

未来大事件对比特币的影响

作者：Jill Chow, Colin Bao, Chole Luo, Suzie Su

Gate.io Research

摘要

在经历 2017 年-2018 年二级市场剧烈变化后，多数投资者已从狂热的投资状态逐渐趋于理性状态。但对投资者来说，下一次大行情何时回暖仍是他们关心的重点。我们将就近期的热点事件如期货交易所，比特币 ETF，国家政策，2020 挖矿减半，探讨什么才是真正能够促进行情回暖的因素。

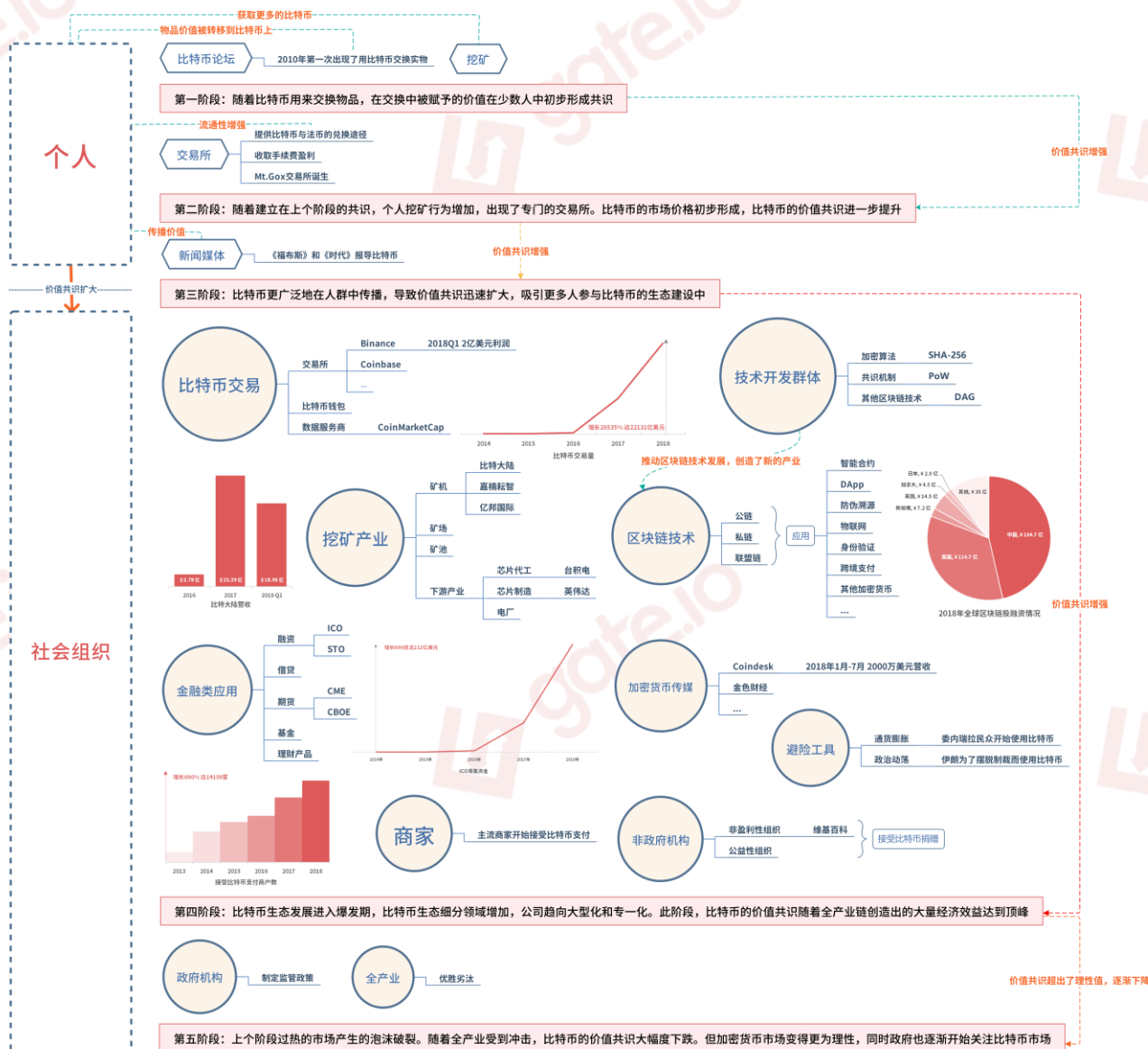
目前，加密货币行业正处于自下而上的推动式发展状态中。由于比特币的自身机制设计，比特币将逐渐从短期的投资型产品转向为长期的价值储存产品。从外部的因素来看，随着加密货币行业的影响力扩大，国家将会相继出台相关政策与法律体系对加密货币行业进行监管。

尽管 2020 年挖矿减半、合法的期货交易所和基金交易所和全球国家政策都属于能够影响整个行情的特定事件，对比特币的价格有推动的作用，然而产业价值才是促进比特币价格上升最重要的原因。

目录

1	引言：从“零”到“万亿”	3
2	比特币的挖矿机制.....	5
2.1	什么是“挖矿”	5
2.2	什么是“矿机”与“矿场”	5
2.3	什么是“挖矿奖励减半”	5
2.4	挖矿减半对矿业的影响.....	6
2.5	挖矿减半对比特币的影响	7
2.6	比特币的转型	10
3	用户接受度.....	11
3.1	个人持有数量	11
3.2	商户支持数量	12
3.3	交易群体多样化.....	13
4	金融衍生产品.....	14
4.1	比特币期货.....	15
4.2	比特币交易所交易基金（ETF）	19
4.3	预测：比特币期货和比特币交易所交易基金推出后的影响	23
5	全球政策.....	25
5.1	加密货币重要监管方向.....	25
5.2	全球加密货币发展趋势.....	28
5.3	预测：全球加密货币政策趋势	31
6	总结.....	32
7	引用资料.....	33

1 引言：从“零”到“万亿”



人们日常生活中所熟识的概念“钱”，即“法币”，本身不具有价值。同样地，作为新型的虚拟货币，比特币本身不具有价值。然而不同的是，法币的价值来源于国家信用背书，比特币的价值则来源于其发展过程当中所逐渐获得的社会价值共识。比特币具有密码学特性，利用分布式账本技术解决信任成本，因此不依赖于某个中心机构（即“去中心化”）。随着比特币使用场景的不断扩大，及以比特币为核心的产业链的迅速发展，比特币已从一个在极客小众圈子中

流行的技术，成为如今规模达万亿美元的庞大产业链（形成复杂生态），比特币的价值也随之上升。

因此，尽管目前比特币在交易所中的价格暂时显露出颓势，长远来看，其价值却逐渐受社会所认可。如图所示，在各成分的交互和推动下，比特币的发展逐渐趋向理性化（价值共识阶段变迁），商业化（金融产品及商业应用的诞生），合法化（国家政府的干预）。

在本篇报告中，我们将从比特币的技术价值来源及社会价值来源出发，分析未来可能影响其发展的因素。

具体讨论的因素包括：

1.技术价值来源：比特币的挖矿机制造成的稀缺性

2.社会价值来源：

1) 商业金融应用

a) 用户接受度

b) 金融衍生品

2) 国家政府干预--政策发布

我们将遵循上述逻辑，结合各大事件的历史，现状及未来，对比特币走向进行有效预测。

2 比特币的挖矿机制

2.1 什么是“挖矿”

“挖矿”一词是对比特币获取方式的昵称，比特币的开采者也因此被称之为“矿工”。矿工需要使用 CPU 等设备计算出一串 64 位的数字（这串数字被称为“哈希”），计算正确便能获得相应的奖励——比特币。2009 年 1 月 3 日中本聪使用电脑 CPU “挖出”创世区块，比特币挖矿史自此翻开序幕。初期，比特币还只是在偏向 IT 群体中流行，但后期随着比特币价值受到大众的认可，比特币市场币价的不断上涨，触手可得的高额利润吸引了众多“矿工”投入到比特币的挖矿行业中。

2.2 什么是“矿机”与“矿场”

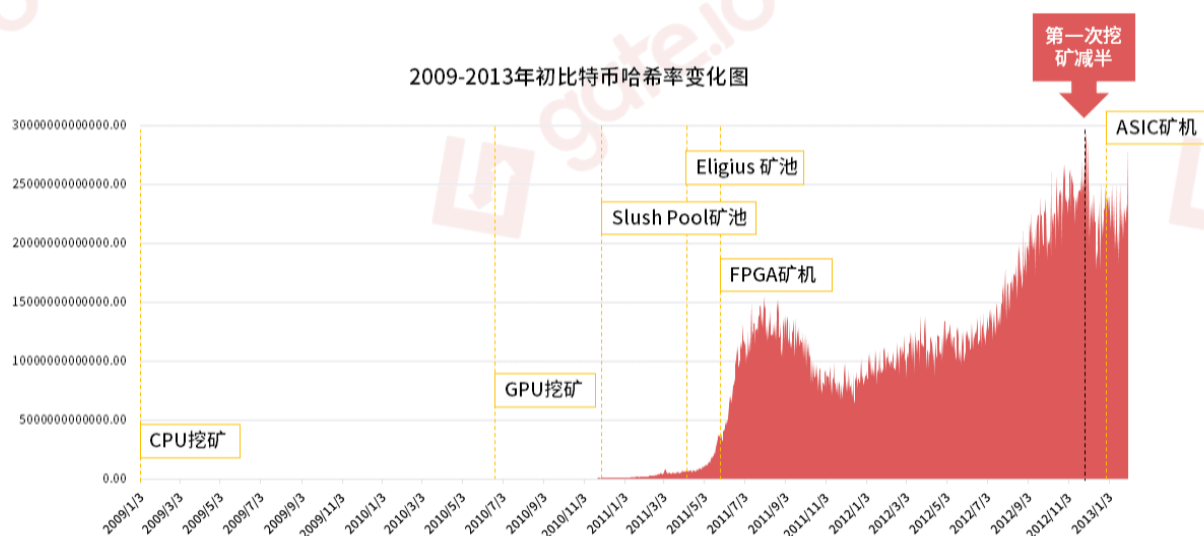
随着大量矿工的涌入，挖矿行业竞争愈发激烈。矿工需要升级设备提高算力，并开始以团队形式一同“挖矿”以降低成本（如电力成本等）。因此，挖矿专用的设备--矿机，以及矿池和矿场应运而生。随着第一批比特币被挖出，矿工与矿机可视为比特币共同体。他们既是比特币区块链的建设者，同时也是比特币网络交易安全的维护者。

2.3 什么是“挖矿奖励减半”

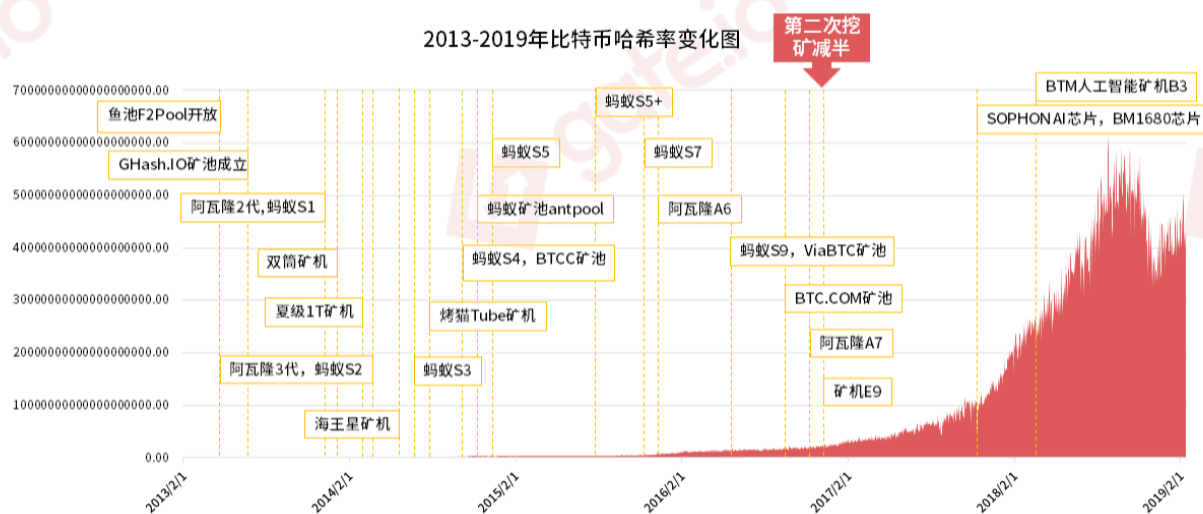
与法币可以加印的机制不同，比特币的总量只有 2100 万枚。为了稳定比特币的价格，根据比特币的产出协议，每生成 210,000 区块，区块奖励将会减半。目前，挖矿已经历两次减半，奖励亦从原来的 50 个比特币（BTC）变为 12.5 个。

2019 年 3 月

2.4 挖矿减半对矿业的影响



数据来源：Bitcoin Visuals、Gate.io 研究院



数据来源：Bitcoin Visuals、Gate.io 研究院

挖矿奖励减半最直接影响的对象便是矿工。2011 年始，挖矿人数的增加以及矿机和矿池的出现，推动整体算力持续上涨。在第一次挖矿减半和第二次挖矿减半后，哈希率（矿工的算力速率）发生短期下降情况，但是很快便恢复正常状态。挖矿减半后，矿工通常会及时更新设备以立刻投入到挖矿中，提高算力获取利润。

即使在 2018 年比特币价格整体呈下跌的趋势，但哈希率依然上涨。2018 年 10 月，比特币币价持续下跌，挖矿处于亏损状态，部分矿工选择离场，某些矿场甚至倒闭。即使比特币市场低迷，但在 2019 年初哈希率逐渐恢复稳定并继续上升的趋势，侧面反映行业仍然较为乐观。

2.5 挖矿减半对比特币的影响

2.5.1 比特币历史减半过程

减半次数	年份	日期	区块奖励 (BTC)	减半时 BTC 流通率
创世区块	2009 年	1 月 3 日	50.0000	—
第一次减半	2012 年	11 月 28 日	25.0000	50%
第二次减半	2016 年	7 月 9 日	12.5000	75%
第三次减半	预计 2020 年	待定	6.2500	87%

*注意：日期为 GMT 时区

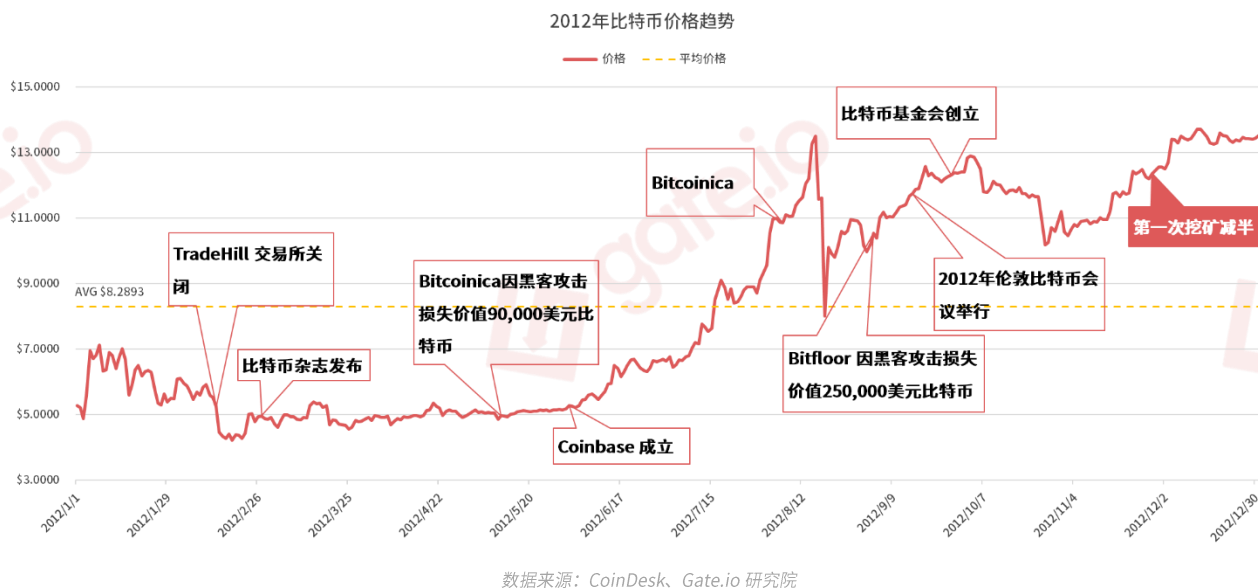
目前（2019/2/12/ 10:53）比特币区块高度是 562,669，距离 630,000 区块还有 67,331 个区块。按照标准速率 10 分钟来计算，第三次减半预计在 2020 年的 5 月份左右，区块奖励降至 6.25 个 BTC。若考虑算力上涨及挖矿难度调整等因素，时间可能会有所提前。

2.5.2 第一次挖矿减半

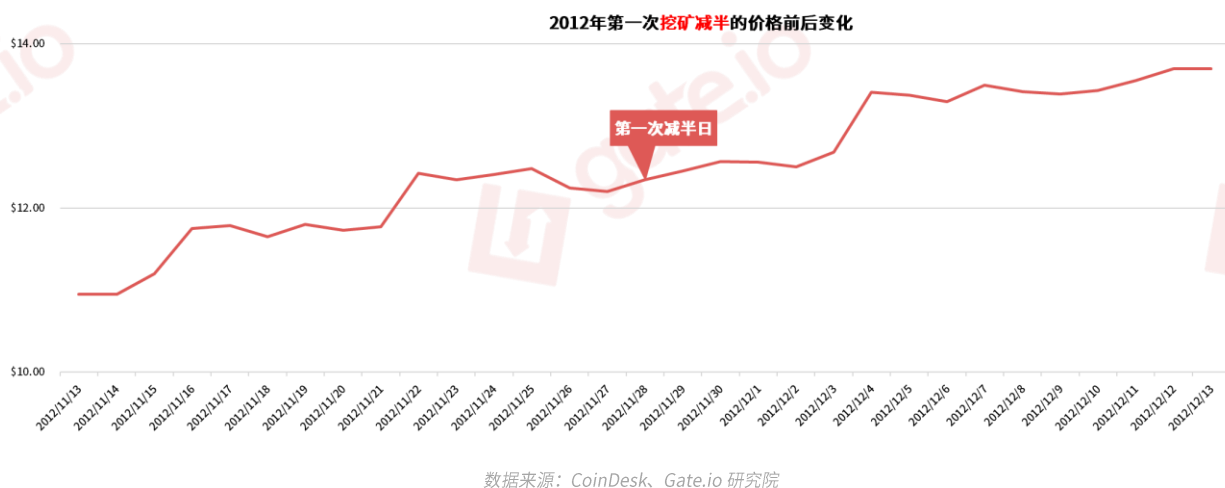
■ 背景

根据 gate.io 研究院上一份报告中，由于 2011 年内出现合法交易所并且举办了比特币会议等利好消息，即使当时出现比特币大跌的情况，比特币仍吸引了大量用户的注意。尽管 2012 年的挖矿减半前比特币价格未能突破 2011 年的币价峰值，但此时比特币的平均价格也达到了 \$8.2893。

2019 年 3 月



■ 第一次挖矿减半的前后的价格变化图



2012 年 11 月 28 日，比特币第一次挖矿减半。从减半前后的短期价格变化来看，比特币价格有小幅上涨，但总体处于横盘。自比特币诞生到第一次减半，比特币的价格由\$0 涨到了\$12。比特币逐渐为人们所接受和认可，其价格亦于 13 年年初开始逐渐攀升。

2.5.3 第二次挖矿减半

■ 第二次挖矿减半背景

在 2016 年中,比特币的平均价格已达到\$567.46。相较于上一次的减半日,涨幅高达 5169.24%。

以及用户人群的增加。加密货币行业的形态发展开始朝着商业化迈进。



■ 第二次挖矿减半前后价格变化图



2016 年 7 月 9 日，比特币第二次挖矿减半。减半前一个月，比特币价格小幅上升，但市场仍受到来自以太坊盗币事件以及中国国家政策发布的一定影响。直到减半日前后几天，比特币价格都处于横盘状态。持续数月的低迷后，在外界因素的刺激下，比特币价格缓慢上涨。

2.5.4 比特币减半总体情况

减 半 年 份	当 日 价 格	涨跌幅情况								
		与上次减半日 价格对比	-30 天	-15 天	-7 天	-3 天	+3 天	+7 天	+15 天	+30 天
2012 年	\$12.35	1616552.05%	16.49%	12.76%	4.91%	-1.08%	1.72%	8.36%	10.95%	8.68%
2016 年	\$650.63	5169.24%	12.87%	-2.18%	-7.54%	-3.77%	2.18%	1.98%	1.60%	-9.22%

注意：2009 年：1 USD = 1309.03 BTC（以 2009 年第一笔交易所交易价格为参照价格）

从以上的图表来看，若仅从价格来看，挖矿减半前后价格都是逐渐上升的形态，挖矿减半是其中的一个利好消息。当年行情大涨的原因更有可能是当时的环境因素，如政策出台，投资用户人数增多以及商业模式初显导致看涨情绪变高。

2.6 比特币的转型

由于经历了 2018 年行情冷却，大部分的投资用户都认为 2020 年挖矿减半是利好消息，会造成积极的投资情绪，有可能会推动 2020 年比特币价格上升。但挖矿减半最主要影响的是矿业，由于挖矿设备需要升级，利润减低，挖矿难度仍在变大，挖矿的成本变大。挖矿减半本身就是为了能够按照预定的机制产出比特币而设计的一个挖矿机制。如果因为挖矿减半的时间节点恰巧是前两次牛市的开端，则认为挖矿减半是牛市开端的一个时间节点，相对而言并不客观。

由于比特币的总量恒定，具有稀缺性，随着挖矿难度的加大，产出减少，当需求增加时，会导致比特币的价格逐渐上升，并趋于稳定。尽管目前，比特币的价格仍然不稳定，比特币在未来会逐渐从短期投资产品转向长期价值储存投资产品，有望成为人们规避风险的投资选择之一。

3 用户接受度

比特币的价值除了源于自身技术，更源于社会接受度和社会价值共识。小至个人对比特币的认可，大至公司商户对比特币的采用，无一不推动比特币社会价值共识的进一步提升。

3.1 个人持有数量

图 1:持有 1-10BTC 地址数量变化图



图 2:保持地址数量变化图



来源: Diar.co

■ 图 1 显示，持有比特币的地址数量一直逐渐上升。

■ 图 2:持有 100-1000 个 BTC 的地址数量：

2012 年-2018 年持有 100-1000 个 BTC 的地址数量在逐渐上升，占据目前流通供应量一定的比例。在 2012 年-2015 年，该数量上升的其中一个原因在于比特币的价格仍相对较低，投资者可以进行大规模购入；另外一个原因在于挖矿难度并不如现在高。因此此阶段的持有 100-1000 个 BTC 地址数量逐渐增加速度较快。2016 年-2018 年，100-1000BTC 地址数量增速缓慢的其中一个原因在于此时比特币的价格较难大规模购入，另外一个原因是挖矿难度增大，因此增长的速度变慢。

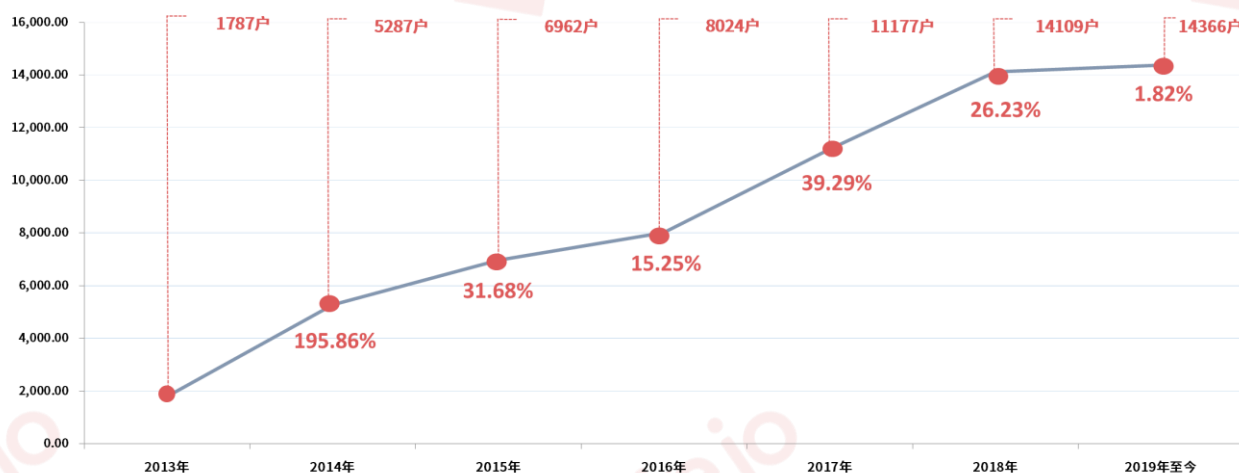
■ 图 2:持有 10-100 个 BTC 的地址数量:

在 2016 年后，比特币的价格逐渐爬升，引起来了广泛的关注，但是由于价格较高，难以一次性大规模买入。因此此时持有 10-100 个 BTC 的地址数量在逐渐上升，数量开始占据较大比重。该现象也能从侧面反映出，即便现在处于熊市阶段，但是依然有新的散户在陆续购入比特币，等待牛市的到来。

总结：散户投资者在该时段持续买入少量比特币的行为表明了其对比特币的看好态度。近年来，长期持有较多 BTC 的地址数量持续减少，持较少 BTC 的地址数量相对有小幅增加，由此可见，比特币的集中度有降低的趋势。

3.2 商户支持数量

2013 年至今全球接受比特币支付商家数量增长情况



来源: Coinmap, Gate.io 研究院

几年来愿意接受比特币的商家数量持续稳步增长，但后期增长速度有所放缓。截止至 2019 年 2 月 21 日，全球接受比特币支付的商家数量较 2013 年增长高达 703.92%。值得一提的是，

2017 年 4 月 1 日，日本正式承认虚拟货币为合法支付手段后，四千多家支持比特币支付商家辐射到 26 万家店面，可见国家政策极大地推动了社会对比特币的接受程度。

接受比特币支付的企业机构	
2012 年	博客系统 WordPress
2013 年	社交新闻网站 reddit、在线旅行商 CheapAir.com
2014 年	微软 Microsoft、互联网零售商 Overstock、戴尔 Dell、社交游戏服务提供商 Zynga、卫星广播服务提供商 Dish Networks、在线旅游公司 Expedia、在线零售商 Newegg、支付服务商 PayPal、社交购物网站 Fancy.com
2015 年	乐天商城美国站、移动运营商 T-Mobile、LOT 波兰航空、数字游戏交易市场 G2A、租车服务公司 Bandago、电子产品在线零售商 TigerDirect、搜索引擎及互联网服务商 Yandex、支付网关 GoPay.cz、公共事业公司 NordOvest Energie、电子支付提供商 UniPay、在线预订车票网站 eTravelSmart
2016 年	数字发行平台 steam、支付解决方案供应商 Ingenico、贵金属销售商 JM Bullion、公交公司 Isilines、巴黎购物市场 Passage du Grand Cerf、在线娱乐平台 DMM、德国电力公司 Enercity
2017 年	普华永道会计事务所、安永会计事务所、日本乐桃航空、美国停车服务提供商 Top Airport Parking、在线订餐网站 Pyszne.pl、百货商场 marui、日本零售商 Recruit Lifestyle、大型零售商 Bic Camera、化妆品零售商 Lush、在线零售商 Ulmart、食品配送网站 Lieferando.de
2018 年	肯德基加拿大公司、中国电商兰亭集势、台湾航空公司 FAT Taiwan Inc.、西雅图房地产投资公司 Hillstone、澳洲布里斯本机场、德国国家旅游局 GNTB、美国众筹平台 StartEngine、珠宝零售业巨头 Birks 集团、社交网络 Gab
2019 年	美国批发商 H&M 分销商、软件公司 Onfido、美国达美乐披萨 Domino's pizza

注：表中部分企业实际情况可能有变化，以当年数据为准

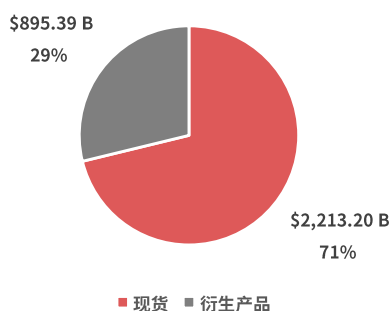
3.3 交易群体多样化

2010 年 5 月 22 日，美国的一名程序员用 10000 BTC 购买了价值 25 美元的披萨。自这现实世界的第一笔商业交易以来，比特币的接受度只增不减。由于社会共识对比特币价值认可，比

特币的用户将会不断增加，形成交易群体的多样化。假以时日，比特币将不仅是个人和商户消费交易的媒介，其版图将会扩张至金融乃至政府等上层建筑。

4 金融衍生产品

2018年比特币现货和衍生产品交易量



来源: CoinMarketCap, Gate.io 研究院

比特币不断上涨的价格使投资者发现更多可能性。加密货币领域如今已成为金融行业的新兴市场，针对其设计出来的金融衍生品正逐渐进入人们的视线。金融衍生产品（Derivatives）指从原生资产（Underlying Assets）派生出来的金融工具，随着比特币现货市场的发展，比特币金融衍生产品得以发展起来。2018 年，衍生品市场已经占据了约 30% 的市场份额。

其中，比特币期货和比特币交易所交易基金最受关注。

4.1 比特币期货

比特币期货合约分为两种交割方式，分别为现金交割，以及实物交割。

比特币期货	
介绍	由比特币期货交易所统一制定的、规定了在将来某一时间以约定的价格交割一定数量标的物的标准化合约
现金交割	当期货合约需要进行交割时，用结算价格来计算未平仓合约的盈亏，并且将会以现金支付的方式最终了结期货合约的交割方式。
实物交割	当期货合约到期时，通过期货合约标的物所有权转移，再将期末平仓合约进行了结。

现金交割方式存在操纵收盘价（banging the close）风险。在期货市场合约到期日，现货市场波动性会出现大幅上升。在现货市场中，相对于现金交割，实物交割能够更好地降低结算价格，降低被操纵的可能性，并能从侧面反映出当前现货交易市场的状态。因此以实物交割为代表的交易所 Bakkt、ErisX 和 CoinFLEX 即将推出的比特币期货产品备受瞩目。

4.1.1 主要的比特币期货交易平台

■ 受监管的比特币期货交易平台

名称	简介	交割方式	杠杆交易	推出时间	监管机构
芝加哥商品交易所（CME）	全球最大的衍生品交易所	现金交割	2-3 倍	2017/12/18	CFTC
芝加哥期权交易所（CBOE）	推出标准化合约	现金交割	2-3 倍	2017/12/11	CFTC
Crypto Facilities	全球第一家受监管的加密资产期货公司	现金交割	50 倍	2017 年	FCA

目前已通过 CFTC 批准的 CME 及 CBOE 期货均以现金交割为主要交割方式，其杠杆交易的倍数亦均维持在 2-3 倍。



在 2017 年年末，由于各方面的原因，比特币价格一直不断攀升。CME 和 CBOE 都开始进行比特币的期货交易，对当时的比特币价格有推进作用。从历史上来看，2017 年 12 月 1 日，首批比特币期货推出。消息传出后，当日比特币价格便顺势上涨 7.62% 至 \$10975.6 USD，而后暴涨 96.98% 至 \$20,089.00 USD，此轮利好消息对当时的比特币价格有极大的推进作用。

时间	事件	币价	涨跌幅
2017-12-1	CFTC 批准首批比特币期货产品	\$10,198.60	79.96%
2017-12-11	CBOE 开始进行比特币期货交易	\$15,427.40	30.22%
2017-12-18	CME 开始进行比特币期货交易	\$19,106.40	-29.61%

显然，除了 CME 进行比特币期货交易后币价下降是因为触顶回调以外，CFTC 的批准和 CBOE 开始进行比特币交易后均造成了大幅的币价上涨。我们不难得出，下一次 CFTC 批准 Bakkt 和 ErisX 推出比特币期货后，随着媒体的助推波澜，这一利好消息将会在短期内掀起一番比特币

市场热潮，从而带动币价提升。

■ 等待批准中的比特币期货交易平台

名称	简介	交割方式	杠杆交易	推出时间	监管机构
Bakkt	ICE (Intercontinental Exchange, 洲际交易所, 纽约证券交易所 NYSE 母公司) 旗下交易所平台	实物交割	不提供	预计 2019 年	等待 CFTC 批准
ErisX	比特大陆、Consensys、富达投资、纳斯达克风投部门和 Monex 集团都参与了融资	实物交割	未知	预计 2019 年	等待 CFTC 批准

Bakkt 以及 ErisX 是属于以实物交割的新一代期货交易平台，Bakkt 平台以及 ErisX 正在等待美国商品期货交易委员会（CFTC）的牌照以发行首个以实物交割的比特币期货。此前，由于美国政府停摆，审核暂时停止，因此 Bakkt 以及 ErisX 交易所的审批可能会搁置一段时间。

■ 无监管的比特币期货交易平台

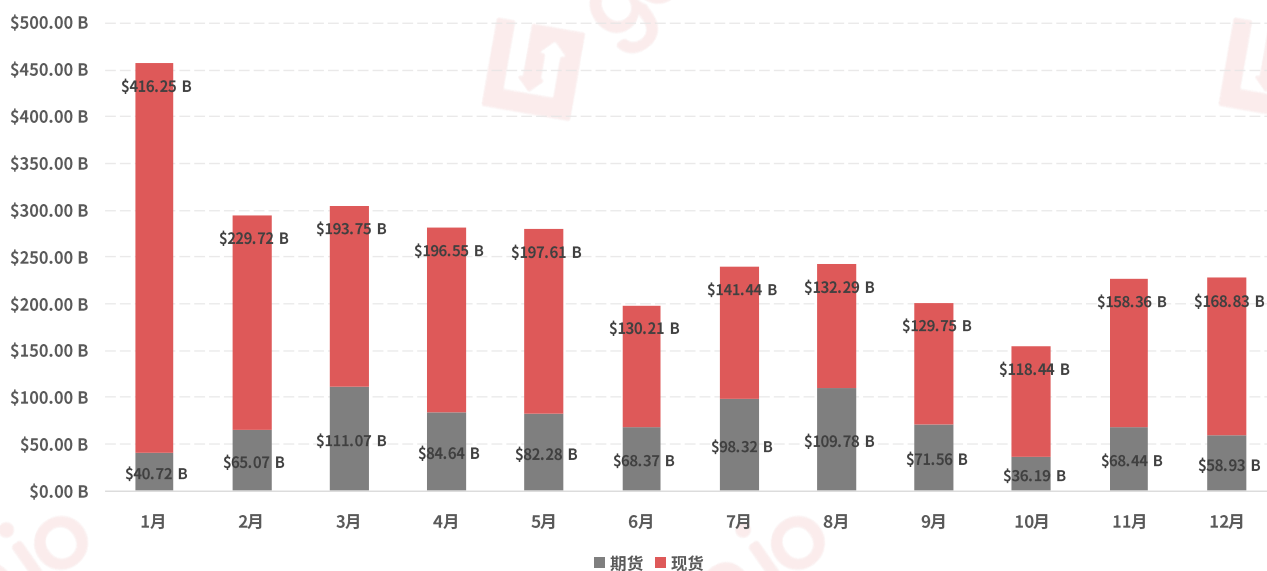
名称	简介	交割方式	杠杆交易	推出时间	监管机构
BitMex	目前最大的 BTC 期货平台	现金交割	100 倍	2014 年	无监管
CoinFLEX	是英国最老的受监管加密货币交易所 Coinfloor 的子公司	实物交割	20 倍	2019 年 2 月	无监管

虽然合规比特币期货交易平台诞生以来引起了重大反响，但是目前比特币期货交易市场仍然活跃在此类无监管的交易平台上。此类平台往往提供了更高的杠杆，交易风险更大。最多提供 100 倍杠杆的 BitMex 平台占据着整个比特币期货市场 90% 以上的交易量。

4.1.2 比特币期货市场表现

■ 现货以及期货交易量对比

2018年比特币期货和现货交易量情况

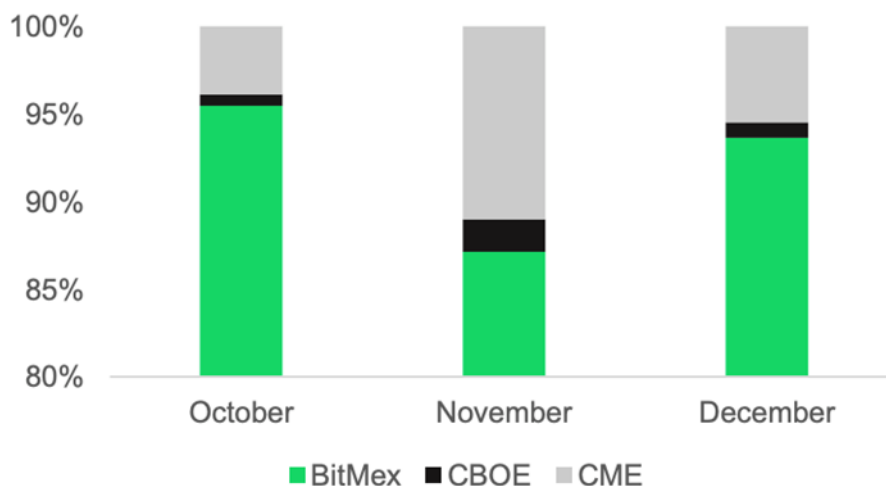


来源: CoinMarketCap, Gate.io 研究院

与现货交易相比，目前比特币期货交易所占比重并不大。在未来的一段时间中，期货交易市场还有较大的增长空间并能够逐渐占据一定的市场份额。

■ 比特币期货交易所占比

Figure 10 - Average Daily XBT to USD Futures Value



来源: CryptoCompare

来自传统受监管交易所(CBOE 和 CME)的期货产品在 11 月份占据对美元比特币期货市场的 12.86%，12 月份下降至 6.36%，而同期 BitMex 占交易额中的 93.64%，远超 CBOE 和 CME 的总和。BitMex 交易所不仅具有先发优势，且主要是用户基数大，投资门槛低，因此单纯以交易量来说，CBOE 以及 CME 与其相较并不占有利优势。但随着市场不断发展，未来多样化的合规期货交易所的入场将会对其造成有力的冲击。

4.1.3 影响通过的原因

Bakkt 等交易所推出的期货产品是否符合《商品交易法》的要求并进行自我认证，以及是否能与美国商品期货交易委员会（CFTC）的意见达成一致是影响其通过的主要原因。

Bakkt 原定于 2019 年初上市，但由于正在与 CFTC 进行磋商，上市日期可能推迟到年末。取得比特币期货交易许可的审批过程有前车之鉴：2017 年，CME 和 CBOE 两家机构进行了自我认证，在经过与 CFTC 长达数月的谈判和对产品进行过修改后才终被放行。

4.2 比特币交易所交易基金（ETF）

比特币交易所交易基金（ETF）是一个数字货币投资加密组合基金，投资者可以不用直接从数字货币市场购买数字货币。直接购买数字货币 ETF，相当于直接购买了一篮子数字货币，更为安全、直接，省去了直接到各个交易所买卖的麻烦。

4.2.1 主要的比特币 ETF 申请机构

名称	申请日期	简介	状态
Winklevoss	2013/7/1	与黄金 ETF 的信托结构相似，是第一个比特币交易型开放式指数	已拒绝

2019 年 3 月

		基金，使用 Winklevoss 指数用于确定比特币的价值	
SolidX	2016/7/1	使用 TradeBlock XBX 指数报价，与 Winklevoss 比特币信托之间的显著差异在于 SolidX 已获得保险，可以承保信托中比特币的丢失或被盗，其产品比直接比特币购买更适合机构投资者	已拒绝
VanEck	2017/8/11	该基金将不会直接投资比特币，而是购买提供比特币市场发展的衍生品和金融产品的股份	已拒绝
VanEck & SolidX	2018/6/5	架构清晰，和黄金 ETF 的市场架构模式基本一致	待审批
Bitwise	2018/7/25	反映比特币投资者可获得的总回报表现，以比特币总回报指数的表现衡量，减去信托基金业务的开支	待审批

除此之外，ProShares、Direxion 和 GraniteShares 也曾经提交过 ETF 申请，但无一例外均被 SEC 以监管、操纵价格和欺诈风险为由而拒绝。目前，VanEck & SolidX 和 Bitwise 的比特币 ETF 提案正在等待 SEC 做出最终决定。

■ VanEck & SolidX 的比特币 ETF

项目	公司
ETF 发行交易所	Cboe BZX Exchange 芝加哥期权交易所
基金发起人	SolidX
资产管理方、监控方和现金监管方	纽约梅隆银行
承销商	LLC
数据支持提供方	VanEck

VanEck 和 SolidX 联合推出的名为 VanEck SolidX Bitcoin Trust 的比特币 ETF，其架构非常清晰，可通过美元购买比特币，并遵循反洗钱（AML）和客户身份识别（KYC）政策。由于受此前美国政府停摆影响，CBOE 撤回了该提案，又向 SEC 重新提交了审批。

■ Bitwise 的比特币 ETF

Bitwise 在首次公布的 ETF 提案表示受监管的第三方托管人会存储比特币，并从大量交易所（包括现货和实物结算的期货市场）中提取定价数据，以计算确定资产价值的指数。2019 年 1 月 10 日，Bitwise 提交了新的规则变更提案，该提案详细的描述了指数的计算方法。2019 年 2 月 15 日，Bitwise 的比特币 ETF 正式公布在联邦公报上。

比特币 ETF 一旦正式公布在联邦公报上，就意味着监管机构还有 45 天的时间来决定是否批准，拒绝或延长提案。SEC 将于三周内提交其初步答复，此后还将有另外三个星期作出决定或实施延期。若实施延期，SEC 将会有最多 240 天时间。具体时间会在 4 月 5 日之前，SEC 会给出批准、拒绝和延长这两项比特币 ETF 提案的答复，而最晚到今年的 10 月 18 日 SEC 会给出最终通过或拒绝的决定。

4.2.2 比特币 ETF 重大事件表

时间	事件	币价	涨跌幅
2013/7/1	Winklevoss 首次向 SEC 提出比特币 ETF	\$66.62	-32.80%
2016/7/1	SolidX 向 SEC 提出比特币 ETF	\$704.97	4.83%

2019 年 3 月

2017/3/10	SEC 经三年审查最终拒绝了 Winklevoss 提交的比特币 ETF	\$957.66	-15.21%
2017/3/28	SEC 拒绝了 SolidX 于 2016 年提交的比特币 ETF 的上市申请	\$1,015.88	-4.58%
2017/9/27	ProShares 向 SEC 提出比特币 ETF	\$4,470.23	15.07%
2018/6/5	VanEck 和 SolidX 向 SEC 提出比特币 ETF	\$7,698.19	4.07%
2018/7/24	Direxion 向 SEC 提出比特币 ETF	\$8,416.87	9.23%
2018/7/25	Bitwise 向 SEC 提出比特币 ETF	\$8,416.87	9.23%
2018/7/26	SEC 重审 Winklevoss 的比特币 ETF 申请又再次被拒绝	\$5,971.05	-27.98%
2018/8/22	SEC 拒绝 ProShares、Direxion 和 GraniteShares 提交的 9 个比特币 ETF 申请	\$6,310.11	-7.43%
2019/1/23	芝加哥期权交易所 (Cboe) 撤回了 VanEck & SolidX 的比特币 ETF	\$3394.22	-6.32%
2019/1/25	纽约证券交易所 (Arca) 为 Bitwise 的比特币 ETF 向 SEC 提交提案	3654.93	1.71%
2019/1/31	芝加哥期权交易所 (Cboe) 为 VanEck & SolidX 的比特币 ETF 重新向 SEC 提交提案	\$3,695.61	7.18%
2019/2/15	Bitwise 的比特币 ETF 正式公布在联邦公报上	\$4010.88	11.16%
2019/2/20	VanEck & SolidX 的比特币 ETF 正式公布在联邦公报上	\$4210.64	7.24%

在 2013 年到 2019 年间, 除 2013 年外, 比特币 ETF 申请的提出通常推动了比特币价格上涨, 而 SEC 对比特币 ETF 的拒绝通常造成了比特币价格的下跌。2013 年比特币 ETF 产品未能对市场带来利好的消息可能是由于 2013 年金融市场对比特币 ETF 的需求不及当前, 因此并未吸引太多的关注。

2017 年 3 月 10 日, SEC 首次拒绝比特币 ETF 时, 币价当天便大幅下跌了 15% 以上。SEC 在

2018 年 7 月 26 日和 2018 年 8 月 22 日对比特币 ETF 的两次拒绝更是使币价分别跌落 27.98% 和 7.43%。一旦 SEC 的审批最终通过，历史上首个比特币 ETF 将会诞生，其意义不亚于首个比特币期货产品，大概率会导致比特币价格大幅上涨。

4.2.3 影响通过的原因

国家监管机构对比特币的看法仍尚未清晰、市场操纵、欺诈风险和对投资者的保护是导致 SEC 拒绝比特币 ETF 的最主要原因。

SEC 多次对比特币 ETF 的审批反复推迟或拒绝，其提出比特币 ETF 不符合《交易法》第 6 (b) (5) 条的要求，特别是要求国家证券交易所的规则，旨在防止欺诈和操纵行为的做法。

4.3 预测：比特币期货和比特币交易所交易基金推出后的影响

4.3.1 短期影响

■ 消息面

无论是 CFTC 批准 Bakkt 和 ErisX 推出比特币期货，还是 SEC 批准 VanEck & SolidX 和 Bitwise 推出比特币 ETF，随着媒体的助推波澜，这些利好消息将会在短时期内引起市场极大关注，从而推动比特币价格有一个持续上升，形成一个币价的小高峰。

■ 投资情绪

由于目前的市场处于长时间的理性回调阶段，负面消息以及消极情绪偏多，导致普通的投资者逐渐对投资市场失去信心，新投资者望而却步，导致资金流入市场减少。但总体而言，大企业

以及国家政策方面都属于较为积极。更多的企业以及投资机构都在积极布局，因此当审批通过后，将会对市场打了一针强心针，有积极的影响作用。

4.3.2 长期影响

■ 资金流入

可信的投资工具吸引大机构的丰厚资金流入。由于以实物交割的比特币期货带来的积极意义较大，在传统的以实物交割的期货交易所门槛较高。因此可能以实物交割形式的比特币期货交易所将会带来的大量传统机构以及不同形式衍生产品，将会对比特币的价格有一定的影响，ETF 是传统大类资产配置的重要途径，市场上存在对比特币投资的需求，但一直被 SEC 阻碍而压抑。如 ETF 得以批准，将会释放新增的资金进入加密货币市场，势必推动市场行情出现大幅上涨。

■ 推动加密货币市场金融化

以 Bakkt 和 ErisX 为代表的期货交易平台，背后不乏许多传统的大型金融机构。机构投资者的进入将推动比特币期货市场逐渐形成规模，会对现货市场带来很强的指导作用，并能有效稳定现货市场的剧烈波动性。同时，CFTC 批准通过后，将会带动越来越多的金融机构涌向合规比特币期货产品，以及逐渐完善其他的比特币金融衍生工具，从长远上推动比特币价值发展。

■ 推动交易所多元化发展

当审批通过后，合法并且有监管性质的加密货币期货交易所诞生。传统的加密货币现货交易所也开设不同类型的期货形式。但主要以期货形式的比特币交易所，就目前而言并不多。因此，随之而来的可能也会有更多的不接受监管的比特币期货交易所，未来交易所的形态将会逐渐多

样化。

■ 推动相关法律政策和法律等发布

ETF 在美国一旦通过，将重塑全球对数字货币的认识，能够有力推动对数字货币监管的立法，同时将会推动比特币从小众资产跨越到主流地位。当合法的数字货币交易所增多，监管可能会逐渐规范。由于关注度高，以及参与的人数增加，有可能在法律的层面上将会更多地发布监管政策。并且美国的审批情况将被全球不同的国家所关注。

5 全球政策

在过去的几年内，比特币在社会中影响日益上升，快速增长的加密货币市场已经开始引起了多数政府的关注，这促使许多国家和地区开始努力解决其监管问题。

5.1 加密货币重要监管方向

从现在来看，全球政策制定主要集中于市场风险、非法活动、首次币发行和税收等方面。

5.1.1 市场风险

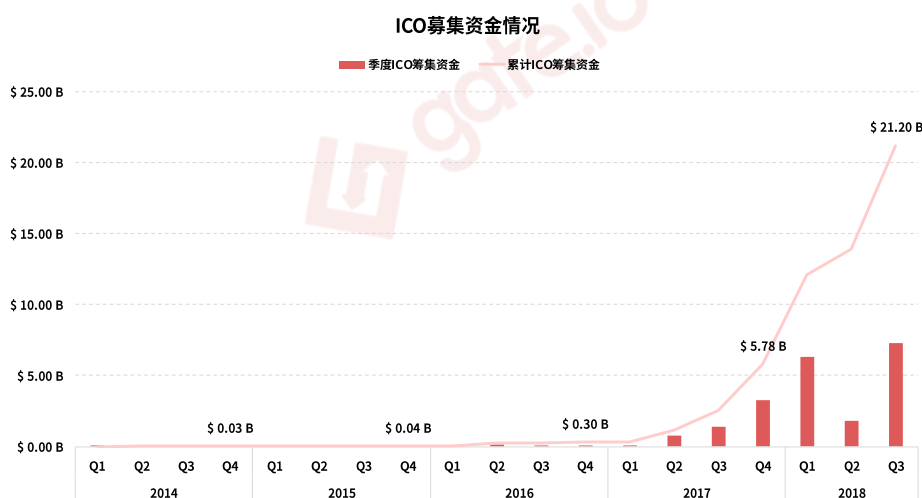
其中，最常见的行动之一是政府发布关于投资加密货币市场的风险的通知，例如，中国早在 2013 年 12 月 5 日发布的《关于防范比特币风险的通知》。这类警示主要是为了教育公民，了解国家发行的实际货币与加密货币之间的区别。另外，还指出了加密货币的高波动性以及加密货币交易不受监管导致公民会自行承担个人风险，且在发生损失时无法获得法律保障。

5.1.2 非法活动

除了警告公众外，一些国家还注意到了关于洗钱、恐怖主义融资和其他金融犯罪正延伸至加密货币市场。例如，加拿大政府于 2018 年 6 月在“犯罪收益（洗钱）和恐怖主义融资法案”的修订中增加了加密货币交易，加密货币交易所需要承担报告义务并受到监管。

5.1.3 首次币发行（ICO）

作为使用加密货币筹集资金的方式，ICO 成为了一个亟需解决的监管问题。2017 年以来，ICO 项目的数量和募资额呈爆发式增长。2018 年，刚诞生不久的 ICO，其全球融资金额已占美国首次公开募股（IPO）市场所有融资金额的 20%。



来源：CoinDesk

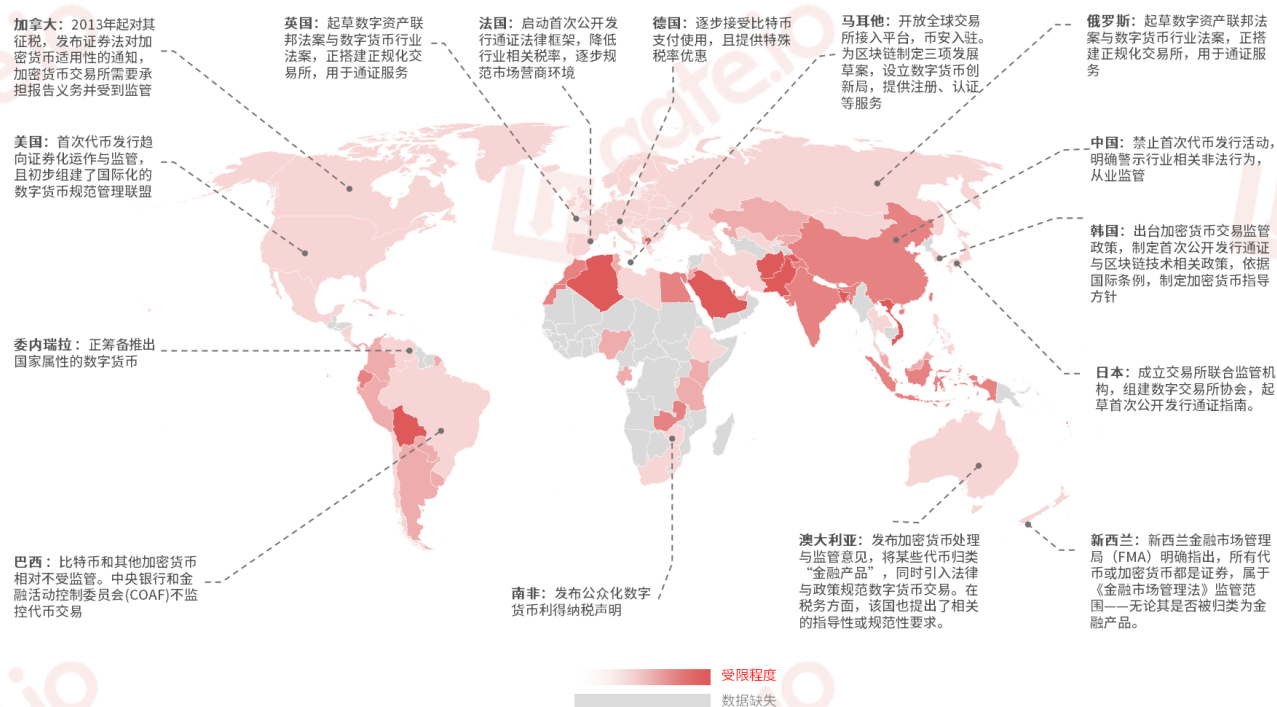
在一些国家，ICO 项目视情况被纳入到适应的监管框架中。例如在美国，2018 年 2 月美国证券交易委员会（SEC）发布称，ICO 可以作为证券发行，并且可以属于美国证券交易委员会执行联邦证券法的管辖范围。而在部分国家，ICO 被完全取缔。例如在中国，2017 年 9 月 4 日，中国人民银行等七部门联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，定性 ICO 为非法集资。

5.1.4 税收

加密货币市场中的税收问题也正被引起重视，目前全球的挑战主要是将加密货币和涉及它们的具体活动归类为税收目的。下表列出了部分国家对加密货币及相关活动最早发布的税收政策。

国家	发布日期	税收政策
英国	2014-3-3	英国税务及海关总署 (HMRC) ：免征增值税，对涉及比特币和其他类似加密货币的活动收取的收入以及与之相关的收费是否将受公司税、所得税或资本收益税的约束取决于活动和相关各方
美国	2014-3-25	美国国税局 ：虚拟货币被视为美国联邦税目的财产，适用于财产交易的一般税收原则适用于使用虚拟货币的交易
澳大利亚	2014-8-20	澳大利亚税务局 ：对比特币征收高额双重消费税，包括消费与服务税（增值税 GST）
日本	2017-12-1	国家税务局 (NTA) ：根据《所得税法》，加密货币销售所赚取的利润原则上被视为杂项收入而不是资本收益
俄罗斯	2018-1-25	俄罗斯联邦财政部 ：发布了一项关于加密货币监管的法案，对加密货币的运营征税进行规范

5.2 全球加密货币发展趋势



来源：Coin.dance, Gate.io 研究院

现状

从全球上来看，比特币在绝大多数国家不受限制，而少数国家对比特币持中立或限制态度。另外，明确表示比特币非法的国家屈指可数，且多为小国家。

5.2.1 全球政府对加密货币的政策发展情况

合法国家*		
国家	分类**	发展趋势
欧洲		
俄罗斯	货币	2018 年 3 月，对数字货币转账利润的免税 2018 年 5 月，将数字货币与通证界定为资产 2018 年 6 月，建设用于提供首次公开发行通证服务的基础设施

2019 年 3 月

英国	货币	2018 年 3 月，实行对数字货币交易所更为严格的监管 2018 年 5 月，开展针对数字货币的合规性监管 2018 年 6 月，发布处理与数字货币相关的资产的指南 2018 年 7 月，宣布了最新进入全球金融技术监管沙盒的 29 个项目
法国	商品	2018 年 3 月，宣布正准备启动一项用于监管首次公开发行通证的法律框架 2018 年 4 月，数字货币资产重新被规定为“动产”，将最高税率从 45%调至 19%
德国	商品	2018 年 2 月，表示比特币作为支付手段使用可免税。 2018 年 3 月，比特币被批准为可接受的支付手段
马耳他	货币	2018 年 2 月，提供注册及认证服务，规范首次公开发行通证框架，加强相关产业生态的约束 2018 年 3 月，针对区块链的发展制定了三项立法草案 2018 年 4 月，币安交易所总部入驻马耳他
北美洲		
美国	财产	2014 年 3 月，将加密货币视为财产，并相应地发布了税收指导 协调证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC），确保有效的监管以保护消费者 2018 年 1 月，成立了 FSOC 工作组
加拿大		2013 年，开始对其征税 2017 年 8 月，发布现有证券法对加密货币适用性的通知 2018 年 6 月，在一项法案的中增加了加密货币交易，规定了报告的义务并受到监管
亚洲		
日本	货币	2016 年 6 月，正式将虚拟货币纳入了法律规制的体系内 2017 年 4 月，比特币等虚拟货币支付手段合法性得到承认 2017 年 9 月，向 11 家公司发放了首批数字货币交易许可证 2017 年 12 月，规定投资者按照 15%-55%税率征税 2018 年 3 月，向 7 家加密货币交易所发出整改通知 2018 年 11 月，将 ICO 纳入日本现行《资金决算法案》和《金融商品交易法》 2019 年 2 月，公布了中央银行数字货币相关工作文件

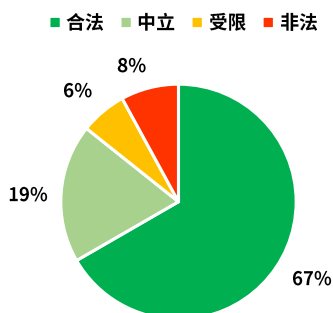
2019 年 3 月

韩国	财产	2017 年 9 月，提出全面 ICO 禁令 2018 年 1 月，实行虚拟货币交易实名制 2018 年 5 月，裁定比特币是一种合法的可识别资产 2018 年 10 月，表示数字货币基金不是合法的基金产品
新加坡	商品	2017 年 11 月，发布了《ICO 指引》和《数字代币产品指南》 2018 年 11 月，发布最新《数字代币发行指南》
大洋洲		
澳大利亚	财产	2017 年，宣布加密货币合法，发布指导方针 2018 年，新的法规要求交易平台注册，并承担报告义务。
受限国家		
国家	分类	发展趋势
中国	商品	2013 年 12 月，发布《关于比特币风险防范的通知》 2014 年 3 月，发布《关于进一步加强比特币风险防范工作的通知》 2016 年 1 月，表示争取早日推出央行发行的数字货币 2016 年 7 月，发布《非银行支付机构网络支付业务管理办法》 2017 年 9 月，发布《关于防范代币发行融资风险的公告》 2018 年 1 月，发布《关于防范变相 ICO 活动的风险提示》 2018 年 8 月，发布《防范以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法集资》
印度	财产	2018 年 4 月，禁止银行和其他金融机构从事加密货币相关业务
非法国家：阿富汗 阿尔及利亚 孟加拉国 玻利维亚 卡塔尔 马其顿共和国 沙特阿拉伯 瓦努阿图 巴基斯坦 越南		

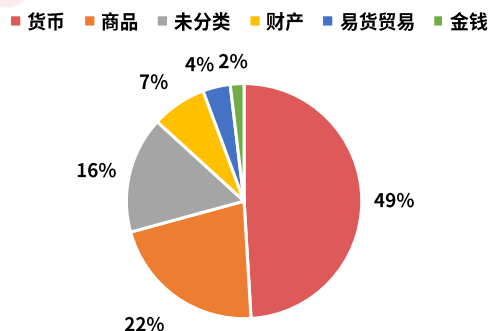
注：* 表中合法国家和受限国家未全部列出 ** 分类来源于Coin.dance

5.3 预测：全球加密货币政策趋势

比特币在全球国家和地区的合法情况



比特币在全球国家和地区的定义



来源: Coin.dance, Gate.io 研究院

在应对比特币等加密货币的监管上,以发达国家为代表的大部分国家能依据现有的法律框架为依托,并针对加密货币出台专项的政策来积极地监管市场。在已知的 126 个国家和地区中,比特币在 67% 的国家和地区完全合法,并且有 19% 的国家是处于中立的态度。因此绝大部分国家不会完全采取措施限制加密货币行业的发展。现在近半国家都认为比特币的属性为货币,这对于加密货币行业而言,是促进加密货币行业发展的重要因素之一。

从全球上来看,加密货币市场将越来越规范化,未来将会有更多加密货币相关政策的推出,这政策将成为比特币合法发展的法律基础。

6 总结

比特币的技术价值来源和社会价值来源能够有效持续地帮助拉动比特币价值上升。比特币的期货交易所，比特币交易所基金、2020 年的挖矿减半、以及各地的政策出台都在推进比特币生态发展。以上的特定事件都会在短时间内推动比特币的价格上升并且对整个大环境产生积极作用。但促进行情回暖并不是由于单一的一件事情所引起，而是需要各体系引起的连锁反应才会促进大行情的回归。

比特币的发展趋于理性化，商业化，合法化。随着这样的趋势，比特币定将在各领域发挥其更大的作用。比特币将不仅作为一项技术，一个工具；更是一次机会，一次革新。

7 引用资料

- Token Daily. *WHAT HAPPENS TO BITCOIN IN FINANCIAL CRISIS?*

[<https://www.tokendaily.co/blog/what-happens-to-bitcoin-in-financial-crisis>]

- Wikipedia. *Legality of bitcoin by country or territory*

[https://en.wikipedia.org/wiki/Legality_of_bitcoin_by_country_or_territory#South_Korea]

- Library of Congress. *Regulation of Cryptocurrency Around the World*

[<http://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/world-survey.php>]

- CoinDesk

[<https://www.coindesk.com>]

声明

因出具该研究报告，特做出如下声明

- 本研究报告是内部成员通过尽职调查和客观分析得出的结论，旨在对比特币的情况进行总结，并不能完全以此来预测比特币的价格影响。
- 本研究报告非衡量研究对象本身价值、以及其发行代币价值的工具，不构成投资者做出最终投资决策的全部依据。
- 本研究报告中引用的项目资料来源于内部认为可靠、准确的渠道，因为存在人为或机械错误，信息均以获取时态为准。内部成员对研究报告中所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性以及及时性进行了必要的核查与验证，但对其不做任何明示或暗示的陈述或担保。