



# Web3 行业研究

买入（首次评级）

行业周报  
证券研究报告

电子组

分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

wang\_qianwen@gjzq.com.cn

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

## 美国国债利率上行，Clarity 法案将提交参议院全体会议审议

### 投资逻辑

宏观层面，美国 4 月 PPI 年率录得 6%，为 2022 年 12 月以来新高，高于市场预期的 4.9%。4 月 CPI 同比升至 3.8%，创下近 3 年新高；其中美国汽油价格同比上涨 28.4%、燃油价格同比暴涨 54.3%；商品与服务价格均出现上涨。据 CME FedWatch，市场目前计入美联储加息 25bp 的概率超过 30%。美国国债利率上行，2 年期国债收益率升至 4.065%、10 年期国债收益率升至 4.530%、30 年期国债收益率升至 5.071%，长短端利率同步上行。白宫本周宣布 Warsh 已确认成为美联储主席。此外，美联储支持降息的鸽派理事米兰宣布辞职。

受宏观数据影响，本周加密货币收盘总市值为 2.70 万亿美元，环比上周上涨 1.5%。比特币收盘价为 78,131 美元/枚，环比上周下滑 2.6%；以太坊收盘价为 2,180 美元/枚，环比上周下滑 5.5%。目前 BTC 持仓均价约为 54,273 美元/枚，较上周上涨，低于短期投资人持仓成本；加密货币恐惧贪婪指数本周为 42，处于“中性”区间，情绪较上周转冷。期权市场相对看涨未来一周行情，但看跌未来一个月及下半年行情。根据 CoinCarp，全球加密货币本周累计成交 0.72 万亿美元，环比上周增长 4.5%。本周 Coinbase 现货累计成交 111 亿美元，环比上周增长 6.7%。

全球政策与产业新闻方面：美国参议院银行委员会通过 Clarity 法案，将提交参议院全体会议审议；其中要求禁止总统及国会议员担任加密货币发行方的修正案被否决。美国存管信托和清算公司（DTCC）将在其基于区块链的抵押品管理平台中使用 Chainlink 基础设施。中国香港首例 CRS 刑事案定罪宣判，加密货币强制申报纳入 CRS 2.0。韩国金融委员会宣布将于今年 7 月发布代币证券相关的法律下级法规修订案及指南，代币证券制度将于明年 2 月正式实施；该方案计划允许将多个同类型资产捆绑发行投资证券，改变目前仅限单一资产（如特定房地产）发行的限制。贝莱德、富兰克林、大摩等传统金融巨头纷纷入局代币化产品。Bitget 完成墨西哥相关合规注册，进一步推进拉美市场布局。OKX 拟收购韩加密交易平台 Coinone 约 20% 股份，加码韩国加密市场布局。

公司新闻方面：Strategy 宣布拟回购约 15 亿美元本金规模的 2029 年到期可转换债券。其表示回购资金可能来自出售比特币所得。Kalshi 与盈透证券达成合作并完成预测市场仓位集成。Kraken 母公司 Payward 正以 200 亿美元进行新一轮融资，宣布与富兰克林邓普顿建立合作关系。嘉信理财正式向零售客户推出加密账户，支持 BTC 与 ETH 交易。Gemini 信用卡业务同比大幅增长，首次披露预测市场业务数据。MARA Q1 净亏损 13 亿美元，拓展 Long Ridge 485MW 电力。

### 投资建议与估值

当前加密市场开始转暖，建议关注电力容量充足、估值相对交易、与大公司合作的 AIDC 公司，以及推进万物交易所策略的加密交易平台和屯币龙头公司。

### 相关标的

Circle、Robinhood、MicroStrategy、TeraWulf、Iren、Hut 8、Cipher Digital 等。

### 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 .....	6
4. 投资建议 .....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 加密货币总市值环比上周增长 1.5% .....	3
图表 2: 本周比特币下滑 2.6%，以太坊下滑 5.5% .....	3
图表 3: 比特币价格低于短期投资人持仓成本 .....	3
图表 4: 加密市场情绪转冷 .....	3
图表 5: 比特币期权最大痛点相对看跌下半年行情 .....	4
图表 6: 未来 30 天期权市场指示下跌清算强度更高 .....	4
图表 7: 本周全球加密成交额环比上周上涨 4.5% .....	4
图表 8: Coinbase 本周现货成交额环比上周增长 6.7% .....	4



## 1. 本周行情回顾

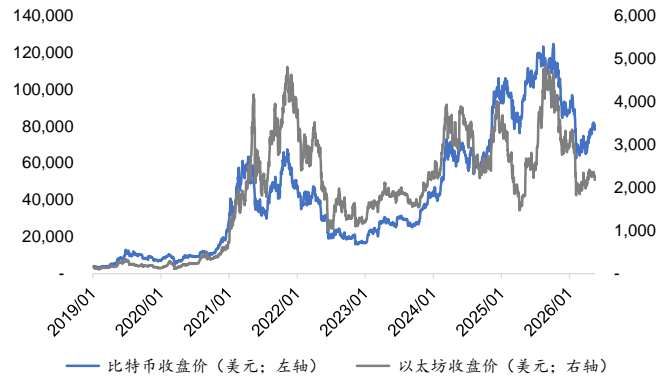
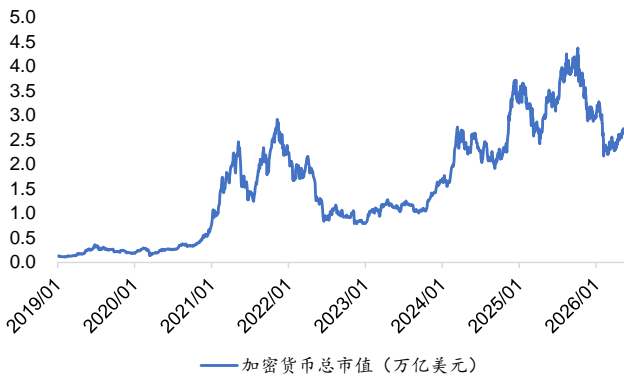
根据 CoinMarketCap, 本周加密货币总市值为 2.70 万亿美元, 环比上周增长 1.5%。比特币收盘价为 78,131 美元/枚, 环比上周下滑 2.6%; 以太坊收盘价为 2,180 美元/枚, 环比上周下滑 5.5%。

美国 4 月 PPI 年率录得 6%, 为 2022 年 12 月以来新高, 高于市场预期的 4.9%。4 月 CPI 同比升至 3.8%, 创下近 3 年新高; 其中美国汽油价格同比上涨 28.4%、燃油价格同比暴涨 54.3%; 商品与服务价格均出现上涨。据 CME FedWatch, 市场目前计入美联储加息 25bp 的概率超过 30%。美国国债利率上行, 2 年期国债收益率升至 4.065%、10 年期国债收益率升至 4.530%、30 年期国债收益率升至 5.071%, 长短端利率同步上行。

白宫本周宣布 Warsh 已确认成为美联储主席。此外, 美联储支持降息的鸽派理事米兰宣布辞职。

图表1: 加密货币总市值环比上周增长 1.5%

图表2: 本周比特币下滑 2.6%, 以太坊下滑 5.5%



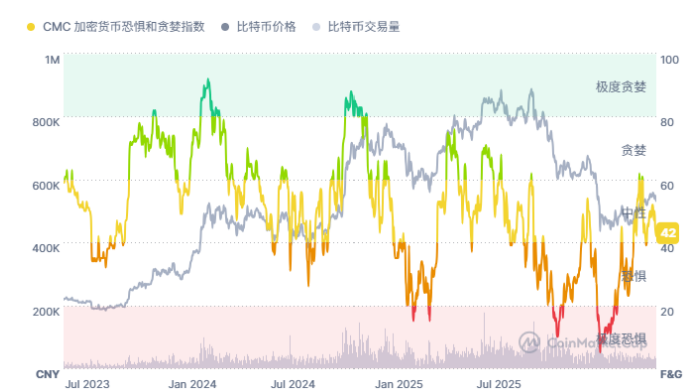
来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

根据 Glassnode, 目前 BTC 持仓均价约为 54,273 美元/枚, 较上周上涨; 当前币价低于短期投资人持仓成本、但超过长期投资人持仓成本。加密货币恐惧贪婪指数本周为 42, 处于“中性”区间, 情绪较上周转冷。

图表3: 比特币价格低于短期投资人持仓成本

图表4: 加密市场情绪转冷



来源: Glassnode, 国金证券研究所

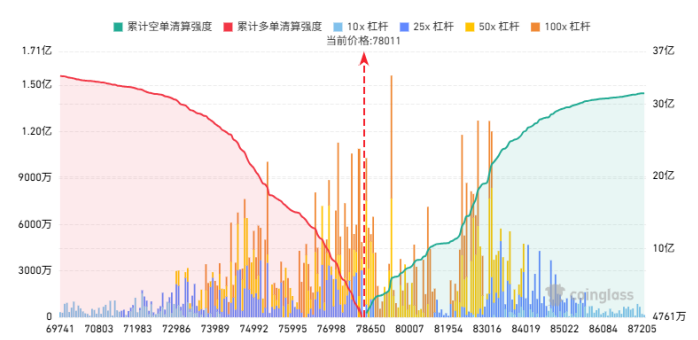
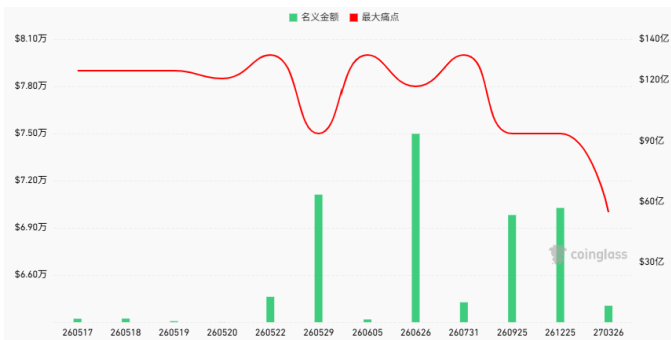
来源: CoinMarketCap, 国金证券研究所

期权市场指示未来一周走平, 下半年转为看跌。根据 CoinGlass, Deribit 显示期权市场相对看跌下半年行情。未来 7 天若 BTC 上涨, 则累计多单清算强度大; 未来 30 天若 BTC 下跌, 则累计空单清算强度大。



图表5: 比特币期权最大痛点相对看跌下半年行情

图表6: 未来 30 天期权市场指示下跌清算强度更高



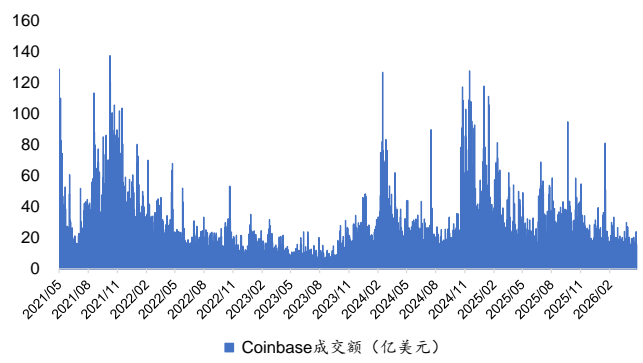
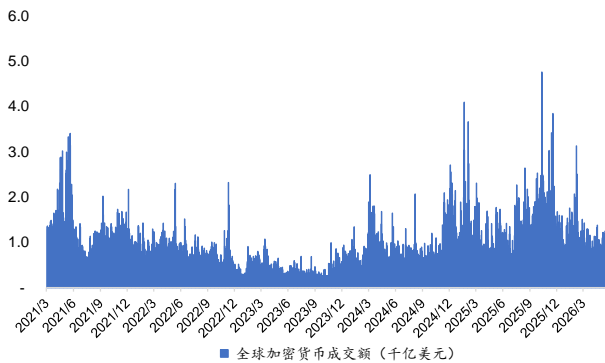
来源: CoinGlass, 国金证券研究所

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 0.72 万亿美元, 环比上周增长 4.5%。本周 Coinbase 现货累计成交 111 亿美元, 环比上周增长 6.7%。

图表7: 本周全球加密成交额环比上周上涨 4.5%

图表8: Coinbase 本周现货成交额环比上周增长 6.7%



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

### ■ DTCC 正扩展其抵押品系统, 并引入 Chainlink 集成方案

据 BlockBeats 报道, 美国存管信托和清算公司 (DTCC) 将在其基于区块链的抵押品管理平台中使用 Chainlink 基础设施, 这也意味着双方此前的合作将进一步扩展至华尔街核心风险管理职能之一。

DTCC 表示, 其抵押品 AppChain 将采用 Chainlink 的 Runtime Environment (CRE) 及数据标准, 以支持定价、估值、保证金管理、抵押品优化和结算等功能。

### ■ 传统金融巨头纷纷入局代币化产品, 贝莱德、富兰克林、大摩等动作不断

据 BlockBeats 报道, 全球传统金融巨头正纷纷进军链上代币化金融产品, 全球代币化现实世界资产 (RWA) 市场规模已突破 300 亿美元, 行业正从早期实验阶段迈向机构级基础设施、互操作性与合规链上金融体系建设阶段。近期链上代币化市场进展不断:

贝莱德已向美国 SEC 提交新的代币化基金结构申请, 并再次选择 Securitize 提供链上基础设施支持。新架构将链上基金份额所有权记录与受监管的过户代理及投资者准入系统进行整合, 实现链上与传统金融合规体系的连接。Securitize 表示, 旗下 Securitize Transfer Agent 将负责维护公链上基金份额的官方所有权记录, 这意味着链上持仓数据将直接进入受监管的基金登记体系。

富兰克林邓普顿也与加密交易平台 Kraken 母公司 Payward 官宣建立合作关系, 双方将共同探索传统金融产品的链上代币化机会。合作内容将涵盖代币化股票、合规托管、主动管理型收益产品, 以及通过 Kraken OTC 与 Prime 服务提供机构级加密流动性。双方将重点研究推出富兰克林邓普顿金融产品的链上版本, 包括面向机构客户的收益类产品, 并可能进一步向 Kraken 更广泛的用户群开放部分产品。



摩根大通同样计划推出第二支代币化货币市场基金 JLTXX。其在 5 月 12 日其提交了 JPMorgan OnChain Liquidity-Token Money Market Fund (代码 JLTXX) 的备案文件, 该基金将在以太坊链上发行数字代币, 基金底层为美国国债和回购协议组合。

#### ■ 中国香港首例 CRS 刑事案定罪宣判, 加密资产强制申报纳入 CRS 2.0

据 BlockBeats 报道, 一名私人银行客户因在《共同申报准则》(CRS) 申报中故意提供虚假信息, 被中国香港法院判处即时监禁 6 个月并处罚款 50 万港元。这是中国香港首例因违反 CRS 规则而被刑事定罪的案件, 标志着中国香港跨境税务信息申报进入严格执法阶段。

中国香港方面, 《2026 年税务(修订)(自动交换财务账户资料)条例草案》已于 2026 年 3 月 27 日刊宪, 4 月 1 日提交立法会首读, 预计于 2027 年 1 月 1 日起实施。据中国香港财经事务及库务局透露, 港府计划在 2026 年内完成 CARF 立法, 2028 年启动首次加密资产信息跨境交换。

CRS 2.0 的核心变化包括, 一是将加密货币、加密衍生品及部分 NFT 等数字资产明确纳入强制申报范围, 加密交易平台、托管机构及相关基金均需履行 KYC 义务并向税务部门报送信息; 二是要求双重税务居民须向所有相关辖区同步申报账户信息, 禁止择一申报; 三是强化对离岸空壳公司、家族信托等架构的穿透监管, 要求识别并上报最终实际控制人信息。

#### ■ 韩国金融委员会公布代币证券推进方案, 拟允许多资产捆绑发行

据 BlockBeats 报道, 韩国金融委员会在举行的第二次民官联合代币证券协议体会议上宣布, 将于今年 7 月发布代币证券相关的法律下级法规修订案及指南。代币证券制度将于明年 2 月正式实施。

韩国金融委员会计划允许将多个同类型资产捆绑发行投资证券, 改变目前仅限单一资产(如特定房地产)发行的限制。同时, 当局将参考海外案例, 为股票、债券、货币市场基金(MMF)等现有定型证券的代币化制定分阶段路线图。目前, 中国香港绿色国债、美国 MMF 已实现代币证券发行, 纽交所和纳斯达克也正筹备上市股票代币化交易试点。

在场外交易方面, 目前碎片投资发行平台的年度投资限额为 1000 万至 2000 万韩元, 非上市股票场外交易所的年度卖出总额为 3 亿韩元。政府计划在系统化投资者保护的同时, 设定有助于扩大初期市场流动性的限额。

#### ■ Bitget 完成墨西哥相关合规注册, 进一步推进拉美市场布局

据 BlockBeats 报道, Bitget 宣布已在墨西哥完成相关合规注册程序, 包括在墨西哥税务管理局(SAT)及金融情报局(UIF)的注册。该进展体现了 Bitget 对当地监管要求的重视, 也为平台在墨西哥及拉美地区的长期、稳健发展奠定了进一步的合规基础。

随着拉美地区数字资产市场持续发展, 用户、合作伙伴及金融机构对于平台合规能力和专业服务水平的关注不断提升。Bitget 将继续以墨西哥作为区域布局的重要市场之一, 在遵守当地适用规则的前提下, 持续提升服务能力, 并探索与当地银行及金融机构开展合作的可能性。

Bitget CEO Gracy Chen 表示, 加密行业的监管环境正在持续演变, 平台的长期发展需要建立在对当地规则、市场需求及金融体系运作方式的充分理解之上。Bitget 在墨西哥推进相关注册, 是其全球合规战略的一部分, 也体现了平台致力于为用户提供更稳健、可信赖服务的长期承诺。

#### ■ OKX 拟收购韩加密交易平台 Coinone 约 20% 股份, 加码韩国加密市场布局

据 BlockBeats 报道, OKX 称其正计划与韩国投资与证券公司合作, 收购韩国交易平台 Coinone 约 20% 的股份。若该交易获批, OKX 将成为继 Binance 投资 Gopax 之后, 第二家进入韩国头部交易平台股权体系的全球交易平台。

与此同时, 韩国市场正在经历加密交易所股权结构重组。当地银行巨头 Hana Financial Group 已宣布将收购 Upbit 运营方 Dunamu 的约 6.7 亿美元股份, 引发行业进一步整合预期。

#### ■ 美国参议院银行委员会通过 Clarity 法案, 将提交参议院全体会议审议

据 BlockBeats 报道, 美国参议院银行委员会于 5 月 14 日通过《CLARITY 法案》, 该法案现拟提交参议院全体会议审议。要求禁止总统及国会议员担任加密资产发行方的修正案被否决。



### 3. 公司新闻

- **Kraken 母公司 Payward 正以 200 亿美元进行新一轮融资，宣布与富兰克林邓普顿建立合作关系**

据 BlockBeats 报道，Kraken 母公司 Payward 正在以 200 亿美元估值进行新一轮融资。近期，公司以 6 亿美元收购了支付公司 Reap，以 5.5 亿美元收购了数字资产衍生品平台 Bitnomial，这两笔交易均按 200 亿美元估值进行。此外，德意志交易所于 2026 年 4 月通过二次售股以 2 亿美元买入 Payward 约 1.5% 的股份，该笔交易对 Payward 的估值为 133 亿美元。为筹备上市，Payward 正在裁减约 150 名员工。

此外，全球资管巨头富兰克林邓普顿与 Payward 宣布建立合作关系，双方将共同探索传统金融产品的链上代币化机会。根据声明，合作内容将涵盖代币化股票、合规托管、主动管理型收益产品，以及通过 Kraken OTC 与 Prime 服务提供机构级加密流动性。Kraken 此前已推出代币化股票产品 xStocks，公司称该业务自去年上线以来累计交易量已超过 300 亿美元。另一方面，富兰克林邓普顿当前已发行多只加密 ETF 产品，并推出代币化货币市场基金 BENJI，同时也正在与 Ondo Finance 合作开发链上金融产品。

- **MARA Q1 净亏损 13 亿美元，拓展 Long Ridge 485MW 电力**

据 BlockBeats 及公司官网报道，MARA 2026 年 Q1 净亏损 13 亿美元，上年同期净亏损约 5.3 亿美元。报告期内，公司以均价 70,137 美元卖出约 2.08 万枚 BTC。此外，公司以 15 亿美元并购 Long Ridge 电力，电费仅 1.5 美分/千瓦时，当前已购入 485MW，并有望于 2026 年下半年购入全部 505MW 电力，对 EBITDA 1.44 亿美元。

- **嘉信理财正式向零售客户推出加密账户，支持 BTC 与 ETH 交易**

据 BlockBeats 报道，嘉信理财正在向零售客户逐步推出加密账户。首批客户已可在 Charles Schwab 平台交易比特币与以太坊，并可与其他投资产品一并管理。

- **Gemini 信用卡业务同比大幅增长，首次披露预测市场业务数据**

据 BlockBeats 报道，Gemini 发布一季度财报，营收达 5030 万美元，较去年同期的 3530 万美元增长 42%。公司表示，增长主要来自服务业务、OTC 交易以及加密相关信用卡业务。其中信用卡板块收入同比增长约 300%，已接近总收入的一半。

Gemini 还首次披露了其预测市场业务数据。自去年 12 月上线以来，该业务已吸引超过 2 万名用户交易合约，累计交易合约数量超过 1 亿份，并贡献约 40 万美元收入。公司称 4 月交易量较前月进一步增长 78%。

- **Kalshi 与盈透证券达成合作并完成预测市场仓位集成**

据 BlockBeats 报道，预测市场平台 Kalshi 宣布与盈透证券达成合作。盈透证券已将 Kalshi 预测市场集成至其现有交易平台，用户可在同一界面管理预测市场仓位与传统投资组合，支持实时。仓位追踪、流动性和价格查看。初期上线市场将聚焦选举结果、气候事件和经济指标。

- **Strategy 或出售比特币用于回购可转换债券**

据 BlockBeats 报道，Strategy 宣布拟回购约 15 亿美元本金规模的 2029 年到期可转换债券。其表示回购资金可能来自出售比特币所得。

Strategy 称此次回购资金将来自现有现金储备、ATM 增发计划所得资金及/或出售比特币所得。公司预计交易将于 2026 年 5 月 19 日前后完成，完成后将注销相关票据。回购完成后，剩余未偿还 2029 年可转债本金规模约为 15 亿美元。

此前 Michael Saylor 表示，Strategy 未来可能会小规模出售 BTC 以利用流动性，但整体仍将持续净买入。Saylor 表示可能一个月卖出 20 个基点的 BTC，但同月可能会买入其 5 倍或 10 倍。其强调，若市场认为公司永远不会出售 BTC，则会削弱 BTC 作为资产的金融属性与信用评级逻辑。

### 4. 投资建议

当前加密市场开始转暖，建议关注 AIDC 相关的矿场 TeraWulf、IREN、Hut 8 等，以及 USDC 规模增长利好的发行平台 Circle，推进万物交易所策略的 Robinhood，以及屯币龙头公司 MicroStrategy 等。

### 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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