

加密資產市場 的現狀及未來

Huobi Tech Capital

CONTENTS

目錄

1	Huobi Tech Capital簡介	1
2	加密資產市場概覽	3
	加密市場板塊劃分	9
	區塊鏈技術與加密投資	11
	未來趨勢	12
3	加密資產市場交易情況	13
4	加密資產市場分板塊發展現狀	17
5	加密資產市場發展趨勢	25
	公鏈及基礎設施	27
	元宇宙Metaverse	28
6	加密資產合規概覽	33
	美國	35
	韓國	36
	新加坡	37

	中國香港	38
7	礦業概覽	39
8	經紀商概覽	41
9	託管概覽	49
	加密資產託管總覽	50
	託管市場概況	51
	託管技術概況	52
10	總結與展望	53
	免責聲明	55



HUOBI TECH CAPITAL 簡介

Huobi Tech Capital, 是由港股上市公司火幣科技 (1611.HK) 發起設立的投資部門, 致力於捕捉Web3.0、DeFi、元宇宙等相關賽道的行業發展與投資機會。

Huobi Tech Capital將重點關注順應行業趨勢的早期項目投資, 以及有助於強化火幣科技自身區塊鏈生態系統的戰略並購。投資方式上, 除傳統股權投資之外, 也會關注加密世界的代幣類投資。

Huobi Tech Capital 註重行業內基礎設施類項目的投資, 並於近期與家族辦公室合作完成一宗數字資產服務平台的項目投資。區塊鏈不僅是降本提效的技術, 更是構建生產關係和信任基礎的社會工具。火幣科技希望通過投資行業內領先的初創企業, 以支援區塊鏈行業的核心技術發展。



火幣科技控股有限公司 (簡稱「火幣科技」, 股票代碼: 1611.HK) 於2016年11月在香港聯合交易所有限公司主板上市。公司提供包括雲服務、數據中心服務、SaaS、虛擬資產管理、信託及託管、場外大宗交易、場外質押借貸、交易平台、戰略投資及併購等服務, 致力於成為領先的一站式數字資產合規服務平台。

加密資產 市場概覽

加密資產也被稱為加密貨幣或數字貨幣，與我們熟知的貨幣不同的是，加密資產不需要銀行等中心化的仲介機構就可以完成快速的匯兌與轉帳。

加密資產是如何實現轉帳的呢？想要理解這點，就需要理解加密資產運行的平台——也就是我們常說的「區塊鏈網絡」。

什麼是區塊鏈網絡？簡而言之，區塊鏈網絡是一種加密的分佈式記帳技術。

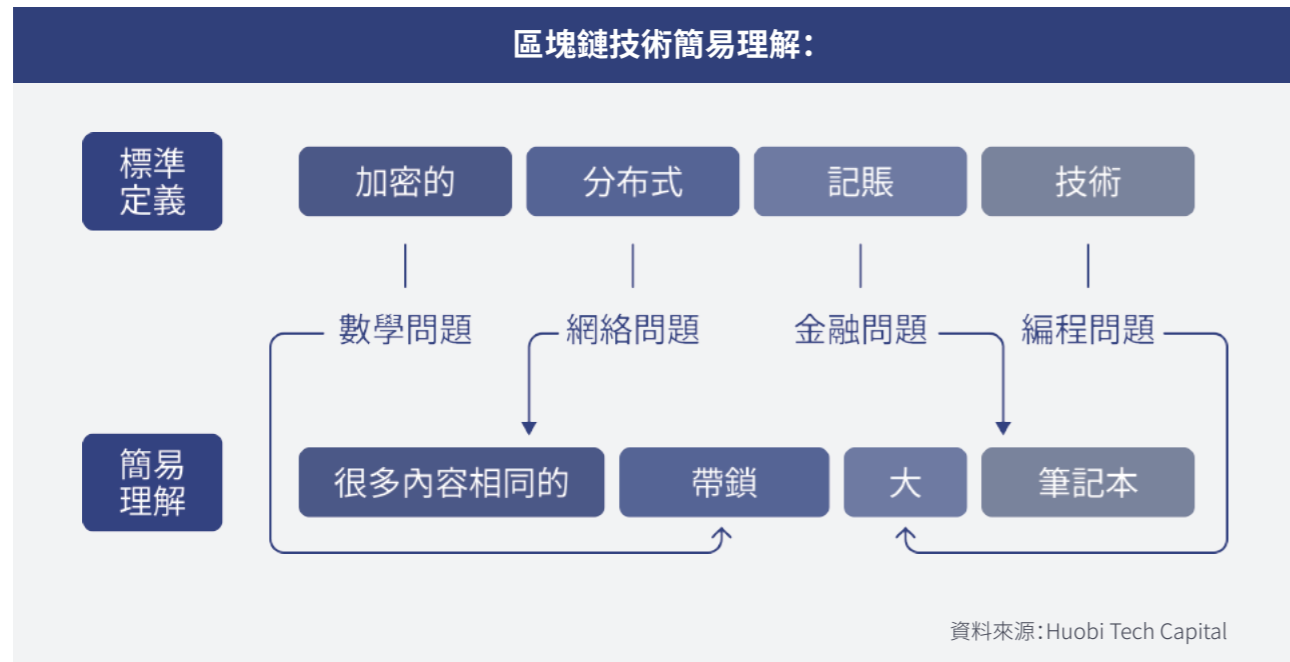
加密的，意味著這是一個數學問題。

分佈式，這是一個網絡問題。

記帳，這是一個財務金融問題。

技術，意味著這是一個程式設計問題。

所以區塊鏈網絡，可以簡單理解為一堆寫著同樣內容的帶鎖的大筆記本。



加密資產在各帳戶之間的流轉情況，正是由這個公共的大帳本來記錄的。

加密資產不由中央銀行發行，其價值既不依賴於央行的貨幣政策，也不直接受政府機構的審查與監管。與通過量化寬鬆政策增加供給的法幣不同，加密資產一般在初始發行時即通過智慧合約框定了總的發行量、發行機制以及發行節奏。其價格由市場的供需機制來決定，也就是說，供需決定了加密資產的價格，而共識則決定了加密資產的價值。由於完全採用市場化的定價機制，加密資產的波動性也普遍強於其他類型的資產。

2008年10月31日，一位化名中本聰的密碼學專家發佈了比特幣白皮書，稱他的數字貨幣是完全點對點(Peer to Peer)的，不需要可信的協力廠商來進行交易。通過點對點網絡，比特幣解決了交易轉帳中常見的雙重支付難題。比特幣還允許網絡參與者保持匿名，並通過工作量證明(即POW, Proof of Work)共識演算法來確保整個支付網絡的安全。2009年，比特幣網絡啟動，比特幣成為了全球第一個加密資產，並開啟了世界貨幣體系的一個新時代。

一般來說，貨幣具有價值尺度、流通支付手段、貯藏手段三大職能。

2010年5月，一名程式師用1萬個比特幣(即BitCoin,簡寫為BTC)購買了兩張披薩，比特幣首次實現了貨幣的流通支付功能。隨著08年次貸危機後美國一系列的量化寬鬆政策，政府的負債率越來越高，美元的信用也受到越來越普遍的質疑，由於美元擔任了世界貨幣的角色，全球各國的法幣信用都普遍與美元掛鉤，這導致了世界範圍內人民對法幣體系的信心與共識逐漸瓦解。在此背景下，由於比特幣獨立於各國政府的控制，有希望憑藉其獨特的性能改變全球貨幣體系的原有範式，因此受到了廣泛的青睞，在這個過程中，越來越多的人意識到了加密資產的價值與潛力。除了波動性投機者以外，更多的投資者意識到了比特幣的價值儲藏功能，可以作為對沖法幣貶值風險的獨特工具。這個趨勢成為了越來越多機構投資者的共識，他們認識到了比特幣作為一種另類資產，可以進一步豐富他們的投資組合，以對沖越來越嚴重的通脹風險，並顯著降低當法幣信用體系出現黑天鵝事件時，帶來的各種極端風險。

十三年過去了，隨著以太坊(ETH)、瑞波幣(XRP)、索拉納(SOL)等新一代加密資產的不斷湧現，區塊鏈技術也在不斷自我反覆運算與創新。根據CoinGecko資料，截至2022年3月23日，全球加密資產市值達到了2萬億美元，其中，比特幣占比40%，以太坊幣占比達到18%。加密資產的日成交量則達到了1千億美元，CoinGecko目前追蹤的加密資產有1萬多種，呈現出了百花齊放的狀態。



資料來源: CoinGecko 時間截止: 2022年Q2

隨著區塊鏈等底層基礎設施的逐漸成熟與完善，Web3.0(即下一代互聯網)的新時代正在悄悄到來。下一代互聯網將在十年內深刻的影響人類社會協作和交易的基本方式。

比特幣作為古典區塊鏈技術，解決了信任共識和記帳的問題。搭建了Web3世界的第一個基礎設施：貨幣體系。以太坊作為第二代區塊鏈技術，發明了具有圖靈完備性的區塊鏈程式設計語言，通過對智慧合約的程式設計，使得整個區塊鏈網絡不再僅僅只是一個帳本，而是升級成了Web3世界的第二個基礎設施：全球協作的超級電腦。

2019年開始，區塊鏈世界湧現出了一系列全新的經濟協作方式：

在金融領域，出現了DeFi(Decentralized Finance,去中心化金融服務)的創新熱潮，在理財、借貸、交易等金融的傳統環節，大量的創新應用被投入使用。目前，在理財和借貸領域的總鎖倉價值(TVL)已超過千億美元；新興的去中心化交易所(Decentralized Exchange, DEX)領域的創新也層出不窮。其中的代表項目Uniswap僅用8個人、40行代碼，就實現了自動做市商服務，這在傳統交易所是難以想像的，同類的服務在傳統交易所至少需要上百人的團隊才能提供支援；同樣，DYDX作為DEX中的翹楚，其日撮合成交量也超過了全球第一的合規加密交易所Coinbase。

在遊戲領域，出現了振奮人心的GameFi(遊戲即挖礦)熱潮，傳統的遊戲，其中的裝備、皮膚、金幣等控制在遊戲開發商的中心化伺服器中，並不屬於玩家的私有產權，這些資產既無法在遊戲內的玩家之間，也無法跨遊戲平台間進行流轉和交易。並且始終存在遊戲開發商的後門篡改風險。GameFi的到來解決了這個難題，把遊戲真正還給了遊戲玩家。隨著NFT技術的成熟，只需把遊戲中的裝備、皮膚等道具映射為唯一的NFT位址，即可通過區塊鏈技術實現對遊戲內私有產權的確權。這個創新為遊戲產業注入了全新的活力，並構築了Web3世界的第三個基礎設施：基於NFT技術實現私有產權的確權。隨著暴雪、任天堂等主流遊戲廠商的深度參與，2022年將會是GameFi賽道的大爆發之年。

在社交、運動、學習等人類生活的各個領域，也相繼湧現出了Socialfi(社交即挖礦)、Sportfi(運動即挖礦)、Studyfi(學習即挖礦)等全新的經濟協作方式，Socialfi通過用戶在社交平台上獲得的更多的點贊、轉發量，給予相應的代幣經濟獎勵；Sportfi的龍頭項目StepN，通過與用戶的運動資料掛鉤的獎勵，鼓勵用戶擁抱更健康的的生活方式；Studyfi的龍頭項目Let Me Speak，則通過代幣激勵體系，鼓勵用戶學習語言，記憶更多的外文單詞。這些與經濟激勵掛鉤的全新的體驗設計機制，必將帶來對各個C端行業的巨大衝擊與重新洗牌。

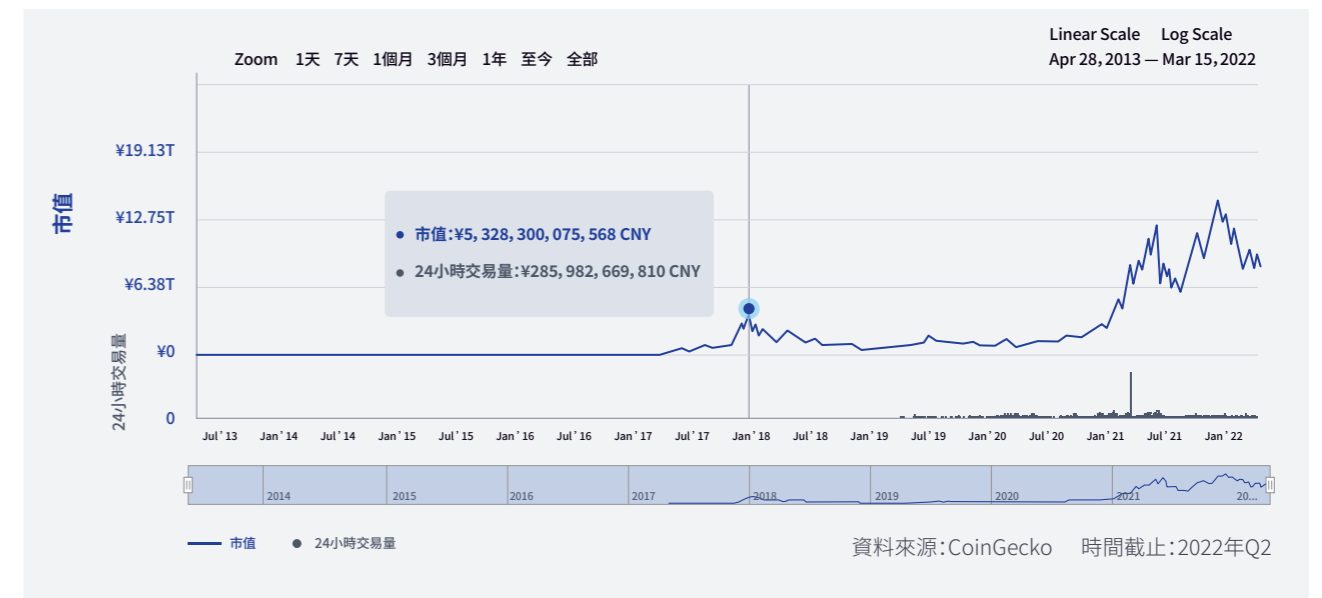
本著“由創造價值的人分享價值”的原則，這種“Contribute to Earn”模式形成了Web3世界的第四個基礎設施：價值分配的經濟體系。隨著其他硬體基礎設施的逐漸完善，這些賽道未來將交叉融合，並編織成為一個擁有全新協作體系的虛擬與現實世界的結合體，也就是我們常說的“元宇宙”(Metaverse)。

在過去的400年裡，人類最大的制度創新正是在於公司制這一天才的發明。有了公司制，才孵化產生了一切技術

和產品的平台——現代公司。因此，如何讓人類的創新協同達到更高級別的組織機制，其效果將遠超過單一的技術發明或突破。目前正在發生的Web3.0革命，嚴格意義上，其實是一種社會組織革命。在下一個十年，去中心化、項目化、按創造的價值量進行比例分配、以及對所有權的重新定義，將持續衝擊現有的公司治理結構。在管理學界，人們曾經對這類創新稱為“海星模式”或“阿米巴模式”。在互聯網世界裡，我們稱它為DAO(分佈式自治組織，Decentralized Autonomous Organization)。DAO是對現代公司制度的徹底顛覆，特別是所有權問題，他有現代公司的靈魂，卻拋棄了現代公司的所有權結構和治理結構。通過分佈式演算法，DAO組織得以實現公開透明、自動協調與全球協作，把每個人牢牢地耦合在一起。組織的DAO化，有希望在繼承公司制各項優點的同時，補足公司科層制大組織病、只向股東與利潤負責等種種局限。DAO的革命意義在於，如果實現，他將徹底釋放人類個體的創造力，通過變革協作方式，在提高效率的同時，創造嶄新的價值機遇。因此，DAO組織模式，作為Web3世界的第五個基礎設施，成為下一代互聯網的最後一塊拼圖。

加密資產的角色，正是我們得以在Web3世界暢通無阻的代幣體系。如果對標傳統世界，它既承接了貨幣的職能，同時也代表了股權與債權價值，因此，敏銳的投資者在近幾年加快了對加密資產的佈局，許多國家也開始積極擁抱加密資產，薩爾瓦多成為世界上第一個將比特幣作為法定貨幣的國家，該國的比特幣法於2021年9月7日正式生效。2021年10月，第一個比特幣期貨交易所交易基金(ETF)在美國推出。在2022年4月初，英國財政部經濟部長也開始呼籲把英國建設成為全球加密資產的技術中心。隨著加密資產的崛起，對加密市場的監管也開始納入全球各個國家的視野。美國已經就加密資產的監管問題進行過多輪國會議案討論。隨著各國政府與社會組織對加密資

加密貨幣總市值



2013年4月至今加密資產總市值趨勢圖，2018年8月是加密資產市場迎來的第一個高峰，總市值到達八千億美元。此後回落並穩步在一千五至三千億美元市值區間。

加密貨幣總市值



2020年7月起，加密市場總市值開始平穩上升，從2020年12月到2021年5月開啟第一輪爆發式增長，於2021年5月達到頂峰2.4萬億美元。後受全球監管政策影響大幅回落，2021年7月18日達到本輪穀底。

2021年11月，市場熱情達到頂點，總市值為三萬億美元。截至2022年3月15日，總市值為1.7萬億美元。

由資料可見，加密資產市場正處於不斷調整中的蓬勃發展階段。全球對於加密資產市場的關注也在不斷攀升。

2021年對於加密市場來說有著令人難以置信的增長和創新。比特幣在11月創下 69,000美元的歷史新高；DeFi成長為一個市值超1000億美元的獨立賽道獨立賽道；以太智慧鏈的倫敦硬分叉備受期待；以Arbitrum為代表的Layer2生態系統蓬勃發展；以Solana為代表的其他公鏈生態在夏季的爆炸性擴張；NFT賽道在不到一年的時間裡銷售額就超過了220億美元。加密市場在今年取得的振奮人心的成果獲得了比以往任何時候都多的主流機構的關注。

加密市場 板塊劃分

加密市場按照賽道可分為18個，具體如下：

1. DEX (平台) :全稱Decentralized Exchange (去中心化交易所)，是一種基於區塊鏈的鏈上自動撮合交易平台，DEX不將用戶資金和個人資料存儲在伺服器上，而只為希望交換數字資產的買家和賣家提供撮合服務。DEX在實現交易所功能的同時，做到了最小化部署，大大節約了人力和相關資源的投入，被視為是DeFi 2.0版本的最大創新。

2. 借貸:允許用戶在鏈上相互之間借貸加密資產。

3. 跨鏈橋:跨鏈橋是將代幣或資料在區塊鏈之間轉移的連接方式，兩條鏈可以具有不同的協定、規則和治理模型，跨鏈橋提供了一種相容的方式在兩者之間安全地進行交互。

4. 收益聚合器:去中心化借貸聚合器(聚合各DeFi項目流動性的平台)，在區塊鏈上運行，它把去中心化借貸平台的利息標準化，幫助用戶將資產放在利息最高的借貸協議上，並且通過智慧合約交互，在這些借貸協議的利率波動時，自動化地轉移資金，讓資金始終處於收益率最高的借貸協議中。

5. 演算法穩定幣:依據演算法調整市場貨幣總量，在穩定幣價格高於錨定價格時增加市場供給，在穩定幣價格低於錨定價格時回收供給，通過提供套利空間平衡穩定幣價格。

6. 流動性挖礦 (Yield Farming/Liquidity Provider) : 用戶可以將他們的資產作為抵押品進行鎖倉, 從而獲得固定的年化收益。

7. DeFi 衍生品: 被認為是DeFi最具前景的市場之一, 其中包括合成資產、期權、預測市場、永續合約、保險、利率衍生品等六大方向。DeFi 協議試圖解決不同金融領域的問題, 例如貸款, 交易、保險、資管、穩定幣等等。

8. 支付: 提供支付/發送/接收加密資產的可能。

9. 保險: 給用戶提供資產保險, 讓投資者付出非常低的成本, 然後在出現意外損失時得到經濟補償。

10. 質押 (Staking) : 在錢包中持有並且質押代幣, 藉由這樣的方式來支援、協助維護區塊鏈網絡, 而參與Staking的人能夠獲得獎勵作為鎖定代幣的補償。

11. 期權: 衍生品賽道的一種, 期權是一種最常被交易者使用的對沖和投機工具。

12. 合成資產: 衍生品賽道的一種, 創建了模仿另一資產價值的代幣衍生品。

13. 永續合約: 永續合約是一種新型的合約, 它是從

傳統的期貨合約演變來的, 永續合約沒有到期或者結算日。

14. 隱私: 隱私交易網絡主要針對鏈上交易資料進行隱私化處理, 通過零知識證明等技術原生支援用戶進行隱私交易, 從而保證用戶的隱私資料不會被外界查看。相應的, 該賽道也存在著一定的反洗錢等合規問題。

15. NFT: 用戶可以購買/出售/租用NFT。NFT作為一個大賽道, 也會有進一步的細分, 比如拍賣市場、交易市場、抵押借貸市場等等。

16. 預測市場: 用戶在平台上對未來的某個結果進行下注打賭。

17. 預言機: 預言機是一種即時為智慧合約提供鏈下資料資訊的工具, 目前主要應用為引用鏈下外部資產價格。Chainlink是其中的代表項目。

18. Layer2: 以太智慧鏈二層擴容解決方案。其解決的核心痛點是以太坊網絡的交易費用高昂、資料處理時間較慢等問題, 目前這些問題已經嚴重影響到了以太坊網絡的應用性能, Layer2賽道是對這些核心痛點的一個有效補充。

區塊鏈 技術與 加密 投資

福布斯“區塊鏈50強”榜單已經記錄了全球約114家公司對區塊鏈技術的使用情況, 各個公司都在用區塊鏈技術為自己拓展業務版圖。加密資產是最大的應用類別, 技術(包括硬體、軟體、社交媒體、互聯網)應用緊隨其後, 在服務實體產業方面, 改善供應鏈、製造業和醫療保健流程等應用已經部署到了經濟社會的方方面面。隨著以IPFS協定為代表的邊緣存儲技術及5G網絡的大規模普及, 以混合及增強現實為基礎的萬物互聯及元宇宙產業已經處於爆發的前夜。

金融機構對區塊鏈技術日益增長的興趣也在推動市場的增長。領先的投資機構(如紅杉資本、Softbank等)對區塊鏈的大量投資, 在帶來產業快速進步和全行業效率提高的同時, 也為這些投資機構貢獻了豐厚的回報。

加密資產比其他資產類別產生了更高的相對回報, 同時也具有更高的相對波動性, 越來越多的金融機構正在把加密資產作為大類資產配置中的另類資產進行配置, 比特幣作為數字黃金, 更是獲得了機構的青睞, 機構普遍將其作為一種避險資產來進行配置。當把加密資產置於大類資產配置的投資組合中進行觀察, 明顯可以發現其有助於機構提高投資組合的表現, 同時作為與實體資產具有更小相關性的一類資產, 可以有效降低投資組合表現的負面波動。加密資產作為下一代互聯網浪潮——Web3.0的敘事載體, 我們預期其在未來會有更加優異的表現。

未來趨勢

—

2021年新冠變異毒株導致疫情再度蔓延，導致全球的經濟流通速度受到了極大影響，主要發達經濟體增長放緩、通脹壓力上升，2022年在美聯儲貨幣緊縮預期、能源價格飆升、股票市場波動以及俄烏衝突的推動下，全球面臨嚴峻的經濟金融形勢。

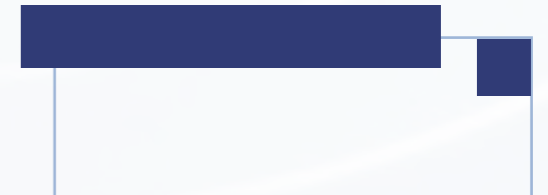
在加密世界中，疫情也倒逼了數字化時代的蓬勃發展。2021年10月底，紮克伯格宣佈將 Facebook 更名為 Meta，“元宇宙”開始進入我們的視野，成為當之無愧的生活熱詞，各行各業正追逐元宇宙賽道。元宇宙的火熱，NFT藏品在各行各業的露出，GameFi的繁榮，都給了加密世界無限生機。當然，加密市場也不是避風港，隨著全球金融形勢的變化發展，也帶來了2022年初加密資產價格大幅回檔。但加密市場的逐漸成熟，技術發展的創新，各賽道的不斷完善，都給了加密市場更多機會。

對於2022年的加密市場，Web3.0絕對是2022年發展的指向標，不論是元宇宙的繼續火爆還是DAO的基礎建設，根本上都是構建Web3.0世界的必要基礎設施。此外，DeFi應用程式和NFT與實體經濟在藝術品、收藏市場、奢侈品、明星娛樂圈的結合和持續繁榮表明，2022年其將依然是最炙手可熱的賽道。

對於整個加密市場，加密市場的自由性決定了他的投資群體不僅限於國家之內，而是在國際之間。近期傳統資本紛紛入圈投資，國際資管機構大批進場，未來整個行業也會更加成熟、理智的發展。



加密資產 市場交易 情況



2022年第一季度，預期中的嚴重“流動性枯竭”事件並未到來。正如我們對加密資產或者DeFi的期待一樣，他們能夠讓用戶擺脫已有的傳統體系存在的諸多問題，在降低成本的同時，為用戶提供更安全、高效的服務。身處加密資產行業的人，可能多多少少都甚至“期待”著看到，當這樣系統性的全球經濟（金融）危機來臨時，加密資產能夠獨善其身，表現出其與其他大類資產價格低相關性的一面。

我們不得不承認，數字資產行業還處於非常稚嫩的階段，小小的衝擊都可能帶來極大的影響。但同時，我們也需要看到這樣一個充滿希望和未來的領域，正在飛快的成長。我們需要建立非常安全、強大、穩定的去中心化金融底層設施。因為這很可能是在幫助所有人建立下一代互聯網和金融系統，並成為未來人類基礎設施的一部分。我們更希望看到上半年的流動性縮減是對DeFi或者數字資產行業的一次壓力測試。好消息是我們看到DeFi通過了這一次壓力測試，並且在之後更加飛速發展。即使我們需要承認這樣高速的發展很可能存在諸多隱藏的問題。但是隨著全球經濟的不景氣，資本對利率追求的“虹吸效應”很可能會為DeFi行業注入發展所需要的資金、關注、技術與人才。

2021年加密市場總市值在十一月份達到歷史最高點，接近三萬億美元。這在先前看起來是一個遙不可及的夢想。隨著比特幣、以太坊一次次地突破新高，最高價格分別接近 70,000 和 5,000 美元。這一年也發生了很多歷史性的大事，比特幣第一次成為了（薩爾瓦多）國家承認的法定貨幣。特斯拉也曾短暫支持比特幣作為購買手段，隨著上市公司對比特幣的認可度增加，Microstrategy 鏗而不捨地在自己的資產負債表上增加比特幣的數量。在美國最大的加密數字資產交易所 Coinbase 成功登陸納斯達克後，美國SEC也於四季度最終批准了比特幣期貨ETF的發行。以太坊生態持續發展，項目數量、種類，以及以太坊本身的收入都在不斷增加。EIP-1559 升級降低了Gas Fee的波動和不可預測性，也成功降低了 ETH 的增發速度。Layer 2 的時代也正式開啟。包括Optimism、Arbitrum、Boba、dYdX 在內的多個 Layer 2 協議在2021年正式上線，我們也成功地看到了高於以太坊好幾個量級的性能。同樣受益於以太坊性能差帶來的溢出需求的還有其他的Altchains。BSC、Solana、Polygon、Avalanche、Fantom都憑藉著自己交易速度快，手續費低的優勢獲得了巨大的成功。

2021年下半年最火的當屬 NFT賽道。成為年度熱詞的 NFT 又一次把 加密市場介紹給了“圈外人”。2021 年 NFT 市場總市值達到了100億美元，總交易量達到了183億美元。CryptoPunks 和 BAYC (Bored Apes Yacht Club, 即無聊猿項目) 帶動了 NFT 頭像的火熱，Facebook改名為Meta也徹底點燃了元宇宙相關概念，虛擬地產NFT也再一次受到了追捧。

Axie Infinity 遊戲因為疫情的原因，在東南亞刮起了一陣流行的旋風，同時也直接催生出一個令人興奮的領域：GameFi。包括公鏈和投資機構都在積極佈局遊戲賽道，Play to Earn (P2E), Free to Play, Play for Fun 概念遊戲層出不窮。DAO 的發展也積極且令人興奮，形形色色的 DAO 組織不斷出現。這也推動著 DAO 工具/基礎設施的發展。



資料來源：DeBank 時間截止：2022年Q2

圖：2019-2022年區塊鏈生態TVL (Total Value Locked, 總鎖倉價值)增加了200億美元，增長了1000倍，且增長的絕對數量有望保持。

自2019年以來，區塊鏈的TVL經歷了四個階段：

第一階段：2019年1月-2020年2月TVL波動性增長階段。從年初的6.8億美元最高增長至12億美元，之後穩定在10億美元左右波動；

第二階段：“312市場大跌”階段。受到加密資產整體大跌的影響，DeFi的TVL從10億美元快速下跌至最低點5.5億美元，彼時市場一片冷清；

第三階段：312之後至2020年5月底穩固爬升階段。312之後，整個市場緩慢上行，DeFiTVL也逐漸恢復。用了2個多月的時間，TVL從穀底恢復至約10億美元；

第四階段：2021年6月爆發式增長階段。由於部分項目的熱度快速增加，高利率的吸金能力，使得僅6月一個月，TVL便從9.5億美元增加至16.8億美元，增長77.6%。

與TVL類似，區塊鏈熱度的增加也帶來了活躍地址數量的增長。總地址數量也從年初時的9.9萬增加至23萬。具體資產類別方面，交易類的資產總體表現良好，資產價格（對BTC）平均上漲160%。其他資產總體在上半年絕大部分時間表現一般，只有小部分上揚，直到2021年12月末NFT熱度開始大增時迅速爆發。

4

加密資產 市場分板塊 發展現狀

EVM, DeFi, NFT, GameFi, DAO等領域出現輪動, 市場有機性增加。

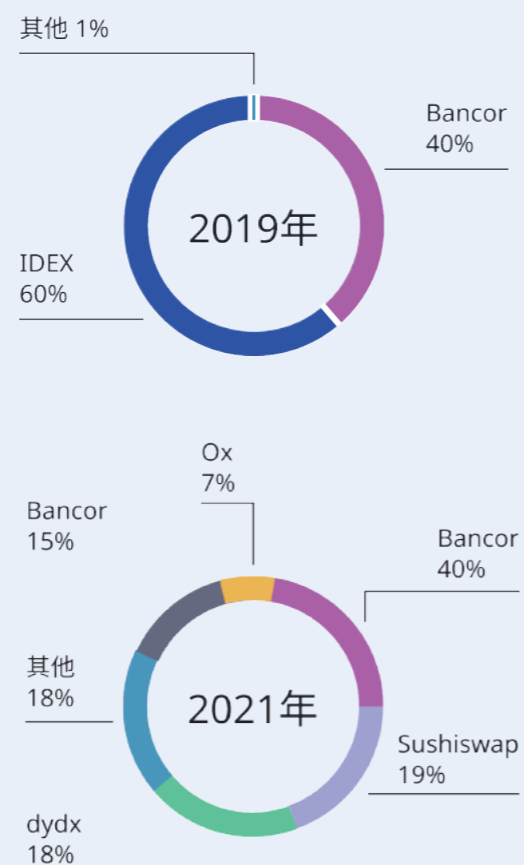
DEX行業總覽

2022年Q1DEX交易量接近60億美元, 較去年同期增長456%, 較去年全年增長141%。

DEX發展三年以來, 經歷了四個階段:

- (1) 2018年DEX開始出現;
- (2) 2019年上半年DEX市場開始發展;
- (3) 2020年上半年DEX市場規模沒有太大變化, 但市場競爭格局發生較大變化;
- (4) 2021年DEX迎來了正式爆發, 不僅市場規模快速增長, 市場競爭格局也愈發激烈。

Dex交易量佔比



資料來源: Huobi Tech Capital

時間截止: 2022年Q2

我們收集並統計了20個平台資料, 資料範圍為2019年11月25日至2022年3月1日。

2019年僅有1家去中心化交易所 (IDEX) 其全年交易量不到500萬美元;

2020年DEX交易量實現爆發式增長, 交易量達到了27億美元。2021年DEX交易量略有萎縮, 但仍超過25億美元。

2021年全年交易量主要來源於第二季度, 占比接近49%。而2020年各季度交易量之間無明顯差異。

2021年Q2 DEX行業整體步入高速發展階段, 其第一季度交易量 (23億美元) 幾乎追平2019年全年交易量。總交易量拉升至歷史新高37億美元。預計DEX將維持該發展趨勢, 迅猛發展。

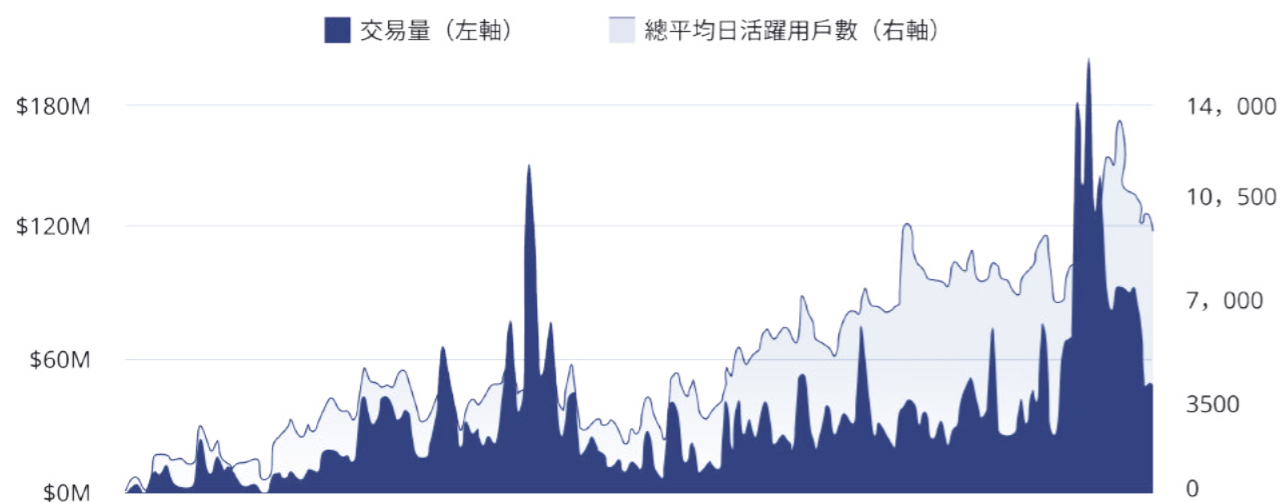
Dex交易量對比



資料來源: Huobi Tech Capital 時間截止: 2022年Q2

2022年Q1, DEX較前年實現總交易量翻倍, 達到60億美元, 平均每日總交易量超過3000萬美元。上半年每日總交易量與每日總活躍用戶數如下圖所示。

Dex交易量變化



資料來源: Huobi Tech Capital 時間截止: 2022年Q2

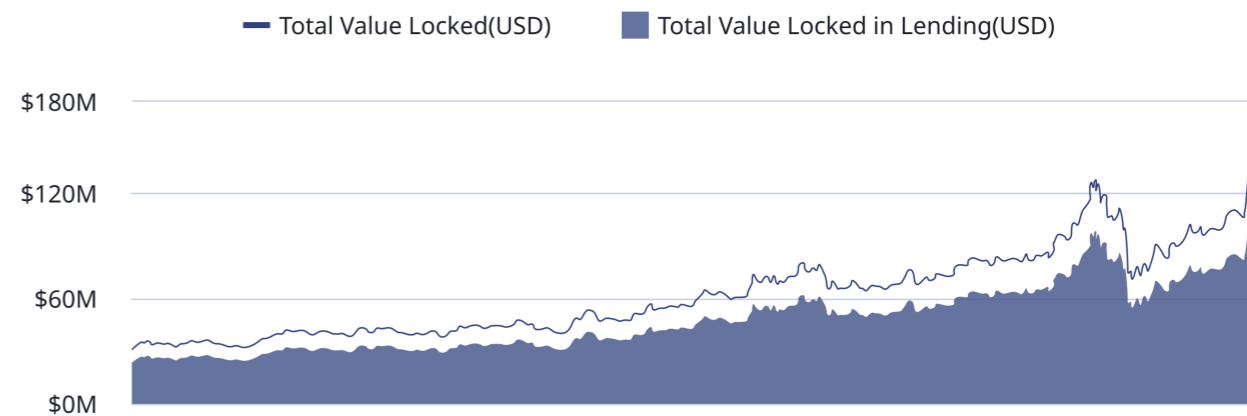
DeFi借貸在2021年下半年變動劇烈, 經歷5.19極端行情後, DeFi總鎖倉價值曾大幅縮水, 從8.8億美元一日內跌至5.5億美元, 下跌逾37%。而在6月, DeFi總鎖倉價值持續上漲突破16億美元, 其中借貸平台Compound鎖定價值4.86億美元, 超越Maker的4.19億美元, 坐上DeFi協定的頭號交椅。



資料來源: Huobi Tech Capital 時間截止: 2022年Q2

從2022年1月1日至2022年3月1日DeFi借貸總鎖倉價值 (Total Value Locked in Lending) 資料上看, DeFi借貸項目在2022年總體保持在5億美元的鎖倉金額。借貸領域項目總鎖倉價值持續上漲, 從4.65億美元增加至12.87億美元, 增長了176.77%。

借貸TVL



資料來源: Huobi Tech Capital 時間截止: 2022年Q2

下圖選取了當前借貸市場7個主要平台。從資料上看, AAVE目前鎖定總價值最高, Compound次之。

借貸協議列表

Name	Chains	1d Change	7d Change	1m Change	TVL	Mcap/TVL
1 AAVE (AAVE)	ETH, BSC, Polygon	-4.44%	-8.29%	+27.38%	\$9.21b	0.23717
2 Compound (COMP)	ETH	-5.35%	-10.65%	-3.40%	\$6.21b	0.1279
3 Iron Bank (IB)	ETH, BSC, Polygon	+4.02%	-23.92%	-42.68%	\$528.7m	0.00441
4 Notional (NOTE)	ETH	-1.44%	+3.83%	-19.54%	\$402.85m	0.02964
5 B.Protocol (BPRO)	ETH, BSC, Polygon	-9.41%	-8.33%	-33.21%	\$181.67m	0.07128
6 TrueFi (TRU)	ETH	+2.24%			\$167.37m	0.75549
7 Angle (ANGLE)	ETH	-0.46%	-10.95%	-31.62%	\$134.35m	0.10913
8 Euler	ETH	+0.95%	-6.45%	+105%	\$103.79m	
9 Ooki (OOKI)	ETH, BSC, Polygon	+21.82%	-0.97%	-14.55%	\$82.38m	0.51794
10 CREAM Finance (CREAM)	ETH, BSC, Polygon	-6.64%	-14.98%	+15.41%	\$75.74m	0.41362

資料來源: DeBank

NFT賽道

NFT已不再是簡單的圖片，未來發展路徑多樣化。

NFT (Non-Fungible Token, 即非同質化代幣)，是具有獨特唯一且相互不可替換屬性的數字資產。從2017年出現基於以太坊的NFT探索和NFT項目CryptoKitties的爆紅；再到如今市面上的NFT應用逐漸豐富；NFT雖經歷了幾年的發展與起落，目前和主流加密資產相比，不管從市值還是成交量的角度看，依然處於早期發展階段。

NFT的特性使其天然適合於應用在遊戲和藝術品領域。當下主流的NFT應用為鏈上原生的遊戲道具、藝術收藏以及PFP頭像，去中心化功能變數名稱服務也是NFT的一個發展方向。此外，NFT的應用可延伸至鏈下，為現實世界中具有獨特屬性的實體資產提供價值上鏈和加密確權的管道，賦能實體經濟。

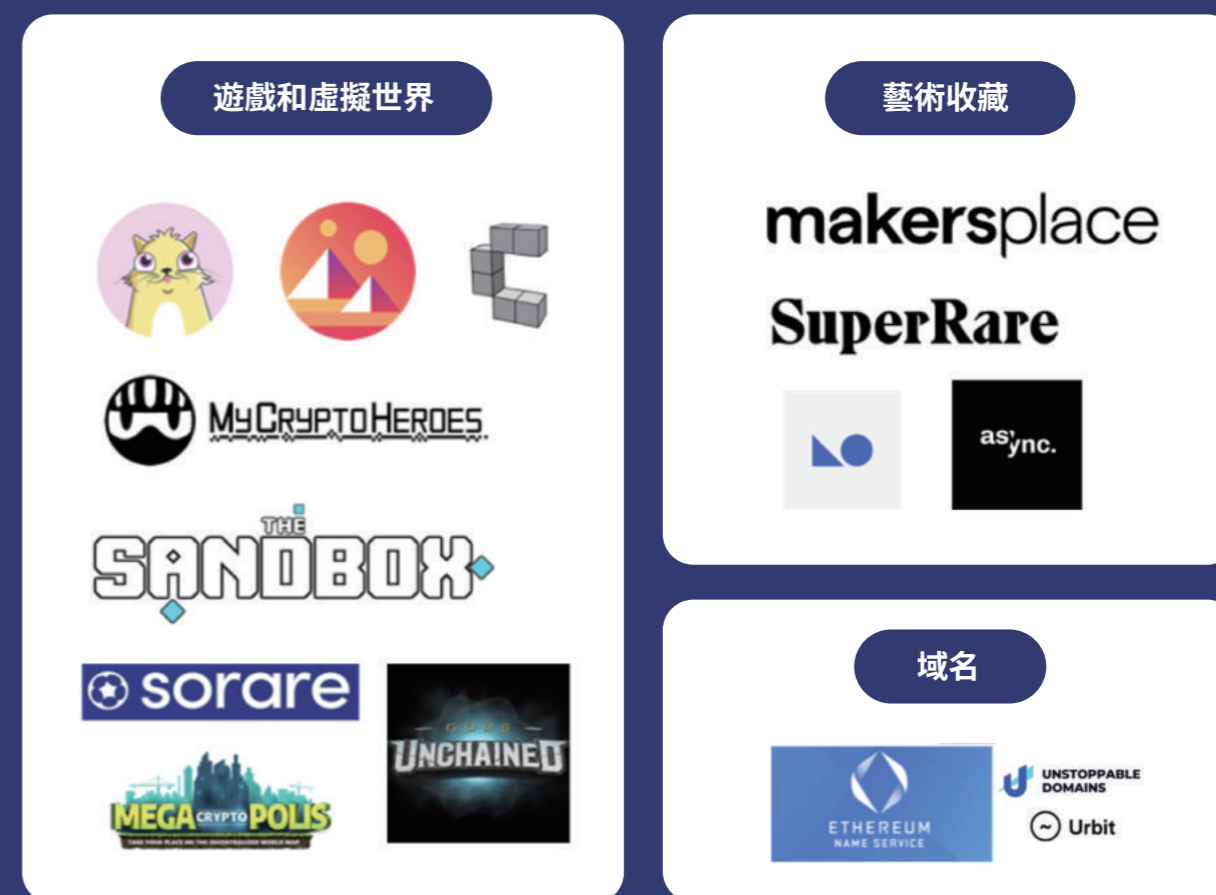
NFT的發展歷史：2017年之前，NFT的發展處於相對原始階段，行業主要基於Counterparty平台，進行在鏈上發行獨特數字資產的探索。2017年，第一個基於以太坊的NFT項目CryptoPunks誕生。同年，CryptoKitties遊戲的爆火將NFT引入主流市場的視野。同時，為NFT而生的智慧合約標準ERC-721和ERC-1155推出，使得資產能夠跨生態系統交易。2018年開始，行業內湧現出多種遊戲，可擁有虛擬土地的虛擬世界類遊戲受到歡迎，同時藝術收藏品嶄露頭角，行業發展逐漸多元化。



由於NFT市場一直存在流動性不足的缺陷，較難出圈，2019年起，行業中開始出現改善NFT流動性缺陷的嘗試。通過將NFT鎖入智慧合約，生成ERC20通證，使NFT能夠以可切分(Fraction)的形式和更便宜的價格在市場上流通。

同時，市場也開始了對NFT抵押借貸的探索。不同於DeFi主流的超額借貸方式，NFT的特性使其借貸方式主要基於借貸雙方對借貸合約條款的協商。對於流動性不足的實體資產，也可通過資產上鏈形成NFT，再將不同的NFT轉化成ERC-20通證，以可分割的ERC-20通證的形式實現NFT的抵押借貸功能。然而，此類應用目前為止尚未迎來爆發式的發展，相比近期整個NFT市場的火熱氛圍來說，顯得較為冷清。

NFT分類



資料來源：Huobi Tech Capital 時間截止：2022年Q2

去中心化交易所 (DEX)

Name	Chains	1d Change	7d Change	1m Change	TVL	Mcao/TVL
1 Curve (CRV)		-2.69%	-5.38%	+12.71%	\$20.04b	0.04313
2 Uniswap (UNI)		-0.96%	-6.47%	+12.23%	\$7.65b	0.54192
3 PancakeSwap (CAKE)		-3.05%	-7.60%	+9.42%	\$4.77b	0.45637
4 SushiSwap (SUSHI)				+10.54%	\$3.78b	0.16057
5 Balancer (BAL)		-3.20%	+6.01%	+23.41%	\$3.4b	0.04841
6 Astroport (ASTRO)		-6.36%	-14.16%	+7.78%	\$1.45b	0.24339
7 Osmosis (OSMO)		-7.42%	-22.78%	-19.76%	\$1.32b	1.6009
8 Trader Joe (JOE)		-6.60%	-14.59%	-3.10%	\$1.3b	0.18787
9 MM Finance (MMF)		0%	+0.95%	+80.73%	\$1.26b	0.19084
10 VVS Finance (VVS)		-4.50%	-10.83%	-1.28%	\$1.18b	0.26904

資料來源: DeFi Llama

NFT未來發展的阻礙主要在於其較低的流動性, 雖然市場上存在提高NFT流動性的嘗試, 但NFT總體市場過於小眾, 對其未來發展存在限制性影響; 同時, NFT沒有現貨價格, 定價機制缺乏敏捷度和便利性, 也是其未來發展的一個阻礙因素。

加密資產 市場發展 趨勢資產

面臨多方挑戰, 但
總體趨勢依然樂觀



自2009年比特幣問世以來，各種加密資產層出不窮，基於最基礎的區塊鏈技術，逐漸發展了自己的生態。自2016年起，與法幣錨定的穩定幣如USDT, USDC等幣種的出現，實現了法幣代幣化，同時提供了以法幣入場加密資產行業的方法。隨後，隨著數字化進程的發展，國家層面的基於區塊鏈技術的央行數字貨幣(CBDC)開始引起各國政府的重視，各國開始探索CBDC的可行性及相關政策法律支持。

自2020年年中起，以去中心化金融(Decentralized Finance/DeFi)為引，加密資產行業迎來了近年來的爆發，新型公鏈層出不窮，開始挑戰以太坊主導地位；2021年，比特幣獲得機構投資者認可，傳統機構開始增持比特幣、比特幣信託基金或比特幣相關ETF；加密資產總市值也在2021年首次超過2萬億美元。2021年後半年，NFT迎來爆發，總市值達到279億美元，加密資產開始連接藝術領域，成功實現出圈，隨後隨著Facebook更名“Meta”，“元宇宙”概念也掀起了更大的熱潮。

自2021年年末起，加密資產市場熱度隨著疫情，政治因素，全球通脹加劇，地區戰爭等多元因素，隨全球金融生態一起出現較大波動，但是其生態發展卻從未停止。新的公鏈，基礎設施，NFT, GameFi, DAO 等都仍處在高速發展狀態。

加密貨幣總市值



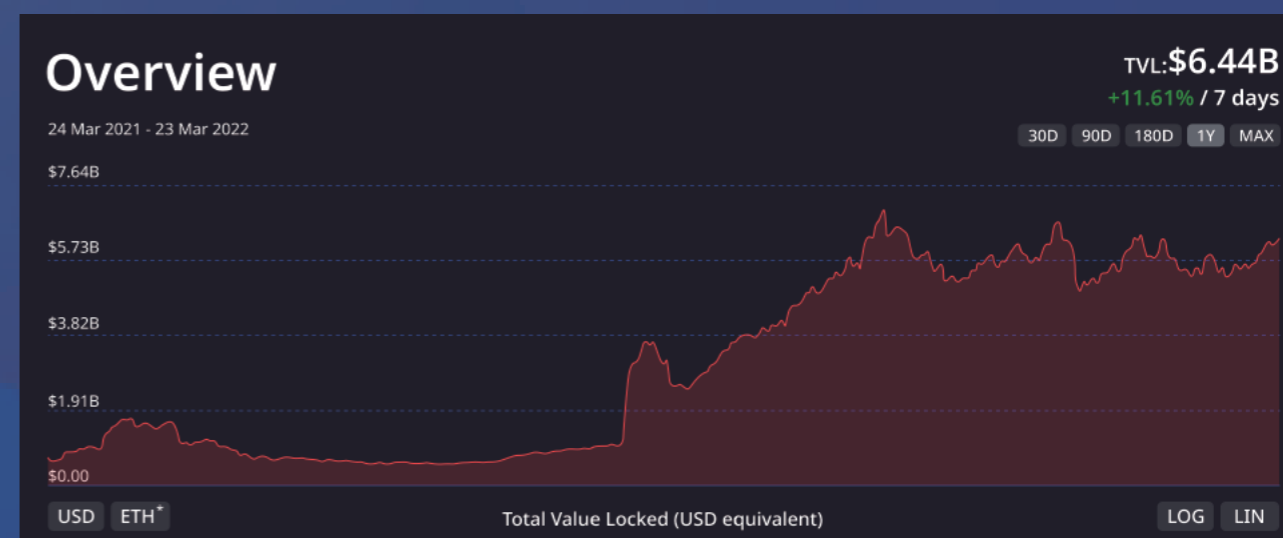
資料來源: CoinGecko 時間截止: 2022年Q2

公鏈及基礎設施

公鏈作為承載區塊鏈各個生態發展的重要載體，其發展一直是加密資產世界的重要議題之一。目前，以太坊仍在公鏈中佔據著首位，但是由於其手續費高等諸多原因，自2020年起，新公鏈及基於其上的生態發展開始迅猛發展。新公鏈們主要著重於解決性能，安全性，隱私性，易用性等問題，基於此，出現了如Polkadot, BNB Chain, Polygon等多個受歡迎項目。2021年隨著Web3.0概念的大火，公鏈也成為了Web3網絡重要的底層基建。同時，借貸，去中心化交易所(DEX)，跨鏈橋，穩定幣等基建類項目成為公鏈生態的基本組成部分。

目前，公鏈的發展趨勢主要可以概括為多樣化以及延展化。其中，多樣化主要體現在Layer1公鏈的迅速發展，開始挑戰以太坊的主導地位。根據Footprint資料統計，目前的公鏈數量已由2021年年初的11條增長至2022年年初的93條。新公鏈通過技術創新提升自身性能，一定程度上解決了以太坊面臨的問題，同時又兼具自身特色，比如注重跨鏈交互的Polkadot，注重隱私的Oasis等。延展化主要體現在基於以太坊的Layer2網絡的發展。Layer2網絡基於以太坊卻又不同於以太坊，通過技術創新解決以太坊面臨的困境。Layer2網絡也在近年實現了高速發展，基於OptimisticRollups, Zero-KnowledgeRollups等幾個典型的二層網絡解決方案，派生出了如Arbitrum, Metis, Celer等較為出色的二層網絡。Layer2網絡大幅降低了網絡轉帳成本，目前，Layer2網絡的總鎖倉量已經超過60億美金。

Layer2 TVL：過去一年Layer2網絡總鎖倉量走勢



資料來源: L2beat 時間截止: 2022年Q2

元宇宙Metaverse

元宇宙被定義為“持久化和去中心化的線上三維虛擬環境”，利用技術手段，實現現實世界與虛擬世界的交互，是2021年最火的詞彙之一。目前社會對“元宇宙”的評價褒貶不一——有人將元宇宙視為技術之下世界發展的必然未來之一，Web3將會是新一代互聯網的雛形；有人則嗤之以鼻認為其是新型騙局。目前包括Meta（前Facebook），微軟，英偉達等知名企業都已經表現出了對元宇宙的濃厚興趣，多家證券交易所已設元宇宙板塊。

不可否認的是，元宇宙將會與加密產業產生密切聯繫，基於區塊鏈技術的NFT，GameFi，DAO板塊都將會是元宇宙不可缺少的部分。目前元宇宙還處在最初級的階段，其基礎設施建設及技術還需發展完善。在未來的某一時刻，一款產品或將帶領人們走進真正的元宇宙世界。

元宇宙概念指數走勢



Source: <http://quote.eastmoney.com/bk/90.BK1009.html#fullScreenChart>

資料來源：東方財富 時間截止：2022年Q2

NFT

NFT，非同質化代幣，是2020年至2021年加密資產領域最火的板塊之一。NFT基於區塊鏈技術，擁有資料的透明公開性以及交易資料的不可篡改性，可以作為一種加密數字權益證明，其核心可映射於數字內容資產化，並且有唯一性。NFT於2021年年初出現了第一波小熱潮；自2021年年中起，NFT交易額及交易筆數開始出現持續增長，並在2021年年底達到峰值。

NFT交易量和價格



隨著NFT市場的快速發展，自2021年其NFT生態也實現了高速發展。成立於2017年的Opensea是目前最大的綜合性NFT交易平台，在2021年幾乎壟斷了NFT交易的90%以上，並一度傳出即將融資上市的消息。自引入EIP-1599機制以來，NFT是以太坊燃燒的重頭，其中僅Opensea上的NFT交易就已經燃燒超過23萬個以太坊，足以見得NFT市場的火爆程度。

火爆的市場推動了NFT生態的發展，也導致了NFT項目的良莠不齊。NFT市場目前可大致分為收藏品類和遊戲類。其中遊戲類是GameFi赛道的重要組成部分。收藏品類可以與藝術相結合，目前以其稀缺性及社區發展為主要賣點。NFT的發展已經侵入到文娛領域，娛樂明星及體育明星爭相發行自己的NFT系列作品或在社交媒體上宣傳自己喜歡的NFT作品，結合自身影響力及粉絲效應，使NFT進一步出圈，走入公眾視野。

近期，NFT的熱度稍有回落，但隨著知名NFT項目Bored Ape項目發行Token引發新熱度與玩法這一事件，NFT生態在近期或將再次回暖。

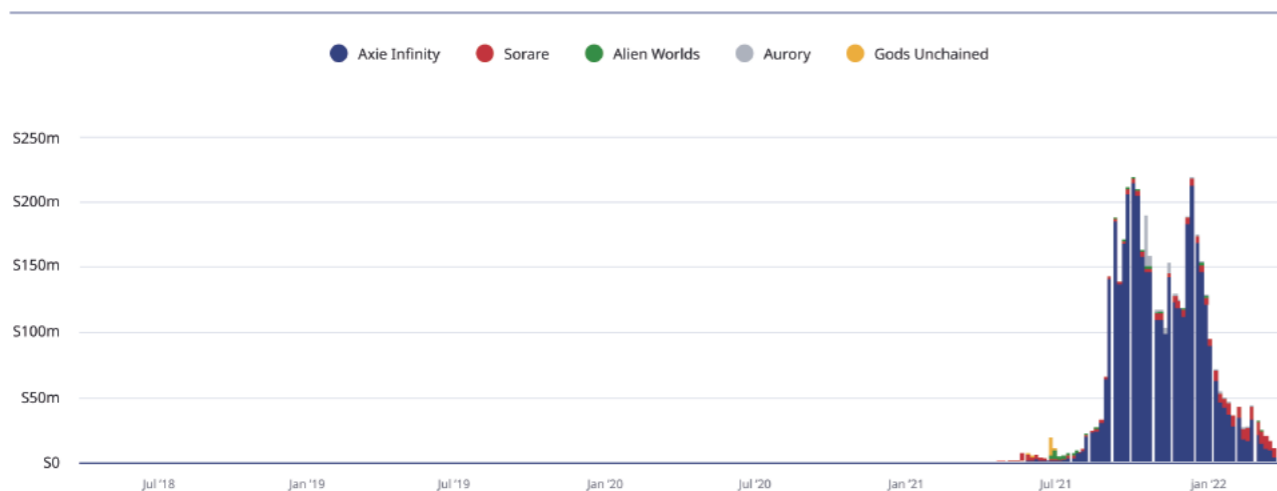
GameFi

區塊鏈遊戲，也被稱為GameFi。GameFi一詞可以解讀為Game+DeFi，是遊戲領域與去中心化金融領域的交織地帶，也是2021年區塊鏈及加密資產領域另一大火賽道。除了融入DeFi元素，NFT也是區塊鏈遊戲的重要組成部分。NFT通過其稀缺性，可轉移性及所有權可證明性，賦予了遊戲中人物、道具等核心組件更高的價值意義。區塊鏈遊戲的概念可以溯源到2017年，當時這一概念還未被市場所普遍接受。隨著DeFi的高速發展，遊戲金融化這一概念再次進入視野，並開始有了新的市場。

真正引爆GameFi市場的要數鏈遊項目Axie Infinity及它所開創的“Play-to-Earn”（邊賺邊玩）經濟模型的橫空出世。在DeFi熱潮減退之後，GameFi成為承接熱度的新的熱點在2021年年中迎來了爆發期。“Play-to-Earn”模式更好的把遊戲與金融結合在了一起，也被認為是GameFi的核心之一，被幾乎所有的GameFi項目效仿沿用。此外，以DAO (decentralized autonomous organization) 理念為核心的遊戲公會的發展，也為GameFi領域融入了更多去中心化元素，發展出了一批如YGG, Merit Circle等基於區塊鏈遊戲的著名遊戲公會，使整個GameFi領域發展出了自己的生態並逐漸完善。



遊戲NFT交易量



SOURCE: CRYPTOSLAM
UPDATED: MAR 22, 2022

資料來源: The Block 時間截止: 2022年Q2

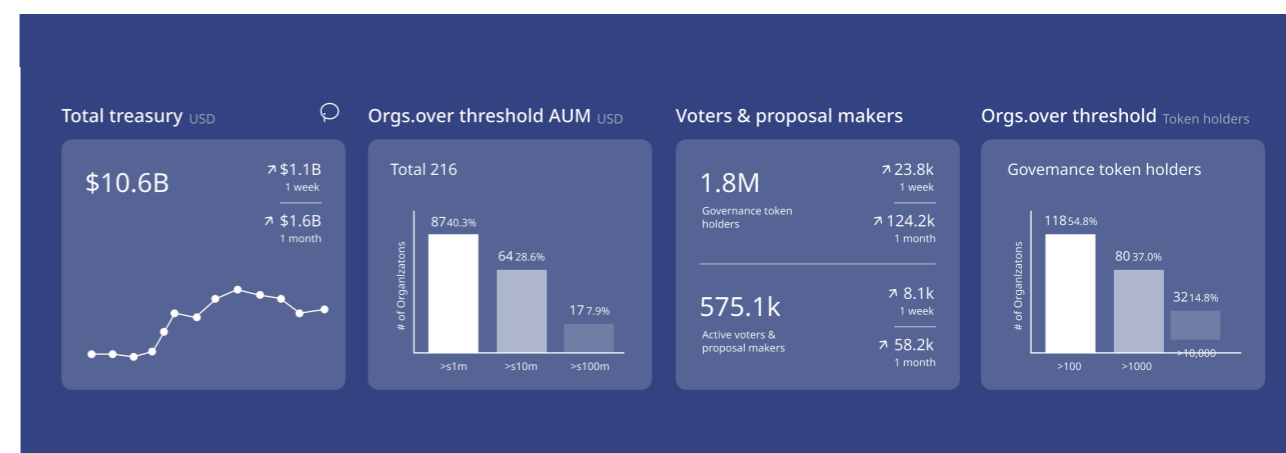
從資料上看，目前GameFi的熱度已經有所減退。與傳統遊戲相比，玩家規模較小，可玩性不足，交互性不足及基於公鏈本身承載性的限制等諸多因素，GameFi的發展似乎也到達了瓶頸階段。GameFi被認為是元宇宙的重要組成之一，其未來發展或將與基於元宇宙的技術發展相結合，屆時區塊鏈遊戲或將迎來屬於自己的獨特時代。

DAO

DAO的全稱為Decentralized Autonomous Organization，即去中心化自治組織。DAO被認為是Web3.0世界的重要入口及組成之一，其生態發展也是近年的熱點之一。與傳統的自上而下的治理模式不同，在DAO治理中，成員既是組織的貢獻者，又是組織的治理者，整個DAO組織會按照預先設定且公開認可的規則實現自治，組成一個治理高度透明的相對公平的組織，從某種程度上來講，DAO可以說是治理結構的相對理想的形態。

隨著“去中心化”概念的盛行，DAO也迎來了高速發展時期。根據Deep DAO資料顯示，目前DAO組織的個數已經超過4800個，同時DAO組織的資金管理規模已經超過100億美元，超過180萬人參與DAO組織的治理。其中，Uniswap以24億美元的資管規模和超過30萬的社區人數位列DAO組織榜首。

DAO 概況



資料來源: DeepDAO 時間截止: 2022年Q2

DAO的應用範圍十分廣泛，開發者和社區可以以自己的需求開設不同類型的DAO來滿足項目或生態發展需求。比如以社交為中心的社交型DAO，以捐贈為中心的捐贈型DAO，基於遊戲項目的遊戲DAO和以協議為中心的DAO等。但是目前來看DAO的發展依舊處於探索前期，DAO組織內部也存在各種問題。DAO的正確應用也值得商榷。2021年，ConstitutionDAO募資超過4500萬美元試圖拍下美國憲法的電子副本，雖未成功，但其模式被很多後續DAO項目效仿，也出現了很多披著DAO組織外衣加速社區成員不理智投資的事件出現。可以看出，此類型的DAO組織能否真正引領未來的發展趨勢還有待商榷。

隨著GameFi賽道的大火，DAO也在GameFi領域中發展出了屬於自己的特色，即基於遊戲項目的GameFi DAO。目前大部分的區塊鏈遊戲都擁有“Play-to-Earn”的機制，這讓玩家在遊戲中有利可圖。GameFi DAO的應用場景之一就是在這類遊戲中扮演遊戲公會—勞動力市場的角色，有序調配遊戲內資源，組織玩家攻略不同任務提高效率，進一步達到提高收益的目的。雖然GameFi領域近期熱度降低，但是DAO已經成為其發展不可分割的一部分。

總體來看，目前DAO生態還處在發展初期階段，服務於DAO的基建項目也需要逐步完善；但可以確定的是，DAO會是Web3.0發展的必要板塊之一。



加密資產 合規概覽

多國重視，合規化
或成為必然趨勢，
加密產業多向擁抱

合規一直是加密資產領域面臨的挑戰之一。2021年4月，經美國證券交易委員會 (SEC) 批准，知名加密資產交易所Coinbase在納斯達克上市，一定程度上代表了政府監管部門對加密資產行業的接受度逐步放開。

與傳統金融相比，加密資產及基於其上的金融行為出現時間短且發展異常迅速，短短數年間已經自成一體，但相對的法律法規與監管體系目前還不成熟，各國政府、機構與組織對於加密資產的看法褒貶不一。很多政府和機構認為加密資產會擾亂現有的金融體系，尤其類似於穩定幣等與法幣價格錨定的加密資產，會很大程度上影響金融秩序，引發一系列的全球性金融問題。

如今的加密資產，正在經歷著當初互聯網金融經歷過的挑戰，擁抱監管似乎成為了加密資產發展的一大趨勢和生存之道。為了更好的在市場上生存並持續吸引資金，大部分的加密資產交易所都走上了合規化之路，但這一做法卻似乎又與區塊鏈技術“去中心化”的理念相違背。這樣的趨勢只能交給時間去判斷對錯。目前，一些國家如美國，新加坡，韓國，日本已經一定程度上通過各自的法律體系與監管政策支持加密資產的合規化運營。

目前來看，加密資產的合規方向主要集中在交易所以及挖礦行業。其中，加密資產交易所主要以獲得所在國家合規牌照為合規化的主要方式，但牌照僅允許開展部分業務，對於加密資產交易所來說，金融創新的各種嘗試仍然受到各種限制。所以，未來加密資產的合規化還有很長的路需要慢慢探索。



美國

美國算是目前世界上對加密資產較為友好的國家之一。2021年Coinbase上市，以及2022年初美國證券交易委員會 (SEC) 接受灰度 (Grayscale) 旗下比特幣信託基金轉為ETF的提案，都一定程度上說明了目前美國政府對於加密資產的發展持開放態度。

目前，美國可給加密資產相關企業頒發MSB (Money Services Business) 牌照，這也是當下在美加密資產交易所最主要的牌照之一。MSB牌照是美國財政部下設機構金融犯罪執法局FinCEN監管並頒發的金融牌照，主要監管對象是金錢服務相關的業務與公司。範圍包括國際匯款、外匯兌換、貨幣交易/轉移 (包括加密資產) 等業務。在美國從事這些業務的公司，需MSB牌照才能合法運營。但MSB只是在美國合規化運營的入場券。美國為聯邦制國家，各個州都有不同的法律法規，基於此，針對加密資產在美國各個州的合規化進程可謂道阻且長。



韓國

韓國是世界上少數擁有較為完善的針對加密資產的法律法規的國家之一。2020年3月，韓國國會通過了《關於特定金融交易資訊的報告與利用等法律(特別金融法)》的修正案。這份修正案提供了監管加密資產和相關交易所的框架。基於該修正案，韓國政府的金融監管機構可以有效監督加密資產行業，並制定反洗錢等流程的相關規定。目前在韓國運營的加密資產交易所和錢包等輔助設施機構都需要遵循相關規定。目前，韓國國內如Upbit、Bithumb、Coinone、火幣韓國站等交易所擁有基於修正法的相關合規運營牌照。

同時，韓國的銀行機構也對加密資產領域較為開放。據悉，韓國最大的商業銀行韓國國民銀行將推出韓國首支加密投資基金，成立相關部門，探索評估加密資產投資基金的風險和合規問題；同時基於NFT領域的迅速興起，韓國新韓銀行在其應用程式中設置了NFT收藏管理版塊以服務於用戶。傳統金融的進場一定程度上表明了官方政府對於行業的態度。總體來看，韓國對於加密資產的合規化監管處在較為領先的位置。

新加坡

新加坡目前是亞洲公認的對加密資產較為友好的國家之一。目前，新加坡金融監管局(MAS)會向有意願在該國開展加密資產相關服務的企業發放相關牌照，承認這些加密企業在新加坡的合規運營。自2019年年中起，新加坡金融監管局開始接受加密資產企業對於其發行的5個數字銀行牌照的申請，包括兩個數字銀行牌照(digital full bank licences)和三個數字大規模牌照(digital wholesale bank licences)。

目前很多知名交易所，如Binance, Huobi, Bybit都已經在新加坡有相關產業佈局。除了較為清晰的合規監管之外，新加坡政府機構以及政府下屬的各級企業對於加密資產的參與度也非常高。新加坡政府投資公司(GIC)在2018年就曾參與過美國已上市交易所Coinbase的融資，進行加密資產的海外產業佈局；GIC也在2021年投資BC科技集團，是該集團最大的機構投資者，持股比例高達7%以上。此外，基於較為友好的政策支持，新加坡的傳統金融機構對於加密資產的態度也較為開放，一直處於持續探索中。新加坡最大的商業銀行——星展銀行一直處在加密資產探索的先鋒隊列。早在2020年，星展銀行就傳出將成立加密資產平台(DBS Digital Exchange)，提供包括加密資產等數字資產的二級市場交易，打造資金募集生態系統。在2022年，該銀行還計畫將加密資產交易擴展到零售業。

由此可見，新加坡對於加密資產行業的態度目前是較為友好的。基於中國大陸目前較為嚴格的政策監管，新加坡或將成為亞洲加密資產企業重要的根據地之一。





中國 香港

香港作為中國最大的對外金融和貿易口岸之一承載著重要的經濟作用。同時，香港也是中國對於加密資產行業最為開放的地區。知名加密資產企業火幣集團，也在香港設有上市公司，即火幣科技（Huobi Technology Holdings Limited:01611HK）。

加密資產行業早在2017年就引起了香港監管部門的重視：香港證券及期貨事務監察委員會曾於2017年兩次發佈聲明，提醒防範投資數字代幣過程中的潛在風險，並自此對加密資產行業保持高度關注及重視。2019年11月6日，香港證券與期貨監督委員會發佈《監管虛擬資產交易平臺立場書》和《香港證監會發佈監管虛擬資產交易平臺發牌照條款和條件》兩個檔，對香港加密貨幣交易所進行監管，開啟了香港加密資產市場的合規化的正式道路。根據檔內容，監管層對香港的交易所採用較為嚴苛的管理辦法，包括提高客戶入場門檻，設置交易限額，提高保險金額及資產存儲等諸多方面。在這樣的監管體系下，一方面確保了投資者利益，另一方面也一定程度上限制了加密資產行業在香港的大規模發展。迫於監管層面的壓力，一些加密資產行業選擇遷出香港轉戰政策更為友好的新加坡作為亞洲市場發展的中心。

總體上看，目前香港合規層面的監管和政策雖相較於中國大陸有所放鬆，但與新加坡，美國等更加寬鬆和友好的環境相比仍存在一些差異。

礦業 概覽

合規入口打開，
加密資產礦業
利潤空間吸引
算力持續增長

越來越多上市公司進入挖礦產業，由於礦機產能有限，相較於價格上漲，比特幣算力增長速度較為緩慢，伴隨著市場的火熱，比特幣擁堵的程度也有所增加。

我們對礦業的觀點總結如下：

產能有限：自2020年1月，比特幣價格暴漲超過600%；但算力漲幅最高僅為約55%。由於礦機產能有限，相較於價格上漲，比特幣算力增長速度較為緩慢。從2020年開始，其算力峰值也只達到了174EH；

邊際收益較高：價格暴漲和礦機產能限制使得比特幣挖礦利潤率極高，且部分淘汰礦機已經可以重新開機；

網絡擁堵：伴隨著市場的火熱，比特幣擁堵的程度也有所增加。21年至今礦工收入中交易手續費占比已經達到11%，峰值接近30%。比特幣交易費的中位數也從不到1美元發展到現在的約10美元；

ASIC與GPU礦機：礦業市場仍以ASIC礦機為主流，以太坊挖礦仍以GPU礦機為主；

礦機製造：2020年至今，比特幣礦機仍為主流，新發售礦機主要來自Bitmain、MicroBT與 Innosilicon三家；隨著以太坊市場的發展，頭部礦機廠商（如 Innosilicon）亦開始在以太坊礦機方向發力；

挖礦收益：總體來看，以太坊挖礦平均回本週期為100.67天，平均年化收益率為457.7%；與之相比，比特幣挖礦平均回本週期為148.75天，平均年化收益率為307.75%，低於以太坊挖礦收益率；對比比特幣與以太坊挖礦，儘管以太坊挖礦收益率更高，但以太坊礦機價格普遍昂貴，前期投入遠高於比特幣礦機；

礦池市場格局基本固定。相較於去年第一季度，比特幣算力的中心化水準基本保持不變，全網前四大礦池依然佔有超過一半以上的算力；2021年Binance與Huobi在礦池方面有所突破，其中Binance pool的礦機最為先進，而Huobi由於全面退出中國市場，導致了礦池算力的明顯下降。

經紀商 概覽

機構客戶需求導致
主經紀商 (PRIME BROKER)
成為主要的資金入口



傳統金融領域各個角色分工精細，經紀商為投資者提供各類交易服務，極大地促進了市場發展。目前美國市場有超過3600家證券經紀商，估計到 2023 年美國經紀商市場規模將達三千億美金。證券經紀市場由三個重要的角色組成：證券交易所，投資者（包括個人和機構投資者）和證券經紀商。

證券交易所是各類證券集中交易的場所，僅接受有資質會員進行交易，未購買席位不可交易。其主要職能有：提供交易場所和各類設施；組織和監督交易，包括制定規則、維護交易秩序。

證券市場投資者，包括機構和個人投資者，其特點為：非會員無席位者，無法直接在證券交易所交易；投資者對增值服務要求高。

證券經紀商是交易所和用戶之間的橋樑，其主要職能包括：受機構和個人投資者委託買賣證券，以賺取佣金；為客戶提供諮詢服務，如提供投資建議、資產管理等增值服務；提供複雜衍生品交易和其它金融工具，如融資融券等。

為滿足市場參與者的各類需求，傳統金融領域經紀商分類繁多，即可以其提供的交易標的劃分，以其業務模式劃分，還可以其合作方式不同進行劃分。

以交易標的劃分

證券經紀商是代理客戶買賣有價證券的機構或個人。證券投資者與證券發行人的仲介，以賺取佣金為目的；外匯經紀商專門在外匯交易中介紹成交，外匯經紀商充當外匯供求雙方仲介並從中收取佣金的中間商；期貨經紀商是代理客戶進行期貨交易並收取一定手續費的仲介組織。

以業務模式劃分

折扣經紀商以最低佣金為投資者執行證券買賣，不提供投資研究等諮詢服務。典型如：Robinhood、E-trade；全服務經紀商為投資者提供一對一諮詢服務，包括投資規劃、財富管理等。典型如：美林證券 (Merrill Lynch)，摩根士丹利 (Morgan Stanley)，瑞銀集團 (UBS) 等。

以合作方式劃分

介紹經紀商 (Introducing Broker) 將客戶介紹給執行交易清算的經紀商，並收取佣金。這類經紀商更多注重於市場行銷；

白標經紀商 (Non-Disclosed Broker) 指向大型經紀商採購技術、交易清算等服務且有獨立品牌的經紀商。這類經紀商相比介紹經紀商，所提供的業務更全面。

雖然分類多樣，但經紀商的本質都是為交易所和用戶之間搭建橋樑。無論是整合 B 端資源推向 B/C 端客戶，還是直接拓展 B/C 端用戶，經紀商之間的競爭從未停息。

典型傳統金融經紀商——主經紀商

主經紀商起源于 20 世紀 70 年代末，在此之前經紀商的交易、清算、託管職能相互分離，機構客戶往往指定多個券商同時進行合作。大量交易資料對基金管理人造成很大負擔，把交易、清算和託管等功能集中成為催生主經紀商最初的動力。

傳統金融領域主經紀商為客戶提供的服務涵蓋：

交易託管、清算、估值、風控和運營；

資產組合報告 / 業務報告；

融資融券 / 股票回購等其他衍生品設計與執行；

現金管理；

個性化技術支援；

其他增值服務（包括資本引薦、風險管理諮詢等）。

主經紀商的收入主要來自：

交易佣金；

託管 / 清算費用；

融資融券等杠杆交易利差；

資產管理 / 諮詢服務相關費用。

主經紀商服務受到基金，特別是對沖基金的歡迎。雖然清算業務對券商的收入貢獻不大，但在清算基礎上衍生出的針對對沖基金的融資融券等業務，卻能為主經紀商帶來非常可觀的收入。

數字資產經紀商

為什麼數字資產行業需要經紀商？數字資產行業正處在快速變化的時期，曾經以個人投資者為主流的交易市場已經迎來不少外匯經紀商和科技公司的加入。這個行業經過近幾年飛速成長，一批又一批先行者逐漸構建起與傳統金融越來越類似的底層架構，不斷尋找更先進的交易解決方案。

具體來說，外匯經紀商以 CFD (Contract For Differences) 形式進入加密資產市場，而 Fintech 公司則以開拓法

幣管道的方式參與入場。

經紀商分類



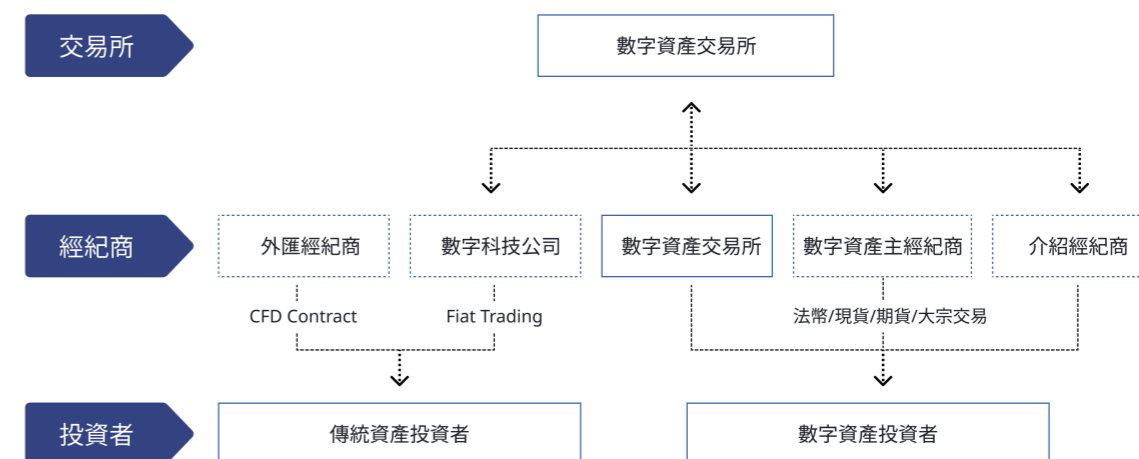
資料來源:Huobi Tech Capital 時間截止:2022年Q2

加密資產行業自我進化的同時,出現了兩類經紀商模型:

以聚合流動性為主要業務的主經紀商模式,以 Tagomi 為代表,同時服務機構以及高淨值客戶;由於加密資產即區塊鏈技術去中心化的特殊屬性,無論是普通個人用戶還是資產管理公司(公募基金 / 私募基金等)都無需通過協力廠商購買交易席位即可在加密資產交易所進行自由交易。但行業仍然需要經紀商,經紀商的存在有利於市場資源的整合,對於行業中小型玩家的作用巨大,而頭部玩家的資源整合能力也隨著市場需求的變化逐漸增強,不斷為個人和機構投資者營造更便捷的交易環境,為增量資金的進入打好基礎。

與此同時,大型交易所也逐漸承擔起經紀商的角色,對外提供底層流動性,試圖將流動性提供給更大的市場,以 Binance 和 Paxos (通過 itBit) 為代表。

經濟商作用



資料來源:Huobi Tech Capital 時間截止:2022年Q2

整體而言,數字資產經紀商的作用可以歸納為節約成本,降低運營風險和促進創新及其他增值服務三點:

① 節約成本

內外部做市商成本:經紀商客戶無需消耗資源建立自有做市機制;
 搭建交易撮合引擎:經紀商客戶無需設計和維護自有撮合引擎;
 錢包系統搭建:經紀商客戶無需搭建維護自有資產安全存儲系統。

② 降低運營風險

底層交易系統:通過使用成熟的底層交易系統,降低自己開發與運營的風險;
 風險管理系統:從用戶角度出發,使用經紀商成熟完善的風險管理體系有助於減小技術風險,避免不必要的資產損失;
 產品設計:使用經紀商的產品 / 服務可以將產品的商業風險降低。

③ 促進創新及其他增值服務

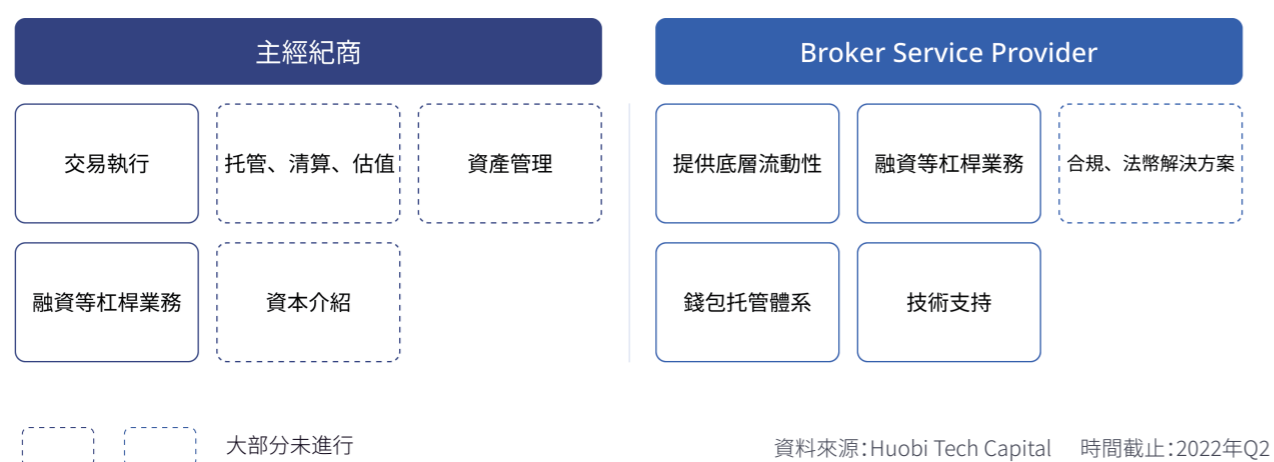
增值服務:經紀商客戶可專注於提供結構化 / 複雜衍生品,或提供交易策略、交易機器人、財富管理等增值服務;

產品和管道創新:由於經紀商客戶不再需要負責複雜的技術開發,可以專注於產品創新,更多的進行市場教育,拓展和打通新的銷售管道。

由於合規限制,傳統金融領域的交易所無法直接開展經紀業務,但在新興的數字資產領域,交易所已然演變為行業資源和資訊的核心,開展經紀業務愈發水到渠成。

目前大多數交易所已經開始承擔經紀商的部分角色,大型交易所也紛紛向主經紀商業務涉足。

不同經濟商的作用



數字資產行業主經紀商

主經紀商業務(Prime Brokerage)發展驅動力來源於機構投資者交易、金融服務的需求。無論是交易所、錢包還是交易平台,已有入局主經紀商業務。有以託管業務為切入點的Coinbase、BitGo;以及交易業務為切入點的Bequant。其核心是為解決機構投資者進行交易面臨的問題。

解決需求:流動性;金融服務(如配資、借貸等);合規;

產品服務:託管、交易等金融服務;

這裡的交易主要指大宗交易以及專業交易工具。經紀商通過聚合多個交易所流動性,使得投資者能夠享受最好的流動性,以最優的價格成交。其中較為典型的例子為Coinbase。金融服務主要指為機構投資者提供的借貸、配資等服務。

經紀商列表



資料來源:Huobi Tech Capital 時間截止:2022年Q2

A large, stylized white letter 'C' is centered within a dark blue rectangular area. The 'C' is thick and has a slight shadow effect. The background of the slide features a light blue background with faint, curved white lines that create a sense of depth and movement.

C

託管 概覽

需求逐漸增加，
成為傳統金融
進駐加密世界
的跳板之一。

加密資產託管總覽

加密資產的託管服務是加密資產行業重要的產業之一。與傳統金融的託管類似，加密資產的託管服務也是以安全保存客戶資產為重要前提。託管的本質與信託相似，都是基於合同的資產經營權的暫時轉移。加密資產託管與傳統金融託管的重要區別之一，在於託管資金的保存以及中間的相關技術操作。傳統金融領域中託管的資金有相對完整的保管體系，且部分資產，如黃金，收藏品為實體物品，有相對固定且已經被時間認證的保管模式。而加密資產領域的託管與之前所述有所不同。加密資產本質無實體，是基於區塊鏈的資料，其保管需要和技術相結合，進行新的技術開發。

託管市場概況

隨著加密資產行業發展及駭客攻擊事件的日益高發，機構及巨鯨對於託管及基於託管的衍生產品的需求日益增加，加密資產託管業務隨需求逐步增長並日漸完善。同時，託管業務也作為傳統金融進場加密資產領域的重要途徑之一，與其關聯業務如基金類產品，質押類產品等也成為現在相關託管服務提供者的發展方向之一。

目前，市場上已經有許多類似機構，如CoinbaseCustody, Bitgo等成立時間較久，合規性強的老牌託管機構；以及FireBlocks, Cobo等基於技術的後起之秀。不同點在於，持牌機構的操作空間更大，可以基於用戶需求，對託管資金進行二次操作，如聯合DeFi項目進行質押等，賺取額外利潤，類似傳統金融機構信託服務。非持牌機構，如FireBlocks, 名義上作為技術提供方，不可以經手相關金融活動，否則基於其公司所在地，有觸碰相關金融法的危險。

目前，Coinbase, Gemini, Bitgo等機構持有美國部分州的合規託管牌照，所以其業務範圍主要集中在美洲地區，合規性較強；Huobi Tech旗下的子公司則持有中國香港頒發的託管牌照。

隨著加密資產領域的逐漸擴張，加密資產的託管業務進入了傳統金融機構的視線；很多家族辦公室，養老基金等機構組織都希望持有部分加密資產並進行相關的託管服務。傳統金融巨頭如高盛，JPMorgan都已經設立相關辦公室以服務於他們的高淨值用戶。日前，美參議院允許維吉尼亞州銀行提供加密託管服務，預示著老牌金融機構或也將參與到競爭當中。



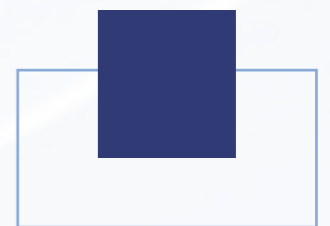
託管技術概況

技術層面來講，目前加密資產託管技術主要有以下幾個方面：私密金鑰拆分，HSM (hardware security module/eg. 硬體錢包)，MPC (門限簽名) 以及SGX。以上是目前市面比較流行的加密資產託管的安全方案，並且被加密資產機構廣泛使用。比如目前託管規模最大的Coinbase Custody，目前採用的是私密金鑰拆分結合線下冷存儲的保管方式；而Copper則是採用了MPC以及各種模式的錢包來滿足不同類型客戶的託管需求。除了被託管加密資產的保存方式之外，加密資產的託管還需要一套完整的系統才能為用戶提供完整的託管服務，包括不同種類的錢包配置 (冷錢包/熱錢包/溫錢包)，用戶需要的資料展示看板等；有些託管服務提供者會根據業務地區的不同推出更符合要求的服務，如稅收系統及清算系統等。

總體來看，加密資產的託管服務算是加密資產的底層服務之一，很多業務可以基於託管來開展。比如說Coinbase Custody可以與其交易所產生互動，作為交易所增值業務為客戶提供需求。隨著加密資產影響力的擴大，加密資產託管業務也將被越來越多用戶所需要。

10

總結與展望



經過十多年的發展，整個加密資產行業已經發展成了一個十幾萬億市值規模的龐大市場，並自然演化出了像穩定幣、DeFi、Layer2、GameFi、NFT、元宇宙等諸多的細分賽道。正如我們所看到的那樣，傳統世界中的一系列金融產品與服務都被完美的複刻到了加密資產領域，甚至在某些設計細節上做的更好、更高效。在未來，整個加密資產領域將在幾條道路上走的更遠。

首先關於去中心化的爭論，一部分鏈上專案與社區將在去中心化、注重隱私與匿名性上往更深的方向探索，這部分加密原生的社區力量將推動行業在DeFi、隱私計算等領域帶來更多的創新。而另一部分專案與社區，將會逐漸擁抱監管，與傳統世界主流的KYC、AML進一步融合，作為傳統世界進入加密領域的入口，這部分專案與社區將作為加密世界與主流世界溝通與握手的窗口，擔負起力爭獲得監管下的陽光發展與立法支持的機會。

其次，是關於鏈上與鏈下世界在數據和實物之間的鏈接與融合。目前，鏈下實體經濟與鏈上數據的聯動依然處在非常早期的階段，除了現在大家都在關注的預言機賽道，我們也期待著看到，真正把鏈下實體物流、數據流轉與鏈上應用打通的偉大嘗試，在實現鏈下實體資訊映射到鏈上之後，我們有機會迎來經濟協作與增長的真正範式創新。

當1994年互聯網第一次進入大眾視野時，除了能收發電子郵件之外，它能做的還非常有限，可是這不妨礙30年後的今天，互聯網把地球上所有人整合到了一個大型的資訊協作網絡中，在實現萬物互聯、人類生活水準大幅提升的同時，也順帶創造了天量的財富。因此，當今天加密資產吹響Web3.0，即下一代互聯網的號角時，我們也有信心相信，10年後的今天，當這一輪產業大潮拂過，加密資產也將由內而外的改造人類協作與溝通的方式，並用豐厚的財富回報獎勵那些勇於探索的行業參與者。

免責聲明：

此信息不是銷售要約或購買任何證券、期權、期貨或其他與證券有關的衍生品的要約邀請，其內容也不是任何證券法所規定的。任何此信息、陳述或評論不應被視為購買或出售或持有此類證券的建議或出售此類證券的要約。此信息不考慮亦不提供關於任何人的具體投資目標或財務狀況的任何稅務、法律或投資建議或意見。雖此信息內容被認為是準確及可靠的，但火幣科技控股有限公司（“火幣科技”）及其代理人、顧問、董事、高級職員、雇員及股東並沒對此資訊的準確性作出任何明示或暗示的陳述或保證，火幣科技明確表示不承擔可能基於此信息或其錯誤或遺漏的及所有責任。



Huobi Tech