



美國比特幣現貨 ETF上市的後續 影響與契機



屠世天

2024年似乎即將展現為虛擬貨幣浴火重生更上層樓之年。在進入正文前先提供一點科普。

Glossary 小字典

• 現貨比特幣ETF（Spot Bitcoin Exchange-traded Funds）

在交易所上市受監管，且投資大眾可以參與買賣的金融產品。直接持有現貨比特幣資產，與其漲跌同步。發行單位是傳統金融機構，交易方式與所有指數或股票ETF相同，惟管理費用可能較高。

• SEC Approvals

2023年法院判發行公司勝訴後，2024年美國證管會批准11檔產品，分別由Grayscale, BlackRock, Fidelity, 富蘭克林等公司發行。更出人意表的是，SEC上週主動允許三大交易所接受現貨以太幣（Spot ETH）ETF申請，只要產品通過所有法遵規範即可。

• 現貨比特幣（Spot Bitcoin）

比特幣又名數位黃金（Digital Gold），是目前市值最高的加密貨幣（Cryptocurrency）。2009年問世以來飆速成長，目前市值已超過1兆美元。比特幣具有高度去中心化特質，供應是上限是兩千一百萬枚。不受到任何政府或機構操控，具有高流動性，適於跨境轉帳。缺點是波動大風險高，需設立複雜的加密錢包，交易只能在比特幣網路上進行。缺乏實體資產支持其發行，被質疑成為洗錢工具。

• 期貨比特幣（Bitcoin Futures）

以現貨比特幣為基礎設計的傳統期貨商品，已在部分傳統期貨交易所及加密平台掛牌交易。

• 幣圈（Crypto Space）

幣圈是與加密貨幣相關社群和生態系統的總稱，包括投資人、交易平台、礦工、開發者和其他相關機構。幣圈關注比特幣、以太幣等加密貨幣的價格、監管、挖礦、技術發展和應用，並涉及區塊鏈技術和去中心化金融（DeFi）等領域。

引言

美國聯邦上訴法院去年8月判決，美國證管會SEC所持現貨市場不受監管而易受市場操縱理由不足，必須重新審議資產管理公司灰度投資（Grayscale Investments）發行現貨比特幣ETF的申請。今年初SEC一口氣核准11檔產品後，投資人趨之若鶩大量買入，造成比特幣在三月份創歷史新高突破七萬美元。該類型ETF產品總市值成長雖快，但在4月底僅僅是比特幣總市值的零頭而已（參考文獻1）。比特幣創新高主要兩大原因，一是SEC允許現貨ETF掛牌的連鎖反應，二是今年4月比特幣挖礦產出速率再次減半（參考文獻4），造成需求增加、供給增速減慢。就在本文截稿前，SEC又意外核准NYSE, CBOE及Nasdaq可以開始接受現貨以太幣（Spot ETH）ETF的申請，前提是發行機構必須通過SEC審核及交易所掛牌的所有規範。目前有9家公司已進行申請，以太幣價格也大漲到接近\$3,800。接連發生的利多，推動加密貨幣今年有好的發展。

台灣幣圈也在前進。金管會新任主委彭金隆表示，加密貨幣監管策略已進行委外研究，結果最快九月底出爐。若要訂虛擬資產管理專法，架構最快可在明年上半年明朗，聚焦嚴格監管業者、市場，並強化投資人保障。目前輔導簽立洗錢防制聲明，鼓勵幣圈業者今年六月成立公會訂定自律規範，填補專法前空窗期。金管會並與數位部、內政部、法務部協同，阻詐聯防。

台灣虛擬資產平台及交易業務事業（VASP）正式進入前監管階段：內政部三月份發函，准予籌組「中華民國虛擬通貨商業同業公會」，幣圈業者共22家為發起人。為推動業務必須簽署洗錢防制法令遵循聲明後，方能加入公會，參與訂定自律規範，逐步完善成為專法。

BTC：另一個泡沫？

比特幣於2009年首次問世，使用點對點（P2P）區塊鏈技術，越過可信賴第三方，是一種去中心化的替代性支付虛擬數位資產。設計人網名中本聰，至今仍未現身。過去15年比特幣價格從0.3美分漲到2017年超過2萬美元，旋即在數週內重挫80%（圖1）。今年升破7萬美元再創歷史新高，驚人的漲幅使比特幣已接近史上最大金融泡沫。巨幅的波動性不亞於16世紀鬱金香狂熱，20世紀白銀星期四（1980），5%先生住友銅危機（1996）及安隆破產醜聞（2001）等大型金融危機。（參考文獻2）

極大的波動及洗錢疑慮，直接導致許多國家包括中國明令禁止加密貨幣交易，並積極打擊與洗錢相關虛擬資產的操作。但經過幣圈的努力，疫情結束後許多發達國家都開始訂立監管規範，接納合規的虛擬資產平台和交易。



圖1、比特幣價格走勢圖

屬性比較

為對照本質屬性，表1列出四種資產的定性比較。其中金銀銅為傳統資產，比特幣是虛擬資產。（參考文獻3）

表1、黃金/比特幣/銅 現貨資產超級比一比

屬性 資產	金融 屬性	投資 屬性	抗監管 隱匿性	抗通 膨性	變現 方便度	總市值 \$*	波動 幅度	2024 漲幅
黃金	高	中	中	高	中	16T	低	14%
比特幣	低	低	高	低	高	1.3T	高	53%
銅	低中	低	低	中	低	0.5T	中	22%
白銀	中	低	低	中	低	1.3T	低	35%

* 全球迄今已生產總量之美元價值（單位兆美元）

黃金是貴金屬，自古以來人類社會公認的財富象徵、實體資產和本位貨幣，具有相當高避險抗通膨功能和金融屬性。黃金透過探勘開採冶煉金礦取得，供應量增加相對緩慢，價格數千年來緩步上揚，日前突破每盎司\$2,400來到歷史新高區。雖有極佳的收藏傳承及法幣儲備用途，但需要中心化專業的儲存和監管，穩坐全球資產龍頭。

比特幣或稱為數位黃金（Digital Gold），是一種基於區塊鏈技術設計的加密貨幣（Cryptocurrency）。問世15年以來飆速成長，去中心化特點受年輕世代歡迎，波動率高，適合高風險高報酬的投資人。目前總市值約1.3兆美元，與白銀相伯仲，達到黃金的百分之八。由於監管困難變現容易，爭議性大，未來趨勢與市場胃納、技術進步、監管系統化及傳統金融機構接受度有關。

銅是一種大宗商品，用於能源建築和製造業的基本金屬。從銅器時代以來受到供需基本面地緣政治和景氣影響，價格波動率居中，金融屬性及流動性偏低。經過採礦冶煉而成的現貨銅，流通主要來自供應鏈工業製造的實體交易行為，以及業者的避險期貨操作。對機構和投資人而言，銅是新能源金屬，其金融屬性正處於上升階段。

表2進一步比較了貝萊德旗下三大現貨ETF。年初才獲准上市的IBIT後來居上，今年以來收益率奪冠，資產規模也快速超越白銀，在在顯示出廣大投資人對受監管的加密貨幣ETF相當龐大的需求。

表2、貝萊德 金/銀/現貨比特幣 三大ETF比較

iShares ETF*	資產規模\$	上市時間	年化收益率	YTD收益
黃金 (IAU)	28B	2005	19.6%	13.1%
白銀 (SLV)	11B	2006	36.4%	20%
現貨比特幣 (IBIT)	20B	2024.1	-	70%

* 貝萊德未發行現貨銅ETF

兩大加密平台弊案

快速成長的加密貨幣平台，終究未能免於去中心化以及人性弱點帶來的風險。首先是加密交易所FTX因管理不當申請破產保護，影響到全球近百萬投資人（包括台灣）。報導指出目前法庭清算接近尾聲，客戶有望在今年中取回相當的資金（參考文獻5），仍須承受部份損失。創辦人Sam Bankman-Fried（簡稱SBF）因背信詐欺判刑25年，已入監服刑且上訴中。

無獨有偶，最大加密平台幣安（Binance）在美國被控洗錢，逃避制裁和交易未註冊加密貨幣，和解後判罰43億美元。CEO趙長鵬（CZ）認罪，因反洗錢不力，允許被制裁者交易下台。幣安繼續正常營運，據悉已正式計劃落地進入台灣市場。

解讀：透過上述判決，美國政府正在加強對加密貨幣市場透明度和合規性的監管，日益關注投資人保護和金融市場秩序。同時逐步開放ETF，要求交易所及發行機構符合與實體金融完全相同甚至更為嚴格的法律監督。開放與監管其頭並進，加上發行機構適時推出符合市場需求的中心化合規商品，可望在短期內導正加密平台幣圈的營運與風險控管。

契機

台灣期貨業能有今日健全的發展環境，其實歷經民國八十年代Bucket Shop、無照營業大量投機的風浪，經過國外期貨交易法（1992-1999）的洗禮整頓，才來到期貨交易法（1998年實施迄今）日漸完善的監管時代。對比近來幣圈種種現（亂）象和挑戰，及新科技如區塊鏈、AI生發更多虛擬資產的需要，監管機構和期貨業者都已累積了相當的經驗值與執行力來

面對。筆者不揣淺陋，提出以下的觀察：

- 監管趨嚴，加密專法必然出台。可以將幣圈視為新興可以服務的實體經濟對象（雖然是持有虛擬資產），從專法本身到內控制度培訓都可以分享經驗給加密業者。
- 幣圈若快速成長，會產生相當避險需求。對投資大眾風險教育，屬性分類及法遵保護是期貨業者的強項，可以協助加密平台與即將成立的公會合規經營發展，並接觸培養新一代有風險意識的投資人。
- AI引領的新工業革命正帶來運算速度指數性增長，勢將推動加密貨幣及各種虛擬代幣（Token）資產的蓬勃發展。麻雀雖小的期貨行業，有縝密的內控合規機制及強大解決問題的能力。加上金控豐沛的資源，定能在金融創新範疇裡，為新興的加密資產行業提供務實高效的實體經濟服務。

結語

金價再創新高，來到\$2417/Oz。台灣券商開戶數字，也屢次突破歷史記錄。國際局勢持續動盪，通膨方興未艾，台灣投資人對各種報酬率穩定，風險相對可控的投資標的需求增長，趨勢沛然莫之能禦。

比特幣作為虛擬貨幣中的佼佼者，雖然有高波動率及各種弊案風險，美國初步開放現貨ETF後，在年輕一代知識型KOL及財經網紅開設的課程中，早已和00940一樣，成為大推的投資標的。甚至在弊案中受傷虧損的經驗分享，也成為後續如何加強落實風險控管的養分。傳統金融界特別的是期貨業者，應充分認知並積極佈局，以開放的心態參與此科技投資洪流。

CNFA

參考文獻

1. Adam Hayes, Investopedia. 'Spot Bitcoin ETFs Explained: Everything You Need to Know.' <https://www.investopedia.com/spot-bitcoin-etfs-8358373>
2. Torsten Dennin, 'From Tulips to Bitcoins: A history of fortunes made and lost in commodity markets', 譯者 呂沛憶，大雁文化事業，2022年2月，頁320-321。
3. Olga Kharif, https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-05/bitcoin-gold-etfs-demand-diverges-with-prices-at-record-highs?utm_source=telegram&utm_content=crypto&utm_medium=social
4. Bitcoin Halving <https://www.reuters.com/markets/currencies/crypto-fans-count-down-bitcoins-halving-2024-04-19/>
5. BRAYDEN LINDREA, Oct, 2013. <https://cointelegraph.com/news/ftx-bankruptcy-proceedings-customer-assets-clawback-shortfall-claim>,
6. Sidhartha Shukla, 'Bitcoin Liquidity Shifts to the US as Spot ETFs Reshape Crypto Markets', https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-20/bitcoin-btc-liquidity-shifts-to-us-as-spot-etfs-change-crypto-market?utm_source=telegram&utm_content=crypto&utm_medium=social