

论文 NO. 2018 年 4

发表时间：2018 年 4 月 1 日

虚拟货币市场风险

尹振涛

摘要：现如今虚拟货币发展迅猛，其引发的风险也是日益凸显。虚拟货币存在价格波动巨大、市场机制不完善、缺乏适当及有效的监督管理、媒体不当宣传以及扰乱市场秩序等问题。这些问题将带来虚拟货币二级交易市场的投机炒作征为，并引发欺诈、信用、法律以及脱实向虚等风险。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

虚拟货币主要是特指非真实存在的货币。目前主要包括两种类型：一种是游戏运营商或门户网站等发行的特定用途的代币，如一些游戏币或 QQ 币等。它们都有特定的应用场景，一般由明确的主体发行，并受到监管机构的相关监管。另一种是在互联网上通过各种技术手段创造产生甚至发行的数字代币，如依托区块链技术发行的比特币（Bitcoin）、以太币（Ethereum）等。

虚拟货币存在风险，已经为市场所认知。人民银行早在 2013 年便提示过比特币的投资风险，并在 2017 年 9 月叫停了 ICO，同时对虚拟货币交易所、第三方支付渠道等进行监管。但是，以比特币等为代表的虚拟货币市场一边发展迅猛，一边风险在滋生、集聚，被叫停的 ICO 依旧变相存在。2018 年 1 月和 2 月，日本、意大利相继爆发虚拟货币交易所中的虚拟货币被盗或遭受黑客攻击事件，显示虚拟货币市场风险层出不穷，风险的发展、蔓延很容易引发群体性、系统性风险问题，急需高度关注。

一、虚拟货币巨大的价格波动极易引发市场风险

据不完全统计，目前全球市场上存在的虚拟货币有 7000 多种，其中有一定的交易规模或存在交易市场的大致有 900 多种。虽然数量众多，但大多是在比特币的源代码基础上进行修改得到的，因此运作体系比较相似。目前虚拟货币市场集中度很高，市场占有率排名前三的分别是比特币、以太币和瑞波币（Ripple）。这三种虚拟货币市值占市场总市值的 80% 以上，而剩下的大多数虚拟货币基本没有交易量。

同时，市场上还存在大量的空气币、山寨币，甚至是传销币。

虚拟货币的币值差异非常大，同时货币价格波动巨大。以比特币为例，2010 年一个比特币价格不足 14 美分，2013 年飙升至 1242 美元，增长 8871 倍，2015 年回落至 66 美元。经过一定的调整和震荡后，2017 年又迎来一轮暴涨暴跌，年中价格甚至达到了历史最高点 2 万美元。受一些政策的影响和市场调整，目前比特币价格在 8000 美元左右。在比特币价格波动的影响和带动下，其他主流虚拟货币价格均出现过暴涨暴跌的情况，甚至一些货币在经历了“过山车”式的波动后，直接退出市场。

目前，虚拟货币二级交易市场的投机炒作气氛十分浓厚。由于缺乏监管，股票二级市场上的投机炒作手法，在虚拟货币交易市场上变本加厉，杠杆投资、场外配资等形式存在，使得市场风险急剧扩大。同时，由于市场机制不完善以及虚拟货币持有量相对集中——（大约 40% 的比特币由 1000 个人持有），再加上虚拟货币交易所缺乏证券交易所那样的信息披露制度，虚拟货币市场极易被操纵，所谓的“割韭菜”现象时常发生。

第二，ICO 骗局隐藏欺诈风险

所谓 ICO，是一种模仿 IPO 的网络公开融资行为，即项目发起方通过区块链技术发行一种新的虚拟货币，吸引投资者投入比特币、以太币等现有的虚拟货币，从而实现快速、大规模融资的目的。与传统的依靠风险投资进行技术创业融资相比，ICO 融资的确在融资速度、

融资规模及手续流程等方面具有巨大优势，对支持区块链技术发展和创新也起到了重要作用。但是，在巨大的利益诱惑下，事实上许多 ICO 项目的募资公司只是想利用人们对虚拟货币生态的新鲜感和兴奋感，并抓住目前这类市场缺乏可强制执行的监管保护措施的漏洞实行诈骗。一旦融到资金后，那些承诺要推行的区块链研发计划根本不会落地。

在 2017 年 9 月人民银行等七部委联合叫停 ICO 之后，这个市场事实上并未被完全取缔。很多 ICO 项目更换名称，如改称 IMO、修改计划书、从以币换币变为以物换币等，完全无视监管，继续在市场上公开募集虚拟货币。各种 ICO 的变种也层出不穷，其中不乏一些大企业借机炒作，它们用自身的服务或商品进行“数字化发行”，创造出诸如流量币、积分币和云服币等变种，但其本质还是进行融资。可见，当前的 ICO 融资并未被完全清理，市场仍然存在，并且有与非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动更加相似和融合的趋势。

第三，缺乏适当性管理带来信用风险

虚拟货币的市场风险对中国来讲，尤其需要关注的一个重要的原因是，当前中国投资者参与人数众多、参与程度很高，涉及大量普通投资人。在 2017 年，中国比特币交易量大约占全球交易量的 80% 以上，为全球最高。中国拥有全球最大的比特币“矿场”，以及约 80% 以上的“矿机”。同时，中国也是全球 ICO 市场的热门地区，可检测到的涉及 ICO 项目 100 多个，涉及金额应该在 50 亿元以上，累计参与

人次超过 50 万。

因为采用了互联网众筹模式，投资人参与虚拟货币投资以及 ICO 项目，并没有任何投资门槛和投资者适当性管理。由于互联网模式传播途径广、营销手段丰富、隐蔽性强，这使得虚拟货币投资不再是小众品种，并且不再限于特定群体，目前已经出现了全民投资的热潮，投资人中不乏缺乏基本投资常识和风险知识的“银发族”和“学生军”。

第四，媒体推波助澜造成宣传误导

虚拟货币投机之所以在中国有愈演愈烈之势，这与错误的价值舆论导向存在很大关系。投资比特币或购买虚拟货币可以“一夜暴富”、可以实现财富自由等夸大宣传比比皆是，这些错误的、负面的甚至扭曲的价值观被广泛宣传。而当前自媒体管理薄弱，新媒体营销手段丰富，加上自身生存发展的需要，很多信息都被“标题党”所曲解，有些甚至完全是虚假捏造的，这些都助涨了虚拟货币炒作之风。尽管我国对虚拟货币交易所进行了清理，但一些微信群或 QQ 群扮演了虚拟货币地下交易所的角色，除发布投资信息以外，还内附交易网址。同时，在这些社区里，不仅涉及交易，还嫁接传销模式，承诺高额收益，诱骗普通老百姓上当受骗。

第五，监管缺乏有效性尚存法律风险

在央行对虚拟货币进行风险提示并采取清理措施后，从当前的市场反应来看，尚没有起到很好的监管效果。例如，在全面禁止 ICO 融资之后，之前发行的代币大多没有按照规定进行清退，并且诱发了大

量新的变种，更具隐蔽性。被取缔或勒令关闭的国内虚拟货币交易所也基本没有消失，而是通过将服务器架设到海外、注册地变更到海外，同时创始人和团队主要成员常驻海外等方式规避国内监管。而事实上，交易所仍然由中国人控制、交易资金仍然来自国内、投资人也大多是中国普通投资者，风险并未“出海”。

由于当前对比特币等虚拟货币的法律定位不够清晰，对 ICO 等违法行为的法律制裁和惩戒机制尚未健全，违法成本过低，导致很多人甘愿冒险。对于普通投资者而言，也存在投诉维权无门、法院及仲裁受理难等现实问题。加之虚拟货币具有匿名性，一开始就与地下经济、非法交易或灰色交易有关系，嫁接在虚拟货币市场中的洗钱、偷漏税和绕开资本管制等违法违规行为也较为繁多。

第六，扰乱市场秩序存在脱实向虚风险

与央行发行的法定货币不同，虚拟货币的发行并无“货币锚”以及实体经济的支撑，仅是一组代码规则下的虚拟符号，同时其去中心化机制和匿名性与当前的中心化的流通货币、有监管的金融市场体系以及中心化的监管框架存在天然的冲突和矛盾。如果虚拟货币市场泛滥，对当前的货币政策、支付结算体系和金融市场稳定都会造成很大的冲击和影响。近期，国际国内市场上一些涉及金额较大、影响较大的交易所虚拟货币被盗或黑客攻击的事件，暴露出巨大的技术风险和安全隐患，造成了金融市场的恐慌与动荡。

同时，虚拟货币不仅不与实体经济挂钩，更存在脱实向虚的潜在

问题。例如，比特币的发行更多地依靠“挖矿”机制，与全球市场相比，中国部分地区劳动力成本低、电价低，加之“挖矿”企业通过包装成高新技术企业还能获得一些产业园区的优惠政策，这使中国拥有了全球最大的“矿场”。这不仅对具有真实项目的高新技术产业造成挤出效应，更是浪费了宝贵的电能资源。就人才而言，在虚拟货币投机的巨大利益诱惑下，大量具备区块链底层技术的人才去炒币或从事ICO，也使真正的区块链应用项目难以继续。

总体而言，当前虚拟货币市场具有风险全球泛滥和相互传染的特征，就中国而言，不管从市场规模，还是从参与程度看，风险均处于高位。但由于虚拟货币是一个新兴的金融业态或市场，我们没有可以借鉴的国际监管经验，也没有可以参考的成功案例。因此，针对当前的虚拟货币市场风险问题，中国的监管机构必须走在全球最前列，不能有任何的怠慢。