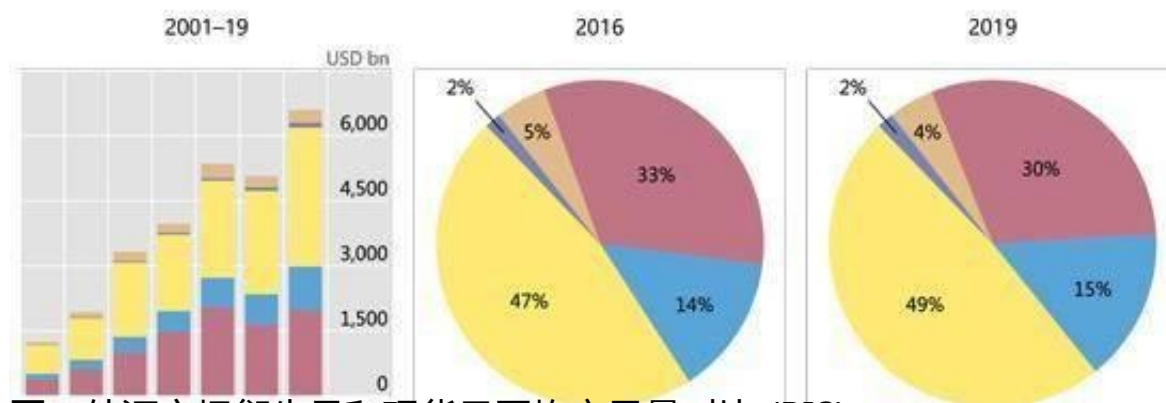




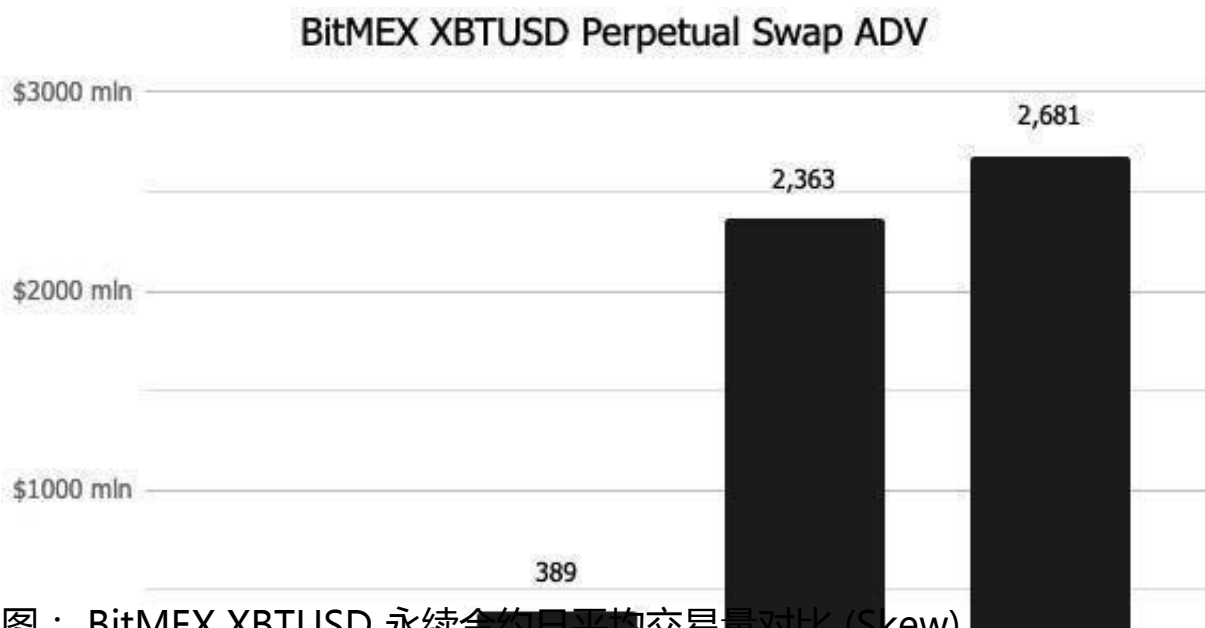
目前用户如果需要进行加密货币的衍生品交易可以选择：

1. 目前头部的现货交易所大多提供衍生品交易所的交易模块，因此用户可以直接在中心化的现货交易所进行衍生品的交易；
2. 选择专注于衍生品交易的中心化衍生品交易所（例如 BitMEX）。



图：外汇市场衍生品和现货日平均交易量对比 (BIS)

我们注意到 2019 年加密货币的全年现货交易量达到 13.8 万亿美元，而全年的衍生品交易量只有 3 万亿美元，加密货币衍生品交易量仍不足现货市场的 25%。



图：BitMEX XBTUSD 永续合约日平均交易量对比 (Skew)

2019 年，期货交易实现从月交易量数十亿到数百亿美元的规模跨越。全年衍生品交易量超过 3 万亿美元，日均 85 亿美元。2020 年 1 月份的数据显示，月总交易量最大的产品是 BitMEX 的 BTC 永续合约（825.3 亿美元）和 Huobi 的 BTC 季度合约（603.7 亿美元），其次是 Binance 的 BTC 永续合约（433.6 亿美元）。

而到了 2020 年一季度整个衍生品市场成交量更是突破了 2 万亿美元的大关，较去年四个季度平均值上涨了 314%。通过观察 2020 年 6 月的数据我们发现：

- 前三交易所（Huobi、OKEx、Binance）每日衍生品平均交易量分别为 40.8、35.6 和 28.6 亿美元。
- 面向机构的合规类衍生品交易所，交易量仍由 CME 主导。CME 的比特币期货交易量从 5 月份的 72 亿美元下降到 6 月份的 67 亿美元，交易量下降了 16.6%。
- 期权交易：六月份最大的期权交易所 Deribit 交易量为 250 亿美元左右，日均交易量为 8.3 亿美元。Deribit 目前占期权市场整体份额 90% 左右。

对于最主流的加密货币 BTC 和 ETH 来说：

- BTC 期货：Huobi，OKEx 和 Binance 代表了 BTC 期货市场的大部分，2020 年 7 月 21 日的日交易量分别为 9.62 亿（23.22%），8.94 亿（21.5%）和 6.96 亿（16.8%）。

- ETH 期货：Huobi 和 OKEx 代表了 ETH 永续期货市场的大部分，2020 年 7 月 21 日的日交易量分别为 5.56 亿 (42.8%) 和 3.16 亿 (24.35%)。



中心化衍生品交易所概览



估算方法是：各个平台 7 月成交额乘以截稿日当天该类型衍生品占总体交易量百分比。

什么因素决定了中心化衍生品交易所的发展？

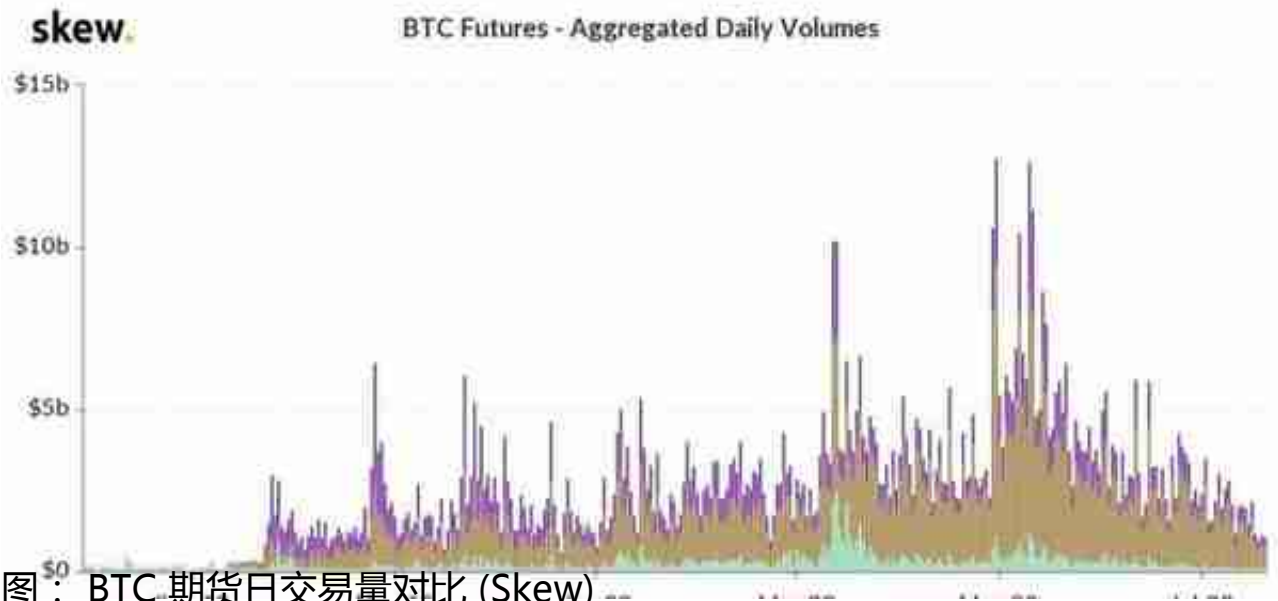
01. 现货交易所用户对其衍生品交易发展影响

我们对比 Binance（目前有一千五百万用户，2019 年 9 月 13 日推出期货交易），FTX（一个新兴交易所，背靠 Alameda Research，2019 年 4 月推出）和 Bybit（2018 年 12 月推出）可以清晰的看出有现货流量基础的交易所在衍生品交易方面有着巨大的发展优势。

2019 年 9 月 13 日 Binance 刚推出期货交易，交易量就已经超过 FTX（US\$74m），达到 US\$157m。

截止 2020 年 7 月 21 日，Binance 日交易量数据为 US\$696M, Bybit 为 US\$284M, FTX 为 US\$63M。

由于 Binance 拥有大量现货用户，该交易所在推出期货产品当天的日交易量便达到 1 亿美金，最高日交易量已达 84 亿美金，9 个月增到 80 倍，跻身头部行列。可见基础用户对平台发展的影响。目前现货交易所 Huobi 和 Binance 交易量均靠前，各自交易量及推出期货交易时间如下表。



图：BTC 期货日交易量对比 (Skew)

02. 用户策略对中心化衍生品交易所的影响：机构用户还是散户

我们对比 FTX（专注散户）和 Deribit（专注机构），来判断用户策略对交易所交易量的影响。

从 FTX 推出时开始对比两者月交易量，发现 FTX 增长比较快。这主要因为 FTX 有多种产品来吸引散户，同期客户数也得到快速增长。目前 FTX 交易量稍高于 Deribit，但在盈利能力方面，Deribit 去年已实现 4 千 3 百万美金净利润，而 FTX

净利润为 5 百万美金左右，因此我们看到笼络散户带来的流量显然会花费更多成本。

IO5G Ventures

平台是否发币对衍生品交易所影响

平台币	交易所	上线时间	2019净利润 (US\$M)	日交易量 (7月24日) **
无	Deribit	2016	43	US\$234,755,724
	Bybit	2018	-	US\$814,488,506
	Bitmex*	2014	435	US\$1,654,272,141

- Huobi, Binance 和 Bitmex 是 2018 年的净利润数据
- Coingecko
- Huobi 和 Binance 用户数据包括现货交易所。

目前来看，我们认为平台是否发币对交易所表现影响不大，因为有上述其他影响因素，很难判断平台币的影响力度。

04. 极端行情下各衍生品交易所基础设施及风控对比

3 月 12 日至 13

日，加密市场所有交易所和交易资产均经历了近乎前所未有的市场抛售。48 小时内，比特币从 8000 美元降到 3800 美元，跌幅超过 50%，多头爆仓数百亿。据路透社的报道和 CryptoCompare 的数据显示，3 月 12 日至 13 日，主流加密货币交易所的交易量飙升至 308 亿美元，创下 7 年来的最高水平。交易所 Gemini 表示，该公司经历了不到 90 分钟的服务中断。总部位于塞舌尔的 BitMEX 也经历了两次宕机，总共 45 分钟。而包括火币、OKEx、币安在内的多个交易 App 均出现卡顿状况，用户刷新后页面显示无网络连接。大跌恐慌让散户开始担忧自己的数字资产不能足额偿付，纷纷提币到钱包。

根据北京链安 Chainsmap 监测数据显示，3 月 12 日，币安全天流入 13549.53 BTC，流出 21482.54 BTC，币安的热钱包一度由于阶段性用户大量提币出现仅剩 22 枚比特币的尴尬场面。

从基础设施的角度，大幅增加的交易量会导致网络拥堵，处理速度变慢从而阻碍各项服务的正常运行。

交易所每秒只能处理一定数量的交易，当该数量达到阈值时，那么一系列问题就会出现（交易所根据其基础结构的稳健性而具有不同的阈值）。火币、BitMEX、Binance、OKEx 和 FTX 等均出现了维护或延迟。Deribit 没有宕机，但他们实施了传统交易所使用的熔断机制（breaker），在价格急剧下跌后暂时停止了交易，熔断在 3 月 13

日晚上触发了几次，并在当天事件过后对各方面的彻底检查中得到了解决。3月12日至13

日的价格崩盘证明了交易所的基础设施至关重要。当界面延迟，订单未被处理且API

处理速度下降时，交易者会错过关键的市场走势。

我们注意到，许多交易所没有状态页面，这意味着许多交易者仅依靠交易所的Twitter 帐户来接收有关停机时间的更新。

我们对7个现货交易所：Huobi，Binance，Coinbase，Kraken，Bitstamp，Gemini，Bithumb；和6个衍生品交易所：FTX，Deribit，OKEx，Binance Futures，Huobi DM，BitMEX在3月12日-13日的交易笔数对比分析发现，与现货市场相比，衍生品市场平均每分钟的交易笔数更多。OKEx在所有衍生品交易所中处于领先地位，在高峰期的1分钟内处理了98,436笔交易。Huobi DM位居第二，在1分钟的间隔内处理了58,711笔交易，而Binance在一分钟内处理了最多的衍生品交易笔数，达到57,361笔交易。



图：3月12日至13日，7个现货和6个衍生品交易所的分钟交易量（Kaiko.data）

从风控的角度，几家主流交易所的加密货币保险基金显示出了严重的压力迹象。Deribit 记录了市场剧烈波动下，比特币的保险基金余额出现了惊人的下滑，从3月11日的391 BTC降至了13日的190BTC左右。交易所表示由于标记价格限制欠佳导致保险基金减少。在保险基金余额发生下降之后，交易所又拿出500 BTC注入到保险基金。在3月11日至12日之间，BitMEX的数据显示，其保险基金也损失了近2,000BTC，从35,508 BTC降至33,881 BTC。Binance的保险基金余额也发生了下降，从US\$12.8m降至

US\$6.2m。火币的比特币保险基金的余额没有很大变化，反而在 3 月 12 日至 13 日之间从 1,121 BTC 增加到 1,327 BTC。OKEx 同样没有出现太大的穿仓损失，其保险基金月在 3 月 12 日至 13 日之间从 2,347 BTC 增加到 3,357 BTC。Bybit 的保险基金相对稳定，大跌前后只有 30 BTC 上下波动。

