

关于加密货币 ETF 发展方向和潜在影响的探讨与调研

作者：gate.io 研究院 Zian Zeng, Jill Chow

摘要

加密货币 ETF 是传统 ETF 在标的物选择上的“新加选项”，增加了投资者可以获得的风险敞口。虽然目前加密货币 ETF 的投资组合较为集中，更偏向于行业或者商品 ETF，但其“多元化”的发展势在必行。本文通过对加密货币 ETF 与传统金融市场部分 ETF 的比较，调研 ETF 在加密资产领域可行的“多元化”发展方向。与此同时，通过对投资者主动和被动投资偏好的调研，进而深入探讨加密货币 ETF 产生的可能影响和存在的潜在风险。

要点总结

- ◆ 加密货币 ETF 的投资组合多数较集中，目前并未延续 ETF 创建之初分散投资与指数投资的理念，其创建与发展和行业、主题或商品 ETF 更为相似；
- ◆ 在种类的发展上，加密货币 ETF 会向多元化/多种类发展，不仅是在投资标的上的扩充，而且是在风险对冲方式和应用场景上的扩展；在策略的发展上，其短期可实现沿用类似 Smart Beta 的量化投资方式，长期可形成类似 ESG 的指数来完善标的的选择；
- ◆ ETF 被动投资的方式在全球范围内接受度越来越高，其中美国投资者对被动投资的偏好远超其他国家，被动投资可以有效地减少流动性转移和赎回风险，比主动投资更能给机构与投资者带来正面的影响；
- ◆ 加密货币 ETF 对市场有积极影响的同时存在多维度的风险——多元化发展健全市场的同时存在市场评测不完善的风险，促进被动投资和 ETF 市场发展的同时存在借贷风险和对手

方风险。

1. 传统 ETF 的演变方向与加密货币 ETF 的可沿用发展趋势

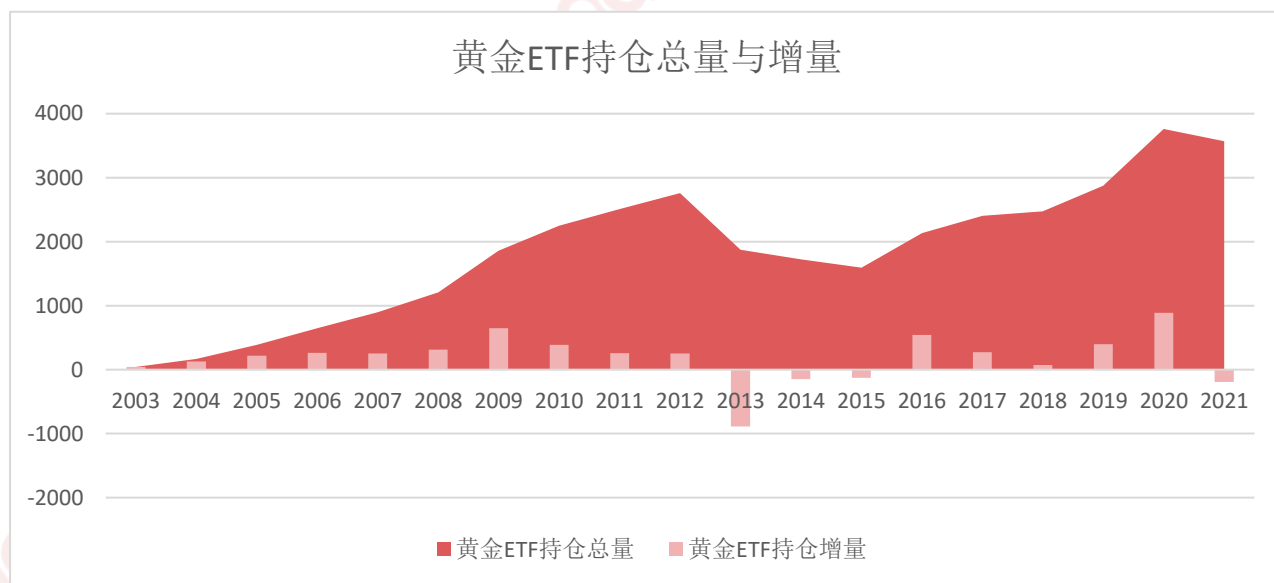
1.1 加密货币 ETF 与传统证券投资 ETF 的发展和投资思路不近相同，与黄金 ETF 的发展更为类似

ETF 起源于 1987 年的美国股市崩盘。在 1987 年 10 月，道琼斯指数暴跌 22.6%，创史上最大单日跌幅。政府迅速采取行动，增加交易管制措施，但依然难以解决流动性的问题。金融机构同时开始思考“一篮子股票”的投资方案，希望以此避免个股风险和给投资者带来极大损失。于是在 1993 年，美国纽约交易所上市第一只标普 500 指数跟踪 ETF——SPDR, SPDR 截止 2020 年末资管规模在 2550 亿美元左右，一直是全球规模最大的 ETF。而在中国，第一只境内 ETF 是华夏上证 50ETF 在 2005 年上市，第一只跨市场 ETF 是沪深 300ETF 在 2012 年上市，同美国一样，最先诞生的都是股指跟踪型 ETF——“一篮子股票投资计划”。

不难推断，不论是美国还是中国，ETF 的设计初衷都是创建一种简单且分散的投资组合的交易机制，以此来对冲集中的股票组合风险，解决市场流动性等问题。但加密货币市场从目前 ETF 的发展来看，多以单一资产（BTC 或 ETH）为跟踪标的指数，单从产品上来看并未分散投资风险，只是增加投资者可以获得的风险敞口。这种创建和发展的方向，和黄金 ETF 的诞生和发展更为相像。

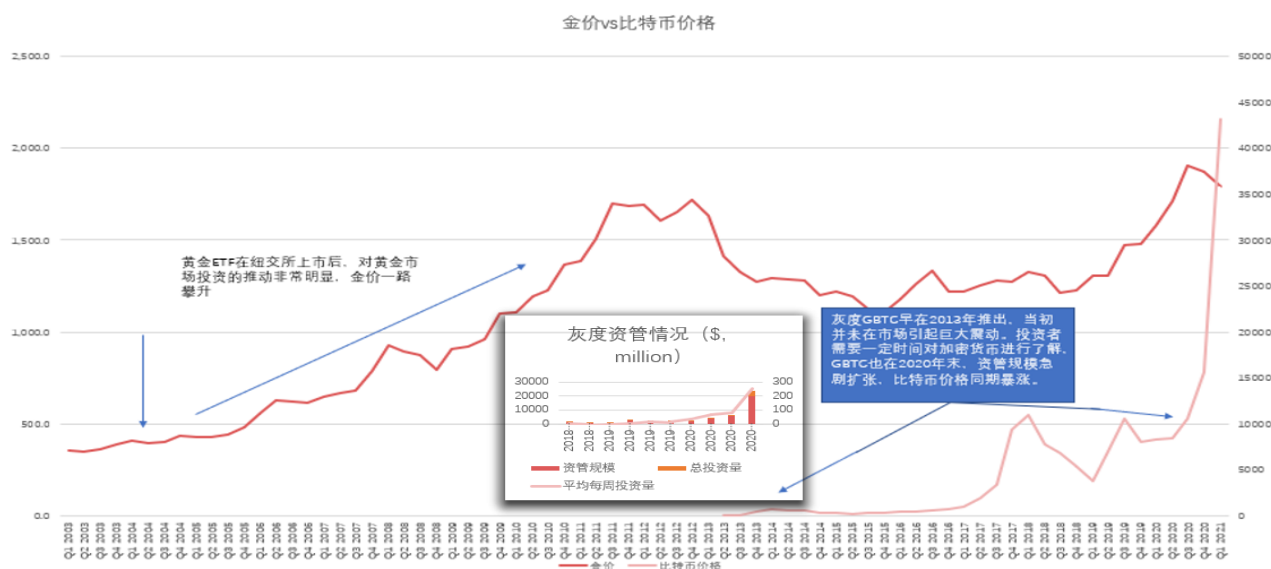
2003 年诞生世界上第一只黄金 ETF——Gold Bullion Securities，在澳大利亚交易所上

市。但由于澳大利亚并非纽约那样的世界金融中心，再加上人们对黄金 ETF 不熟悉，该产品当时并未收获投资者的追捧。直到 2004 年美国 StreetTracks Gold Trust 基金在纽约交易所上市，黄金投资正式掀起一股热潮。



来源：世界黄金协会

上图显示出 ETF 市场规模扩展迅速，尤其是在 2004 年-2012 年，黄金持有量呈现暴增的状态。同期增长的当然还有黄金的价格，而在这一方面，加密货币市场也有相似的情况。



来源：世界黄金协会, Coingecko, Grayscale

全球对于黄金的认知是源于流通货币，投资者对于黄金的认可也在较早期便已形成，所以当黄金 ETF 在纽交所上市后，黄金的投资便开始升温发酵；加密货币市场不同于黄金市场，投资者从 2008 年开始听说比特币一词（2013 年灰度 GBTC 上市，虽然 GBTC 只是类 ETF 产品，但被动指数跟踪投资的方式以及加密货币投资的主导地位，足以用作本文对 ETF 的探讨），历时数年直到 2020 年才有较为广泛的机构投资者进入市场，从此加密货币借助机构投资者投资的力量也开始升温发酵。

由此观之，目前加密货币 ETF 还并未延续传统分散风险投资的思路，而是延续如黄金 ETF 的发展，对单一资产有较大的推动和促进投资的效果。另一方面，加密货币 ETF 同黄金 ETF 一样降低投资准入门槛，投资者只需证券账户，无需持有加密货币，更无需了解钱包、私钥、公钥等技术。

然而加密货币 ETF 延续传统 ETF 被动投资的理念，所以全球投资者（尤其是美国投资者）对被动投资理念的认可程度，也将极大地影响 ETF 在加密货币市场的发展。

1.2 传统 ETF 的“横向”种类扩展，加密货币 ETF 或可沿用 ESG ETF 产品和 Smart Beta ETF 产品的思路

如今，ETF 产品发展了将近 28 年，在这期间产品类别上经历股票 ETF、货币 ETF、债券 ETF、商品 ETF、跨境 ETF、跨市场 ETF 等等的创新，权益类 ETF 也从宽基细分到行业、主体等各个领域。随着市场的不断发展与逐渐成熟，机构投资者占比越来越高，ETF 的种类也将更加多元化（杠杆、反向 ETF，衍生品等），投资策略也将更加智能、量化（Smart

Beta、AI 等)。而在近期，较具有代表性的创新产品有如下四只：

产品类型	资产规模 (亿\$)	产品数量	资产增幅	资金净流入 (亿\$)
Smart Beta	8180.1	1351	-5.2%	103.6
主动管理	2348.6	985	50.6%	586.9
杠杆 (反向)	896.4	875	13.4%	205.6
ESG 主题	1870.2	497	206.56%	889.5

来源：深圳证券交易所 (2020)

上表数据显示，在产品规模上，Smart Beta ETF 有绝对的优势；在增长速度上，ESG ETF 去年增长最快，增幅超 2 倍。根据深圳证券交易所金融创新实验室的研究结果表明，一方面 ESG ETF 正在持续成为全球吸金能力最强的角色，ESG ETF 的核心在于 ESG 指数，仅中国就已退出近 50 只相关指数；另一方面 Smart Beta ETF 产品发展成熟，虽然吸金能力下降，但量化投资的思路可以和 ESG 投资策略相结合，如 iShare 等公司推出的 Smart Beta ETF 已经摒弃红利、成长、价值等传统策略，采用 ESG 投资策略。

加密货币 ETF 也是 ETF “横向” 发展中触碰到的一个新领域，因为监管问题，虽然难以将加密货币划为有价证券，但其实质上已形成行业，专题和被部分机构认定为商品，所以加密货币 ETF 目前来看可以是行业、主题或者商品 ETF。那么加密货币 ETF 是否可以沿用 ESG 和 Smart Beta 的投资方式？答案是可行的。

ESG 的核心是 ESG 指数，其关注环境、社会和公司治理绩效而非财务绩效的投资理念和企

业评价标准，加密资产因为区块链技术的包容性早已涵盖相关企业，完全可以成为加密货币 ETF 的一个长期发展方向。但是因为技术还在创新期未必成熟，相关项目的绩效在短期内难以评测与完善，更难以形成合理的指数，短期内加密资产领域难以应用该策略。而 Smart Beta 不同，短期内即可实现，通过主动优化加密货币组合的成分或者权重，通过量化模型实现特定风险因子的有效暴露，最终获得跑赢单一标的指数实现超额收益，更甚者 Smart Beta 还有费用低、规则透明等优势。

1.3 小结

加密货币 ETF 目前的发展并非传统的分散型投资，而更倾向于一种行业、主题或商品 ETF。在未来种类的发展上，势必向多元化多种类发展，不光是标的的不同，还可能和传统行业、主题 ETF 相结合，细分区块链领域。在未来策略的发展上，短期可实现沿用类似 Smart Beta 的量化投资方式，长期可形成类似 ESG 的指数来完善标的的选择。

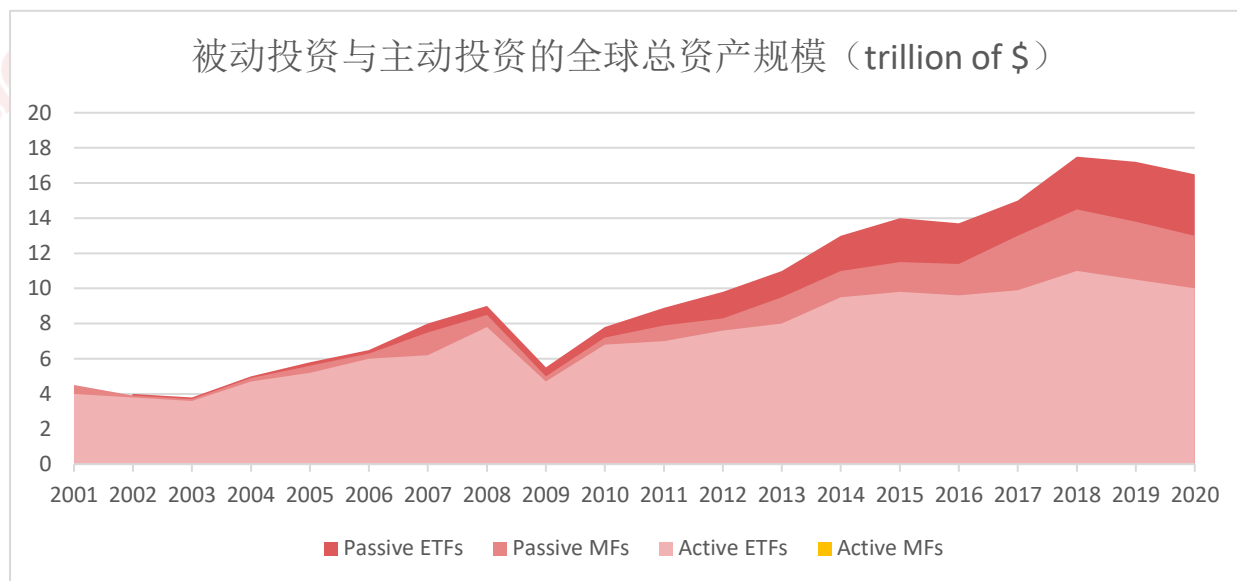
除此之外，加密资产领域本身就涵盖助大数据及算法行业，以此来发展智能投顾工具，进行动态投资管理分析，逐步减少对传统推广和销售渠道的依赖，降低基金运营和产品成本，甚至可促进传统 ETF 市场进一步发展。

2. 全球投资者被动投资采用更多，美国或将掀起加密货币 ETF 投资的风潮

2.1 被动投资越来越被认可

数据显示，全球资管规模在 2004 年纽交所推出 ETF 之后，被动投资与主动投资之间逐渐拉开差距。近几年，被动投资 MF（Mutual Fund，共同基金）和 ETF 的资管规模已经远

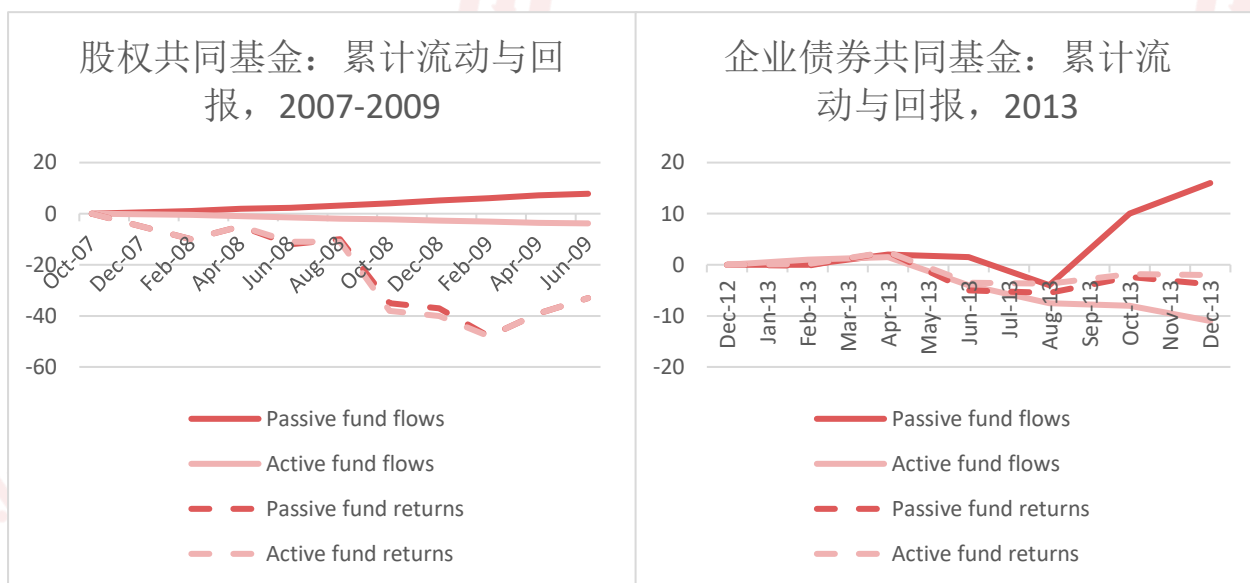
超主动投资。



来源: Morningstar

对于上图的两种基金,ETF 可以有效地减少流动性转移,因为 ETF 大多买卖在交易所进行,所以 ETF 持有人不需要在投资者每次想要卖出时赎回基金,而是实物交割 ETF 股份;MF 不一样,投资者每次卖出所持 MF,就等同于将其拥有的份额卖给基金发行方,所以一方面是税务的问题 (ETF 比 MF 少收这部分税),另一方面对于市场投资来说更重要的是业绩相关的赎回风险。

而被动投资的 MF 可以有效减少业绩相关的赎回风险。Federal Reserve 通过计算股权 MF 和企业债券 MF 的累计流动与回报，更好地说明这一观点。下图数据显示，虽然被动 MF 在回报上略低于主动 MF，但是被动 MF 的资产是流入状态，主动 MF 的资产是流出状态，被动 MF 的赎回风险明显低于主动 MF。

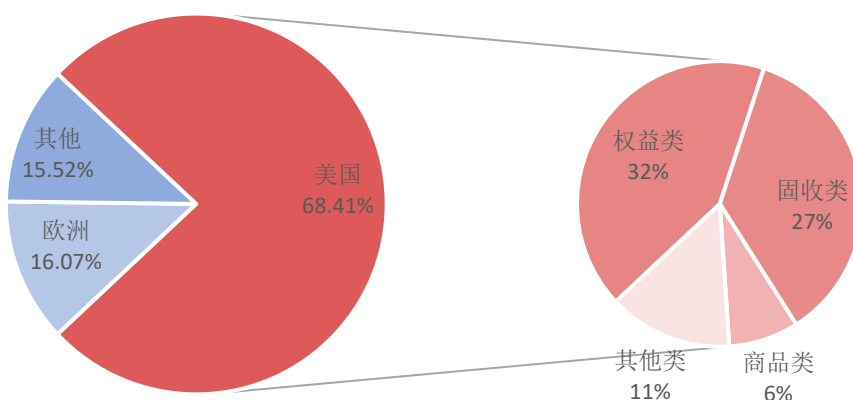


来源: Federal Reserve

2.2 美国为“被动投资大国”

深圳证券交易所数据显示，截止 2020 年，美国 ETF 市场份额占比为 68.41%，占有主导地位，其次是欧洲仅有 16.07% 的市场份额占比。而在美国境内，最受欢迎的 ETF 类别依然是风险最高的权益类投资，拥有美国境内市场 32% 的占比，其次是固收类低风险投资占比 27%。由数据可知，一方面美国境内被动投资的接受和认可度远超其他国家，另一方面高风险的投资在美国投资者的资产组合中占有更大的比例，这两方面也很有可能发展并沿用到加密货币市场。

各地区ETF市场份额占比与分类占比



来源：深圳证券交易所综合研究所

美国 SEC 从 2013 年开始就一直以各种理由拒绝 Winklevoss 等公司的加密货币 ETF 申请。今年根据媒体报道，美国 ETF 的申请存在两大可能的转折点：

一是加拿大多伦多交易所陆续上市比特币和以太坊 ETF，对于各个领域都有着“霸主”地位的美国有一定的冲击，尤其是 Purpose Investment 发行的第一只比特币 ETF——BTCC，在不到一个月的时间募集 10 亿美元的资金，美国监管对加密资产投资的不认可，必然使美国无法成为加密资产投资的核心国家，也很可能将伴随着大量资金外流；

二是 SEC 在今年 4 月完成换届，新任主席 Gary Gensler 对加密资产行业更加了解，提振了金融机构的信息，各大机构看到监管批准的希望，目前已有 Galaxy Bitcoin ETF、Kryptoin Bitcoin ETF Trust、NYDIG Bitcoin ETF 等 8 只基金提交上市申请。

倘若一旦监管批准，加密货币投资将更加合法化，机构对投资者推广加密货币资产的难度将大大减少。

综合数据与市场情况来看，一旦 ETF 基金在美国获准，以美国为首的市场毫无疑问将收获一大批新进资金。以美国境内对被动投资的认可程度，加密货币 ETF 毫无疑问会成为一个新的风险敞口更广泛地加入到各大投资者的投资组合中。

3. 加密货币 ETF 的潜在影响和风险

3.1 多元化发展与市场评测不成熟风险

从 ETF 的本质来看，“股票篮子”的理念在美国境内接受度更高（权益类 ETF 市场占比最高 32%），加密货币市场的 ETF 目前多以单一标的比特币或以太坊为主，最大的提供被动投资的公司——灰度早先就已推出多元化加密货币投资基金——Grayscale Large Cap Fund，虽然规模比不上同期的比特币信托基金，但在加密货币 ETF 如同黄金 ETF 一样极大地促进了市场的发展之后，“多元化”的投资依然是目前投资市场发展的主旋律。

但 ETF 多元化投资的前提是企业的评估或者指数的完善，一方面目前加密领域除了以太坊、filecoin 等大型项目外，大部分加密货币幕后的公司并不成熟，ICO、IDO 等并不像 IPO 一样监管完善，多元化的标的难以构成；另一方面目前加密资产领域也还没有能称为“官方”的相关指数，供加密货币 ETF 使用。

3.2 加密货币 ETF 有望促进整个 ETF 市场发展，扩大竞争，但是存在借贷风险和对手方风险

ETF 费率更低（章节 2 中提及，2016 年美国股票型 ETF 和债券型 ETF 的平均费率分别为 0.23% 和 0.20%，而同年被动指数 MF 的平均费率在 0.59%）和 ETF 更易操作，美国监管

一旦放开，市场上 ETF 上市将爆发，竞争将极速扩大。虽然带来了源源不断的北上资金，但是利益和竞争扩大的初期，市场容易野蛮生长，尤其是监管薄弱的地区和国家，容易产生新一轮的金融乱象。

加密资产领域在很多地方存在监管空白，外加上若是多元化的发展，这使得加密货币 ETF 在广泛开放后可能存在借贷风险和对手方风险。这将分为实物 ETF 和基于衍生工具的 ETF 两种来说明：

实物 ETF，机构可能通过 DeFi 将持有的货币借贷，从而需承担额外的对手方风险。类似于股票借贷一直是很多大型基金公司重要的盈利来源，如巴克莱、道富等。虽然可能接受相关的高评级公司债券或政府债券等资产作为抵押品，可一旦借贷人发生违约，ETF 可能遭受超过担保缓冲的那一份损失。

基于衍生工具的 ETF，存在交易对手方风险。最典型的的就是类似签订股票挂钩掉期协议，如 Lyxor 所发行的 ETF，采用所谓“合成复制”策略，持有与所追踪指数无关的投资，并签订协议，将追踪指数的表现与所持投资的表现交换，从而令 ETF 投资者收取与指数相同的回报。虽然节约成本并减低跟踪误差，但同样可能因为对手方违约而造成极大风险

3.3 解决资本过剩和巩固美国金融中心地位

最后，由于 SEC 很多年一直未认可加密资产，一旦获准，大量资金势必涌入美国市场，甚至会有非本土机构的资金加入。此一方面可以缓解疫情期间各国印钞产生的通胀影响，另一方面资本的大量涌入无疑将在某种程度上巩固美国的金融中心地位，加密领域美国以外的市场是否会受到巨大冲击还无法验证。

4. 总结

从历史发展上来看，加密货币 ETF 并非沿用传统 ETF 分散投资的理念，其更倾向于行业、主体或者商品 ETF，尤其与黄金 ETF 相似。传统 ETF 市场发展多年，分支众多，加密资产领域因为其包容性强、涵盖行业广的特点，在种类上很可能如同传统金融一样向多元化发展；在投资策略上，目前市场上类似 Smart Beta 的量化投资模型和类似 ESG 指数的新兴投资策略，分别或将在短期和长期中应用与加密资产领域。

近年来，被动投资已经在投资界扎根越来越深，美国投资者对被动投资的青睐远超其他国家。目前由于美国境外 ETF 的兴起，SEC 领导人换届，机构重拾过审的信心等因素，一旦 ETF 基金在美国获准，以美国为首的市场毫无疑问将收获一大批新进资金。以美国境内对被动投资的认可程度，加密货币 ETF 毫无疑问会成为一个新的风险敞口更广泛地加入到各大投资者的投资组合中。再加上 ETF 本身费用较其他基金低，费用成本方面还有可能通过智能投顾等方式改善，很可能在加密资产领域掀起 ETF 热潮。

但加密货币 ETF 也是一种机遇与风险并存的投资品。其多元化发展的同时存在市场评测不完善的风险，促进传统 ETF 市场的同时存在借贷风险和对手方风险。而在当下，加密货币 ETF 也将是一种通胀解决方案和巩固美国金融中心地位的方式。

参考资料：

Adam Hamilton, 2006. *Gold ETF Impact[EB/OL]*. Available at:

<http://www.zealllc.com/2006/gldetf1.htm>

Adam Hamilton, 2009. ***Gold/Silver ETF Stickiness [EB/OL]***. Available at:

<http://www.zealllc.com/2009/gldslv.htm>

邓兴成, 李嫣, 葛慧, 2009。全球 ETF 发展趋势和未来方向。中银国际英国保诚资产管理有限公司。Available at: <http://etfjijin.com/Uploads/2013-05-22/519c7284e393b.pdf>

Kenechukwu Anadu, Mathias Kruttli, Patrick McCabe, and Emilio Osambela, 2020.

The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability? Federal Reserve Bank of Boston.

深圳证券交易所综合研究所(金融创新实验室), 2020。 ***全球 ETF 行业发展年度报告(2020)***。

Available at :

<https://www.szse.cn/aboutus/research/research/report/P020210210499227370235.pdf>

邵晓玲, 卢涛, 2010。 ***黄金 ETF 市场发展的国际比较***。 Available at :

<https://www.szse.cn/aboutus/research/securities/documents/P020180328491897878579.pdf>

World Gold Council, 2021. ***Gold ETF outflows continue, but slow with gold price***

strength. Available at: [https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-](https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows)

[etf-holdings-and-flows](https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows)