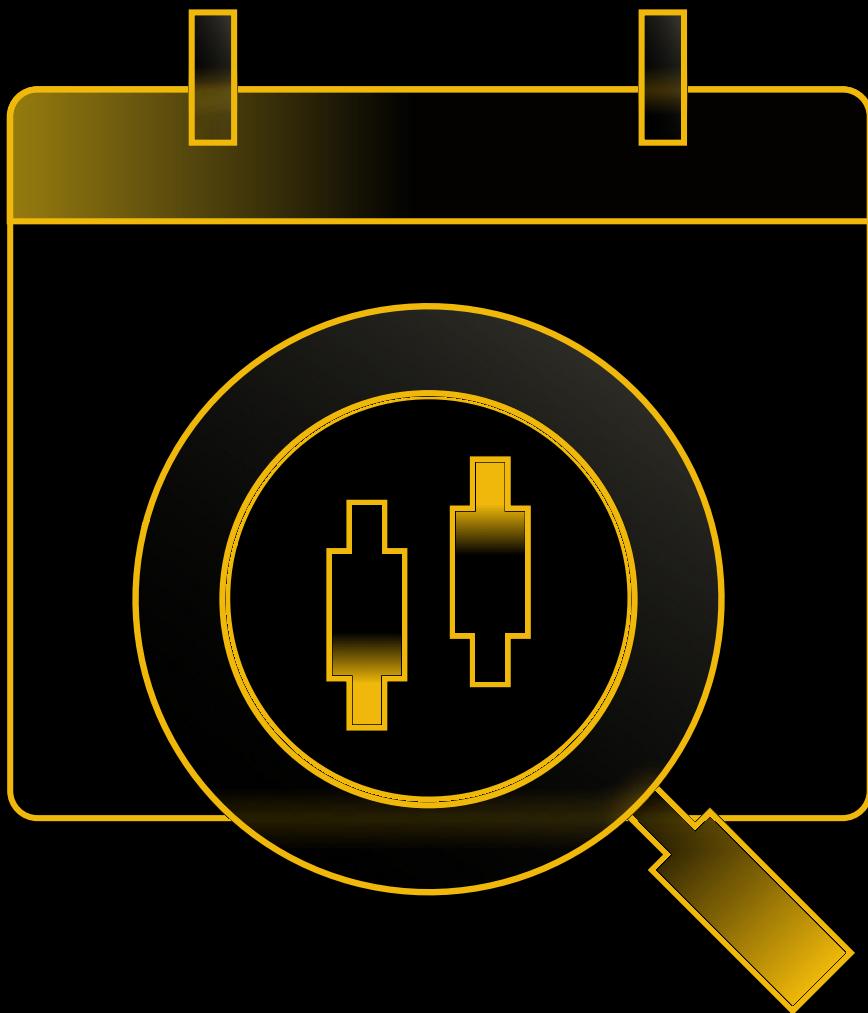


每月市场洞察

2025 年 12 月



目录

01 / 关键要点	2
02 / 加密货币市场表现	3
2.1 去中心化金融 (DeFi)	5
2.2 非同质化代币 (NFT)	6
03 / 本月图表	7
QT 的结束只是起点, QE 或将开启	7
AI 泡沫轮动:后周期视角	8
BTC 现货 ETF 资金流出量创历史新高	8
DAT 面临压力	10
04 / 即将举办的活动与代币解锁	11
05 / 参考资料	12
06 / 币安研究院最新报告	13
币安研究院介绍	14
资源	16

01 / 关键要点

- 11月，加密货币市值下跌15.43%，延续下跌趋势。美联储12月会议存在不确定性，而日本央行预计将加息，引发对日元套利交易的担忧。金库公司股价大幅下跌，例如Strategy和Bitmine，跌幅分别达到36%和38%，引发了人们对进一步崩盘的担忧。展望未来，尽管宏观经济挑战持续存在，但随着止盈压力缓解，逢低买家入场，市场进入交投清淡的节日季，12月或将迎来短暂反弹。
- 美联储量化紧缩 (QT) 政策预计于12月1日结束，标志着自2022年开始的鹰派紧缩周期正式落幕。从1月份开始，美联储极有可能每月购买200亿至250亿美元的国债，进入“资产负债表扩张阶段”。此举将以类似于“准量化宽松 (QE-Lite)”的方式有效注入流动性，预示着比单纯降息更强的宽松立场。而由于BTC被视为对全球流动性极其敏感的超高贝塔资产，这一宏观流动性转折点为其提供了坚实基础。历史模式显示，QT期后美联储资产负债表的快速扩张往往会推动资产强劲反弹。
- 股市从过热的NVIDIA-OpenAI GPU“红营”转向更加均衡的谷歌TPU“绿营”体系，凸显了牛市中持续存在的风险偏好，加密货币市场也同步反弹。市场此前对NVIDIA价值链的顾虑目前似乎已经解除。
- BTC现货ETF出现自推出以来最大的月度资金流出量，11月份超过35亿美元。其中数周净流出量接近甚至高于10亿美元，而当月交易量也创下新纪录。这波资金流出与整体加密货币市场回撤及持续的宏观不确定性相一致，ETF的资金流直接对风险状况的变化作出反应。而尽管BTC ETF资金持续流出，新推出的竞争币ETF（如SOL、XRP、LTC）自上市以来依然出现了正向净流入。
- 伴随市场波动和监管压力，数字资产金库 (DAT) 的估值可能下降。2026年1月的MSCI决定和日本交易所集团逐渐加强的审查力度对重金投资数字资产的公司产生威胁。DAT正面临与日俱增的转型压力，若不能创造收益或将数字资产整合到核心业务中，则将面临清算风险。

02 / 加密货币市场表现

11月，加密货币总市值下跌15.43%，延续上个月的跌势。即将于12月召开的美联储会议结果仍不确定，市场参与者将密切关注是否会降息25个基点。另一方面，日本央行预计将加息25个基点，引发人们对日元套利交易平仓风险上升的担忧。

随着市场回调，比特币和以太坊的市场优势指数在11月分别下降至58.7%和11.6%。而由于数字资产价格下跌，金库公司压力骤增，其中两家最大的公司Strategy和Bitmine股价大幅下跌，跌幅分别达到36%和38%。

展望未来，随着止盈压力缓解，逢低买家入场，尤其市场即将进入通常交投较为清淡的节日季，12月可能会出现反弹。这些因素组合在一起，有望为宏观逆风中的短暂价格回升创造有利条件。

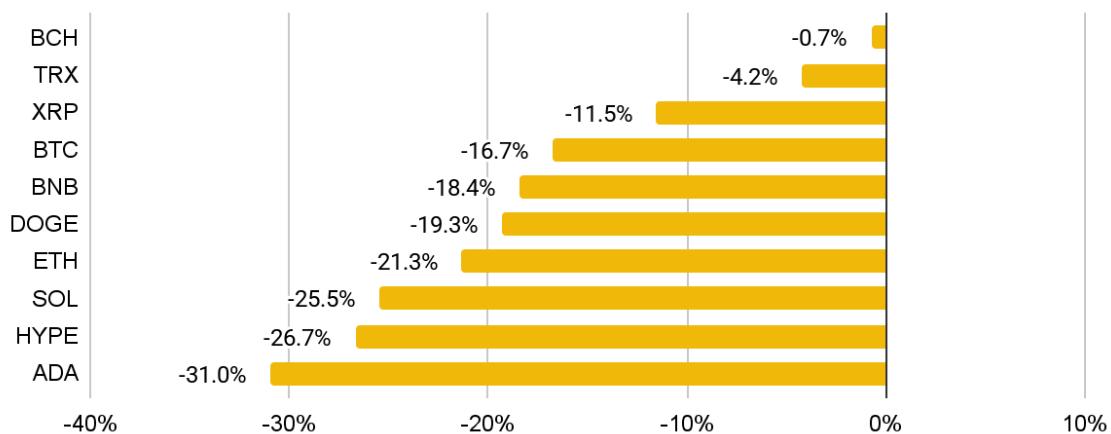
图 1:11月加密货币月度市值下跌 15.4%

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2025	4.3	-20.2	-4.4	10.8	10.3	2.6	13.3	-1.7	4.3	-6.1	-15.4	
2024	0.4	40.0	16.3	-11.3	8.6	-11.4	5.6	-12.4	8.0	2.8	39.9	-4.5
2023	30.4	3.4	9.3	3.2	-6.0	3.3	1.0	-8.8	2.6	19.0	11.0	15.2
2022	-22.6	-0.3	25.3	-18.1	-25.2	-31.7	21.8	-11.4	-2.1	7.2	-18.0	-4.5
2021	33.9	39.6	31.1	11.4	-25.7	-5.9	12.5	25.2	-9.9	42.9	-1.0	-15.0

资料来源:CoinGecko

数据截至2025年11月30日

图 2: 市值排名前 10 的代币月度价格表现



资料来源:CoinMarketCap

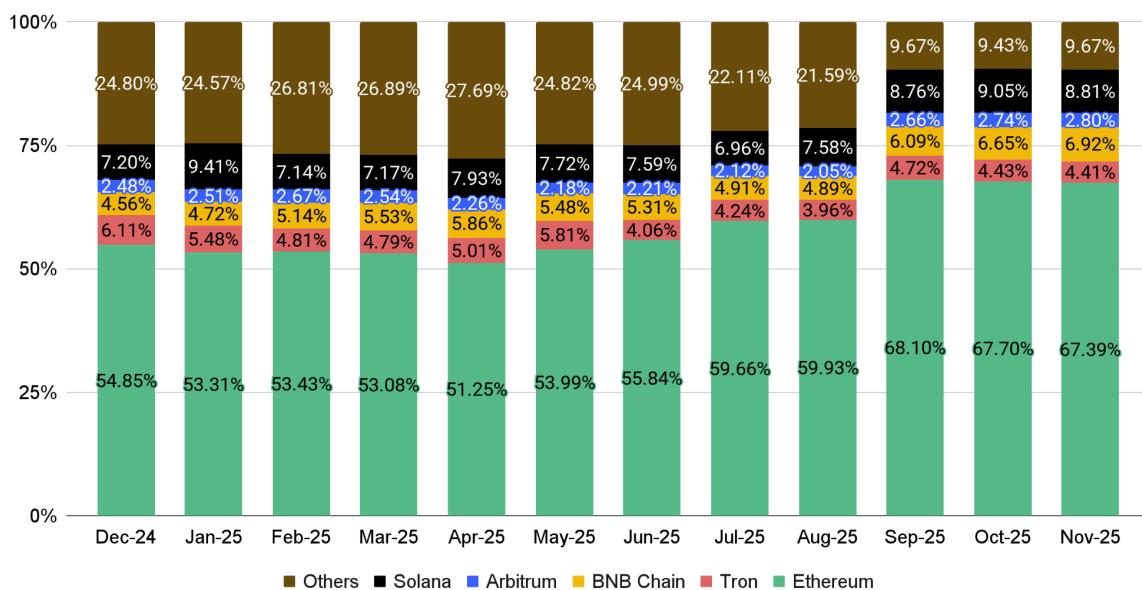
数据截至 2025 年 11 月 30 日

按表现倒序排列:

- ◆ BCH 和 TRX 分别下跌 0.7% 和 4.2%。
- ◆ XRP 和 DOGE 分别下跌 11.5% 和 19.3%。富兰克林和灰度的 XRP ETF 均于本月推出, 首个交易日就吸引了超过 6,000 万美元的净流入, 表明投资者需求强劲。另一方面, 灰度的 DOGE ETF 首发交易量低迷, 市场兴趣平淡。
- ◆ 11 月, 比特币价格跌至 8 万美元左右, 随后反弹, 月底收于约 8.7 万美元, 录得 16.7% 的跌幅。同期, 伴随普遍的恐慌性抛售, 比特币现货 ETF 出现了近 40 亿美元的大量流出。
- ◆ 11 月, BNB 与大盘一起回调, 当月收盘时跌幅达 18.4%。
- ◆ ETH 下跌了 21.3%, 与加密货币市场的整体下滑趋势相符。计划于 12 月进行的 Fusaka 升级将引入 PeerDAS 和 Verkle Tree, 以增强可扩展性和效率, 并改善 L2 体验。
- ◆ 尽管 Solana 现货 ETF 在 11 月份持续出现每日净流入, 但 SOL 的价格仍下跌了 25.5%。
- ◆ HYPE 的价格下跌了 26.7%, 很可能由于即将到来的分配给核心贡献者的线性代币解锁带来抛售压力, 导致不确定性。
- ◆ 11 月, ADA 在主要加密货币中跌幅最大, 下跌 31%, 可能的原因在于一笔交易触发网络漏洞, 从而导致了链分叉。

2.1 去中心化金融 (DeFi)

图 3: 顶尖区块链的 TVL 份额



资料来源: DeFiLlama

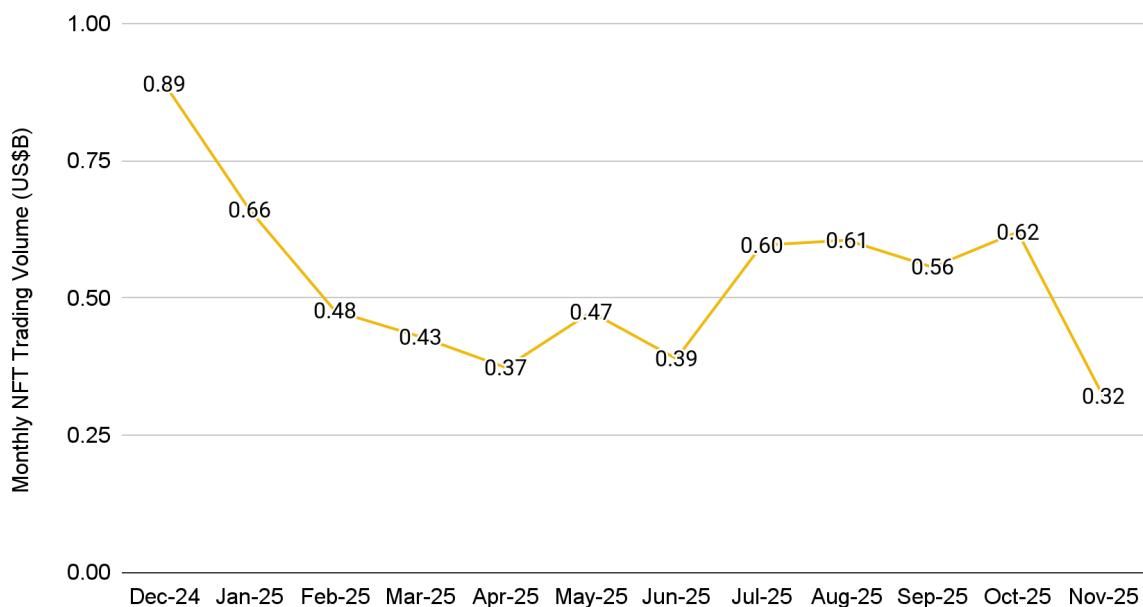
数据截至 2025 年 11 月 30 日

2025 年 11 月, DeFi 总锁定价值 (TVL) 环比 (MoM) 下降 20.8%, 主要原因为稳定币脱钩, 以及 Balancer 遭到黑客攻击引发恐慌, 导致 DeFi 流动性撤离。在排名前五的 DeFi 生态系统中, 只有 BNB Chain 和 Arbitrum 的市场份额有所增长, 其他生态系统的市场份额均略有下降。Uniswap 提议启动“费用开关”治理升级, 旨在从流动性提供商手中抽取部分协议费用, 重新分配给 UNI 代币持有者。通过将协议费用转化为代币销毁机制, 这一变化可能会减少 UNI 供应量并提高代币价值, 但由于费用收益减少, 也可能对流动性提供商构成挑战。

在市场波动引发投资者转向避险资产的情况下, 稳定币活动在本月有所上升。本月稳定币市值下跌了 0.37%, 迎来自 2022 年以来的首次下跌。传统金融市场的高收益率削弱了稳定币回报的吸引力, 而加密货币市场最近的回调则促使一些投资者完全退出数字资产。与此同时, 各平台杠杆仓位的平仓导致资金进一步流出。USDC 的市值小幅增长, 而 USDT 则有所下跌, 扩大了稳定币市场中两大主要参与者之间的差距。

2.2 非同质化代币 (NFT)

图 4:NFT 的月交易量



资料来源: CryptoSlam

数据截至 2025 年 11 月 30 日

2025 年 11 月, NFT 市场总销售量下跌 48.2%, 相较前几个月大幅下降。

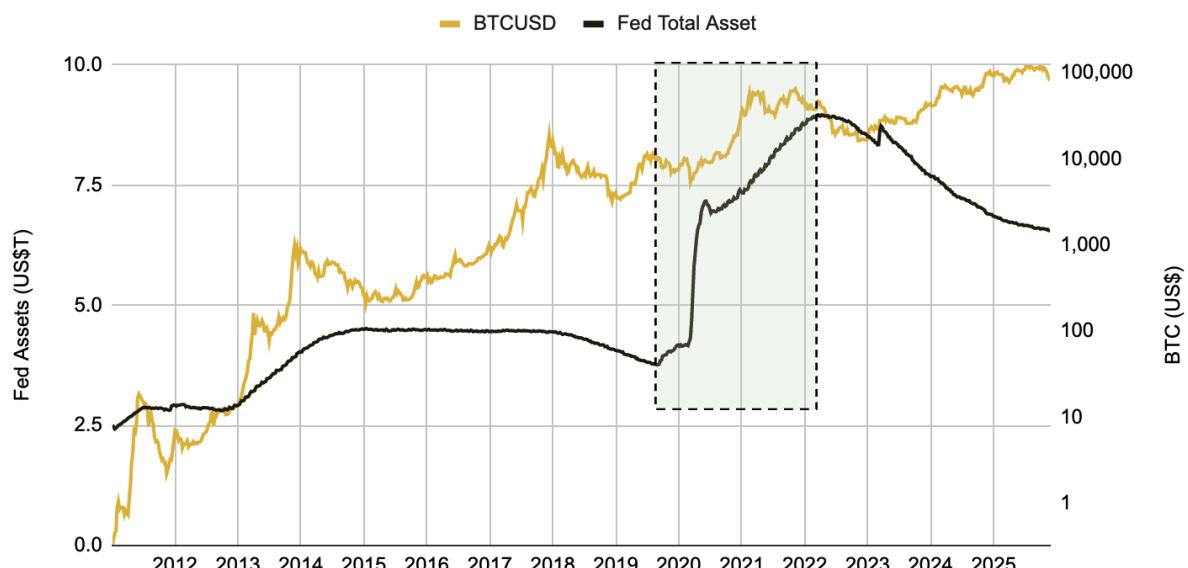
基于以太坊的 NFT 仍然保持领先, 但总销售量骤降 70%。BNB、比特币和 Base Chain NFT 的交易量分别大幅下跌了 74%、43% 和 67%。在排名前 20 的 NFT 合集中, Mythos 上的 DMarket 本月荣登榜首, 超过了热门的以太坊 NFT Pudgy Penguins 和 CryptoPunks。Base 网络上的 DX Terminal 本月从第一名跌至第七名, 销售量下降 77%。

随着整个加密货币市场的回调, NFT 因其投机性, 销售量和活跃度都出现了大幅下降。

03 / 本月图表

QT 的结束只是起点, QE 或将开启

图 5:美联储在上次 QT 结束后迅速扩大资产负债表



资料来源: Fred 和币安研究院
数据截至 2025 年 11 月 30 日

虽然美联储在 10 月宣布将停止 QT, 但其实际结束日期是 12 月 1 日。这一技术性时差解释了为什么整个 11 月都没能实现流动性改善。直到 12 月 1 日之后, 我们才能说 2022 年以来的鹰派紧缩周期已经完全结束。

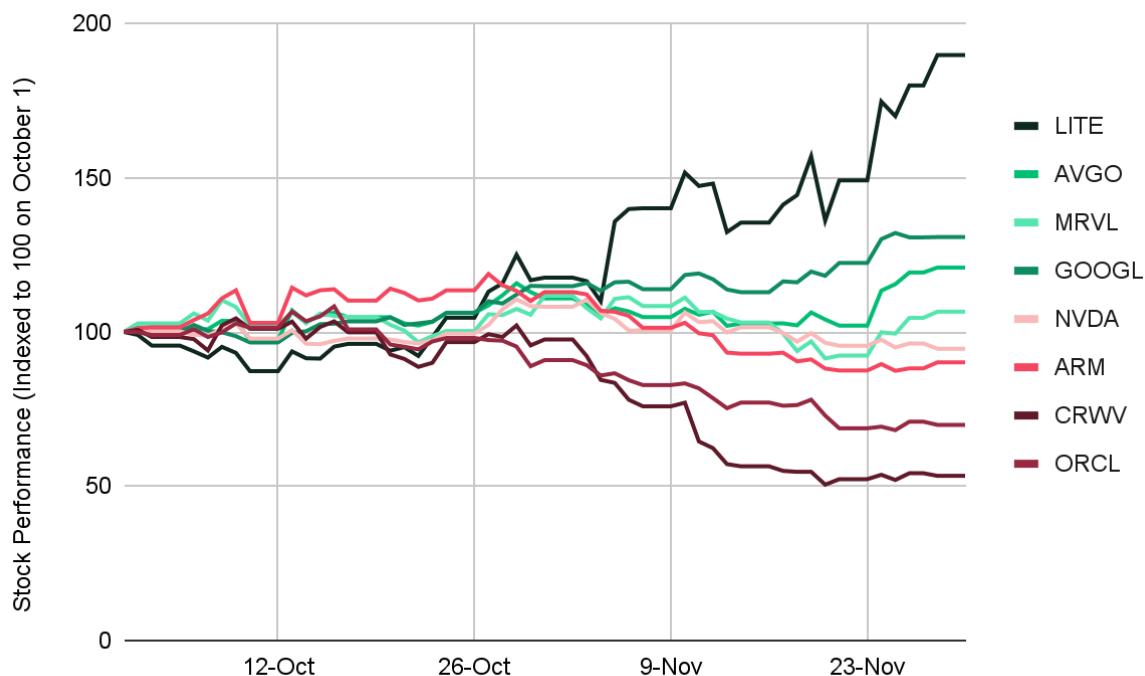
短期内, 美联储将用短期国债替代到期 MBS, 旨在调整资产负债表结构, 而不是直接扩张。此举并不算严格意义上的货币宽松政策, 但其停止每月撤出约 400 亿美元的流动性, 这对市场来说构成边际利好。从历史经验来看, 停止 QT 往往只是第一步; 为匹配经济增长并保持中性流动性环境, 美联储很快需开始主动扩表。

美联储主席 Williams 已经暗示, 从 1 月份开始, 美联储将进入“资产负债表扩张阶段”, 可能会每月购买 200 亿至 250 亿美元的短期国债, 以补充储备并稳定系统。虽然美联储称其为“技术性操作”而非 QE, 但就流动性注入效果而言, 二者在本质上是一样的。这可以视为“准量化宽松 (QE-Lite)”, 是比单纯降息更强烈的流动性信号。

加密资产, 尤其是比特币, 是对全球宏观流动性极其敏感的“超高贝塔资产”, 因此该宏观转变为其未来的市场表现奠定了坚实的基础。

AI 泡沫轮动:后周期视角

图 6: 红营 NVDA-OpenAI 与绿营谷歌 TPU 生态系统: 出现清晰分化



资料来源: Tradingview、币安研究院

数据截至 2025 年 11 月 30 日

过去一个月, 既不过热也不过冷的“金发姑娘”理想风险环境受到三大因素冲击: 政府数据空窗、10 月份 FOMC 会议后立场偏向鹰派, 以及投资者对超大规模云服务商巨额 AI 支出的投资回报率日益感到怀疑。关于 AI 基础设施建设所需资本密度的担忧引发了 AI 股票的广泛抛售, 拖累加密货币等风险资产全面走低。

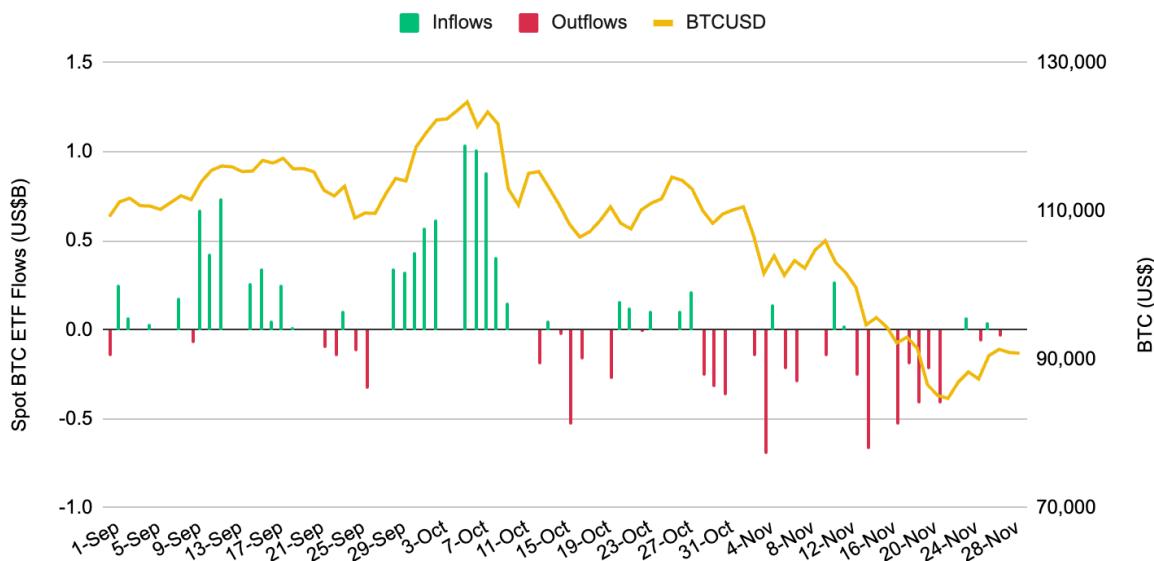
然而, 我们认为, 当前周期是在利率环境逐渐宽松的情况下从强劲扩张向略微放缓的过渡。为应对这种情况, 企业通常会重新杠杆化资产负债表并优化运营效率, 这是保持增长并锁定回报的合理策略。

因此, 流向高资本密度项目(AI 基础设施、核心研发)的资本配置反映了典型的后周期行为: 重新杠杆化和资产负债表重组。虽然投资者周期性地对不断上升的公司债务感到恐慌, 但牛市只在两种情况下才会结束: 经济衰退或估值泡沫破裂。而在我们的基本案例中, 两者均未出现, 这表明风险偏好仍然可能延续。

11 月下旬, AI 内部的市场叙事发生轮动。Gemini 3 引发的强烈反响和谷歌宣布向 Meta 支付 TPU 的消息为市场提供了新的领导力叙事, 从而维持整体势头。加密货币同步反弹。目前, 市场原本对 NVIDIA-OpenAI 价值链的担忧似乎已经解除。

BTC 现货 ETF 资金流出量创历史新高

图 7: BTC 现货 ETF 在 11 月份录得迄今为止最大的月度资金流出量, 超过 35 亿美元



资料来源:Glassnode 和币安研究院

数据截至 2025 年 11 月 30 日

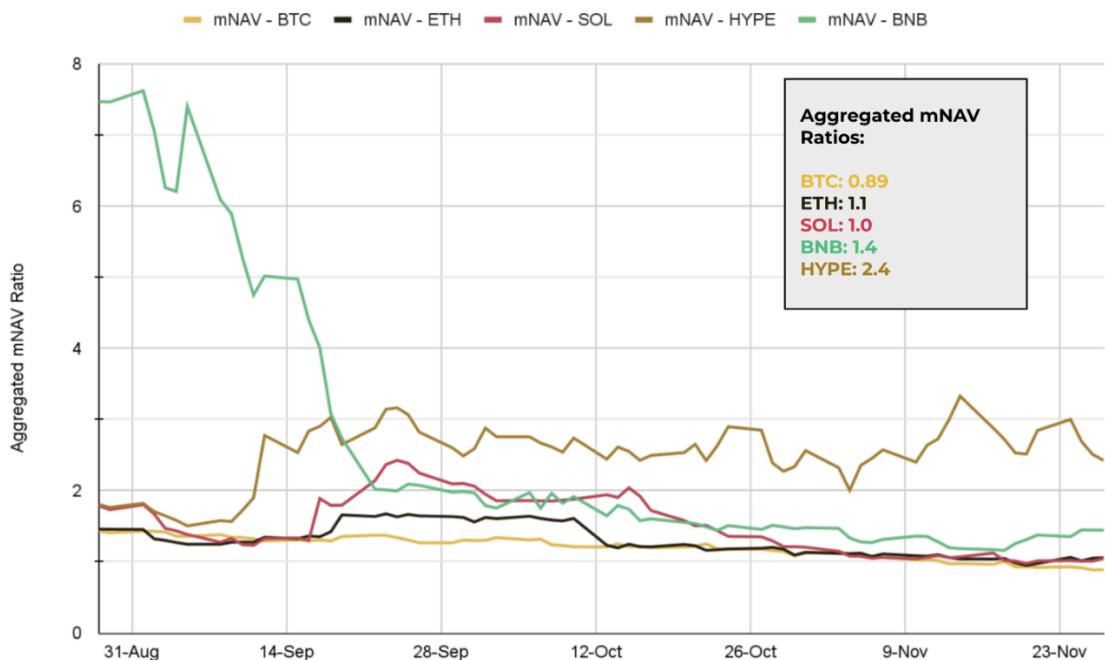
11 月份 BTC 现货 ETF 录得自推出以来的最大月度资金流出量, 超过 35 亿美元。本月首次出现连续多周净流出接近甚至高于 10 亿美元的情况, 并录得今年最大的单日流出量之一。ETF 赎回的加速正值加密货币市场普遍下滑, BTC 跌至 8 万美元, 反映出自 10 月份开始并在 11 月份因降息预期变化而加剧的宏观不确定性所引发的风险偏好情绪下降。随着跌幅加深, BTC 价格也逐渐逼近 ETF 的综合持仓成本, 进一步削弱了市场情绪, 并提升投资者敏感度。

此种行为表明, ETF 投资者目前将 BTC 视为风险资产, 资金流动直接对宏观状况作出反应。随后, 这些资金流将反过来影响 BTC 的价格走势和整体加密货币市场表现, 凸显了加密货币和传统金融市场之间日益融合的趋势。

同时, 其交易活动也显著增加。本月 BTC ETF 的日交易量多次打破纪录, 11 月 21 日达到约 110 亿美元。尽管 BTC ETF 持续流出, 但新推出的竞争币 ETF(包括 SOL、XRP 和 LTC)自上市以来仍出现正向净流入, 反映了早期投资者对更广泛加密货币 ETF 产品的需求。

DAT 面临压力

图 8: DAT 公司面临压力测试, 其 mNAV 比率开始盘整



资料来源:Artemis 和币安研究院
数据截至 2025 年 11 月 30 日

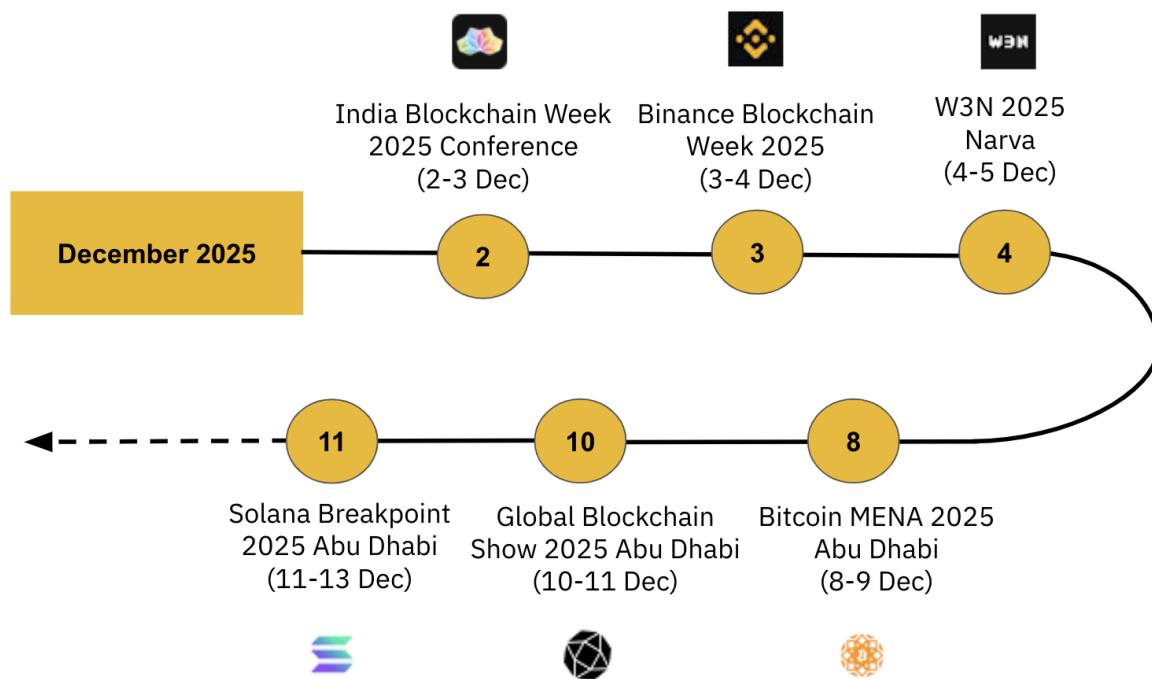
数字资产金库 (DAT) 目前面临巨大的市场和监管压力, 导致其估值溢价明显下降。此前, 许多 DAT 的交易价格高于其资产净值 (mNAV), 主要受投资者热情和杠杆推动。然而, 波动性增加和指数重新分类的风险促使许多 DAT 折价交易, 导致融资愈发难以实现增值。

即将到来的一个关键挑战是预期于 2026 年 1 月 15 日之前做出的 MSCI 决定, 可能会剔除持有数字资产占比达到或超过 50%, 或主要以增持数字资产为目的进行融资的公司。与此同时, 日本交易所集团 (JPX) 也在加强监管审查, 旨在遏制转向加密货币金库模式的机会主义行为。

DAT 的未来正处于关键分水岭: 要么是持续的危机导致杠杆参与者被迫清算, 要么是新一代更具韧性的“金库 2.0”管理机构脱颖而出。幸存的 DAT 必须证明其价值不止于单纯积累数字资产, 而是能够进行质押及 DeFi 部署等创收型活动, 或将数字资产与区块链整合至核心业务运营乃至全新的收入渠道。

04 / 即将举办的活动与代币解锁

图 9:2025 年 12 月重大事件



资料来源: CryptoEvents 和币安研究院

图 10: 价值最高(以美元计)的代币解锁

PROJECT	TOKEN	UNLOCK IN US\$ EQUIVALENT	% OF SUPPLY	UNLOCK DATE
ASTER	ASTER	92M	0.98%	17 December
SUI	SUI	85M	0.56%	1 December
ENA	ENA	50M	1.15%	5 December
ZRO	ZRO	33M	2.47%	20 December
PUMP	PUMP	28M	1.00%	14 December
APT	APT	26M	0.95%	12 December
EIGEN	EIGEN	22M	2.08%	1 December
ARB	ARB	20M	0.93%	16 December
STRK	STRK	19M	1.28%	15 December
XPL	XPL	19M	0.89%	25 December

资料来源: CryptoRank 和币安研究院

05 / 参考资料

defillama.com/

coinmarketcap.com/

cryptoslam.io/

token.unlockks.app/

dune.com/

itez.com/events

cryptorank.io/

06 / 币安研究院最新报告

QT 结束：从宏观逆风到顺风链接
展望流动性拐点与新周期



稳定币业务链接
稳定币堆栈争夺及未来行业焦点分析



币安研究院介绍

币安研究院是全球顶尖加密货币交易平台币安的研究部门。该团队致力于提供客观、独立和全面的分析，旨在成为加密货币领域的权威洞察平台。币安研究院的分析师会定期发布具有真知灼见的文章，探讨涵盖加密货币生态系统、区块链技术以及最新市场热点等各种主题。



Moulik Nagesh

宏观研究员

Moulik 任币安宏观研究员一职，自 2017 年起一直从事加密货币领域相关工作。加入币安前，他曾在 Web3 和硅谷的科技公司担任跨职能职位。Moulik 曾是初创公司联合创始人，拥有伦敦政治经济学院 (LSE) 经济学学士学位，可从宏观多元视角解读行业发展。



Joshua Wong

宏观研究员

Joshua 目前在币安担任宏观研究员。自 2019 年起，一直从事加密货币领域相关工作。在加入币安前，他曾在一家 Web3 金融科技初创公司担任产品经理，并在一家 DeFi 初创公司担任市场分析师。他拥有杜伦大学法学学士学位。



Michael JJ

宏观研究员

Michael 在币安担任宏观研究员。此前，他曾在一家私人财富管理公司担任经济学家，专注于跨资产分配。他还曾担任一家媒体公司的主编，负责加密货币报告和教育内容。在职业生涯早期，他曾担任安永的顾问和一家能源公司的原油交易员。



Asher Lin Jiayong

实习宏观研究员

Asher 目前在币安担任宏观经济研究实习分析师。此前，他曾在纽约的一家代币管理平台工作，并在一家瑞典 AI 初创公司担任数据分析师。他拥有新加坡国立大学商业分析理学学士学位，自 2018 年以来一直从事加密货币领域相关工作。

资源

币安研究院链接



[点击此处分享反馈](#)

一般披露:本材料由币安研究院编制,不作为预测或投资建议,也并非购买或出售任何证券、加密货币或采用任何投资策略的建议、要约或招揽。术语的使用和表达的观点旨在增进对该行业的理解和促进其负责任发展,不应视为明确的法律观点或币安观点。文中所表达的观点均为作者观点,时限截至上述日期,且将随后续情况的变化而变化。本文中包含的信息和观点来自币安研究院认为可靠的专有和非专有来源,未必详尽无遗,亦不保证准确性。因此,币安不提供准确性或可靠性保证,对任何其他方式的错误和遗漏(包括因疏忽对他人的责任)不承担任何责任。本文内容可能包含并非纯粹历史性质的“前瞻性”信息。除此之外,此类信息可能会包括预测。我们无法保证所做的任何预测都会成为现实。读者应自行决定是否信赖本文提供的信息。本文仅供参考,不构成投资建议,或买卖任何证券、加密货币或任何投资策略的要约或招揽,也不向在此类要约、招揽、购买或出售属于违法行为的司法管辖区的任何人提供或出售任何证券或加密货币。投资有风险。欲了解更多信息,请[点击此处](#)。