

2021 年 01 月 23 日

比特币 vs 黄金，避险属性探究

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

● 比特币目前并不具备避险属性，价格走势与主流央行政策宽松力度密切相关

2020 年 9 月以来，比特币持续领涨全球资本市场；部分市场观点认为，比特币将取代黄金、成为全球新的避险资产之王。2020 年 9 月至今，比特币价格由 11924 美元大涨至 30818 美元，接近 160% 的涨幅远远高出其他大类资产。部分市场观点认为，比特币将成为新的避险之王，价格有望涨至 10 万、甚至 30 万美元以上。

黄金、美债等能成为优质避险资产，缘于能够对冲风险偏好回落，并具备低波动率、高流动性、大市值等特征。与风险资产相比，黄金等避险资产的“避险属性”主要体现在能够对冲风险偏好回落。例如，美股剧烈调整时，黄金、美债往往迎来价格上涨。避险资产中，波动率越低、流动性越高、市值越大的资产，越优质。

与黄金等避险资产相比，比特币波动率高、流动性差、市值非常小；回溯历史数据，风险资产剧烈调整阶段，比特币常常同步大跌。历史数据显示，比特币与黄金走势频频背离，与衡量风险偏好的 VIX 指数也无稳健相关关系。2018 年以来，美股标普 500 指数先后经历了 3 次剧烈调整，跌幅分别达到 8.5%、19.1%、33.7%；同期，比特币分别大幅下跌 21.6%、37.5%、32.4%，表现远不如黄金等避险资产。

比特币尚不具备避险属性；但是，由于能行使部分一般等价物职能及数量相对稀缺，比特币的价格实际上隐含了成为全球性“保值货币”的预期，在主流央行“大放水”阶段往往大涨。比特币目前可在部分国家替代官方货币，用于商品购买、金融交易等。同时，比特币的数量上限被锁定为 2100 万枚，较黄金更加稀缺。这一背景下，比特币被认为有望成为全球性“保值货币”，可对冲美元等滥发风险。

中短期来看，伴随全球经济在疫苗支持下修复加快、主流央行政策退出预期抬升，比特币价格波动或将加大。比特币过去几个月的大涨，与主流央行“大放水”关联密切。但展望未来，疫苗的大规模推广及库存回补、财政刺激等将推动美欧经济修复加快；经济修复过程中，油价等的上涨可能使通胀预期在 2 季度前后大幅升温，抬升主流央行政策退出预期。综合来看，比特币价格的波动或将加大。

长期而言，比特币能否真正成为全球性“保值货币”，与数字货币发展、监管政策变化等密切相关。比特币目前合法性未被广泛承认，在大部分国家游离于法律和监管的灰色地带。同时，已经有越来越多的央行积极参与到法定数字货币的研究中，中国央行更是在 2020 年率先试点官方数字货币。对于比特币而言，能否取得合法地位及不被有国家主权背书的数字货币替代，将直接影响长期价格表现。

● 风险提示：数字货币监管政策出现重大变化。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：比特币 vs 黄金，避险属性探究	4
2、 大类资产回溯：全球主要发达股指涨跌分化	11
3、 重点关注：美国 4 季度 GDP、美联储 1 月议息会议	12
4、 数据跟踪：美国 12 月地产开工高于预期	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 12 月新屋开工、营建许可总数高于预期，成屋销售景气度高企	13
4.1.2、 美国 1 月 Markit 制造业、服务业 PMI 双双高于预期	13
4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外大增，当周初请失业金人数有所回落	14
4.2、 欧洲数据	14
4.2.1、 欧元区 1 月制造业 PMI 维持高位，德国、法国 1 月制造业 PMI 表现分化	14
5、 风险提示	14

图表目录

图 1： 2020 年 9 月以来，比特币价格一路上涨	4
图 2： 2020 年 9 月以来，比特币涨幅远超其他资产	4
图 3： 美国经济恶化阶段，黄金、美债往往迎来上涨	5
图 4： 美股剧烈调整阶段，黄金、美债易涨难跌	5
图 5： 美国经济恶化阶段，比特币多次出现显著调整	6
图 6： 美股剧烈调整阶段，比特币价格常常同步下挫	6
图 7： 比特币与黄金的走势频频出现背离	6
图 8： 比特币与黄金、VIX 均无稳定的相关关系	6
图 9： 比特币价格的波动率远超黄金、美债	7
图 10： 在二级市场跟踪比特币价格的 GBTC 溢价率极高	7
图 11： 比特币总市值仅相当于美债的 2%、黄金的 5%	7
图 12： 比特币价格容易受到散户交易行为的影响	7
图 13： 比特币在主流央行“大放水”阶段往往迎来大涨	7
图 14： 比特币在主流央行“大放水”阶段往往迎来大涨	7
图 15： 比特币价格走势，常常因监管政策变化、出现剧烈波动	8
图 16： 海外多个经济体开启疫苗接种工作	8
图 17： 美国有望在 2021 年中前后接近群体免疫目标	8
图 18： 美国线下消费修复加快，将带动油价上涨	9
图 19： 油价上涨及低基数，易推升美国通胀	9
图 20： 目前，仅美国、欧盟等部分经济体认定比特币合法	10
图 21： 当周，美元下跌，欧元、英镑上涨	11
图 22： 当周，美元走势弱于欧元	11
图 23： 当周，主要国家 10Y 国债收益率表现分化	11
图 24： 当周，10Y 美债收益率下行	11
图 25： 当周，全球主要发达股指涨跌分化	12
图 26： 当周，纳斯达克、恒生指数双双上涨	12
图 27： 当周，WTI、Brent 原油价格涨跌分化	12
图 28： 当周，COMEX 黄金价格上涨	12

图 29: 美国 12 月新屋开工、营建许可总数继续增长	13
图 30: 美国 12 月成屋销售总数维持在高位	13
图 31: 美国 1 月 Markit 制造业 PMI 继续上升	13
图 32: 美国 1 月 Markit 服务业 PMI 反弹	13
图 33: 美国当周 EIA 原油库存意外大增	14
图 34: 美国当周初请失业金人数回落	14
图 35: 欧元区 1 月制造业 PMI 维持高位	14
图 36: 德国、法国 1 月制造业 PMI 表现分化	14
表 1: 部分市场人士认为, 比特币单价有望迎来进一步地飙涨	4
表 2: 黄金、美债、美元等避险资产具有低波动率、高流动性、大市值等特征	5
表 3: 美联储 FOMC 成员最新表态汇总	9
表 4: 海外重点数据发布日期情况	12

1、周度专题：比特币 vs 黄金，避险属性探究

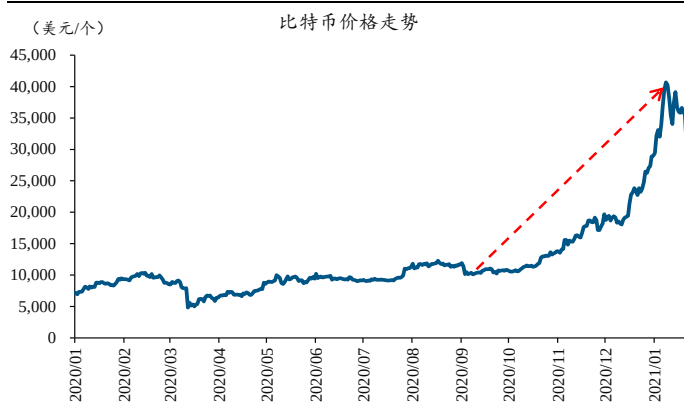
事件：软银集团董事长孙正义、花旗银行分析师菲茨帕特里克等表示，比特币将取代黄金，价格迎来进一步飙涨。

资料来源：Wind

点评：

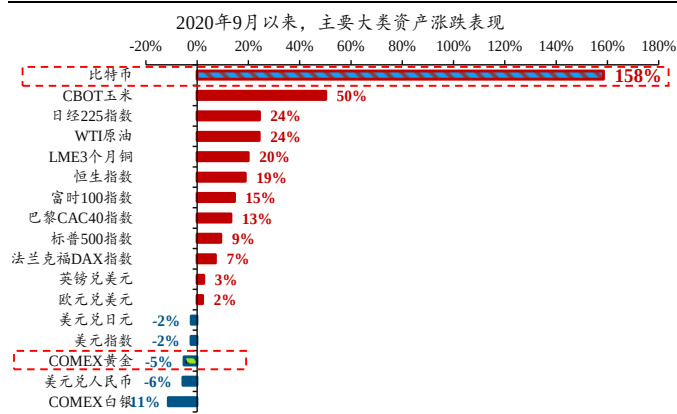
2020年9月以来，比特币价格持续、大幅上涨，引发市场广泛关注。截至1月21日，比特币价格在短短4个月内已经从11924美元大涨至30818美元，盘中更是一度突破40000美元、刷新历史新高。比特币接近160%的涨幅，远远超过了同期其他大宗商品，以及美股、美债等资产的表现。价格的持续、大幅上涨，使比特币成为近期市场的关注焦点。

图1：2020年9月以来，比特币价格一路上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020年9月以来，比特币涨幅远超其他资产



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至1月21日）

部分市场观点认为，比特币将取代黄金、成为全球新的避险资产之王，价格有望迎来进一步飙涨。伴随比特币价格大幅上涨，软银集团董事长孙正义表示，比特币将取代黄金、在2025年单价涨至10万美元。花旗银行分析师菲茨帕特里克的观点更加激进，认为2021年比特币单价有望涨至31.8万美元。当然，看多比特币声音比比皆是的同时，也有部分人士极度看空比特币。微软前董事长比尔·盖茨，及伯克希尔集团董事长巴菲特都认为比特币毫无价值。

表1：部分市场人士认为，比特币单价有望迎来进一步地飙涨

态度	姓名	职务	看法
看多	孙正义	软银集团董事长	2025年比特币单价将涨至10万美元
	菲茨帕特里克	花旗银行分析师	2021年比特币单价可能会达到31.8万美元
	格伦韦格	加密货币专家	2021年比特币单价突破5万美元
看空	比尔·盖茨	微软前董事长	比特币单价将跌至0美元
	罗格夫	IMF前负责人	认为比特币实用性有限，单价只值100美元
	巴菲特	伯克希尔集团董事长	将比特币比喻为“老鼠药”
	索罗斯	索罗斯基金主席	认为比特币是一种泡沫

资料来源：CNN、开源证券研究所

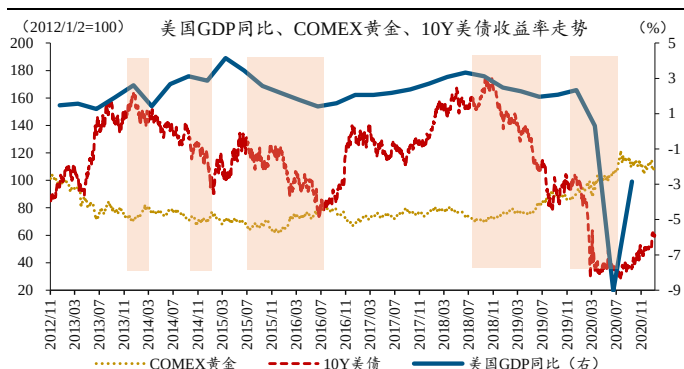
黄金及美债、美元等能成为优质避险资产，缘于能够对冲风险偏好回落，并具备低波动率、高流动性、大市值等特征。定义来看，避险资产指的是市场变化过程中，价格波动相对稳定的一类资产。与风险资产相比，避险资产的“避险属性”主要体现在能够对冲风险偏好回落。与此同时，避险资产中，波动率越低、流动性越高、市值越大的资产，越“优质”。黄金、美债、美元及日元等，均是优质避险资产。黄金因为可以同时对冲经济衰退和恶性通胀风险，并且天然稀缺、具备价值储藏功能等，也被称为避险资产之王。

表2: 黄金、美债、美元等避险资产具有低波动率、高流动性、大市值等特征

特征	黄金	10Y 美债	美元	日元
对冲经济恶化风险	✓	✓	✓	✓
对冲恶性通胀风险	✓		✓	✓
低波动率	✓	✓	✓	✓
高流动性	✓	✓	✓	✓
大市值	✓	✓	✓	✓

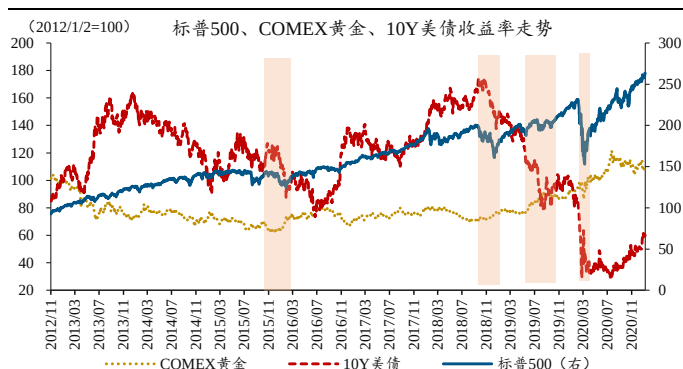
资料来源: Wikipedia、开源证券研究所

图3: 美国经济恶化阶段，黄金、美债往往迎来上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所（数据做了标准化处理）

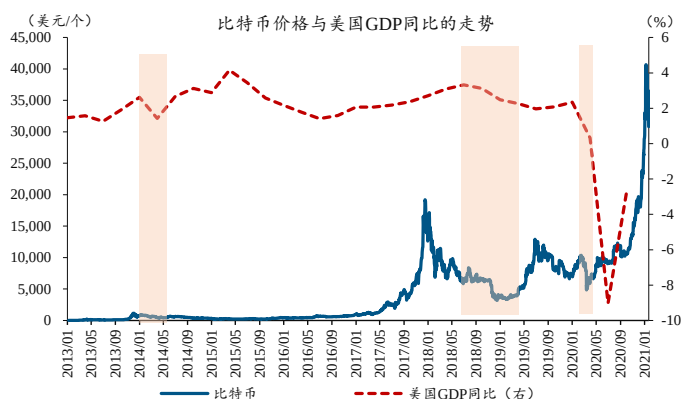
图4: 美股剧烈调整阶段，黄金、美债易涨难跌



数据来源: Wind、开源证券研究所（数据做了标准化处理）

比特币尚不具备对冲风险偏好回落的属性；历史数据显示，风险资产剧烈调整阶段，比特币常常同步大跌，并与黄金等避险资产走势显著背离。虽然被部分市场人士认为具备避险属性，但比特币在风险资产剧烈调整阶段，常常同步下跌。例如，2018年后，美股标普500指数先后经历了3次剧烈调整，跌幅分别为8.5%、19.1%、33.7%；期间，比特币分别大跌21.6%、37.5%、32.4%，表现远不如黄金等避险资产。进一步回溯历史数据来看，比特币与黄金的走势频频出现背离，与衡量风险偏好的VIX指数之间也无稳健相关关系。

图5：美国经济恶化阶段，比特币多次出现显著调整



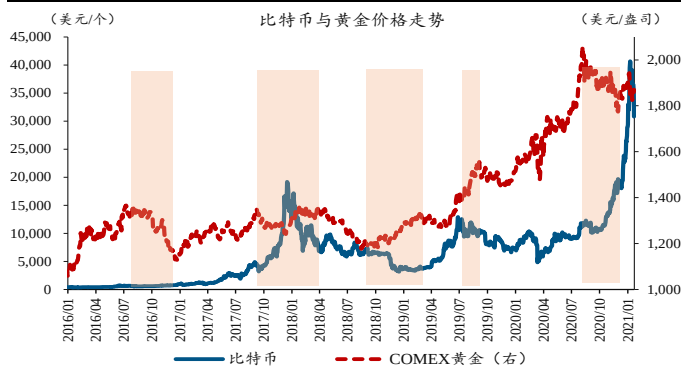
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美股剧烈调整阶段，比特币价格常常同步下挫



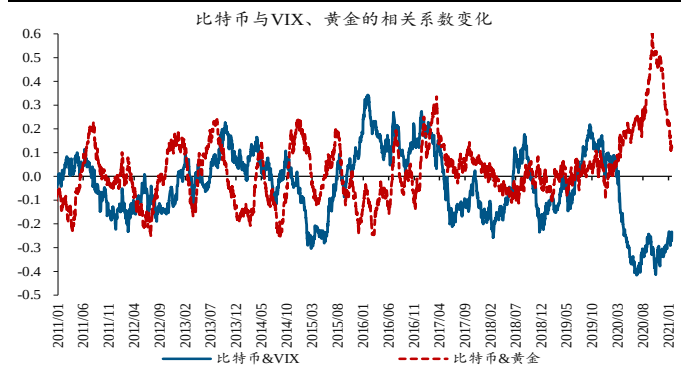
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：比特币与黄金的走势频频出现背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

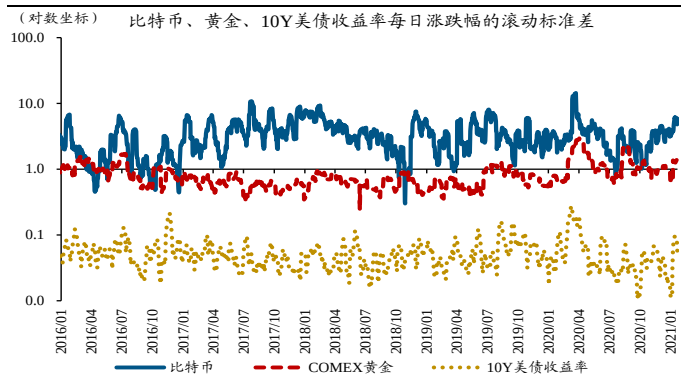
图8：比特币与黄金、VIX 均无稳定的相关关系



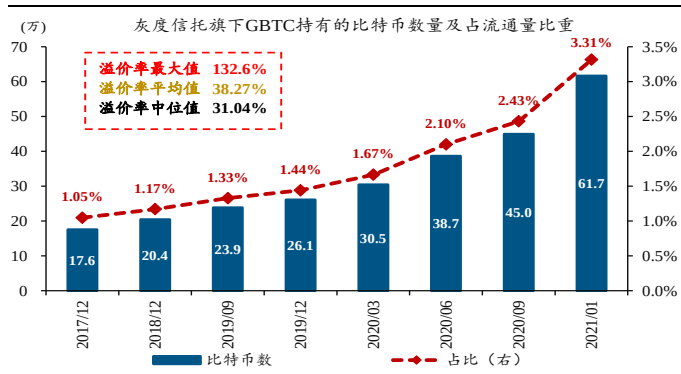
数据来源：Coin Metrics、开源证券研究所

与黄金等避险资产相比，比特币不具备低波动率、高流动性、大市值等特征。波动率方面，2016 年至今，比特币波动率中枢达到 3.46，远高于黄金的 0.85、10Y 美债的 0.05。流动性方面，因为一级市场缺乏流动性且套利机制不畅等，灰度资产管理公司^①（Grayscale Investments）旗下的比特币基金（GBTC）价格长期高出比特币现货价格 30% 左右。市值方面，比特币总市值更是只有 0.57 万亿美元，仅相当于美债市值的 2%、黄金市值的 5%。因为总市值小且持有者以散户为主，比特币价格走势容易受到散户短期交易行为的影响。

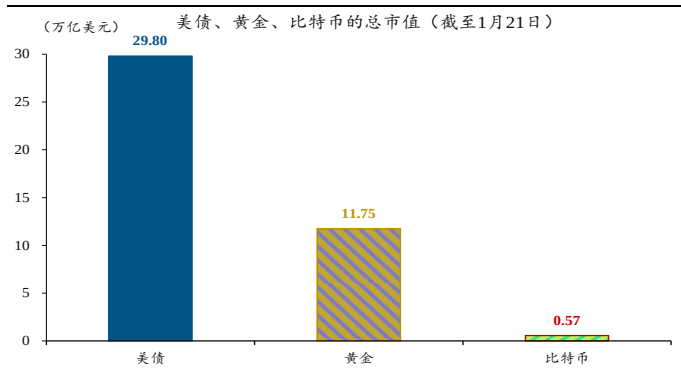
^① 灰度资产管理公司是全球最大的数字货币资管机构，通过设立加密货币信托基金，为投资者提供了一种合法买卖加密货币的渠道。

图9：比特币价格的波动率远超黄金、美债


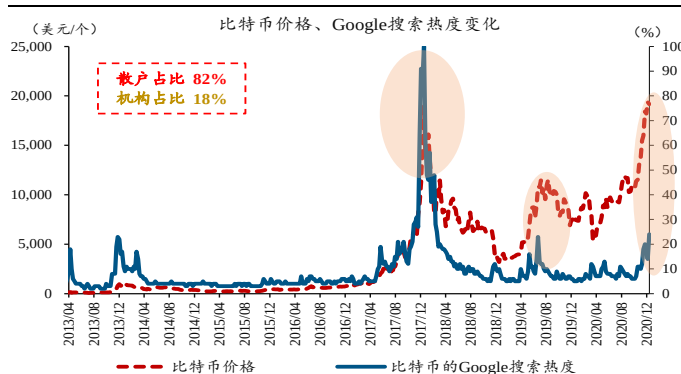
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：在二级市场跟踪比特币价格的 GBTC 溢价率极高


数据来源：Grayscale、开源证券研究所

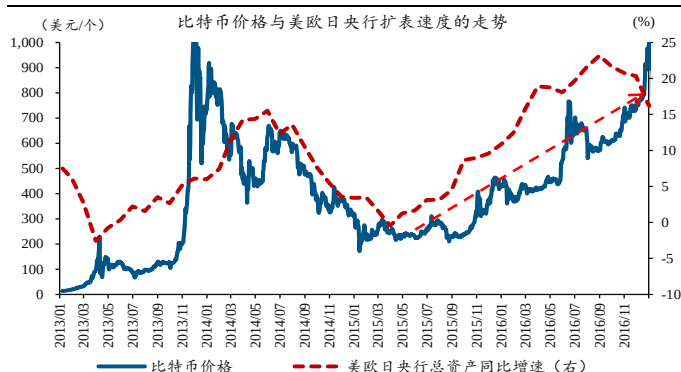
图11：比特币总市值仅相当于美债的 2%、黄金的 5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：比特币价格容易受到散户交易行为的影响


数据来源：Google、Flip Side Crypto、开源证券研究所

显然，比特币目前并不具备避险属性；由于能行使部分一般等价物职能及数量相对稀缺，比特币的价格实际上隐含了成为全球性“保值货币”的预期，在主流央行“大放水”阶段往往大幅上涨。作为一种去中心化的“电子现金”，比特币可在部分国家替代官方法定货币，用于商品购买、金融交易等活动。同时，特定算法下，比特币的数量上限被锁定为2100万枚，且产量在不断衰减，稀缺性方面更胜黄金。由于具备上述两种特征，比特币被认为有望成为全球性的“保值货币”。从历史数据来看，在主流央行“大放水”、美元等法定货币“泛滥”阶段，比特币价格往往迎来大涨。

图13：比特币在主流央行“大放水”阶段往往迎来大涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：比特币在主流央行“大放水”阶段往往迎来大涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

受限于在大部分国家合法性存疑，比特币价格走势，容易受监管政策变化影响，出现剧烈波动。由于合法性未被广泛承认，比特币在大部分国家游离于法律和监管的“灰色地带”，价格极易受到监管政策等变化的扰动。举例来看，2017 年 12 月，美国国税局宣布有权获得加密货币信息、以加大反洗钱力度及防止偷税漏税行为后，比特币价格大跌；2018 年 3 月，在美国国税局宣布将对加密货币交易征税后，比特币价格再次出现剧烈调整。

图15: 比特币价格走势, 常常因监管政策变化、出现剧烈波动



数据来源: Wind、开源证券研究所 (红字为监管利好, 黄字为监管利空)

中短期来看，伴随全球经济在疫苗支持下修复加快、主流央行政策退出预期抬升，比特币价格波动或将加大。比特币过去一段时间的大幅上涨，与美联储、欧央行及日央行等加码宽松货币政策密切相关。但展望未来，疫苗的大规模推广，以及库存回补、财政刺激政策将推动美欧等经济修复加快。经济修复过程中，油价等的上涨可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温，抬升主流央行政策退出预期。近期，已有多位美联储官员表示，在经济及通胀取得进展后，将对缩减 QE 规模持开放态度。综合来看，随着主流央行政策退出预期逐步抬升，比特币价格的波动或将加大。

图16: 海外多个经济体开启疫苗接种工作

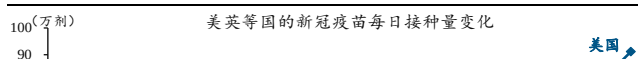
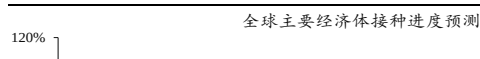


图17: 美国有望在 2021 年中前后接近群体免疫目标



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

<https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=13>

