对话Arca首席投资官：现在是抄底良机吗？

嘉宾：Jeff Dorman，Arca 首席投资官

主持人：Laura Shin，作家兼 Unchained 主持人

整理 & 编译：深潮TechFlow

### 要点总结

最近的加密货币崩盘让许多投资者感到疑惑。在本期节目中，Arca 的首席投资官 Jeff Dorman 深入探讨了崩盘背后的因素、宏观经济影响，以及他为何在市场下滑中依然保持乐观。他对以太坊今年的表现如此不佳感到惊讶，并认为民主党对加密货币的处理是一个失误，同时还讨论了市场动荡期间传统金融（TradFi）与去中心化金融（DeFi）之间的区别。

### 上周末市场崩盘的两个主要原因

Jeff指出，当他看到价格大幅波动时，首先会分析新信息与之前已知信息的区别。他认为，市场疲软的原因主要有六个理论，其中两个因素在过去72小时内对市场影响最大。

全球宏观经济问题：首先是日本央行（BOJ）意外加息，导致日经指数在上周末下跌近8%，并在接下来的一天再跌12%。这使得年内的所有涨幅在一周内被抹去。同时，VIX指数大幅上升，影响了数字资产市场。尽管如此，加密市场的反应却远超其他市场，显示出其作为异常反应的特性。

Jump Trading 的大规模抛售：Jeff 认为，Jump Trading 在周日出售了近6亿美元的以太坊，可能与他们面临的流动性问题有关。Jeff 提出了三种可能性：一是由于抵押品问题被迫平仓，二是为了提前规避预期中的市场崩盘，三是利用流动性较低的市场进行“止损狩猎”。这些因素都导致了市场的剧烈波动。

### 宏观环境最近如何影响加密货币，以及市场为何走得过快

#### 宏观经济与加密货币的关系

Jeff解释说，宏观经济与加密货币之间的关系在过去六七年中一直很有趣，因为这种关系时有时无。他回忆起自己在传统债务和股权市场工作的经历，指出在他进入加密领域的早期，市场并不关注这些宏观经济数据，但在2022年后，随着加密市场与其他市场的相关性增强，这些数据的重要性开始上升。

#### 就业报告的影响

Jeff指出，最近发布的就业报告显示失业率上升到三年来的最高点，且6月份的失业人数大幅修正，这让市场感到恐慌。他强调，市场反应并不仅仅是因为就业数据本身，而是因为美联储主席鲍威尔在周三的讲话中对降息的态度模糊，未能给出明确的降息时间表。市场因此担心美联储在应对经济放缓时反应迟缓。

他进一步解释，过去25到30年的降息历史表明，市场对美联储降息的反应取决于降息的原因。如果美联储在经济已经出现明显疲软时才开始降息，市场通常会出现较大幅度的下跌；而如果降息是为了应对经济放缓之前的预防性措施，市场则可能会出现上涨。因此，Jeff认为美联储现在面临的挑战是要在经济需要降息之前采取行动，以避免市场进一步下跌。

#### 市场反应过度的原因

在谈到市场为何反应过度时，Jeff指出，尽管有一些负面数据，但整体经济仍然表现良好，企业盈利也很强劲。他认为市场对单一数据点的反应过于剧烈，尤其是在其他经济指标相对稳定的情况下。他提到，尽管市场在周五经历了剧烈波动，但在实际开盘后，股市的下跌幅度并没有预期的那么大。

### 为什么以太坊（ETH）的跌幅超过其他加密货币

#### Jump Trading 的影响

Laura提到以太坊在最近一周的价格大幅下跌，询问是否仅仅是因为 Jump Trading 的抛售。

Jeff回应说，市场的波动通常不是由单一因素造成的，而是多种因素共同作用的结果。

Jeff解释说，Jump Trading 的钱包活动引发了市场的恐慌，尤其是在以太坊的卖盘开始之前，Jump Trading 的大量以太坊转移到交易所的消息无疑是“压垮骆驼的最后一根稻草”。虽然以太坊在Jump Trading抛售之前已经受到其他市场因素的影响，但Jump的卖盘加剧了市场的下行压力。

他强调，尽管 Jump Trading 的交易行为可能对市场产生了影响，但整体市场情绪和其他宏观经济因素也在发挥作用。

Jeff认为，市场的反应往往是基于情绪和预期，而不是实际的经济数据。他指出，尽管加密市场在短期内可能会受到剧烈波动的影响，但从长远来看，基本面仍然是决定价格的关键因素。

#### 市场前瞻性反应

Jeff还提到，市场常常会在已知供应即将进入市场时提前反应。他以高收益债券市场为例，说明当市场听说某个大基金即将出售大量资产时，其他投资者会提前抛售以防止价格下跌，从而导致实际卖出量远超预期。这种现象在流动性较低的加密市场中尤其明显，因此价格波动会被放大。

#### 宏观经济因素

此外，Jeff指出，市场在Jump Trading 抛售之前就已经疲软，主要是受到日本央行加息、VIX 指数上涨和美国国债收益率上升等宏观经济因素的影响。这些因素共同作用，导致市场对以太坊的反应格外强烈。

#### 以太坊 ETF 的意外表现

Laura提到，尽管最近以太坊 ETF 的推出被认为是一个积极的消息，但以太坊的表现仍然令人惊讶。

Jeff表示，若在年初有人告诉他以太坊 ETF 将获得批准，并且美国政治环境将发生重大变化，大家可能会预测以太坊的表现会非常好。然而，现实中以太坊的表现却不如比特币、Solana、BNB 等其他资产，甚至在许多情况下表现不佳。

### 今年发生的加密政策“最重要”的转变

#### 政策转变的关键时刻

Jeff提到，今年5月是加密货币政策发生重大转变的一个关键时期。他认为，这是加密历史上最重要的几周之一，标志着美国对加密货币的态度发生了显著变化。

Jeff列举了一系列事件，包括特朗普在5月8日表示“投票给特朗普就是投票给加密货币”，以及5月16日参议院投票废除对数字资产产生负面影响的会计规则 SAB 121。

#### 以太坊 ETF 的预期

此外，Jeff还提到，5月20日时研究团队将以太坊 ETF 的批准预期从0%提升至75%。这些事件共同构成了一次关于美国监管环境的重大转变，显示出政策对加密货币的支持态度明显增强。

#### 民主党与加密货币的误判

Jeff指出，民主党在选举年中采取反对加密货币的立场是一种重大的误判。他认为，美国有大量选民支持加密货币，而反对者极少。

Jeff强调，民主党如果继续反对加密货币，将可能疏远大量选民，这种策略在选举中显得极其不明智。

#### 市场反应与政治动态

随着特朗普和共和党被视为对加密货币更为友好，Jeff观察到市场对未来选举的预期也发生了变化。当拜登退出竞选，卡马拉·哈里斯被提名时，市场对特朗普获胜的预期从76%降至52%。这种政治动态的转变对加密货币价格产生了负面影响，进一步加剧了市场的疲软。

### 日元套息交易是导致市场崩溃的关键因素之一

#### 日元套息交易的概念

Jeff解释了日元套息交易（Kerry Trade）的基本概念，指出这是一种在多个市场中普遍存在的套利交易。简单来说，这种交易是通过借入低利率货币（如日元）并将其转换为高利率货币（如美元）进行投资，以获取利差收益。日本的利率长期处于负值或接近零的水平，使得投资者能够以相对低廉的成本借入日元，从而在其他市场上获得更高的回报。

#### 市场的反应与风险

然而，最近日本央行（BOJ）将利率从负值上调至零，并随后进一步上调至0.25%。虽然看似是微小的调整，但对于高度杠杆的交易者来说，这意味着借入日元的成本上升，导致他们不得不迅速平仓以避免损失。Jeff指出，当日元升值时，借入日元并投资于美元的交易者面临着巨大的损失风险，因为他们需要以更高的利率偿还贷款。

#### 技术性与基本面因素

Jeff强调，市场的波动可以分为技术性卖盘和基本面卖盘。技术性卖盘通常是由于杠杆效应引发的短期市场波动，而基本面卖盘则与经济指标（如失业率、消费者支出等）密切相关。他认为，当前市场的下跌主要是由技术性因素引起的，而非基本面恶化。

#### 市场的历史背景

他还提到，历史上类似的情况曾多次出现，例如1998年的长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）事件，都是由于杠杆过高导致的市场崩溃。虽然日元套息交易在短期内可能对市场造成冲击，但通常不会引发系统性风险，除非交易规模巨大到需要救助的程度。

#### 市场的整体状况

在讨论市场整体状况时，Jeff表示，尽管日本股市（Nikkei）出现了大幅下跌，但其他市场的跌幅相对较小，这表明此次事件并未对全球市场造成广泛影响。他指出，目前美国经济的基本面数据并未显示出衰退的迹象，市场反应与实际经济信息之间存在不匹配的情况。

### Genesis 分发 40 亿美元资产是否对市场产生影响？

#### Genesis 资产分发的背景

Laura提到，Genesis 在破产后开始向客户分发约40亿美元的加密货币和现金，并询问这是否对加密市场价格下跌产生了影响。

Jeff回应称，单独来看，这一资产分发可能不足以造成显著影响，但结合其他因素，确实加剧了市场的疲软。

#### 资产分发对市场的潜在影响

Jeff解释说，Genesis 的资产分发主要是由于其破产程序的结束，这意味着债权人将会收到现金和比特币的返还。虽然一些客户可能会选择长期持有这些资产，但也存在将其出售的可能性。市场参与者在预期资产分发时，可能会提前卖出以防止价格下跌，这种“前跑”行为会加大市场的卖压。

#### 历史案例的比较

他提到，类似于 Mt. Gox 的情况，市场已经讨论了长达十年的比特币返还问题，而实际的市场影响并没有那么显著。尽管 Mt. Gox 的9亿美元比特币中已有大部分被分发，但并未对市场造成过大的冲击。这表明，市场对于供应问题的反应往往是过度的，短期交易者可能会利用这些预期进行套利。

#### 近期市场供应压力

Jeff进一步分析了近期市场的供应压力，包括来自 Mt. Gox 的比特币、德国查获的比特币、以及 FTX 破产后锁定资产的销售等。所有这些因素共同导致了市场上的资产供应增加。他强调，市场参与者往往会提前反应这些供应变化，导致价格波动。

#### 未来的市场展望

谈到未来，Jeff指出，FTX 将在年底或明年初分发现金，预计金额在120亿到140亿美元之间。这可能会对市场产生影响，尤其是如果这些资金被重新投入到加密市场中。他表示，实时链上分析的好处与挑战并存，虽然可以获得即时信息，但市场参与者也可能会因此提前行动，从而放大价格波动的幅度。

### 为什么 Jeff 认为当前的数据并不指向美国经济衰退

#### 对经济衰退的看法

在谈到经济衰退的可能性时，Jeff表示，他并没有强烈的观点认为经济会进入衰退，但他坚信当前的数据并没有显示出任何接近衰退的迹象。他指出，衰退通常被定义为连续两个季度的负 GDP 增长，而预计第二季度的 GDP 增长将在1.5%到2%之间，这表明经济仍在增长。

#### 企业盈利与经济活动

他提到，最近的第二季度企业盈利数据显示，盈利增长率达到12%，超出了9%的预期，这进一步支持了经济健康的观点。尽管有一些混合数据，例如失业率上升和一些大型科技公司的收入预期下降，但整体经济表现仍然相对强劲。

#### 生活和消费的现状

Jeff还提到，个人的生活体验也反映出经济的活力。他提到，机场拥挤、租车难、酒店满房等现象，表明人们的出行和消费活动依然旺盛。他回忆起2008年经济危机时的情景，那时机场几乎空无一人，许多人失业并且找不到工作，而现在的情况截然不同。

#### 市场反应与数据依赖

他进一步分析了市场对经济数据的反应，指出在 COVID-19 疫情初期，市场反应极为剧烈，而最近的市场波动并没有表现出同样的程度。他认为，尽管有一些失业数据可能暗示经济放缓，但并不足以导致市场产生强烈的负面反应。他强调，当前市场仍然是一个良好的买入机会。

#### 未来的展望

最后，Jeff表示，尽管未来可能会出现经济放缓的迹象，但根据目前的数据，他并不认为经济正在走向衰退。他重申，市场对数据的敏感性很高，如果未来有更多数据表明经济真的在减速，那么美联储可能会采取更快的行动。但目前来看，他认为没有证据支持经济衰退的观点。

### 为什么 Jeff 说他在“逢低买入”

#### 市场反应与美联储的利率决策

在谈到美联储可能降息的情境时，Jeff指出，市场对降息的反应取决于降息的原因。如果市场普遍认为美联储是因为经济崩溃而被迫降息，这种情况下，股市和加密市场可能会下跌。相反，如果降息是因为通胀已经控制在合理范围内，且经济状况良好，那么股市和加密市场可能会大幅上涨。

#### 对经济软着陆的信心

他说，他倾向于认为经济将实现软着陆，数据支持这一观点。他认为，如果美联储对此次股市下跌过度反应而紧急降息，可能会引发更多的恐慌，因此他希望美联储能够保持冷静，给市场以信心。

#### 持续“逢低买入”的策略

Jeff明确表示，他对市场持乐观态度，并且正在“逢低买入”。他认为当前的市场抛售是近几年中最愚蠢的之一，因此他毫不犹豫地继续买入。他提到的三个确认他看涨立场的因素包括：

日本股市的稳定：他观察到日经225指数期货上涨，表明市场正在回暖。

ETF资金流入：他希望看到比特币和以太坊的零售及机构投资者在市场低迷时愿意买入 ETF。

美联储的安抚言论：他期待美联储在不采取紧急降息的情况下，发表一些能够安抚市场的言论，表明其对经济的监测和信心。

#### 对潜在风险的关注

尽管他对市场持乐观态度，但他也提到了一些可能导致他重新考虑看涨立场的风险因素，例如日本经济的波动、加密市场的剧烈变化，或是持续的负面经济数据。如果出现这些情况，可能会引发市场恐慌，使美联储不得不迅速采取行动。

### 加密货币作为政治议题，哈里斯（Harris）获胜对加密货币的影响不会像许多人认为的那么糟糕

#### 选举与加密货币的关联

Jeff指出，选举已经成为加密货币领域的重要叙事之一。他提到，尽管市场最近经历了一些波动，但这并不一定会对选举结果产生显著影响。虽然许多人认为特朗普的胜利可能对市场更有利，但他认为没有统计数据表明在共和党或民主党的领导下，股市表现会有显著差异。

#### 市场的反应与不确定性

Jeff提到，历史上，市场在选举前往往会出现波动，而在选举结果出来后，市场通常会恢复上涨。这是因为市场更讨厌不确定性，而不是坏结果。他引用了2020年选举的例子，尽管拜登赢得了选举，市场仍在选后反弹，股市和比特币都大幅上涨。

#### 民主党对加密货币的态度变化

他提到，民主党已经意识到加密货币行业的政治影响力，尤其是在国会中，越来越多的成员开始关注加密货币的选民支持。尽管特朗普可能将加密货币作为一个政治工具来赢得选民，但民主党也不再能像以往那样反对加密货币。他认为，这种态度的转变将减少一些反对加密货币的力量，比如沃伦和根斯勒（Gensler）的影响力。

#### 加密货币的未来

Jeff认为，尽管特朗普的胜利可能对加密货币市场更有利，但哈里斯获胜并不会像一些人担心的那样糟糕。他提到，纳米·佩洛西（Nancy Pelosi）和查克·舒默（Chuck Schumer）最近支持了一些促进加密货币的法案，这表明民主党内部对加密货币的态度正在转变。

#### 关于根斯勒 （Gary Gensler） 的未来

讨论中还提到，根斯勒的职位可能会受到影响。若哈里斯获胜，可能会有新的委员会主席上任，这可能会改变加密货币的监管环境。Jeff认为，无论谁当选，根斯勒都可能面临被更换的风险，因为他在加密货币监管上的一些政策引发了广泛的争议。

### 为什么 Jeff 认为比特币并不总是能对冲股票相关或地缘政治风险

#### 比特币的相关性与市场表现

Jeff提到，比特币通常被视为一种非相关资产，但这并不意味着它在所有情况下都不会与其他资产相关联。他指出，比特币的相关性可能会随着市场环境的变化而变化，有时可能表现出负相关，有时则表现出正相关。例如，在某些特定事件（如地缘政治危机）发生时，比特币可能会被视为避险资产，而在其他情况下，它的表现可能与股市相似。

#### 政府和银行危机中的表现

Jeff 认为，比特币在投资者对政府或银行失去信心时，往往会作为一种防御性对冲资产。例如，在2023年3月的银行危机中，许多投资者对当地银行的安全性产生了疑虑，这时比特币的需求上升。然而，他指出，比特币并不总是能在股市下跌或地缘政治风险加剧时保持一致的表现。

#### 比特币与黄金的比较

Jeff进一步表示，比特币并不一定要被视为“数字黄金”，因为这种比较并没有实质性基础。他认为，许多投资者对黄金并不感兴趣，只有少数宏观投资者和中央银行才会关注黄金。因此，认为比特币应当承担“数字黄金”的角色是不必要的。

#### 机构投资者的影响

随着比特币逐渐被更多机构投资者接受，其相关性也可能会随之增加。Jeff解释说，如果一个机构投资者需要出售其持有的资产，他们可能会同时抛售所有资产，包括比特币，这会导致比特币与其他资产之间的相关性上升。

#### 比特币的真正价值

Jeff强调，比特币的真正价值在于它能够作为一种抵御不可信的政府和银行系统的工具。在经历了银行危机后，许多小企业对能够从银行提取资金感到担忧，这种情况下，比特币作为一种保值资产的重要性得到了体现。他认为，在经济不稳定、货币贬值的国家（如阿根廷或土耳其），比特币作为保护资产的工具显得尤为重要。

### Jeff 对美国政府购买比特币作为战略储备的提议有何看法

#### 特朗普的提议与债务问题

Jeff提到，特朗普在比特币会议上提出，或许比特币可以作为解决美国数万亿美元债务问题的方式，这个观点引起了他的兴趣。他认为，虽然比特币可能是一个选择，但还有其他投资方式同样可以实现债务的“超越”，比如投资于美国股市中的优质公司（如苹果或英伟达）。因此，他对特朗普的提议感到困惑，不确定特朗普是想强调比特币的超额收益，还是将其视为中央银行应持有的资产。

#### 中央银行购买比特币的可能性

Jeff表示，他不认为中央银行会像购买黄金那样购买比特币。他认为，如果比特币被没收，它可能不会被出售或拍卖，而是直接成为政府的资产负债表的一部分。这种情况下，比特币的角色将会有所不同。

#### 对比特币作为储备资产的看法

尽管Jeff对于中央银行购买比特币的观点并没有强烈的看法，但他承认，如果政府成为比特币的新买家，这将对比特币的价格产生积极影响。他坦言自己对中央银行做出这种决策的内部机制了解不深，但如果真的发生，他会对此表示支持。

### 传统金融巨头暂停交易与去中心化金融（DeFi）无许可性质之间的鲜明对比

#### 金融危机中的反思

Jeff指出，在金融危机时期，人们会重新认识到当前金融系统的局限性：你只能在金融机构允许的情况下进行交易，而不是你想要的时候。他强调，过去十年来的一个重要教训是，存放在银行或经纪公司中的资产并不是真正属于你的，而是这些机构的负债。资产的归还与否取决于这些机构，这在美国并不常见，但在其他国家则更为普遍，尤其是在对当地政府和金融体系缺乏信任的地方。

#### 流动性与可访问性的问题

在危机中，流动性往往在你最需要的时候缺失，无法访问自己的资产进行买卖是一种令人沮丧的体验。这种情况的发生主要是因为资产并不真正属于你，而是存放在集中式第三方系统中。Jeff认为，去中心化金融（DeFi）提供了一种无需第三方的交易方式，用户可以随时进行交易。

#### DeFi 的优势

Jeff强调，DeFi 和自我保管的层1协议在实际需要时提供了更好的系统。他认为，当前的主要问题是由于监管限制，用户在这些加密交易平台上只能交易加密货币，而大多数人对加密货币并不感兴趣。他设想了一种情景：如果在高波动性时，像 Charles Schwab、Fidelity、Vanguard 和 Ameritrade 等平台同时宕机，用户能够在去中心化平台（如 Uniswap）上交易苹果或英伟达的股票，这将是一个重大的转变。

#### 未来的可能性

Jeff认为，去中心化金融系统在拥有和转移资产方面的优势是显而易见的，但目前能够在这些系统上交易的资产对大多数人来说并不够吸引人。他相信，如果能够在加密交易平台上交易真实的股票、债券和其他资产，将会彻底改变人们的体验，许多人会对这种新方式感到惊讶。