

# آنچین بیت کوین

هدف حافظ  
مشاور سرمایه گذاری



## مقدمه

تحلیل آن‌چین (On-chain Analysis) روشی است برای بررسی رفتار بازار و سرمایه‌گذاران از طریق داده‌هایی که مستقیماً روی شبکه بلاکچین ثبت می‌شوند؛ داده‌هایی مثل حجم انتقال بیت‌کوین، هزینه خرید هولدرها، جریان ورود و خروج از صرافی‌ها و فعالیت کیف پول‌ها. این نوع تحلیل، برخلاف ابزارهای صرفاً تکنیکال، به ما تصویر شفاف‌تری از پشت‌صحنه بازار می‌دهد و نشان می‌دهد چه کسانی می‌خرند، چه کسانی می‌فروشند و جریان واقعی سرمایه به کدام سمت حرکت می‌کند





## شاخص realized price

از زمانی که بازار در ۱۰ اکتبر بازتنظیم (Reset) شد، بیت کوین نتوانسته بالاتر از میانگین هزینه‌ی خرید هولدرهای کوتاه‌مدت (Short-Term Holders' cost basis) باقی بماند. همین موضوع باعث شده قیمت تا حدود ۱۰۰ هزار دلار سقوط کند، یعنی تقریباً ۱۱٪ پایین‌تر از سطح مهم ۱۱۲.۵ هزار دلار که به عنوان آستانه‌ی کلیدی در این چرخه شناخته می‌شود. در گذشته، وقتی فاصله‌ی قیمت از این سطح زیاد می‌شد (به اصطلاح برابند قیمتی در «تخفیف» عمیق قرار می‌گرفت)، معمولاً احتمال ادامه‌ی اصلاح تا حمایت‌های ساختاری پایین‌تر بیشتر می‌شد. یکی از این محدوده‌ها، سطحی است که با شاخص **Active Investors' Realized Price** شناخته می‌شود، یعنی میانگین قیمت خرید بیت‌کوین‌هایی که فعلاً در چرخه فعال هستند و کوین‌های قدیمی یا غیرفعال در محاسبه‌ی آن لحاظ نمی‌شوند. در حال حاضر این شاخص حدود ۸۸.۵ هزار دلار را نشان می‌دهد و طبق سابقه‌ی چرخه‌های قبلی، معمولاً در دوره‌های اصلاح ممتد، این سطح مثل یک نقطه‌ی مرجع مهم برای کف بازار عمل کرده است.



### Bitcoin: Realized Price / True-Market Mean / Cycle ATH / STH-Realized Price

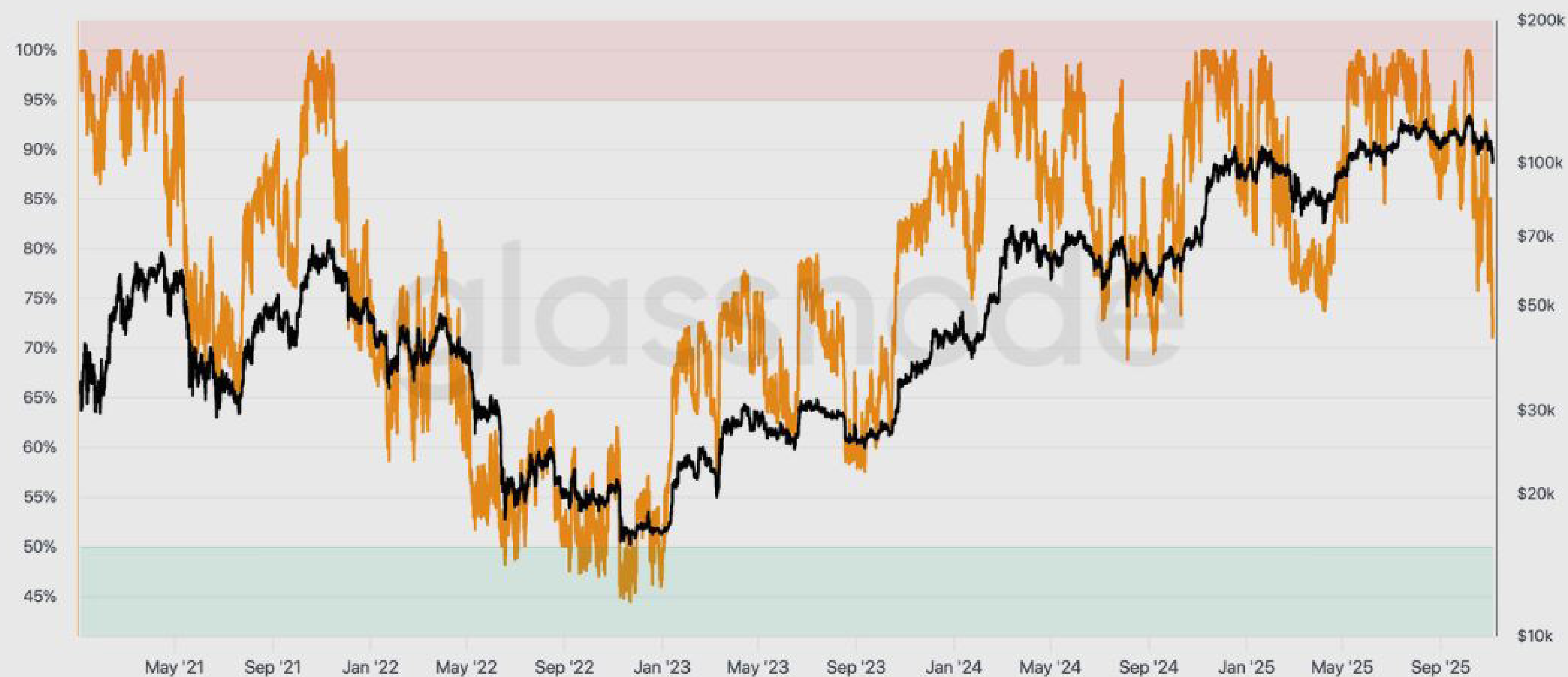
● BTC: Price [USD] ● BTC: Realized Price [USD] ● Active Realized Price [USD] ● Cycle 1 ATH ● Cycle 2 ATH ● Cycle 3 ATH ● Cycle 4 ATH ● Formula 10





بر پایه داده‌های اخیر، اصلاح قیمتی بیت‌کوین الگویی مشابه با دوره‌های ژوئن ۲۰۲۴ و فوریه ۲۰۲۵ ایجاد کرده است؛ زمان‌هایی که بازار در وضعیت گذار میان بازیابی و تداوم رکود قرار داشت. در سطح فعلی ۱۰۰ هزار دلار، حدود ۷۱ درصد از دارایی‌های در گردش بیت‌کوین در سود و نزدیک به ۲۹ درصد در زیان هستند. این نسبت، محدوده‌ای نزدیک به کران پایین بازه‌ی تعادلی معمول (۷۰ تا ۹۰ درصد) را نشان می‌دهد، بخشی از چرخه که عموماً هنگام کندی رشد و دوره‌های ثبات میان چرخه‌ای رخ می‌دهد. در چنین وضعیت‌هایی، بازار معمولاً شاهد رشدهای مقطعی و کوتاه‌مدت تا حوالی سطح میانگین هزینه‌ی خرید سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت است. با این حال، برای شکل‌گیری یک روند صعودی پایدار، نیاز به دوره‌ای طولانی‌تر از تثبیت قیمت و ورود تدریجی سرمایه‌ی تازه به بازار وجود دارد.

در سناریوی معکوس، چنانچه ضعف فعلی ادامه یابد و بخش بیشتری از عرضه وارد محدوده‌ی زیان شود، احتمال دارد بیت‌کوین از فاز اصلاح معمولی به سمت فاز نزولی عمیق‌تر حرکت کند؛ مرحله‌ای که در چرخه‌های گذشته با تسلیم گسترده‌ی سرمایه‌گذاران و فروش‌های احساسی همراه بوده و پس از آن معمولاً دوره‌ای از انباشت طولانی‌مدت توسط خریداران بنیادی آغاز شده است.





برای درک بهتر وضعیت فعلی بازار، بررسی شاخص **زیان تحقق نیافته نسبی (Relative Unrealized Loss)** اهمیت دارد؛ این شاخص میزان مجموع زیان‌های تحقق نیافته را نسبت به ارزش کل بازار اندازه‌گیری می‌کند. در مقایسه با دوره‌ی نزولی سال‌های ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۳ که این شاخص به سطح‌های بسیار بالا رسیده بود، وضعیت فعلی با رقم ۳.۱٪ بیانگر فشار متوسط است، سطحی مشابه با دوره‌های اصلاح میان‌چرخه‌ای در سه‌ماهه سوم تا چهارم سال ۲۰۲۴ و سه‌ماهه دوم سال ۲۰۲۵؛ دوره‌هایی که میزان زیان تحقق نیافته همگی زیر آستانه‌ی ۵٪ باقی مانده بود. تا زمانی که این نسبت در همین محدوده‌ی ملایم حفظ شود، می‌توان گفت بازار هنوز در مرحله‌ای از نزول کنترل شده قرار دارد؛ مرحله‌ای که بیشتر به بازسنجی تدریجی ارزش دارایی‌ها شباهت دارد تا یک فاز وحشت و فروش هیجانی. اما در صورتی که اصلاح قیمتی عمیق‌تر شود و این شاخص از ۱۰٪ فراتر رود، احتمال شکل‌گیری تسلیم گسترده‌ی سرمایه‌گذاران (Capitulation) و ورود بیت‌کوین به یک فاز نزولی شدیدتر و ساختاری افزایش خواهد یافت.





با وجود آن که شدت زیان‌ها در بازار همچنان محدود است و اصلاح فعلی تنها حدود ۲۱ درصد کمتر از سقف تاریخی ۱۲۶ هزار دلار قرار دارد، نشانه‌هایی از فشار فروش مداوم و آرام از سوی هولدرهای بلندمدت (LTHs) در بازار دیده می‌شود. این روند از جولای ۲۰۲۵ آغاز شده و حتی با وجود رسیدن بیت‌کوین به سقف جدید در اوایل اکتبر ادامه یافته؛ اتفاقی که بسیاری از فعالان بازار را غافلگیر کرده است.

در این دوره، حجم دارایی نگهداری شده توسط هولدرهای بلندمدت حدود ۳۰۰ هزار بیت‌کوین کاهش یافته (از ۱۴.۷ میلیون به ۱۴.۴ میلیون BTC). نکته‌ی مهم آن است که برخلاف دوره‌های قبلی این چرخه، زمانی که این گروه معمولاً در رالی‌های صعودی اقدام به فروش می‌کردند، اکنون در شرایط ضعف بازار و کاهش قیمت‌ها دست به توزیع زده‌اند. به عبارتی، فروش فعلی نه در موج‌های قدرت، بلکه در فاز رکودی اتفاق می‌افتد، رفتاری که می‌تواند نشانه‌ای از خستگی روانی و کاهش باور به ادامه‌ی روند صعودی در میان سرمایه‌گذاران با سابقه باشد.



BTC: Total Supply Held by Long-Term Holders [BTC]

● BTC: Total Supply Held by Long-Term Holders [BTC] ● BTC: Price [USD]





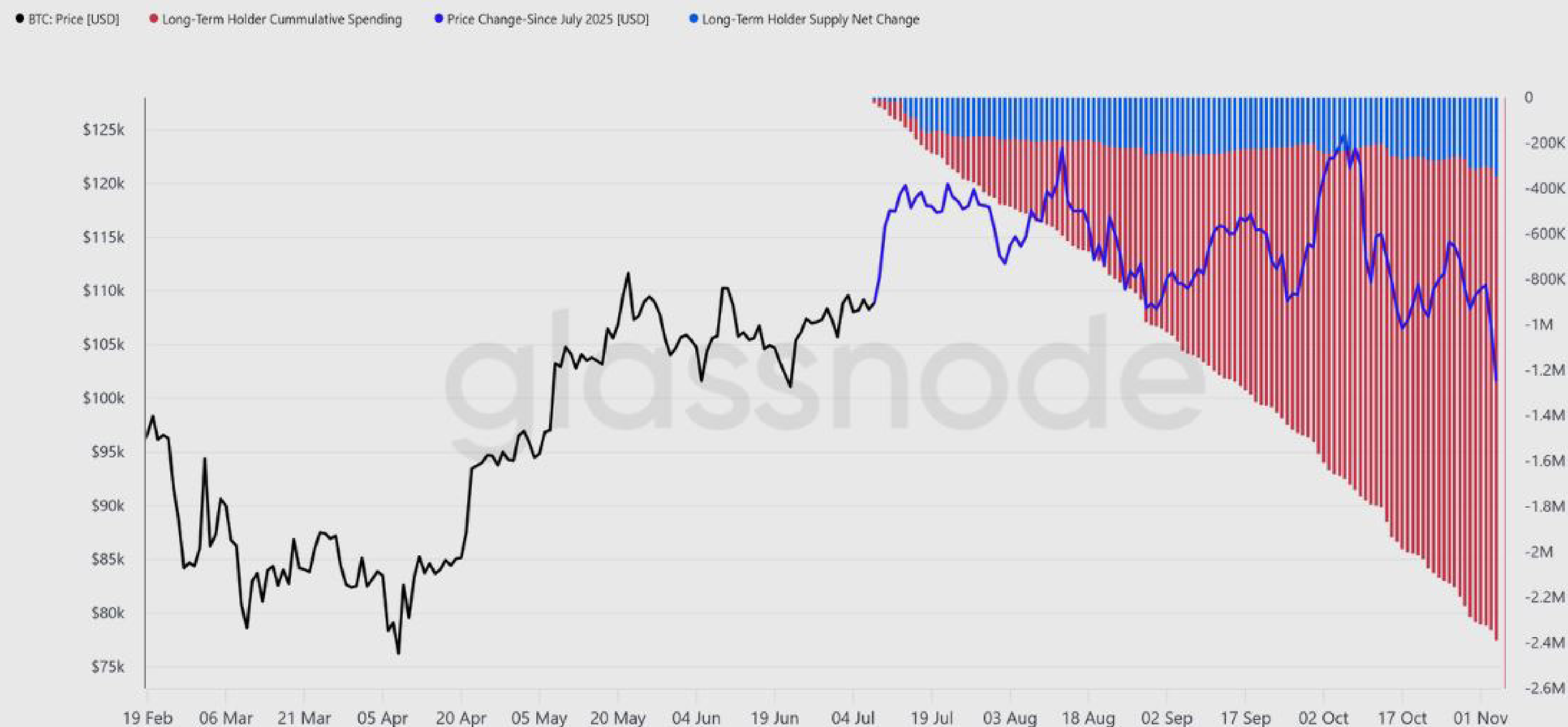
### شاخص long term holders spending & top formation

با وجود آن که شدت زیان ها در بازار همچنان محدود است و اصلاح فعلی تنها حدود ۲۱ درصد کمتر از سقف تاریخی ۱۲۶ هزار دلار قرار دارد، نشانه هایی از فشار فروش مداوم و آرام از سوی هولدرهای بلندمدت (LTHs) در بازار دیده می شود. این روند از **جولای ۲۰۲۵** آغاز شده و حتی با وجود رسیدن بیت کوین به سقف جدید در اوایل اکتبر ادامه یافته؛ اتفاقی که بسیاری از فعالان بازار را غافلگیر کرده است.

در این دوره، حجم دارایی نگهداری شده توسط هولدرهای بلندمدت حدود ۳۰۰ هزار بیت کوین کاهش یافته (از ۱۴.۷ میلیون به ۱۴.۴ میلیون BTC). نکته ی مهم آن است که برخلاف دوره های قبلی این چرخه، زمانی که این گروه معمولاً در رالی های صعودی اقدام به فروش می کردند، اکنون در شرایط ضعف بازار و کاهش قیمت ها دست به توزیع زده اند. به عبارتی، فروش فعلی نه در موج های قدرت، بلکه در فاز رکودی اتفاق می افتد، رفتاری که می تواند نشانه ای از **خستگی روانی و کاهش باور به ادامه ی روند صعودی** در میان سرمایه گذاران با سابقه باشد.



## Bitcoin: Long-Term Holders Spending & Top Formation



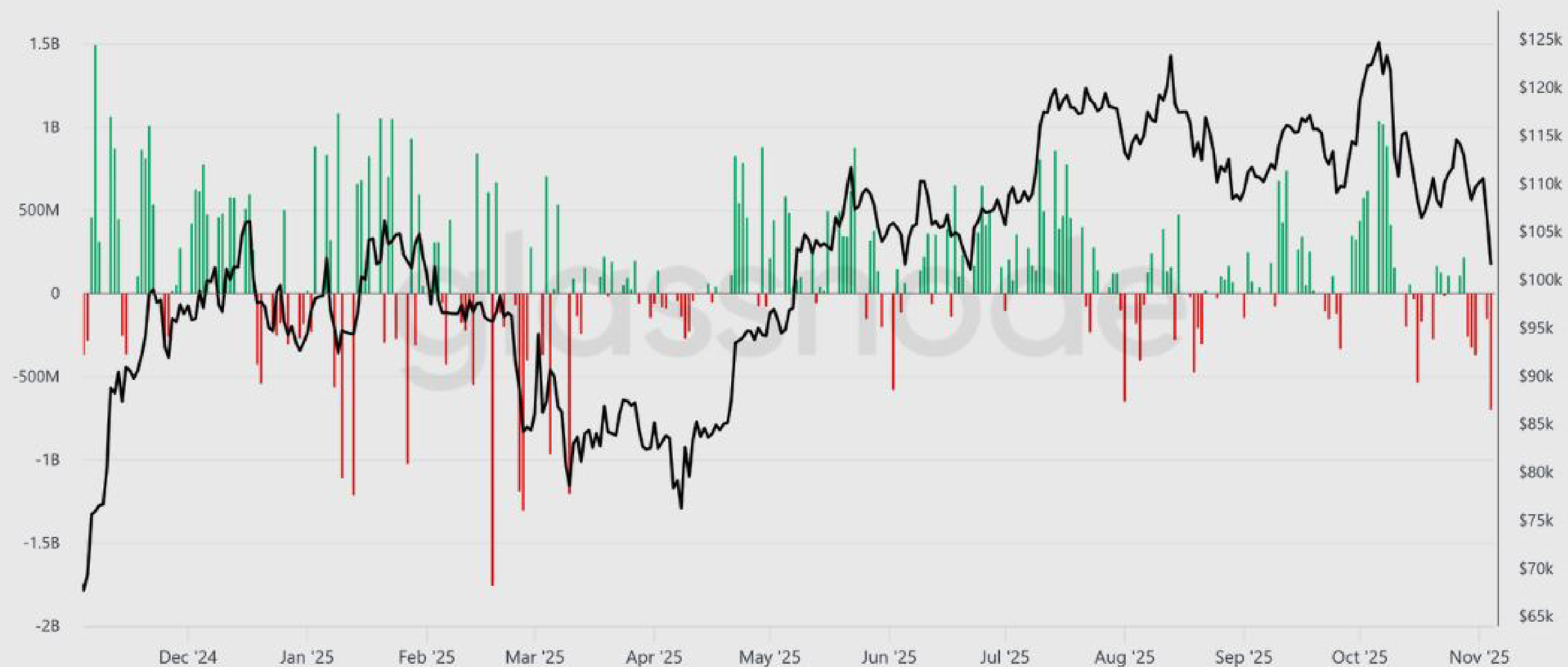


با تمرکز بر تقاضای سرمایه‌گذاران نهادی، داده‌های مربوط به صندوق‌های ETF اسپات بیت‌کوین در ایالات متحده نشان می‌دهند که طی دو هفته‌ی گذشته، روند قابل توجهی از خروج سرمایه‌های خالص (Net Outflows) شکل گرفته است. این صندوق‌ها روزانه بین ۱۵۰ تا ۷۰۰ میلیون دلار خروج سرمایه را ثبت کرده‌اند؛ وضعیتی که در تضاد کامل با موج ورود سرمایه قدرتمند در ماه سپتامبر و اوایل اکتبر قرار دارد، دوره‌ای که آن جریان‌های ورودی به حفظ و پایداری قیمت بیت‌کوین کمک می‌کردند. این تغییر جهت نشان‌دهنده‌ی کاهش تخصیص سرمایه از سوی نهادهای مالی بزرگ است؛ عواملی مانند شناسایی سود پس از رشدهای اخیر و کاهش تمایل برای ورود به موقعیت‌های جدید باعث شده‌اند فشار خرید کلی در صندوق‌های ETF کاهش یابد. افت فعالیت سرمایه‌گذاران نهادی به خوبی با ضعف عمومی بازار و افت قیمت‌ها همراه است و نشان می‌دهد که پس از چندین ماه انباشت مداوم، اکنون شاهد کاهش اعتماد و اطمینان سمت خریداران بزرگ (Buy-Side Conviction) هستیم، وضعیتی که عملاً به معنی خستگی سرمایه‌گذاران نهادی و کاهش نیروی محرکه‌ی رشد قیمت در کوتاه‌مدت است.



### BTC: US Spot ETF Net Flows [USD]

● BTC: US Spot ETF Net Flows [USD] ● BTC: US Spot ETF Net Flows [USD] ● BTC: Price [USD]





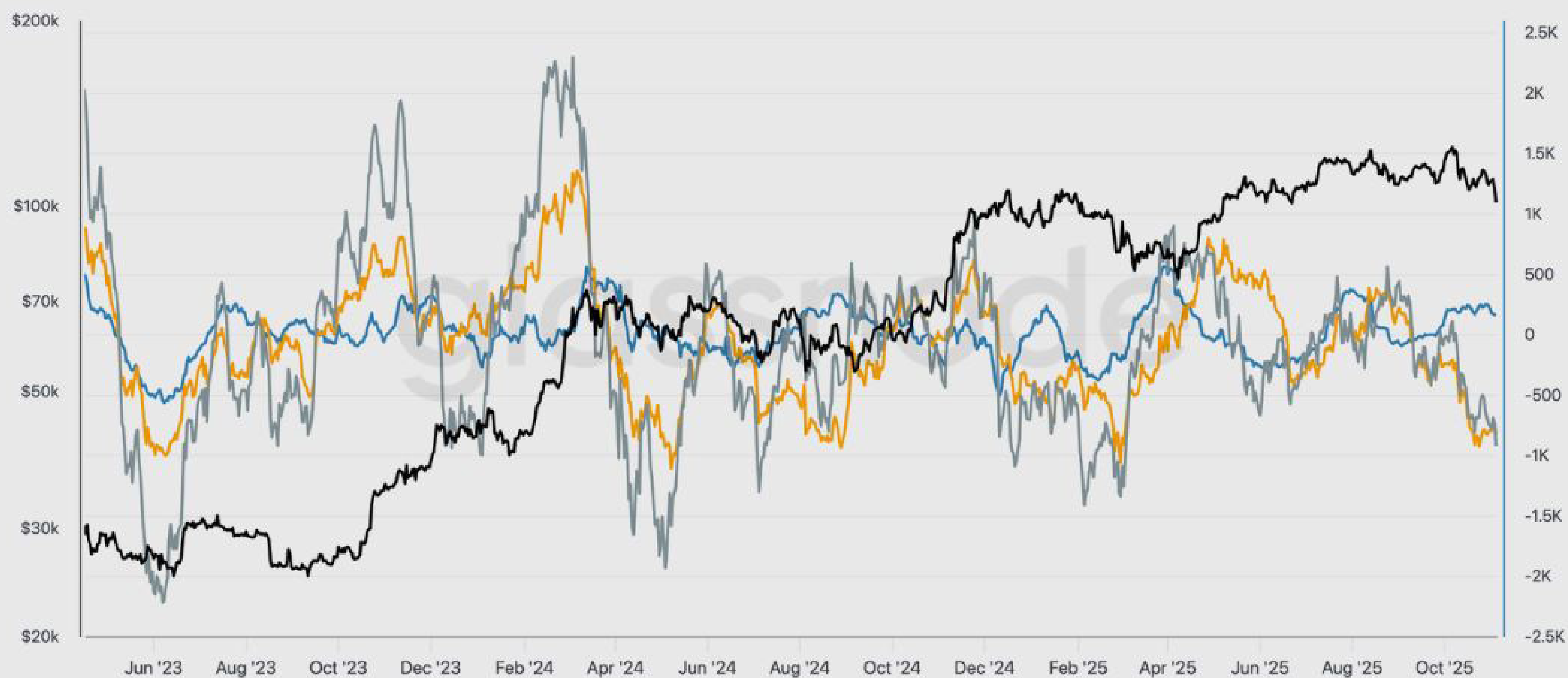
### شاخص cumulative volume delta bias

در ماه گذشته، فعالیت بازار اسپات بیت کوین به طور پیوسته **تضعیف** شده است، به گونه ای که شاخص **Cumulative Volume Delta (CVD)**، که جهت و شدت فشار خرید و فروش را در معاملات لحظه ای می سنجد، روندی نزولی را در طیف وسیعی از صرافی ها نشان می دهد. در حال حاضر، هم **CVD حساب شده در بایننس** و هم **CVD تجمیعی بازار اسپات** به ترتیب در محدوده ی ۸۲۲- **بیت کوین** و ۹۱۷- **بیت کوین** قرار دارند که بیانگر فشار خالص فروش و نبود تقاضای تهاجمی از سمت خریداران است. در مقابل، **Coinbase** نسبتاً خنثی تر عمل کرده و با عددی در حدود ۱۷۰+ **بیت کوین**، نشانه ی قابل توجهی از جذب فعال سفارش های خرید (Buy-Side Absorption) در خود ندارد. ضعف موجود در تقاضای اسپات کاملاً هم جهت با کاهش جریان ورودی سرمایه به **ETF های بیت کوین** است و در مجموع نشان دهنده ی افت اعتماد و تمایل سرمایه گذاران اختیاری (Discretionary Investors) نسبت به خرید و نگهداری بیت کوین در این مقطع است. با کنار هم قرار دادن این داده ها، تصویر کلی بازار به روشنی نشان می دهد که بیت کوین وارد مرحله ای از فضای خنک و محتاط معاملاتی (Cooling Market Tone) شده است؛ جایی که شدت علاقه ی خرید کاهش یافته و هرگونه رشد قیمتی با شناسایی سریع سود (Fast Profit-Taking) از سوی معامله گران روبه رو می شود.



## Spot Indicator: Cumulative Volume Delta Bias

● Coinbase Spot CVD Bias ● Binance Spot CVD Bias ● All Exchange Spot CVD Bias ● BTC: Price [USD]





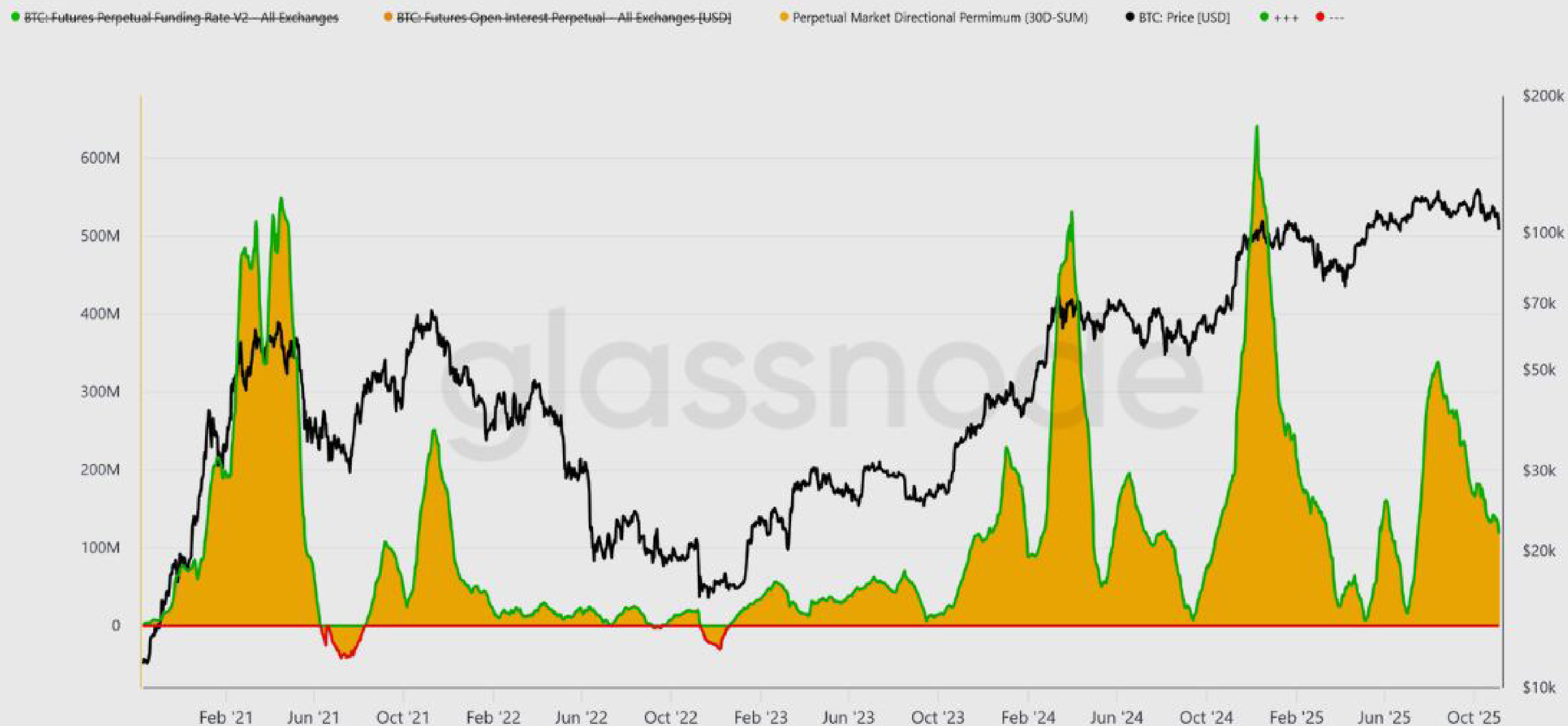
## شاخص perpetual market dirctional premium

در بازار مشتقات، شاخص “Perpetual Market Directional Premium” که بیانگر بهره‌ی پرداختی از سوی معامله‌گران دارای موقعیت لانگ برای حفظ موقعیت‌های خود است، طی ماه‌های اخیر به شکل محسوسی کاهش یافته است. این رقم از اوج ماه آوریل، یعنی حدود ۳۳۸ میلیون دلار در ماه، به سطح فعلی حدود ۱۱۸ میلیون دلار در ماه رسیده؛ کاهش چشمگیر که نشان‌دهنده‌ی تخلیه‌ی گسترده‌ی موقعیت‌های سفته‌بازی (Speculative Unwind) و افت ملموس در تمایل به ریسک‌پذیری در بازار است. پس از یک دوره‌ی طولانی از فاندینگ مثبت و قابل توجه در نیمه‌ی سال، روند نزولی پیوسته‌ی این شاخص نشان می‌دهد معامله‌گران در حال کاهش استفاده از اهرم‌های جهت‌دار (Directional Leverage) هستند و به جای موقعیت‌های هجومی در جهت صعود، اکنون رویکردی خنثی‌تر و محتاطانه‌تر اتخاذ کرده‌اند.

این تغییر رفتار تا حد زیادی با ضعف مشاهده‌شده در تقاضای اسپات و کاهش جریان سرمایه ETFها هماهنگ است و نشان می‌دهد بازار قراردادهای دائمی (Perpetual Futures) نیز از سوگیری خوش‌بینانه‌ی پیشین به سمت فضایی محتاط و محافظه‌کارانه (Risk-Off) در حال گذار است، وضعیتی که معمولاً در فازهای بازتنظیم چرخه‌ای و کاهش هیجان معاملاتی شکل می‌گیرد.



## Bitcoin: Perpetual Market Directional Premium





### شاخص options 25 delta skew

در حالی که قیمت بیت کوین در محدوده‌ی روانی ۱۰۰ هزار دلار نوسان می‌کند، داده‌های بازار اختیار معامله نشان می‌دهد که **سوگیری قراردادهای آپشن (Options Skew)** همچنان بیانگر تقاضای قوی برای قراردادهای فروش (Put Options) است، امری که در چنین موقعیت قیمتی، چندان دور از انتظار نیست.

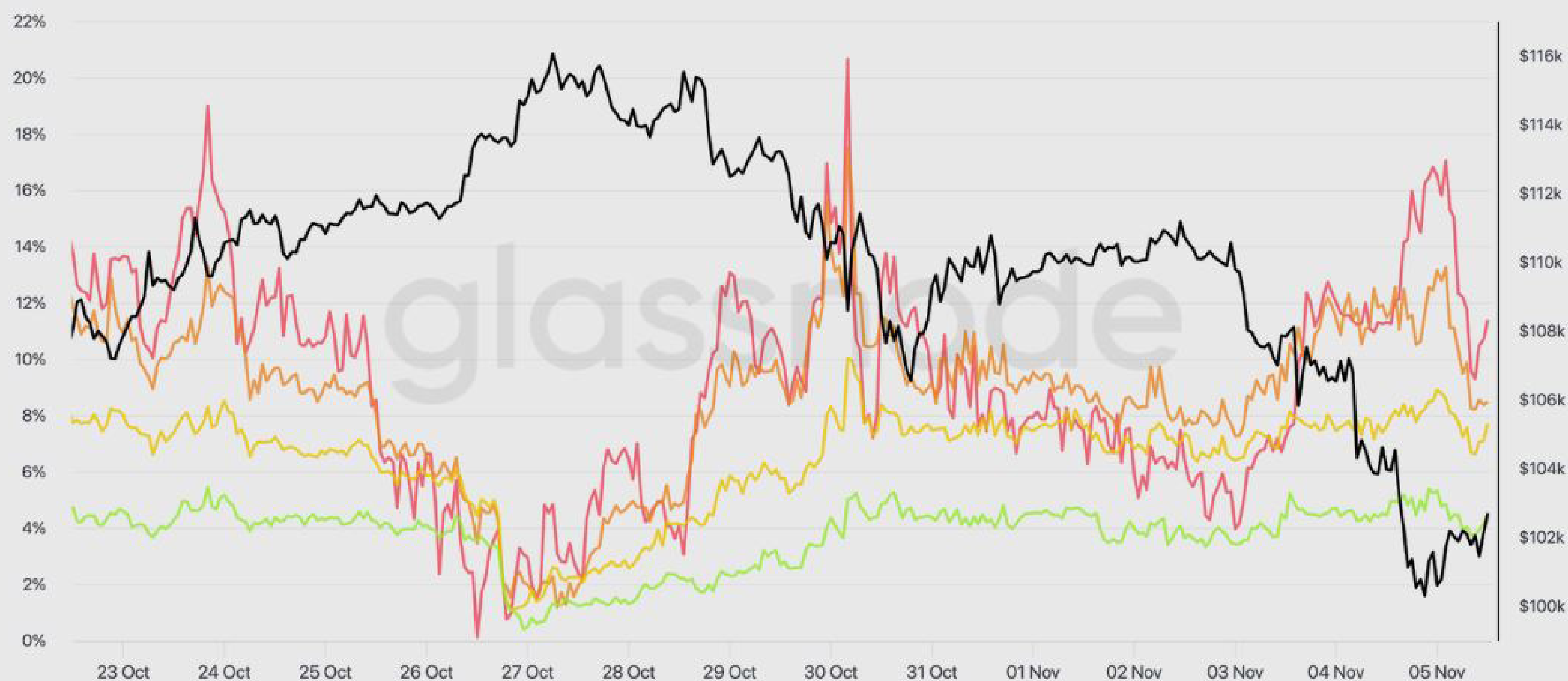
بررسی جزئیات بازار آپشن نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران موضعی برای بازگشت قیمتی یا خرید در کف (Buying the Dip) اتخاذ نکرده‌اند، بلکه برعکس، در حال پرداخت حق بیمه‌های بالاتر برای محافظت در برابر ریسک افت بیشتر قیمت هستند. افزایش بهای قراردادهای فروش در سطوح حمایتی کلیدی نشان‌دهنده‌ی آن است که معامله‌گران فعلاً تمرکز خود را بر پوشش ریسک و حفاظت از موقعیت‌ها گذاشته‌اند، نه بر انباشت یا خرید فعال.

به‌طور خلاصه، بازار همچنان در وضعیت هجینگ (Hedging) قرار دارد و نه جست‌وجوی کف قیمتی، دست‌کم هنوز نه.



BTC: Options 25 Delta Skew (All) - Deribit

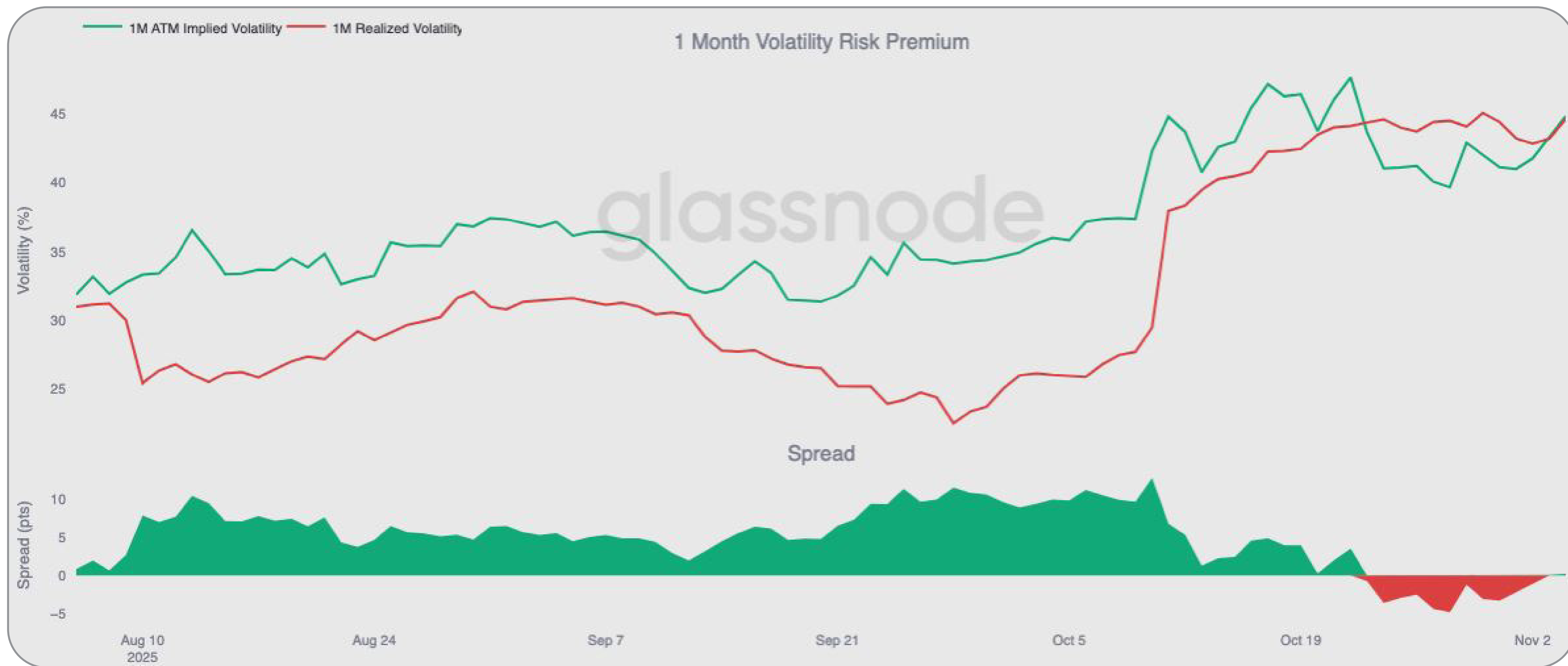
1 week 1 month 3 months 6 months BTC: Price [USD]





پس از ده روز متوالی در محدوده منفی، شاخص پرمیوم ریسک نوسان‌پذیری یک‌ماهه (One-Month Volatility Risk Premium) اکنون کمی به ناحیه مثبت بازگشته است. همان‌طور که پیش‌بینی می‌شد، این پرمیوم در یک فرآیند میانگین‌گرایی (Mean Reversion) به حالت تعادل بازگشت، و نوسان ضمنی (Implied Volatility) نیز پس از دوره‌ای دشوار برای فروشندگان گاما (Gamma Sellers) با افزایش قیمت بازتنظیم شد. این تغییر بیانگر بازاری است که همچنان زیرسایه‌ی احتیاط و محافظت قرار دارد؛ جایی که معامله‌گران حاضرند برای بیمه‌ی موقعیت‌های خود بهای بیشتری بپردازند، در حالی که مارکت‌میکرها (Market Makers) سمت مخالف این معاملات را پوشش می‌دهند.

نکته‌ی قابل توجه این است که همزمان با افت بیت‌کوین به سطح ۱۰۰ هزار دلار، نوسان ضمنی (Volatility) نیز افزایش یافته و این رشد دقیقاً با بازگشت موضع‌های دفاعی معامله‌گران (Renewed Defensive Positioning) همزمان بوده است، نشانه‌ای دیگر از تداوم فضای محتاط و ریسک‌گریز در شرایط فعلی بازار.





### شاخص options atm implied volatility

نوسان ضمنی کوتاه‌مدت (Short-term Implied Volatility) همچنان به‌صورت معکوس با حرکت قیمت در ارتباط نزدیک است. با فروش شدید بیت‌کوین، نوسان‌پذیری به‌طور محسوسی افزایش یافت؛ نوسان ضمنی یک‌هفته‌ای (1W) تا سطح ۵۴٪ اوج گرفت و سپس با شکل‌گیری حمایت در محدوده‌ی ۱۰۰ هزار دلار حدود ۱۰ واحد درصد عقب‌نشینی کرد. در سررسیدهای بلندتر نیز افزایش محسوس دیده شد؛ نوسان ضمنی یک‌ماهه حدود ۴ واحد درصد بالاتر رفت و در دوره‌ی شش‌ماهه (6M Tenor) افزایش حدود ۱.۵ واحد درصدی نسبت به سطح پیش از اصلاح (در حوالی ۱۱۰ هزار دلار) ثبت شد. این الگو، همان رابطه‌ی کلاسیک «افت سریع قیمت و جهش نوسان» را نشان می‌دهد، جایی که سقوط ناگهانی بازار، منجر به افزایش تند نوسان‌های کوتاه‌مدت می‌شود و معامله‌گران همچنان در فاز واکنش دفاعی قرار دارند.



BTC: Options ATM Implied Volatility - Deribit





بررسی پرمیوم اختیار فروش (Put Premium) در سطح قیمت ۱۰۰ هزار دلار دید دقیق‌تری از احساس فعلی بازار ارائه می‌دهد. طی دو هفته‌ی گذشته، پرمیوم خالص اختیار فروش به تدریج در حال افزایش بود و دیروز با شدت بیشتری جهش کرد؛ زیرا نگرانی‌ها از احتمال پایان چرخه‌ی صعودی افزایش یافت. این پرمیوم در جریان افت قیمت به طور قابل توجهی اوج گرفت و با وجود تثبیت بیت‌کوین در نزدیکی سطح حمایتی، همچنان در سطوح بالا معامله می‌شود.

این روند تأیید می‌کند که فعالیت‌های پوشش ریسک (Hedging) همچنان پررنگ است و معامله‌گران ترجیح می‌دهند گزینه‌ی **حفاظت در برابر ریسک** را انتخاب کنند، نه بازگشت به رفتارهای پرریسک یا خوش بینانه.



قیمت بیت کوین در هفته های اخیر از حدود ۱۱۲ هزار دلار به نزدیک ۱۰۰ هزار دلار کاهش یافته و بازار در وضعیت رکود خفیف قرار دارد، اما هنوز سقوط شدید یا ترس گسترده دیده نمی شود. حدود ۷۰٪ از دارندگان بیت کوین همچنان در سود هستند، بنابراین وضعیت کلی پایداری اما محتاطانه است.

از تابستان، سرمایه گذاران قدیمی و صندوق های بزرگ سرمایه گذاری شروع به فروش تدریجی کرده اند، که نشان دهنده کاهش اعتماد و کاهش تمایل به خرید است. حمایت بعدی قیمت می تواند حدود ۸۸ هزار دلار باشد و اگر قیمت دوباره از ۱۱۲ هزار دلار عبور کند، می تواند نشانه بازگشت تقاضا باشد.

در بازار آپشن، خرید اختیار فروش توسط معامله گران افزایش یافته که نشان دهنده رفتار دفاعی و تلاش برای محدود کردن ضرر است. در مجموع، بازار در تعادل شکننده ای قرار دارد و آینده آن بستگی به توانایی خریداران جدید برای جذب فروش ها و بازگرداندن قیمت به بالای ۱۱۲ هزار دلار دارد.



hafez.co

@HAFEZPLUS

HADAFHAFEZ

تهران، سعادت آباد، خیابان علامه شمالی،  
خیابان هجدهم غربی، پلاک ۳۰، طبقه ۳  
۰۲۱-۹۱۰۰ ۲۲۰۰