



计算机行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

计算机组

分析师：王倩雯（执业 S1130522080001） 分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

wangqianwen@gjzq.com.cn

mengcan@gjzq.com.cn

内外部流动性及供应收缩趋势是影响加密货币价格的重要因素

投资逻辑

根据 CoinMarketCap 统计，至 2024 年 3 月底，全球加密货币总市值超过 2.7 万亿美元；其中比特币市值达到 1.4 万亿美元，成为全球第 9 大市值的资产、仅次于白银；以太坊市值达 0.4 万亿美元，成为全球第 26 大市值的资产。近年来，比特币、以太坊等主流加密货币逐步进入全球资产管理公司大类资产配置视野。

加密货币自身流动性是影响币价的重要因素。加密货币交易便利性的提升及交易品类的丰富驱动了币价的长期增长，交易活跃带来的流动性提升也潜在影响了币价表现。春节期间亚洲投资者对加密货币的参与度提升，使得比特币价呈现出“春节效应”；2011-2024 年除夕至大年初六之间，有 12 年比特币价均实现上涨。此外，短期及长期投资人的持仓成本也可能成为币价的重要支撑；至 2024 年 4 月 1 日，短期投资人持仓均价为 57,532 美元/枚比特币，长期投资人持仓均价为 20,434 美元/枚比特币。除了交易所及交易品类提供的流动性之外，当加密货币具有实际价值的时候，也会对币价形成催化，这对小币种的影响更为直接。当交易所或者加密货币因黑客攻击、流动性危机、监管处罚、使用属性取消等负面因素遭遇破产时，也会引起市场对流动性的危机，从而引发币价短期下跌。

全球 M2 增速是影响币价的重要宏观指标，近年比特币价走势与黄金趋同。我们用中国、美国、日本和欧元区 M2 之和来代表全球货币水量，当 M2 增幅较高时，比特币价表现较好；当 M2 增速回落时，比特币价也有回落的趋势。此外，比特币价与美元指数走势呈现一定的负相关性，但与 10 年期美债收益率相关性较弱，仅对美联储议息会议表现出的加息/降息倾向较为敏感。近年比特币价与黄金价格之间的相关性增强。我们认为这是由于比特币的分散风险和抗通胀属性逐渐被认知，因而两者价格走势逐渐趋同。

挖矿奖励减半机制使得比特币长期稀缺性提升，且长期投资人锁仓比例提升、比特币现货 ETF 持续引入长期投资人等因素也可能进一步影响比特币的流通供应量。至 2024 年 3 月，比特币库存流量比率为 59.4，略超黄金；2024 年 4 月挖矿奖励减半之后，预计比特币库存流量比率有望超过 100，随着稀缺性提升、比特币价也有望提升。但在减半前后，矿工有可能卖出比特币来支付减半后的电费，带来短期的卖盘抛压。2016、2020 年减半之后，币价均有一段时期的横盘或下跌，之后才开启上涨。至 2024 年 4 月 1 日，超过 1 年未交易的比特币比例为 66.2%，这个比例在币价高点短期下滑，但长期成上涨趋势。至 2024 年 3 月 28 日，美国比特币现货 ETF 共计净流入 121.1 亿美元，现货 ETF 净流入金额的增长也增加了比特币现货市场的买盘。

投资建议

我们判断目前比特币处于第四轮周期之中，目前仍为本轮行情前期，持续推荐 Coinbase，建议关注 MicroStrategy。其中，Coinbase 受益于 2023 年 12 月开始回暖的成交额，2024 年 3 月成交额达 1,616 亿美元，仅次于 2021 年 10 月和 11 月的牛市水平；若 2024 年比特币价提升，公司成交额及可供借贷的资产规模也有望随之提升。

MicroStrategy 至 2024 年 3 月已有 21.4 万个比特币，由于对公司持续屯币的乐观预期，市场将 MicroStrategy 视为类比特币杠杆产品，因而给予其一定的溢价；自 2020 年公司屯币以来，公司市值/比特币持仓市值比最高达到 4.25。至 2024 年 3 月，比特币已录得第 7 个月连涨，此前仅 2012 年出现过连涨 7 个月的情形，当前位置提示短期币价过热风险。

风险提示

加密货币行业合规风险；美国联邦基金利率剧烈波动风险；网络安全风险；技术落后风险。



内容目录

1. 加密货币自身流动性是影响币价的重要因素	3
2. 全球 M2 增速是影响币价的重要宏观指标，近年币价走势与黄金趋同	7
3. 比特币挖矿供给边际减少，长期投资人占比提升	9
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

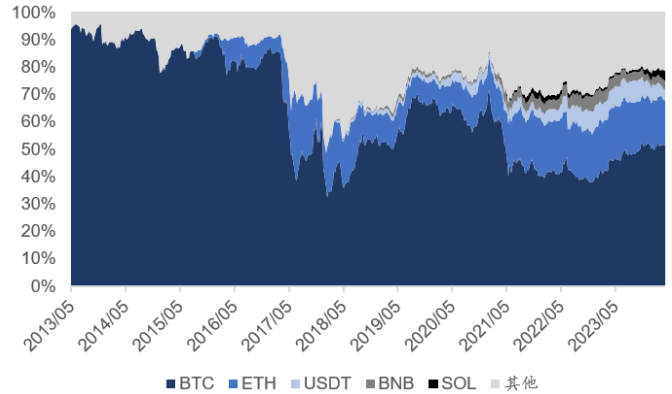
图表 1：至 2024 年 3 月底，加密货币总市值距离 2021 年牛市高点仅相差 7.5%	3
图表 2：比特币和以太坊是目前市值占比最高的加密货币	3
图表 3：加密货币供需端币价影响因素	3
图表 4：加密货币交易便利度提升，且产品类型逐渐丰富	4
图表 5：2017 年后，比特币日均换手率超过纳斯达克、A 股及港股市场（单位：亿美元）	4
图表 6：短期及长期投资人的持仓成本是短期币价的重要支撑	5
图表 7：比特币在除夕至大年初六之间具有币价上涨的“春节效应”（单位：美元）	5
图表 8：牛市中，比特币市值占加密货币总市值比重下滑	6
图表 9：每年均有新兴加密货币取得亮眼表现	6
图表 10：交易所或者加密货币流动性的负面新闻会引发短期币价大幅波动	6
图表 11：部分国家和地区逐步接受加密货币的使用属性	7
图表 12：比特币价与全球放水周期密切相关	7
图表 13：比特币价与美元指数呈负相关	7
图表 14：目前比特币处于第四次周期中，此时仍处于降息开始之前	8
图表 15：比特币价与 10 年期美债收益率相关性较弱	8
图表 16：近年比特币价周期与美联储加息/降息倾向相关	8
图表 17：近年比特币价格与黄金价格走势逐渐趋同	9
图表 18：2012 年减半：先恐慌，再乐观	9
图表 19：2016 年减半：提前乐观，减半后横盘	10
图表 20：2020 年减半：减半前共振降息周期，减半后横盘	10
图表 21：历次减半前后矿工的盈利情况	11
图表 22：比特币库存流量比率与比特币价走势拟合较好	11
图表 23：长期投资人锁仓比例提升为币价增长提供了支撑	12
图表 24：美国现货比特币 ETF 的发展为比特币引入长期投资资金	12
图表 25：Coinbase 成交额自 2023 年 12 月开始回暖	13
图表 26：市场将 MicroStrategy 视为类比特币杠杆产品，给予一定的估值溢价	13



根据 CoinCarp 统计，至 2024 年 3 月 31 日，全球共有约 2.86 万种加密货币。根据 CoinMarketCap 统计，全球加密货币总市值超过 2.7 万亿美元，距离 2021 年牛市的总市值高点仅相差 7.5%。其中，比特币市值达到 1.4 万亿美元、占比 50.4%，成为全球第 9 大市值的资产、仅次于白银；以太坊市值达 0.4 万亿美元、占比 15.6%，成为全球第 26 大市值的资产。近年来，比特币、以太坊等主流加密货币逐步进入全球资产管理公司大类资产配置视野。

图表1：至 2024 年 3 月底，加密货币总市值距离 2021 年牛市高点仅相差 7.5%

图表2：比特币和以太坊是目前市值占比最高的加密货币



来源：CoinMarketCap 官网，国金证券研究所

来源：CoinMarketCap 官网，国金证券研究所

自 2009 年中本聪挖出第一个比特币创世区块开始，2011 至 2023 年比特币价增长 14.1 万倍；其他加密货币也百花齐放，每年都会有新兴的加密货币取得亮眼的币价表现。我们以比特币为主要抓手分析影响币价的因素，认为加密货币自身流动性、中美日欧 M2 增速、美联储加息/降息预期拐点、长期稀缺性提升是影响币价表现的主要因素，且近年来比特币价走势与伦敦金现价格走势愈加趋同。小币种则会因为其技术创新、应用场景创新、被广泛宣传等原因驱动价格增长。

图表3：加密货币供需端币价影响因素

影响因素	
供给端	<ul style="list-style-type: none"> 挖矿奖励减半机制使得比特币长期稀缺性提升。挖矿奖励减半时间点附近可能会提前博弈币价增长预期，且奖励减半之后的矿工卖盘也可能造成短期币价压力。 长期投资人锁仓比例提升、比特币现货 ETF 引入长期投资人等因素也可能进一步影响加密货币的流通供应量
需求端	<ul style="list-style-type: none"> 自身流动性：交易便利性、交易品类的丰富程度、长短期投资人持仓成本、使用价值、监管变化、宣传力度等。 外部流动性：全球 M2 增速、美联储加息/降息预期等。

来源：lookintobitcoin，国金证券研究所

1. 加密货币自身流动性是影响币价的重要因素

■ 加密货币交易便利性的提升以及交易品类的丰富驱动了币价的长期增长。2009 年 10 月，New Liberty Standard 发布了第一个比特币/美元汇率，定价 1 美元 = 1,309.03 比特币，即每枚比特币的价格为 0.00764 美元，约等于当时比特币挖矿的电价成本，比特币自此有了初始定价。此后，林立交易所为比特币交易提供了充足的流动性，也使得全球对比特币的认知度迅速提升，拉开了比特币 2011~2013 年的第一轮牛市。2010 年 7 月，Mt.Gox 成立并成为当时交易量最大的比特币交易所。2011 年以来，全球纷纷成立加密货币交易所，国内第一家比特币交易所 BTC China 也于这一年成立。

随着交易便利程度提升，基于比特币的金融产品形态也逐渐丰富。2013 年 6 月，全球第一家比特币期货交易所“796 交易所”诞生，目前比特币期货的成交额远高于现货。2017 年 12 月 18 日，比特币期货在芝加哥期权交易所上市。



图表4: 加密货币交易便利度提升, 且产品类型逐渐丰富

时间	事件
2009年5月	· 全球第一家比特币交易所诞生, New Liberty Standard 发布第一个比特币/美元汇率
2013年6月	· 全球第一家比特币期货交易所“796交易所”诞生
2013年10月	· Robocoin 在温哥华推出全球首款比特币 ATM
2014年9月	· TeraExchange 发起首个美国商品期货交易委员会批准的比特币场外掉期交易
2016年11月	· CME 发布比特币价格指数。2017年12月, CME 上线比特币期货。
2019年1月	· Coinstar 机器开始在全美杂货店出售加密货币
2024年1月	· 美国批复现货比特币 ETF
2024年3月	· 伦敦交易所确认将于2024年Q2接受比特币和以太坊 ETN 的申请

来源: Odaily, PANews, TechWeb, The Wall Street Journal, CME Group, CryptoGlobe, 财联社, 国金证券研究所

随着全球对加密货币认知提升, 比特币的交易活跃度也开始提升。2014年比特币日均换手率超过港股, 2017年日均换手率超过纳斯达克交易所。交易活跃带来的流动性提升也潜在影响了币价表现。

图表5: 2017年后, 比特币日均换手率超过纳斯达克、A股及港股市场 (单位: 亿美元)

比特币	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
日均成交额	0.0006	0.0009	0.3	0.3	1	24	61	167	330	472	300	183
日均市值	1	7	68	39	89	665	1,293	1,319	2,049	8,898	5,372	5,609
成交额/市值	0.07%	0.01%	0.4%	0.9%	1.0%	3.6%	4.7%	12.7%	16.1%	5.3%	5.6%	3.3%
纳斯达克	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
日均成交额	979	1,066	1,242	1,319	1,278	1,336	1,746	1,587	2,545	2,931	3,010	2,817
日均市值	44,963	53,627	65,917	72,082	72,650	105,500	122,000	136,250	177,250	257,250	211,500	244,500
成交额/市值	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.1%	1.4%	1.2%
沪深两市	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
日均成交额	205	319	491	1,665	785	683	565	750	1,195	1,579	1,310	1,148
日均市值	35,180	38,118	43,119	79,048	70,250	80,394	77,581	77,050	95,306	124,132	112,621	106,769
成交额/市值	0.6%	0.8%	1.1%	2.1%	1.1%	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
港股	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
日均成交额	69	81	90	136	86	113	137	112	167	214	160	134
日均市值	25,145	28,957	31,286	34,224	30,760	37,794	42,248	41,466	51,042	63,158	46,400	43,820
成交额/市值	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

来源: CoinMarketCap 官网, wind, 国金证券研究所

说明: 1) 汇率换算采用历史汇率; 2) 纳斯达克交易所日均成交额按 250 个交易日进行计算; 3) 纳斯达克 2017-2023 年上市公司市值按公司公告披露; 由于 2017 年之前的数字没有披露, 因而采用世界交易所联合会披露的纳斯达克国内股票市值。

- 短期及长期投资人的持仓成本也可能成为币价的重要支撑。分析 2011~2024 年比特币价以及短期、长期投资人的持仓成本, 我们认为短期投资人的持仓成本是短期币价支撑线, 长期投资人的持仓成本是长期币价的支撑线, 主要系当产生亏损时, 投资人更不倾向于卖出, 市场流动性减少、币价上升。根据 Glassnode 统计, 至 2024 年 4 月 1 日, 短期投资人持仓均价为 57,532 美元/枚比特币, 长期投资人持仓均价为 20,434 美元/枚比特币。



图表6: 短期及长期投资人的持仓成本是短期币价的重要支撑



来源: Glassnode, 国金证券研究所

说明: Glassnode 将持仓超过 155 天的投资人定义为长期投资人, 持仓低于 155 天的投资人定义为短期投资人。

- 春节期间, 亚洲投资者对加密货币的参与度提升, 加密市场流动性增加, 使得比特币价呈现出“春节效应”。我们回测了 2011~2024 年除夕至大年初六之间的比特币价表现, 发现过去 14 年的除夕及大年初六之间, 其中 12 年均实现币价上涨。

图表7: 比特币在除夕至大年初六之间具有币价上涨的“春节效应”(单位: 美元)

比特币价	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
除夕前一日	0.71	6.17	22.4	810	244	377	918	9,495	3,464	8,407	44,400	38,044	21,142	45,419
除夕	0.72	6.31	23.1	826	236	377	920	10,166	3,459	8,445	48,188	37,831	23,041	47,112
大年初一	0.70	6.34	23.7	818	240	373	922	10,234	3,466	8,368	47,180	38,625	22,802	47,371
大年初二	0.81	6.27	23.9	829	244	376	919	11,113	3,414	8,597	47,184	37,391	22,870	48,134
大年初三	0.91	5.80	25.5	833	245	382	920	10,552	3,399	8,910	48,623	36,996	22,937	49,944
大年初四	0.90	5.34	25.1	824	236	380	970	11,225	3,667	9,359	48,020	39,570	22,590	48,741
大年初五	0.89	5.29	27.4	824	239	384	989	11,404	3,671	9,317	49,056	41,838	22,947	51,596
大年初六	0.92	5.63	27.0	830	239	392	1,012	10,690	3,690	9,509	51,287	41,583	22,980	51,940
除夕至初六涨幅	29.7%	-8.7%	20.5%	2.5%	-2.0%	4.1%	10.3%	12.6%	6.5%	13.1%	15.5%	9.3%	8.7%	14.4%

来源: CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

- 小币种的币价受到比特币价格涨跌所带来的流动性的影响。当比特币价涨幅较高时, 投资人也会倾向于购买小币种来进行投机, 因而往往加密货币牛市中, 比特币市值占加密货币总市值的比重下滑。此外, 当小币种有自身技术创新、应用场景创新、或者被社交媒体广泛宣传时, 也会产生亮眼的价格表现。



图表8: 牛市中, 比特币市值占加密货币总市值比重下滑



来源: CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

图表9: 每年均有新兴加密货币取得亮眼表现

年份	涨幅最高的主流币 (当年涨跌幅)	说明
2023	INJ (+2715%)	Defi+链上金融
2022	KAS (+1538%)	解决可扩展性问题
2021	MATIC (+14232%)	Polygon 链代币
2020	THETA (+2037%)	去中心化的视频交付网络
2019	LINK (+511%)	链下数据到以太坊的通用接口
2018	MKR (+4189%)	MakerDao 生态的治理代币
2017	XRP (+35574%)	促进低费用跨境资金转移
2016	XMR (+2830%)	增强隐私, 保护用户匿名性

来源: CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

说明: 选择至 2024 年 3 月, 全球市值前 50 大的加密货币进行历年涨幅比较。

- 当交易所或者加密货币因黑客攻击、流动性危机、监管处罚、使用属性取消等负面因素遭遇破产时, 也会引起市场对流动性的危机、破坏市场对加密货币的信任, 从而引发币价短期下跌。

图表10: 交易所或者加密货币流动性的负面新闻会引发短期币价大幅波动

时间	事件	对币价的影响
2011 年 6 月 20 日	· Mt.Gox 被黑客攻击, 出售大量比特币	· BTC 自 17.5 美元跌至 0.01 美元
2014 年 2 月 24 日	· Mt.Gox 被黑客攻击, 损失 85 万个比特币, 并在当月宣布破产	· BTC 当日下跌 10%
2016 年 8 月 3 日	· Bitfinex 被黑客攻击, 损失近 12 万个比特币	· BTC 当日下跌 23%
2018 年 1 月	· 韩国加强加密货币监管, 实行虚拟货币交易实名制、要求银行掌握所有虚拟货币交易信息、并向韩国虚拟货币交易所征收 24.2% 的企业和地方所得税	· BTC 当月下旬下跌 28%
2021 年 5 月 13 日	· 特斯拉宣布停止接受比特币付款	· BTC 当日下跌超过 10%
2022 年 5 月 8 日	· Luna 稳定币 UST 脱钩	· 2022 年 5 月 8-9 日, UST 48 小时贬值 99%; · 2022 年 5 月 17 日, LUNA 币价几乎归零
2022 年 11 月	· FTX 宣布破产	· BTC 当月下旬下跌 17% · FTT 当月下旬下跌 95%
2023 年 6 月 5 日	· 美国监管机构起诉币安及其 CEO 赵长鹏涉嫌经营“欺诈网络”	· BTC 当日下跌 5%

来源: BitMEX Research, 福建省区块链协会, CoinMarketCap, 路透社, Odaily, BBC News, 央视网, VOA, 国金证券研究所

- 除了交易所及交易品类提供的流动性之外, 当加密货币具有实际价值的时候, 也会对币价形成催化。2010 年 5 月, Laszlo 以 1 万枚 BTC 购买了两个披萨, 产生了现实世界的第一笔比特币交易。2013 年 3 月, 塞浦路斯提议对存款账户征税筹集资金, 引发全国银行挤兑, 民众开始使用比特币进行避税和财富保值, 当月币价暴涨 192%; 2015 年 7 月, 希腊在临近退欧公投时宣布取款限额为每人每天 60 欧元, 致使希腊的若干比特币交易所存款余额暴增 400%。使用价值对比特币价的影响较为渐进, 对小币种的币价影响更加直接。如 2022 年 1 月 14 日, 马斯克宣布可以用狗狗币购买特斯拉旗下产品, 当日狗狗币价上涨 25%。



图表11：部分国家和地区逐步接受加密货币的使用属性

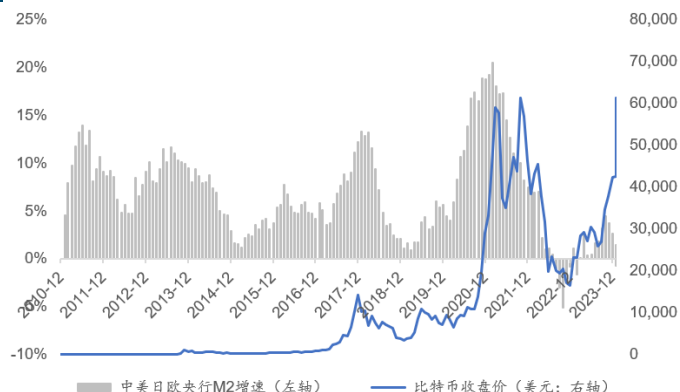
时间	事件
2015年10月22日	· 欧洲法院裁定，比特币和其他加密货币在欧洲应收到传统货币一样的对待，不应被征收增值税
2017年4月1日	· 日本颁布实施《支付服务法》，这是日本首次在法律上对加密货币资产交易商经营行为和交易规则等事项进行规范，也是全球首创。由此，日本不仅从法律上认可加密货币与法定货币之间的交易，允许不同加密货币之间进行兑换，而且引入了加密货币交易平台（交易商）的注册登记制等相关制度
2021年2月18日	· 瑞士楚格州接受当地公司和个人使用比特币和以太坊纳税
2021年9月7日	· 萨瓦尔多成为全球首个将比特币作为法定货币的国家
2021年9月9日	· 乌克兰通过了一项使加密货币合法化并监管加密货币的法案
2023年12月21日	· 阿根廷确认比特币可用于结算合同

来源：新华网，深圳证券交易所，PANews, Cointelegraph, 国际金融报, TechFlow 深潮, 国金证券研究所

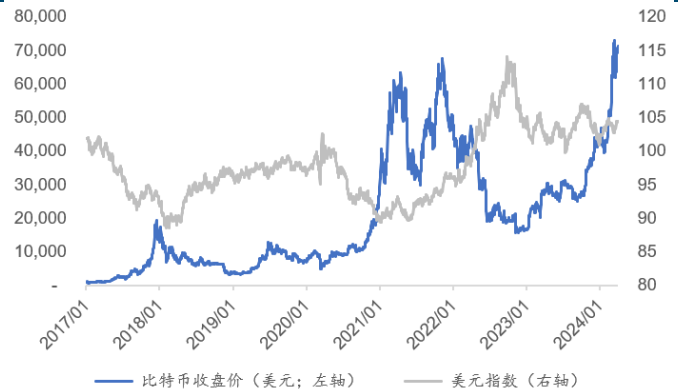
2. 全球 M2 增速是影响币价的重要宏观指标，近年币价走势与黄金趋同

- 比特币价涨跌幅与全球货币放水周期密切相关。我们用中国、美国、日本和欧元区 M2 之和来代表全球货币水量，当 M2 增幅较高时，比特币价表现较好；当 M2 增速回落时，比特币价也有回落的趋势。此外，比特币价与美元指数走势呈现一定的负相关性，主要系比特币和黄金均具有一定的避险属性，当美元走弱的时候，市场可能认为美联储有一定的放水刺激经济倾向，从而增加对黄金和比特币的配置。

图表12：比特币价与全球放水周期密切相关



图表13：比特币价与美元指数呈负相关



来源：wind, CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

来源：wind, CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

说明：M2 增速为美国 M2、欧元区 M2、中国 M2 及日本 M2 之和的增速。

我们把过去的比特币走势分为 4 轮周期：

- 1) 第一轮周期：2011~2013 年间，由于欧债危机全球放水，全球 M2 增速超过 9%，比特币也由于全球交易所成立、流动性提升而迎来牛市。2014 年，M2 增速放缓至 2.9%，第一轮牛市应声结束。
- 2) 第二轮周期：2015~2017 年间，全球 M2 增速持续回暖，比特币也由于使用价值逐步得到现实世界认可而迎来币价增长。2018 年，M2 增速放缓至 2.1%，第二轮牛市也戛然而止。
- 3) 第三轮周期：2020 年，疫情开启了全球大放水，叠加 DeFi 应用崛起，加密货币迎来 2020 年~2021 年大牛市。直到 2021 年 11 月，美联储宣布放缓扩表步伐，币价自高点回落。
- 4) 第四轮周期：2023 年以来，M2 增速回暖，叠加美联储降息预期、美国现货比特币 ETF 获批，币价于 2024 年 3 月再次突破 2021 年高点。若全球开启降息周期，预计加密货币也有望迎来较好的表现。



图表14：目前比特币处于第四次周期中，此时仍处于降息开始之前

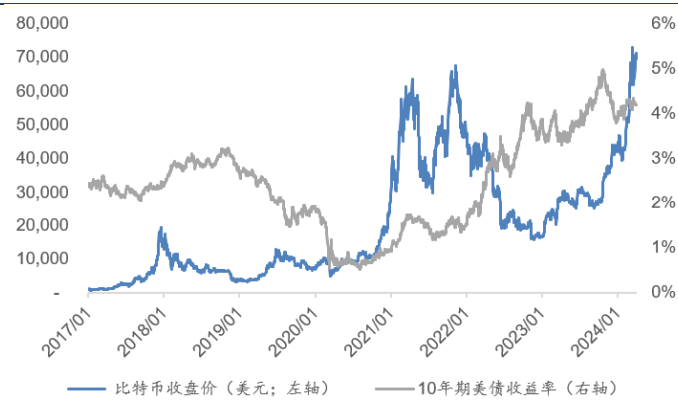
年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年币价 YOY	M2增速	周期
2024	1%	44%	14%												
	-1%	1%													
2023	40%	0%	23%	3%	-7%	12%	-4%	-11%	4%	29%	9%	12%	155%	2.7%	减半
	1%	-2%	0%	3%	0%	1%	2%	2%	3%	5%	4%	3%			
2022	-17%	12%	5%	-17%	-16%	-38%	18%	-14%	-3%	5%	-16%	-4%	-64%	-0.8%	放水
	7%	7%	7%	2%	1%	1%	0%	-1%	-3%	-5%	-2%	-1%			
2021	14%	36%	31%	-2%	-35%	-6%	19%	13%	-7%	40%	-7%	-19%	60%	7.5%	
	19%	21%	18%	17%	17%	15%	13%	11%	10%	10%	8%	7%			
2020	30%	-8%	-25%	34%	9%	-3%	24%	-5%	0%	28%	42%	48%	303%	18.8%	减半+放水
	4%	4%	6%	8%	11%	11%	14%	17%	17%	16%	19%	19%			
2019	-8%	11%	7%	30%	60%	26%	-7%	-5%	-14%	11%	-18%	-5%	92%	5.6%	
	1%	2%	1%	2%	2%	4%	3%	3%	3%	6%	5%	6%			
2018	-28%	2%	-33%	33%	-19%	-15%	21%	-10%	-6%	-5%	-36%	-7%	-73%	2.10%	放水
	13%	13%	13%	12%	9%	7%	5%	3%	4%	2%	2%	2%			
2017	1%	22%	-9%	26%	70%	9%	16%	64%	-8%	49%	58%	38%	1369%	12.20%	放水
	6%	5%	4%	4%	6%	7%	8%	9%	8%	9%	11%	12%			
2016	-14%	19%	-5%	8%	19%	27%	-7%	-8%	6%	15%	6%	29%	124%	4.20%	减半
	5%	6%	8%	7%	6%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	4%			
2015	-32%	17%	-4%	-3%	-3%	14%	8%	-19%	3%	33%	20%	14%	34%	3.80%	
	2%	2%	1%	2%	3%	2%	4%	3%	4%	4%	3%	4%			
2014	9%	-34%	-17%	-2%	39%	3%	-8%	-19%	-19%	-13%	12%	-15%	-58%	2.90%	放水
	8%	9%	9%	8%	8%	9%	7%	7%	5%	5%	5%	3%			
2013	51%	64%	187%	45%	-8%	-26%	14%	23%	3%	46%	465%	-33%	5473%	9.40%	
	10%	8%	8%	9%	12%	10%	12%	11%	10%	10%	10%	9%			
2012	16%	-12%	1%	1%	5%	29%	39%	9%	22%	-11%	14%	8%	193%	9.10%	减半
	9%	9%	9%	6%	5%	6%	5%	5%	9%	7%	8%	9%			
2011	83%	58%	-10%	346%	149%	85%	-17%	-39%	-37%	-37%	-9%	60%	1437%	9.10%	
	7%	8%	10%	12%	13%	14%	12%	13%	8%	9%	11%	9%			

来源：CoinMarketCap 官网，wind，国金证券研究所

说明：1) M2 增速为美国 M2、欧元区 M2、中国 M2 及日本 M2 之和的增速；2) 图中每个年份的第一行均为当月比特币价环比涨幅，第二行均为当月 M2 同比增速。

- 复盘比特币价与 10 年期美债收益率过去 7 年的走势，我们认为两者之间的相关性整体较弱，币价有可能在美债收益率发生实际变化之前提前反应预期。但比特币价对美联储议息会议表现出的加息/降息倾向较为敏感，近年来比特币价较大的周期拐点均与美联储的加息/降息倾向相关。

图表15：比特币价与 10 年期美债收益率相关性较弱



来源：wind，CoinMarketCap 官网，国金证券研究所

图表16：近年比特币价周期与美联储加息/降息倾向相关

时间	事件
2023 年 12 月	鲍威尔在美联储议息会议上表示降息已经开始进入视野。
2022 年 12 月	美联储议息会议决定 12 月加息幅度由 11 月的 75bp 降至 50bp。2023 年初开始交易降息预期，比特币价自低点反弹。
2022 年 5 月	美联储议息会议决定加息 0.5%，并宣布 6 月 1 日正式开始缩表，这是美国自 2000 年以来最大幅度的动作。受此影响，比特币 5、6 月下跌 48%。
2021 年 11 月	美联储宣布开启 Taper，放缓扩表步伐，比特币价自历史高点回落。
2020 年 3 月	美联储两次紧急降息至 0~0.25%，并重启 QE 计划，上一轮比特币牛市自此开启。

来源：北京商报，经济观察网，BBC News，中国银行保险报，国金证券研究所

- 复盘比特币价与黄金的价格走势，我们认为近年两者价格的相关性加强。在第一轮及第二轮比特币行情中，比特币价格与黄金价格的相关性较弱；第三轮比特币行情至今，比特币价与黄金价格之间的相关性增强。我们认为这是由于比特币的分散风险和抗通胀属性逐渐被认知，且机构配置比例提升，因而两者价格走势逐渐趋同。



图表17：近年比特币价格与黄金价格走势逐渐趋同



来源：CoinMarketCap 官网，wind，国金证券研究所

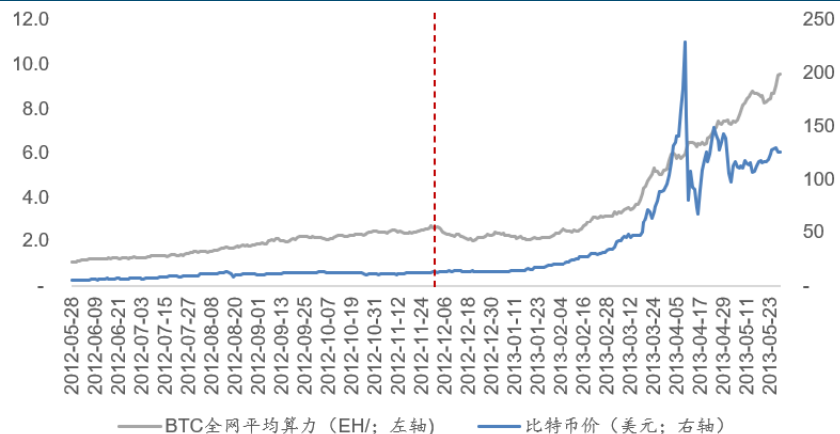
3. 比特币挖矿供给边际减少，长期投资人占比提升

中本聪于 2008 年发布了比特币白皮书，其中明确规定比特币的供应总量为 2,100 万枚，以此防止通货膨胀、保持供应的稀缺性。当比特币在 2009 年首次出现时，矿工每成功将一个区块添加到区块链，就会获得 50 枚 BTC 奖励；此后每挖出 21 万个区块，奖励就会减半，如 2012 年 11 月 28 日第一次减半后，每挖出一个区块的奖励变为 25 枚 BTC。当前每挖出一个区块的奖励为 6.25 枚 BTC，预计 2024 年 4 月减半之后区块奖励变为 3.125 枚 BTC。

每次减半前后的矿工行为都对比特币价产生影响。长期来看，由于矿工需要卖出比特币来交电费和购置矿机，当区块奖励减少时，这部分卖盘边际减少；同时矿工为了恢复此前的 ROI 水平，倾向于推升币价。但短期而言，由于减半后矿工投入产出比降低，矿工有可能会在减半前后卖出比特币来支付减半后的电费，带来短期的卖盘抛压。

- **第一次减半：先恐慌、再乐观。**2012 年 11 月 28 日发生了第一次挖矿奖励减半，当时减半还没有被定价，市场不知道减半会带来什么影响，因而在减半之前币价出现下跌。此外，在第一次减半后的几个月里，利润较低的矿工关闭机器，全网算力和挖矿难度下降。但减半之后比特币依然平稳运行，市场开启上涨，全网算力恢复。

图表18：2012 年减半：先恐慌，再乐观



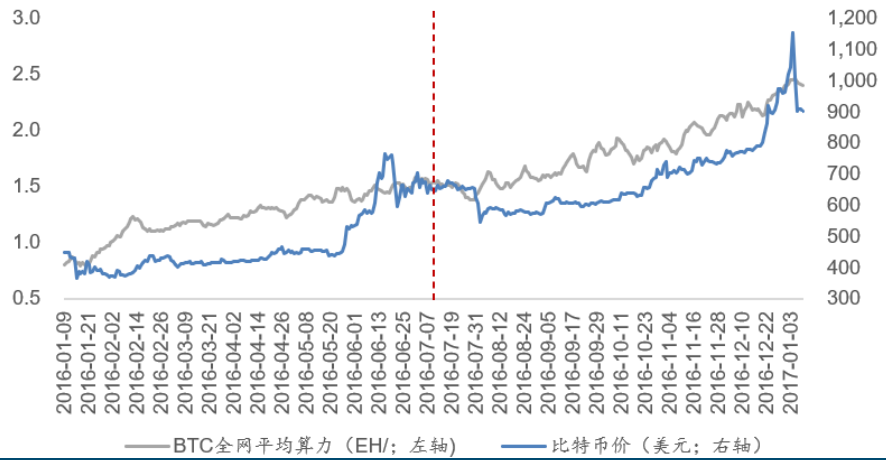
来源：OKLink, CoinMarketCap 官网，国金证券研究所

- **第二次减半：提前乐观，减半后横盘。**由于 2012 年减半后经历大涨，市场对 2016



年 7 月 9 日的减半预期提前反映，减半后币价基本横盘，直到 2016 年 8 月 Bitfinex 被黑客攻击大跌 20%。2016 年 9 月开始，比特币价连涨 6 个月。

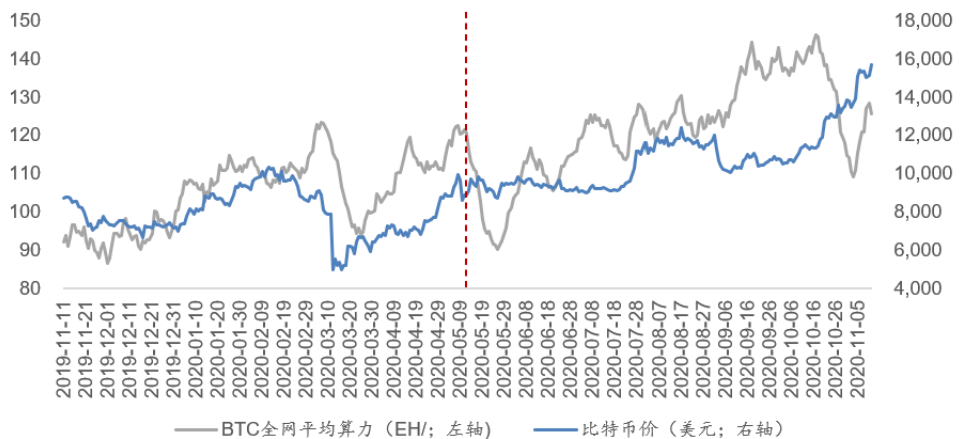
图表19: 2016年减半: 提前乐观, 减半后横盘



来源: OKLink, CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

■ 第三次减半: 提前乐观, 减半后横盘。2020 年 3 月, 美国重启 QE 计划, 两次紧急降息至 0, 叠加 5 月减半预期, 币价在 2 个月内接近翻倍。2020 年 5 月 11 日减半后全网平均算力大幅降低, 比特币价横盘约 2 个月之后再次开启上涨。

图表20: 2020年减半: 减半前共振降息周期, 减半后横盘

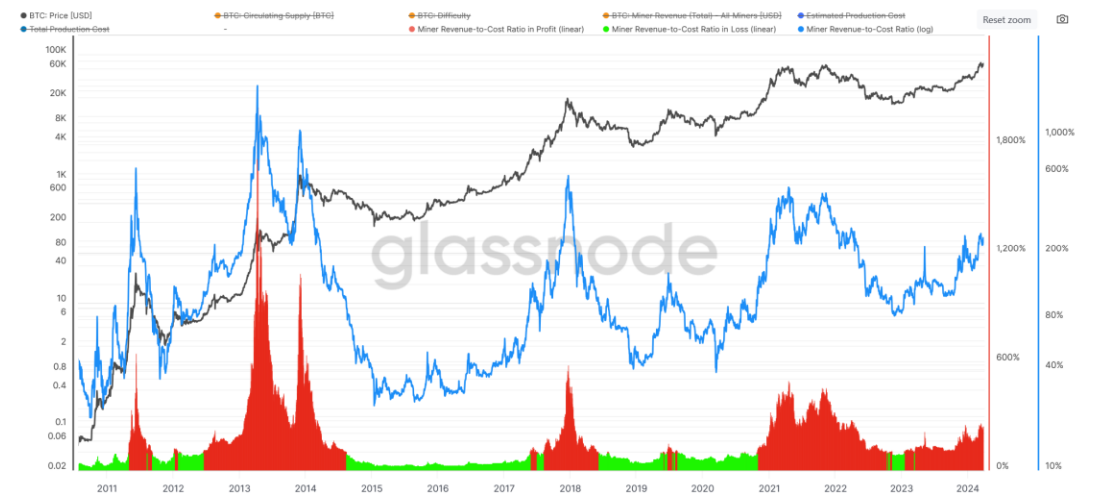


来源: OKLink, CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

根据 Glassnode 测算, 2012 年 11 月 28 日第一次减半时, 矿工整体处于盈利区间, 挖矿收入/挖矿成本比值为 168%, 并于约 5 个月后达到矿工历史最高收入/成本比, 即 1969%; 而 2016 年 7 月 9 日、2020 年 5 月 11 日的两次减半时, 矿工均整体处于亏损区间, 挖矿收入/挖矿成本比值分别为 38%、69%, 由于减半后币价提升, 分别于减半后的近 10 个月、近 6 个月才再次恢复盈利, 分别于减半后第 17 个月、第 11 个月达到周期盈利最高水平。



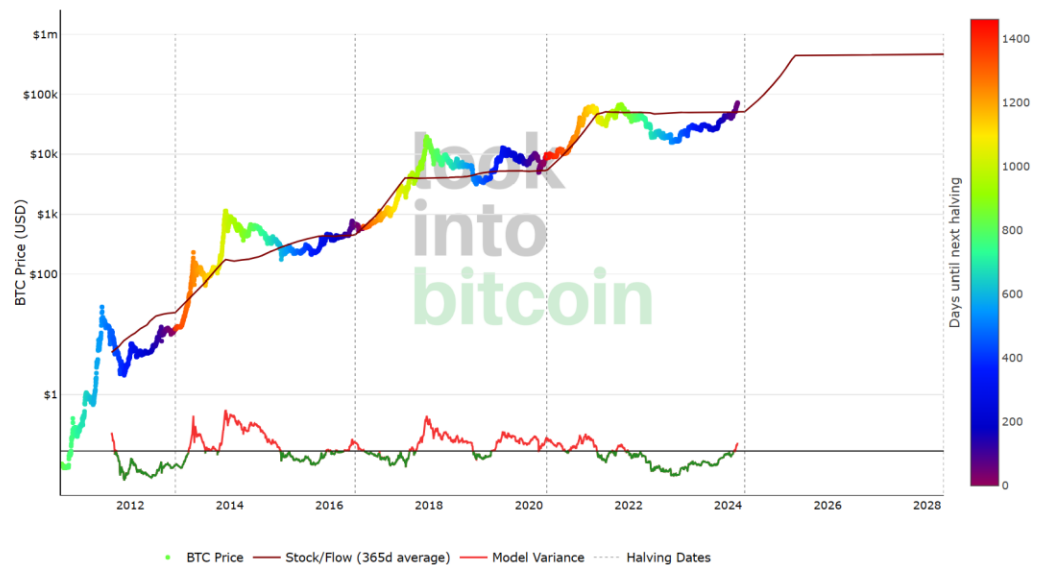
图表21: 历次减半前后矿工的盈利情况



来源: OKLink, CoinMarketCap 官网, 国金证券研究所

长期而言, 由于比特币供应稀缺度提升, 币价也有提升的倾向。我们用库存流量比率(资源储备量/每年的生产数量)衡量资源的稀缺性, 具有较高库存流量比率的资产更可能长期保值。根据世界黄金协会统计, 截至 2022 年底, 地上黄金存量为 20.89 万吨, 而 2022 年金矿产量约为 0.36 万吨, 即黄金的库存流量比率约为 57.6。根据 OKLink, 至 2024 年 3 月, 比特币已经被挖出约 1,967 万枚, 年供应量约为 33.1 万枚, 库存流量比率约为 59.4, 略超黄金。2024 年 4 月挖矿奖励减半之后, 预计比特币的库存流量比率有望超过 100, 随着稀缺性提升, 比特币价也有望提升。

图表22: 比特币库存流量比率与比特币价走势拟合较好



来源: Lookintobitcoin 官网, 国金证券研究所

除了产出量约每隔 4 年减半之外, 长期投资人锁仓比例提升也为币价增长提供了支撑。由于部分投资人采取屯币锁仓策略、以及一部分投资人遗失了密钥, 超过 1 年未交易的比特币比例整体呈现上升趋势, 这也使得可流通的比特币数量边际减少。根据财经 M 平方统计, 至 2024 年 4 月 1 日, 超过 1 年未交易的比特币比例为 66.2%, 近期由于币价回暖呈现下降趋势。每一轮币价高点, 超过 1 年未交易的比特币比例均呈现下滑趋势, 提升了市场交易短期活跃度; 长期而言整体比特币锁仓比例提升。



图表23: 长期投资人锁仓比例提升为币价增长提供了支撑

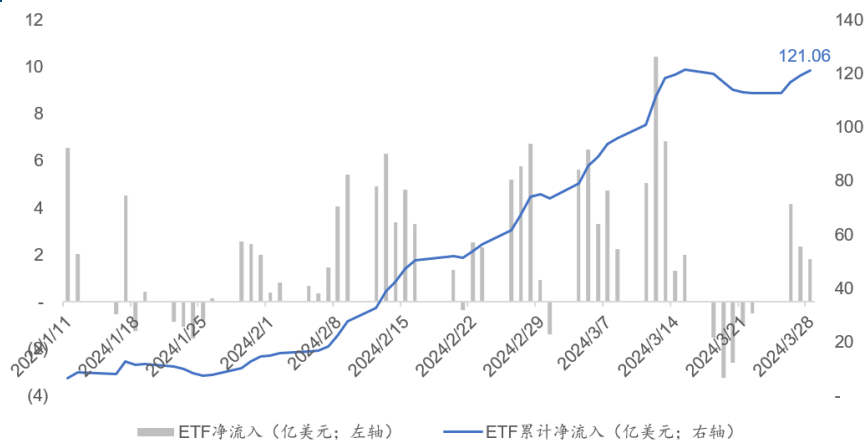


来源: 财经 M 平方, 国金证券研究所

此外, 比特币现货 ETF 的推出也为比特币引入了长期机构投资者。在比特币现货 ETF 出现之前, 机构投资人只能通过直接购买加密货币、购买加密货币期货 ETF、购买加密货币信托等方式进行加密货币资产配置。而由于针对加密货币的会计准则不够完善, 其公允价值变动很难被准确体现在机构的报表之中。

2023 年 6 月 15 日贝莱德提交现货比特币 ETF 申请之后, 比特币价由约 2.5 万美金/枚一周内拉升近 17%。2024 年 1 月美国现货比特币 ETF 批复半个月之后, 币价也一路上涨, 并于 3 月初突破 2021 年牛市价格高点。至 2024 年 3 月 28 日, 美国比特币现货 ETF 共计净流入 121.1 亿美元, 由于现货 ETF 需要在现货市场购买比特币作为底层资产, 因而现货 ETF 净流入金额的增长也增加了比特币现货市场的买盘。2024 年 3 月, 美国证券交易委员会 (SEC) 宣布对现货比特币 ETF 期权的审议推迟至 4 月底, SEC 对相关期权的决议可能也会对短期币价造成影响。

图表24: 美国现货比特币 ETF 的发展为比特币引入长期投资资金



来源: BitMEX Research, 国金证券研究所

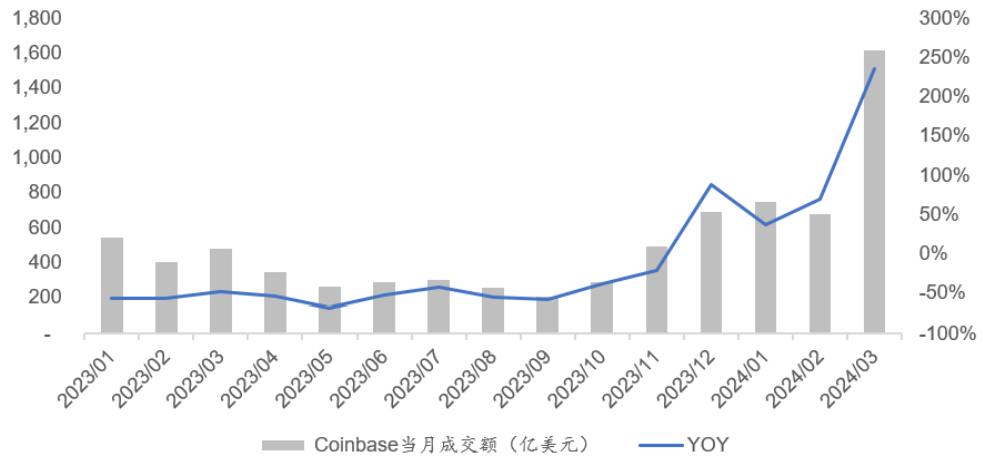
4. 投资建议

我们判断目前比特币处于第四轮周期之中, 目前仍为本轮行情前期, 持续推荐 Coinbase, 建议关注 MicroStrategy。至 2024 年 3 月, 比特币已录得第 7 个月连涨, 此前仅 2012 年出现过连涨 7 个月的情形, 当前位置提示短期币价过热风险。

- Coinbase 受益于 2023 年 12 月开始的成交额回暖, 2024 年 3 月成交额达 1,616 亿美元, 仅次于 2021 年 10 月和 11 月的牛市成交水平。若 2024 年比特币价提升, 公司成交额及可供借贷的资产规模也有望随之提升。



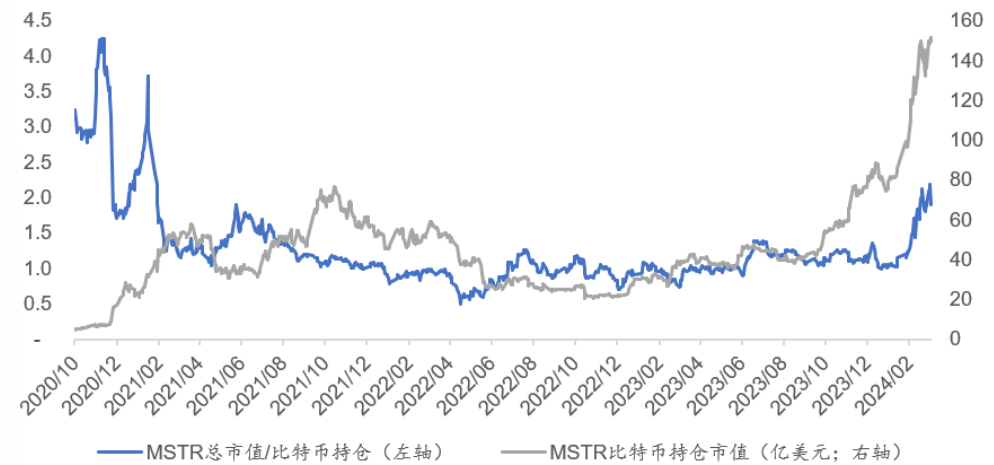
图表25: Coinbase 成交额自 2023 年 12 月开始回暖



来源: CoinCarp, 国金证券研究所

■ MicroStrategy 自 2020 年 8 月开始通过发行可转债、借贷、自有资金等方式持续购买比特币。根据公司创始人 Michael Saylor 的 Twitter, 至 2024 年 3 月, 公司已有 214,246 个比特币, 平均成本为 35,160 美金/枚。由于对公司持续屯币的乐观预期, 市场将 MicroStrategy 视为类比特币杠杆产品, 因而给予其一定的溢价。自 2020 年公司屯币以来, 公司市值/比特币持仓市值比最高达到 4.25。

图表26: 市场将 MicroStrategy 视为类比特币杠杆产品, 给予一定的估值溢价



来源: MicroStrategy 官网, Bitcoin Magazine, Cointelegraph, 国金证券研究所

说明: 因公司 BTC 持仓数据并非实时更新, 存在统计不全面的可能。

5. 风险提示

■ 加密货币行业合规风险

加密货币的发展仍处于早期阶段, 其特征、应用、风险还在不断演变, 因此全球各国近年持续加强对加密资产的监管, 以保护投资者的资产安全并防范金融风险。比如土耳其央行明确禁止比特币等数字货币用于购买商品或服务; 印度、韩国、阿根廷也在收紧数字货币的监管。2021 年 9 月, 中国人民银行等 10 部门联合发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》, 明确虚拟货币不具有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, 境外虚拟货币交易所通过互联网向我国境内居民提供服务被定性为非法金融活动, 参与虚拟货币投资交易活动存在法律风险。若更多国家持续出台严监管政策, 加密货币可能会面临法律合规风险。

■ 美国联邦基金利率剧烈波动风险

若美国联邦基金利率超预期上涨, 可能会对加密货币资产价格带来负面影响; 若美国联邦基金利率超预期下跌, 也可能引发加密货币市场的剧烈波动。

■ 网络安全风险

若加密资产、用户个人信息等保密资料受到网络安全的攻击, 导致信息泄露、资产流失, 有可能对加密货币行业及相应交易所声誉造成风险, 并导致加密货币资产价格波动。



■ 技术落后风险

若量子计算等先进技术取得突破，依赖密码学机制挖矿的部分加密货币价格可能会受到技术冲击。



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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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