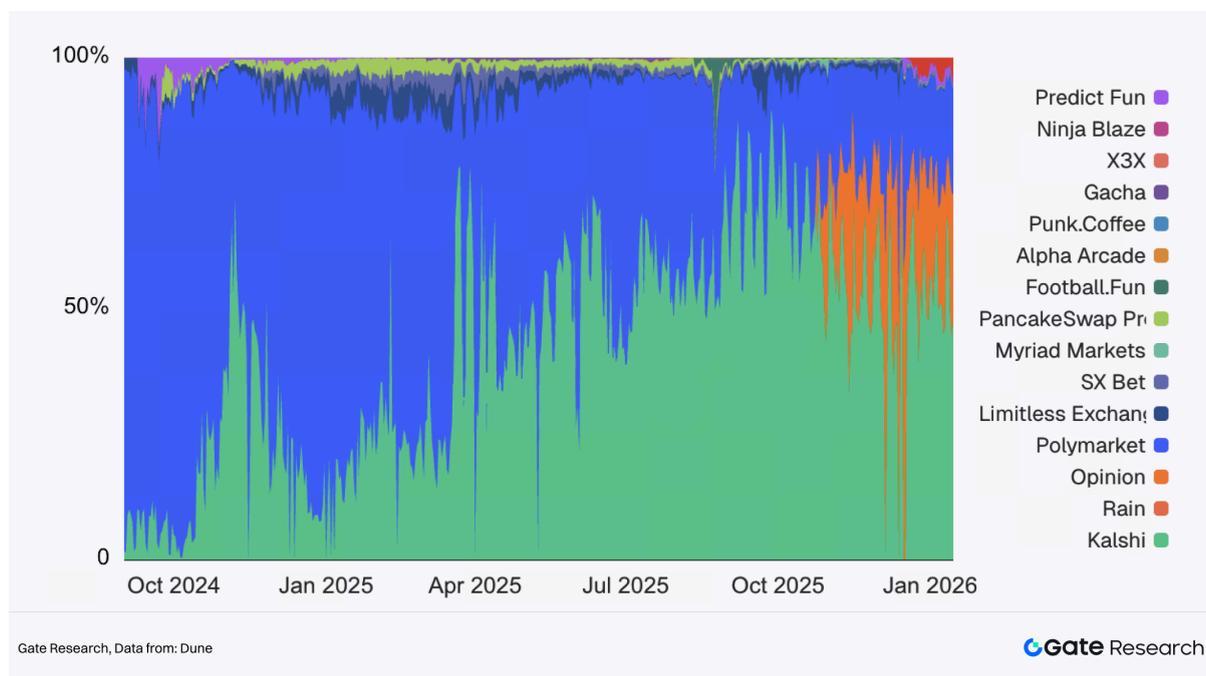
- 2025 Q2：Kalshi 季度交易量为 18.8 亿美元，其中 Robinhood 达 10 亿美元，占比 53.17%；
- 2025 Q3：Kalshi 季度交易量为 44.8 亿美元，其中 Robinhood 达 23 亿美元，占比 51.36%；
- 2025 年 10 月：Kalshi 月度交易量为 44 亿美元，其中 Robinhood 达 25 亿，占比 56.85%。

这组数据意味着，Kalshi 的增长不只是平台自身产品力的结果，而是与券商渠道的分发效率深度绑定——当事件合约被嵌入券商账户体系后，预测市场更像一种可被主流零售用户直接交易的新品类，进入门槛与使用路径明显缩短。

2.3 市场份额：短短一年完成从 10% 到超 50% 的市场份额抬升

从交易量市场份额观察，Kalshi 在约一年多时间内实现了从低关注度到核心份额带的跃迁：从 2024 年大选窗口期时的影响力声量相对有限的参与者，发展到如今在市场参与者更为多元的背景下，仍牢牢占据预测市场超过一半的交易量份额。

IV. 预测市场交易量市场份额



Kalshi 增长轨迹可拆解为三个阶段：

- 2024 Q4：破冰期

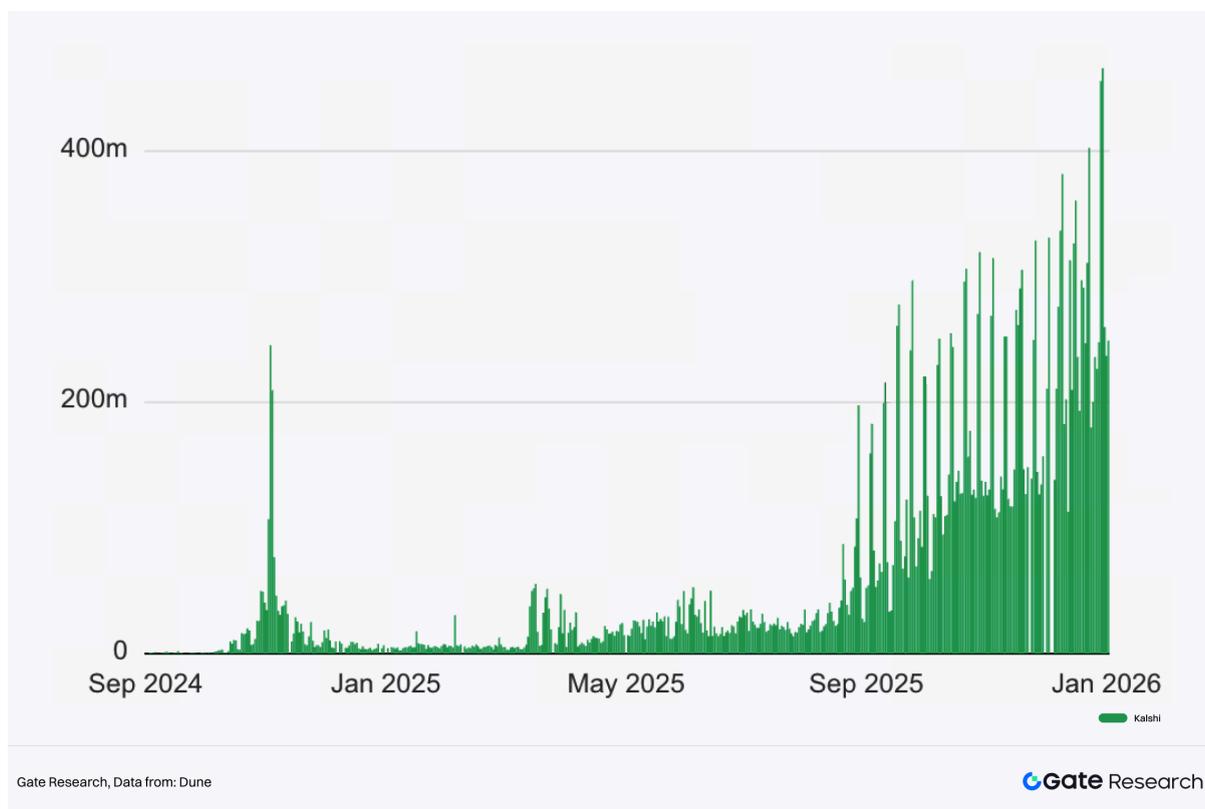
在 2024 年 11 月大选相关交易窗口，Kalshi 的月度交易量首次达到十亿美元量级，显示在现行监管框架下，事件合约能够承载较大规模的交易活动。但从现实世界影响力角度看，这个时间段的主角是 Polymarket，其频繁登上各大主流媒体头版；而 Kalshi 尽管交易量不俗，但现实世界的声量和关注度却明显逊色于前者。

- 2025 H1：券商分发布局期

进入 2025 年上半年后，Kalshi 利用合规优势开始在传统金融和券商机构中广泛布局。随着 Robinhood 等渠道陆续上线事件合约产品，Kalshi 的季度名义交易量在 2025 年 Q2 达到 18.8 亿美元，市场份额持续抬升，逐渐走出大选结束后的低迷。题材层面，体育相关合约成为重要的交易承载类型，为下半年的爆发奠定了基础。

- 2025 H2：体育供给大幅抬升市场份额

V. Kalshi 日交易量



2025 年，随着体育赛季进入密集供给窗口，NFL 和 NBA 在 9 月和 10 月相继开赛，两大赛季带来连续、高频、规则高度标准化的合约供给。体育赛事往往集中在周末开赛，这同时为 Kalshi 带来了持续且稳定的周末交易节奏，周末交易量明显会高于工作日，其中在 1 月 11 日和 12 日周末接连创下了超过 4.5 亿美元历史新高。随着赛事的进行，比赛与在 Kalshi 下注形成了注意力上的联动，进一步提升了 Kalshi 的粘性，市场份额稳定超过 50%。

三、链上化探索与技术路径

3.1 推进背景

在券商分发与体育高频供给推动交易量突破 50% 市场份额后，Kalshi 战略重心未变，围绕渠道分发持续深耕，开启链上化探索，以将交易触达从链下法市场景扩展至链上流动性网络。链上基础设施天然具备低成本分发特性，事件合约代币化后可无缝集成至钱包、DEX 聚合器及 DeFi 协议，无需繁复的 KYC 对接。Kalshi 官方明确表示希望通过 Tokenized Prediction 接入链上流动性，将体育合约从券商渠道扩展至全球加密原生场景。

此外，随着市场规模扩大、参与者更加多元后，用户和集成方在 Kalshi 与 Polymarket 等链上平台的比较中，对持仓、结算、头寸变化的可验证性需求逐渐上升，而链上资产化在技术上更易提供公开可验证的状态与结算记录。

需要强调的是，链上化并不意味着 Kalshi 放弃既有合规框架，其路径更接近在原有合规市场之上，将部分合约风险敞口以代币化形式映射到链上，从而扩大分发与集成边界。

3.2 为何选择 Solana 进行代币化

Kalshi 的链上化落点选择在 Solana，从可观察的生态协同上大致可以归纳为三点：

- 网络性能与成本

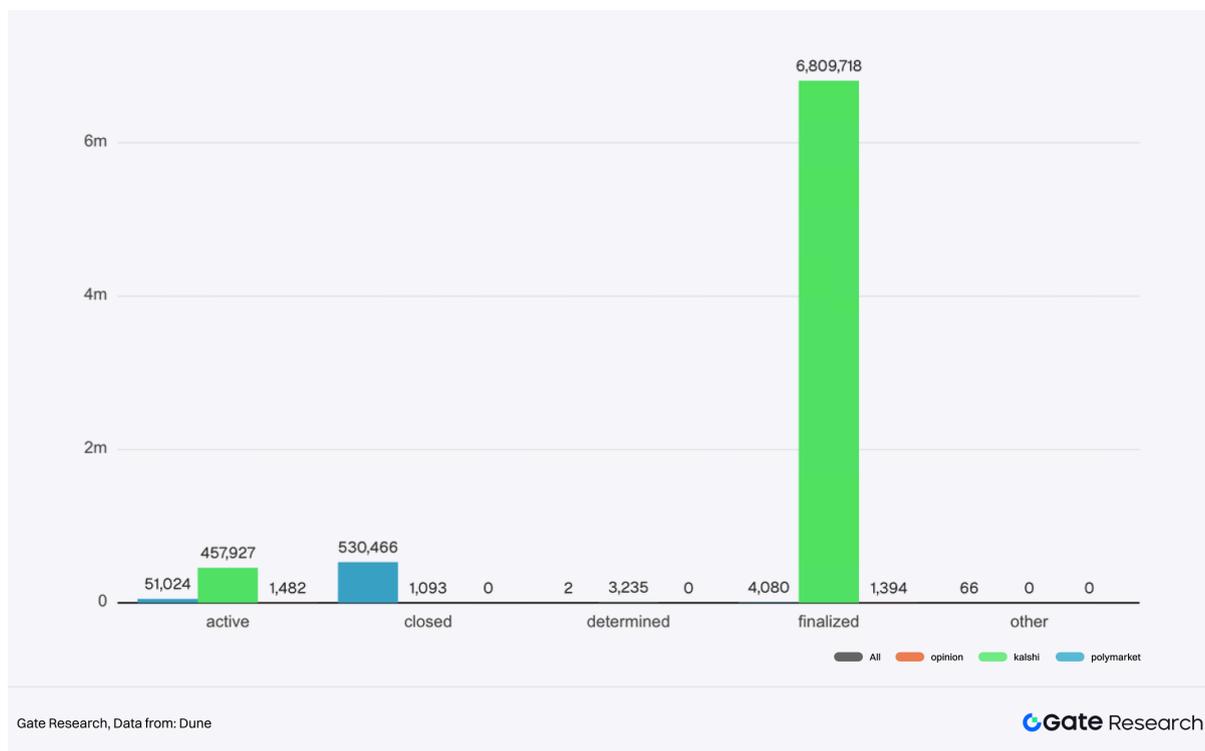
体育等题材天然带来高频交易与密集报价需求，对确认速度与手续费更敏感，Solana 的低费率与高吞吐更契合实时/高频事件合约的执行体验。

- Solana 链上预测市场整体规模仍小，竞争格局相对分散

从 Solana 生态现有预测市场产品看，尽管已有若干项目在该方向探索，但整体交易规模与主流预测市场平台仍不在同一量级，日度成交处于较低水平。这意味着 Solana 侧虽然有活跃用户与成熟交易基础设施，但预测市场本身尚未形成强“地头蛇”式的垄断格局——对 Kalshi 来说，进入成本更低。

- 把“事件合约代币化”作为一种可持续的资产发行供给

VI. 预测市场市场合约



Kalshi 的事件合约供给具备天然的可标准化、可批量生成、强时效性的特征。目前 Kalshi 已“发行了”超过 720 万种市场合约，其中超过 680 万种已到期结算。若将大量短周期事件合约映射为链上可交易的代币化头寸，它在分发形态上可能更接近一种持续上新、围绕热点滚动发行且有到期日的资产发行体系。Solana 拥有庞大的 Meme 发射器、交易工具和交易用户，天然契合这种大规模的资产发行模式，并且由于有到期日，理论上资金会随到期与新合约上线发生滚动迁移，在一定程度下可能提高资金周转效率，并缓解 Meme 中部分流动性长期滞留在低活跃度资产上的现象。

在这种框架下，预测市场链上化的竞争不只是从 Meme 等存量交易品类中争夺交易量，并可能进一步延伸为对链上资产发行与分发入口的竞争——即事件合约是否能成为一种新的、可规模化供给的链上交易资产类别，并促使现有的交易终端为其提供独立展示与交易分区。

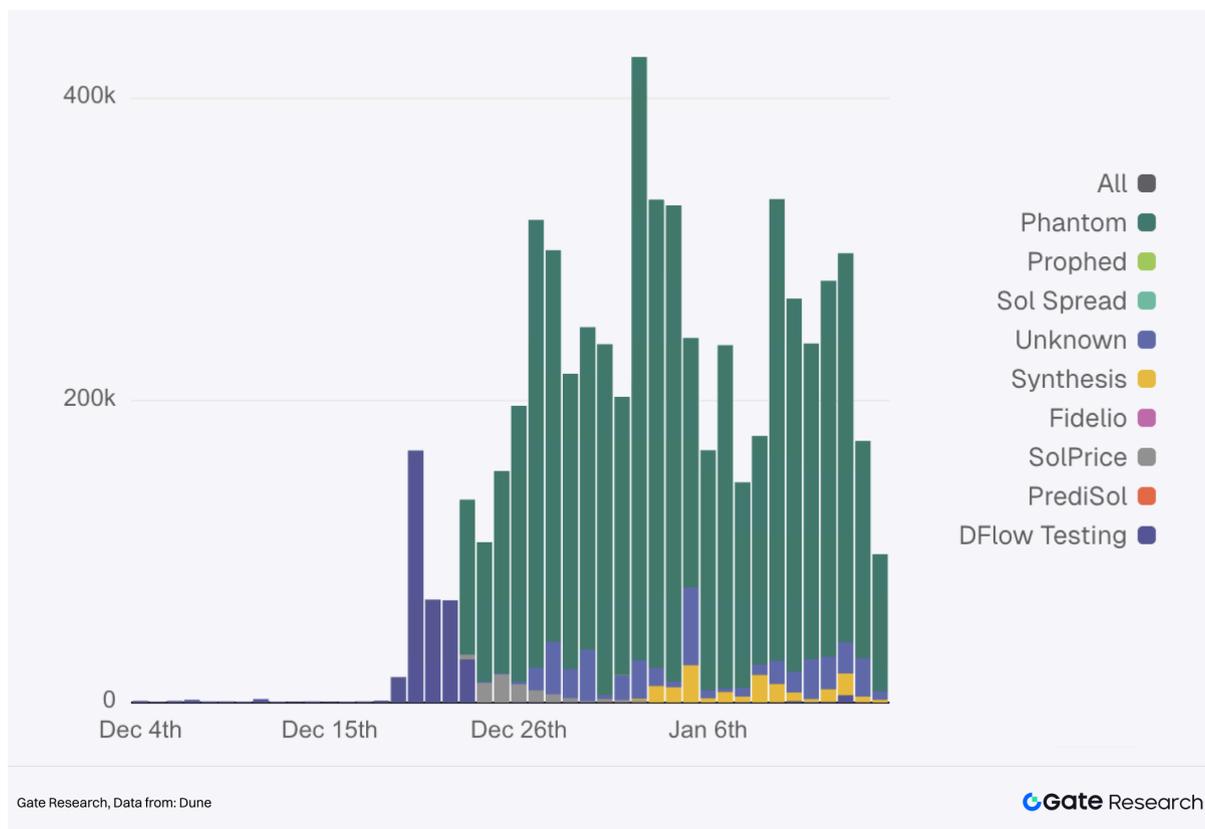
3.3 主要进展

目前 Kalshi 的链上化进展情况可以概括为三条主线：

- 代币化事件合约在 Solana 上线：Kalshi 在 2025 年 12 月披露其 Tokenized Predictions 在 Solana 上线，宣布通过 Jupiter 和 DFlow 等生态组件触达链上交易与

集成场景。自去年 12 月中旬以来，DFlow 集成商已累计完成了超过 600 万美元交易量，日均交易规模在 20 万 - 30 万美元间。

VII. Kalshi 支持的 DFlow 预测市场 API 每日交易量分布情况



- 钱包侧分发与交易体验模块化：Solana 主流钱包 Phantom 同样在去年 12 月宣布与 Kalshi 的预测市场集成（同样采用 DFlow API 集成），包含行情展示、交易与社区交互等模块，把事件合约嵌入钱包的日常使用路径中。
- 数据与预言机/接口层建设：Kalshi 与 RedStone 正在合作将市场数据带到多链环境，便于第三方在不同链上读取与集成事件合约相关数据。

3.4 挑战与约束：监管适配与混合架构迁移成本

链上化为 Kalshi 打开了新的分发边界与生态协同空间，但同时也引入两类高阶约束：一类来自监管边界的再解释风险，另一类来自“中心化交易系统—链上分发/映射”混合架构的工程迁移成本。

- 监管适配的不确定性

围绕体育事件合约，Kalshi 近年来面临的核心外部约束之一，是州级博彩监管机构与联邦衍生品监管框架之间的边界冲突：州监管方倾向将部分体育相关事件合约视作未经许可的体育博彩或体育赌注变体，而 Kalshi 则主张其作为 CFTC 监管下的指定合约市场所挂牌的事件合约，应当适用联邦衍生品框架并具有更强的全国性适用基础。

从已公开的案例看，这种冲突已经外显为具体执法与诉讼：例如，马萨诸塞州总检察长曾以“非法和不安全的体育博彩运营”为由对 Kalshi 提起诉讼；同时，田纳西州监管机构也曾向 Kalshi 发出停止令，随后 Kalshi 提起联邦诉讼，联邦法官对田纳西方面的执行采取了临时阻止/暂缓措施。这些进展反映出，即便联邦层面的合规资质为其提供制度基础，州级监管与执法的不确定性仍可能对产品上新节奏与业务覆盖范围形成扰动。

在此背景下，链上代币化会进一步增加产品属性如何被理解的复杂度，代币化后的事件合约头寸在链上流通与组合使用，可能触发更多维度的监管关注，例如衍生品属性、支付与反洗钱要求、以及与博彩监管边界相关的讨论，并放大跨地区触达时的合规摩擦成本。更现实的挑战是，Kalshi 需要在扩大分发边界的同时，持续与相关监管机构澄清其产品边界、销售与分发方式、以及风险提示与市场监控机制，以降低“被重新界定”的风险敞口。

- 中心化 → 混合架构的工程约束

从中心化实体向部分链上分发/映射（代币化头寸）迁移，本质上是把一个相对封闭、可控的交易系统，逐步扩展为一个可组合、可集成但外部变量更多的开放环境。然而，这也带来了工程化挑战。链上代币化头寸与链下主市场之间需要维持强一致性，否则会出现跨市场套利、定价偏离与风险错配。这里的一致性不只是价格锚定，还包括合约规格、到期与结算逻辑、以及在极端行情下的同步与容错机制。此外，中心化风控体系很难像在券商账户体系中那样实现对链上钱包的全量可见与实时约束，这对 Kalshi 权限边界、额度与风险限制、以及对关键集成方/前端的风控协作机制提出新的要求。

综合来看，中心化预测市场的链上化并非简单的技术迁移，而是在合规确定性与链上可组合性及可分发性之间寻求动态平衡。既要避免触发监管对产品属性的再界定，又要让链上化在流动性与分发层面产生真实增量，同时维持其既有券商渠道的规模优势。

四、结论

4.1 Kalshi 的长期战略定位

Kalshi 的长期定位可以概括为一条相对清晰的主线：以合规资质与券商分发作为增长基础，在体育高频题材上实现可复制的产品供给与规模化成交；并在此基础上，通过 Solana 代币化探索把事件合约的触达范围从券商账户体系进一步延伸到链上流动性网络，尝试获得新的分发入口与增量流动性来源。

至此，Kalshi 正式迈向链上+链下的双规发展道路：

- 链下端继续强调合规确定性、账户体系与分发效率；
- 链上端强调可组合、可集成与低门槛分发，并以代币化形式引入更开放更国际化的交易参与结构。

但同样需要看到，Kalshi 的合规分发+链上资产化路径仍处于早期，或者说预测市场赛道仍处于早期，特别是涉及链上部分在监管层面仍然较为模糊。因此，这套模式的可持续性最终取决于两个变量能否同时成立：州级博彩监管与联邦衍生品框架的边界冲突是否可控，以及链上交易是否能在不放大合规风险与风控外溢的前提下形成足够规模。

4.2 启示

从行业角度看，Kalshi 的路径对中心化预测市场如何进入链上提供了一种可参考的框架，并带来了三点启示：

- 分发能力可能比产品形态更决定早期规模

预测市场并非只靠题材创新就能扩大规模，能否进入成熟的零售交易入口（券商/钱包/聚合器）往往直接影响流动性和用户增长弹性，Kalshi 的案例强化了“分发即产品”/“渠道为王”的现实意义。

- 高频、可模板化题材更容易形成规模化供给系统

体育赛季式供给对事件合约非常关键：它不仅提供持续上新的事件，也提供稳定的交易节奏与可复制的上架机制。这种结构使预测市场更像一套可运营的衍生品供给体系，而不仅是少数热点事件的短期爆发。

- 中心化预测市场进入链上难题在于边界管理

最难的并非把合约代币化，而是如何在开放环境中同时满足，即主市场与链上映射之间的经济一致性、穿透式风险控制、以及跨入口的合规与销售边界。对行业而言，甚至对于更多带有预测性质的中心化实体而言，链上链下混合化运营是一个以权限、额度、分发入口与产品边界为核心的不断权衡与博弈的过程。

总体而言，Kalshi 的案例说明，预测市场的规模化增长很大程度上由分发入口与高频、标准化、可批量上新的供给机制共同决定——券商渠道奠定其分发优势的主轴，而链上化探索则是在不改变这一主轴的前提下，将分发边界从券商入口进一步外延至链上生态。最终能否跑通，仍取决于监管适配与混合架构治理能力。

五、参考文献

- Dune, <https://dune.com/datadashboards/dflow-x-kalshi-prediction-markets>
- Dune, <https://dune.com/datadashboards/kalshi-overview>
- Dune, <https://dune.com/gateresearch/prediction-markets-overview>
- Dune, <https://dune.com/gateresearch/launchpad-but-prediction-market>

[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。