



舒时：不持有比特币的“比特币 ETF”是啥？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 舒时



最近几周，全球币圈最热闹的事件莫过于“比特币 ETF”获得美证监会（SEC）的批准，在纽交所正式挂牌交易。

根据香港奇点财经的报道，ProShares、Valkyrie 和 Invesco 三家资管公司几乎是同时推出了各自的比特币期货合约 ETF。不过，在最后关头，只有 ProShares 和 Valkyrie 先后获批，而 Invesco 宣布退出。

ProShares 和 Valkyrie 两家公司推出的 ETF 代码分别是 BITO 和 BTF，先后在 10 月 19 日和 10 月 22 日正式上市交易。

虽然币圈投资者对上述新闻兴奋不已，但实际上，不论是 BITO 还是

BTF，都不是现货比特币 ETF，而是比特币期货合约 ETF——简单来说，这两只 ETF 根本没有持有比特币。

这里简要介绍一下 ETF 的概念。

ETF 是最接近散户的另类投资品

ETF 被称为交易所买卖基金，可以说是另类投资产品中最接近散户的品种。通常这类基金又可以大致分成两类，一类是实物型的 ETF（多为传统类型 ETF），一类是合成 ETF。两者最大的区别是，是否真正持有底层的资产。

比如香港投资者熟悉的盈富基金 (02800.HK) 就是一只实物型的 ETF，这只 ETF 基金的基金经理需要根据基金所追踪的指数（在这里是恒生指数）来购买资产（即恒指成分股）。

因为要复制恒指表现，所以盈富基金的基金经理实际上是“被动”地投资在所有的恒指成分股上，他们的业绩表现优劣与否，则取决于他们是否能及时准确地跟住恒指的表现，实现完美复制恒指表现的效果。

评判这类基金的基金经理的业绩标准，也不是根据基金的升跌幅，而是根据这个 ETF 与所跟踪的恒生指数的偏离度，偏离度越小则说明基金经理的操作手段越佳。

在实物型 ETF 相对应的是合成型的 ETF，它并不会直接购买底层所跟踪的实物资产。比如有一些追踪原油油价表现的合成 ETF，实际上是买入

一系列的石油期货合约，而并非真正地去购买实物原油。

还有香港市场上的安硕 A50 (02823.HK) 在 2013 年转为实物 ETF 前，也是一只合成型的 ETF，虽然冠名为 A50，却没有持有 A 股股票，只是通过购买 QFII 衍生品来模拟 A 股的表现。

这些合成型合约通常是与投行签署的，投行作为交易对手。比如石油期货 ETF，通常交易对手投行会承诺在原油价格达到某一水平时，支付约定的回报给投资者。

总之，合成型的 ETF 基金并不投资底层的实物，只是通过金融衍生品“复制”相关底层跟踪资产的表现。



比特币期货 ETF 并不持有比特币

翻阅 Valkyrie 及 ProShares 的 ETF 招股书,不难发现两家公司提交的 ETF 均为合成型的 ETF, 因为它们的底层资产是仅以现金交割的比特币期

货合约产品，而不是实物比特币期货（目前美国监管部门尚未批核实物比特币期货合约）。

简单来说，币圈热捧的比特币期货 ETF，实际上并不持有比特币。

根据 Valkyrie 在 8 月 11 日向美 SEC 提交的招股说明书，其“比特币策略 ETF”将通过买入“现金结算”的期货合约提供对加密资产的间接持有。

对于底层资产的这些期货合约，BTF 招股书中有规定是必须是要在美国商品期货委员会（CFTC）注册认可的交易所上交易，而且是“以现金交割”的比特币期货。招股书进一步明确，该 ETF 接受的交易所是芝加哥商品交易所（CME）发行的比特币期货合约。

所以，BTF 作为一只基金，它底层的资产是“以现金交割的比特币期货合约”——这种期货合约并不赋予期货持有人取得实际的对标资产（比特币）的权力。

读者可能不明白，这里的期货合约为什么要强调“以现金交割”？这是因为期货合约通常可以采用“实物交割”和“现金交割”两种方式，前者是在到期的时候，期货持有人可以要求交易对手实际“交货”，令期货持有人获得实际的底层资产（例如石油、黄金或是比特币）。

不少黄金或其他商品合约的持有方，可以在支付了合约价格后，让交易对手把实物黄金或是商品运抵规定的交割地点。

而“现金交割”则不同，这一交割方式也称为“以现金结算”。这种期货合约在到期时，只允许进行现金结算，不设实物交割安排。如果期货合约的对照参考资产（比如 BTF 对应的参考资产是比特币）的现货市场价格超过了期货合约价格，则期货合约的卖方需要向持有期货合约的买方支付溢价（现货价-期货价）。

在上述情况下，期货合约的买方相当于是以合约上的偏低的价格，买入了合约结算日那天较高实际价格的比特币，所以期货合约的卖方亏钱。

对于类似比特币这样的“虚拟”资产，本身就没有实物，因此根本谈不上实物交割，采用“现金结算”的期货是顺理成章的。

需要指出的是，如果真要交易比特币，也根本没有必要像黄金或石油那样进行实物转移，不论是通过数字货币交易所还是点对点交割，交易都主要是针对“钱包”地址信息的交换进行的。

只是即便是 CME 这样拥有悠久历史和强劲技术后台的商品期货交易所，要实现对实物比特币的交割和清算安排，目前不论是在合规性方面，还是在底层技术和安全性的支持方面，都很难说已经达到各方的标准。

由于过往的期货交易一般是根据实物货品（如石油和黄金等）来进行设计的，因此在 2017 年 CME 推出比特币期货交易合约时，就面临一项巨大的争议：不少传统投资人认为，比特币根本并不是实物，虽然比特币被称为一种货币，但它对大多数人来说，其实是没有任何实际真实用途、没

有任何真实价值的财产或货物。

即便是从另类投资的角度，交易比特币期货的投资人，往往也只是想通过买卖期货合约获得比特币的价格交易机会，而不是想长期持有比特币——因此现金结算的比特币期货合约足以满足这部分需求。

总的来看，Valkyrie 的比特币策略 ETF 符合现任 SEC 主席 Gary Gensler 更愿意批准比特币期货合约支持的 ETF 的态度。

根据 BTF 的招股书，这个 ETF 基金由 Valkyrie 公司担任投资顾问，基金会在开曼设置一家全资子公司，通过这个子公司去购买比特币期货合约。BTF 的招股书规定，基金投资顾问除了对比特币期货的投资外，只能将剩余资产直接投资于现金或类现金工具，或类似于投资级别的优质证券，即统称的“抵押投资”，以便为子公司的比特币期货投资提供抵押。

根据 BTF 的招股材料，开曼子公司和 ETF 将拥有相同的投资顾问和投资目标，子公司也将遵循与 ETF 相同的投资政策及限制。

如果大家翻阅另一只由 ProShares 首发的比特币期货合约 ETF 产品

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=1_29953

