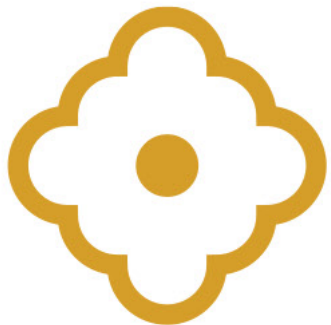




آنچین بیتکوین



هدف حافظ
مشاور سرمایه گذاری

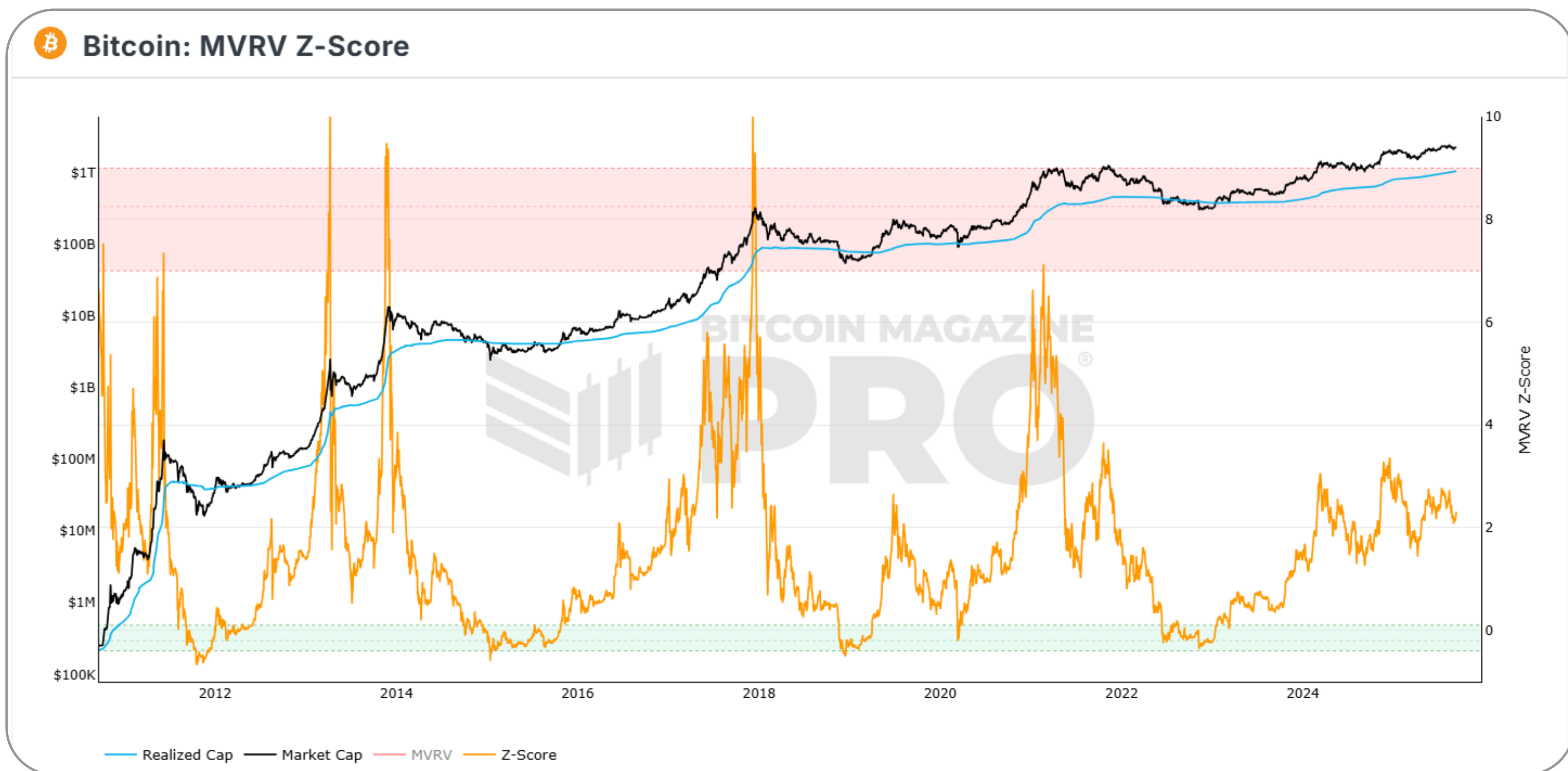
مقدمه

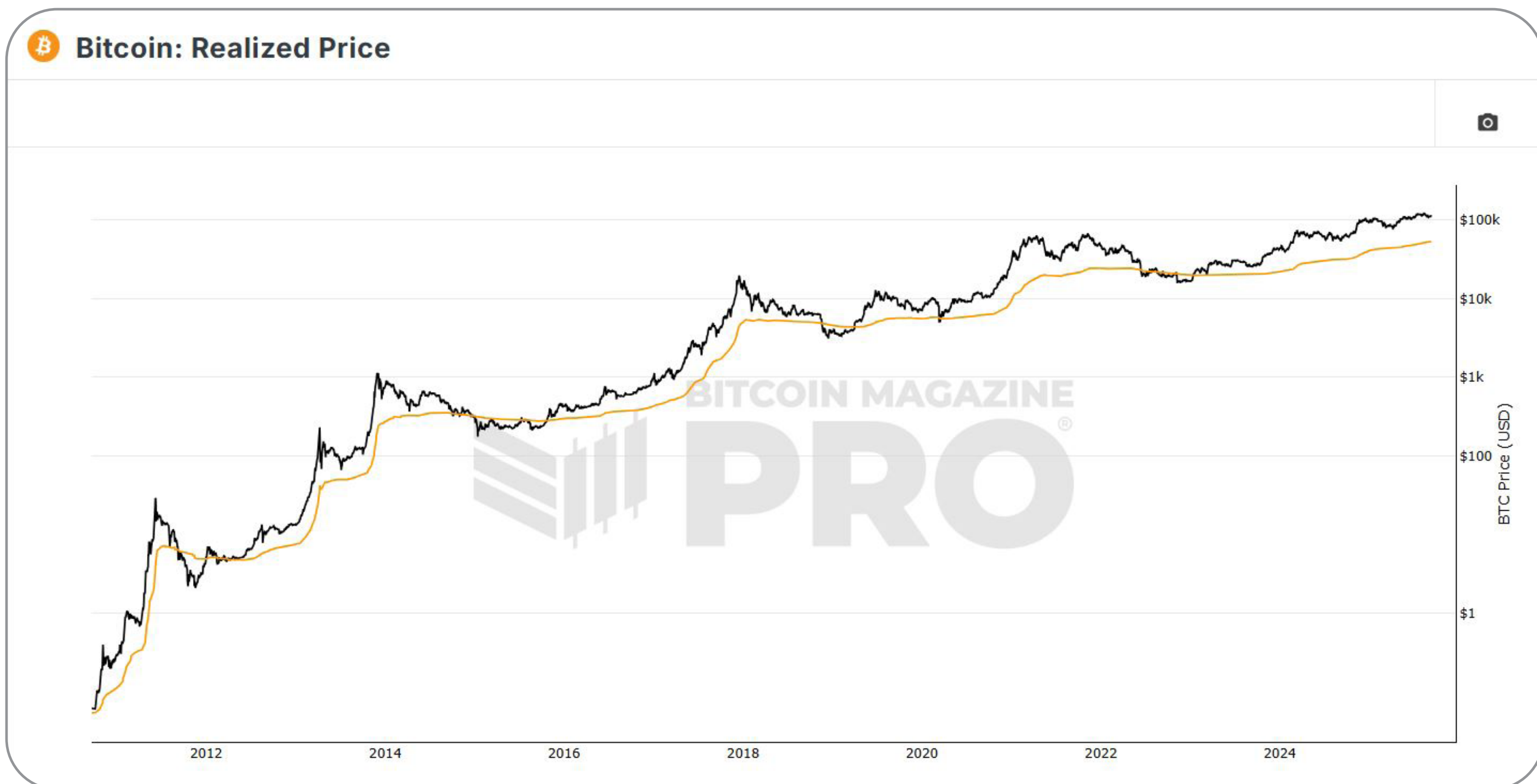
تحلیل آن‌چین (On-chain Analysis) روشی است برای بررسی رفتار بازار و سرمایه‌گذاران از طریق داده‌هایی که مستقیماً روی شبکه بلاکچین ثبت می‌شوند؛ داده‌هایی مثل حجم انتقال بیت‌کوین، هزینه خرید هولدرها، جریان ورود و خروج از صرافی‌ها و فعالیت کیف پول‌ها. این نوع تحلیل، برخلاف ابزارهای صرفاً تکنیکال، به ما تصویر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

در این گزارش، با استفاده از شاخص‌های مهمی مثل **MVRV Z-Score**، **Realized Price**، **SOPR**، جریان خالص صرافی‌ها، سود/زیان تحقق‌یافته، داده‌های ETF‌های اسپات و همچنین فعالیت بازارهای مشتقه (فیوچرز و آپشن)، تصویری جامع از وضعیت کنونی بیت‌کوین ترسیم کرده‌ایم. این ترکیب داده‌ها به ما کمک می‌کند بفهمیم بیت‌کوین در کدام مرحله از چرخه قیمتی خود قرار دارد و چه عواملی می‌توانند مسیرش را در کوتاه‌مدت و بلندمدت تغییر دهند.

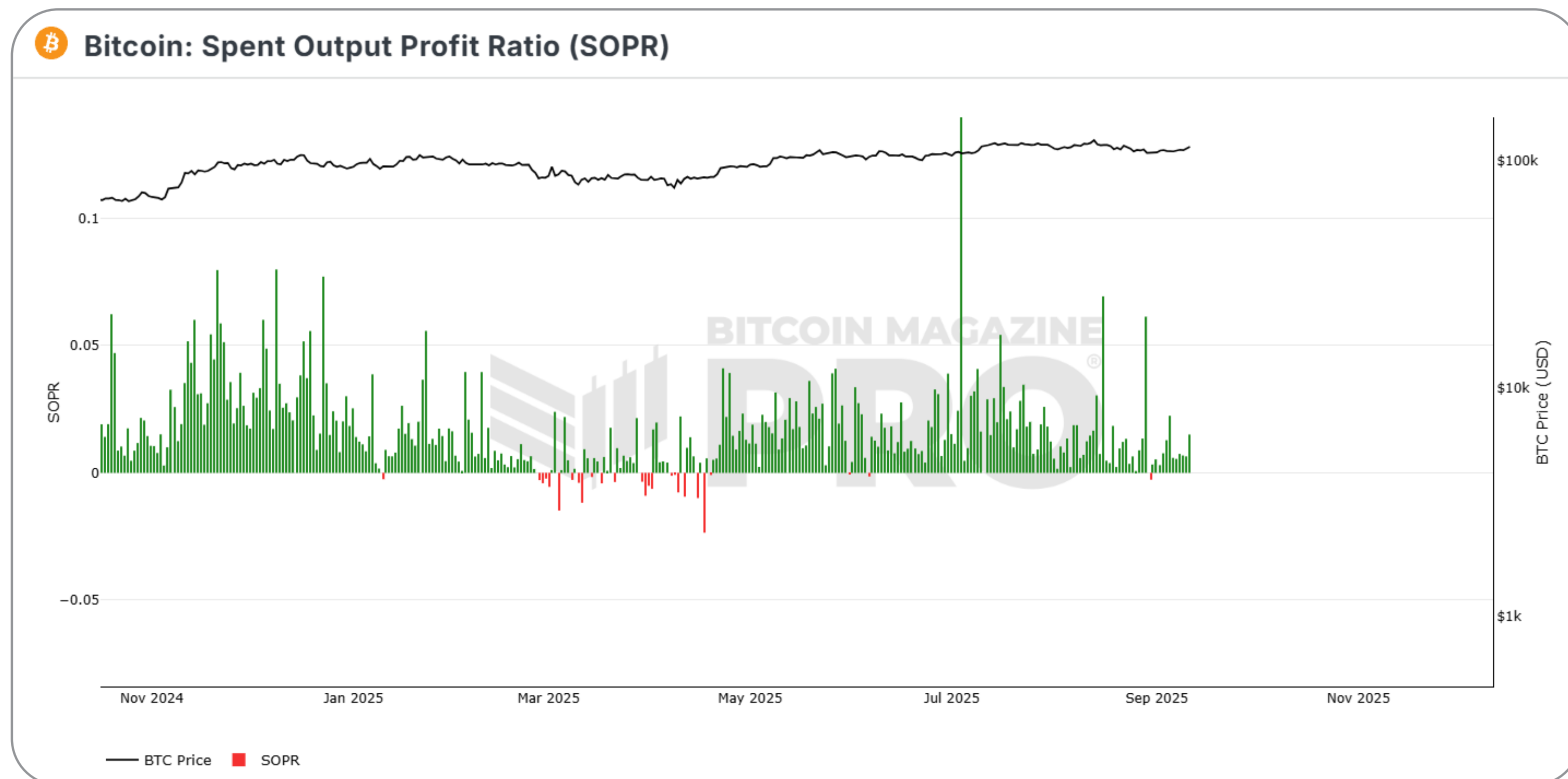


شاخص MVRV Z-Score اختلاف بین ارزش بازار و ارزش تحقق یافته بیت کوین را می‌سنجد و یکی از بهترین معیارها برای تشخیص فازهای اشباع خرید و فروش است. در حال حاضر، مقدار Z-Score در محدوده ۲ قرار دارد؛ یعنی هنوز فاصله زیادی تا محدوده حباب‌های تاریخی (بالای ۷) داریم. این شرایط معمولاً در میانه چرخه‌های صعودی رخ می‌دهد، جایی که بازار رشد کرده اما هنوز وارد فاز هیجانی و رشد ناپایدار نشده است. نتیجه‌گیری مهم این است که از نظر تاریخی، فضای ادامه روند بلندمدت همچنان باز است، حتی اگر در کوتاه مدت اصلاحاتی رخ دهد.

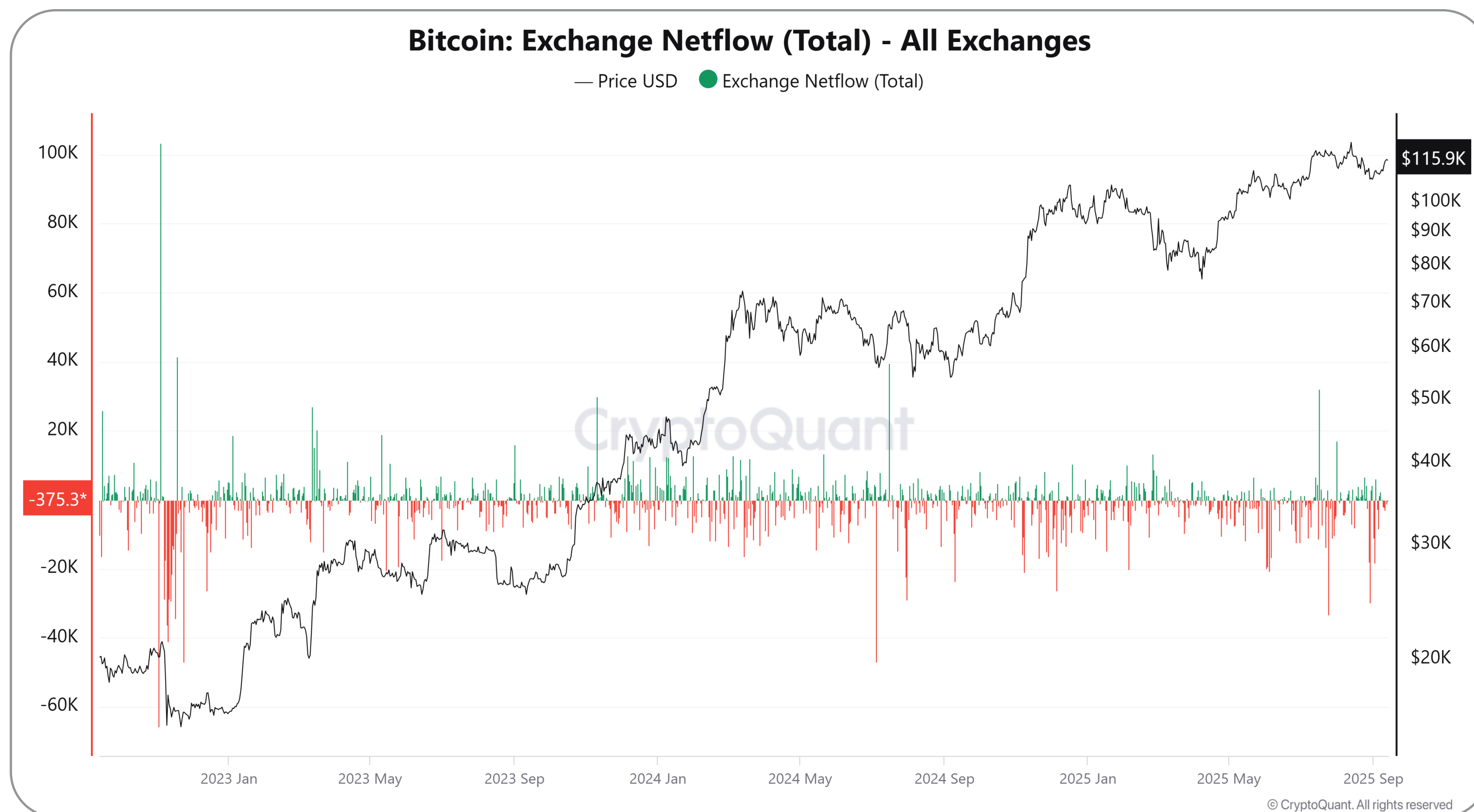




قیمت تحقق‌یافته به زبان ساده، میانگین تمام قیمت‌هایی است که بیت‌کوین‌ها آخرین بار در آن جابه‌جا شده‌اند. وقتی قیمت بازار بالاتر از این شاخص قرار دارد، اکثریت سرمایه‌گذاران در سود هستند و اعتماد بیشتری برای نگهداری دارند. اکنون بیت‌کوین همچنان بالای این سطح معامله می‌شود که نشان می‌دهد ساختار بولیش (صعودی) پابرجاست. در چرخه‌های گذشته، بازگشت قیمت به این سطح معمولاً فرصت خرید ایجاد می‌کرد؛ بنابراین تا زمانی که بازار بالای آن تثبیت داشته باشد، جهت‌گیری بزرگ بازار همچنان مثبت ارزیابی می‌شود.



SOPR مخفف «Spent Output Profit Ratio» است و به ما می‌گوید آیا بیت‌کوین‌های فروخته شده با سود بوده‌اند یا با زیان. در ماه‌های اخیر، بیشتر داده‌ها در محدوده مثبت بوده‌اند که یعنی فروشندگان عمدتاً در سود بوده‌اند. دوره‌های کوتاه ورود به محدوده منفی نشان‌دهنده فازهای «شست‌وشوی سود کوتاه مدت» است؛ یعنی عده‌ای برای مدت کوتاه با ضرر کوچک خارج می‌شوند، اما این اتفاق بیشتر جنبه تثبیت بازار دارد تا آغاز یک روند نزولی بزرگ.



جریان خالص منفی در صرافی‌ها به معنای خروج بیت‌کوین از کیف پول‌های صرافی است که معمولاً سیگنالی از کاهش عرضه قابل معامله و افزایش تمایل به نگهداری بلندمدت است. در ماه‌های گذشته، خروج سرمایه از صرافی‌ها همچنان غالب بوده و حتی اخیراً در نزدیکی محدوده ۱۱۵ هزار دلار شاهد خروج‌های بزرگ بوده‌ایم. این یعنی با وجود تثبیت قیمت، سرمایه‌گذاران همچنان تمایل دارند دارایی خود را از دسترس فروش سریع خارج کنند، که می‌تواند پشتوانه‌ای برای ادامه روند صعودی باشد.

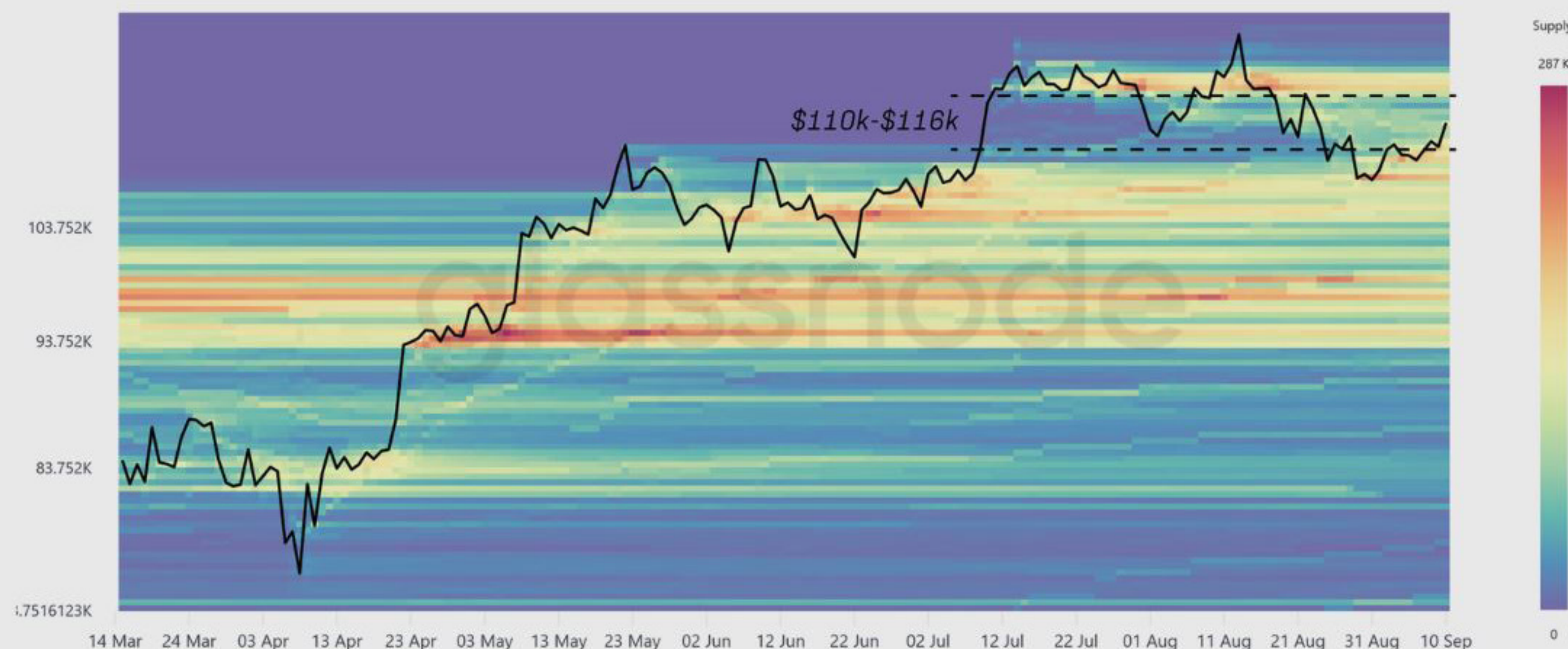


تحلیل هزینه خرید بیت‌کوین نشان می‌دهد که بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاران دارایی خود را در محدوده ۱۱۰ تا ۱۱۴ هزار دلار تهیه کرده‌اند. این امر نشان می‌دهد که در صورت بازگشت قیمت به این محدوده، احتمال فعال شدن فروشندگان یا سرمایه‌گذارانی که تمایل به جلوگیری از ضرر دارند، بالاست و بنابراین این سطح به عنوان یک حمایت قوی عمل می‌کند.

از سوی دیگر، محدوده عرضه بعدی نزدیک ۱۱۷ هزار دلار قرار دارد. عبور قیمت از این سطح ممکن است با افزایش فشار فروش همراه شود و مانع رشد بیشتر قیمت گردد؛ به عبارت دیگر، این محدوده می‌تواند به عنوان یک مقاومت مهم عمل کند.

BTC: Cost Basis Distribution Heatmap

● BTC: Cost Basis Distribution Heatmap

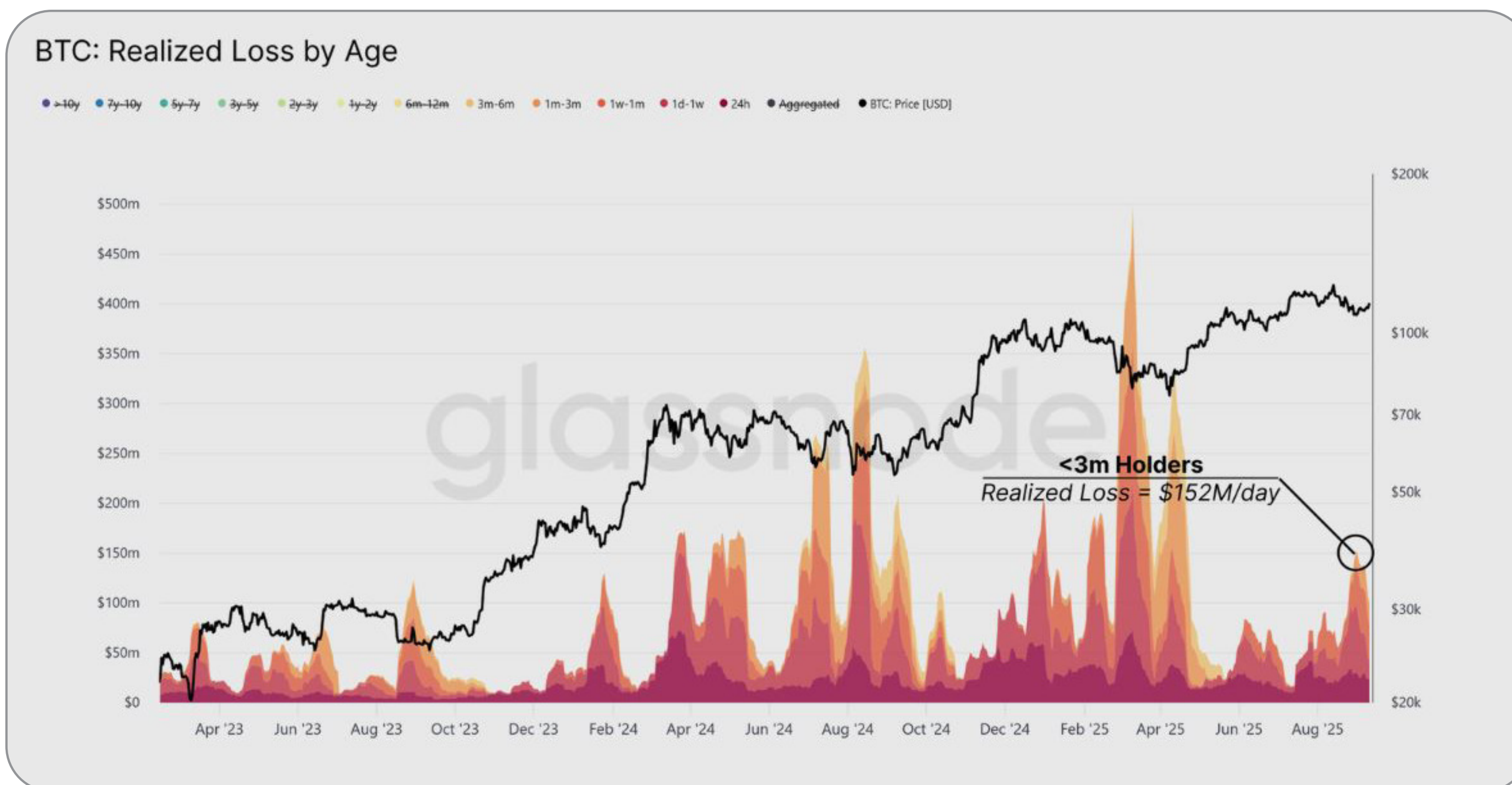




شاخص Realized loss by age (فشار فروش ناشی از خریداران سقف اخیر)

داده‌ها نشان می‌دهد هولدرهای تا ۳ ماهه روزانه تا سقف ۱۵۲ میلیون دلار زیان محقق کرده‌اند (بر مبنای SMA ۱۴ روزه). این رفتار مشابه دوره‌های فشار روانی آوریل ۲۰۲۴ و ژانویه ۲۰۲۵ است که خریداران اوج قیمت به‌طور مشابه دچار تسلیم شدند.

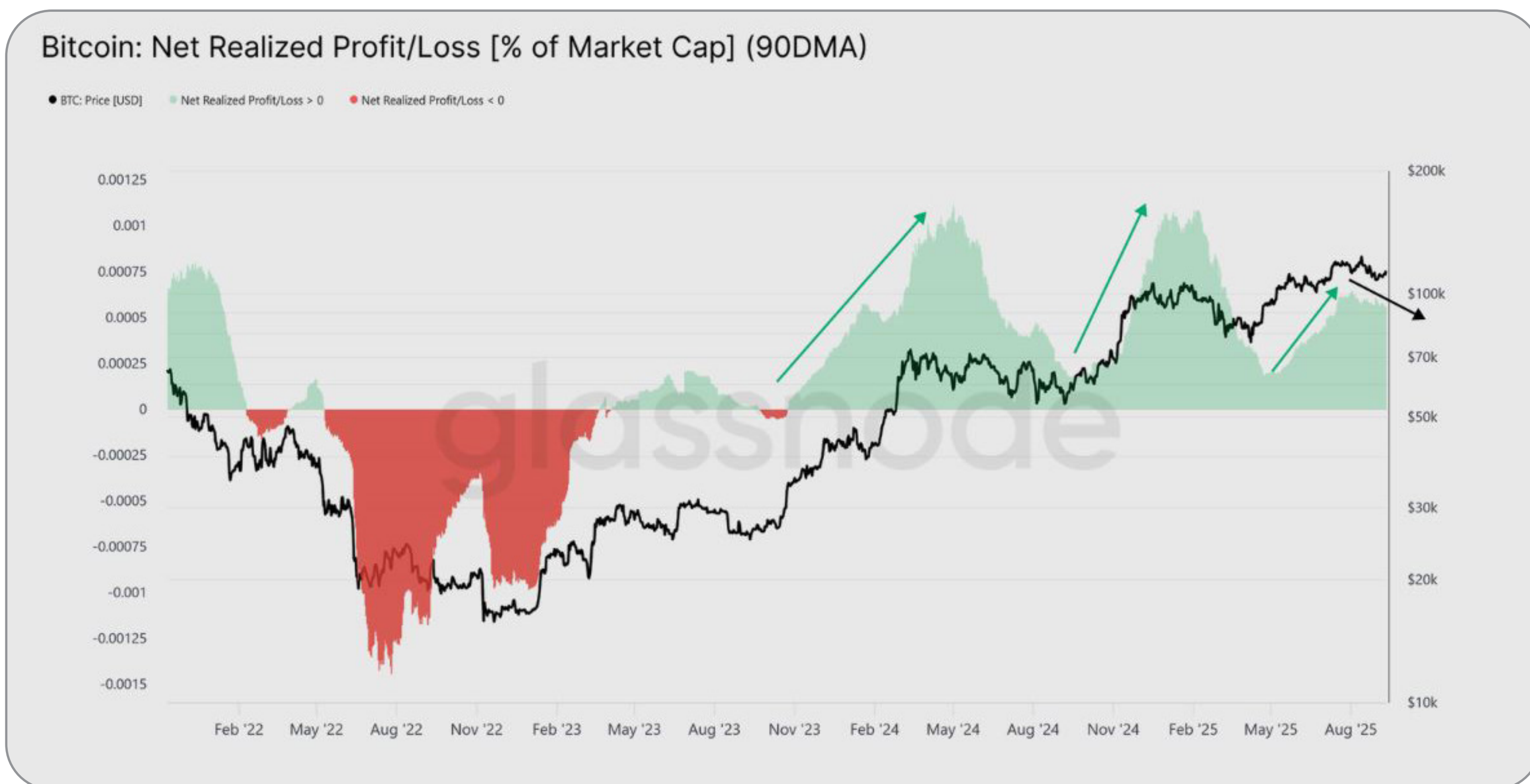
برای ازسرگیری رالی میان‌مدت، تقاضا باید به اندازه‌ای قوی باشد که بتواند این موج زیان‌فروشی را جذب کند. تأیید بازگشت روند صعودی زمانی حاصل می‌شود که قیمت بالای ۱۱۴ هزار دلار تثبیت شود، چرا که این سطح می‌تواند اعتماد را احیا کرده و جریان ورودی سرمایه‌های جدید را دوباره فعال سازد.





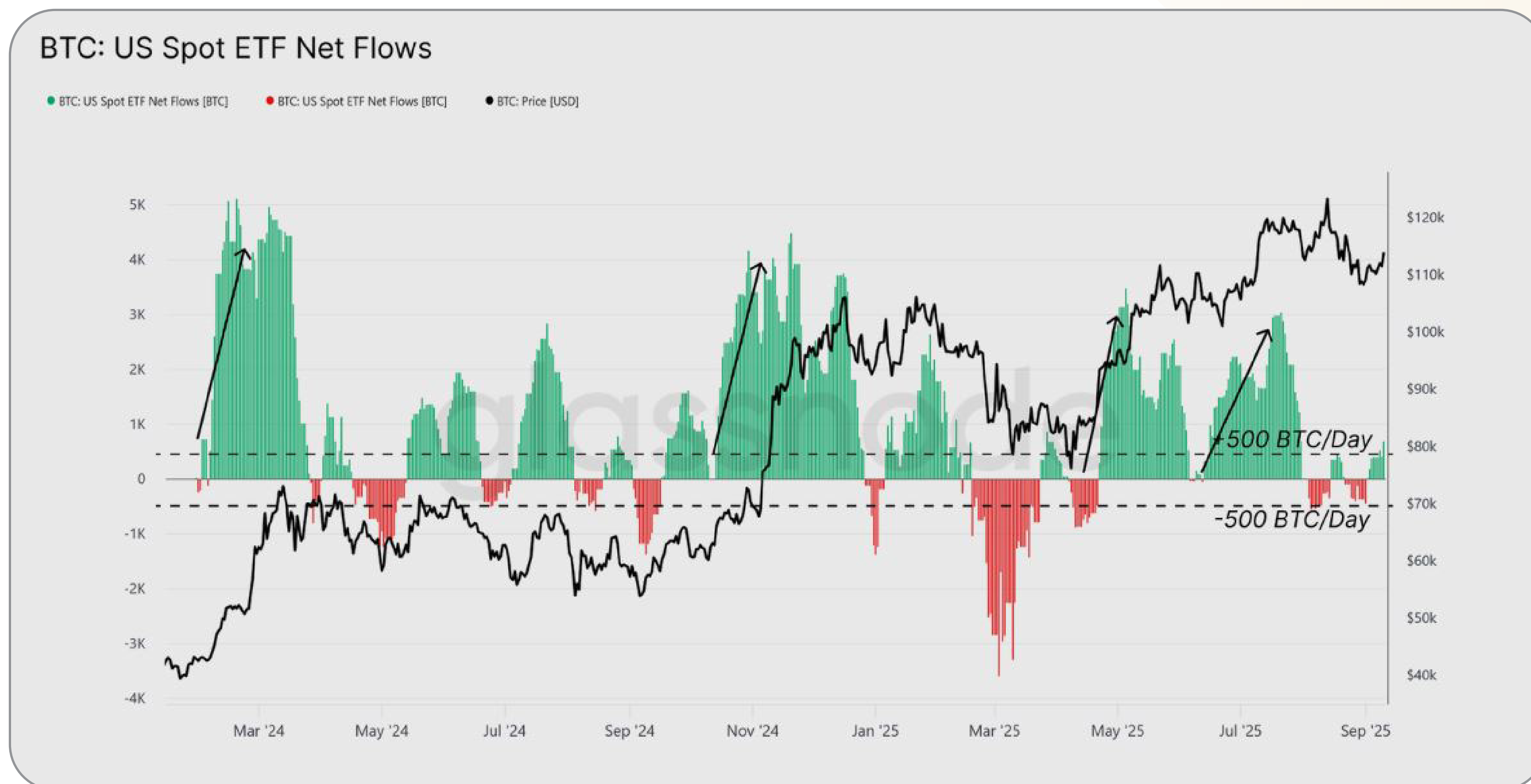
شاخص Net Realized Profit/Loss (قدرت خریداران مقابل موج فروش)

شاخص سود تحقق یافته خالص به عنوان درصدی از ارزش بازار، ابزار سنجش این ظرفیت است. میانگین متحرک ۹۰ روزه این شاخص در اوج رالی آگوست به ۰٫۰۶۵٪ رسید و از آن زمان روند نزولی ملایمی داشته است. با این حال، سطح فعلی همچنان بالاست و نشان می‌دهد که جریان ورودی نقدینگی هنوز به عنوان پشتوانه عمل می‌کند. تا زمانی که قیمت بالای ۱۰۸ هزار دلار تثبیت دارد، زمینه نقدینگی بازار سازنده باقی می‌ماند؛ اما شکست این سطح می‌تواند ورودی سرمایه را تضعیف کرده و ادامه رالی را متوقف سازد.





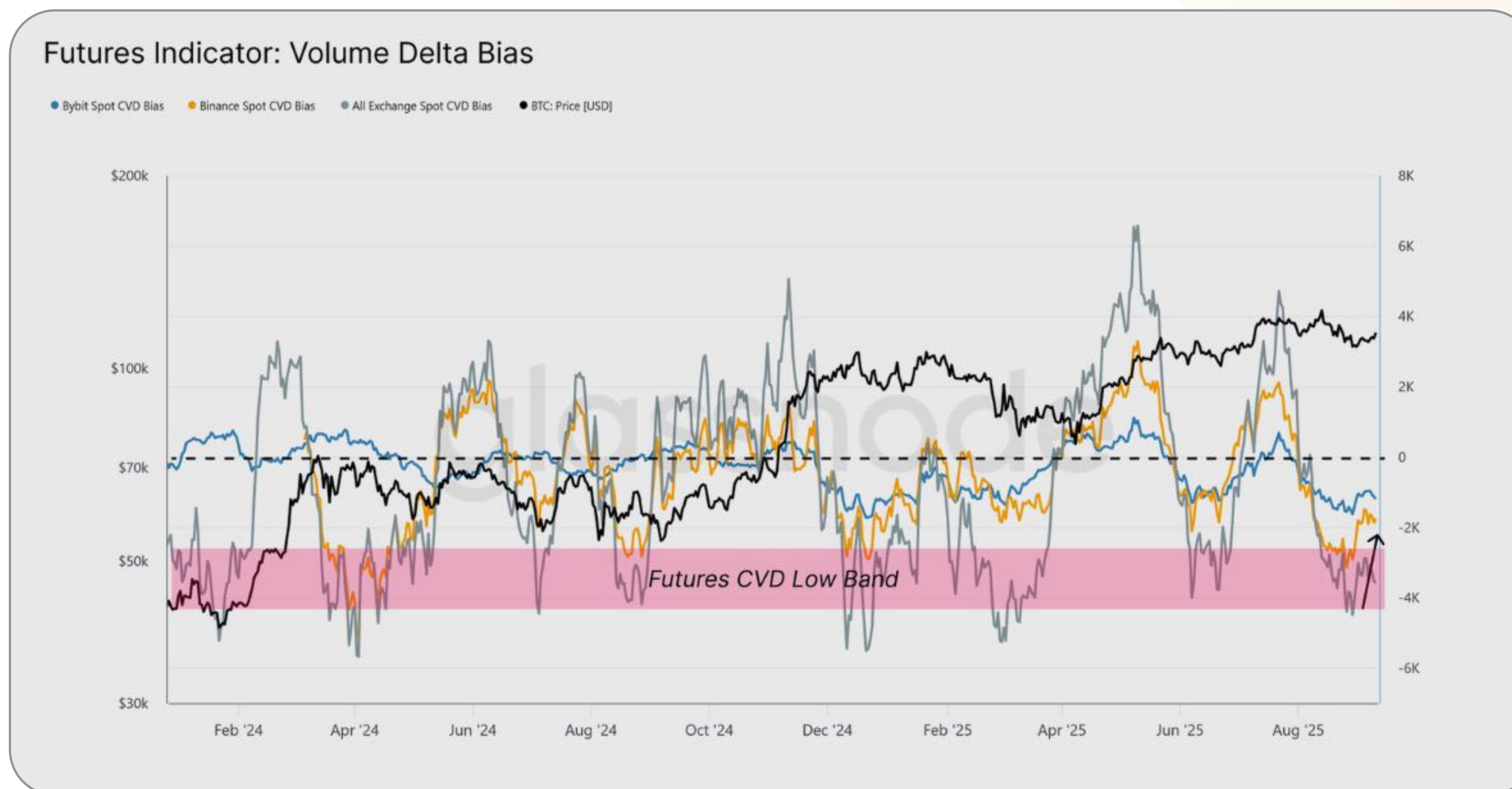
شاخص **Us spot etf net flows** (کاهش شتاب ورودی سرمایه از مسیر ETF ها)





فرا تر از جریان های آنچین، ارزیابی تقاضای بیرونی از طریق ETF ها اهمیت بالایی دارد؛ چرا که این ابزارها در این چرخه یکی از موتورهای اصلی رشد قیمت بوده اند.

از اوایل آگوست، جریان خالص ETF های اسپات بیت کوین در آمریکا به شدت کاهش یافته و اکنون حوالی ± 500 بیت کوین در روز (بر اساس میانگین متحرک ۱۴ روزه) نوسان می کند. این میزان به مراتب پایین تر از شدت ورودی هایی است که رالی های صعودی قبلی را پشتیبانی می کرد. افت این جریان ها نشان دهنده کاهش تمایل سرمایه گذاران افت این جریان ها نشان دهنده کاهش تمایل سرمایه گذاران بازاری های مالی سنتی بوده و با توجه به نقش محوری ETF ها در تأمین سوخت صعود، این کندي می تواند شکنندگی ساختار فعلی بازار را افزایش دهد.



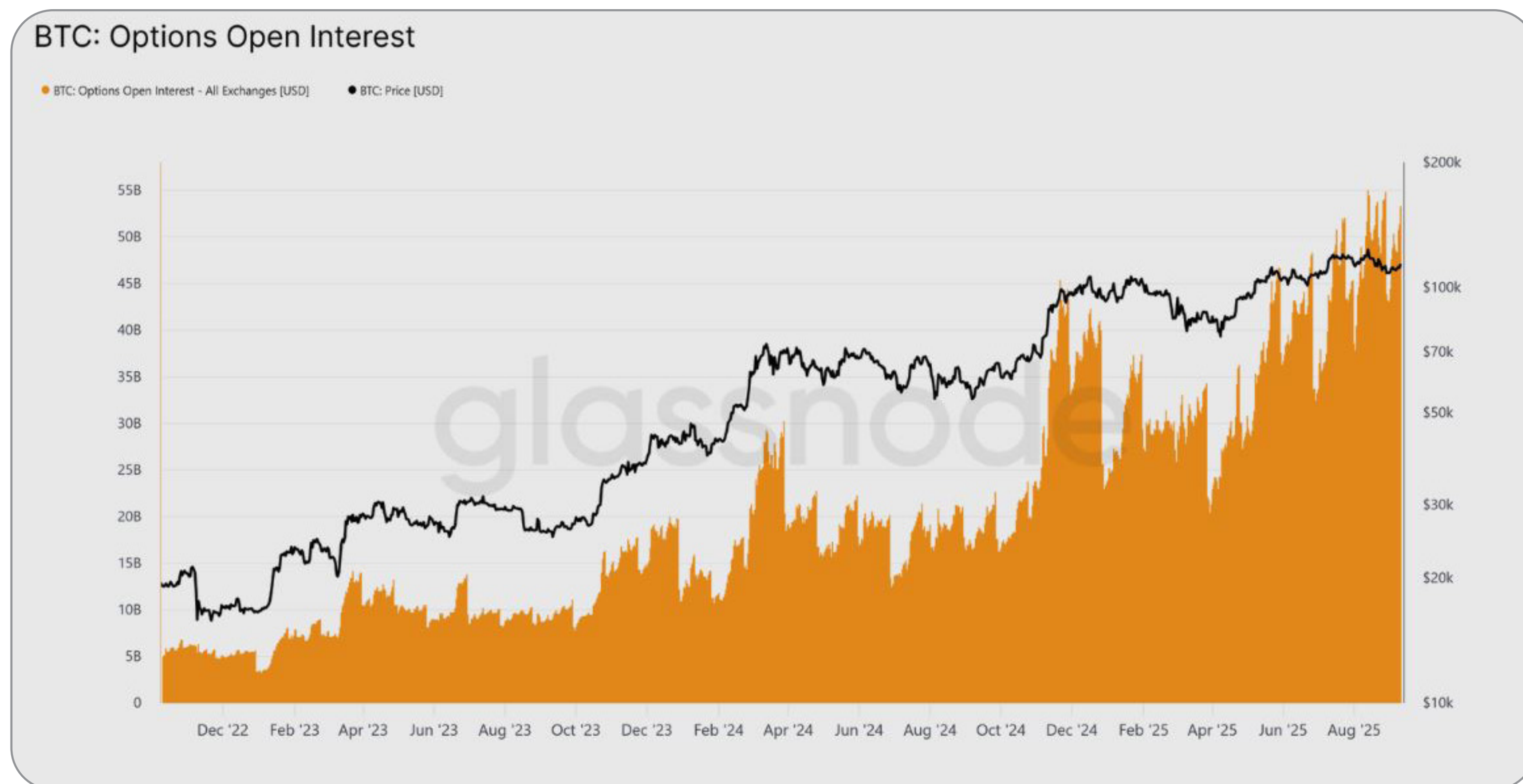


با کاهش نقدینگی آنچین و افت تقاضا از مسیر ETF ها، حالا نگاه ها به بازار مشتقات دوخته شده است؛ جایی که معمولاً وقتی جریان اسپات ضعیف می شود، تعیین کننده مسیر کوتاه مدت بازار می شود.

شاخص Volume Delta Bias که انحراف حجم تجمعی معاملات از میانگین ۹۰ روزه را می سنجد، پس از بازگشت قیمت از سطح ۱۰۸ هزار دلار بهبود یافته است. این تغییر نشان می دهد فروشندگان در صرافی هایی مانند بایننس و بای بیت به مرحله ی خستگی رسیده اند و معامله گران بازار آتی، بخش بزرگی از فشار فروش اخیر را جذب کرده اند. در ادامه، رصد دقیق موقعیت گیری ها در بازار مشتقات، در شرایط فعلی کاهش نقدینگی اسپات، برای پیش بینی روند بعدی بازار حیاتی خواهد بود.



شاخص Options open interest (نقش بازار آپشن در مدیریت ریسک)

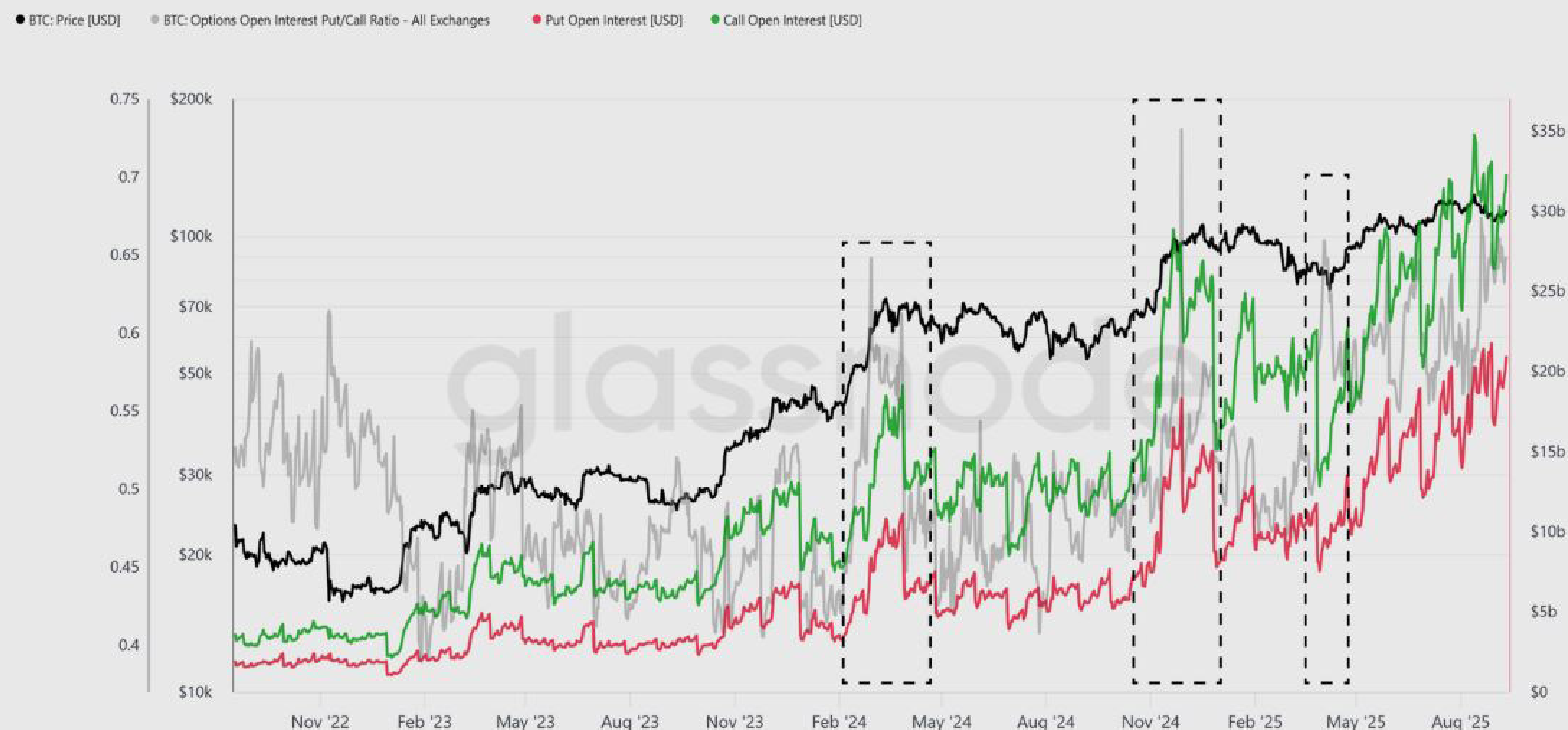


افزایش چشمگیر بهره‌باز (Open Interest) در بازار آپشن بیت‌کوین به اوج تاریخی رسیده و نشان‌دهنده اهمیت فزاینده این ابزار برای سرمایه‌گذاران است. با وجود دسترسی مستقیم از طریق ETF های اسپات، بسیاری از مؤسسات ترجیح می‌دهند برای مدیریت ریسک از ابزارهایی مانند پوت‌های محافظتی، کال‌های پوششی یا ساختارهای با ریسک محدود استفاده کنند. این روند نشان می‌دهد که بازار آپشن به یکی از محورهای اصلی استراتژی‌های پوشش ریسک و شکل‌دهی به پوزیشن‌ها در قیمت‌های فعلی تبدیل شده است.



شاخص Options put/Call open interest (غلبه تقاضای آپشن‌های خرید بر فروش)

Options Put/Call Open Interest



ترکیب بهره‌باز در بازار اختیار معامله بیت‌کوین نشان می‌دهد که نسبت قراردادهای خرید (Call) به فروش (Put) در مقاطع شکل‌گیری سقف‌ها به‌طور محسوسی بالاتر بوده است. این الگو بیانگر تمایل غالب بازار به سناریوهای صعودی، در عین حفظ ابزارهای پوشش ریسک، و نشانه‌ای از ساختار متعادل تر و مدیریت شده‌تر بازار است؛ ساختاری که می‌تواند شدت جهش‌های هیجانی یا ریزش‌های ناگهانی را تعدیل کند.

بیت‌کوین فعلاً در فاز میانه چرخه صعودی قرار دارد، جایی که هولدرهای بلندمدت هنوز انگیزه‌ای جدی برای فروش ندارند و ساختار حمایتی قیمت پایدار است. با این حال، کمبود ورود نقدینگی جدید از کانال بازارهای سنتی و تمرکز قدرت در دست فعالان مشتقه، ریسک نوسانات سریع و کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد. تا زمانی که قیمت بالای محدوده ۱۰۸-۱۱۲ هزار دلار تثبیت داشته باشد و فشار فروش هولدرهای کوتاه‌مدت جذب شود، مسیر بازار به سمت سقف‌های جدید باز است؛ اما هر شکست جدی این محدوده می‌تواند جرقه‌ی یک اصلاح عمیق‌تر را بزند.



hafez.co

@HAFEZPLUS

HADAFHAFEZ

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