

截止2022年10月18日，将是美国第一只合规上市的比特币ETF上市一周年。在这一年中，北美市场上架了许多虚拟货币的资管产品。但是自2022年5月起，由“算法稳定币”UST和其姊妹代币Luna引发的全球稳定币崩盘，极大地拖累了比特币（BTC）、以太坊（ETH）等经典数字货币的表现，也令大量数字货币ETF出现大幅折让。

业界不少人怀疑，虚拟资管产品是否还有吸引力？

笔者认为，尽管市场遭遇波动，但全球虚拟资管产品仍然处于方兴未艾的阶段。本文将通过回顾历史方式，让读者了解，为什么2021年是比特币ETF产品发展元年，为什么说它也开启了虚拟资产管理的新纪元。相信未来的另类投资界也会同意，在人类的另类投资史上，2021年才是虚实结合的最重要一年。

## 一、监管松绑引发的产品创新

### 2021年发生了什么？

简单来说，在美国芝加哥交易所的比特币非交收期货合约发展逐步成熟的情况下，美国证监会（以下简称SEC）开始逐步松绑比特币期货合约ETF的产品限制。而美国的资管公司闻风而动，在此基础上又开始了更大胆的产品创新，从单纯的比特币期货ETF，发展至包括比特币期货ETF的母基金（FoF），再扩大至反向看空比特币的比特币期货空仓ETF.....

要理解SEC的政策松绑，还得先了解监管与BTC之间的博弈过程。

和这个世界上的绝大多数投资品不同，比特币是迄今为止第一个非主权机构创设的虚拟货币。尽管有人认为它的创办人中本聪(Satoshi Nakamoto)实际上是美国FBI的人员，但也仅限于传说，在被正式证实之前，比特币作为全球首创“非主权”虚拟货币的地位毫不动摇。

这种加密货币为匿名交易、更高效的跨境资本转移打开了大门，并创造了一种新的数字价值储存方式，且它的供应有限，总数量不超过2100万，真正能面市的则更少（因为那些遗失了“私钥”的持币者相当于令这些比特币永远被锁在黑暗中）。

从经济学角度来说，上述这些特征实际上赋予BTC人为制造的供求不平衡，伴随着后期BTC一步步取得“记账单位”（德国2013年）、“合法商品”（多国）、法币（萨尔瓦多2021年）等地位，直至整个数字货币行业被合法化（乌克兰2022年）.....BTC被赋予越来越多的“价值”——尽管监管机构和币圈对于这种“价值”认可程度态度不一，但全球已经涌现出不少将BTC这种商品与法币进行兑换的交易所

——特别是在1万枚BTC成功兑换了两个大披萨之后，比特币与美元的兑价开始被全球“矿工”们认为“可以”包含一般等价物的功能。

必须指出，迄今为止，各国监管机构以及传统资管领域的投资家们（如股神巴菲特）对于BTC的“价值认定”仍持否定、怀疑或至少是相当的不确定态度，在这种宏观环境下，想在全球任何一个交易所安全、无风险地交易、存储比特币都面临至少合规和道德风险的挑战。由于上述这些风险，能够提供便捷地进行比特币投资的合规的基金产品便格外被市场期待和关注，但同时，这类产品也受到监管部门的更严格审视，因此迟迟没有推出。

2020年3月全球爆发的严重金融危机，同时也改变了不少传统投资者对于比特币的看法！

当时几乎所有的金融资产均出现暴跌，石油期货甚至跌至了负价。在金融恐慌之下，以美国为首，全球发达经济体启动了天量的量货宽松——此举令不少世人突然清醒：某些主权国家的货币，不过是政客手中的工具而已。对于大部分币圈投资者（以及部分非币圈投资者）而言，他们潜意识里觉得，这个世界没有什么安全的。不论是主权国家频频制造出来的美元危机、石油危机、次按危机……还是非主权网络极客们创设的比特币，本质上都让投资者面临风险，但两害相权取其轻：在天量量宽的美元面前，不需要问经济原因，只需要从数学上来看，比特币兑美元的数量就应该暴涨。于是，比特币开启了有史以来最疯狂的上升过程……

比特币价格不断走高，全球越来越多的创新型资产管理公司开始考虑，如何在监管允许的范围内，创设与比特币概念有关的产品。好在这时候，美国芝加哥商品交易所已经提供了足够庞大的比特币期货交易市场、累积了足够大量的比特币期货交投数据、也拥有了足够多处理期货市场突发事件经验——笔者相信，至少具备这几点，才让SEC愿意对比特币期货ETF实施松绑。

## 二、虚拟币基金：传统策略与虚拟币结合的典范

迄今，我们看到了，这些符合SEC规管的产品大体分成两类，一类是概念型基金（主要是股票基金），一类是“纯币型”基金（包括信托基金和ETF基金）。前者主要是买入比特币挖矿公司或区块链技术服务公司的股票，严格意义上来说，属于“比特币概念”的股票型基金。比如发行于2018年1月17日的Amplify Transformational Data Sharing ETF（代码：BLOC）。该基金投资的股票要求必须来自开发和利用区块链转换数据共享技术的公司。截至2022年8月31日，其管理着约5.7亿美元的资产。这类基金实际上仍然是传统类别的基金，在此不再赘述。

在第二类纯币基金中，又分为两类，一类是信托基金，另一类是ETF。如何在监管机构的审慎态度之下，合规地推出这类纯币产品，则是资管行业的最大挑战。前者有灰度的GBTC带了一个好头，但后者直接针对散户，这是监管最严的一道关口。

后来的发展，我们知道了，绝大部分比特币基金是以比特币期货合约为基础资产，因此本质上投资者买的是一组期货

合约组合。而

真正以实物数字货币（如比特币或以太币）为基础资产的基金产品，迄今仍然屈指可数

，这主要与监管态度没有完全放开有关系。尽管如此，资管业者没有停下脚步，在开发比特币产品后，又迅速向其他数字货币基金迈进。

全球首只比特币信托基金（GBTC）于2013年在美国OTC市场上市后，灰度又于2017年4月24日发行了Grayscale Ethereum Classic Trust（ETCG），这也是最早单独投资于经典以太币（ETC）并从其价格中获利的证券之一。ETCG仅被动投资于ETC，使投资者能够以证券的形式获得对ETC的敞口。截至2022年9月2日，其管理规模达到约3.85亿美元。

随后，灰度再下一城，在2017年12月14日上架发行了Grayscale Ethereum Trust（ETHE），它是最早单独投资于以太坊币（ETH）并从其价格中获得价值的证券之一。ETHE是单纯并以被动形式投资于ETH的，它使得投资者能够以证券的形式获得对ETH的敞口，同时避免直接购买、存储和保管ETH的挑战。截至2022年9月2日，其管理规模达48亿美元，这也显示该产品受欢迎的程度。

在灰度拿下2个单币种的纯币型OTC市场基金后，2017年11月22日，由加密指数资管产品提供商Bitwise管理的Bitwise10加密指数基金（BITW，Bitwise 10 Crypto Index Fund）也在美股柜台市场OTCQX上市。根据BITW官网介绍，该基金追踪由加密货币市场最有价值的加密货币组成的指数，对某些风险进行筛选和监控后，再按市值加权，并且每月重新调仓。BITW指数基金采取了跨市场流通转让的方法，即发行市场与流通转让分别在加密货币市场和美股市场，并且参考了灰度的不开放赎回、允许比特币实物出资创设份额的运作模式。截至2022年9月3日，其管理规模约3.91亿美元。

虽然上述产品都受到追捧，但是必须看到，这些早期的纯币型基金，由于受制于诸多的投资门槛限制和赎回限制，远不如传统的ETF产品更容易被投资者接受。实际上，全球资管业界一直在竞相加快设计比特币ETF产品。

到2021年2月，加拿大捷足先登，于2021年2月18日由“目的投资公司”（Purpose Investments Inc.，简称PII）首先推出一只直接托管实物比特币的ETF，代码BTC

C，这是全球首只类似产品，直接以实际比特币结算和投资，而不是使用衍生工具。

加拿大批出BTCC不久，美国SEC也开始为BTC期货ETF松绑，使得当年就涌出了多只比特币期货ETF产品。截止发稿，包括ProShares Bitcoin Strategy (BITO)、Valkyrie Bitcoin Strategy ETF (BTF)、VanEck Bitcoin Strategy ETF (XBTF)、AdvisorShares Managed Bitcoin Strategy ETF (CRYP)、Global X Blockchain & Bitcoin Strategy ETF (BITS)、以及ProShares Short Bitcoin ETF (BITI)等产品均已面市。

和GBTC以及BTCC显著不同的是，这些比特币期货ETF的底层资产主要是比特币期货。尽管如此，由于美国是全球最大最重要的金融市场，同时也是绝大多数数字货币的发源地，因此美国证监会的上述政策松动，极大地鼓舞了全球加密货币资管行业的发展。

代码	首日上市日	发行商	底层资产	美元规模
				2022.08.16
BITO	2021.10.19	ProShares	期货合约	8.16亿
BTF	2021.10.22	Valkyrie Funds, LLC	期货合约	0.22亿
XBTF	2021.11.15	VanEck	期货合约	0.22亿
CRYP	2022.4.27	AdvisorShares	期货合约	1.84亿
BITS	2021.11.15	Mirae Asset Global Investments Co., Ltd.	期货合约和区块链概念股	0.1亿



BITI	2022.06.21	ProShares	期货合约	0.62亿
BTCC	2021.02.18	Purpose Investments	比特币和货币市场工具	4.71亿

资料来源：彭博、公司网站、晨星网、<https://www.etf.com/> 基金规模数据根据8月16日公司文件或晨星网数据，未必代表实际情况，仅供读者参考。

### 三、虚拟货币基金将继续借传统策略繁衍

值得一提的是，随着越来越多的比特币资管产品上市，虚拟资产管理公司开始不断利用传统金融领域的产品创设手法，开发出包括比特币、以太坊、其他数字资产以及传统投资策略的各种组合产品，令虚拟资产行业的产品越来越丰富。

比如加拿大的Purpose公司在推出全球首只比特币实物的ETF ( BTCC ) 后，又在2021年12月2日同时上架了两只ETF，分别是以太坊的Ether Yield ETF ( ETHY ) 和Purpose Bitcoin Yield ETF (BTCY)。

Ether Yield ETF ( ETHY ) 称得上是全球第一只以赚取 ( 期权金 ) 收益为目标的以太币ETF。截至2022年9月3日，其市场规模 ( AUM, asset under management ) 为约5010万美元。根据我们研究团队获得的资料，这个基金主要使用“有担保的看涨期权”策略 ( Covered-call, 例如在持有以太币的同时，出售较高执行价价位的看涨期权，来赚取期权金 )，通过从以太币市场的波动中获取波动性来赚取收益。

#### Purpose Bitcoin Yield

ETF(BTCY)则是世上第一只以赚取 ( 期权金 ) 以收益为中心的比特币ETF。截至2022年9月3日，其市场规模为约3780 万美元。该基金向持有者提供(a)每月派息和(b)长期资本增值。该基金主要通过获得比特币敞口，并在投资组合证券方面利用衍生品投资策略来实现其投资目标。同时寻求通过间接投资于长期持有的比特币 ( 主要通过投资Purpose的比特币 ETF的单位 )，并通过执行期权卖出策略来实现其投资目标。同时，该基金也可能投资于其他提供比特币敞口的投资基金——从这个意义上说，它更像是一个母基金产品 ( FoF )。

做ETF越做越上手的Purpose在发行BTCC之后，又在2021年4月20日上架发行了全球首只实物交割的以太坊ETF ( ETHH, Purpose Ether

ETF)。截至2022年9月3日，ETHH市场规模达1.767 亿美元。该基金直接投资于实物结算的以太坊，不同于基于衍生品的基金（如Grayscale的以太坊信托基金）。这使得ETHH能够在不高于其资产净值(NAV)的情况下准确反映以太坊的价格。

从上述虚拟货币的资管产品发展中，我们可以看到，尽管虚拟货币作为一种特殊的虚拟资产，在向散户开放投资方面尚未得到监管层面的完全解禁，有关数字货币的规管仍然面临大量不确定性，但是从资管角度，已经完全可以利用传统的产品设计理念和投资策略，来实现面向散户投资标准的同时又符合规管要求的基金设计方案。

也正是从这个角度来看，预期随着虚拟资产市场的品种进一步丰富，我们不排除会发现，这个市场将会涌现出更多的产品的可能。

（声明：本文已入选《重新定义金融：加密货币与数字资产》第2版（西南财经大学出版社），版权所有，未经允许，请勿转载。）

（作者系金融学博士，擅长对冲基金投资、点心债、数字货币与加密资产研究。）