



Web3 行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

前沿科技组

分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：陈矣骄（执业 S1130525100001）

wang_qianwen@gjzq.com.cn

chenyijiao@gjzq.com.cn

市场情绪有所回暖，看好谷歌相关的加密矿场

行业动态

本周，美联储 12 月降息预期回暖，芝商所 FedWatch 预计 12 月美联储降息 25pb 的概率上升至 86.4%，Polymarket 预计 12 月美联储降息 25bp 的概率上升至 87%。受此影响，本周加密货币总市值达到 3.11 万亿美元，环比上周增长 6.1%。比特币收盘价为 90,919 美元/枚，环比上周上涨 6.8%；以太坊收盘价为 3,032 美元/枚，环比上周上涨 9.6%。目前加密货币恐惧贪婪指数为 20，较上周有所回暖，但仍处于极度恐惧区间。根据 Glassnode，当前 BTC 持仓均价约为 56,452 美元/枚，当前币价低于短期投资人持仓成本、高于长期投资人持仓成本。Solana 均价当前已跌破链上持仓均价。根据 CoinGlass，Binance 未来 1 个月的比特币期权最大痛点呈上升趋势。未来 7 天若 BTC 币价下跌，则累计多单清算强度更大；未来 30 天若上涨，则累计空单清算强度更大。根据 CoinCarp，全球加密货币本周累计成交 0.95 万亿美元，环比上周下滑 35.7%，随着情绪缓和，抄底资金流速趋弱。本周 Coinbase 现货累计成交 212 亿美元，环比上周下滑 16.8%，交投情绪偏淡。结合情绪指标与期权市场，我们认为当前情绪过于悲观，因而我们未来 1 个月反弹的判断相对乐观。

全球政策与产业新闻方面：美国德克萨斯州成为美国首个购入比特币的州，本次初步投资通过贝莱德的 IBIT ETF 完成，未来德州将自行托管比特币。美国证券交易委员会将于 2025 年 12 月 4 日举行公开会议，重点讨论公司治理监管变化及股权证券代币化等议题；此外，美国证券交易委员会还发布了新的指导方针，以加快对加密 ETF 的审批。中国人民银行召开打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议，强调虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位，虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。中国香港正在致力于构建安全可靠的数字资产平台，正在敲定对数字资产交易及托管服务的监管制度，目前代币化产品在香港的市场规模约为 30 亿美元。越南胡志明市财政局与币安交易所签署合作谅解备忘录。泰国对国家级交易所交易的比特币实行 0% 资本利得税。瑞士银行 AMINA 与 Crypto Finance Group 合作实现法币实时结算。巴西圣保罗启动区块链小额贷款试点项目助力农民。

公司新闻方面：美国商品期货交易委员会向 Polymarket 发放许可，允许其在美国展业；洲际交易所正考虑向该 Polymarket 投资 20 亿美元。标普将 Tether 资产评级下调至最低等级，质疑其与美元挂钩的能力。Robinhood 取得加密货币衍生品期货交易所 MIAXdx 90% 的股份，持续进军预测市场。微众银行与富融银行合作利用区块链技术发放无抵押贷款；通过深港跨境数据验证平台，企业在内地的经营数据可转化为不可篡改的信用报告，中国香港银行可基于此报告批出无抵押贷款。TeraWulf 宣布部分可转换优先股将于 12 月 9 日自动转化为 121.5 万股普通股，目前公司共有约 4.19 亿股普通股。Cipher Mining 以 7.125% 的利率发行 3.33 亿美元 5 年期高级担保票据，公司将使用该笔融资建设位于 Barber Lake Facility 的数字中心。

投资建议

我们认为当前情绪虽然有所回暖，但仍相对悲观，随着 12 月降息临近，我们对这段时间的市场表现持乐观态度；但目前市场预测 2026 年 1 月和 3 月大概率不降息，2026 年 1 月之后我们对加密市场的预期表现相对谨慎。公司方面，随着加密矿场持续转型 AI 数据中心，我们建议关注与谷歌有合作或潜在股权关系的加密挖矿公司，以及有较多电力储备的公司。

风险提示

全球宏观及流动性风险，全球 Web3 监管政策变化，网络安全风险，金融衍生品风险，Web3 机构法律合规风险。



内容目录

1. 本周行情回顾	3
2. 全球政策及产业新闻	4
3. 公司新闻	5
4. 投资建议	6
5. 风险提示	6

图表目录

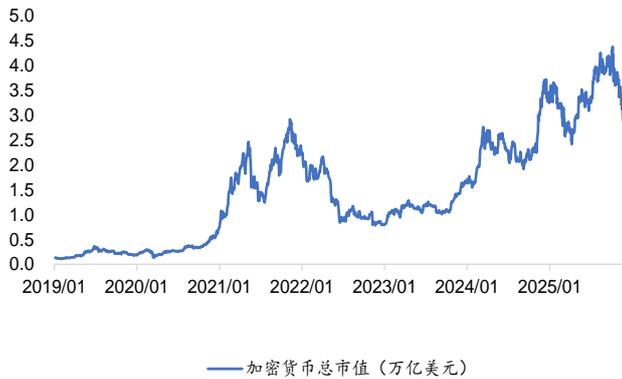
图表 1: 加密货币总市值本周迎来反弹	3
图表 2: 本周比特币反弹 6.8%，以太坊反弹 9.6%	3
图表 3: 加密货币总市值本周迎来反弹	3
图表 4: 本周加密市场情绪略有回暖，但整体情绪依然承压	3
图表 5: 比特币期权最大痛点未来 1 个月成上涨趋势	4
图表 6: 未来 30 天若币价上涨，则累计空单清算强度较大	4
图表 7: 本周全球加密成交额环比下滑	4
图表 8: Coinbase 本周现货成交额环比下滑	4



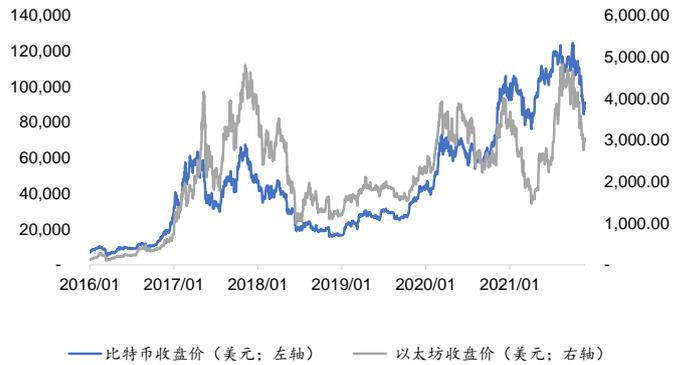
1. 本周行情回顾

根据 CoinMarketCap, 本周加密货币总市值达到 3.11 万亿美元, 环比上周增长 6.1%。比特币收盘价为 90,919 美元/枚, 环比上周上涨 6.8%; 以太坊收盘价为 3,032 美元/枚, 环比上周上涨 9.6%。主要系芝商所 FedWatch 预计 12 月美联储降息 25bp 的概率上升至 86.4%, Polymarket 预计 12 月美联储降息 25bp 的概率上升至 87%。目前 FedWatch 和 Polymarket 均预期 2026 年 1 月和 3 月大概率不降息。

图表1: 加密货币总市值本周迎来反弹



图表2: 本周比特币反弹 6.8%, 以太坊反弹 9.6%



来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

根据 Glassnode, 目前 BTC 持仓均价约为 56,452 美元/枚, 当前币价低于短期投资人持仓成本、高于长期投资人持仓成本。Solana 均价当前已跌破链上持仓均价。根据 CoinMarketCap, 加密货币恐惧贪婪指数本周为 20, 仍处于极度恐惧区间, 但较上周略有回暖。从情绪指标来看, 当前情绪过于悲观, 因而我们对后市反弹的判断相对乐观。

图表3: 加密货币总市值本周迎来反弹

图表4: 本周加密市场情绪略有回暖, 但整体情绪依然承压



来源: Glassnode, 国金证券研究所



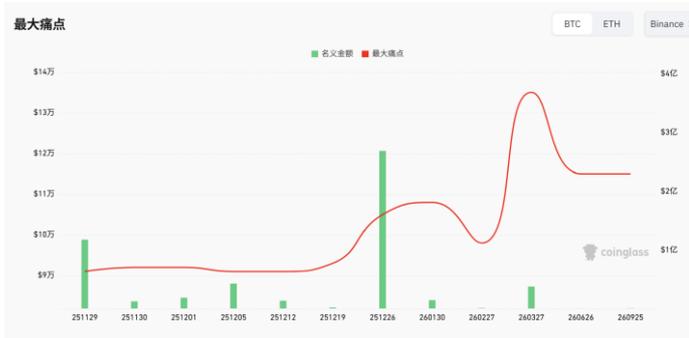
来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

根据 CoinGlass, Binance 未来 1 个月的比特币期权最大痛点呈上升趋势。未来 7 天若 BTC 币价下跌, 则累计多单清算强度更大; 未来 30 天若上涨, 则累计空单清算强度更大。

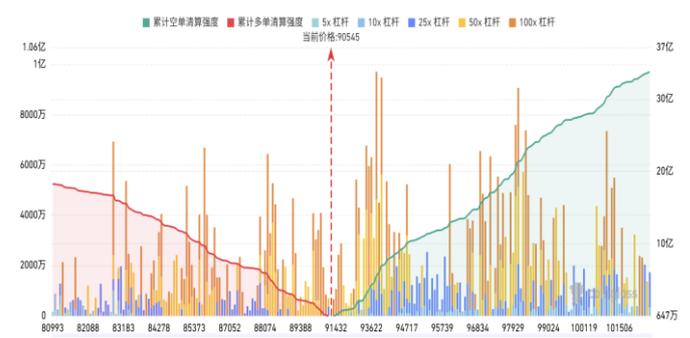


图表5: 比特币期权最大痛点未来1个月成上涨趋势

图表6: 未来30天若币价上涨, 则累计空单清算强度较大



来源: CoinGlass, 国金证券研究所

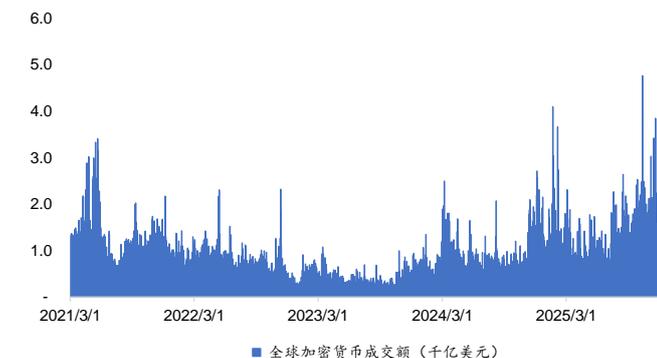


来源: CoinGlass, 国金证券研究所

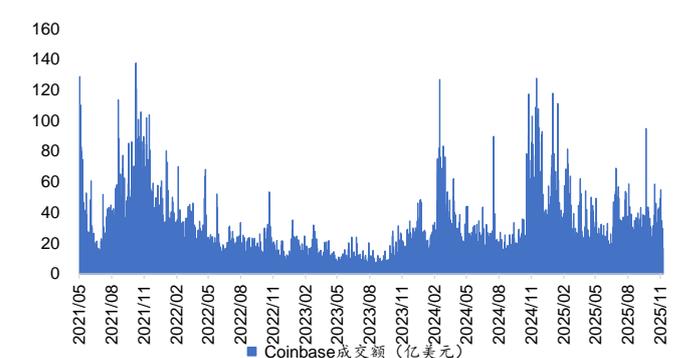
根据 CoinCarp, 全球加密货币本周累计成交 0.95 万亿美元, 环比上周下滑 35.7%, 随着情绪缓和, 抄底资金流速趋弱。本周 Coinbase 现货累计成交 212 亿美元, 环比上周下滑 16.8%, 交投情绪偏淡。

图表7: 本周全球加密成交额环比下滑

图表8: Coinbase 本周现货成交额环比下滑



来源: CoinCarp, 国金证券研究所



来源: CoinGlass, 国金证券研究所

2. 全球政策及产业新闻

■ 中国人民银行召开打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议

据中国人民银行报道, 2025 年 11 月 28 日, 中国人民银行召开打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议。公安部、中央网信办、中央金融办、最高人民法院、最高人民检察院、国家发展改革委、工业和信息化部、司法部、中国人民银行、国家市场监管总局、国家金融监管总局、中国证监会、国家外汇局有关负责同志出席会议。

会议强调, 虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位, 不具有法偿性, 不应且不能作为货币在市场上流通使用, 虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。

■ 中国香港正在敲定对数字资产交易及托管服务的监管制度

据 ChainCatcher 报道, 香港证监会行政总裁梁凤仪表示, 香港正致力构建安全可靠的数字资产平台。香港正在敲定对数字资产交易及托管服务的监管制度。香港对代币化金融产品的采用日益增加, 例如绿色债券、香港证监会认可的货币市场基金和零售黄金产品。相关代币化产品在香港的市场规模约为 30 亿美元。

■ 德克萨斯州成为美国首个购入比特币的州

据金色财经报道, 德克萨斯州 11 月 20 日以约 8.7 万美元的价格投资 1,000 万美元, 成为美国首个购入比特币的州。德州州审计长及财政部投资团队密切关注市场, 此次初步投资通过贝莱德 (BlackRock) 的 IBIT ETF 完成, 未来德州将自行托管比特币。

■ 美国 SEC 将于 2025 年 12 月 4 日讨论公司治理及股权证券代币化



据深潮 TechFlow 报道，11 月 25 日，美国证券交易委员会(SEC)投资者咨询委员会将于 2025 年 12 月 4 日举行虚拟公开会议，重点讨论公司治理监管变化及股权证券代币化等议题。会议还将探讨关于披露人工智能对发行人运营影响的潜在建议。此次会议将于东部时间上午 10 点开始，并在 SEC 官方网站进行直播。

■ 越南胡志明市财政局与币安交易所签署合作谅解备忘录

根据越南通讯社报道，越南胡志明市财政局与全球最大加密货币交易所币安于 11 月 25 日签署合作谅解备忘录，共商推动胡志明市越南国际金融中心的发展。越南政府总理范明政、胡志明市人民委员会领导以及各部门、机关和国际投资基金代表一同出席和见证签署仪式。

根据谅解备忘录内容，双方一致同意引荐投资者、金融机构及投资基金赴越南胡志明市国际金融中心投资兴业；就建立数字资产、区块链技术 & 数字资产支付基础设施法律框架开展经验交流。此外，双方也将建立，提出试点方案，对胡志明市越南国际金融中心各数字资产项目采用受控测试机制 (Sandbox)，合作建设/支持应用数字技术、区块链及金融科技的企业、中小企业生态体系。

■ 泰国对国家级交易所交易的比特币实行 0% 资本利得税

根据 BlockBeats，据 The Bitcoin Historian 披露，泰国现对在国家级交易所交易的比特币实行 0% 资本利得税。

■ 瑞士银行 AMINA 与 Crypto Finance Group 合作实现法币实时结算

根据 CoinDesk，瑞士加密银行 AMINA Bank 与德国证券交易所旗下的 Crypto Finance Group 完成了与谷歌云 Universal Ledger 的试点项目，实现了法定货币的实时结算。该试点旨在展示分布式账本技术在无需新数字货币或监管变革的情况下，支持传统金融基础设施的潜力。下一阶段将扩展到更多金融机构，并探索面向消费者的应用，如销售点支付和国际支付。

■ SEC 推出新指导方针以加速加密 ETF 审批

根据 Odaily 报道，美国证券交易委员会 (SEC) 发布了新的指导方针，这可能会加速加密货币交易所交易基金 (ETF) 的审批流程。长期政府停摆致了超过 900 份待处理注册申请的积压。

新指导方针中可以加快审批流程的关键变化包括 SEC 于 2025 年 9 月 17 日批准纳斯达克、Cboe BZX 交易所和纽约证券交易所 Arca 的商品信托股票的通用上市标准。这消除了每个合格的加密货币交易所交易产品 (ETP) 需要根据第 19(b) 条获得单独批准的必要性。对于在政府停摆期间提交的文件，指导方针确认没有递延条款的注册声明将在第 8(a) 条款下自动在 20 天后生效。

■ 巴西圣保罗启动区块链小额贷款试点项目助力农民

据 ChainCatcher 报道，巴西经济中心圣保罗宣布启动区块链技术小额贷款试点项目。该计划旨在提高信贷分配效率和透明度，降低管理成本，帮助中小农户获得资金支持。这标志着巴西地方政府在 Web3 技术应用于实体经济和改善农业融资环境方面的进一步探索。

3. 公司新闻

■ 美国商品期货交易委员会 (CFTC) 向 Polymarket 发放许可，允许在美展业

据华尔街见闻报道，CFTC 周二发布修订指定令，Polymarket 获准运营受全面联邦监管要求约束下的中介化交易平台。此举将允许该市场直接引入经纪商和客户。用户现在可以通过期货佣金商 (FCMs) 进行交易，并接入传统的托管、报告及市场基础设施。为满足监管要求以获得牌照，Polymarket 此前以 1.12 亿美元收购了受监管的合约市场和清算所 QCX，从而获得了 CFTC 的许可基础。

洲际交易所正考虑向该平台投资 20 亿美元。这笔交易可能使 Polymarket 的估值达到 80 亿美元至 100 亿美元区间。目前的投资者阵容包括由 Donald Trump Jr. 支持的 1789 Capital 等机构。

■ 标普将 Tether 资产评级下调至最低等级，质疑其与美元挂钩的能力

根据华尔街见闻报道，由于对高风险资产的敞口不断上升，标普全球评级 (S&P Global Ratings) 将 Tether 的储备质量评级从“受限 (constrained)”下调至其最低等级“弱 (weak)”。标普指出，该机构高风险资产占比上升，包括公司债、贵金属、比特币和有担保贷款等，



这些资产在 9 月底占总储备的 24%，显著高于一年前的 17%。

- **Robinhood 取得加密货币衍生品期货交易所 MIAXdx 90% 的股份，持续进军预测市场**

根据 FinanceFeeds，Robinhood 计划于 2026 年推出新的期货和衍生品交易所，将其预测市场业务拓展至机构领域。该平台将与全球最大流动性提供商之一的 Susquehanna International Group (SIG) 的合资企业开发。该合资企业将从迈阿密国际控股公司手中收购 MIAXdx 90% 的股份，包括其衍生品清算机构和掉期执行机构。MIAXdx 已持有指定合约市场牌照。该交易所将提供期货、衍生品以及一系列扩展的预测市场——Robinhood 表示，预测市场已迅速成为其最强劲的收入来源之一。

此前，Robinhood Derivatives 与 Kalshi 在预测市场开展合作。The Block 的数据显示，自 9 月以来，Kalshi 的月交易量已超过 Polymarket。10 月，Kalshi 的交易额为 4.4 亿美元，而 Polymarket 的交易额为 3.02 亿美元。

- **微众银行与富融银行合作利用区块链技术发放无抵押贷款**

据深潮 TechFlow 报道，11 月 29 日，微众银行与香港数字银行富融银行合作，通过深港跨境数据验证平台，将企业在内地的经营数据转化为不可篡改的信用报告。香港银行可基于此报告批出无抵押贷款，首笔贷款已成功发放给一家跨境物流商，显示内地数据资产可在香港转化为流动资金。

- **TeraWulf 宣布部分可转换优先股将于 12 月 9 日自动转股**

根据 TeraWulf 官网，公司 11 月 25 日宣布 2025 年 12 月 9 日将有部分优先股自动转为 121.5 万股普通股，目前公司共有约 4.19 亿股普通股，转股将于 2025 年 12 月 11 日当前或之前完成。

- **Cipher Mining 以 7.125% 的利率发行 3.33 亿美元 5 年期高级担保票据**

根据 TeraWulf 官网，公司 11 月 24 日宣布 2025 年 12 月 9 日将有部分优先股自动转为 121.5 万股普通股，目前公司共有约 4.19 亿股普通股，转股将于 2025 年 12 月 11 日当前或之前完成。公司预计使用该笔融资建设 Barber Lake Facility 的数据中心。

4. 投资建议

我们认为当前情绪虽然有所回暖，但仍相对悲观，随着 12 月降息临近，我们对这段时间的市场表现持乐观态度；但目前市场预测 2026 年 1 月和 3 月大概率不降息，2026 年 1 月之后我们对加密市场的预期表现相对谨慎。公司方面，随着加密矿场持续转型 AI 数据中心，我们建议关注与谷歌有合作或潜在股权关系的加密挖矿公司 Cipher Mining 和 TeraWulf，以及有较多电力储备的公司 IREN Limited 和 Riot Platform。

5. 风险提示

- **全球宏观及流动性风险**

若美联储或其他全球主要经济体降息不及预期、财政预算收紧、或量化紧缩，可能对全球流动性产生影响，从而影响 Web3 市场的表现。

- **全球 Web3 监管政策变化**

若全球对 Web3 的监管政策收紧，可能会影响行业的合规化进程，从而影响新增资金的进入和行业流动性。

- **网络安全风险**

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与者遇到网络安全风险，或者目前的加密技术被新技术破解，可能会对行业的发展产生影响。

- **金融衍生品风险**

由于 Web3 行业合规仍处于初期，对金融衍生品监管较少，若部分金融衍生品出现流动性、挪用项目资金、行情下跌下的穿仓等事件，则可能会影响基于此金融衍生品的相关生态参与者。

- **Web3 机构法律合规风险**

若 Web3 主要交易所、项目方、做市商等生态参与机构遇到挪用客户资金、非法经营、内部交易等法律合规风险，可能会对行业发展带来不利影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**