



# 范文仲：金融衍生创新的未来



意见领袖 | 范文仲 (北京金融控股集团董事长)

### 第三章 新工具

#### 四、金融衍生创新的未来

总体来看，比特币的发展前景面临严峻挑战，但是伴随着比特币产生的技术创新依然值得关注，如区块链就有更为广阔的应用前景。这就像中国古代道士世代炼丹，期望实现长生不老的追求，虽然炼丹本身的意义不大，但是间接导致了火药的发明，对人类科技进步作出了重要贡献。除了区块链，比特币相关的金融创新也层出不穷，基本的目标都是探索新的应用场景，发挥其金融潜在功能，这些技术探索的创新方向和随之而来的金融风险都值得关注。

新金融书系  
NEW FINANCE BOOKS

Digital Economy and Financial Innovation

# 数字经济与金融创新

范文仲◎编著



## （一）初始币发行（InitialCoinOffering, ICO）

ICO 源自股票市场的首次公开发行（IPO）概念，指区块链项目首次发行代币，募集比特币、以太坊等通用数字货币的行为。ICO 以提供一种更便利的融资方式为目标，通过进一步切分资产所有权降低投资门槛，增加了市场流动性。

ICO 初始货币发行构建了一个相对完整的虚拟币价值交换体系，然而 ICO 项目信息大多不透明，容易造成欺诈、舞弊。大量投机公司在这一机制发明之初虚假宣传，不当牟利。许多项目在募资时仍处于概念阶段，仅靠白皮书中的区块链术语和大而无当的蓝图吸引社会投资者，概念从未变为现实。这种状况和英国工业革命时期的资本市场泡沫颇为类似，当时很多新出现的有限责任公司仅凭一两页项目广告在街头巷尾宣传就赚得盆满钵满，导致“南海泡沫”金融危机爆发，英国发布《联合股份公司法》限制有限责任公司的注册，推动了现代上市公司审计制度的确立。

ICO 通过网络众筹发行代币投资高风险新项目，本质是一种公开证券发行，需要严格的准入程序。ICO 的良性发展需要一系列的配套支撑，项目主要应该支持实体经济发展。法律方面，需明确 ICO 虚拟系统的交易和现实经济世界之间的法律关系，实现法律责任义务和现实世界之间的对接。对于发行与交易平台，一旦平台的资产管理交易量达到一定的数额，应按证券交易场所进行准入管理，严格要求准入、托管、信息披露等。发行方在发行与项目管理中需严格符合监管合规要求，保障投资者的资金安全和

数据安全，确保项目为实体经济服务。投资者需依托区块链的透明性，开展对包括白皮书、智能合约、代币、发行平台的全面尽职调查，项目后期持续跟踪，关注信息披露。

## （二）去中心化金融（Decentralized Finance, DeFi）

DeFi 是一个与中心化金融（Centralized Finance）或 CeFi 相对的概念，主要指在以太坊等可编程的公有区块链网络上搭建的，以加密货币价值锚定、借贷、互换等类金融活动为功能目标，由一系列智能合约和应用程序共同构成的区块链应用项目。

区块链风险投资机构 Outlier Venture 发布了一个报告，目前的 DeFi 应用可以分为三大类：第一大类应用是发行，它指的是创造可供交易、转移并符合用户需求的金融资产。区块链技术使金融资产的创建和验证成本大幅降低，使发行成为 DeFi 的一个重要应用。第二大类应用是交易，可分为去中心化交易场所、流动性提供及预测市场交易等应用。第三大类应用是所有权管理，又可以细分为钱包、资产管理，以及支付网络等应用。

传统的金融活动以金融机构为核心展开，无论是支付、借贷、证券投资、外汇买卖，还是期货、期权、掉期等衍生品交易，都由居于中心地位的金融机构管理和控制。一方面，投资人需要充分信任居于中心地位的金融机构；另一方面，金融机构也需要对客户身份、资金来源、资金用途等合规事项进行审核和筛选。传统金融交易所需要对用户进行 KYC 审查，采用集中托管、挂单撮合、集中交收的中心化交易模式。

而所谓去中心化金融，强调的则是摆脱金融中介的控制、干预和信用依赖，消除用户审查和差别待遇，利用区块链技术固定智能合约内容、交易过程记录和加密资产状态，彻底实现金融脱媒，让金融活动参与人能按智能合约既定的金融逻辑直接完成交易。

例如，DeFi 中有一类应用，专门解决不同代币之间的互换问题，利用套利模型，以两两一组的代币对组合建立自动兑换资产池，创造出了“自动做市商”的代币互换模式。Compound 和 AAVE 是以太坊平台上比较有影响力的加密货币借贷项目，按币种分别设立借贷资金池，流动性提供者向资金池中存入代币以换取资产池份额，借款人则以超额担保、浮动利率和复利计息为基础从资金池中借出代币，系统依靠代币供需数量的比率确定存贷利率，通过清算套利、担保物拍卖机制督促还款并促进不良出清，进而构建出加密货币的自动拆借市场。

DeFi 实现了虚拟代币从支付工具到杠杆融资的转变。但是，不管是中心化机构还是以去中心化平台的形态出现，只要具有利率的定价权，提供期限错配和流动性转换等杠杆业务，本质上都属于金融中介机构。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_45666](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45666)

