



Web3 行业研究

买入（首次评级）

行业周报

证券研究报告

前沿科技组

分析师：王倩雯（执业 S1130525070010） 分析师：陈矣骄（执业 S1130525100001）

wang_qianwen@gjzq.com.cn

chen_yijiao@gjzq.com.cn

俄罗斯加大对加密市场的支持，Tether 宣布即将推出 USAT

投资逻辑

本周，加密市场迎来了史上最大的期权到期日，BTC 和 ETH 12 月 26 日的到期规模约 285 亿美元；回顾往年“史诗级”期权交割市场走势记录，交割后市场常迎来单边行情加速。本周加密市场总市值为 2.93 万亿美元，环比上周增长 1.7%。比特币收盘价为 87,301 美元/枚，环比上周下滑 0.9%；以太坊收盘价为 2,926 美元/枚，环比上周下滑 1.8%。目前加密货币恐惧贪婪指数为 28，周内基本持平，仍处于恐惧区间。根据 Glassnode，当前 BTC 持仓均价约为 56,206 美元/枚，近期进入下行区间，持续低于短期投资人持仓成本。期权指示未来一个月上涨概率更高：根据 CoinGlass，Binance 未来 1 个月的比特币期权最大痛点呈上升趋势；未来 7 天和 30 天若上涨，则累计空单清算强度更大。全球加密交投情绪持续转弱，全球加密货币本成交额环比上周下滑 11.8%，连续第 5 周下滑；Coinbase 本周现货累计成交额环比下滑 29.4%。DeFi 杠杆正在消退，Aave 借贷量自 8 月以来下降了约 70%；主要由于随着加密市场下跌，风险偏好降低。此外，加密货币年内跑输标普 500 可能催生“汇损收割窗口”。

全球政策与产业新闻方面：中国央行发布新版《人民币跨境支付系统业务规则》，明确将数字货币研究所列为通知对象之一，与国开行、各商业银行等机构并列。中国银行与老挝完成两国首笔数字人民币跨境二维码消费支付业务。中国香港财库局与证监会发布虚拟资产交易与托管发牌制度咨询总结，公开咨询将为期一个月。俄罗斯加大加密市场支持力度，包括让零售投资人参与加密交易，两大交易所准备启动加密货币交易，最大的银行考虑推出加密货币抵押的贷款业务，正式承认比特币挖矿业务对卢布汇率产生的稳定作用等。日本政府计划推动地方债数字证券化，韩国支付巨头完成加密支付试点，吉尔吉斯斯坦新发代币上限币安。Bitmain 降价销售矿机以应对行业困境，币安 CEO 表示用户规模从 1.7 亿增至 3 亿仅用 1 年，2026 年预计成为以太坊扩容拐点。

公司新闻方面：MCSI 提议剔除数字资产占比超过 50% 的公司，或影响 39 家上市公司，可能使得这些公司抛售 100 至 150 亿美元加密资产以维持资格。Tether 宣布即将推出满足美国监管要求的 USAT。Kraken 计划 2026 年推出预测市场；Bitget 移动端 App 全面升级，支持加密、股票与 TradFi 资产一体化交互；Kalshi 宣布推出 Kalshi Research；Coinbase 宣布收购预测市场初创公司 The Clearing Company；Coinbase 宣布收购预测市场初创公司 The Clearing Company。

投资建议

目前市场度过最大期权交割日之后，交投情绪平淡，市场预测 2026 年 1 月和 3 月大概率不降息，我们对加密市场 2026 年 Q1 的预期表现相对谨慎。公司方面，随着加密矿场持续转型 AI 数据中心，我们建议关注与谷歌有合作或潜在股权关系的加密挖矿公司，以及有较多电力储备的公司。此外，也建议关注布局预测市场与股票上链机会的交易平台。

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	5
4. 投资建议	6
5. 风险提示	6

图表目录

图表 1: 加密货币总市值本周表现平稳	3
图表 2: 本周比特币上涨 1.0%，以太坊上涨 2.0%	3
图表 3: 比特币价格低于短期投资人持仓成本	3
图表 4: 本周加密市场情绪较上周转暖	3
图表 5: 比特币期权最大痛点未来 1 个月成上涨趋势	4
图表 6: 未来 30 天若币价上涨，累计空单清算强度较大	4
图表 7: 本周全球加密成交额环比持续下滑	4
图表 8: Coinbase 本周现货成交额环比持续下滑	4

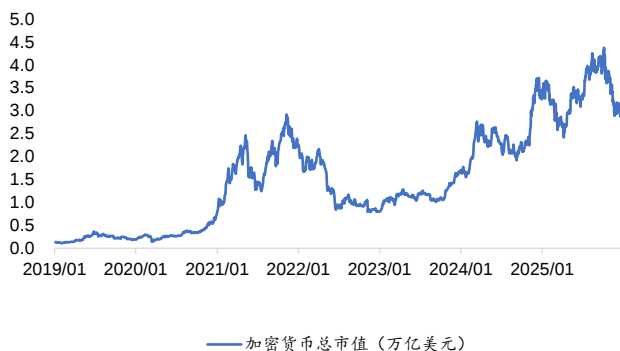


1. 本周行情回顾

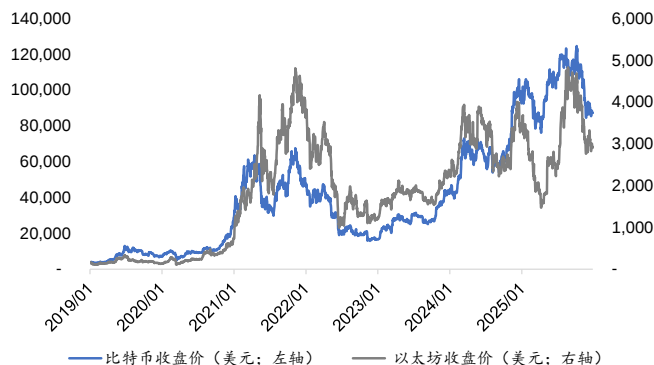
根据 CoinMarketCap, 本周加密货币总市值为 2.93 万亿美元, 环比上周增长 1.7%。比特币收盘价为 87,301 美元/枚, 环比上周下滑 0.9%; 以太坊收盘价为 2,926 美元/枚, 环比上周下滑 1.8%。芝商所 FedWatch 预计 2026 年 1 月和 3 月美联储大概率不降息。

本周迎来了史上最大的期权到期日, 约 30 万份 BTC 期权合约(名义价值约 237 亿美元)到期, BTC 和 ETH 期权 2025 年 12 月 26 日到期规模合计 285 亿美元, 为去年同期的 2 倍。回顾往年“史诗级”期权交割市场走势记录, 交割后市场常迎来单边行情加速。

图表1: 加密货币总市值本周略有上涨



图表2: 本周比特币下滑 0.9%, 以太坊下滑 1.8%



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 56,206 美元/枚, 近期进入下行区间; 当前币价低于短期投资人持仓成本、高于长期投资人持仓成本。加密货币恐惧贪婪指数本周为 28, 周内基本持平, 仍处于至恐惧区间。

图表3: 比特币价格低于短期投资人持仓成本

图表4: 本周加密市场情绪较上周转暖



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 1 个月币价上涨概率更高。根据 CoinGlass, Deribit 显示未来 1 个月的比特币期权最大痛点呈上升趋势。未来 7 天及 30 天, 若 BTC 币价上涨, 则累计买单清算强度更大。

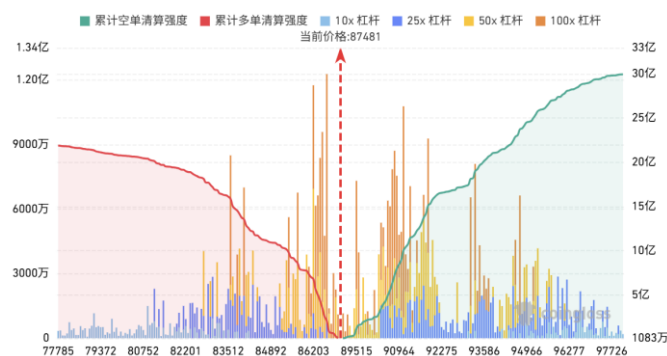


图表5：比特币期权最大痛点未来1个月成上涨趋势



来源：CoinGlass, 国金证券研究所

图表6：未来30天若币价上涨，累计空单清算强度较大

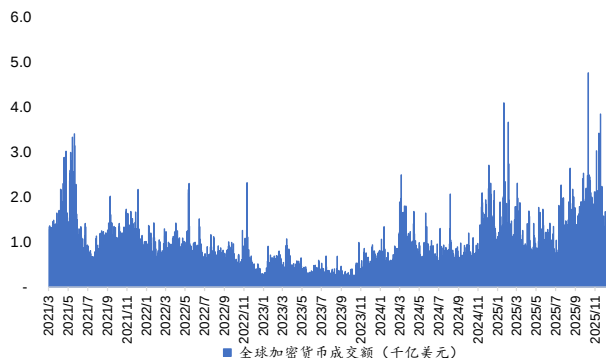


来源：CoinGlass, 国金证券研究所

根据 CoinCarp, 全球加密货币本周累计成交 0.64 万亿美元, 环比上周下滑 11.8%, 为连续第 5 周下滑, 抄底资金流速依然较弱。本周 Coinbase 现货累计成交 94 亿美元, 环比上周下滑 29.4%, 交投情绪持续冷淡。

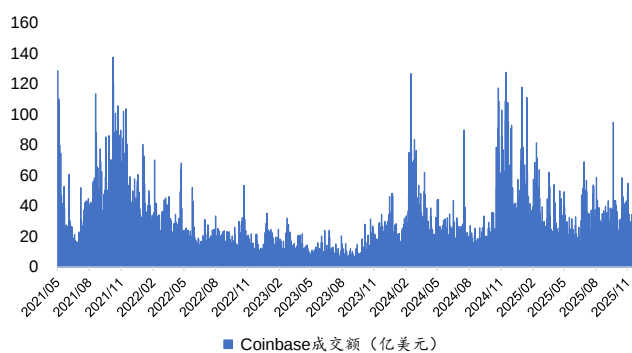
根据 CryptoQuant 数据, DeFi 杠杆正在消退, Aave 借贷量自 8 月以来下降了约 70%; 随着加密市场下跌, 风险偏好降低。

图表7：本周全球加密成交额环比持续下滑



来源：CoinCarp, 国金证券研究所

图表8：Coinbase 本周现货成交额环比持续下滑



来源：CoinGlass, 国金证券研究所

2. 全球政策及产业新闻

■ 中国银行在老挝完成两国首笔数币跨境二维码消费支付业务

据 BlockBeats 报道, 12 月 27 日, 中国银行在老挝完成两国首笔数币跨境二维码消费支付业务, 同时中国银行万象分行首批接入中国人民银行数字人民币跨境数字支付平台。中国游客在老挝境内消费时, 无需兑换外币, 只需打开数字人民币 APP 扫码商户二维码, 即可按实时汇率直接完成本币支付; 老挝本地商户无需额外改造收款设备, 沿用既有方式即可实现资金的合规自动到账。

■ 中国央行发布新版《人民币跨境支付系统业务规则》

据 BlockBeats 报道, 中国人民银行发布《人民币跨境支付系统业务规则》(银发〔2025〕248 号), 将于 2026 年 2 月 1 日起施行, 替代 2018 年版规则。该通知明确将“数字货币研究所”列为通知对象之一, 与国家开发银行、各商业银行、清算总中心等机构并列。

■ 中国香港财库局与证监会发布虚拟资产交易与托管发牌制度咨询总结

据 BlockBeats 报道, 根据中国香港财务事务及库局(财库局)与证券及期货事务监督委员会(证监会)联合发布的咨询总结, 香港将进一步推进虚拟资产交易与托管服务提供者的发牌制度。此举旨在加强对虚拟资产交易与托管服务的监管, 确保市场的稳健和可持续发展。

针对虚拟资产管理服务和提供意见的服务提供者, 香港将开展为期一个月的进一步公开咨询, 预计该制度将与传统证券市场的监管制度相似, 并明确界定不同虚拟资产发牌制度下的受监管活动。



■ 俄罗斯与美国讨论乌克兰核电站联合联合挖矿方案

据 BlockBeats 和俄媒《生意人报》报道，俄罗斯称美方在与俄方的谈判中讨论了在位于乌克兰东南部的欧洲最大核电站开展加密货币挖矿的方案。目前尚未达成共识，可行性仍高度不确定。

■ 俄罗斯央行公布将于 2026 年实施新的加密货币规则

据 BlockBeats、CoinDesk 和吴说报道，俄罗斯央行公布了一项拟议框架，旨在让零售投资人与合格投资人均可参与加密货币交易。俄罗斯两大交易所——莫斯科交易所与圣彼得堡交易所准备在监管落地后启动加密货币交易，普通投资者每年加密投资上限为 30 万卢布，而合格投资者则无额度限制（隐私币除外）。

俄罗斯央行正式承认比特币挖矿业务对卢布汇率产生的稳定作用。俄罗斯最大银行 Sberbank 也正在考虑推出以加密货币作为抵押的贷款业务。

■ 加密货币催生“税损收割”窗口

据 BlockBeats 和彭博社报道，截止目前，2025 年内比特币下跌约 5%，而标普 500 指数同期上涨约 18%，这种分化使得同时持有股票和加密资产的投资者有动机在年底前卖出浮亏的比特币头寸，用以抵消股票投资的资本利得。

■ 日本政府计划推动地方债数字证券化

据 BlockBeats 和日经新闻报道，日本政府将推进地方自治体发行的地方债数字证券化。政府计划在 2026 年的通常国会提交相关法案。

■ 韩国支付巨头 BC Card 完成加密支付试点

据 BlockBeats 报道，占韩国银行卡交易超过 20% 份额、覆盖 340 万家韩国商户的支付公司 BC Card 完成加密支付试点项目，允许外国用户通过稳定币向当地商家付款。该项目由 BC Card 与区块链公司 Wavebridge、钱包提供商 Aaron Group 和跨境汇款提供商 Global Money Express 合作开展，外国用户可将其存放在海外钱包中的加密货币通过 BC Card 兑换为数字预付卡。

■ 吉尔吉斯斯坦新发代币上线币安

据 BlockBeats 报道，吉尔吉斯斯坦总统近期表示锚定本国法币的 KGST 已正式上线币安，将有利于本国跨境支付发展。此前吉尔吉斯斯坦已推进立法，拟建立国家级加密储备，并已在 Tron 网络发行由实物黄金背书的 USDKG。

■ 2026 年将成为以太坊扩容拐点

据 BlockBeats 报道，2026 年将成为以太坊依托零知识证明（ZK）实现指数级扩容的关键一年，这将为未来以太坊 L1 链达到 1 万 TPS 打下基础，目前以太坊主网吞吐量约为 30TPS。预计到 2026 年底，约 10% 的验证者将切换至 ZK 验证模式，将显著降低对验证节点硬件的要求，同时保持网络去中心化。预计 2027 年强制要求区块生产者生成 ZK 证明，实现全面 ZK 化执行。

■ 币安 CEO：加密用户规模从 1.7 亿增至 3 亿仅用 1 年

据 BlockBeats 报道，Binance CEO 发文称，全球加密货币采用率正在加速增长。币安加密用户从 0 增长至 1.7 亿用时 6.5 年，而从 1.7 亿增至 3 亿仅用了 1 年多时间。

■ Bitmain 降价销售多代矿机应对行业困境

据 Cointelegraph 报道，Bitmain 因矿业困境大幅降价销售多代矿机，包括 S19 和 S21 系列。S21 浸没式液冷矿机以每 TH/s 7 美元的折扣出售，部分硬件捆绑包被拍卖。目前矿业利润率环境恶化，Hashprice 降至多年低点。

3. 公司新闻

■ MSCI 提议剔除数字资产占比超过 50% 的公司，或影响 39 家上市公司

据 ChainCatcher 报道，MSCI 提议将数字资产占总资产 50% 及以上的公司从其全球可投资市场指数中剔除，最终决定将于 2026 年 1 月 15 日做出，变动可能于 2 月生效。

分析师预计，此举可能迫使 39 家上市公司抛售 100 至 150 亿美元加密资产以维持资格。这些公司总市值约 1,130 亿美元，Strategy 占受影响价值的 74.5%。摩根大通估计，仅 Strategy 就可能面临 28 亿美元的 MSCI 相关基金流出。为避免被剔除，部分公司可能主



动清算加密持仓至 50% 以下，引发市场抛售和比特币波动加剧。目前已有超 1,268 人签名反对该提案，批评其不公平地针对数字资产。

■ Tether 宣布即将推出 USAT

据 Odaily 星球报道，Tether CEO 在 X 平台上转发 USAT 即将推出的推文。Tether 计划于 12 月推出面向美国市场 USAT，以符合 GENIUS Act 规定的联邦法规要求。该代币由 Tether America 发行，该实体为 Tether 与受监管的美国加密银行 Anchorage Digital 的合资企业。

■ Kraken 计划 2026 年推出预测市场

据 BlockBeats 和 CNBC 报道，Kraken 计划 2026 年推出预测市场业务。近期 Kraken 布收购 xStocks 的发行方 Backed Finance，该产品致力于将股票等传统资产进行代币化。此次收购被视为 Kraken 深入布局代币化股票的关键一步。

■ Bitget 移动端 App 全面升级，支持加密、股票与 TradFi 资产一体化交互

据 BlockBeats 报道，Bitget 宣布对其移动端 App 进行全面升级，进一步推进其全景交易平台战略，为全球约 1.2 亿用户提供更统一、更高效的多资产交易体验。用户可通过首页便捷访问加密资产、代币化股票、链上资产及传统金融市场，实现跨资产的一体化操作。

目前，Bitget 已支持 100 余种链上股票代币和 30 余种股票合约，用户可使用 USDT 交易多种全球优质资产。本次更新还引入 TradFi 板块，将外汇、贵金属、大宗商品及主要指数整合至同一交易界面。该板块目前处于公测阶段，部分受邀用户将率先获得早期访问权限参与体验。

■ Kalshi 宣布推出 Kalshi Research

据 BlockBeats 报道，预测市场 Kalshi 宣布推出 Kalshi Research，将向研究人员开放 Kalshi 的内部数据，供其研究与预测市场相关的课题。此前报道，Kalshi 通过对比其平台上的通胀预测与华尔街共识预期发现，基于市场的交易者在 25 个月的观察期内，预测准确性高于传统经济学家和分析师，这一优势在经济波动期间尤其显著。

■ Coinbase 宣布收购预测市场初创公司 The Clearing Company

据 BlockBeats 报道，Coinbase 已签署协议将收购预测市场初创公司 The Clearing Company。公司表示，该公司在受监管的链上市场前沿领域具有创新力，将助力 Coinbase 发展并拓展预测市场业务，加速 Coinbase 打造“全能交易平台”的战略进程。

The Clearing Company 由前 Polymarket 和 Kalshi 员工创办，曾于今年 8 月宣布完成 1500 万美元种子轮融资。

■ 携程海外版推出加密支付功能

据 Foresight News 报道，携程海外版 Trip.com 已开通加密货币支付功能，支持使用 USDT 和 USDC 预订酒店与机票。该功能由新加坡持牌加密支付机构 Triple-A 提供支持，涵盖以太坊、Tron、Polygon、Solana、Arbitrum One 和 TON 等公链。用户通过 USDT 预订酒店时仅需姓名和邮箱即可完成订单，无需填写详细个人信息；购买机票则需按航空业合规要求填写护照等信息。

4. 投资建议

目前市场度过最大期权交割日之后，交投情绪平淡，市场预测 2026 年 1 月和 3 月大概率不降息，我们对加密市场 2026 年 Q1 的预期表现相对谨慎。

公司方面，随着加密矿场持续转型 AI 数据中心，我们建议关注与谷歌有合作或潜在股权关系的加密挖矿公司 Hut 8、Cipher Mining 和 TeraWulf，以及有较多电力储备的公司 IREN Limited 和 Riot Platform。此外，也建议关注布局预测市场与股票上链机会的交易平台 Coinbase。

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。

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：北京市东城区建国门内大街 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