

专题研究：解读加密货币

报告日期：2018-01-19

比特币一月价格缩水近一半 加密货币如何投资更英明？

2017年，以「比特币」为首的加密货币都表现出了极强的投资属性。「比特币」不但多次出现暴涨情况，而且涨势是越来越疯狂，当然近一月「比特币」的跌幅也是惨烈。一些人认为它就是个大气泡，在2018年定会暴跌，而另一些人则不那么认为。面对各国政府对于「比特币」的监管愈趋愈严，以「以太坊」为首的新型加密货币悄然崛起，本研报将从深刻认识加密货币、当下主流加密货币间的联系、2018年如何更英明的投资加密货币等三个方面，为阁下深入剖析加密货币的投资逻辑。



冠力资产管理有限公司，为香港证监会持牌注册法团，中央编码BEL573，从事第4类证券提供意见和第9类提供资产管理受规管活动。

香港办公室：中环云咸街29号
LKF29-23层

1. 加密货币简介

Jeffrey Young

(852) 2768 3812

jeffrey.young@grandlyifg.com

1.1 什么是加密货币？

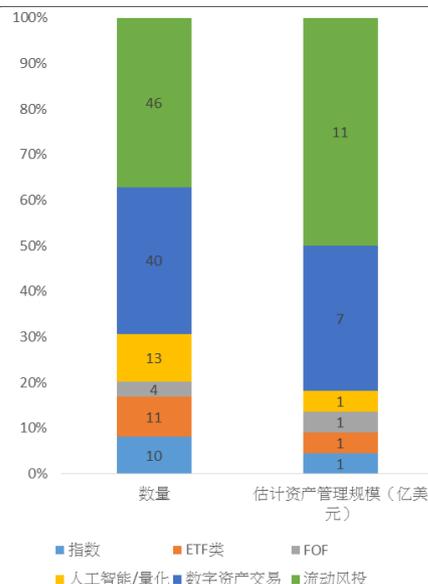
加密货币是一种使用密码学原理来确保交易安全及控制交易单位创造的虚拟货币，它不依靠法定货币机构（如中央银行）发行，不受政府管控，基于密码学的设计使加密货币只能被真实的持有者转移或支付。加密货币的代表有比特币、以太坊、莱特币、瑞波币等。去年以来，加密货币也开始受到金融界的关注，截至2017年10月，有124家基金涉足加密货币，旗下管理资产规模达到23亿美元（见图表1）。而金融投资只占加密货币市值的一小部分，大多资金在网络交易所直接参与加密货币现货的交易。在当时，仅比特币的市值就达到了900亿美元。

Xu Zhen

(852) 2768 3811

zhen.xu@grandlyifg.com

图表 1：截至 2017 年 10 月涉及加密货币基金的情况



来源：冠力资产, Autonomous NEXT

另外，和加密货币相关的金融产品，如比特币（编码：XBT FUND）和以太坊（编码：ETC FUND）的ETF基金以及比特币期货（编码：BTC）都已面市（见图表2）。还有一些其他加密货币的金融产品，如Zcash ETF（编码：ZEC FUND）等也陆续上线。

图表 2：加密货币发展历程

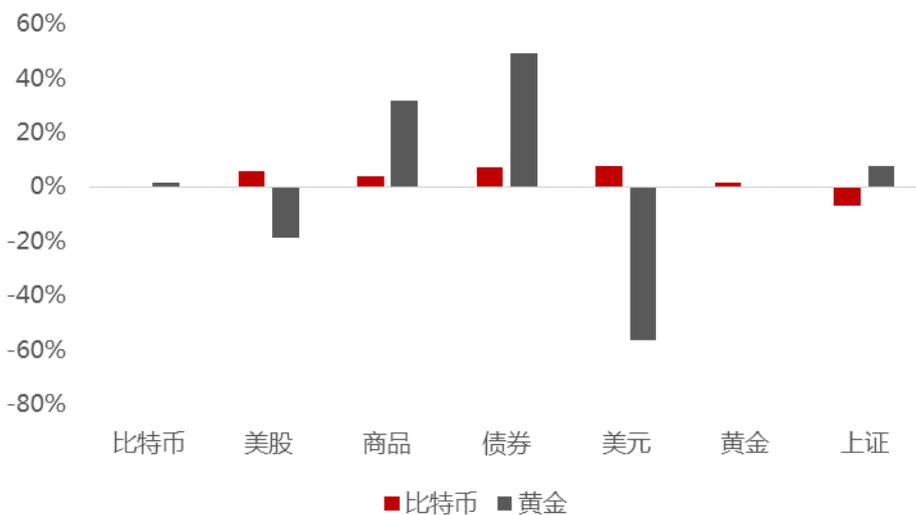


来源：冠力资产

1.2 加密货币的优点

- **稀缺性**：由于加密货币大多总量有限，若人们的需求不断增加，加密货币具有的稀缺性会显现，类似黄金。
- **去中心化**：任何持有者可以随时在世界各地支付另一方任意数量的加密货币，不受外汇和政策的限制。
- **安全**：加密货币持有者完全匿名，账户的私钥只有本人知道，政府或其他团体无法冻结个人的加密货币账户。同时，加密货币的交易记录全网同步，再结合密码学的原理，确保不会出现假币和伪造交易的问题。
- **低交易成本**：使用加密货币交易可不经银行或第三方支付平台，减少机构收取的手续费。
- **低相关性**：加密货币和其他主流投资产品相关性较低，有利于加大投资组合的多样型。图表3是比特币与常见金融产品的相关性（2017年1月至2018年1月），并与常见的避险产品黄金进行对比。黄金的相关性绝对数值较高，并与大宗商品和债券正相关，而比特币与以上所有产品基本不相关。

图表 3：比特币与黄金和其他产品的相关性



来源：冠力资产, Bloomberg

1.3 加密货币的缺点

- **监管风险**：由于加密货币的匿名性质，政府较难对其进行有效监管，造成加密货币可能用于非法的用途，例如洗钱、贩毒等，所以政府对直接持有加密货币的态度强硬。外加目前加密货币法规不健全，任何政策与法规的更新不仅难以预测，而且会突然改变市场行情。
- **波动风险**：加密货币现在价格波动剧烈，如 2018 年比特币日波动最高可达 23%（见图表 4）。因此虽然加密货币不适合厌恶风险的群体长期持有，但却也呈现了短期投机机会。
- **诈骗风险**：由于近期加密货币的火热，市场出现了五花八门的“山寨”加密货币，或打着加密货币幌子的集资诈骗行为。这些山寨币本身价值极低，甚至没有价值，但经过加密货币这层概念的宣传，诱导投资者上钩，使投资者蒙受损失。非专业投资者应以主流加密货币试水，并对交易所选择格外小心。
- **安全风险**：加密货币本身虽然是安全的，但是针对加密货币交易所的黑客事件不时发生。交易所出现安全问题会造成不可弥补的损失。
- **功能风险**：加密货币目前还未被广大商家认可，作为货币的一大特征必须是可以转换成商品或服务，而目前加密货币还不能达到此效果。并且较大的价格波动也导致加密货币不符合货币保值的特征。

图表 4：2018 年以来比特币兑美元价格走势（单位：美元）



来源：火币网

2. 主流加密货币

2.1 比特币

比特币发布于 2009 年，是世界上第一个，也是目前最流行的加密货币。它的持有者可以通过点对点网络传输比特币。“区块链”可跟踪这些传输，并会记录有史以来每一个比特币交易。此过程通常称为“巨型



分类账”。比特币不依赖中央机构来发行新增供给量和维护交易，而是由区块链利用数位加密算法来维护系统。交易被全部网络电脑记录和维护，每笔交易的有效性也都必须经过区块链的验证。

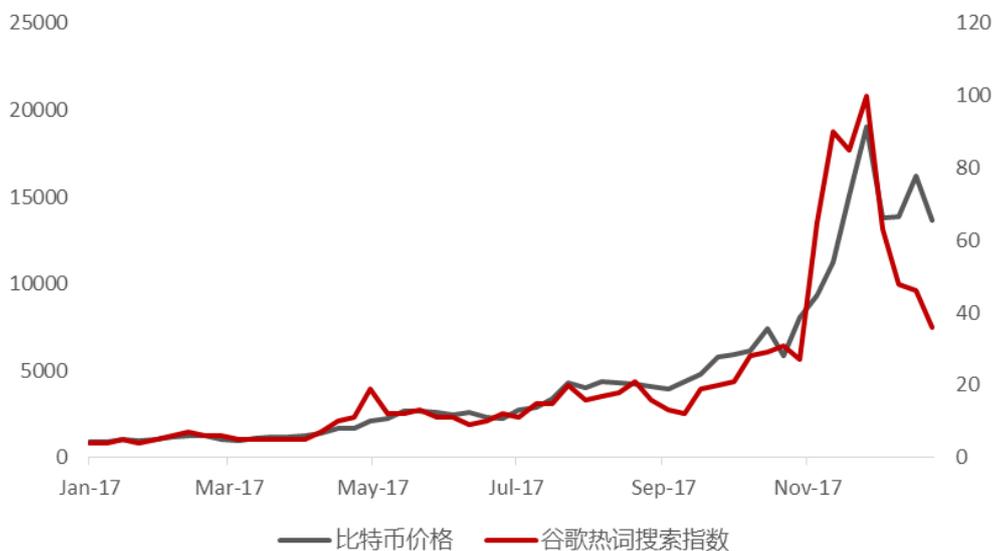
相对于传统货币而言，比特币最大的特点是去中心化，没有中央监管机构或政府来控制比特币的供应。它的供应是由算法决定的有限数量，约为 2,100 万枚（现流通约 1,600 万枚）。交易记录的责任由所有的区块承担。

看好比特币的群体正是认为“去中心化”的特性是货币的未来，导致他们对比特币有着空前的热情。并且，作为流动性最好，市值最大的加密货币，比特币被大多其他加密货币作为基础结算货币。如果投资者想深入参与加密货币市场，首先需购买比特币，再以比特币兑换其他加密货币。因此，很多人称比特币为加密货币市场的钥匙。

2017 年，比特币的价格从不到 1,000 美元暴涨到最高 20,000 逾美元，引起了全世界的关注。尤其是芝加哥商品交易所宣布了比特币期货以后，更使得比特币吸引更多金融行业人士的瞩目，又一波推高了比特币的价格。值得注意的是，现在比特币的市值已经超过了黄金投资产品的市值。同时，各国政府在过去的一年也对比特币进行了深度的研究，也逐渐更新了法律法规。例如 2017 年 9 月，中国政府全面禁止了大陆地区比特币交易，随后也进一步规范比特币矿场的管理。日本和英国的监管部门也发表了不看好比特币的相关言论。另外，德国股市交易所也在考虑推出基于比特币的衍生产品。

不论好坏，热度一定程度上引导着比特币走势，图表 5 对比了比特币在谷歌的搜索热度与其价格之间的关系。人们发现比特币价格走势的上升与下降和它的热度变化惊人的同步。

图表 5：比特币兑美元价格与谷歌热词搜索指数之间的关系



来源：冠力资产, Bloomberg, Google

在 2017 年 12 月，美国芝加哥商品交易所上线了比特币期货，比特币期货的规模是 5 比特币一手，定价是依据芝商所 CF 比特币参考汇率（BRR）和芝商所 CF 比特币实时指数（BRTI）。它们是标准化的参考汇率和现货价格指数，独立监督，加速了比特币交易的专业化并进一步将数字资产确立为新的资产类别。

BRR 算法取 4 家比特币交易所 (Bitstamp, GDAX, itBit, and Kraken) 的平均价，而 CBOE 期货交割价作为一家比特币交易所成交价。因 CBOE 期货相对容易被操作，所以建议期货交易以 CME 为主。

图表 6：比特币期货 1801 合约上市以来走势 (单位：美元)



来源：Esunny

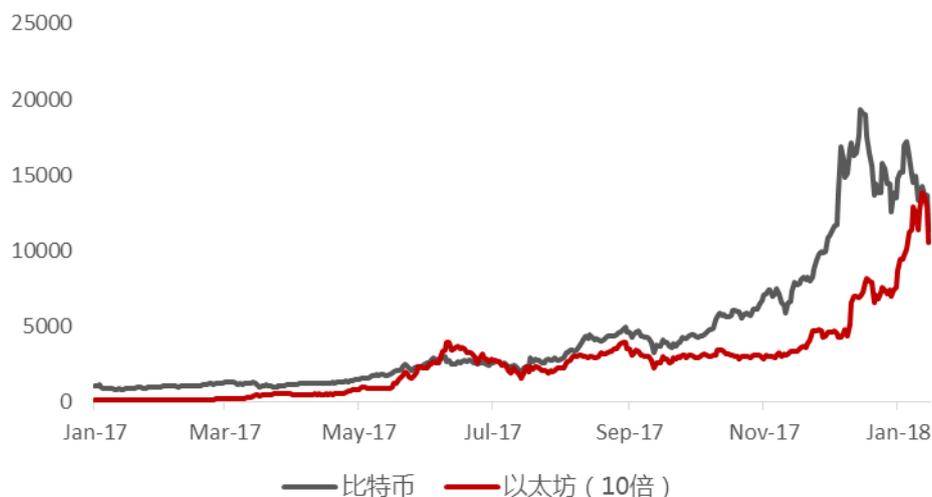
2.2 以太坊

在最近一段时间，以太坊作为市值第二高的加密货币经历了爆发式的增长，2018 年最多上涨幅度达到了 98%，而自 2017 年以来涨幅最高达到过令人震惊的 175 倍。相对于比特币而言，以太坊作为一个年轻的货币，它有着一定的技术优势。例如：

- **智能合约**：比特币基础理念为去中心化的数据传送，而以太坊在数据传送期间增加了逻辑链的新功能，可对任何数据传送事先设定前提条件和相对动作。因此，以太坊更受复杂加密货币的使用者所喜爱，而智能合约也为更复杂的数据传送奠定了基础。
- **交易时间短**：以太坊的数据传输速度较比特币快。以太坊封锁一个区块只需要 15 秒，而比特币需要十分钟。
- **交易费用低**：由于以太坊在交易费用设计不受区块限制，没有和其他区块竞争，因此降低了交易费用。
- **挖矿容易**：比特币挖矿需要专用集成电路，而以太坊在设计时已将此因素考虑进来。这有助于平衡挖矿的竞争，从而提高挖矿的利润率。

正是基于以上四点，以太坊相对于比特币而言更先进、功能性更强，也越来越受到市场的关注。以太坊的价格相对于比特币来说延迟两个月启动，但是增长速度更为迅猛 (见图表 7)。

图表 7：2017 年以来比特币和以太坊（10 倍）价格走势对比（单位：美元）



来源：冠力资产, Bloomberg

3. 交易加密货币

3.1 未来展望

2018 年以来，比特币的币值从最高 17,000 美元下跌至最低 10,000 美元附近，币值缩水近 40%。法规因素应是导致比特币这波下跌行情的主要原因。韩国政府正在考虑关闭加密货币交易所，而中国也正在逐渐收紧对比特币矿场的管理和打击场外加密货币的交易平台。与此同时，澳大利亚四大商业银行也冻结了与比特币相关交易。

除了政策因素以外，比特币是否被大众接受也是比特币乃至加密货币能否持续发展的重要因素。一部分人认为加密货币就是泡沫，例如巴菲特在接受采访时就明确表态他永远不会持有比特币，并且认为比特币一定会以悲剧收场。反之，另一部分人已经开始认可加密货币，例如柯达公司推出“柯达币”用于摄影师之间的交易，加拿大肯德基开始接受比特币支付，扎克伯格宣布将认真研究加密货币的应用，达拉斯小牛队的老板库班接受采访时称将会认可比特币购买季票等等。

同时，加密货币的安全性也决定着其发展前景。若是相关交易所不断被黑客攻击，打着加密货币幌子的诈骗频繁出现，公众对加密货币的信心必然逐渐消退。这样，加密货币的模式不可能成为主流，而其价值会荡然无存。

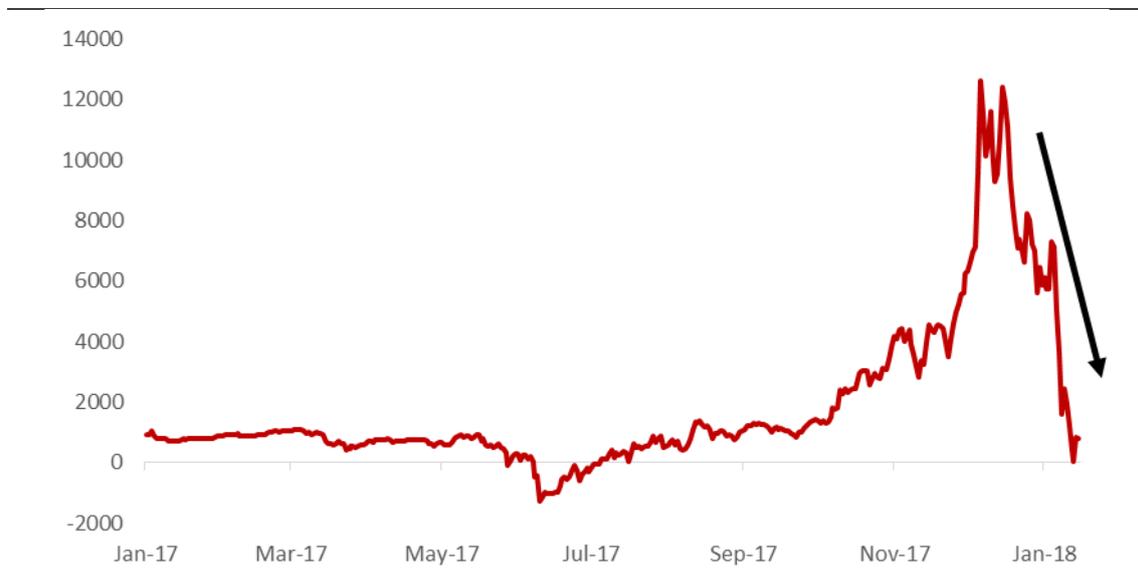
加密货币有许多可取之处，而若整体市场成功提高交易效率、增强安全性、杜绝灰色地带等等，那么它有可能被大众与监管机构认可，从而成为真正意义上的货币，并被世人所接受。反之，如上述问题一直存在，加密货币的热潮应仅仅是泡沫并且会最终破裂。

3.2 投资建议

3.2.1 做多以太坊 vs 做空比特币 (10 比 1)

- 以太坊技术先进于比特币，但市值仅为比特币一半 (1,744 亿美金 vs. 866 亿美金)；
- 比特币名声响，投机者多，较难吸引新资金流入；
- 加密货币多空交易可避免整体市场动荡的影响；
- 所谓枪打出头鸟，比特币为监管主要打压对象，贬值空间高于以太坊；
- 比特币期货给予做空资金操作空间，相比以太坊 ETF 只能做多；
- 近 1 个月，以太坊对比特币价差迅速缩小 (见图表 8)。

图表 8：比特币与以太坊 (10 倍) 的价差 (单位：美元)



来源：冠力资产, Bloomberg

3.2.2 择机做空比特币

- 上文 2.1 中说明前一轮比特币的暴涨与热度高相关 (见图表 5)，而此期间市场采用大幅度杠杆，并有泡沫迹象。新一轮的不利政策引起了比特币大幅度贬值。
- 比特币长期走势不明，若无法持续主导言论或继续遭受政策打压，前景不容乐观。但近一波暴跌势头过猛，也冲走了大量弱多，导致价格继续下滑空间较小。外加挖矿成本较高，若市场跌至成本价，新货币供应将减少。
- 若比特币有反弹迹象，可掌握好时机在较高价位建立期货空单。建议从 15,000 美元开始建仓。

3.2.3 日内比特币趋势交易

- 相比传统金融市场，比特币市场信息传达较慢，专业投资者较少，大众关注相对较弱。因此，重大事件发生后，价格无法迅速到达新市场均衡价位。
- 比特币期货还有 7%、13%、20% 的特殊价格波动限制，并且比上一交易日结算价高或低 20% 以上的交易将不允许进行。这也在巨大行情突发时降低了价位的合理性与市场的流动性。



- 当出现大行情时，可考虑建短线仓位，做日内趋势交易，不论多空。

3.2.4 比特币期货现货价差交易

- CME 的比特币期货最后交易日以现金结算（不接受现货交割），交割结算价以 BRR 为基础，实际与比特币现货价无关。
- 因此，期货与现货价差波动与幅度较大，（见图表 9），使得期货现货价差交易策略有机可趁。

图表 9：比特币期货与现货间的价差（单位：美元）



来源：冠力资产, Bloomberg

披露：此研究报告是由冠力资产管理有限公司的研究部团队成员（“分析员”）负责编写及审核分析员特此声明，本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对报告内所述的公司（“该公司”）及其证券的个人意见。根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有（1）在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；（2）在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；（3）担任报告内该公司的高级人员；（4）持有该公司的财务权益。分析员亦声明过往，现在或将来没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到或同意得到直接或间接的报酬，补偿及其他利益。

重要说明：此报告和报告中提供的资讯和意见，由冠力资产管理有限公司向其或其各自的客户提供资讯而准备，并且以合理谨慎的原则编制，所用资料、资讯或资源均于出版时为真实，可靠和准确的。冠力资产管理有限公司对本报告或任何其内容的准确性或完整性或其他方面，无论明示或暗示，无作出任何陈述或保证。冠力资产管理有限公司及/或南华金融，及其或其各自的董事，管理人员，合伙人，代表或雇员并不承担由于使用，出版，或分发全部或部分本报告或其任何内容，而产生的任何性质的任何直接或间接损失或损害的任何责任。本报告所载资料和意见会或有可能在没有任何通知的情况下而变动或修改。这份报告不是，也不是为了，也不构成任何要约或要约购买或出售或以其他方式交易本报告所述的证券。本报告受版权保护及拥有其他权利据此，未经冠力资产管理有限公司明确表示同意，本报告不得用于任何其他目的，也不得出售，分发，出版，或以任何方式转载。投资者参阅此报告时，应明白及了解其投资目的及相关投资风险，投资前亦应咨询其独立的财务顾问。