

灰度等加密货币信托基金对市场的重大影响和未来演化研究

作者：Gate.io 研究院 Zian Zeng, Jill Chow

摘要

加密货币信托基金目前已成为资本角逐的战场，并且因为比特币行情大热而被更加广泛地关注。作为龙头的灰度比特币信托基金（GBTC），溢价更加凸显其投资价值，溢价套利更是吸引者更多投资者纷纷入局。作为一个投资产品，又在合规的监管之下，其 2020 年表现出的可投资性远胜许多传统金融产品。已经有越来越多的投资机构纷纷涌入市场，也有部分金融机构开始陆续布局新的信托基金产品，银行作为传统金融的代表也从托管和节点两个方面参与其中。

要点总结：

- ◆ GBTC 设计理念下产生的溢价是产品的关键，也是吸引投资者的关键之一，改变设计减少溢价未必是对其进行优化；
- ◆ 灰度其他加密货币信托基金和其他公司现存一定时间的 GBTC 替代品，目前并不足以冲击 GBTC 行业龙头的地位；
- ◆ 2020 年加密货币信托基金的资金来源更可能是黄金和国债等保守投资标的，与其他高收益产品对比加密货币信托基金作为新生产品在收益上确有很大的优势；
- ◆ 风投机构和传统投资机构纷纷入局加密货币信托基金，金融机构也在陆续布局更多的信托基金产品，银行则是作为托管商和稳定币节点开始市场布局；
- ◆ 加密货币信托基金未来更可能在形式上向多元化发展，在价值上可作为对冲通货膨胀的工

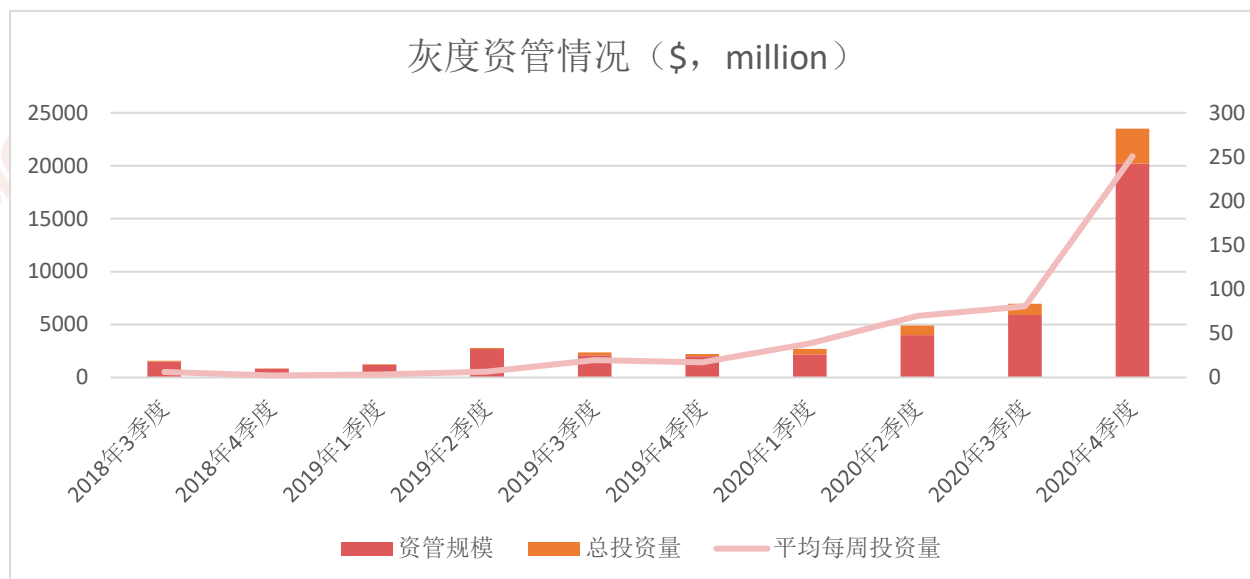
具，甚至该行业在未来两年或可达鼎盛时期，而信托基金作为加密货币合规投资渠道必将更广泛地被认可，并且在标的、机制和功能上会实现更加多元化或者分化的局面。

1. 加密货币托管“受波及”成为资本争夺的战场

2020 年 7 月，美国货币审计长办公室（OCC）发表信函澄清说，国家银行有权向加密货币业务提供法定银行账户和加密货币托管服务。这一信函标志着比特币与银行业正式接轨，大型金融机构可以为加密货币公司提供传统账户，并提供私钥托管服务。

资本的争夺战早已打响，最著名的应该是加密货币托管公司 Anchorage 早在 2019 年就已获得 5700 万美元的融资，并在今年 1 月获得美国首个国家加密银行许可证；Metaco 在 2020 年获得渣打银行和瑞士银行等 1700 万融资；此外还有 Copper，BitCV，Coinbase Custody 等等陆续涌入市场.....

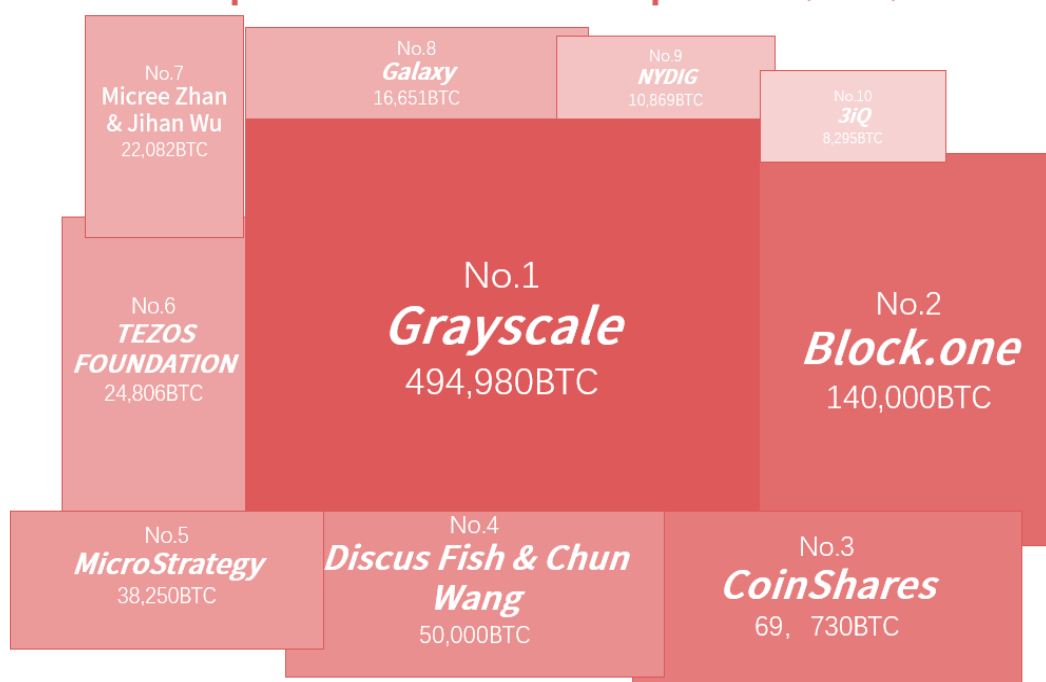
托管离不开加密货币资管渠道的发展，其中灰度无疑是最具有代表性的。



来源: Grayscale Quarterly Report

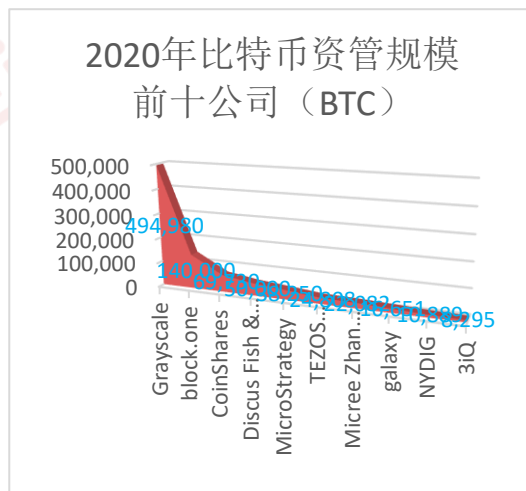
如上图，其资管规模在 2020 年有爆发式的增长，从 2018 年下半年 10 亿美元左右的资管量，到 2020 年年底已有超过 200 亿美元的产品规模，2 年增长 20 倍，甚至目前平均每周可获投资量超过 2.5 亿美元，规模还在持续扩大，加密资产“膨胀”速度越来越快。

Top10 Treasuries in Companies (BTC)

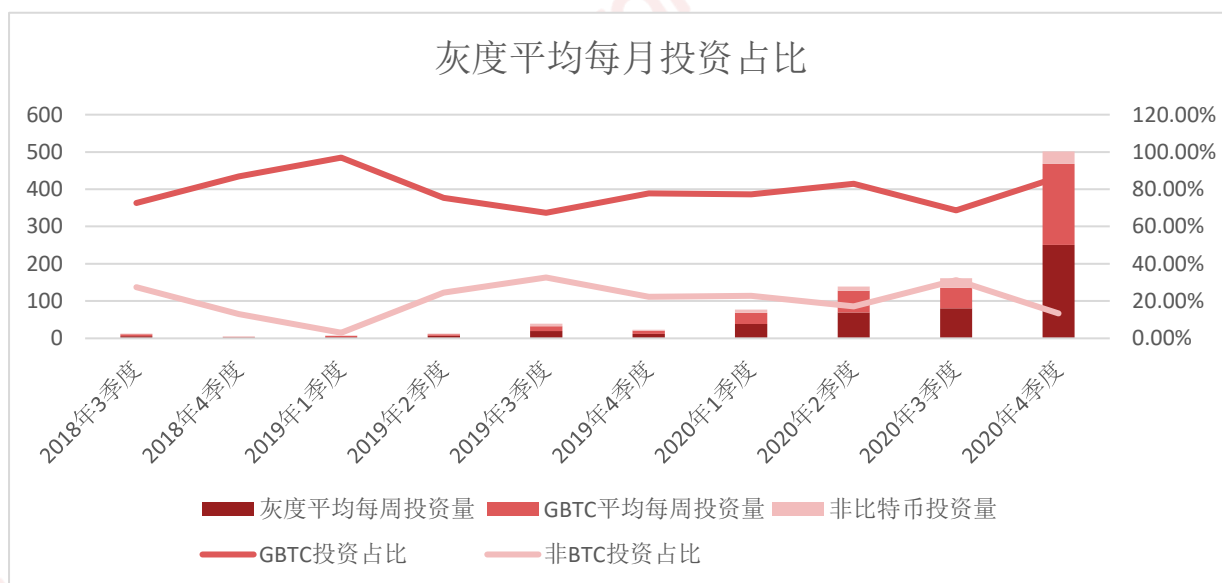


来源: GryptoGraph (数据截止 20201130) 图片: Gate.io 研究院

截止 2020 年 11 月, 灰度已经成为全球明牌持有比特币最多的机构, 而且是第二名 block.one 的 4 倍左右。而灰度的母公司 Digital Currency Group (DCG) 控股与投资已遍布全球 30 多个国家, 加密资产各个赛道上都有其身影, 比如 Coinbase、Coindesk 和 Circle 等。



来源: GryptoGraph (数据截止 20201130)



来源: Grayscale Quarterly Report

在灰度长期的投资中, Bitcoin Investment Trust (GBTC) 在加密货币平均每周投资占比一直在 70%以上, 并且随着灰度资管规模扩张而一步步扩大。换言之, GBTC 的投资在灰

度目前一直是举足轻重的地位。所以，加密货币托管更像是受到“波及”的外围战场，资本目前的主战区在加密货币信托基金。

2. 加密货币信托基金现状参考

2.1 GBTC

本报告认为，GBTC 存在一级市场和二级市场价格差异（显性溢价）以及 GBTC 信托份额和标的 BTC 单位价值差异（隐形溢价）两种溢价。另外封闭期和无赎回机制使 GBTC 份额流动无明显规律，溢价波动无明显规律，已使其成为优质的证券投资资产。

2.1.1 美国法规下的 GBTC

美国《证券法》D 条例允许发行方不在 SEC 注册也可融资，但仅向高净值合格投资者¹开放私募融资。GBTC 是私募信托基金，而不是 ETF，美国证监会（SEC）已拒绝多个比特币 ETF 产品上市申请，原因是 SEC 认为数字货币缺乏流动性、透明度和有效托管，难以避免市场操纵。

¹ * 美国合格投资者：

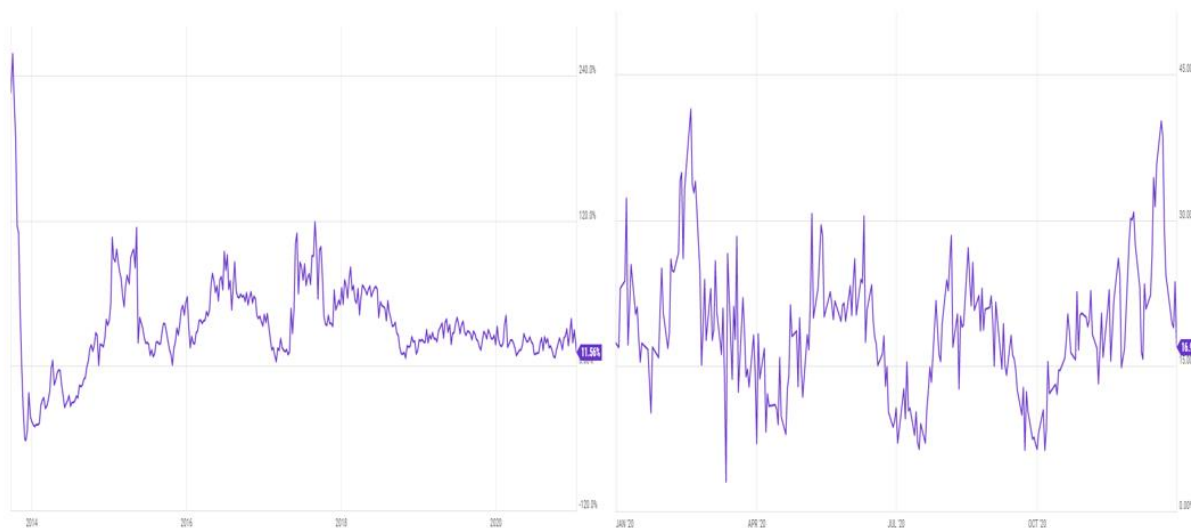
- 年收入超过 20 万美元（或与配偶两人共同收入达到 30 万美元）；
- 单独或者与配偶共同拥有净资产超过 100 万美元（不包括居住房产）；
- 持有美国金融专业证书（Series7，Series65 或 Series82）；
- 拥有 500 万美元以上的流动资产，或者所有股东都是合格投资人。

因此，仅合格投资者可以创建信托份额（6 个月封闭期），非合格投资者可在 OTCQX 场外交易市场进行交易，这也是造成 GBTC 全年溢价的原因之一。

2.1.2 GBTC 设计理念

灰度 GBTC 是一种类 ETF 的被动投资，合格投资者可以创建信托单位，但是 GBTC 本身并没有赎回机制。再加上非合格投资者的场外交易，形成了一级市场和二级市场价格的严重不对等——溢价。

GBTC溢价情况



来源: YCharts

YCharts 数据显示, GBTC 在 2013 年发行以来有着最高溢价 258.1% 和 -62.15%。直到 2020 年, 溢价整体水平相比前几年趋于平稳波动在 [3.03%, 41.42%]。灰度设计之初就嗅到了资本的味道, 溢价波动就是体现, 而造成溢价的原因, 本报告认为可分为以下三点:

- 缺乏竞争，尤其是在 2018 年之前，溢价多次波动超过了 100%，项目方还在疯狂的发币募资，灰度已经在监管合规下开始运营自己的生态了；
- 二级市场的需求大于一级市场的需求，当合格投资者创建信托份额的供应低于场外交易者对信托份额的需求时，信托的溢价是必然的；
- 合格投资者按资产净值创建新单位须有 6 个月的锁仓期（之前为一年锁仓期），真实价格承现滞后，二级市场份额的供应滞后。

另一方面，投资者的需求也是影响信托价格的一大因素：

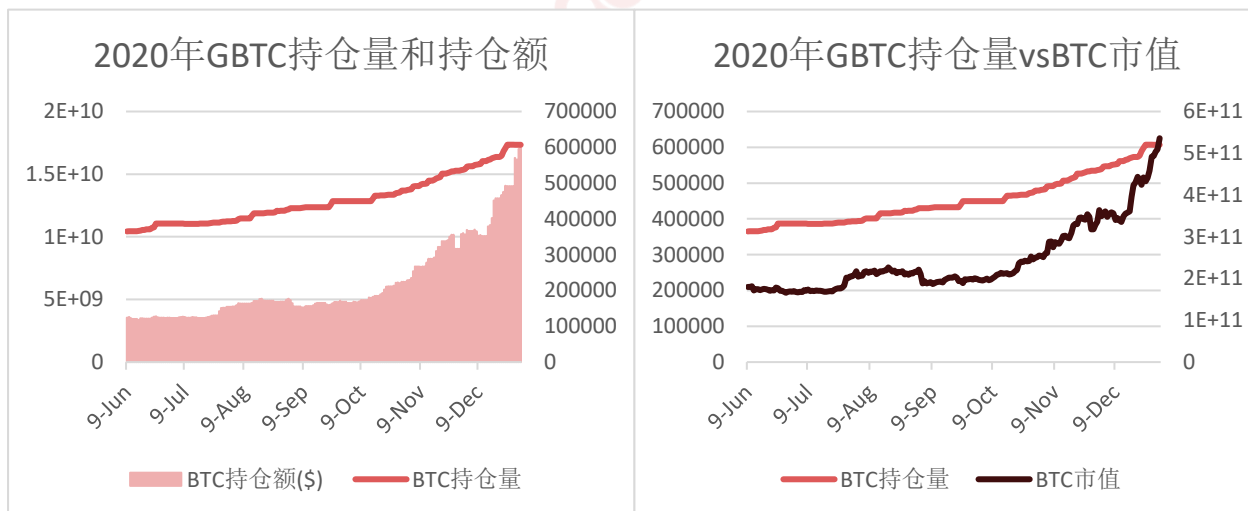
- 投资者对 BTC 需求强，GBTC 溢价；
- 投资者对 BTC 需求弱，GBTC 折价。

当折价严重时，信托又有着高额的 2% 管理费，这决定了信托是会卖出持有的 BTC 来支付管理费。

GBTC 的设计更像是为了探索市场而推出的“探索者”，也像是为了让投资者去实现溢价套利从而使市场更加活跃的“带动者”。所以探索之后为了满足市场需求，灰度相继推出其他数字资产信托基金是必然；同时，全球机构看到 GBTC 的持续增长后，也纷纷踏入这个市场。

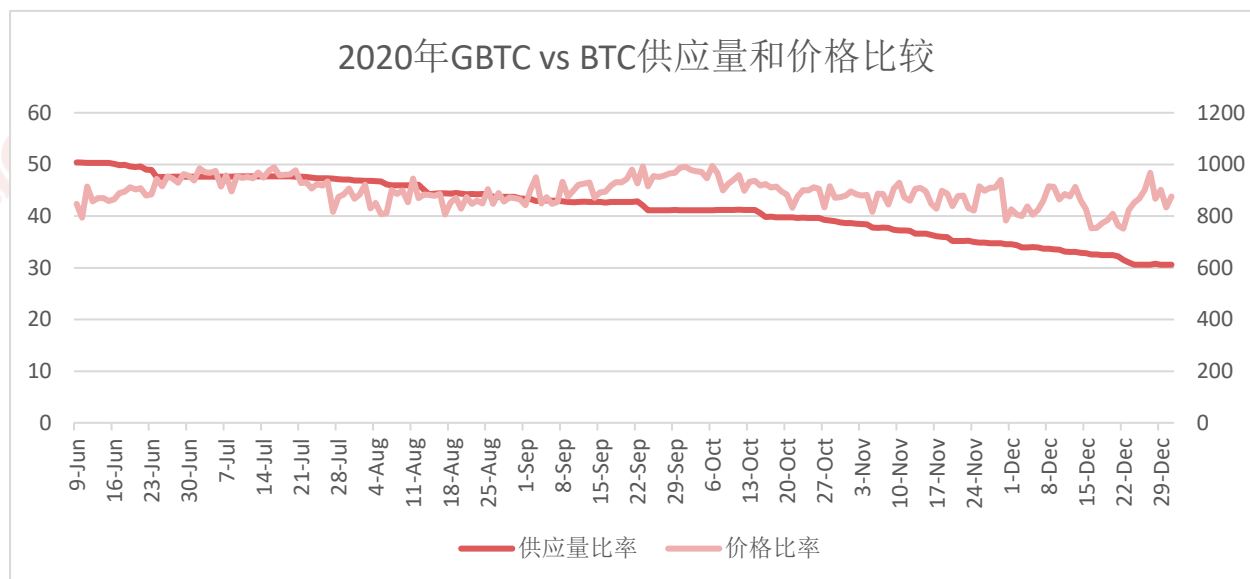
2.1.3 GBTC 的现状

今年比特币大涨为 GBTC 带来了行情，或者也可以说是 GBTC 一定程度推动了比特币的行情。行情大好的前提下，市场上的竞争也日益激烈。内外交加的市场竞争是否对 GBTC 产生了较大影响？



来源: QKL123, coingecko

大体来看，激烈的竞争今年下半年并未对占市场主导地位的 GBTC 产生太大的影响。GBTC 的持仓量一直稳步上升，持仓额因为年底价格的大涨而同期呈现爆发式增长。此外，在 GBTC 持仓量持续增长的情况下，GBTC 的持仓额与比特币的市值呈现同期增长。因此，GBTC 的现状明显受内外因素影响不大，信托资金的流入是今年影响比特币大涨的一个因素。



来源: QKL123, coingecko, Investment.com (供应量比率=比特币供应量/GBTC 信托份额, 价格比率=比特币价格 /GBTC 二级市场价格)

如上图, 比特币和 GBTC 的价格之比虽然些许波动但整体比率稳定, 而供应量比率衰减明显。换句话说, 在保持同期价格增长的情况下, 比特币供应量的增长大于 GBTC 信托份额的创建, 份额之比更少却有着同期增长的价格, GBTC 的信托份额这种程度上来讲比比特币更有价值——GBTC 相对于标的比特币溢价的状态也凸显出来。

YChart 数据显示, 超过半年的时间里, GBTC 溢价波动在[5%, 45%]的区间内, 而时间内比

特币指价格呈现指

数级牛市以及 GBTC

的溢价波动剧烈但

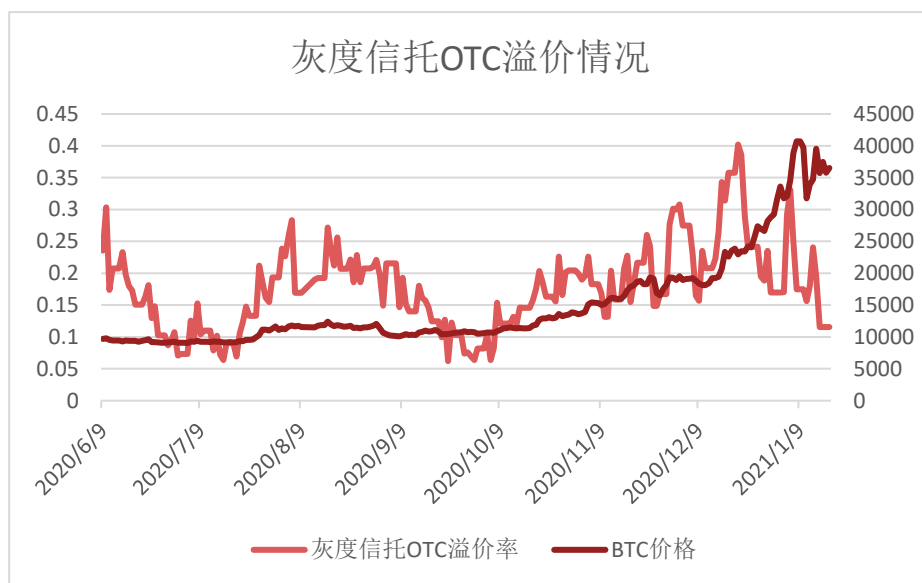
与 BTC 行情并无明

显的正负相关性。一

方面，6 个月的封闭

期使 GBTC 的投资有

一定



来源: QKL123

的滞后性；另一方面，无赎回机制让供应者和需求者在价格上进行了二次博弈，使投资者对于 BTC 投资的需求有了一个中转，从而扰乱了 GBTC 真实价格的体现。彭博 ETF 分析师 Eric Balchunnas 判断，如果 SEC 允许 GBTC 转换为 ETF，灰度可能会进行清盘，灰度需要 SEC 继续否认比特币 ETF。本报告也认为，GBTC 的设计理念使 GBTC 流动性和溢价波动无法准确预测，市场操纵性较加密货币而言更低，正是使其成为优质证券资产的关键。

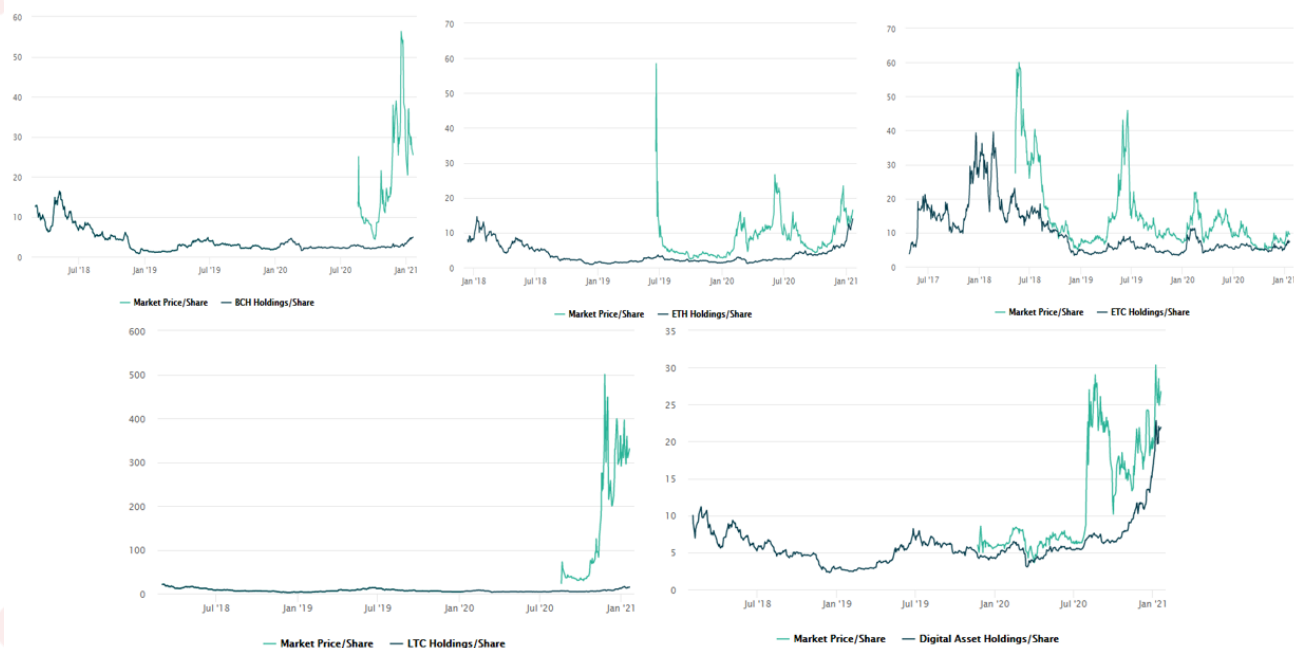
2.2 灰度其他加密货币信托基金

名称	代码	资产 (\$000,000)	溢价/折价
Grayscale Bitcoin Cash Trust	BCHG/BCHFUND	131.325	424.69%
Grayscale Ethereum Trust	ETHE/ETHE US	3976.655	18.08%
Grayscale Ethereum Classic Trust	ETCG/ETCG US	101.4843	29.05%
Grayscale Horizen Trust	ZENFUND	16.69487	未上线二级市场
Grayscale Litecoin Trust	LTCN/LTCFUND	185.3765	2138.98%
Grayscale Stellar Lumens Trust	XLMFUND	8.336954	未上线二级市场
Grayscale Zcash Trust	ZECFUND	22.6962	未上线二级市场
Grayscale Digital Large Cap Fund	GDLC/DLCFUND	338.481	22.09%

来源: Grayscale.co (数据截止 20210119, Grayscale XRP Trust 已于 2021 年 1 月 13 日开始清算)

灰度目前有 7 个单一资产信托 (XRP 信托已进入清算期) 和 1 个多元资产组合基金。除了未上线二级市场的, 其他信托基金都表现出不同程度上高额的溢价和溢价套利价值。

灰度其他加密货币基金溢价概况



来源: Grayscale.co (数据截止 20210119)

5 个基金上市以来都一直保持着一定程度的溢价, 其中 BCHG 和 LTCN 一直保持着超高额的溢价 (BCHG 目前溢价 424.69%, LTCN 目前溢价 2138.98%) 吸引着投资者创建信托额

度。目前 GBTC 溢价在 12% 左右，所有其他信托的溢价都超过这个数字，灰度看到了 GBTC 在二级市场上探索的成功，并在溢价的经营上乐此不疲。

1.3 市场现有的 GBTC 替代品

名称	费用	主要上市国家	资产 (\$000,000)	溢价/折价
Bitcoin Tracker One (COINXBE)	2.5%	瑞典	802.5	-0.3%
Bitcoin Fund (QBTC)	1.95%	加拿大	314.5	-6.4%
Bitcoin ETP (BTCE)	2.0%	德国	185.7	-1.1%
21Shares Bitcoin ETP (ABTC)	1.49%	瑞士	64.9	0.2%
Vaneck Vectors Bitcoin ETN (VBTC)	2.0%	德国	3.4	-0.4%

来源：BitMEX Research，数据截止 20201209

这些交易所产品都是改变 GBTC 不可赎回机制，作为一个开放式产品存在，滞后性低没有明显的时间延迟，其交易价格也更接近资产净值（溢价/折价都较低）。但似乎并不为广大投资者所接受，与 GBTC 现有的 \$233 亿美元市值相比，上述的基金目前无法冲击 GBTC 的龙头地位，规模只能与灰度旗下其他信托相提并论。作为同样标的 BTC 的产品，目前市场上还未出现有取代 GBTC 趋势的产品。

3 加密货币信托基金的探索

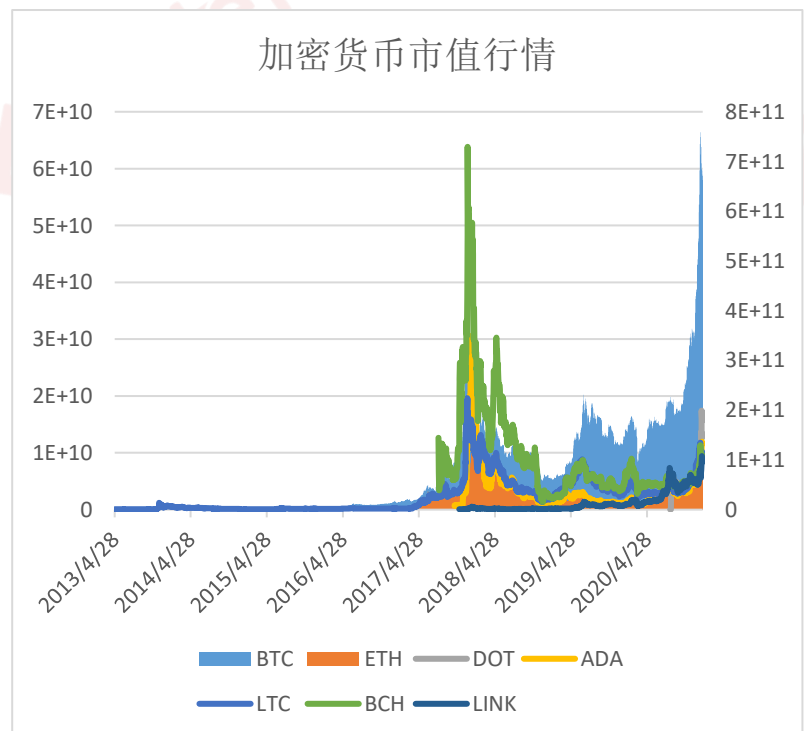
3.1 为什么只有一家“灰度”

早在 2013 年，DCG 创始人 Barry Silbert 说服董事会拿出资金创立了灰度投资，其初期只是用私募形式为经认可的投资者提供比特币的投资机会。直到 2015 年，灰度 GBTC 出现在了美股市场 (OTC Market)，开放二级市场投资，至此灰度正式开创了机构投资加密货币的主流合规渠道。

前文也提及了目前的一些比特币信托基金还无法对 GBTC 的龙头地位造成冲击，持续保持溢价率也反映投资者相比加密货币更愿意接受信托基金份额，那么为什么仅有灰度走在前面，其他大型金融机构有什么顾虑？Bitebi 大致总结了以下四点原因：

- 监管不确定性；
- 税收不确定性；
- 避免处理数字钱包；
- 避免托管私钥问题。

不论是加密货币的行情（如右图）促进了加密货币信托基金的发展，还是加密货币信托基金推动了加密货币的行情，2020 年下半年的行情都使加密货币信托基金备受关注，也使投资者更加青睐能够在监管合规下投资加密货币的信托基金。那么除了监管合规性，加密货币信托基金还有哪些可投资性？

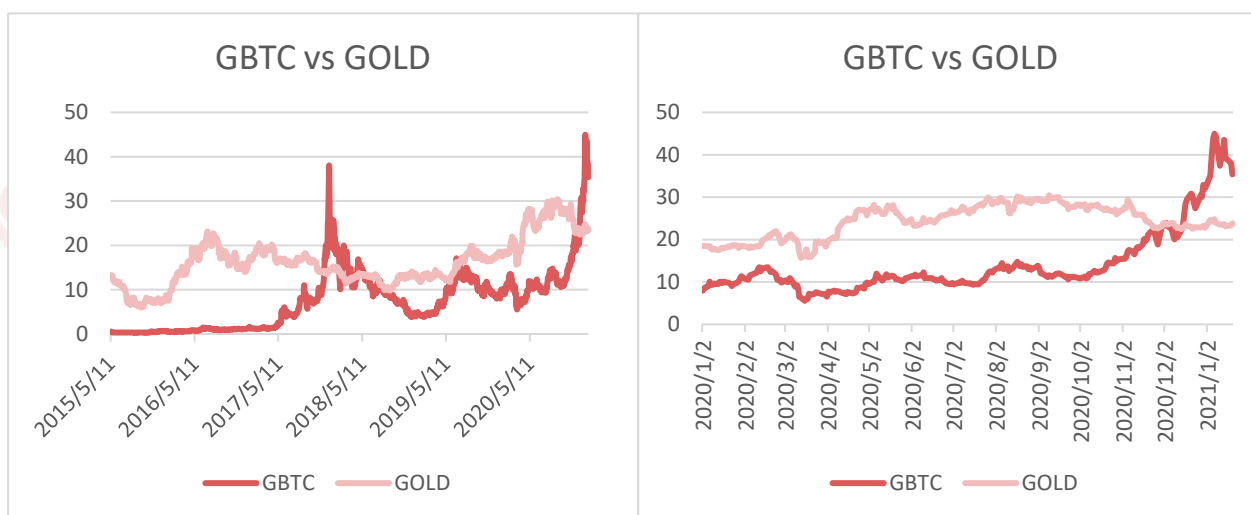


来源：BitMEX Research，数据截止 20201209

3.2 加密货币信托基金的可投资性

加密货币信托基金目前并无板块数据可以研究，所以本部分截取行业龙头 GBTC 作为信托基金的数据参考，来和黄金、期货、债券、股票等传统金融资产做比较。数据显示，2020 年加密货币信托基金的资金来源更可能是黄金和国债等保守投资标的，其在市场上展现出的高风险和高波动性，与高收益产品对比加密货币信托基金作为新产品却有很大的优势。

3.2.1 GBTC vs 黄金



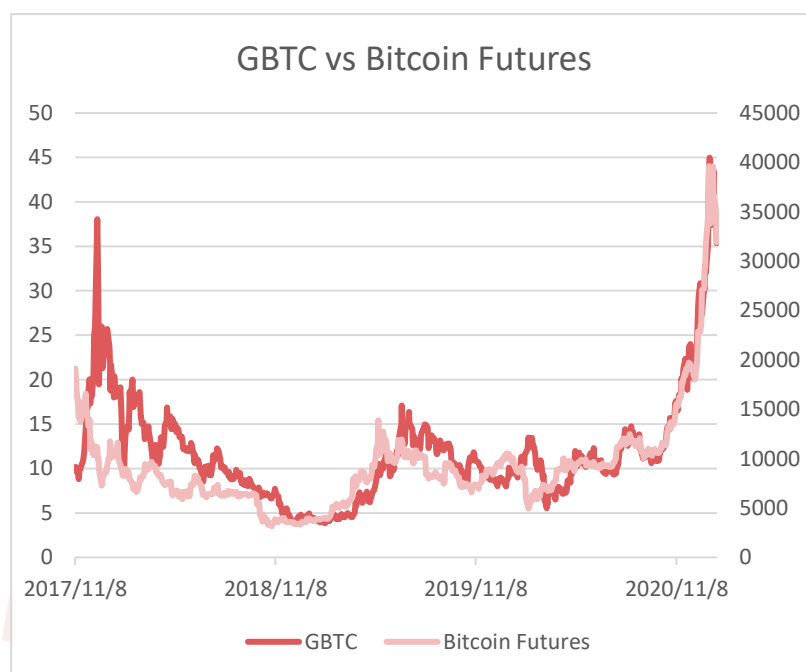
来源: Yahoo Finance (GOLD 价格为 Nasdaq 上 Barrick Gold Corporation 实时收盘价)，数据截止 20210121

与黄金价格相比较，在 2020 年之前二者并无直观的联系，在 2020 年年底大涨之初黄金的价格随着 GBTC 价格上涨而下跌。2018 年 Irene Henriques 和 Perry Sadorsky 使用集中多元 GARCH 模型 (dynamic conditional correlation (DCC), asymmetric DCC (ADCC), generalized orthogonal GARCH(GO-GARCH)) 估算股权投资组合中最小方差值，以研究投资组合中比特币替换黄金的价值，证实了投资者使用比特币代替黄金加入投资组合并获得更高的风险调整后收益的可能性。在目前看来，2020 年底从黄金流出的资产很可能进入

了加密货币市场，比特币或者说比特币信托基金很可能被投资者作为为了储值或者对冲通货膨胀的工具，而加入众多投资组合中。

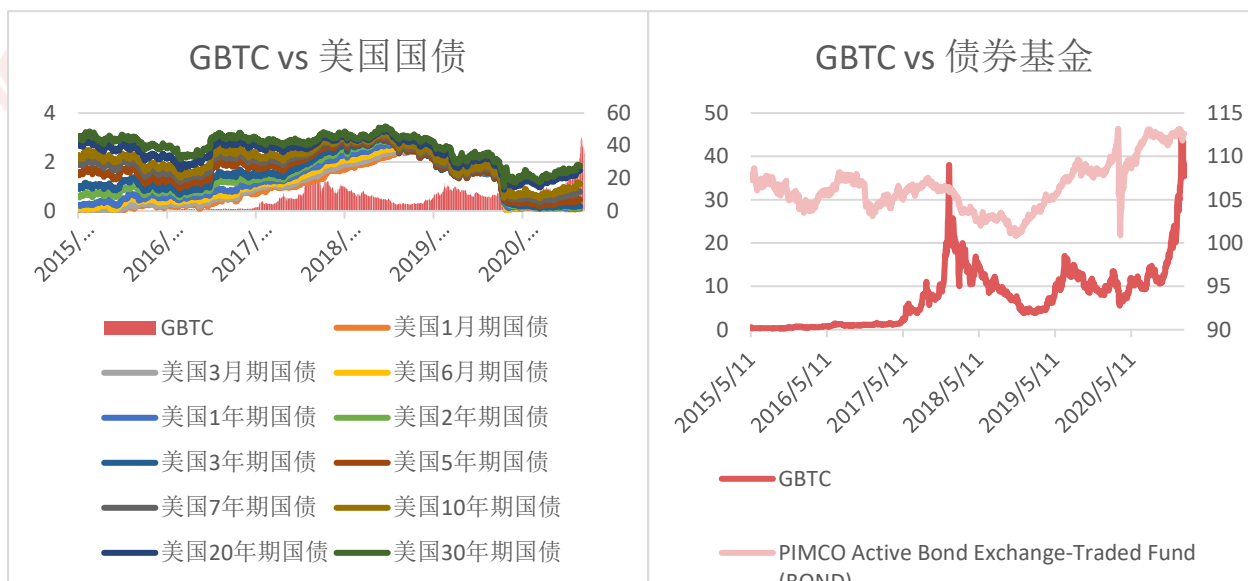
3.2.2 GBTC vs BTC 期货

芝加哥商品交易所数据显示，比特币信托基金与比特币期货价格波动趋同未出现分化行情（二者与比特币价格上涨也接近未出现分化）。所以二者不存在替代关系，均是传统金融产品应用在加密货币上的应用，也均是对比特币作为“商品”属性上投资产品的补充。



来源：Yahoo Finance，芝加哥商品交易所（数据截止 20210121）

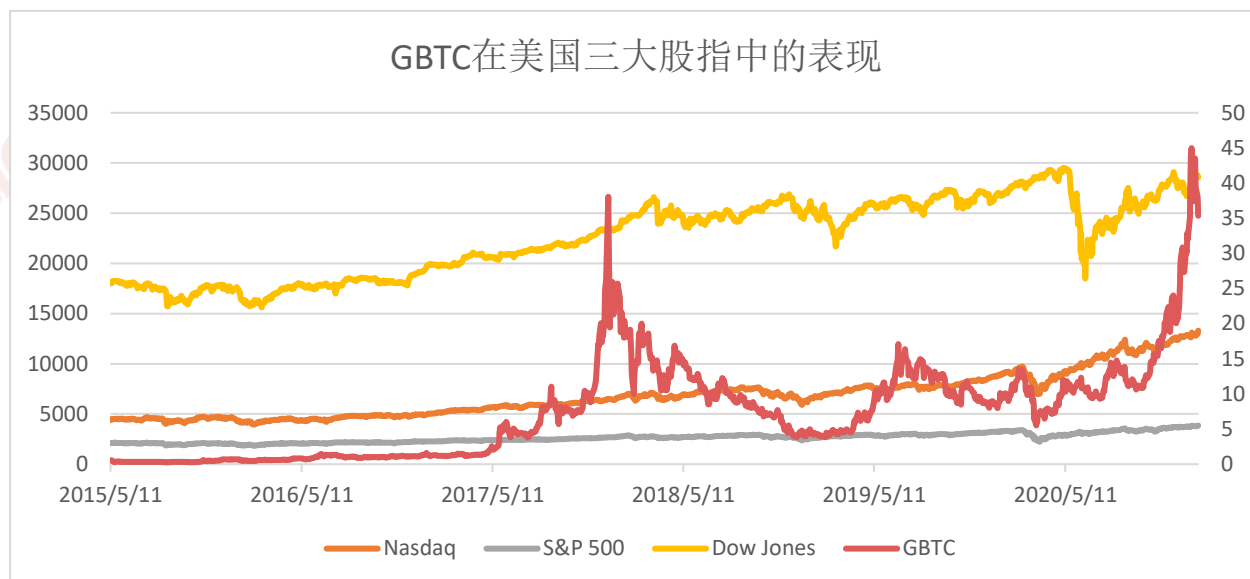
3.2.3 GBTC vs 债券



来源: federalreserve.gov, Yahoo Finance (数据截止 20210121)

与美国国债相比, GBTC 的行情大概从 2018 年开始一定程度上与其呈现负相关性; 与太平洋投资管理公司的债券指数相比, 二者也是大致从 18 年开始一定程度上呈现正相关性。总体而言, 与债券相比, 比特币信托基金行情更趋近于高波动资产, 而资金的来源更可能是从低风险资产。

3.2.4 GBTC 在股票指数中的表现



来源: investment.com (数据截止 20210121)

GBTC 在 2015 年上线二级市场以来,表现出的高波动性无疑是吸引投资者的第一要素。在 2020 年,其增长趋势更是远超三大股指。无论是加密货币本身,还是信托基金在市场上起到的某种作用,加密货币基金无疑已经成为一种优秀的投资产品,被广大投资者所接受。

3.3 部分相关机构近期动态

3.3.1 投资机构纷纷入局

投资机构名称	金额
BlockFi Inc.	24,235,578
Three Arrows Capital Pte. Ltd.	21,057,237
ARK Investment Management LLC	8,324,237
Horizon Kinetics	5,183,178
CHURCHILL MANAGEMENT Corp	232,943
IFP Advisors, Inc	133,807
Tru Independence LLC	126,589
Bcj Capital Management, Llc	67,373
Slatestone Wealth, Llc	53,000
Boston Private Wealth Llc	47,229
Rothschild Investment Corp	24,500
Formidable Asset Management,LLC	20,655
Private Capital Advisers, Inc	14,220
Fny Investment Advisors, Llc	10,700

来源: Fintel (数据截止 20201109) 图片: Gate.io 研究院

截止 2020 年 11 月 9 日共有 23 家机构投资者公开持仓份额（除上述机构外，其他机构持仓均在 10000 份以下，而截止 2021 年 1 月 12 日已共有 38 家机构持仓信托份额），其中 BlockFi、Three Arrows Capital Pte、ARK 和 Horizon Kinetics 已持有超过 1 亿美元资产的 GBTC 份额。这份名单中还出现了拥有百年历史的家族投资公司——罗斯柴尔德投资公司（Rothschild Investment Corp），可见传统金融通过加密货币信托基金对加密货币投资有了更强的包容性。

除了监管合规性和可投资性，其他可能被机构所认可的属性将在本文第四部分详细阐释。

3.3.2 大型金融机构纷纷布局

由于 GBTC 的巨大成功，众多金融机构也纷纷开始布局信托产品或者加入加密货币市场。

首先，以 Osprey Funds、Wilshire Phoenix Funds LLC 和 IDEG 为首的众多公司纷纷开展加密货币信托基金的开展计划，三者分别在 2021 年 1 月、2020 年 6 月和 2019 年 11 月上线了旗下的比特币信托产品。这三者最具代表性的方面，便是前二者在管理费上分别缩减到 0.49% 和 0.9%（GBTC 管理费为 2%），后者采用主动的收益增强型策略并具体表现为低风险套利策略和控制回撤的对冲策略（GBTC 采用被动式管理策略，2.1 中提及的“类 ETF”）。前文 2.3 中提及的五个 GBTC 的替代品，则是在赎回机制上进行了不同的探索。加密货币信托基金正在从 GBTC 的设计上，向多元化发展。

其次，在第一部分中提及过 OCC 曾推动大型金融机构拥抱加密货币，所以目前星展、渣打和 BBVA 银行已经纷纷在加密货币市场布局。金色财经消息称，新加坡星展银行的加密交易和托管平台（新加坡国家证券交易所 SGX 持股 10%）或在 2021 年准备好；渣打银行与 Northern Trust 合作，拟于 2021 年推出机构级托管平台 Zodia；西班牙 BBVA 银行拟使用 METACO 托管技术从瑞士开展加密业务。各大银行主要是迈入第一部分中提及的加密货币托管战场，这或将成为更过加密货币信托基金享有合规监管的重要一步。

最后，原本并不支持加密货币的美国最大的金融服务机构摩根大通也在 2019 年官方宣布将推出加密货币 JPM Coin。OCC 发函支持银行成为稳定币节点，使摩根大通站稳了脚跟。JPM Coin 在概念上也更像稳定币，与美元 1:1 锚定，其应用于银行业务上旨在使用智能合约来取代传统电汇。除了开展托管业务以外，传统金融进入加密货币市场的较好方式下，便是同摩根大通一样在监管合规下成为加密货币的节点。

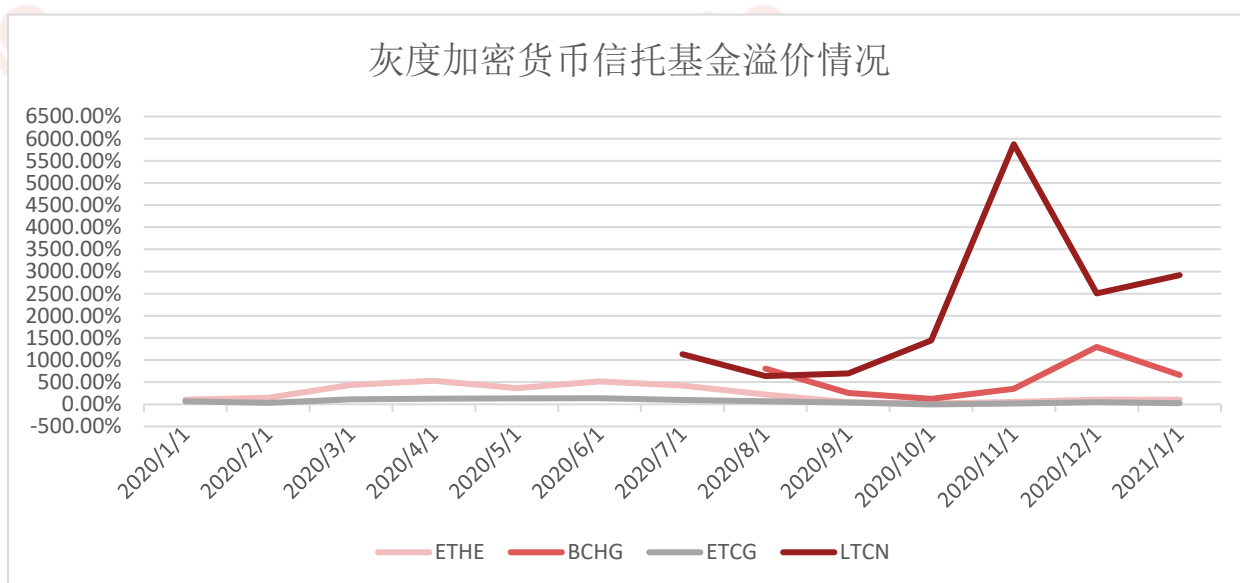
2. 加密货币信托基金的未来演化

从加密货币信托基金的“外围战场”托管业务，信托基金的现状和以 GBTC 为首的各种产品在该行业的探索与至今的发展等方面来看，其未来演化大致可分为短期和长期维度。

4.1 短期

4.1.1 形式

从形式上来看，加密货币信托基金更可能向标的多元化发展。



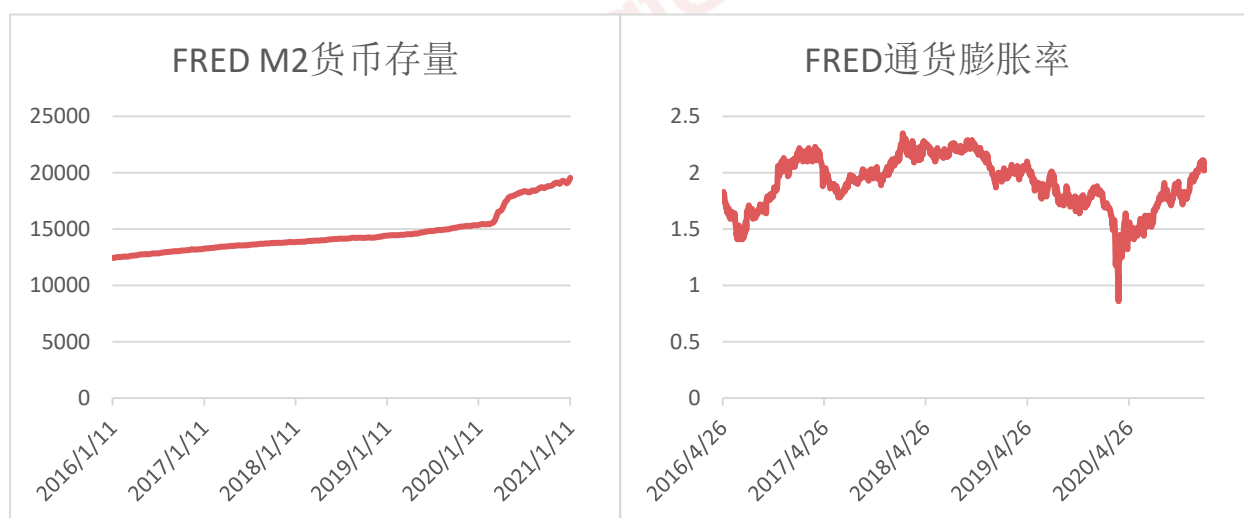
来源: Grayscale.co

与比特币信托基金最高 100% 左右溢价相比，以太坊、比特币现金、以太坊（Classic）和莱特币都有高于 100% 溢价的表现，尤其是莱特币信托基金最高时有接近 6000% 的溢价。也如 2.3 和 3.3.2 中罗列的，目前市场上大多信托基金都以灰度产品为蓝本，在其机制上进行改变与创新。而二级市场高于一级市场几十倍的溢价也足以吸引资本的目光。

除了以太坊和莱特币等标的外，去中心化的项目蓬勃发展和 2020 年牛市的行情也陆续涌现了许多高质量的标的，比如波卡，Uniswap 和 Loopring 等等。美国 OCC 又同时支持银行成为信托基金托管方，可方便基于各种优质标的的项目基金拥有合规监管。

4.1.2 价值

传统金融认为低风险低波动资产是货币避险的工具，但如 3.2.2 和 3.2.3 中数据显示，机构在 2020 年认可比特币的同时，资产从低波动产品中流出，或许机构已将加密货币信托基金作为一个对冲通货膨胀的工具。

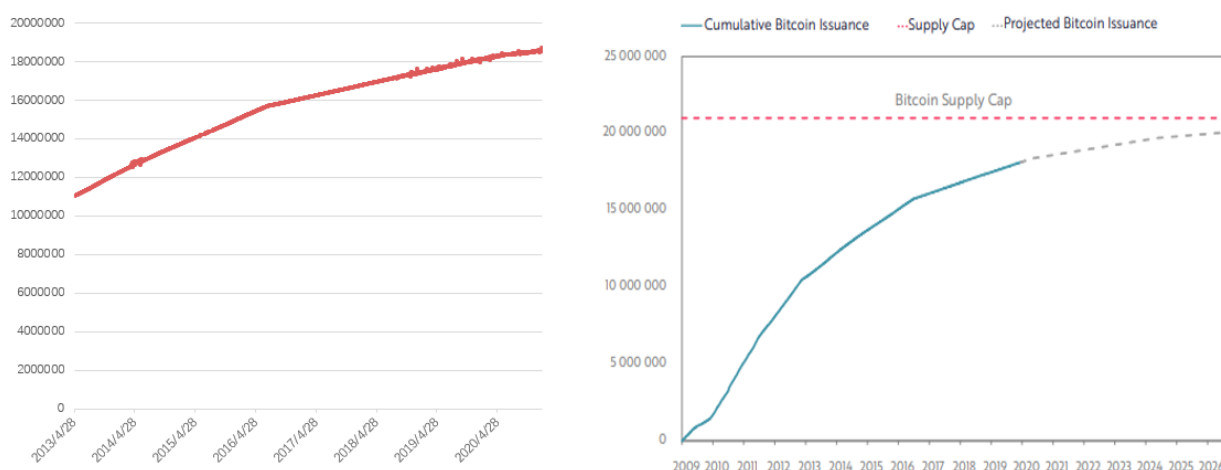


来源: FRED

FRED 数据显示，2020 年各国万亿级别的经济刺激计划使货币存量出现陡增的情况，但宽松的量化政策和 M2 货币存量的增长不一定会直接导致通货膨胀，因为增发的货币通常会留存在银行储备中。2020 年初 COVID 在全球范围快速扩散，造成了 2020 年 3 月份急剧的

通货紧缩（如上图），紧接着全球央行印钞并推出量化宽松政策（比如美国 2020 年 3 月底提出 2 万亿美元的刺激资金，2021 年 1 月底拜登签署 1.9 万亿美元的刺激资金）。故此，当下的局势变成了通货膨胀率虽然回到了原先的水平，但是持续攀升的势头并未消除，况且 COVID 造成的经济影响还在，万亿美元级别的经济刺激计划还在路上。

比特币的供应流通量与ARK Invest比特币供应量预测



来源: coingecko, Bitcoin-A Novel Economic Institution

如上图，首先，加密货币比如比特币具有可预测的供应时间表；其次，其供应发行透明且可审计。比特币总量有 2100 万枚的硬性上限，每四年产量减半（Coinmetrics 数据显示），直到上限；任何机构或个人都可运行一个比特币节点，并且独立验证比特币的历史发行量（分布式账本技术）。然而比特币由于监管制度的不完善，让许多机构望而却步。所以，加密货币信托基金在拥有合规监管和第三方托管的情况下，是对冲通货膨胀的潜在工具。

在 2020 年下半年通货膨胀加剧的情况下，资金却大量地从黄金和国债这般稳定资产中流

出，传统金融上的一些思想壁垒或许正在被打破——高风险高波动的资产也可以成为对冲通货膨胀的工具。在 2021 年初 COVID 蔓延依然未能良好的控制的前提下，加密货币信托基金未来两年或可达到一个鼎盛时期。

4.2 长期

长期来看，虽然各国对待加密货币的态度分化严重，但是各国央行和银行一直积极筹备区块链相关研究，美国 OCC 更是允许了银行作为稳定币的节点（如 3.3.2 中摩根大通的稳定币 JPM Coin），而银行并不被允许运行某种高风险资产扰乱市场。故此，大型金融机构在未来作为加密货币的节点的可能性更高，从而增强其“合法商品”的属性。

信托基金作为一种投资加密货币的渠道，必将被更广泛地认可，将来在标的、机制和功能上会实现更加多元化或者分化的局面。加密货币信托基金本身作为一种合法证券，将来或可独立于区块链板块，在市场上形成自身的板块。

3. 总结

加密货币信托基金在市场上的大热已经开始带动加密货币托管行业的发展，受到广泛地关注。根据加密货币信托基金的现状，本报告发现 GBTC 设计理念下产生的二级市场和一级市场分化的溢价才是产品的营运关键，虽然灰度本身还有其他加密货币为标的的基金，而且市场上早已出现一系列 GBTC 的替代品，但是都不足以冲击 GBTC 在行业的龙头地位。

灰度率先在该领域探索合规问题，处理钱包和私钥，占领着市场高地。纵观 GBTC 与传统

金融产品相比较，2020 年底行情大涨之时，资金从低风险资产黄金和国债流出明显，GBTC 与比特币期货、债券基金和美国三大股指同期出现牛市行情。而参与其中的不仅有风险投资机构还有传统金融投资机构，本报告更发现，越来越多的金融机构开始布局加密货币信托基金产品，传统金融的代表——银行多是从加密货币托管和稳定币节点两个方面布局。

综上所述，加密货币信托基金的演化势必在形式上呈现多元化，在价值上更多地被用于对冲通货膨胀。在难以确定的监管政策下，银行等传统金融机构作为加密货币节点的可能性更高，加密货币更多地被传统金融所接受，信托基金作为其合规投资渠道必将更广泛地被认可，并且在标的、机制和功能上会实现更加多元化或者分化的局面。

本报告存在以下几点局限性：一是加密货币行业本身就是一个新兴行业，信托基金作为其衍生品存在时间更短，部分论述仅能提取 1-2 年的或者不足一年的数据；二是产品相关对比时，一方面影响行情的因素繁多，另一反面资本投资本身存在很大的信息不对称性，所以根据同期数据得出的结论并不一定准确；三是未来监管的不确定性是探讨信托基金未来演化的最大阻碍，本报告根据现有资料与数据分析得出的结论，很可能因为监管的变更而与事实大相径庭。

参考资料：

Ann Hsu, 2020。解读灰度系列：剖析灰度背后的金主。Chain Hill Capital 仟峰资本。

Available at: <https://www.chainnode.com/post/495402>

BitMEX Research , 2020 。 交易所交易比特币产品。 Available at :

https://blog.bitmex.com/zh_cn-exchange-traded-bitcoin-products/

Blockcast, 2020。比特币托管潜在市场破千亿,但为何中国没有一个“灰度”? *blockcast.it*。

Available at: <https://blockcast.it/2020/12/01/why-there-isnt-a-grayscale-in-china/>

国盛证券研究所, 2020。探秘灰度 GBTC:比特币市场明牌“巨鲸”。 Available at:

https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202007131391396620_1.pdf?1594660403000.pdf

国盛证券研究所, 2020。灰度比特币信托持币超 50 万枚, 数字资产有望成为主流资产配置

置。 Available at :

https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202007131391396620_1.pdf?1594660403000.pdf

Grayscale, 2020/2019/2018。 Grayscale Quarterly Reports。 *Grayscale.co*。 Available

at: <https://grayscale.co/insights/>

Irene Henriques and Perry Sadorsky , 2018。 Can Bitcoin Replace Gold in an Investment Portfolio? *Journal of Risk and Financial Management*。

Kevin Yang, 2021。 IDEG | 比特币信托越来越受传统投资人的青睐。 Available at:

<https://www.jinse.com/blockchain/975870.html>

Matt Hougan and Tom Lydon, 2020。 The Bitwise / ETF Trends 2020 Benchmark Survey of Financial Advisor Attitudes Toward Cryptoassets。 *Bitwise*。 Available at: <https://static.bitwiseinvestments.com/Research/Bitwise-Research-ETF-Trends-2020.pdf>

Yassine Elmandjra, 2020。 Bitcoin： A Novel Economic Institution。 *ARK Invest, coinmetrics* 。 Available at : https://research.ark-invest.com/hubfs/1_Download_Files_ARK-Invest/White_Papers/ARKInvest_090320_Bitcoin_PART_1.pdf?hsCtaTracking=ee78621e-2c2d-4713-9df4-8c2f0997c9b6%7C7daff14b-3322-409d-a2db-bc3c3bb3bc8d