数字货币市场蕴含潜在金融风险

2021 年/7 月

香港致富证券有限公司
肇越
海外宏观经济研究员　**余琦**
010-66555862
yuqi@chief-investment.com

摘要：

1. 今年一季度以来，比特币这一类非法定数字货币交易异常活跃。市场规模急剧膨胀，现货和期货交易出现过度活跃的非理性状态。由于比特币价格波动剧烈，比特币期货交易杠杆率过高，因此，比特币期货和现货交易市场蕴含巨大的金融风险，甚至可能引起全球金融市场发生的剧烈动荡。

2. 比特币这一类非法定数字货币的合法性具有两层不同含义——作为投资品的合法性和作为法定货币代币的合法性。目前大部分国家只承认比特币作为投资品合法性，但并不认同比特币作为法定货币代币的合法性。错误地将比特币作为投资品的合法性误解为法定货币代币的合法性，是比特币这一类非法定数字货币市场过度膨胀的主要原因。

图表目录

图表 1：比特币价格走势 3
图表 2：原油、黄金价格走势 3
图表 3：美国股指走势 4
图表 4：全球市值前十大的数字货币 4
图表 5：全球前十大的数字货币市值占比 4
图表 6：全球主要交易品种规模对比 5
图表 7：比特币现货价格波动情况统计 5
图表 8：近年来全球数字货币现货和衍生品交易规模 6
图表 9：主要数字货币交易所衍生品上线时间 6
图表 10：主要数字货币交易所日交易量 7
图表 11：Coinbase 近三年收入情况 7
图表 12：世界各国对比特币合法性的认定情况 8

今年以来全球数字货币市场异常活跃。尽管我国监管当局对于比特币等数字货币交易采取了严格的监管措施，但是在美国等海外市场比特币为代表的数字货币交易愈演愈烈。

如何客观、科学地看待比特币等数字货币？比特币等数字货币的未来将会走向何种结局？这些问题不仅对于数字货币投资者十分重要，对于全球金融市场都将产生重大影响。

1、主要数字货币价格大幅波动

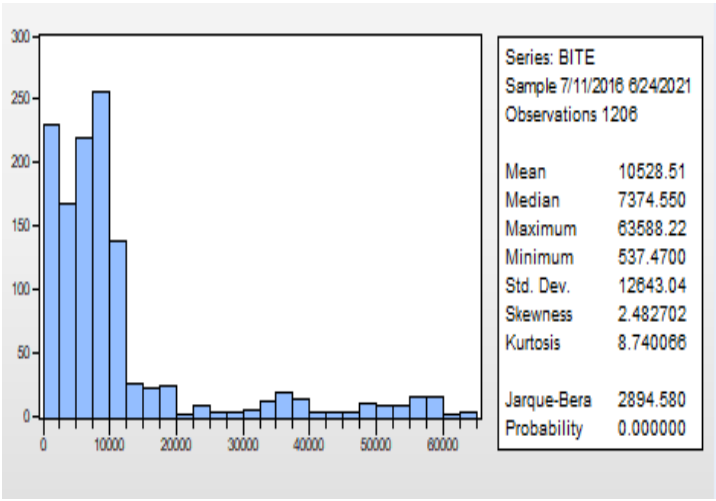
截至 2021 年 6 月 22 日，此前 12 个月比特币累计涨幅达到 341%。期间最高涨幅更是高达 670%。与其他投资品同期相比较，NYMEX 原油价格涨幅为 79%，纳斯达克综合指数涨幅为 40.6%，道琼斯指数涨幅为 31.2%，COMEX 黄金价格下降 1%，比特币的涨幅远远超过其他资产的同期表现。

图表 1：比特币价格走势



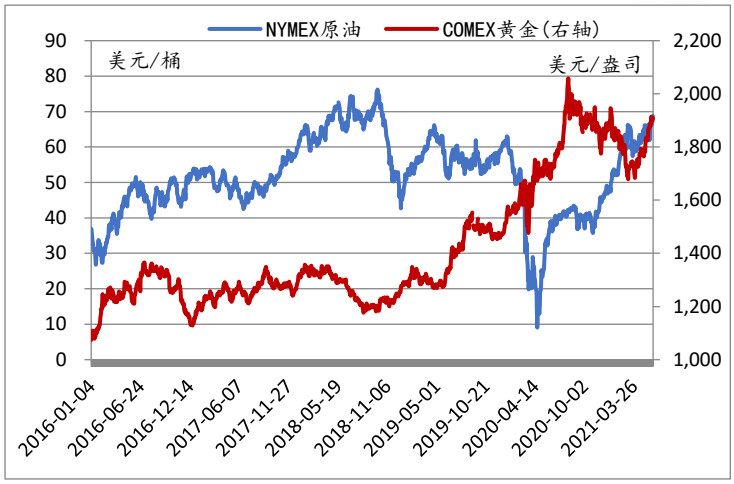
资料来源：Wind、致富研究院

图表 2：比特币现货价格波动情况



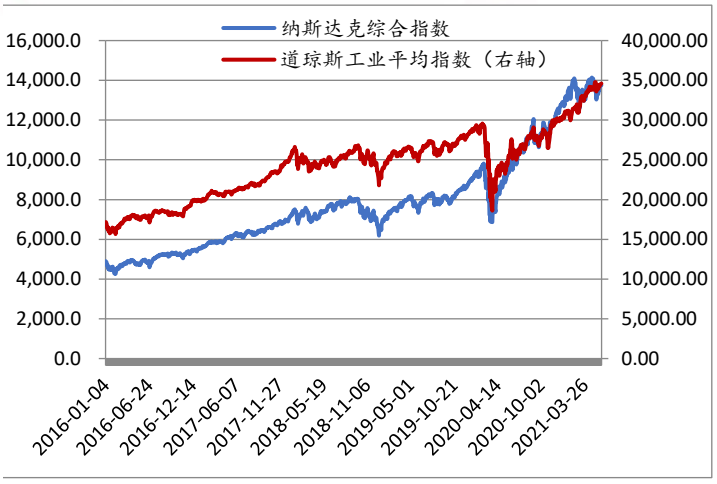
资料来源：Wind、致富研究院

图表 3：原油、黄金价格走势



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 4：美国股指走势



资料来源：同花顺iFind、致富研究院

比特币不仅累计涨幅惊人，波动幅度更是十分剧烈。从 2016 年 7 月至今的五年间，比特币价格最大涨幅超过 100 倍，标准差高达 14643 美元。

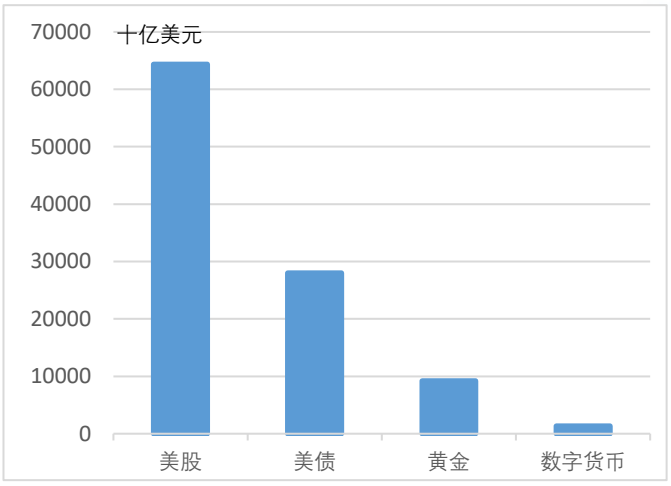
从这一角度看，比特币等非法定数字货币不具备成为法定货币的基本属性。因为法定货币的基本职能是作为流通手段和支付手段，因此要求币值相对稳定。而比特币的剧烈波动，恰好与此相反。但是，这并不排斥比特币是一个高风险、高收益的投资品的存在。

2、数字货币市场规模急剧膨胀

目前全球市值排名前十的数字货币总市值已经超过 8.6 万亿人民币，约折合 1.35 万亿美元。虽然相比美股 64.36 万亿美元的总市值还存在较大差距，不过已经接近黄金总市值规模的 15%，成为全球金融市场第四大品种。

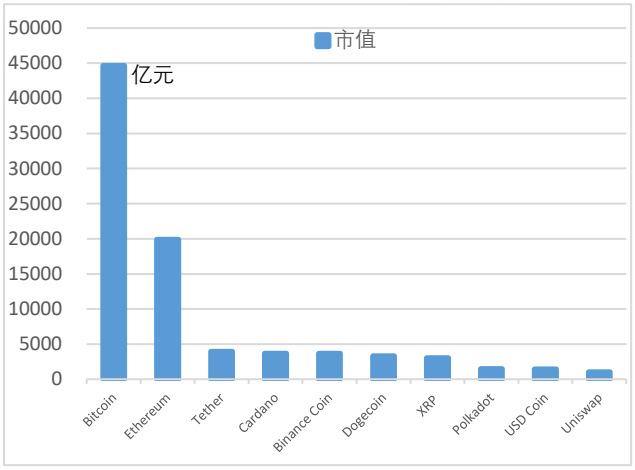
从数字货币市场的细分数据看，全球前十大市值的数字货币主要包括比特币 Bitcoin、以太坊 Ethereum、泰达币 USDT、币安币 Binance Coin、艾达币 Cardano 等，市值规模分别高达 4.4677 万亿人民币、1.988 万亿人民币、3945 亿人民币、3666 亿人民币和 3654 亿人民币。其中比特币一枝独秀，市值占比达到 51.9%；其次是以太坊，市值占比为 23.1%；其余数字货币市值占比在 1-5%之间。

图表 5：全球市值前十大的数字货币 （人民币元）



资料来源：Coinmarketcap、致富研究院

图表 6：全球前十大的数字货币市值占比

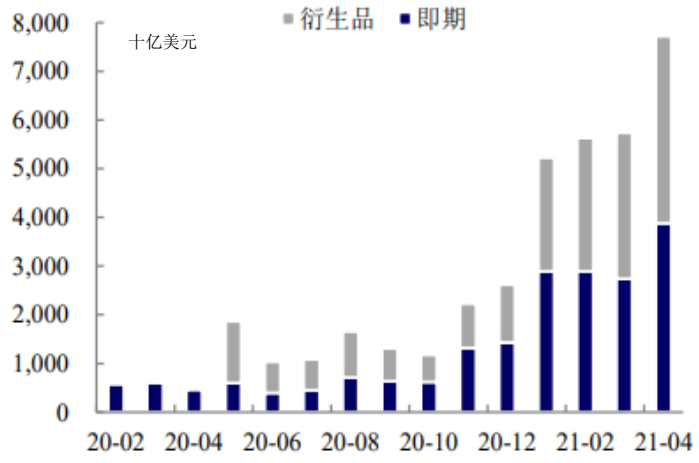


资料来源：Coinmarketcap、致富研究院

3、数字货币现货与期货交易过度活跃

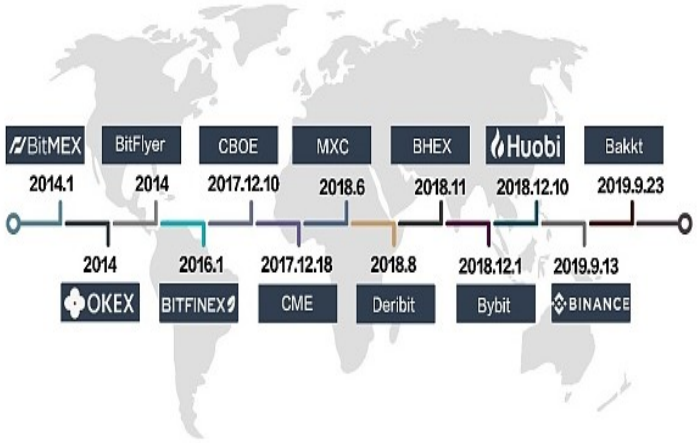
数字货币除了现货交易快速发展之外，近年来衍生品交易规模也是增长迅猛。据 Cryptocompare 网站的统计，2021 年 4 月全球数字货币现货和衍生品月度交易规模总计已经超过 7 万亿美元，月度周转率高达 500%以上。其中衍生品的月度交易规模与现货基本持平，已接近 3.8 万亿美元，并且绝大部分是期货交易，期权交易占比非常低。

图表 8： 近年来全球数字货币现货和衍生品交易规模



资料来源：Cryptocompare、致富研究院

图表 9：主要数字货币交易所衍生品上线时间



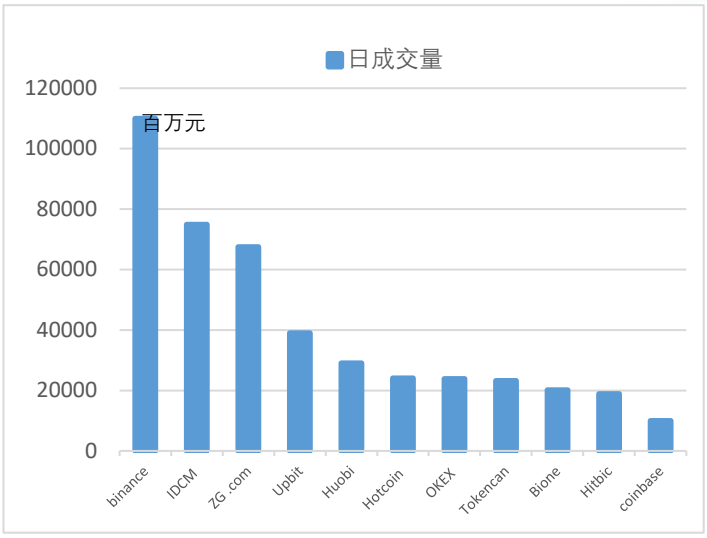
资料来源：致富研究院

近年来数字货币交易所的成交量呈现快速增长态势。目前主要的数字货币交易所包括：币安网 Binance、欧易网 Okex、火币网 Huobi、Coinbase 交易所等。这些交易所主要提供比特币、以太坊、莱特币等数字货币的币-币和衍生品交易等服务。

从 Coinmarketcap 统计数据来看，前九大数字货币交易所的 24 小时成交量均已超过 200 亿元人民币，其中排名第一的币安网日均交易量接近 1100 亿元。以美国交易量最大、全球日均交易量排名第 19 的 Coinbase 交易所为例。该交易所成立于 2012 年，2015 年获得纽交所、美国联合服务汽车协会、西班牙外换银行等多家机构入股，并于 2021 年 4 月在纳斯达克上市。目前 Coinbase 交易所总市值超过 477 亿美元。

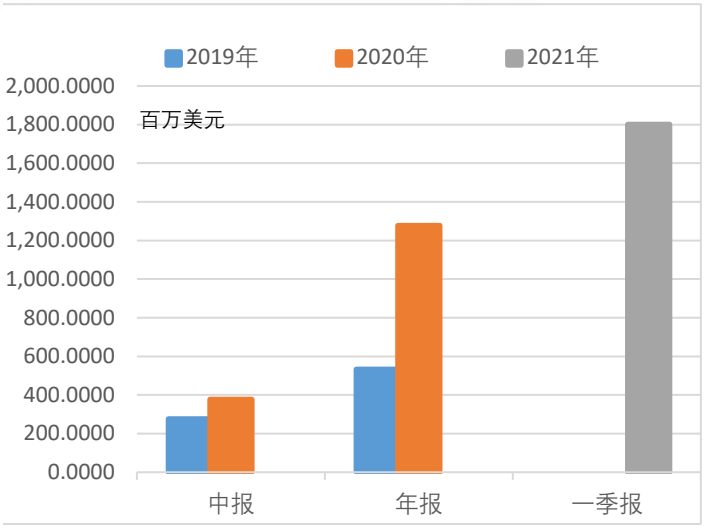
Coinbase 交易所主要收入来自交易手续费。从披露的财务数据看，Coinbase 交易所近三年来收入增长迅猛。其中 2019 年收入为 5.337 亿美元，2020 年大幅增长到 12.77 亿美元，增幅高达 139%，而 2021 年仅第一季度收入就达到 18.01 亿美元，超过 2020 年全年收入。由此可以看出今年一季度数字货币交易的活跃程度。

图表 10：主要数字货币交易所日交易量



资料来源：Coinmarketcap、致富研究院

图表 11：Coinbase 近三年来收入情况



资料来源：同花顺iFind、致富研究院

4、高波动率-杠杆率高组合蕴含严重风险

目前比特币衍生品交易规模排名前四的交易所——欧易网 Okex、Bitmex 交易所、火币网 Huobi 和币安网 Binance，这四家交易所的交易量占整个比特币衍生品交易量的 75%以上。

我们前面看到，比特币的波动性极高。经常单日波动幅度超过 15%。但是比特币期货交易的保证金比例却很低，通常只有 1%左右，所以杠杆率动辄上百倍，欧易网 Okex 的杠杆率更是高达 125 倍！因此，即使是 1/2 仓位，甚至 1/3 仓位操作，也经常出现大面积的爆仓。在比特币期货交易中，爆仓现象司空见惯。

5、数字货币的监管制度有待完善

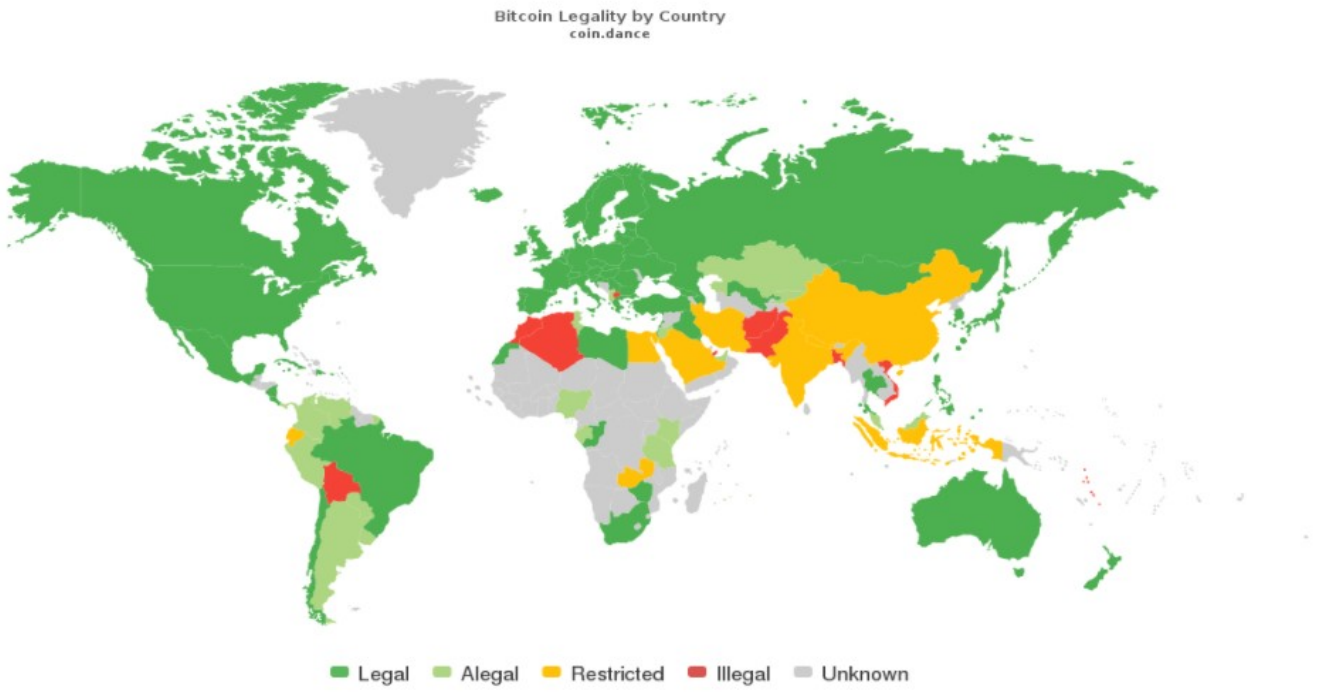
对于数字货币的合法性有两个不同的层面。一个层面是数字货币作为法定货币的代币，可以广泛用于各种交易活动的支付和清算等基本货币职能。这一层面的合法性要求非常高，目前各国普遍不接受比特币这一类非法定数字货币作为法定货币的代币。在承认比特币合法性的国家中，大部分国家只承认比特币作为商品的交易属性，但并不认同比特币作为货币使用的支付属性，接受其作为法定货币的国家更是屈指可数。目前全球只有萨尔瓦多一个国家承认比特币为**法定**合法货币。该国位于中美洲北部，国土面积约 2 万平方公里，人口只有 670 万左右。

另一层面是数字货币作为投资品的合法性。在这一层面，比特币这一类非法定数字货币只是一个投资品，类似于邮票、古币一样。投资者可以自由选择进行

交易。根据 Coin Dance 网站的统计，目前在全球 257 个国家/地区中，大多数国家承认比特币交易的合法性都是在这一层面上，即比特币作为投资品是允许合法交易的。

目前，对于比特币等非法定货币的合法性存在较多的误解。常常将比特币这一类非法定数字货币作为投资品的合法性误解为作为法定货币的合法性，因此，导致错误地认为比特币这一类非法定数字货币将成为未来全球性流通货币，实际上这是两个不同层面的问题。

图表 12：世界各国对比特币合法性的认定情况



资料来源：Coin dance、致富研究院

4、结论

1、数字货币市值规模大，现货和衍生品交易发展迅猛，同时杠杆率高、波动剧烈，一旦发生单边价格波动，将可能引起全球金融市场的动荡。

2、所有数字货币都无法直接兑换成法定货币，因此无法直接在现实世界流通，实际应用场景很少。大部分数字货币都是在数字货币交易所进行交易。近年来数字货币交易所的成交量呈现快速增长态势。

3、目前世界上仍有许多国家不承认数字货币的合法性，同时大部分国家只承认比特币作为投资品的交易属性，但并不认同比特币作为货币使用的支付属性。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	**香港致富证券有限公司北京代表处**	**香港致富证券有限公司上海代表处**	**香港致富证券有限公司深圳代表处**
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk