MULTICOIN CAPITAL

火币全球通用积分（$HT）
分析与评估

作者：Mable Jiang & Spencer Applebaum

Multicoin Capital是一家理论驱动的加密基金，投资于重塑全球经济所有领域的代币。我们严格研究区块链协议、团队和市场机会，践行具有公共市场流动性的风险资本经济学。

报告披露

声明：*Multicoin Capital持有HT通证。出于道德原因，Multicoin Capital对本报告所列资产在本文公开发布后的72小时内（“无交易期”）遵守“无交易政策”。任何高级职员、董事或雇员不得在非交易期内买卖上述资产。*

本报告的发表日期，Multicoin资本管理公司及其附属公司（统称“Multicoin”），为这份报告提供研究的其他人和收到这份报告其他人（总的来说，“投资者”）可能有多头或空头头寸，也可能拥有期权，并且代币价格上涨或下跌过程中取得收益。报告发布后，投资者可以使用本报告所述项目的代币进行交易。本报告所有内容均代表Multicoin的意见。

Multicoin从他们认为准确可靠的来源获得了所有信息。然而，这些信息是“按原样”呈现的，不存在任何形式的保证——无论是明示的还是暗示的。

本文件仅供参考，并不作为任何交易的正式确认。所有市场价格、数据和其他信息均不保证其完整性或准确性，均基于选定的公开市场数据，并反映截至目前的普遍情况和Multicoin的观点，所有这些因素都可能因此而发生变化，恕不另行通知。Multicoin没有义务继续提供有关该项目的报告。报告是在所指明的日期写的，可能会由于后续市场或经济情况而变得不可靠。

任何投资都存在巨大的风险，包括但不限于价格波动、流动性不足和潜在的本金完全损失。本报告的基本价值估值仅代表对特定代币潜在基本价值的最佳表现估值，并不表示或暗示为对代币质量的评估、对过去业绩的总结或投资者的可操作投资策略。

本文件并不以任何方式构成买卖本文所述任何投资或代币的要约或邀请。

本文件所包含的资料可能包括前瞻性陈述，或参考引用前瞻性陈述，它们包括任何非历史性的事实。这些前瞻性陈述可能被证明是错误的，可能受到不准确的假设、已知或未知的风险、不确定性和其他因素的影响，其中大多数是Multicoin无法控制的。投资者应在专业财务、法律和税务专家的协助下，对本文件中讨论的所有代币进行独立的尽职调查，并在作出任何投资决策前对相关市场做出独立判断。

概要

由于交易所平台币当前处于有实际需求并且未来存在着巨大机会的地位，它们目前是加密领域最有趣的一个组成部分。此前我们已经发表了一个论点，认为平台币是获得开放金融敞口的最好方式，同时它们具备巨大的增长潜力。交易所做成规模存在着显著的门槛，这也给现有企业提供了一个清晰的竞争优势。该论点已经被最大型交易所的产品水平整合所证明。之前我们更加关注专注于特定衍生产品子集的纯业务、专业化交易所（如BitMEX，Derbit，CME），但现在看到了期货已成功整合到现有交易所（火币，OKEx 和币安都在夺取 BitMEX 期货交易的主导地位）。

交易所也可以灵活利用代币经济，随着时间推移为平台币引入更多用例。实际上我们看到所有交易所运营都采取该做法，它们为代币持有者增加新的产品和整合，而其他（非持币）用户则无法享受。一些例子包括币安的 Launchpad 发行和火币的锁仓及挖矿项目。

我们一直在密切跟踪交易所平台币市场（正如我们在两份币安研究<报告一，报告二>中所指出的那样；并且我们依然持有很大的看多 BNB 仓位），随着对该板块的持续分析，我们发现火币的基础面和当前火币积分（HT）的估值之间存在偏离。经过更深度的挖掘后，我们认为市场误解了火币，同时按照目前的价格，HT 被低估了，主要原因在于东西方之间的信息不对称。

由于多方原因，我们看多 HT，同时它就有以下几个近期、强力的催化剂：

1. 火币是广泛接触中国日益浓厚的区块链和加密货币兴趣的最佳方式，中国现在是一个优先发展区块链行业的国家。火币 OTC 交易平台是所有人民币进出通道中流动性最好的，也是中国新用户接触比特币和其他主流加密货币最受欢迎的品牌。

2. 与西方流行的观点相反，火币目前的交易量都是真实的，并且它托管的 BTC 比所有的交易所都多（除了 Coinbase）。此外，火币的现货和衍生品交易量排名都是全球第二（仅次于币安），未平仓量全球第二（仅次于Bitmex）。

3. 火币似乎正致力于提高透明度，这一点可能有助于消除东西方之间的信息不对称。

4. 火币的产品种类在过去两年大幅扩展，其中最引人注目的要数衍生品交易（下文有详细分析）。我们预期火币会持续保持创新，增加更多其他种类的金融产品（如期权，质押服务等）。

5. 火币最近开源了火币公链的代码，火币公链由世界级团队Nervos支持，将是世界上首个“合规”交易所公链。

6. HT 当前的回购率为 17.8%，在所有平台币中属于最高水平。实际上 HT 的回购率为行业平均水平的4.4 倍。我们认为这是定价错误，火币的回购率应该和同行相一致。例如，LTM 销毁指标表明 HT 的市值应该是$43亿，比当前价格高出345%。

在本报告中，我们调研了火币目前的运营，细数了它的产品和业务历史，它和政府的密切关系及其交易量（主要关注点对点OTC交易，到期和永续合约）。我们也研究了它近期想成为中国金融基础设施服务商所做的努力，主要通过采用 Nervos Muta SDK 技术开发火币链来实现。基于稳定增长的交易量、有吸引力的代币经济学、市场相对定价错误以及中国政府的加持等基本面，我们认为 HT 是加密货币领域最好的风险调整投资机会之一。

火币（Huobi）概述

火币发展史

火币（Huobi）是中国最早成立的加密交易所之一。它的第一个读音“Huo”中文含义是火，“bi”的意思是通证代币。

对于火币，很少有人知道它历经的诸多挫折和事端。它就像一只凤凰，浴火重生，越挫越勇：火币经历多次监管叫停，包括2017年中国政府著名的“九四事件”以及中国人民银行（PBoC）于2019年11月22日对中国加密货币交易所进行的排查。

此后，火币成为了全球最大和最成功的加密交易所之一，其绝大部分用户位于中国。它致力于让交易者便捷地交易数字资产以及加密衍生品。

火币集团（Huobi Group）是一家由李林（Leon Li）于2013 年早期创办的公司，李林于 2013 年 9 月 1 日发布了该交易平台的首个版本，目前他仍然担任 CEO 一职。随后火币迅速发展，在 2013 年 12 月一跃成为中国最大的数字货币交易所，到 2014 年年中（Mt. Gox交易所遭遇惨重滑铁卢事故后）它的全球比特币交易量占比超过 60%（见图二），并且很长的时间里，火币一直是全球流动性最强的交易所。

2013 年 11 月，处于爆发式上升期的火币获得了戴志康和真格基金的天使轮融资。在 2014 年 4 月，它接着获得了红杉中国的一千万美元 A 轮融资。随后，火币保持快速扩张的节奏，2017 年公司总人数达到 300 名。

2017 年 1 月，随着中国境内加密货币交易激增（2016 年某个时期，人民币交易额占全球比特币交易量的 98%），中国政府在全国范围内对数字货币交易进行了整治。中国人民银行（PBoC）官员召见了所有中国境内主流交易所的高层，他们向 OKCoin 和火币两大头部交易所施压，要求它们对客户实施更严格的反洗钱措施。图 1 显示了当时全球的交易以人民币交易对为主：

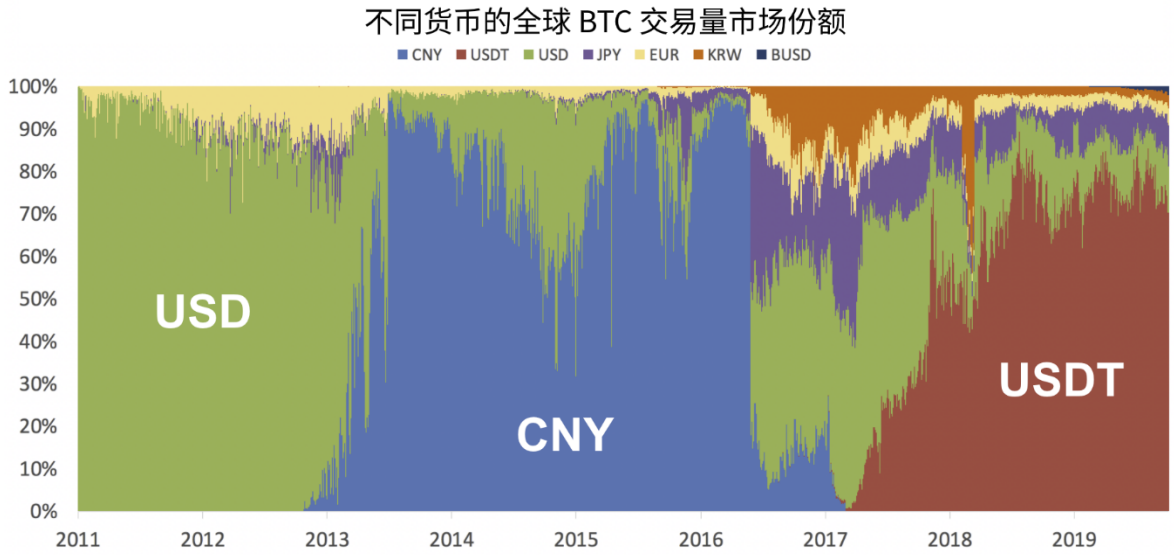

图 1：来源 - CryptoCompare

作为回应，OKCoin 和火币都暂停提现业务；当时的第三大交易所“比特币中国”也发布公告，将比特币提现业务审核时间延长至 72 小时。下面的图 2 清晰说明了监管措施对中国交易所的影响，可以看到，人民币交易的全球市场份额从 2017 年 1 月的 96% 下降到 2017 年 2月的 24%。

接着在 2017 年 9 月 4 日，中国政府发表公告叫停 ICO，此外还将禁止比特币交易所。三天后，比特币中国宣布将于当月底停止运营。火币以及 OKCoin 则宣布它们会在十月底停止交易。该禁令也被成为“九四事件”。

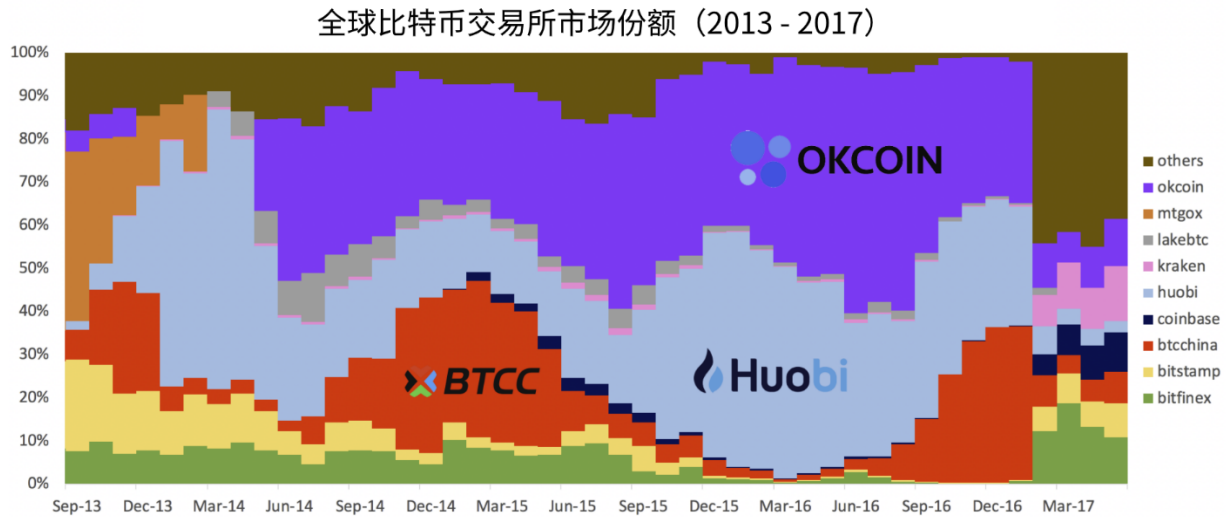

图 2：来源 - Bitcoinity Data

在“九四事件”之前，火币仅提供法币兑换加密货币的服务。该禁令迫使火币调整战略，转型为一家“数字资产和金融技术的全球机构”，这是火币集团 CEO 李林当时制定的愿景（虽然那时候条件还不够成熟）。2017 年 11 月，火币推出了一个 P2P、场外（OTC）交易平台（不局限于原有的 “法币兑加密货币”业务）。该点对点的场外交易平台和加密货币现货交易平台都隶属于Huobi Pro，现在又称为火币全球站。

图 3：来源 – 火币集团

同时，火币积极获取日本、直布罗陀以及泰国等不同司法管辖区的牌照，在香港收购一家离岸实体（以实现全球多个地区的合规地位）。火币全球站的技术团队设在中国，2017 年底，它在首尔、新加坡和东京开设了办公室。在接下来的三年，火币陆续推出了 7 条分布在全球各地的新业务。在一扇门被关闭后，他们没有选择坐以待毙，而是积极另辟蹊径。

但是火币的主要市场仍然在中国，它也明白与当地监管机构保持密切关系的重要性。2018年 9 月，（从火币国际站独立出来的）火币中国将总部迁至“海南生态软件园”，随后当局颁发了“海南自贸区区块链试验区”许可证。作为海南自贸区区块链试验区的一位联盟成员，火币集团声称它的宗旨是通过火币中国和火币公链，助力中国“利用区块链和数字金融打造全球化的金融基础设施”。其中，火币中国和火币公链属于火币的子公司，其定位是一个为中国企业和地方政府提供区块链行业咨询和培训服务的一站式平台。

与政府维持良好关系的效果立竿见影。中国人民银行权威的《中国金融稳定报告（2019）》指出，“*国内 173 家虚拟货币交易及代币发行融资平台已经全部实现无风险退出。*”因此火币能够保持运营，为包括中国在内的交易者提供服务。

我们强调这些历史，是因为它们体现了火币在困境中的韧性和灵活性，还说明在获得监管机构正式的合法化认可之前，火币努力站稳脚跟——就像支付宝在获得正式许可运营之前苟活了 8 年之久。

如今，火币集团经营着多元的全球化业务：

1. *火币全球站（Huobi Global）*- 现货 / 保证金交易 / 火币衍生品市场 / OTC
2. *火币矿池（Huobi Pool）*- 算力市场 / PoW 矿池 / Staking业务
3. *火币场外交易（Huobi OTC）*- 中国领先的P2P场外交易入口
4. *火币公链（Huobi Chain）*- 火币通证作为原生质押资产的Layer 1 公链
5. *火币云服务（Huobi Cloud）*- 让其他企业在全球（如阿根廷、俄罗斯和泰国）建立本土化交易所的白标技术方案
6. *火币资本（Huobi Capital）*- 火币集团的资本武装
7. *火币中国（Huobi China）*- 协助中国企业开发区块链的研发团队

火币全球通用积分（HT）概述

2018 年 2 月，火币发行了火币全球通用积分（下文简称火币积分，代号 HT）。

最初 3 亿枚 HT 通过购买“火币点卡”赠送，这种预付卡能让让火币的交易用户获得一定折扣。火币管理层在 HT 上的设计是“与用户分享火币交易所增长的成果”。HT 发行之后的前两个季度，火币拿出全球站运营收入的 20% 用于回购 HT，将这些 HT 存到到一个应急保险基金。到 2018 年第三季度，该保险基金积累了将近 5 千万枚 HT。

2018 年第三季度，火币调整了回购政策，用季度收入的 20% 回购 HT，然后将这些HT空投给现有的代币持有者，该做法实际上是给购买者一个更低的代币隐含价格。接着在 2018 年第四季度，火币社区表达了将 HT 回购方案从空投改为销毁的意愿。根据社区投票结果，火币于 2019 年第一季度调整了规则，将季度收入用于回购和销毁 HT（由于增

加了合约交易收入，火币的季度收入有所增长）。由于能让 HT 持续通缩，回购和销毁的规则受到了广泛欢迎。此外，考虑到团队部分 HT 释放的潜在风险（造成价格下行压力），火币在 2020 年第一季度调整了销毁方案，将季度收入的 15% 用于回购和销毁流通的 HT，另外 5% 用于销毁团队已释放的 HT。其他未释放的团队代币将不再流入二级市场。

HT 的用途包括火币全球站的手续费折扣、投票上币等。此外，火币很快将把 HT 从以太坊转移到火币公链。以下为 HT 主要用例的概括：

1. **代币销毁** - 火币和火币衍生品所有收入的 20% 用于每月销毁 HT。20% 部分中的 15% 用于市场回购，5% 用于团队激励代币。从回购计划推出以来，火币在接下来的 8 个季度已经回购销毁了 5,290 万枚 HT。此外还分别在“快捷上币通道”（上币费用）和“火币优选通道”（IEO 平台）中销毁了 160 万和 27.4 万枚 HT。

2. **交易手续费优惠** - 持有一定数量 HT 的用户可获得手续费优惠，包括保证金贷款利息折扣以及现货和衍生品手续费折扣。用户持有的 HT 越多，获得的折扣就越高。该功能增加了 HT 的需求，同时很好地降低了代币流通速度。

3. **火币优选通道** - 火币有一个叫“火币优选通道”的平台，它需要用到 HT。其中，该板块所有项目的代币均需要使用 HT 申购。通常，参与用户的火币全球站账号通过了验证，同时在项目上线前 30 天内每天平均持有的 HT 数量大于或等于 500 枚即可。

4. **锁仓 & 挖矿** - 锁定 HT 代币的用户每天都会获得火币矿池平台币（HPT）空投。而一旦持有 HPT，用户就能获得火币矿池 PoS 业务的实际现金流（如 EOS、TRX 和 ATOM 等代币）。具体的空投数量取决于用户选择的锁仓周期、数量以及火币矿池的挖掘哈希算力和每日波动。

   火币矿池目前的比特币挖矿算力占全球市场的 5%。此外，火币矿池的年收入从 2018 年的 250 万美元增长到 2019 年的 630 万美元（主要来自 PoS 和 DpoS 业务，可能利用了火币交易所的储备），增长率 218%。

5. **抵押品** - 用户可以将 HT 充当保证金交易和期货交易的抵押品。此外，OTC 商家还可以抵押 HT 获得杠杆，在火币平台上提供 P2P 场外交易服务。

6. **治理** - 代币持有者可以使用 HT 进行投票，通过快捷上币通道直接上线某个项目。

7. **作为火币公链的燃料** - HT 将用于火币的新型原生智能合约区块链。

8. **外部使用场景** - 除了内部平台的功能，用户还可以使用 HT 支付外部生态伙伴（功能与别的平台币类似）。以下为几个例子：
    a. Travala.com：一个旅行订票网站
    b. FomoHunt：一个电子商务和加密新闻平台（用户可以在上面购买 NFT 艺术品、活动门票、服装以及硬件产品）
    c. C5game：游戏内部资产交易平台

火币在中国的地位

2019 年 10 月，习总书记强调将区块链提升到国家高度，最近国家宣布了区块链服务网络（BSN）以及即将上线的 DC/EP 系统（下文有详细讨论）——火币（还有 OKEx）正是这样一个国家里面最主流的交易所。影响某个交易所在中国的主导地位的因素有几个，包括政府资源、执行、现货和衍生品交易量、交易所的 BTC/ETH 储备以及管理团队愿景和公司战略。从交易量和用户分布数据中（下文有详细分析）我们可以清楚地看到：火币在中国占据着主导地位。

任何有中国经商经验的人都知道，在官方政策与实际执行之间存在着难以想象的复杂性和细微差别。自邓小平提出“改革开放”政策以来，中国政府在管理私人和公共部门方面主要以可控为原则。其中的涵义是什么呢？它意味着在没有政府明确指导的情况下，新兴私营领域的公司将在灰色状态下谨慎经营，努力比竞争对手活得更久，最后在行业成熟时争取获得监管机构的支持。

支付宝就是一个典型的例子。在获得政府许可之前，它一直处于灰色地带。但是今天支付宝已经成为全球最大的支付平台之一，它成功的原因很大程度上是获得了中国政府的支持。

今天，火币正处于这样的一个处境：中国政府已经公开表达了对区块链技术的兴趣，但对加密货币的态度仍然模棱两可（请注意：尽管政府作出了“区块链不等同于加密货币”的声明，但实际执行起来有一定矛盾）。

实际上，中国本土用户和观察者可以轻易推断出火币已经得到中国监管机构的“青睐”。还有一点非常明显，自习主席 2019 年 10 月的讲话以来，中国政府对待区块链和加密货币的立场已经逐渐软化：

1. 中国四川省（矿都）官员加快了挖矿合法化的进程（此前，挖矿在法律上属于灰色产业），随后还受到了证券监督管理委员会（中国 SEC）前主席的鼓励。

2. 由国家发展和改革委员会下属政府机构国家信息中心牵头的联盟区块链项目“区块链服务网络（BSN）”最近也启动了。

3. 中国法定数字货币项目 DC/EP 的发展也在加速。最近，媒体发现和报道了该应用程序 beta 版本的截图。

4. 中国教育部最近批准了成都信息工程大学（CUIT）开设中国首个区块链工程专业。

习近平主席的讲话打开了大众对于区块链觉醒，投资和教育的闸门。世界第二大经济体、超过 10 亿人口的国家对加密行业打开绿灯，这是极大的利好，加密市场对此也做出了相应的回应。本次讲话演讲以后，很明显市场正在想方设法“做多中国加密市场”（参照中国区块链概念股的表现和 FTX 推出神龙指数）。我们将在后文深入讨论中国的区块链倡议。

火币的交易量和市场份额

2019 年 3 月，Bitwise 向美国证券交易委员会（SEC）分享了他们开创性的市场基础设施报告，根据数据，全球只有 10 家加密交易所的交易量是真实的。火币显然不在这个名单上。以后，我们发现大多数西方基金完全忽略了火币（以及 HT），认为它的交易量都是假的。

但实际上，近期火币的市场活动表明情况恰恰相反。为了证实或反驳西方的成见，我们咨询了几个值得信赖的交易对手，他们均独立确认火币是加密领域*最*具流动性的交易所之一。与这些市场参与者讨论之后，我们采取了进一步的研究和尽职调研，以充分核实这些说法，其中包括：

1. 分析火币的交易所 BTC 储备（托管状态的 BTC）的市场份额，如下图 6 所示（有力说明了火币的真实交易量，或者至少业务是真实的）。请注意，Coinbase 托管的 BTC 数量最多（火币在全球所有交易所中排名第二），但考虑到 Coinbase 处理冷/热钱包的方式，因此不包含它的数据。

2. 考察火币和其他主流加密交易所的历史订单深度和未平仓合约（包括现货和衍生品）。

3. 与 Three Arrows、Kronos Research 等众多做市商和 OTC 商家进行交流。

4. 我们确认了火币的企业员工超过 1,100 人。

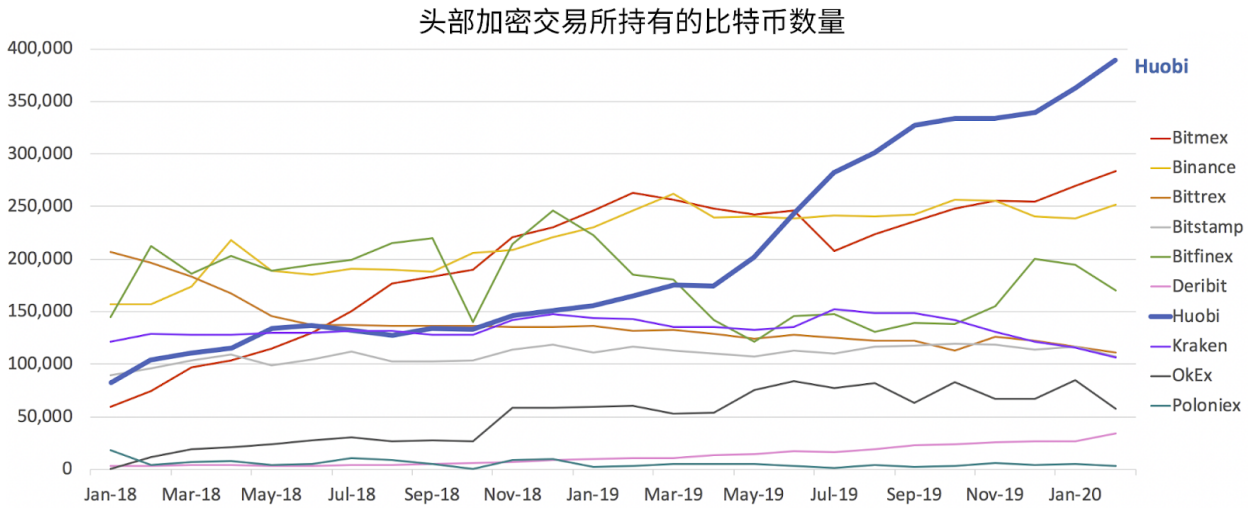

图 4：来源 - TokenAnalyst（不包含Coinbase）

虽然无法完全消除交易所平台刷量的可能性，但有大量证据表明，火币的流动性与其他顶级交易所相当。例如，火币在所有 BTC 合约交易的未平仓头寸排名第三。正如一些资深经验人士指出的那样，未平仓量比交易量更难伪造。

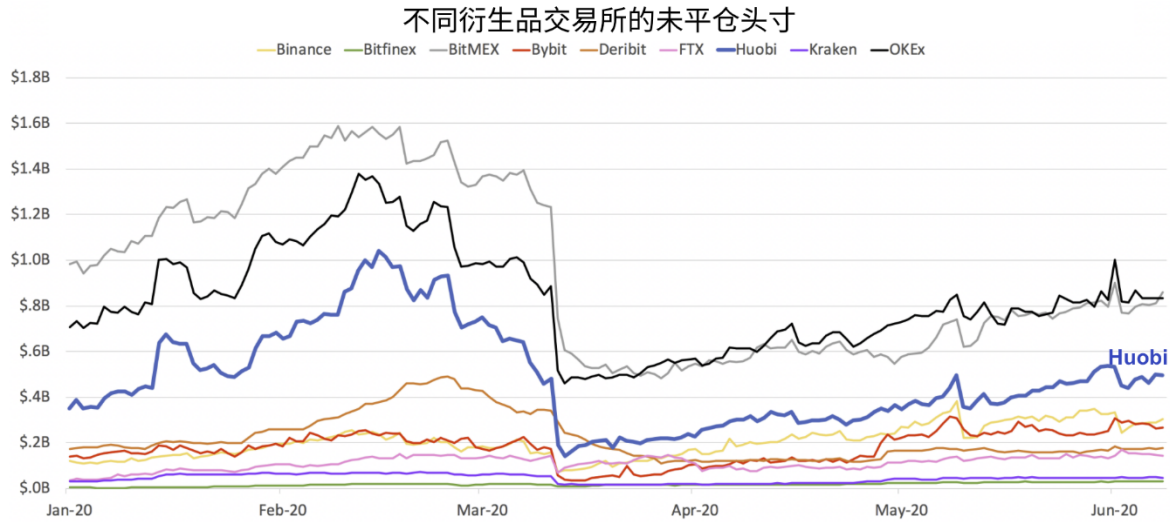

图 5：来源 - Skew

火币是中国最受信赖的品牌，用户愿意支付更多的费用来交易和保管他们的资产。尽管从 2017 年“九四事件”以来，国家一直不鼓励或禁止交易，但很明显中国的交易者（无论是散户还是专业交易员）仍然深度参与其中。并且由于缺乏官方的法币兑加密货币交易所（从 2017 年政府严厉打击之后），大多数交易员都倾向使用火币 OTC 进行法币兑加密货币。

因此，如果火币交易量是真实的，现在问题来了：如果与 Bitwise Real 10 中的交易所进行对比，它的市场份额是多少呢？下面的色块表有助于我们理解这个问题：

火币以及 Real 10 交易所现货交易量

Volumes (blns)	Binance	Bitfinex	BitFlyer	Bitstamp	Bittrex	Coinbase	Gemini	Huobi Pro	itBit	Kraken	Poloniex
Jan-19	$38.48	$9.68	$1.13	$2.91	$1.69	$4.89	$0.92	$19.39	$0.61	$5.50	$0.42
Feb-19	$41.51	$9.11	$0.87	$3.06	$1.52	$4.66	$0.71	$22.97	$0.47	$4.67	$0.34
Mar-19	$53.22	$6.53	$0.65	$2.48	$2.97	$4.16	$0.56	$34.98	$0.36	$3.72	$0.34
Apr-19	$69.66	$13.94	$1.61	$5.80	$3.67	$10.41	$1.25	$55.25	$0.83	$8.17	$0.75
May-19	$117.79	$19.49	$3.71	$10.62	$4.54	$23.43	$2.09	$84.61	$1.22	$16.79	$1.29
Jun-19	$135.45	$23.45	$5.27	$11.62	$4.76	$28.21	$2.27	$98.79	$1.14	$20.73	$1.32
Jul-19	$104.73	$19.90	$6.24	$11.93	$3.39	$27.82	$2.33	$86.35	$1.09	$19.43	$0.99
Aug-19	$62.83	$10.41	$3.48	$7.76	$1.82	$15.91	$1.49	$61.11	$0.88	$12.12	$0.61
Sep-19	$57.13	$8.24	$2.22	$6.47	$1.42	$12.12	$1.14	$46.89	$0.47	$9.58	$0.55
Oct-19	$64.26	$6.66	$2.64	$6.77	$1.22	$11.16	$0.87	$46.00	$0.55	$8.74	$0.76
Nov-19	$58.65	$5.24	$2.13	$4.64	$0.75	$9.06	$0.58	$53.96	$0.37	$7.03	$0.77
Dec-19	$47.96	$4.27	$1.66	$3.31	$0.60	$7.28	$0.46	$37.47	$0.32	$5.53	$1.21
Jan-20	$75.12	$8.17	$2.78	$5.81	$1.24	$12.78	$0.80	$70.24	$0.40	$8.57	$2.20
Feb-20	$119.60	$10.67	$3.76	$7.22	$1.73	$18.56	$1.06	$89.10	$0.36	$10.70	$2.68
Mar-20	$133.79	$15.30	$4.59	$11.41	$1.96	$26.92	$2.41	$87.57	$0.31	$15.00	$1.80
Apr-20	$94.68	$8.49	$3.41	$8.96	$1.67	$18.48	$1.41	$66.85	$0.21	$14.71	$1.66
May-20	$115.35	$9.25	$3.87	$13.24	$2.39	$27.59	$1.66	$61.40	$0.46	$14.05	$1.99
Grand Total	**$1,390.21**	**$188.81**	**$50.01**	**$124.02**	**$37.35**	**$263.42**	**$22.01**	**$1,022.93**	**$10.05**	**$185.02**	**$19.70**

图 6：来源 - CoinAPI，CryptoCompare

显然，币安和火币都占据主导地位，如果火币交易量是真实的（或者大部分是真实的），那么它就是一所全球排名第 2-3 的现货交易所。

火币在现货交易领域以外的扩张

火币 OTC

随着时间推移，火币的点对点场外交易（OTC）已成为中国投资者使用法币购买 BTC 市场中流动性最好的应用之一。尽管点对点 OTC 的交易量没有公开数据，但是在各种投资者微信群中，“火币 OTC”被讨论的次数明显高于其他中心化交易所。贝宝金融是一家总部位于香港/北京的加密资产管理平台，该平台拥有约 3.5 亿美元的未偿贷款以及 8,000 BTC，3,000 ETH和 1,800 万美元的稳定币管理资产，其 CEO 杨舟（Flex Yang）表示，火币点对点 OTC 是他们客户兑换法币的首选平台。此外，根据两家不同的中国钱包运营商（均为世界上最大的钱包运营商之一），火币点对点 OTC 平台每天定期处理的交易量超过 1 亿美元。

Houbi.com 网站 21% 主要流量来自于他们的点对点法币 OTC 平台。火币已经证明这个客户获取策略的有效性，它将场外交易的交易员引流到火币全球币币交易所，然后在他们进入数字货币领域以后，再为他们提供其他服务。虽然火币点对点 OTC 的收入没有直接纳入 HT 销毁方案，但是点对点 OTC 平台的交易量对火币全球战的主流加密货币现货交易量有间接影响。

火币合约市场

2018 年 12 月 10 日，火币国际站旗下的火币合约交易平台（简称“火币合约平台”）正式上线。

2019 年 4 月到 2020 年 4 月，火币到期合约的交易量同比增长了三倍。在过去的一年里，火币的到期合约月交易额于 2020 年 2 月达到最高值，为 1.54 亿美元。尽管火币在 3 月底才推出永续合约，但到了 4 月其交易量就达到了 5.03 亿美元。通过谨慎推出新产品，火币在散户和专业交易员中获得了良好声誉，成为他们资产安全和风险管理优先考虑的平台。

目前，火币合约平台占 BTC 期货市场份额的 23%，仅次于 OKEx 在全球排名第二（尽管通常情况下，每月排名有变动）。火币合约平台之所以能够扩大市场份额，有几个原因：

1. **把风险控制作为内部第一要务：**全天候时监控异常交易及清算风险，通过多种渠道主动沟通；在帐户有保证金的情况下，允许用户进行部分清算，防止社会化损失（在保险金用完后的极端市场情况下，通过获利帐户支付）。

2. **提升用户体验：**技术团队对网页、app 和 API 端进行持续迭代。2020 年 3 月，交易系统进行了一次升级，将 TPS 提高到 6,000，并且缩短了响应时间。

3. **提供多样化产品：**逐步推出多种类型的订单，加强清算保护。

4. **用户保留和定制化的用户服务：**团队举办了一系列奖励丰厚的交易大赛（如玛莎拉蒂、游艇），来吸引大客户并提供相对应的差异化 VIP 服务。在吸引大客户和做市商方面，火币驾轻就熟。

在过去的一年中，火币对衍生品交易的技术架构和产品进行了升级，目前衍生品交易占火币的大部分收入。

根据在火币交易几家公司（如 Three Arrows 的 Su Zhu）的说法，在 2020 年 3 月 12 日的黑色星期四市场崩溃期间，火币仍然能保持正常运营并且提供紧急 VIP 服务。火币在极端动荡的情况下表现出的稳健性，也解释了它为什么能够占领中国市场并获得品牌忠诚度。

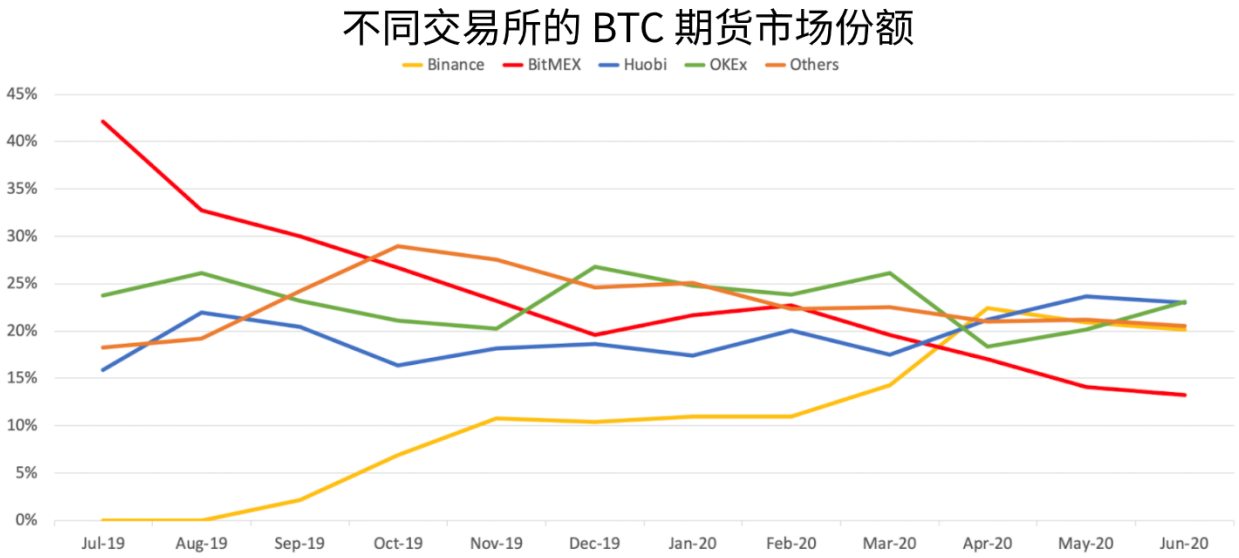

图 7：来源 - Skew

在迅猛发展期间，火币还遇上了天时地利的环境，其中包括 BitMEX 逐渐失去主导地位。表面数据下显示，BitMEX 在 2019 年的表现似乎非常强劲。Arthur Hayes（BitMEX 的 CEO ）在 2019 年 7 月曾发推特称，该交易所过去一年的总交易量达到 1 万亿美元。当年 6 月下旬 BTC 价格达到 1.3 万美元时，BitMEX 的永续合约交易量打破了 160 亿美元的记录。但是从那以后，它的市场份额逐渐被竞争对手所瓜分（参见图 10，红色为 BitMEX 的交易份额）。

随着机遇的增加，火币合约平台接下来计划专注于两个策略：全球化和产品多样化。2020 年3 月 27 日，火币推出了 10 种不同代币的反向合约。到 2020 年，它的衍生品市场将推出更多产品，包括普通合约和期权。火币合约平台的重点地域将覆盖新加坡、英国、韩国、越南和俄罗斯，以上这些国家都曾有过推动了离岸交易所交易量的历史。此外，火币将持续执行“共享 VIP”计划，让传统市场中的其他专业交易团队获得火币合约平台的 VIP 服务。

总而言之，火币合约平台的衍生品市场份额正在不断增长，并且有望从 BitMEX 近期遇到的困境中获利（例如用户邮件泄漏，CFTC调查，市场份额下降，指数价格异常，3月12日熔断等）。如果这种趋势持续下去，那么 BitMEX 的市场份额很有可能会继续被火币、OKEx、FTX、Deribit 和币安瓜分。

火币公链：首个开源交易所公链

2018 年 6 月 6 日，火币宣布将与全球领导者合作开发一个区块链，启动了火币公链项目。经过一年半的开发，火币于 2019 年 11 月开源了它的原生区块链，成为首个公开代码的交易所公链。后来我们知道了先前所说的“全球领导者”是 Nervos 团队（声明：

Multicoin Capital 持有 Nervos 的 CKB 代币）。火币公链部署的 SDK 称为 Muta，采用的是 Nervos 的 Overlord 共识。

几个月后，火币公链团队在 2020 年 3 月启动了公开的 beta 测试网。二者的合作关系互利共赢：火币受益于 Nervos 团队的基础架构技术专业知识，而 Nervos 团队则能够与火币这类大型企业进行合作，共同对 Muta SDK 进行首次测试。通过跨链模型，在火币公链上发行的资产可以依赖于 Nervos CKB 区块链的第一层安全性，还有一个通向合规企业的网关。

我们认为，目前市场对火币公链的愿景缺乏了解。从表面上看，人们很容易认为它是一个受监管的交易所区块链。与币安链类似，火币会首先上线一个去中心化交易；然而，火币公链在支持任意的智能合约运行这一点与众不同。这样能够让第三方开发者在该协议上构建 DeFi 应用程序。火币公链是支持 KYC 的交易链，其背后的意义非常深远：火币公链或许能够使用 DeFi 协议来基于它本身创建符合监管的流动性（例如基于区块链的 CBDC）。

	火币公链（公开的测试网）	币安智能公链	币安公链（主网）	OKEx公链（公开的测试网）
技术设施开发	Nervos Muta	以太坊虚拟机（EVM）	Cosmos SDK	Cosmos SDK
共识算法	Overlord	PoS Authority	Tendermint	Tendermint
是否支持智能合约	是	是	否	是（但用户无法直接部署）
虚拟机	CKB VM / RISC-V VM gcc/gdb/llvm 兼容	以太坊虚拟机兼容	没有	WASM
是否开源	是	是	否	是
编程语言	Rust	Solidity	Golang	Golang

图 8：参考 - Nervos 微信公众号

火币明白：想要在中国开展业务，金融服务运营商必须遵守法规，密切配合监管机构。这就是火币决定在其公链上设立一个监管节点的原因。如果他们不这样做（并且无视中国的法律机关），那么火币很可能无法启动公链。

在火币公链启动前的几个月，火币已经投入了大量的时间和资源来加速中国的 DeFi 运动：它是首家推出交易所自己稳定币 HUSD 和托管 ERC-20 形式比特币 HBTC 的交易所。

目前，虽然用户交易 HBTC 和 HUSD 的主要平台为火币，但一些第三方平台（如dForce的稳定资产兑换）已增加对 HUSD 的支持（并将很快将支持 HBTC）。HBTC 和HUSD 逐渐成为中心化交易所与中国 DeFi 生态之间的桥梁。因此，从公共测试网启用以来，火币的下一步行动是将 HBTC 和 HUSD 迁移到火币公链，接着上线火币去中心化交易所（火币 DEX）。

火币公链的原生代币就是目前流通的平台积分HT（这一点与 OKEx 和 OKB 代币不同）。因此，链上活动创造的价值将回归到代币中。

火币积分（HT）定价框架

平台币最常见的相对定价方法是回购率。例如，如果某个代币全流通的市值为 1 亿美元，团队每年用于回购和销毁代币的费用为 1,000 万美元，那么其回购率则是 10%。通常做法是利用收入（或者币安和 KuCoin 则利用利润）从公开市场回购，因此我们做了一个交易所按照时间的所有相关季度利润/收入的图表：

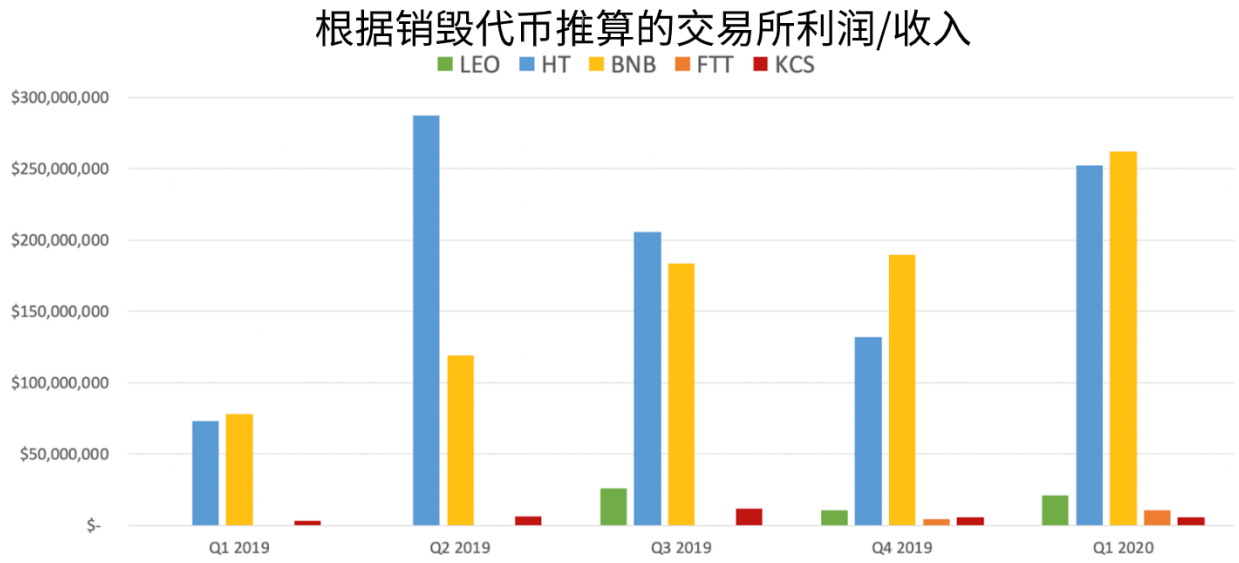

图 9：来源 – 交易所网站，Etherscan

如上所述，对平台币板块进行比较后，我们可以看到相对于其他竞争对手，火币的回购率非常高。目前 HT 的回购率为 17.0%（按照完全释放及浮动流通基准，它币所有其他平台都高）。这一点意味着（按照当前的营收速度和 HT 估值）火币将在未来 6 年内回购所有的HT。我们认为，仅仅这一点就有可能在未来几年推动其价格上涨。因此我们发现 HT 的代币经济非常具备吸引力。

Exchange Token Comp Analysis			mm tokens		%	Fully Diiluted	Floating Mkt	Trailing 12 month	Fully Diluted	Floating
Token	Platform	Last Px	Fully Diluted	Float	Floating	Mkt Cap (mm)	Cap (mm)	burn (mm)	Burn Ratio	Burn Ratio
FTT	FTX	$3.00	345	99	29%	$1,035.00	$297.00	$11.87	1.15%	4.00%
BNB	Binance	$17.40	180	147	82%	$3,132.00	$2,557.80	$151.00	4.82%	5.90%
HT	Huobi	$4.42	294	233	79%	$1,299.48	$1,029.86	$175.50	13.51%	17.04%
OKB	OkEx	$5.37	279	279	100%	$1,498.23	$1,498.23	$69.24	4.62%	4.62%
LEO	Bitfinex	$1.25	979	979	100%	$1,223.48	$1,223.48	$21.61	1.77%	1.77%
KCS	KuCoin	$0.96	171	81	47%	$164.40	$78.00	$2.97	1.81%	3.81%
Averages					**73%**	**$1,392.10**	**$1,114.06**	**$72.03**	**5.17%**	**6.47%**
Averages without Huobi					**72%**	**$1,410.62**	**$1,130.90**	**$51.34**	**2.83%**	**4.02%**
Huobi's Burn Premium Over Sector Average									**4.77x**	**4.24x**

图 10：来源 - 交易所网站，枫叶资本，CoinGecko，
（对于销毁时间未满一年的资产，我们取完整的历史，按比例分成12个月计算）

加密货币之间彼此定价，它们无法自身进行具体的定价。因此，从上表推到出的结论是：要么不包括 HT 在内的*所有*平台币都被高估了，要么 HT 被严重低估了。我们认为在一些关键方面 HT 被市场误解了，因此相对于其他交易所代币而言，HT 的价格明显偏低了。我们认为以下三个要点能够解释 HT 和竞争对手之间的价格差异：

1. **监管风险：**中国在2017年对加密货币交易所进行了打击，因此西方社区认为它们都在灰色地带开展业务。因为火币似乎得到了监管机构的青睐，仍然处于运营状态，因此我们认为监管风险有所缓解。目前，区块链在中国处于优先发展的地位，这一点对火币有利。

2. **交易刷量：**火币并未包含在 Bitwise Real 10 榜单中，但鉴于它的链上托管资产排名上升至全球第二（仅次于 Coinbase），息差收紧以及表明最小滑点的交易量规模试验，我们认为该风险能够减轻，也表明了火币的实际交易量是真实的。我们还与几家大型 OTC 服务台和做市商进行了交流，他们都证实了能够在火币上以优惠的价格进行大额交易，它的流动性与其他所有大型加密货币交易所一样。

3. **文化/语言障碍：**火币是一家中国企业，它没有特地迎合西方用户。通过重新进入西方市场、更明确地定义战略升级、通过新增销毁数量网页表明致力于透明性等措施可以缓解此种风险。我们承认这对火币来说仍然是一个挑战，同时我们正在积极与他们合作，在该方面提供帮助。

我们认为按照平台币的相对价格，HT 是一个经过风险调整之后，非常具有吸引力的投资机会。如果将 HT 的回比率与其他平台币（我们认为上述风险标的被市场高估了）对齐，那么相对于当前价格 HT 还要上涨 4 倍。

押注中国

三大加密市场：美国、中国和其他地区

在过去的两年间，加密市场的全球流动性呈现分散而非统一的状态。流动性散布于受监管与不受监管的交易所、管辖区、不同类型的产品（现货、合约、期权、期货）和资产等等之间。许多雄心勃勃的企业家在如火如荼推出新交易所（CoinMarketCap 的数据显示，每年新增交易所多达 45 家），我们预计在可预见的未来，该势头有增无减。

值得注意的是，这些新交易平台大多数为衍生品交易所。新晋竞争者主要专注于衍生品交易，原因很简单：零售现货流动性的竞争异常激烈。然而衍生品交易所可以通过提供创新产品、开拓小众市场或在自己的交易所做市（例如 FTX 波动合约、CoinFLEX 实物交割期货、Deribit 期权等）来占据一席之地，但在“法币兑换 BTC 现货”交易方面没有多少创新空间。流动性、用户体验和品牌信任是竞争的主战场。

目前加密货币的三大主要现货市场分布在：

1. 美国：Coinbase 占主导地位，其次为 Kraken、Gemini 和 CME。
2. 中国：火币占主导地位，其次为 OKEx 和币安。
3. 世界其他地区：币安占主导地位，其次为高度本土化的交易所（例如墨西哥的 Bitso、印度尼西亚的 Indodax 和南非的 Luno 等）。

在全球范围内，现货交易由少数几家交易所主导。考虑到这些主流交易所多年来形成的文化、监管和品牌优势，新玩家不太可能在法币通道上分得一杯羹。所有的现有企业都在大规模扩张，提供尽可能低的交易费用。它们已经获得响亮的品牌知名度和信任度，复制这一点的难度极高。

在中国，火币和 OKEx 在监管方面具有明显的结构性优势。2017 年，比特币中国被迫关闭，而火币和 OKEx 只是暂时暂停交易，但实际上保持运营。与比特币中国的下场类似，中国另一家交易所“币市（BISS）”也被北京当局叫停，被认定为非法的融资欺诈行为。在市场关闭、交易萎缩的情况下，火币和 OKEx 单单通过维持营业就能获得市场份额。

中国的区块链倡议

2019 年 10 月 24 日，中国国家主席习近平发表了里程碑式的讲话，他强调了区块链技术对中国有着重要的战略意义。习总书记强调，中国应该加速推进分布式账本技术的发展、投资和创新，作为国家的优先发展策略。本次讲话的要点包括：

1. **增加投资** - 投资企业应当加速对区块链行业的投资
2. **在世界范围内领导标准设定** - 中国企业和个人应当提升国际话语权和规则制定权
3. **加强人才队伍建设** - 大学和企业要提供更多相关课程，引导更多高层次人才进入区块链领域
4. **为中小型企业提供金融贷款** - 这些中小型企业或许能够享受 DeFi 的成果

5. **集成征信信息/数据** - 链上的个人数据和征信信息关联现实世界的身份；中国可能会推出一个大规模的链上身份网络
6. **“区块链+”** - 政府鼓励大型企业将区块链技术融入到实际产品/生产流程中（例如“联盟链”），将区块链技术应用于大众的日常生活中
7. **加强引导和摸索法规** - 中国依旧会制定一些监管措施，但为了鼓励创新，保留了很大的自由度

习近平主席讲话后不久，中国人民银行技术负责人李伟回应了习近平主席的言论，他建议银行应加强区块链技术的应用，拥抱数字金融。

此后，中国四川省（矿都）官员加快了挖矿合法化的进程（之前挖矿在法律上属于灰色产业），随后还受到了证券监督管理委员会（中国SEC）前主席的鼓励。此外，由国家发展和改革委员会下属政府机构国家信息中心牵头的联盟区块链项目“区块链服务网络”最近也启动了。

随后几个月，我们观察到各方发现对区块链的兴趣日益浓厚，渗透到社会的各个方面：供应链管理，知识产权保护，区块链电子发票，透明彩票抽奖和欺诈检测。

此外，习近平发表讲话几天后，中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆宣布启动中国的中央银行数字货币（CBDC）以及数字货币和电子支付工具（DC/EP）。尽管这个概念对于大多数人来说比较晦涩难懂，但它对世界格局的意义却不可低估。

虽然 DC/EP 最终的技术基础设施还没有最终敲定，但几乎可以肯定的是，它将部署在一个联盟区块链上，而央行则是一个拥有否决权的“超级节点”。除了中央银行以外，DC/EP 上的交易细节不会向任何人披露。换句话说，中国政府旨在利用区块链的独特功能来打击洗钱活动，保护用户隐私免受恶意第三方侵害。这是一个天才之举：它让中央银行保留必要的控制和监督，但改进了当前分散、缓慢和昂贵的传统支付渠道。比较遗憾的是，投资者无法直接投资中国的 DC/EP。

在 5 月 21 日在北京举行的第十三届全国人民代表大会（NPC）和中国人民政治协商会议（CPPCC）期间，火币全球站的 CEO 李林受邀在《人民日报》主持的小组讨论中发言，他提出了区块链如何助力中小企业融资、提高企业内部信息透明度的问题。李林在中国最具政治意义的一次会议上出席，参与政府管理的项目，这一点隐含着火币对中国决策者的战略重要性。

图 11：李林（左一）与其他人大代表在讨论小组中，来源 - Securities Daily

随着政府对加密货币意识的觉醒，火币很可能成为中国本土交易者购买加密货币的首选交易所。因此火币积分（HT）为对区块链和加密货币日益增长的兴趣提供了新的通道，不通过火币的用户则无法进入该市场。例如，散户不能投资 DC/EP 系统，也不能投资 BSN 网络。

我们认为目前缺乏足够的信息帅选出一个在中国市场赢家的代币——我们不知道中国投资者是否会购买市值前 10 位的资产、中国国产代币（如NEO、OTM、QTUM），还是押注具有特殊历史的低市值资产。虽然现在对某项特定资产建立坚定的信仰还太早，但我们能够确定的是，由于火币闷声掌握着流动性最强的人民币进场通道，它目前是——并且将来也是——中国的一个主流交易所。

因此，持有 HT 能够让投资者接触中国蓬勃发展的生态系统——以及随之而来的习惯性投机——而无需承担任何一种特定资产的特殊价格风险。在其他条件相同的情况下，如果中国散户进入到分布式账本的生态，火币的表现将会非常抢眼。

中国的人口超过13亿，火币的市场机会非常巨大。

结论

早起的鸟儿有虫吃，但要成为早鸟非常困难，而成为一只活到最后的早鸟则更加困难。火币就是这样一只活下来的“早鸟”。在穿越多个牛熊，市场涨涨跌跌中，火币一直能够抓住几个市场机会，扩大市场份额，改善业务，保持它在中国市场的领先地位。

火币早已历经沧桑，如今有很多新交易所陆续上线，对它造成一系列新的挑战。但它们都没有影响火币的市场地位。事实上，数据显示现货交易所的根基非常难以撼动，因此交易所创业者现在开始意识到挑战头部的难度极高。如上面图 12 所示，尽管大盘价格、交易量和交易所收入都在飙升，但今年新上线全球交易所的步伐明显放慢了。在这些新兴交易所中，很大一部分是衍生品交易所，它们主要一些提供现有交易所空白的新产品。

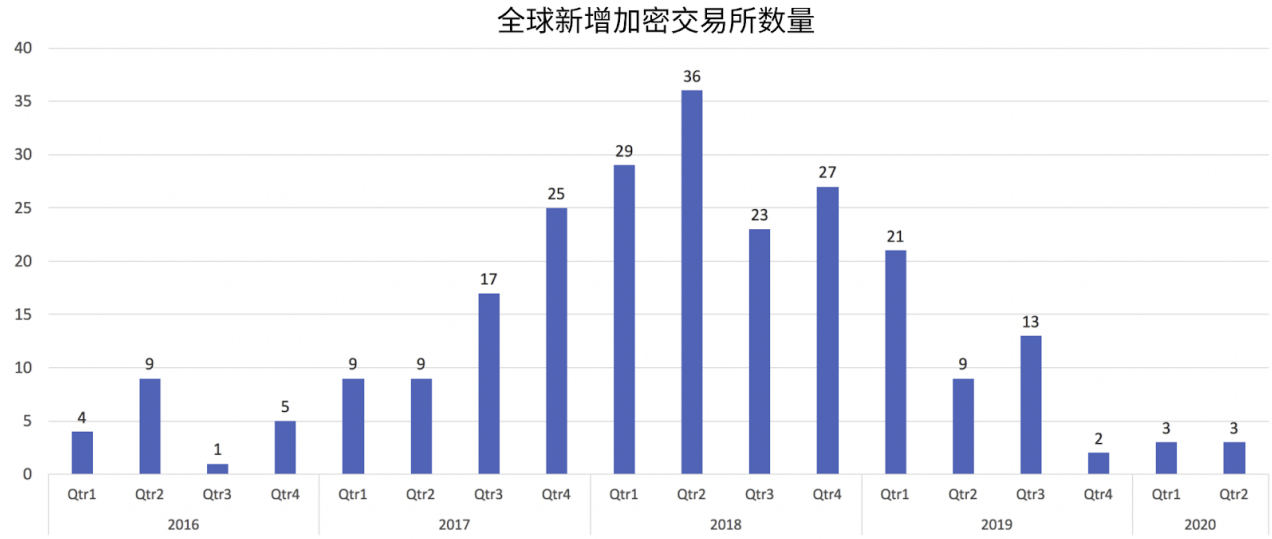

图 12：来源 - CoinMarketCap

火币在风险管理、系统性能升级和营销活动都投入了大量资金，以留住现有的散户，吸引全球更多的专业交易员，增加交易量和收入。这些举措充分说明了火币为什么能够成为交易所领域的市场领导者。除此之外，火币链的快速执行力以及与 Nervos Muta 的合作，表明了将交易所业务扩展到 DeFi 的意愿，这是一个巨大的成长性市场机会，值得充分探索。

中国当前是一个快速成长的加密创新中心。因此，投资者寻求新的方式来接触中国日益增长的加密兴趣也就不足为奇了。然而，不用承担太大的风险而又可靠的投资标的非常稀少，我们认为，对于中国加密市场感兴趣的投资者来说，HT 是他们获得可量化敞口的最好风险调整方式。除了捕获“中国加密市场”理论上占据优势之外，相对于同行，HT 非常具有吸引力。

基于本文所述的所有理由，我们非常看好当前价位的 HT，并相信在接下来的 1-2 年，它将跑赢加密资产市场大盘。目前，HT 的市值为 $985M 美元，在 CoinMarketCap 上排名第20。