

# Strategy (MSTR) 比特币财库深度研究

比特币财库公司 · 债务结构 · 强平风险压力测试

Strategy 没有传统意义上的强平价——所有债务均为无抵押、比特币从未质押。真正的风险不是“币价跌到某价位被斩仓”，而是 mNAV 跌破 1.0、股票增发引擎熄火、而每年约 17 亿美元优先股股息仍须刚性兑付时，被迫卖币的反身性螺旋。临界考验在 2027 年，而非某个具体币价。

## 一、核心结论与数据速览

把 Strategy 看成"一只带每年约 17 亿美元刚性股息负担的、加杠杆的比特币 ETF", 而不是科技股。软件主业 (约 5 亿美元收入) 只是个壳。它的命脉是 mNAV: mNAV > 1.5 时是印钞机, mNAV → 1.0 时引擎熄火。当前约 1.2x, 处于历史低位警戒区。

数据截至 2026 年 6 月初 · 比特币现价约 \$63,000 · MSTR 股价约 \$159 · mNAV ≈ 1.23—1.28x

关键指标	数值	状态
比特币持仓	843,706 枚 (占全球已挖出 ~4.2%)	●
平均买入成本	约 \$75,700 / 枚	●
当前币价	约 \$63,000 (已跌破成本)	●
未实现浮亏	约 -\$10.8B (六年来最大账面亏损)	●
可转债余额	\$6.75B (全部无抵押)	●
优先股余额	\$15.5B (永续、无到期日)	●
年度刚性现金支出	约 \$1.71B (其中 98% 为优先股股息)	●
软件主业收入	约 \$0.5B / 年	●
现金储备	约 \$0.9B (约够 7 个月)	●
有担保债务 / 强平价	0 / 不存在	●

**一句话结论:** 不存在"一砸就崩"的强平点; 真正危险的是慢性失血式的融资反身性螺旋。在 mNAV 被彻底击穿之前, 没有迫在眉睫的崩盘风险——但 2027 年是它从"净买家"转为"净卖家"的分水岭。

## 二、比特币持仓

项目	数值
持有数量	约 843,706 枚 BTC (截至 2026/6/1)
总买入成本	约 \$63.9 billion
平均买入价	约 \$75,700 / 枚
当前市值	约 \$53 billion (按 \$63,000)
未实现浮亏	约 -\$10.8 billion

币价已跌破平均成本，公司目前整体套牢。2026 年 Q1 在公允价值会计下录得约 \$125.4 亿账面重估亏损，直接打进利润表。

### 数据冲突提示

部分网站（如 bitbo.io）显示“均价 \$66,384、总成本 \$33.1B”——这是被冻结的陈旧数据： $\$33.1B \div \$66,384 \approx 49.9$  万枚，恰好是 2025 年 2 月的持仓水平。此后又买入约 34 万枚（多在 \$80K—\$110K 区间），把均价拉高到约 \$75,700。因此 \$66,384 是过时均价，\$75,700 才是当前真实成本（ $843,738 \text{ 枚} \times \$75,700 \approx \$63.9B$ ，与 \$10.8B 浮亏完全自治）。

## 三、债务与资本结构

Strategy 的“债”分两层：可转债（真正的债）+ 永续优先股（会计上是权益，但每年要付固定股息，实质是类债负担）。

### 3.1 规模总览

类别	历史峰值	当前余额	性质
可转换优先票据	约 \$8.2B	\$6.75B	无抵押（2026/5 回购 \$1.38B）
永续优先股 (STRK/STRF/STRD/STRC/STRE)	—	\$15.5B	无抵押、永续
合计资本市场负债	—	约 \$22.2B	—
6.125% 有担保高级票据 \$500M	\$500M	0 (2024 已提前赎回)	唯一有担保票据，已还清
Silvergate 有担保贷款 \$205M	\$205M	0 (2023 已提前偿还)	唯一质押 BTC 贷款，已还清

**关键点：**目前 0 有担保债务。仅有的两笔曾“押币”的债已全部提前清偿——这是它“无强平价”的根本原因。

### 3.2 可转债到期时间表

到期	本金	票息	年息	状态
2027/02	\$1.05B	~0%	~\$0	● 最近一笔，第一个考验
2028/09	\$1.01B	0.625%	\$6.3M	●
2029/12	\$1.5B	0%	\$0	●
2030/03	\$800M	0.625%	\$5.0M	●
2030	\$2.0B	0%	\$0	●
2031/03	\$604M	0.875%	\$5.3M	●
2032/06	\$800M	2.25%	\$18M	●
合计	\$6.75B	加权 0.42%	约 \$34.6M	—

优先股 (STRK/STRF/STRD/STRC) 是**永续、无到期日**，本金理论上永不偿还，但要永远付息。到期墙集中在 2027/02–2028/09 (\$5.9B+)，但分散在多年、每年仅几亿。

### 3.3 每年要付多少 (这是全篇最反直觉、也最关键的一组数)

项目	年度现金支出	占比	状态
STRC 股息 (~11.5% 浮动)	\$978M	57%	●
STRF 股息 (10% 固定)	\$210M	12%	●
STRD 股息 (10% 固定)	\$110M	6%	●
STRK 股息 (8% 固定)	\$45M	3%	●
其他优先股 (含 STRE)	约 \$360M	21%	●
可转债利息	约 \$35M	2%	●
合计	约 \$1.71B / 年	100%	●

核心矛盾：可转债利息几乎可忽略（一年才约 3,500 万），真正压垮现金流的是优先股股息——约 17 亿美元/年，其中 STRC 一项就近 10 亿。而软件主业一年收入只有约 5 亿。等于每年有约 12 亿美元的硬缺口，必须靠外部融资或卖币填补。

### 3.4 靠什么偿还 (按优先级)

1. 发行 STRC 等优先股募资——主引擎，只要  $mNAV > 1$  就能“印券买币 + 付息”
2. 美元储备金——2025/12/1 设立，峰值 \$2.21B，2026/5 回购可转债花掉 \$1.38B，到 6 月初仅剩约 \$9 亿，按每月约 \$1.25 亿支出算只够约 7 个月

3. 增发 MSTR 普通股 (ATM) ——mNAV 低于 2.5x 时战术性使用
4. 卖比特币——只有前三条都堵死才动用；2026 年 5 月已第一次动用此条 (见第四节)
5. 可转债到期优先转股 (股价高于转股价时自动变股票，不耗现金)；若到期时股价低于转股价则需现金还本

## 四、近期卖币事件解读

你记的"250 枚"与公开披露不符。SEC 的 8-K 文件白纸黑字披露的是 **32 枚 BTC**。

- 时间：2026 年 5 月 26–31 日，6 月 1 日披露
- 数量 / 金额：卖出 32 枚，约 \$2.5M，净均价约 \$77,135 / 枚
- 意义：这是 **2022 年以来第一次净卖出**，打破了 Saylor"永不卖币"的人设，消息一出 MSTR 与 BTC 双双下跌

### 为什么卖 (三个叠加原因)：

1. 给 STRC 优先股付股息——公司明说这次卖币所得用于支付优先股分红。这是最直接的信号：外部融资已不足以覆盖股息，开始动用"卖币"这条最后防线
2. 税务亏损收割——2025/1/1 起采用 FASB 公允价值会计，每季度按市价重估全部 BTC，Q1 录得约 \$125.4 亿账面亏损，产生约 \$22 亿递延税资产；卖一点实现亏损可优化税务
3. "去神圣化"——Saylor 在财报会上主动把"卖币"正常化，让市场习惯"Strategy 也会卖"，降低未来真要卖时的冲击

若你记的是更早的事件，那应是 2022 年 12 月卖出的 704 枚 (同样为税务亏损收割，两天后又买回 810 枚)。无论 32 还是 704，卖币的核心动机都是税务与现金流管理，不是看空比特币。

## 五、极端情景 · 强平与压力测试

### 5.1 没有"强平价"——最重要的认知纠正

所有债务均为无抵押、BTC 从未质押，因此不存在任何"币价跌到某价位就被债主强制平仓"的机制。早年唯一的担保风险来自 Silvergate 贷款 (币价 ~\$15,000 时曾接近触发)，但该贷款已还清。理论上 BTC 即便跌到 \$1,000，公司也不会被债主强平。

## 5.2 真正的触发器是"融资链断裂"

触发器	机制	当前状态	严重度
mNAV 跌破 1.0—1.1x	增发不再划算，融资引擎熄火	1.23—1.28x，逼近（2 月曾破 1.0）	●
现金储备耗尽	约 \$0.9B / 7 个月后被迫卖币	倒计时中，约 2027 年初	●
2027/02 可转债到期	\$1.05B 若股价低于转股价须现金兑付	约 9 个月后；该笔已超现金储备	●
暂停优先股股息	合法、不构成违约，但信心崩塌	未发生	●
传统强平	无抵押，机制不存在	无	●

## 5.3 若真被迫卖币，对市场冲击多大？

**直接冲击——很小：**覆盖 \$1.71B 年度股息，按 \$63K 币价只需卖约 27,000 枚/年（持仓 3.2%），摊到每天约 74 枚。比特币日成交量通常 20—50 万枚，74 枚仅占 0.02%—0.04%，盘面几乎无感。

**间接 / 反身性冲击——可能很大：**Strategy 持有全球约 4.2% 的比特币，且过去几年是市场上最大的结构性买盘。一旦市场认定"Saylor 从永久买家变成被迫卖家"，抽走的是这个最大买盘、击穿的是整个 MSTR 溢价叙事，可能触发"溢价死亡螺旋 / ETF 反馈环"：

BTC 跌 → mNAV < 1 → 停止增发 → 卖币付息 → 卖压 + 叙事崩塌 → MSTR 跌 → mNAV 更低 → 卖更多……

**尾部情景：**若 BTC 暴跌 70—80% 并持续数年，理论上需逐步变卖大量 BTC 应对 2027—2032 的到期墙与股息——但到期分散（每年仅几亿），将是数年内有序释放，而非单日强制砸盘。

## 六、投资视角与监控清单

- **本质：**一只带约 17 亿/年固定股息负担的、加杠杆的比特币代理工具，不是科技股
- **真正的估值指标是 mNAV，而非币价绝对值：**mNAV > 1.5 = 印钞机；mNAV → 1.0 = 引擎熄火。当前约 1.2x，历史低位
- **致命的不是债，是优先股股息：**可转债无抵押、低息、可转股、到期分散，几乎不构成风险；STRC 约 11.5% 的永续股息才是真正的现金黑洞

三个必盯的数：

1. mNAV 是否守住 1.0
2. 约 \$9 亿现金储备的消耗速度
3. STRC 优先股还能不能继续募到钱

这三条任意一条断裂，2027 年就要被迫卖币。在 mNAV 被彻底击穿之前，没有迫在眉睫的崩盘风险。

## 七、信息来源

数字经多源交叉验证，主要来源：

- PANews 《Strategy 债务全拆解》（2026/6/3，最权威的资本结构来源） — [panewslab.com/en/articles/019e968e-0c79-75bd-a626-499558a797ed](https://panewslab.com/en/articles/019e968e-0c79-75bd-a626-499558a797ed)
- CoinDesk 《Strategy 卖出 32 枚 BTC》（2026/6/1） — [coindesk.com/markets/2026/06/01](https://coindesk.com/markets/2026/06/01)
- CCN 《MSTR 843,738 枚持仓 / mNAV 压缩至 \$159》 — [ccn.com/analysis/crypto](https://ccn.com/analysis/crypto)
- Protos 《MicroStrategy 的强平价分析》（债务无抵押结构） — [protos.com/what-is-microstrategys-bitcoin-liquidation-price](https://protos.com/what-is-microstrategys-bitcoin-liquidation-price)
- Bitbo — MicroStrategy 持仓追踪（注意其均价为陈旧数据） — [bitbo.io/treasuries/microstrategy](https://bitbo.io/treasuries/microstrategy)
- CoinDesk 《税务亏损收割与 2022 年卖币对照》（2026/5/11） — [coindesk.com/markets/2026/05/11](https://coindesk.com/markets/2026/05/11)
- Phemex Academy 《MSTR 2026 资本结构与风险》 — [phemex.com/academy/mstr-stock-2026](https://phemex.com/academy/mstr-stock-2026)
- Strategy 官方新闻稿（各轮可转债与优先股发行） — [strategy.com/press](https://strategy.com/press)

免责声明：本报告基于公开信息整理，仅供内部研究参考，不构成任何投资建议。比特币与 MSTR 价格波动剧烈，请独立判断并自担风险。