美联储降息在即 加密货币热情未燃

数字资产双周报（2025.8.29-2025.9.10）

加密货币

过去两周，加密市场呈现分化走势，比特币震荡、以太币走跌。

随着一系列美就业数据揭示劳动力市场显露疲软迹象，市场对美联储 9 月降息的预期已趋于共识（图表 1），但加密资产并未因此迎来显著上涨动能。相反，全球范围内长期政府债遭遇抛售，叠加市场对降息背后所反映的经济疲软的担忧，共同抑制了风险偏好。

尽管美国比特币现货 ETF 资金流入由负转正，但整体流入力度仍显温和；与此同时，以太币 ETF 的资金流已转为净流出。这一背景之下，MicroStrategy 的优先股募资低于预期后，违背此前承诺重启普通股增发，进一步削弱了投资者信心。

值得留意的是，稳定币供应量逼近历史高点，显示市场中潜藏的流动性充足。据 DefiLlama 数据，过去 30 天内稳定币总市值增长 5.8%，攀升至 2866 亿美元。其中，合成稳定币 USDe 增长迅猛，增幅接近 30%，规模已达 131 亿美元；USDC 亦实现双位数增长；而 USDT 仍以 58.9%的占比稳居主导地位。

展望未来，美联储降息、ETF 资金流向及监管发展将持续主导市场情绪。近期，美国监管层面展现出更强的协调性与清晰度：证券交易委员会（SEC）与商品期货交易委员会（CFTC）协同合作，明确现货加密货币可在受监管交易所上市交易，为市场注入了一定的制度确定性。

图表 1. 期货市场隐含美联储降息概率高达 100%

Region: United States »		Instrument: Fed Funds Futures »	
Target Rate	4.50	Pricing Date	09/10/2025
Effective Rate	4.33	Cur. Imp. O/N Rate	4.333

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
09/17/2025	-1.073	-107.3%	-0.268	4.064	0.250
10/29/2025	-1.800	-72.7%	-0.450	3.882	0.250
12/10/2025	-2.665	-86.5%	-0.666	3.666	0.250

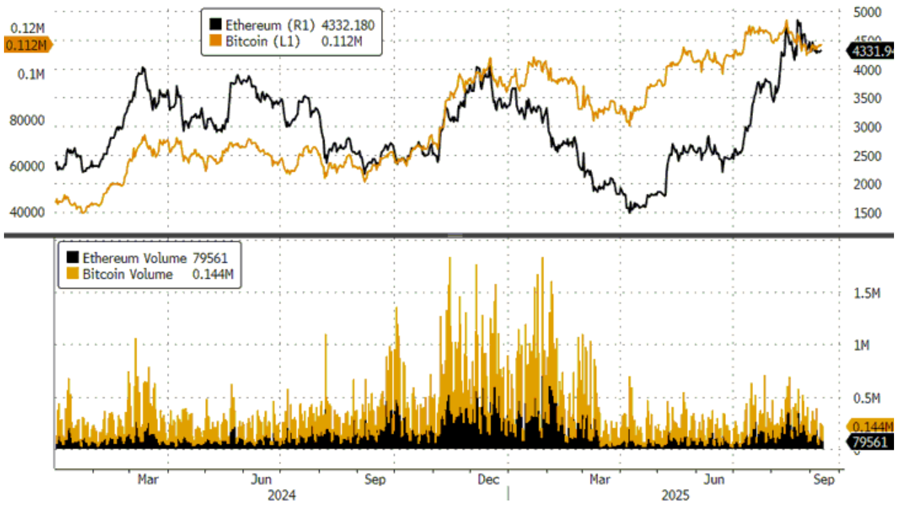
数据来源：彭博，中银国际研究。

中银国际研究有限公司

吴琼, PhD CFA
(852) 3988 6926
qiong.wu@bocigroup.com

张芳泥, CFA
(852) 3988 6620
margaretfn.zhang@bocigroup.com

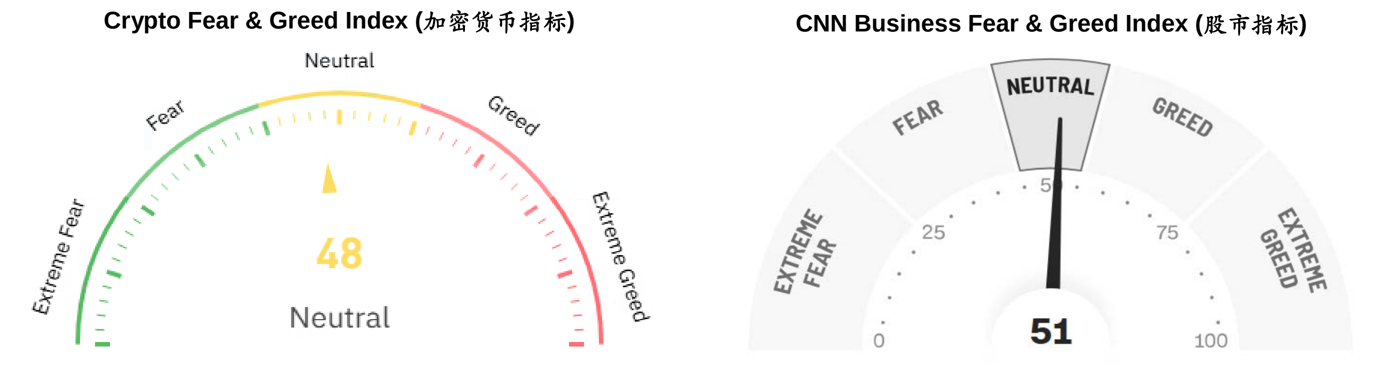
图表 2. 比特币和以太币的价格和成交量



数据来源：彭博，中银国际研究。

美 8 月非农就业新增仅 2.2 万人，远低于市场预期 7.5 万人，至此非农已连续 4 个月疲软，且美非农年度初步修正比预期还差，下修 91.1 万。疲弱数据直接推动市场对美联储 9、10、12 月连续降息的预期全面升温。情绪指标方面，加密货币恐慌和贪婪指数在中性区间震荡；而美股恐慌和贪婪指数也回落至中性区间，报 51（见图表 3）。

图表 3：恐慌和贪婪指数



数据来源：Coinglass, CNN。

图表 4. 加密市场和传统金融市场主要指标变动

Crypto Market	Market cap *(US$ bn)*	Avg daily vol. 30D *(US$ m)*	Spot	Bi-weekly change *(%)*	Monthly change *(%)*	YTD change *(%)*
Major Stablecoin*	242	407				
BTC	2,220	1,585	111,585	-0.7	-5.7	19.1
ETH	520	1,615	4,303	-6.4	2.0	28.6
XRP	176	550	3	-2.1	-7.5	40.8
BNB	123	2	882	3.1	9.3	25.5
SOL	119	428	219	4.9	19.7	13.5
TradFi Market						
S&P 500 Index	57,435	804	6,513	0.5	1.9	10.7
Hang Seng Index	4,027	444	26,289	4.3	5.8	31.1
Magnificant 7 Index	18,081	88	191	1.0	1.1	13.0
Hang Seng Tech Index	1,885	273	5,928	4.0	8.6	32.7
iShares 20+ Yr UST ETF	48	38	89	3.0	2.2	2.2
SPDR Gold Shares	114	10	334	6.8	6.7	38.0

数据来源：彭博，中银国际研究 注：包括USDT和USDC。

数字资产财库

“数字资产财库”（Digital Asset Treasury, DAT）热潮下，根据 The Block 数据，6 月以来，全球 DAT 公司累计至少新增比特币、以太币、SOL 币各 8 万、305 万、276 万枚，较 5 月底增长 11%、6473%和 145%。就比特币而言，目前全球上市公司持有比特币总量超 101.3 万枚，总市值约 1139 亿美元，较 2023 年初（约 23.5 万枚）增长约 430%。Bitcoin Asia 2025 于 2025 年 8 月 28 日至 29 日在香港举办，也显著呈现 DAT 策略风潮。众多将比特币作为长期资产负债表配置工具的上市公司高管参会，多位嘉宾探讨 DAT 的资本运作模式和价值体现，视其为继 ETF 之后传统股民参与加密市场的路径。

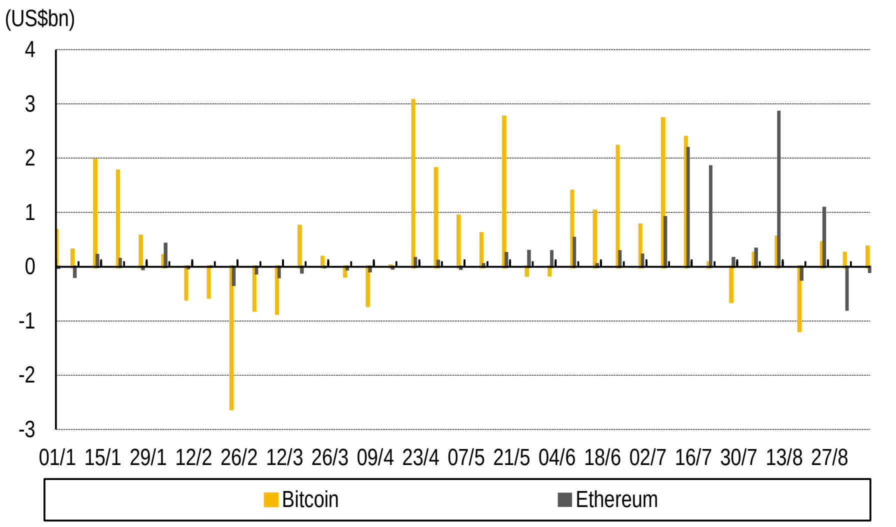
然而，**传统资本市场对 DAT 模式仍持审慎态度**。尽管 MicroStrategy 满足所有纳入标准，但未被纳入标普500指数，消息公布后其股价盘后下跌2.8%；而业务模式更趋传统金融化的 Robinhood（HOOD）意外入选，股价盘后上涨 7.1%。这表明主流指数更青睐业务清晰、风险分散、合规透明的企业，而非资产高度集中于单一加密资产的公司。**监管层面亦趋于谨慎**。纳斯达克近期收紧对 DAT 监管，要求上市公司通过新股融资购买加密资产前须经股东投票批准。香港监管当局据悉对“港股加密财库”方向认可度不高。

总体而言，**DAT 模式存在集体博弈风险，在牛市中具备价值放大潜力，但市场逆转时可能加剧风险。投资者应关注监管变化、企业流动性管理能力及 mNAV 折价因素，审慎评估其长期可持续性。**

加密货币 ETF

8 月以太币 ETF 净流入创新高，进入 9 月后有所反转。近两周比特币 ETF 重新净流入，但金额远不如 5-7 月。截至 8 月 29 日，已在美国 SEC 递交申请的 ETF 数量达 92 支，其中 SOL 和 XRP 各有 8 支及 7 支待批。第一支狗狗币 ETF 上市在即，为首支追踪 meme 币的 ETF，带动狗狗币近期上涨。

图表 5. 比特币和以太币的 ETF 流入 – 机构投资趋势



数据来源：Bloomberg，中银国际研究。

主要概念股

OSL 集团 OSL HK 向专业投资者推出 BNB/USD、BNB/USDT、BNB/USDC 交易服务，为香港首家支持 BNB 交易的持牌虚拟资产交易平台。拟按 14.09 港元向主要股东 Crown Research 发行最多 4752 万股新股。

Coinbase 推出"Mag7+加密股票指数期货"产品，结合顶级科技股与比特币、以太坊 ETF 敞口。

Robinhood 将于 9 月 22 日起被纳入标普 500 指数。

Metaplanet 将增发 3.85 亿股，募资约 14 亿美元用于在 9 月至 10 月期间购入比特币。

Sharplink Gaming 回购价值 1,500 万美金股票，强调被严重低估，股价不及资产净值 1 倍。

图表 6. 主要概念股

Name	Chinese name	Ticker	Market cap (US$ bn)	Avg daily vol. 30D (US$ m)	Spot	Bi-weekly change (%)	Monthly change (%)	YTD change (%)
ETF								
iShares Bitcoin Trust ETF		IBIT US	83.8	42.4	63.2	-0.7	-4.4	19.2
Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund		FBTC US	22.3	3.6	97.1	-0.7	-4.4	19.1
Grayscale Bitcoin Trust ETF		GBTC US	19.8	2.0	87.4	-0.7	-4.5	18.1
iShares Ethereum Trust ETF		ETHA US	15.8	54.0	32.5	-6.0	5.5	28.4
ChinaAMC Bitcoin ETF		3042 HK	2.1	1.0	13.7	0.5	-5.7	20.1
ChinaAMC Ether ETF		3046 HK	0.6	2.0	10.3	-5.9	8.8	28.0
Financial & Payment Services								
Coinbase		COIN US	85.4	10.7	318.8	3.2	2.7	28.4
Robinhood		HOOD US	105.3	42.1	118.5	15.1	3.4	218.0
Circle		CRCL US	27.2	10.9	118.0	-7.4	-25.8	280.6
OSL Group		863 HK	11.4	5.4	15.5	-6.7	-3.3	93.5
Lianlian DigiTech	连连数字	2598 HK	12.0	8.3	10.7	-6.0	7.7	13.0
ZhongAn Online	众安在线	6060 HK	31.0	45.8	18.4	-6.8	2.7	56.1
Guotai Junan International	国泰君安国际	1788 HK	52.9	252.6	5.6	5.3	8.4	395.5
Crypto Miners								
Marathon Digital		MARA US	5.9	46.8	15.9	0.5	3.6	-5.0
Riot Platform		RIOT US	5.6	34.5	15.2	12.3	37.3	49.0
Crypto Treasury								
MicroStrategy (BTC)		MSTR US	93.2	11.2	328.5	-4.0	-16.9	13.4
Metaplanet (BTC)		3350 JP	539.8	29.8	714.0	-19.8	-28.7	105.2
Bitmine (ETH)		BMNR US	7.7	55.5	44.6	-3.1	-13.3	471.8
SharpLink Gaming (ETH)		SBET US	3.0	41.9	16.7	-13.4	-30.2	115.9
Stablecoin Ecosystem Participants								
Standard Chartered	渣打	2888 HK	340.1	1.5	147.7	2.2	1.4	54.6
JD.com	京东	9618 HK	387.4	15.2	133.3	9.9	8.5	-2.0
Walmart	沃尔玛	WMT US	815.5	17.7	102.3	6.5	-1.4	13.2
Amazon	亚马逊	AMZN US	2,540.8	42.5	238.2	4.0	7.0	8.6
Expedia		EXPE US	26.9	1.9	217.7	2.6	11.5	16.8
JPMorgan Chase	摩根大通	JPM US	819.0	7.5	297.9	-0.5	3.1	24.3
Bank of America	美国银行	BAC US	372.5	36.0	50.3	-0.2	9.3	14.4
Citigroup	花旗集团	C US	179.2	13.8	97.3	0.5	5.0	38.3
Societe Generale	法兴银行	SOGN FP	47.4	2.3	54.3	4.5	-5.6	100.0
Banco Santander	桑坦德银行	SAN SM	123.9	21.0	8.3	3.2	4.6	86.4
Visa		V US	677.5	6.1	344.0	-1.8	2.1	8.8
Mastercard	万事达	MA US	527.9	2.5	584.0	-1.1	1.7	10.9

数据来源：彭博，中银国际研究。

最新头条

全球监管更新

- 美国 SEC 与 CFTC 发布联合声明，宣布开启监管合作新时代，以促进加密领域创新。双方计划举行圆桌会议，协调投资组合保证金、24 小时全天候市场和 DeFi 豁免规则，旨在巩固美国在全球金融市场的领导地位。
- 美国参议院公布最新加密市场结构法案草案，允许 DePIN（去中心化物理基础设施网络）免受证券法的约束，为 DeFi 开发者提供明确的法律保护，并提议设立 SEC-CFTC 联合委员会。【点评：标志着监管机构开始区分“功能性代币”与“融资性代币”。若代币分发不是出于融资目的，而是为了奖励网络贡献行为，且没有“投资契约”特征，即不带有收益承诺或投资预期，也可不被认定为证券。】
- 美国商品期货交易委员会（CFTC）市场监管部发布了外国交易平台（FBOT）注册框架的指导意见。【点评：为境外平台合规进入美国市场提供了路径图。】
- 纳斯达克加强对筹资购买及持有加密货币上市公司的监管，可能要求股东投票和扩大信息披露，以防止市场投机行为。 另外，纳斯达克向美国 SEC 提交规则修改提案以允许交易 “代币化股票”。
- 欧洲央行行长拉加德呼吁监管非欧盟稳定币，强调 MiCA 框架外风险。【点评：拉加德的警告直指全球稳定币治理的核心矛盾：当一个超主权数字货币（如 USDT、USDC）在监管套利环境中扩张时，其风险最终将由高合规地区承担。】此外，欧洲央行再次推动数字欧元，目标在 2026 年第二季度前完成立法，并可能在 2029 年左右推出。
- 韩国金融服务委员会出台新的加密借贷指导方针，禁止杠杆借贷，将利率上限定为 20%，并将可借贷资产限制为头部代币，以保护投资者。此外，韩国拟允许银行与非银行联合发行韩元稳定币，相关监管与许可将由金融安定协议会负责。

区块链生态

- 索拉纳（Solana）的 Alpenglow 升级已获得治理投票批准实施 ，预计将把交易最终确认时间从 12 秒以上缩短至 150 毫秒。【点评：150 毫秒的最终确认将使 Solana 在性能上全面对标现代金融基础设施，为实时应用铺平道路。】
- 比特币的 BRC20 代币协议升级至“BRC2.0”，集成以太坊虚拟机（EVM），为比特币网络带来智能合约功能。【点评：比特币网络正从“数字黄金”向“可编程资产层”跃迁，为 DeFi 和智能化合约应用开启新的可能性。】
- 以太坊基金会推出销毁证明代币 BETH，作为所有永久销毁 ETH 的透明链上记录。【点评：将 ETH 的通缩机制代币化。】

RWA 相关

- 香港金管局收到 77 家机构申请稳定币牌照意向，涵盖银行、科技企业等多类机构。中银香港、工银亚洲等披露申请稳定币牌照。
- 港府拟发行第三批多币种数码原生债券。
- 世界黄金协会计划推出基于区块链的数字黄金形式。【点评：此举的核心目标是激活黄金作为金融抵押品的流动性，使其能够便捷地用于满足保证金要求；传统黄金信徒却质疑数字化背离黄金避险本质：黄金的核心魅力在于其物理实在性，是“对抗金融复杂性、不透明性和杠杆的工具”，而数字化恰恰可能重新引入这些风险。】
- 蚂蚁数字科技已成功实施计划为 3 个清洁能源项目募集约 3 亿元资金。【点评：能源资产代币化成为新的成熟 RWA 案例。】
- 香港复星财富控股宣布已完成对在港上市的价值约 3.28 亿美元的复锐医疗科技股份的通证化。
- 香港以太坊财库上市公司华检医疗宣佈以约 31.42 亿港元收购国富量子 20.31%股权以推进 RWA 交易所战略，本次交易将以配发及发行代价股份的方式支付。
- 深圳福田投控成功在港发行首单以太坊公募上市代币化债券，规模达 5 亿人民币。

Certifications and Important Disclosures

All views expressed in this material reflect the personal views of each analyst about any and all of the subject securities or issuer(s). In addition, no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this material.

Except as disclosed herein, each analyst declares that (i) neither he/she nor his/her associate has any financial interests in relation to the issuer(s) reviewed by the analyst, and (ii) neither he/she nor his/her associate serves as an officer of the issuer(s) reviewed by the analyst. For the purposes of these certifications, the term "associate" includes members of the analyst's household as defined by the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA").

Accordingly, none of the issuer(s) reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this material to any of the analysts, BOCI Research Limited and BOC International Holdings Limited and any of their respective subsidiaries and affiliates (collectively, the "BOCI Group"). Analysts receive compensation based upon the overall revenue and profitability of the BOCI Group, including revenues derived from its investment banking business.

Member companies of the BOCI Group confirm that they, whether individually or as a group:

(i) do not own financial interests in an aggregate amount equal to or more than 1% of the market capitalization in any of the issuer(s) reviewed;

(ii) certain non-US member companies of BOCI Group are involved in making a market in the securities of JD.com Inc.

(iii) do not have any individual employed by or associated with any member companies of BOCI Group serving as an officer of any of the issuer(s) reviewed;

(iv) have not managed or co-managed a public offering of the issuer(s) reviewed within the preceding 12 months;

(v) have not received compensation or a mandate for investment banking services rendered from the issuers reviewed within the preceding 12 months.

(vi) do not expect to receive nor intend to seek compensation for investment banking services from the issuers reviewed in the next three months.

This disclosure statement is made pursuant to paragraph 16 of the "Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Hong Kong Securities and Futures Commission" and is updated as of 26 August 2025. Waiver has been obtained by BOC International Holdings Limited from the Securities and Futures Commission of Hong Kong to disclose any interests the Bank of China Limited and its subsidiaries and affiliates may have in this material.

中銀國際研究有限公司
BOCI Research Limited

20/F, Bank of China Tower
1 Garden Road
Hong Kong
Tel: (852) 3988 6000
Fax: (852) 2147 9513

Toll free numbers to Hong Kong:
China North: 10800 8521065
China South: 10800 1521065
Singapore: 800 852 3392

BOCI Securities Limited
20/F, Bank of China Tower
1 Garden Road
Hong Kong
Tel: (852) 3988 6000
Fax: (852) 2147 9513

Bank of China International (UK) Limited
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
Tel: (4420) 3651 8888
Fax: (4420) 3651 8877

BOC International (Singapore) Pte. Ltd.
Reg. No. 199303046Z
4 Battery Road
30/F Bank of China Building
Singapore 049908
Tel: (65) 6671 8686 /(65) 6671 8687

BOC International (China) Co., Ltd
Room 2308
Bank of China Tower
No. 200 Yincheng Road (M)
Pudong, Shanghai 200120
China
Tel: (8621) 6881 1163
Fax: (8621) 6881 1295

BOC International Holdings Ltd
Representative Office
8/F, No.110 Xidan North Street
Xicheng District
Beijing 100032, China
Tel: (8610) 8326 2000
Fax: (8610) 8326 2290