

比特币现货ETF专题：背景、影响及未来趋势

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：张文雨
执业证书：S0600123070071
zhangwy@dwzq.com.cn

- 经过十年的周旋与波折，美国证券交易委员会（SEC）终于在2024年1月10日批准比特币现货ETF上市。短短3天，比特币现货ETF吸引了大量资金，引发广泛讨论。我们认为比特币现货ETF的上市有助于提高交易的活跃度、流动性，完善定价体系，降低海外合格投资者参与比特币投资门槛。
- 我们从交易成本、便利性、流动性、安全性等角度出发，对比了海外比特币投资相关标的，包括一级市场（即直接交易比特币或比特币期货）和二级市场（即比特币现货ETF和比特币期货ETF），进行对比。结论是，二级市场比一级市场的安全性更高、交易成本更低、投资组合管理更便利，其中比特币现货ETF又比期货ETF的费率更低。当前管理规模最大的比特币ETF为Grayscale发行的GBTC，总管理规模达28.6亿美元，已超过最大的比特币期货ETF管理规模（22.8亿美元）。
- **2024年比特币将迎来三重利好：减半、比特币生态崛起、美联储降息预期。**1) 比特币miner reward每4年发生一次减半，前三次减半的半年时间里，比特币币价都显著增长，预计今年4月将迎来第4次减半。2) 2022年12月Ordinals（一种基于比特币的数字内容编码方式）推出后，Ordinals用户群激增，链上无数新老协议层出不穷，带动了比特币生态的强势发展，也推动比特币链上手续费6年以来首次超过了以太坊。3) FED Reserve Board成员预计，2024年美国实际GDP增速或为1.4%、联邦基金利率或为4.6%（2023年为5.4%）。降息或引发美元供应量增长、美元贬值，比特币因其抗通胀效果或迎来更多需求。
- **比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响，主要为挖矿企业、交易平台和持币企业。**挖矿企业的商业模式可以总结为“前期投入-后期收割”，随着比特币生态完善和交易量增长，前期投入逐步摊薄，而后收益或稳定增长；交易平台收入来自交易佣金，具有“卖水人”特点，头部交易平台凭借规模优势建立竞争壁垒；持币公司早期以相对较低的成本购入大量比特币，享受资本利得。
- **风险提示：**比特币价格波动风险、技术和安全性风险、法律和监管风险、市场操纵风险。



- 1、比特币现货ETF是什么？为什么要有比特币现货ETF？

- 2、比特币现货ETF的申请和通过历程

- 3、今年有哪些外部因素会影响比特币现货ETF的走势？

- 4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

- 5、风险提示

1、比特币现货ETF是什么？为什么要有比特币现货ETF？

- **比特币投资分为一级市场和二级市场：**一级市场直接在比特币交易平台（如CoinBase）买卖比特币，或在芝商所买卖比特币期货；二级市场则是通过比特币ETF进行间接投资。
- **与直接持有比特币相比，持有比特币ETF有何优势？ 主要是安全性、成本和便利性。**
 - **成本：**1) 如果直接购买比特币，许多交易平台上的小投资者有时需要支付超过其购买金额1%的费用和价差。而大多数比特币现货ETF的费率在0.3%以内（费率表见于第6页）。2) 比特币ETF还可以持有在投资者的退休账户中，这样可以避免直接持有比特币带来的资本利得税。但这同时也意味着，即使比特币价格下跌，其在退休账户中产生的税款也不会随之减少。
 - **便利性：**此外，相较于在Coinbase等交易平台上开设专门用于购买比特币的账号，投资ETF更加方便，投资者通过传统股票账户持有比特币ETF，可以在同一个账户中管理比特币和其他资产。
 - **安全性：**投资者不必担心加密货币交易所账户的密码丢失或被盗，减少了潜在的资产损失风险。

比特币密码遗失的新闻

日期	新闻来源	相关内容
2021/12/19	环球时报	英国一名程序员8年来一直在拼命尝试恢复其旧硬盘里的数字钱包密钥，包括约7500个比特币。他与一家帮助美国国家航空航天局（NASA）从爆炸的航天飞机中恢复数据的公司谈判寻求帮助。
2021/1/15	成都商报	在现有的1850万个比特币中，约20%处于丢失状态。据帮助客户寻找丢失密钥的钱包找回服务公司称，现在每天收到约70个想找回其密码的申请，这是一个月前的3倍之多。
2019/2/2	新浪财经	加拿大的加密货币交易所QuadrigaCX，由于创始人意外死亡，导致私钥丢失、无法访问冷钱包，用户无法即时提现，QuadrigaCX交易所欠用户的资产高达1.9亿美元。

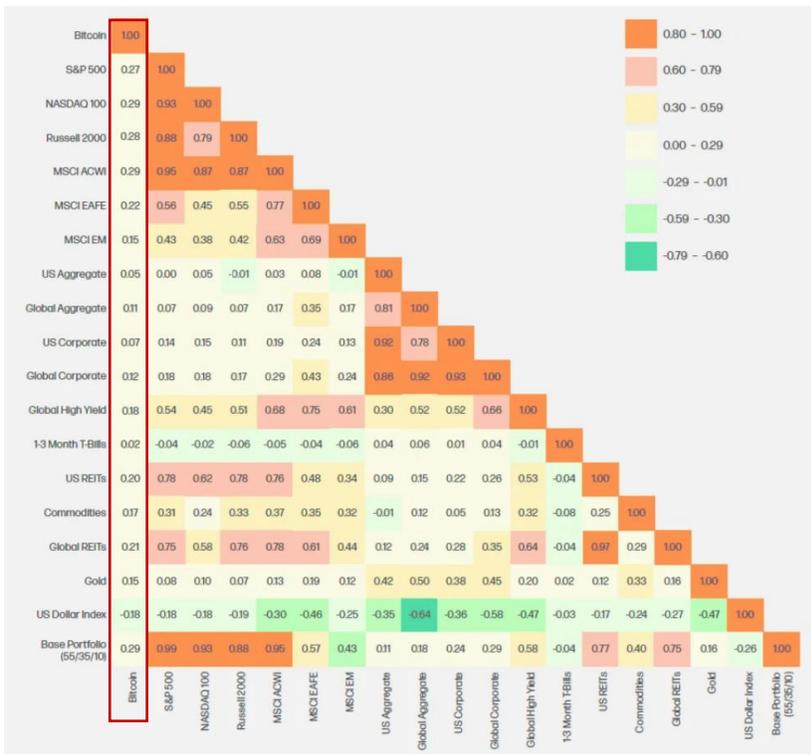
1、比特币现货ETF是什么？为什么要有比特币现货ETF？

比特币价格和大多数指数的相关性较低，将比特币纳入资产组合有助于提升整体表现。

根据Galaxy统计，2018/8/31-2023/8/31期间，比特币美元价格和大多数指数的相关系数均在±0.3以内，且将比特币加入基础组合之后，组合整体的夏普比率和Sortino比率有所提升，意味着收益率提升幅度高于波动率提升幅度。具体计算方法见于附注。

此前，海外投资者需要单独在比特币交易平台上购买比特币，而比特币现货ETF推出后，可以更便利地将其纳入资产组合管理。

比特币价格和其他指数的相关系数较低



注：计算区间为2018/8/31-2023/8/31

将比特币纳入基础组合后的夏普比率和Sortino比率均有所提升

	From Commodity Allocation				From Equity Allocation				From FI Allocation				Equal Allocation				Pro Rata Allocation			
	Sharpe	Δ	Sortino	Δ	Sharpe	Δ	Sortino	Δ	Sharpe	Δ	Sortino	Δ	Sharpe	Δ	Sortino	Δ	Sharpe	Δ	Sortino	Δ
Base Portfolio	0.17	-	0.26	-	0.17	-	0.26	-	0.17	-	0.26	-	0.17	-	0.26	-	0.17	-	0.26	-
1% BTC	0.23	0.06	0.35	0.09	0.23	0.06	0.36	0.09	0.23	0.06	0.36	0.09	0.23	0.06	0.35	0.09	0.23	0.06	0.35	0.09
2% BTC	0.28	0.05	0.43	0.08	0.29	0.06	0.44	0.09	0.29	0.06	0.44	0.09	0.29	0.05	0.44	0.08	0.29	0.06	0.44	0.08
3% BTC	0.44	0.05	0.51	0.08	0.34	0.05	0.52	0.08	0.34	0.05	0.52	0.08	0.34	0.05	0.52	0.08	0.34	0.05	0.52	0.08
4% BTC	0.38	0.04	0.58	0.07	0.39	0.05	0.60	0.08	0.39	0.05	0.60	0.07	0.38	0.05	0.59	0.07	0.39	0.05	0.59	0.07
5% BTC	0.42	0.04	0.64	0.07	0.44	0.05	0.68	0.07	0.44	0.04	0.67	0.07	0.43	0.04	0.66	0.07	0.43	0.05	0.66	0.07
6% BTC	0.45	0.04	0.70	0.06	0.48	0.04	0.74	0.07	0.47	0.04	0.73	0.06	0.47	0.04	0.72	0.06	0.47	0.04	0.72	0.06
7% BTC	0.49	0.03	0.76	0.05	0.52	0.04	0.81	0.06	0.51	0.03	0.78	0.06	0.50	0.03	0.77	0.06	0.50	0.04	0.78	0.06
8% BTC	0.52	0.03	0.80	0.05	0.55	0.03	0.86	0.06	0.54	0.03	0.83	0.05	0.53	0.03	0.83	0.05	0.54	0.03	0.83	0.05
9% BTC	0.54	0.03	0.85	0.04	0.58	0.03	0.91	0.05	0.57	0.03	0.88	0.05	0.56	0.03	0.87	0.05	0.56	0.03	0.88	0.05
10% BTC	0.56	0.02	0.89	0.04	0.61	0.03	0.96	0.05	0.59	0.02	0.92	0.04	0.58	0.02	0.91	0.04	0.59	0.03	0.92	0.04

注1：计算区间为2018/8/31-2023/8/31

注2：基础组合=55%的标普500+35%的彭博美国债券指数+10%彭博商品指数

注3：夏普比率=（组合的年化收益率-无风险利率）/组合的年化波动率

注4：Sortino比率=（组合的年化收益率-无风险利率）/组合的下行波动率

1、比特币现货ETF是什么？为什么要有比特币现货ETF？

- **比特币ETF分为期货ETF和现货ETF**：2021年比特币期货ETF获批上市，而现货ETF在2024年1月10日才获批上市，但**短短3天时间吸引了大量的资金**。目前最大的比特币现货ETF是由Grayscale发行的GBTC，总管理规模达28.6亿美元，已超过最大的比特币期货ETF管理规模（22.8亿美元）。
- **不同ETF的区别主要在于管理方式、流动性和佣金费率**：
 - 按照管理方式分为主动型和被动型，前者波动率更大；
 - 流动性上，交易金额和管理规模越大的ETF，流动性通常更好、基金清盘风险更低；
 - 佣金费率上，期货ETF涉及期货合约滚动，整体费率比现货ETF更高。

	缩写	发行方	ETF名称	价格(\$)	2024/1/14 单日交易金额(m\$)	AUM(m\$)	佣金费率(%)
比特币现货ETF	GBTC	Grayscale	Grayscale Bitcoin Trust	39	1820	2860	1.50
	HODL	VanEck	VanEck Bitcoin Trust	50	16	87	0.25
	EZBC	Franklin Templeton	Franklin Bitcoin ETF	25	5	53	0.19
	FBTC	Fidelity	Wise Origin Bitcoin Trust by Fidelity	38	433	247	0.25
	BITB	Bitwise	Bitwise Bitcoin ETP	24	78	240	0.20
	IBIT	BlackRock	iShares Bitcoin Trust	25	565	122	0.25
	ARKB	Ark/21 Shares	Ark/21 Shares Bitcoin Trust	44	149	10	0.21
	BTCW	WisdomTree	WisdomTree Bitcoin Trust	47	41	2.4	0.30
	BRRR	Valkyrie	Valkyrie Bitcoin Fund	12	2	0.5	0.25
比特币期货ETF	BITO	ProShares	ProShares Bitcoin Strategy ETF	21	954	2280	0.95
	XBTF	VanEck	VanEck Bitcoin Strategy ETF	40	3.4	58	0.76
	BTF	Valkyrie	Valkyrie Bitcoin and Ether Strategy ETF	14	1.5	38	1.20
	BITS	Global X	Global X Blockchain & Bitcoin Strategy ETF	48	1.1	26	0.65
	ARKA	Ark/21 Shares	ARK 21Shares Active Bitcoin Futures Strategy ETF	43	2.0	8	0.70
	DEFI	Hashdex	Hashdex Bitcoin Futures ETF	52	1.4	5	0.90
	BITC	Bitwise	Bitwise Bitcoin Strategy Optimum Yield ETF	34	1.3	4.6	0.85
	BETH	ProShares	ProShares Bitcoin & Ether Market Cap Weight Strategy ETF	64	0.2	4.4	1.33
	BETE	ProShares	ProShares Bitcoin & Ether Equal Weight Strategy ETF	61	0.3	2.5	1.33
	ARKC	Ark/21 Shares	ARK 21Shares Active On-Chain Bitcoin Strategy ETF	28	0.1	1.2	0.93
	ARKY	Ark/21 Shares	ARK 21Shares Active Bitcoin Ethereum Strategy ETF	31	0.5	0.6	1.00

注：数据截至2024/1/14

2、比特币现货ETF的申请和通过历程

比特币ETF的上市过程曲折，背后是市场与监管部门的多方角力，从期货ETF到现货ETF、从欧洲到美国，逐步从小众走向大众视野。

- 自2013年起，美国比特币ETF多次上演“申请-被拒”。市场机构认为比特币具有商品属性，而监管方认为比特币的高波动性不利于普通投资者。
 - 2013年以来，以Gemini比特币交易所为代表的市场机构，不断向美国证监会（SEC）申请上线比特币ETF，但SEC持续以比特币资产不受监管的理由，否决了其申请。
 - 随着2017年12月比特币期货在芝加哥商业交易所（CME）和芝加哥期权交易所（CBOE）上市，支持者重新燃起上线比特币ETF的希望。
 - 2018年以来，一些市场主体又开始游说SEC批准上线比特币ETF。2018年3月，CBOE总裁致信SEC，建议SEC把比特币ETF看作普通商品的ETF，不要阻碍比特币ETF的发展。他认为，随着比特币交易量的持续上升，整个比特币市场将会越来越像一个传统的商品市场，有足够的流动性来支持比特币ETF产品。
 - 2021年2月，比特币期货ETF终于获批上市。
- 全球比特币现货ETF审批的进展不一，欧洲对比特币现货ETF的态度比美国更加开放。
 - 在美国之前，德国、瑞士、瑞典、加拿大已批准比特币现货ETF上市。2023年，大型金融机构再次向美国SEC递表，申请比特币现货ETF上市，多次延期后，2024年1月11日终于上市。

美国现货ETF申请上市和延期的时间点

ETF名称	发行方	首次申请时间	First Deadline	Second Deadline	Third Deadline	Final Deadline
Grayscale Bitcoin Trust	Grayscale	2021/11/8	2021/12/23	2022/2/6	2022/5/7	2022/7/6
ARK 21Shares Bitcoin ETF	21Shares & ARK	2023/5/15	2023/6/29	2023/8/13	2023/11/11	2024/1/10
iShares Bitcoin Trust	BlackRock	2023/7/19	2023/9/2	2023/10/17	2024/1/15	2024/3/15
Bitwise Bitcoin ETP Trust	Bitwise	2023/7/18	2023/9/1	2023/10/16	2024/1/14	2024/3/14
VanEck Bitcoin Trust	VanEck	2023/7/19	2023/9/2	2023/10/17	2024/1/15	2024/3/15
Wisdomtree Bitcoin Trust	Wisdomtree	2023/7/19	2023/9/2	2023/10/17	2024/1/15	2024/3/15
Invesco Galaxy Bitcoin ETF	Invesco & Galaxy	2023/7/19	2023/9/2	2023/10/17	2024/1/15	2024/3/15
Wise Origin Bitcoin Trust	Fidelity	2023/7/19	2023/9/2	2023/10/17	2024/1/15	2024/3/15
Valkyrie Bitcoin Fund	Valkyrie	2023/7/21	2023/9/4	2023/10/19	2024/1/17	2024/3/19
Global X Bitcoin Trust	GlobalX	2023/8/23	2023/10/7	2023/11/21	2024/2/19	2024/4/19
Hashdex Bitcoin ETF Strategy Change	Hashdex	2023/10/3	2023/11/17	2024/1/1	2024/3/31	2024/5/30
Franklin Bitcoin ETF	Franklin	2023/10/3	2023/11/17	2024/1/1	2024/3/31	2024/5/30

2、国内公募基金不得投资比特币ETF

2021年9月15日，中国人民银行、中央网信办、最高人民法院、最高人民检察院、公安部等十部委印发《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，规定：

- 虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。
- 境外虚拟货币交易所通过互联网向中国境内居民提供服务同样属于非法金融活动。
- 任何法人、非法人组织和自然人投资虚拟货币及相关衍生品，违背公序良俗的，相关民事法律行为无效，由此引发的损失由其自行承担；涉嫌破坏金融秩序、危害金融安全的，由相关部门依法查处。
- 严厉打击虚拟货币相关非法金融活动，开展法定货币与虚拟货币兑换业务、虚拟货币之间的兑换业务、作为中央对手方买卖虚拟货币、为虚拟货币交易提供信息中介和定价服务、代币发行融资以及虚拟货币衍生品交易等虚拟货币相关业务活动涉嫌非法发售代币票券、擅自公开发行证券、非法经营期货业务、非法集资等非法金融活动，一律严格禁止，坚决依法取缔。
- 对于开展相关非法金融活动构成犯罪的，依法追究刑事责任。

以易方达战略新兴产业股票基金为例，该基金合同中的投资范围不包括比特币、比特币期货和比特币ETF。

“本基金的投资范围包括内地依法发行上市的股票（含中小板、创业板及其他依法发行、上市的股票、存托凭证）、内地与香港股票市场交易互联互通机制允许买卖的香港证券市场股票（以下简称“港股通股票”）、内地依法发行、上市的债券（包括国债、央行票据、地方政府债、金融债、企业债、公司债、次级债、中期票据、短期融资券、可转换债券、可交换债券等）、资产支持证券、债券回购、银行存款、同业存单、货币市场工具、股指期货、国债期货、股票期权及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。”

2022年10月31日，中国香港特区政府正式发表《有关加密货币在港发展的政策宣言》，阐明政府为在香港发展具活力的加密货币行业和生态系统而制定的政策立场和方针。中国香港证监会亦同步宣布，准许合资格的加密货币期货ETF在港公开发售。

2022年12月13日，南方东英资产管理有限公司宣布正式推出亚洲首批加密货币ETF：南方东英比特币期货ETF（3066.HK）、南方东英以太坊期货ETF（3068.HK），在港交所上市交易。这两只ETF的底层为投资美国芝商所提供的比特币、以太坊期货，由南方东英旗下量化投资团队总监王毅担任基金经理，最低入场金额为780港元。中国内地自然人或法人均无法购买任何该基金单位。

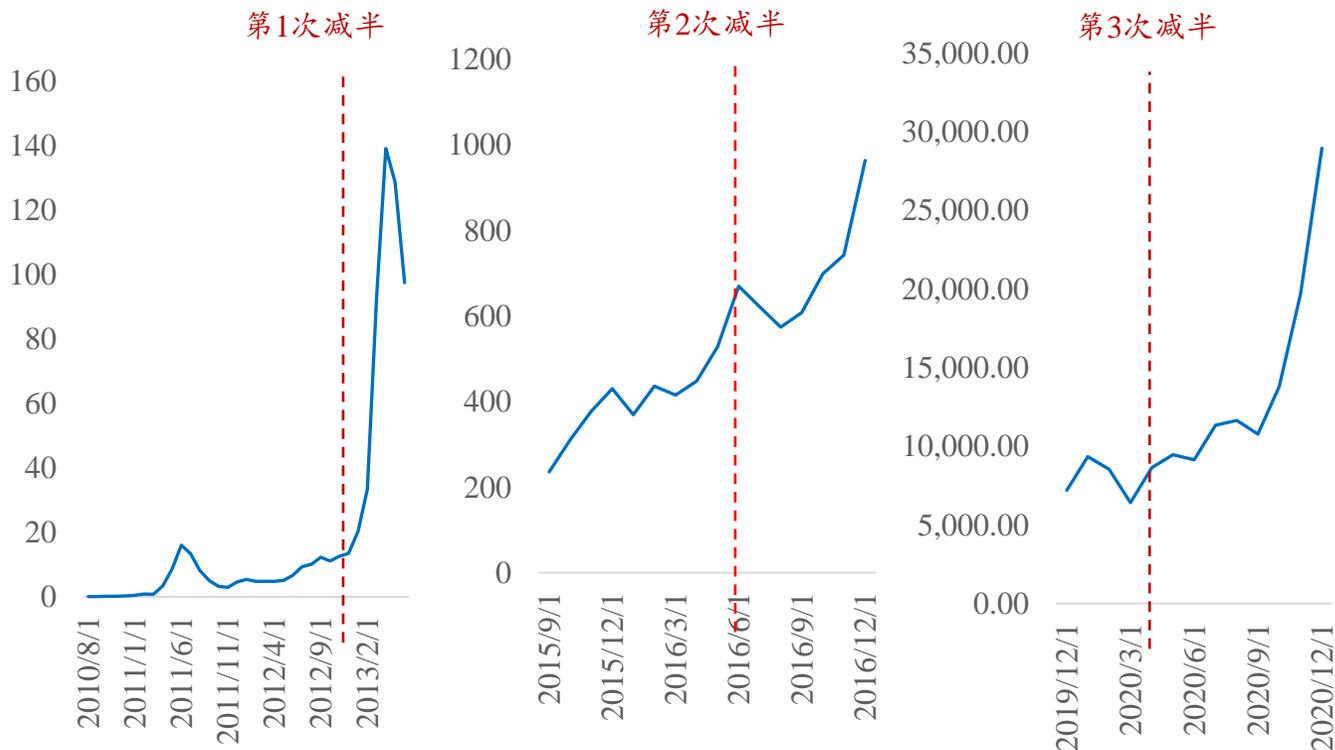
3、今年有哪些外部因素会影响比特币现货ETF的走势？

今年比特币ETF将迎来三重利好：减半、比特币生态崛起、美国降息预期。

1) 减半——降低比特币总量增速、抗通胀、保值增值

- 什么是减半：大约每4年，新挖出区块的比特币block reward数量会减少一半，直到2140年挖出最后一块比特币，届时比特币供应量将收于2100万枚。
- 减半的影响：减半的规律，客观上限制了比特币供应量增速，具有抗通胀效果，有助于推动币价增值。2009年以来，比特币已发生3次减半，每次减半后币价都有较大涨幅。预计**2024年4月**将迎来第4次减半。

比特币价格（美元）



预计今年4月将迎来第4次减半

事件	日期	Block number	Block reward	Total new bitcoins between events
比特币发起设立	2009/1/3	0	50 BTC	10,500,000
第1次减半	2012/11/28	210,000	25 BTC	5,250,000
第2次减半	2016/7/9	420,000	12.5 BTC	2,625,000
第3次减半	2020/5/11	630,000	6.25 BTC	1,312,500
第4次减半	预计2024/4	840,000	3.125 BTC	656,250
第5次减半	预计2028	1,050,000	1.5625 BTC	328,125
.....				
第33次减半 比特币全部挖完	预计2140年			

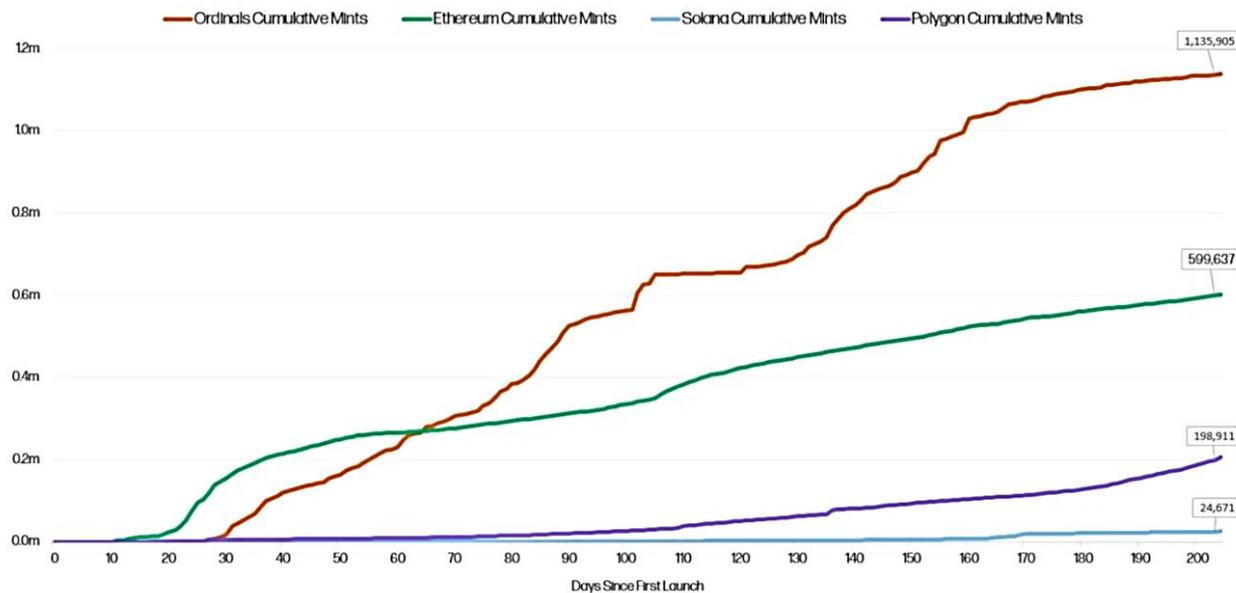
3、今年有哪些外部因素会影响比特币现货ETF的走势？

2) 比特币生态崛起

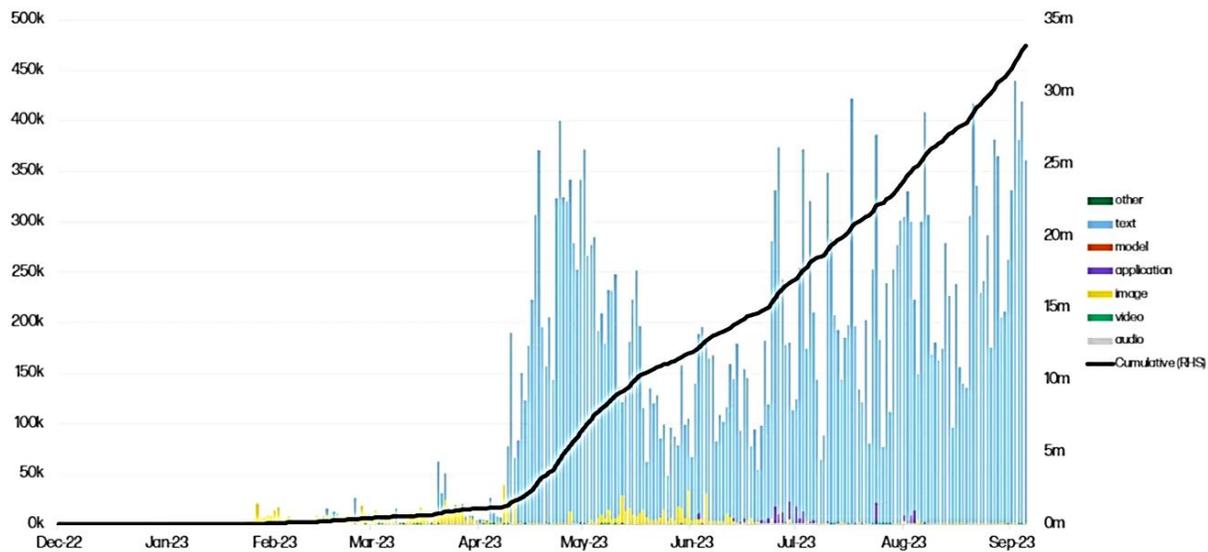
比特币自2017年完成硬分叉之后，社区一直处于沉寂状态，尽管有闪电网络等技术的加持，但也没有吸引到市场的目光。反观以太坊，则是凭借着DeFi、NFT、公链和layer2等热潮迅速地发展壮大。直到2023年初，随着Ordinals用户群的激增，比特币链上无数新老协议层出不穷，带动了比特币生态的强势发展，也推动比特币链上手续费6年以来首次超过了以太坊。

比特币Ordinals是什么？ 2022年12月，Casey Rodarmare发布了比特币Ordinals——一种将数字内容（比如图片、视频）附加到比特币区块链上的方式。自发布以来，比特币铭文的数量快速增长。比特币首次铭文（Inscription）以来的200天内，总共创建了114万个基于图像的铭文。这超过了自第一个NFT在以太坊、Solana和Polygon各自网络上铸造以来的前200天内铸造的NFT总数。

Ordinals铸造数增速远高于其他NFT



Ordinals铭文数量2023年快速增长



注：柱形图对应左轴，表示各类型的新增铭文数量；折线对应右轴，代表累计铭文数量

3、今年有哪些外部因素会影响比特币现货ETF的走势？

3) 美联储降息预期——美元贬值，比特币升值

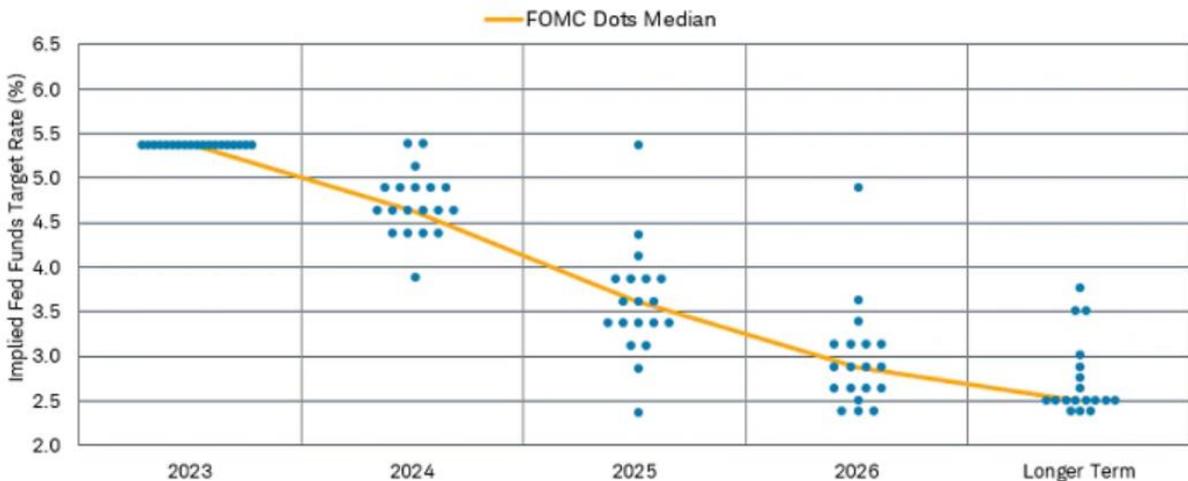
根据Conference Board，2024年美国经济增长面临双重制约因素：一是2023年居民储蓄率下降、债务率上升，导致2024年居民消费能力或下降；二是2023年政府大力进行基础设施投资，而这一支出计划是2021-2022年国会批准通过的，预计2024年政府投资增速将放缓。

根据2023/12/13 FED Reserve Board成员预计，2023年美国实际GDP增速或为2.6%，而2024年可能下降至1.4%（较前次预测进一步下调0.1pct）。经济增速放缓带来降息预期，2024年联邦基金利率或从2023年的5.4%下降至2024年的4.6%（较前次预测进一步下调0.5pct）。

根据Federal Reserve Board成员，预计2024年美国经济增长将放缓

根据点阵图，预计未来几年联邦基金利率将大幅下降，长期将回落至2.5%

Variable	Median					Central Tendency				
	2023	2024	2025	2026	Longer Run	2023	2024	2025	2026	Longer Run
Change in Real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
Unemployment Rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3
PCE Inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
Core PCE Inflation	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3



注：截至2023/12/13

注2：表内单位均为%

注：截至2023/12/13

4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

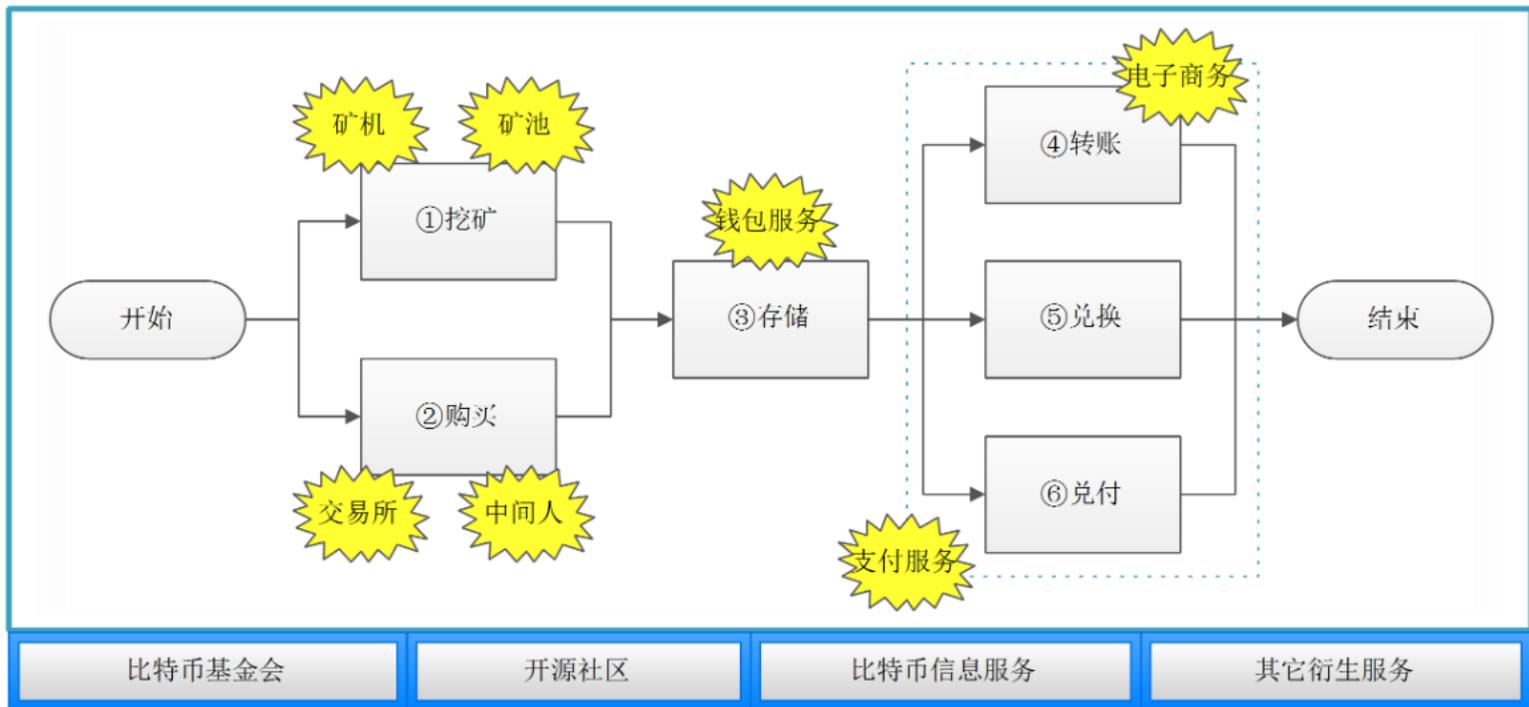
类似金币，比特币也涉及“挖矿-存储-流通-兑换-支付”多个环节，涉及各类公司。

其中，这三类企业是最主要的构成：**挖矿企业、交易平台和持币公司**。其竞争要素和商业模式存在差异。

- 比特币类似数字黄金，挖矿企业的商业模式可以总结为“前期投入-后期收割”，前期挖“比特币矿”，成本主要为软硬件和电力消耗，收入则来自矿产出售收入。此外，每一枚比特币在后续交易过程中，其原始矿工仍然能获得少量分成收入。
- 交易平台类似黄金交易所，又分为一级交易市场和二级市场（可以理解为农贸市场和商超百货的区别）。
- 持币公司即购买并持有比特币的公司，收益为资本利得。

需要注意的是，三类公司并非互斥关系，比如Riot Platforms既是挖矿企业，通过卖比特币赚钱，同时也持有一部分比特币以获得资本利得。

比特币生产和交易的多个环节



4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

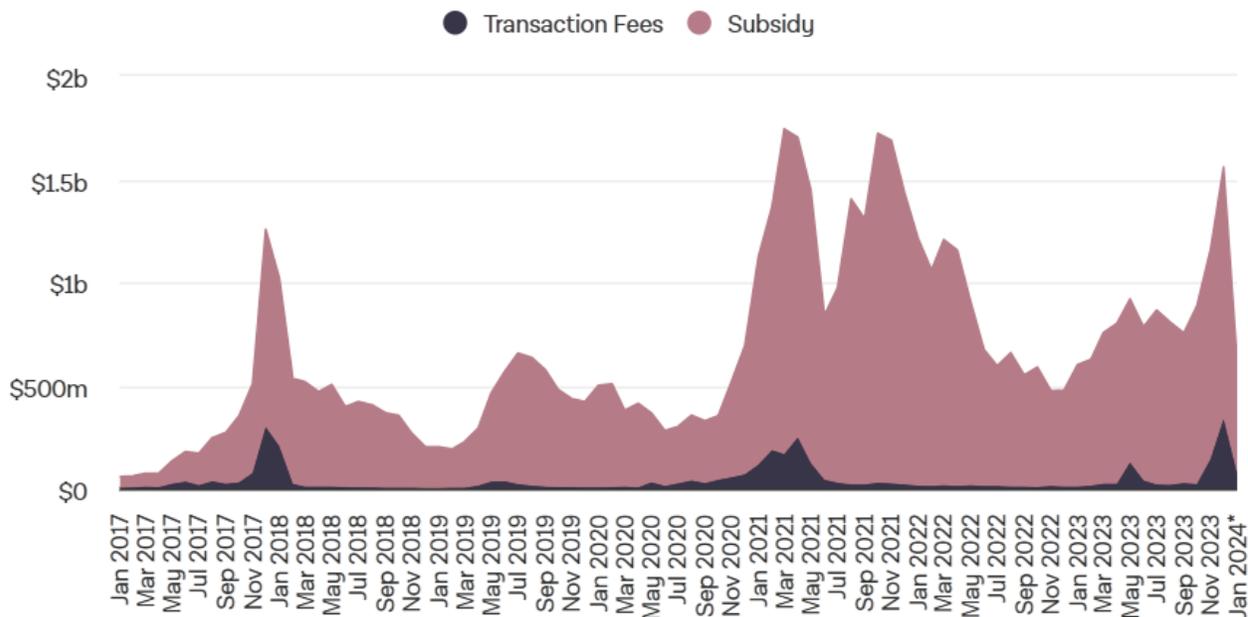
1) 挖矿企业

挖矿企业收入包括两部分，挖矿补贴 miner reward 和交易费用 miner fees。前者为新挖出矿时的收益，后者为存量比特币交易时的交易费用。

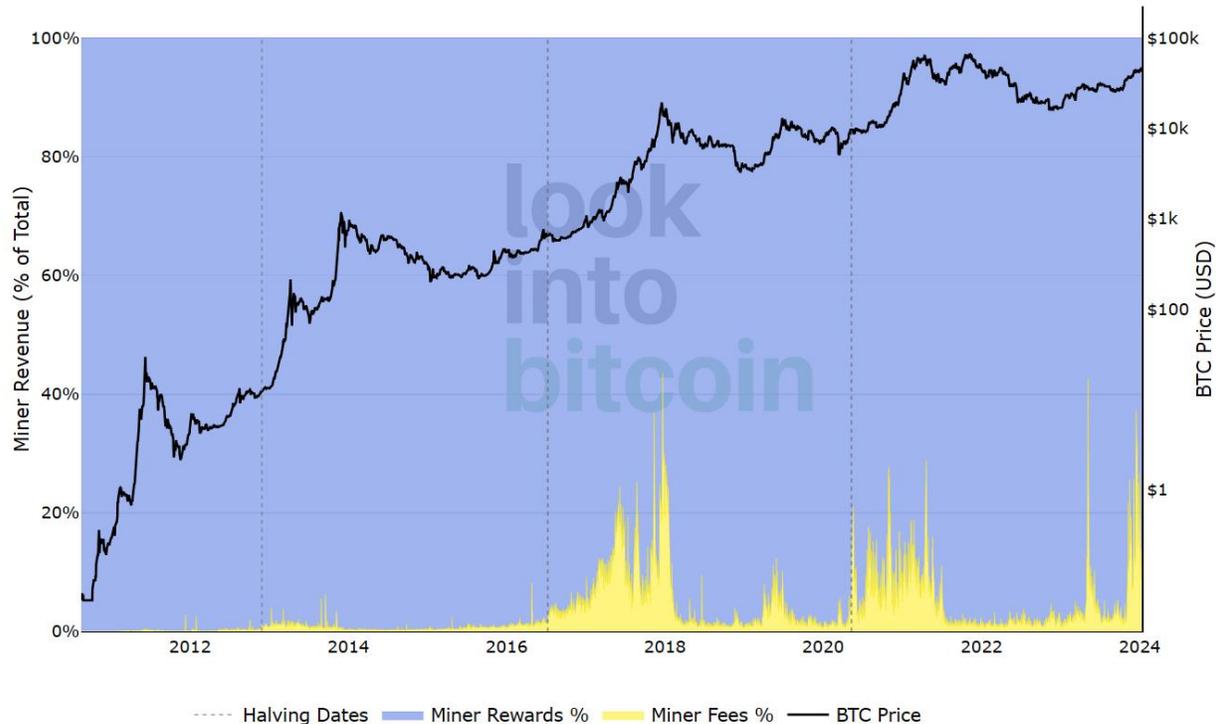
挖矿补贴占大头，在大多数时期占比超过90%。而“减半”导致单位区块的BTC reward下降，因此交易费用收入占比提升。

随着比特币总量增速放缓，交易费用的收入占比会越来越来高。

比特币矿工月度收入 (美元)



比特币矿工收入结构



注：2024年1月截至1/16

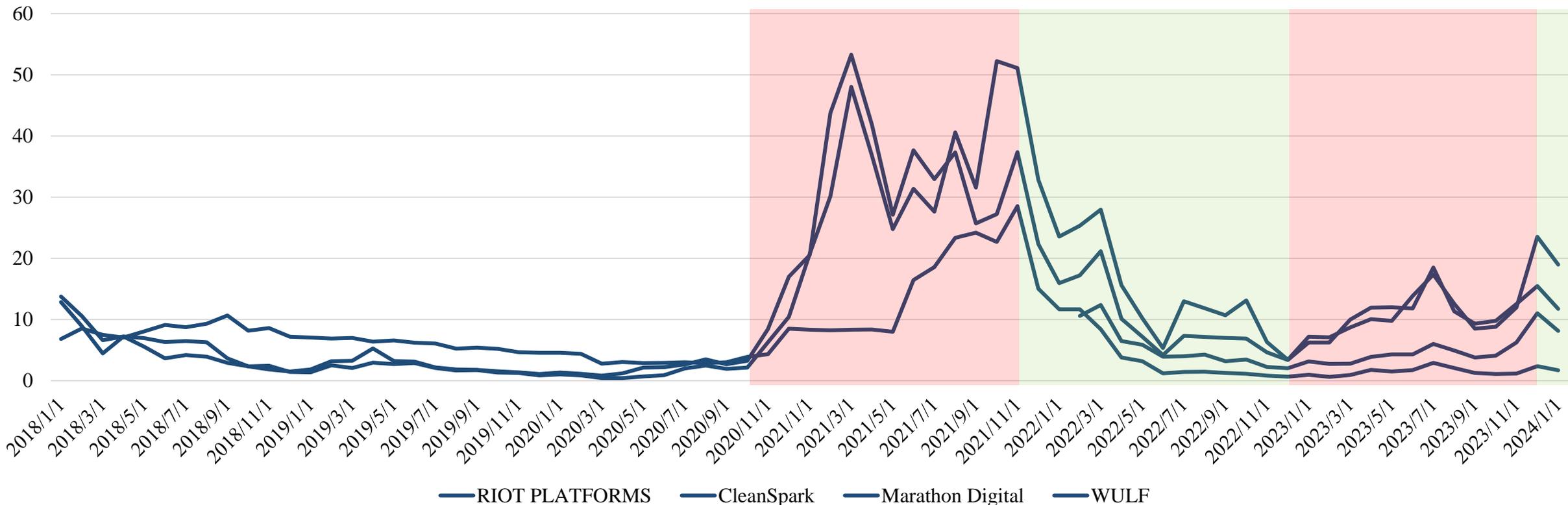
4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

1) 挖矿企业

挖矿企业股价自2021年达到最高点，2022年随比特币价格下滑而下滑，2023年震荡上行。

近期股价下跌明显，主要由于比特币现货ETF预期落地兑现。随着比特币生态崛起，对Ordinals的需求快速增长，或推动挖矿企业业务增长。此外，长期来看，随着比特币交易规模提升，交易费用也将为挖矿企业贡献更多收入。

挖矿企业股价（美元）



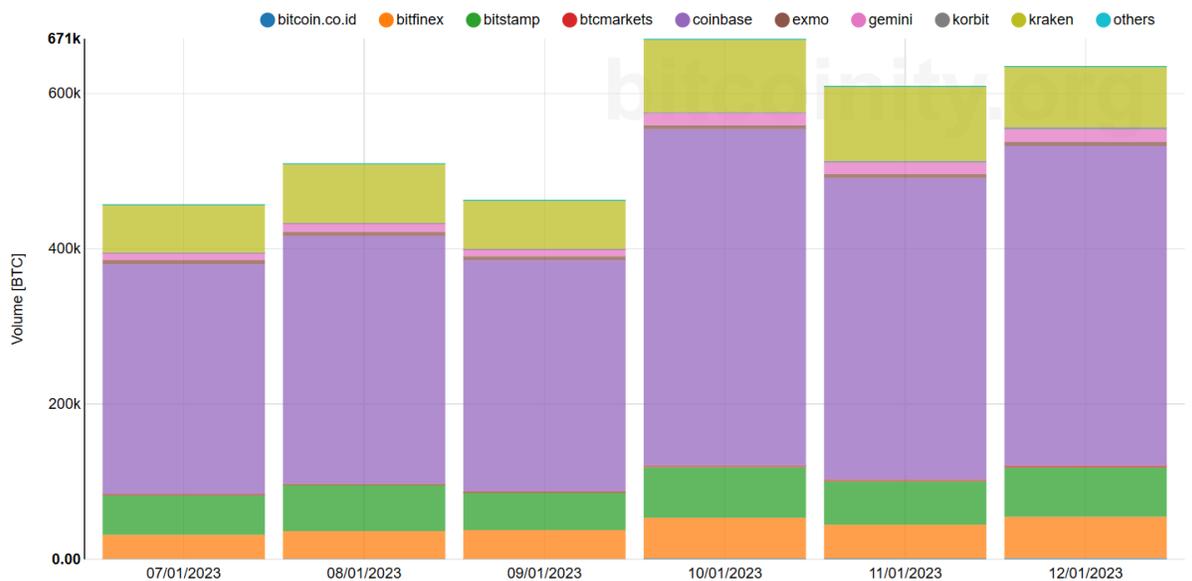
4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

2) 交易平台

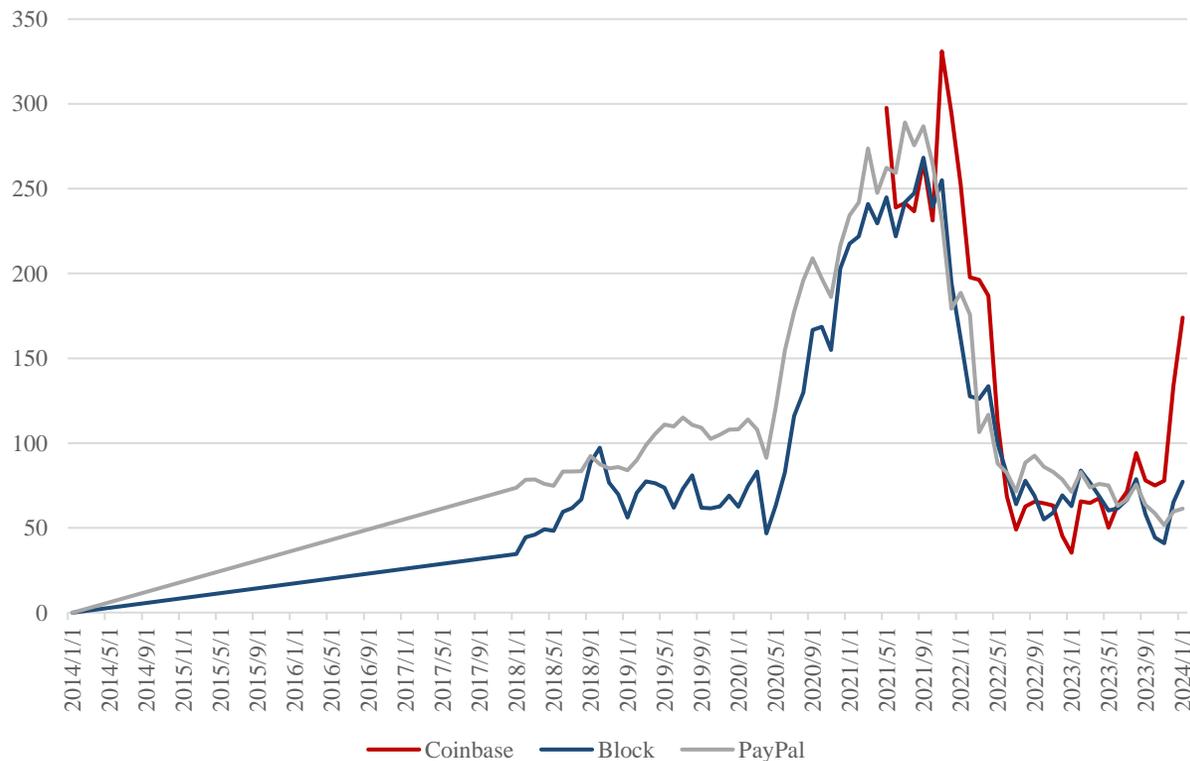
- Coinbase是全球最大的比特币交易平台，占据总比特币交易量的绝大份额，2021年4月公司于纳斯达克上市。
- Block原名Square，为纳斯达克上市公司，此前主业为移动支付APP。公司于2020年10月、2021年2月分别购入4709枚、3318枚比特币；2021年12月，公司宣布改名为Block，业务范围拓展至比特币交易平台。
- PayPal主业为互联网支付渠道，2021年3月宣布推出加密货币结算服务，美国消费者可以在PayPal上使用加密货币向商家付款。

三支股票的价格呈现高度相关性：均于2021年达到峰值，2022年随着比特币价格下跌而下跌，2023年窄幅震荡。2024年1月，随着比特币现货ETF上市，比特币交易量增长推动股价再次上升，其中Coinbase涨幅领先，因其不仅是比特币交易平台，也是比特币ETF的托管方。

各交易平台的比特币交易量



比特币交易平台相关股票的价格 (美元)



4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

3) 投资持币的公司

截至2024/1/15，共有28家上市公司披露比特币持有情况，大部分为纳斯达克上市的公司。28家公司合计持有23.9万枚比特币，当前价值102.7亿美元，占比特币总供应量的1.2%。其中12家公司披露其买入成本，大多实现了正收益。目前持币最多的公司为MicroStrategy (MSTR)，持有15.8万枚比特币，买入成本为46.8亿美元，当前价值67.9亿美元（累计收益率达45%），占比特币总供应量的0.8%。

上市公司持有比特币情况

公司名称	股票代码	交易所	公司所在地	持有的比特币数量 (枚)	买入成本(m\$)	当前价值 (m\$)	持币累计收益 (%)	持币量占比特币总供应量的比例
MicroStrategy Inc.	MSTR	纳斯达克	美国	158,245	4,680	6,787	45%	0.754%
Marathon Digital Holdings	MARA	纳斯达克	美国	13,286	189	570	202%	0.063%
Galaxy Digital Holdings	GLXY	多伦多证券交易所	美国	12,545	未披露	538		0.06%
Tesla, Inc.	TSLA	纳斯达克	美国	10,500	336	450		0.05%
Coinbase Global, Inc	COIN	纳斯达克	美国	9,182	208	394		0.044%
Hut 8 Mining Corp	HUT	纳斯达克	加拿大	8,289	未披露	355		0.039%
Block Inc.	SQ	纽交所	美国	8,027	220	344	56%	0.038%
Riot Platforms, Inc	RIOT	纳斯达克	美国	7,265	未披露	312		0.035%
Hive Blockchain	HIVE	纳斯达克	加拿大	2,332	未披露	100		0.011%
NEXON Co Ltd	3659	东京证券交易所	日本	1,717	100	74	-26%	0.008%
CleanSpark Inc.	CLSK	纳斯达克	美国	1,677	未披露	72		0.008%
Meitu Inc	1357	港交所	中国香港	940	50	40	-20%	0.004%
Bit Digital, Inc	BTBT	纳斯达克	美国	677	未披露	29		0.003%
NFT Investments PLC	NFT	英国Aquis交易所	英国	517	8.5	22	159%	0.002%
DMG Blockchain Solutions Inc.	DMGGF	美国OTC市场	加拿大	509	未披露	22		0.002%
Bitfarms Limited	BITF	纳斯达克	美国	479	未披露	20		0.002%
Cipher Mining	CIFR	纳斯达克	美国	404	未披露	17		0.002%
BIGG Digital Assets Inc.	BIGG	加拿大国家证券交易所CNSX	加拿大	283	2.7	12	344%	0.001%
Neptune Digital Assets Corp.	DASH	多伦多证券交易所TSXV	加拿大	250	未披露	11		0.001%
Advanced Bitcoin Technologies	GR	ABT	德国	228	2.1	10	376%	0.001%
DigitalX	ASX:DCC	艾达链	澳大利亚	150	0.6	6	900%	0.001%
FRMO Corp.	FRMO	美国OTC市场	美国	143	未披露	6		0.001%
The Brooker Group	BROOK	BKK	泰国	122	6.6	5		0.001%
LQwD Technologies Corp	LQWD	多伦多证券交易所	加拿大	113	4.4	5	14%	0.001%
Cypherpunk Holdings Inc	HODL	加拿大证券交易所CSE	加拿大	69	1.9	3	58%	0.0%
Mogo Inc.	MOGO	纳斯达克	加拿大	18	0.6	1	67%	0.0%
Core Scientific	CORZ	纳斯达克	美国	11	未披露	0		0.0%

注：持币数量、买入成本来自公司公告，当前价值=持币数量×比特币2024/1/15价格

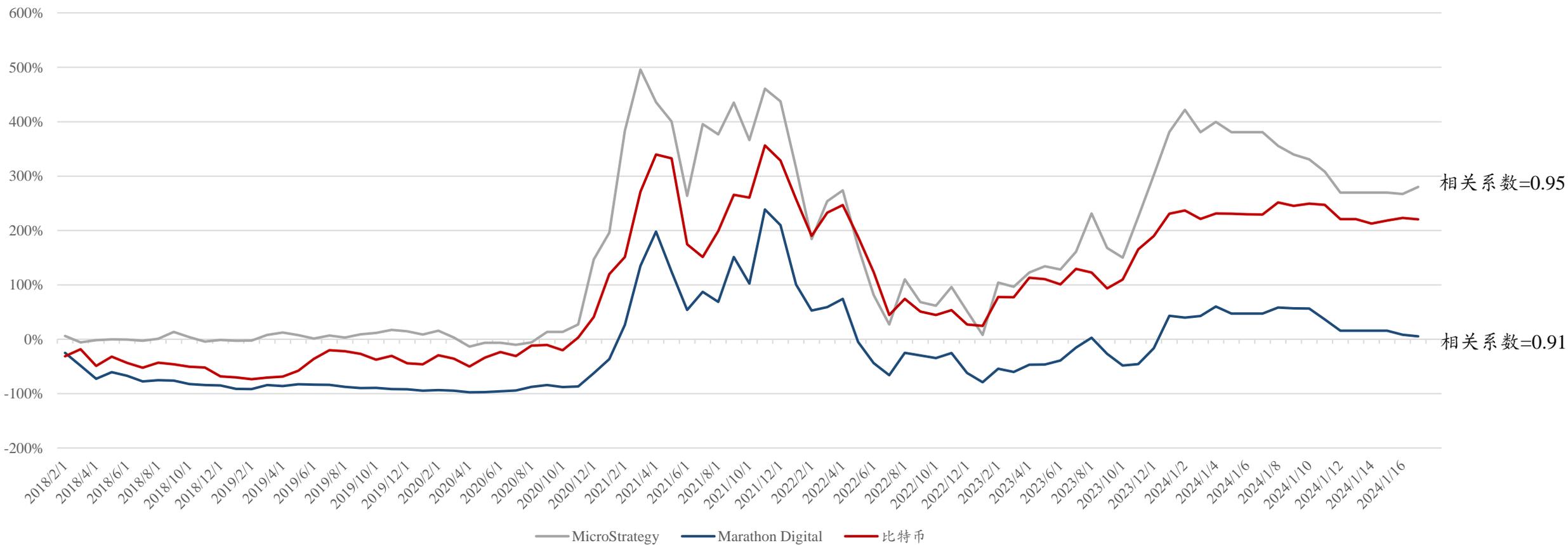
4、比特币现货ETF获批也对海外相关上市公司股价产生影响

3) 投资持币的公司

持币公司股价与比特币价格高度正相关。以TOP2持币公司为例，MicroStrategy和Marathon Digital分别持有15.8万枚、1.3万枚比特币，其股价累计涨跌幅和比特币美元价格累计涨跌幅的相关系数均在0.9以上。且MicroStrategy因其持币量更高，相关系数也更高。

(注：相关系数为股价累计涨跌幅和比特币美元价格累计涨跌幅的相关系数，计算区间为2018/2/1-2024/1/16；累计涨跌幅即当日价格相较于2018/1/1的累计涨跌幅)

TOP2持币公司股价累计涨跌幅 (%)



注：2018-2023年为月度数据，取每月月初的收盘价；为便于观察近期趋势，2024年数据为日度数据

- **比特币价格波动风险：**比特币价格在短时间可能发生剧烈波动。
- **技术和安全性风险：**比特币依赖于区块链技术，存在被黑客攻击和盗窃的风险。比特币通常存储在数字钱包中，如果钱包服务提供商出现问题，则会对投资者产生不利影响。
- **法律和监管风险：**不同国家和地区对比特币的法律地位和监管政策不同，比特币的价格和流动性受到政策影响。
- **市场操纵风险：**比特币市场可能受到操纵，如通过虚假交易或散布误导性信息来影响价格。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园