

2024 年第 1 期（总第 83 期）

# 滨海金融专报

主办单位： 天津财经大学金融与保险中心

2024 年 3 月 6 日

## 本期导读

**本期特荐** 强化加密货币的监管对保护投资者利益和维护金融市场稳定有重要现实意义，我们认真回顾了近期在“币安事件”方面的监管政策调整，主要总结该案带来的警示，并为防范化解相关风险提供借鉴。

**比较借鉴** 加密货币交易所通常受到监管机构的监督，而且加密货币交易所会采取措施防止不合规行为发生。

**观点聚焦** 在金融市场一体化和投资者同质化的背景下，加密货币市场与传统金融市场的风险传染效应显著。

## 本期目录

<b>本期特荐</b> .....	3
<b>加密货币监管新动向带来的警示及借鉴</b> .....	3
1 “币安事件”事件回顾 .....	3
2 “币安事件”带来的警示 .....	5
3 “币安事件”引发的借鉴 .....	6
<b>比较借鉴</b> .....	9
<b>加密货币市场掀“监管风暴”</b> .....	9
1 币安 FTX 先后爆雷 .....	9
2 给洗钱漏出一条缝隙 .....	10
3 加密货币面临合规挑战 .....	12
<b>观点聚焦</b> .....	14
<b>加密货币与全球股市的尾部风险传染研究——基于复杂网络的视角</b> .....	14
1 加密货币风险传染的研究背景 .....	15
2 加密货币风险传染的政策建议 .....	17

## 加密货币监管新动向带来的警示及借鉴

天津财经大学金融学院/金融与保险研究中心 赵志尚

内容摘要：党的二十大报告中指出，要“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动都纳入监管”。强化加密货币的监管对我国保护投资者利益和维护金融市场稳定有重要现实意义，我们认真回顾了近期在“币安事件”方面的监管政策调整，主要总结该案对我国的警示，并为防范化解相关风险提供借鉴。报告如下：

### 一、“币安事件”事件回顾

#### （一）币安和赵长鹏再收罚单

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的信息，美国伊利诺伊州地区法院已经批准了一项命令，加密货币交易所币安及其前CEO赵长鹏将向CFTC支付总额为28.5亿美元的罚款。据悉，法院对赵长鹏个人处以1.5亿美元的民事罚款，并勒令币安退还13.5亿美元的非法交易费用，还对该公司处以13.5亿美元的罚款，合计为28.5亿美元。

法官还发布了另一项命令，要求币安前首席合规官Samuel Lim支付150万美元的民事罚款，罪名是协助和教唆币安的违规行为，并在

美国境外从事活动，故意逃避或试图逃避美国法律。此前，赵长鹏一度强烈否认 CFTC 的指控，而币安则寻求驳回此案，认为该机构超出了其管辖范围试图监管在美国境外经营和居住的外国实体和个人。

## （二）币安和赵长鹏已经被罚 72.16 亿美元

2023 年 11 月，美国司法部与币安和赵长鹏达成和解协议。根据美国司法部发表的声明，币安对涉嫌洗钱、无证汇款、违反制裁等指控认罪，将缴纳 43.16 亿美元罚款；赵长鹏承认违反了美国反洗钱有关法律规定，同意支付 5000 万美元的罚款，并辞去首席执行官职务。和解协议允许币安继续运营。

赵长鹏认罪后以 1.75 亿美元保释，但他并不能离开美国。根据法院的裁决，赵长鹏面临最高 18 个月的监禁。他将留在美国，直至 2024 年 2 月 23 日宣判为止。由于他主动认罪，他的最终刑期预计不超过 18 个月。当地时间 12 月 18 日，美国商品期货交易委员会（CFTC）再宣布对加密货币交易所币安及其前 CEO 赵长鹏实施 28.5 亿美元的处罚。目前币安和赵长鹏累计已被罚 72.16 亿美元。

## （三）监管风暴持续

在美国司法部的声明中，币安的认罪是与财政部金融犯罪执法网络（FinCEN）、外国资产控制办公室（OFAC）和美国商品期货交易委员会（CFTC）达成和解的一部分。其中，并不包括美国证券交易委员会（SEC）的和解。2023 年 6 月 5 日，SEC 就对币安实体和创始人赵长鹏提出了 13 项指控，包括在美国经营非法交易平台；经营未

注册的交易所、经纪自营商和清算机构；滥用客户资金；未经登记的证券发行和销售等等。

此外 SEC 认为，币安秘密操控了币安美国平台的运行，币安曾允许美国客户在其 Binance.com 网站上进行交易。SEC 称，尽管联邦法律禁止未经注册的证券发售和销售，且币安知道有数万名美国客户，但币安选择不采取行动。起诉书称，币安 2019 年向市场展现的合规性在很大程度上是一场“公开表演”。

## 二、“币安事件”带来的警示

### （一）加密货币交易活动存在洗钱风险

加密货币采用了与比特币相同或相似工作原理。交易采用公私钥配对的匿名方式，交易信息仅包含两个钱包地址和交易数量，交易双方账户身份与其真实身份脱钩。这种交易模式至少存在两个洗钱风险点：一是监管部门难以判断交易是否真实发生在不同主体之间，这为犯罪分子通过注册不同的钱包地址进行资金拆分、多次转账，模糊非法资金来源提供可能；二是当判断某笔交易可能存在洗钱风险时，匿名和隐蔽特征给监管部门追查资产带来障碍。

### （二）加密货币交易活动存在技术风险

加密货币与央行发行的法定数字货币的显著区别是，前者产生于网络节点“挖矿”机制数字货币有非主权性，能够轻松实现全球范围内无障碍流转，并避免了传统跨境支付所存在的隔夜汇差风险。加密货币背后所采用的现代密码学技术提升了此类交易活动的安全性与

隐蔽性，通过加密货币交易，不法分子可以将非法来源的资金兑换成比特币等加密货币转移到国外账户，然后兑换成法币，顺利完成黑钱的清洗。

### （三）加密货币交易活动存在监管空间

比特币的产生是加密货币诞生的标志。十多年来，各国由于对其认知不一，采取了支持、反对，或是谨慎对待等不同监管态度，并仍处在动态变化中。监管政策不一致导致了监管套利与监管真空的存在。即使在我国关闭了境内所有加密货币交易所的情况下，不法分子仍常将服务器放置于监管薄弱的地区从事洗钱活动。根据 CryptoSlam 数据显示，2023 年 12 月 12 日全网 Bitcoin Ordinals 市场交易量超过 3,600 万美元。

## 三、“币安事件”引发的借鉴

### （一）适当调整对加密货币监管的整体监管态度及监管方式

无论其内在成因如何，中美目前针对加密货币的监管事实上处在两种监管政策选择的两端。对于美国来说，美国对加密货币的监管已经进入到一个较为有序、规范、灵活、渐进、包容监管状态之中。而对于中国来说，对于加密货币的监管则进入到排斥、限制、禁止的监管阶段。目前，尚不足以对何种监管选择更为科学、更为稳妥作出评判，一方面是由于中美两国各自金融市场发展水平以及金融监管制度客观上存在差别，另一方面是由于加密货币市场目前尚处在发展的初级阶段，其在整个金融市场上的重要性也相对有限。

但应当看到，即使对于美国来说，其金融监管当局对于加密货币所凸显出的一系列风险同样高度警惕，但是其应对风险的方式和方法与中国监管当局存在着比较明显的区别。对美国而言，其应对方法主要是通过监管政策阐述、监管规则完善以及具体监管执法行动予以实现，而非予以禁止。某种程度上说，虽然禁止可以在短时间内带来显著监管成效，但从长期发展看，也可能会让一个尚处在发展初期且具有较大发展潜力的金融工具及金融市场失去逐步完善及改进的前提和空间，而这一点，应当引起重视。

## （二）探索利用数字代币技术来改进融资效率

如上所述，数字代币可以以虚拟货币为基础，即基于虚拟货币发行数字代币。但同时，数字代币也可以基于其他“权益”发行。对于中国来说，长期以来，直接融资比例偏低是制约金融资源配置效率以及影响金融系统稳定的一个重要不利因素。对此，美国证券及交易委员会认定 DAO 代币归属于美国证券法下的证券可以为中国提供一个有益的启示。金融创新能力以及针对金融创新创新监管能力是一国竞争力的重要组成部分，面对美国加密货币活跃、有序及规范发展以及国际枢纽金融监管合作组织对加密货币发展以及监管的高度重视。

从任何一个角度，中国都应当对于加密货币保持关注并且予以必要的监管“宽容”，同时，积极进行监管创新。在此需要强调的是，数字代币的发行或者说是利用数字代币技术所进行的证券发行则需在严格遵守证券法的前提下进行，这也是美国证券及交易委员会对数

字代币发行的基本要求。而在严格遵守既有证券法的前提下，既不会存在显著的法律风险，也不会给金融体系稳定带来损害，反而拓展了证券发行的方式，通过改进直接融资的实现方式，可以提高金融资源配置的效率和直接融资的比例。

### （三）构建加密货币监管框架

金融监管应当涵盖金融产品全过程、全环节、全周期，而准入监管仅是金融监管的一个基本环节，只有针对金融产品各个方面、各个阶段建立起健全完善的监管规则体系，具体金融工具的正面价值方能充分实现，其内在的风险及缺陷才可能得到有效防范。因此，对于特定金融工具来说，不能够脱离对具体监管规则科学性、完备性的分析，而断然对该金融工具的风险水平以及功能价值做出完全肯定或者否定的判断，对于加密货币更是如此。

加密货币作为新兴金融工具，虽然从表面上看，其前所未有的。但从本质来看，其不过是既有传统金融工具在实现方式上创新，虽然其本身融合了多种传统金融工具的功能和作用，但并非不可理解，其风险也并非无法控制。美国目前加密货币市场活跃以及其自身监管框架的相对完善，以实例表明加密货币完全可以得到稳妥发展和有效监管。美国目前已经形成的加密货币市场以及加密货币监管经验，也可以为包括中国在内的其他国家加密货币市场发展及监管完善提供有益的借鉴。



比较借鉴

## 加密货币市场掀“监管风暴”

本文根据《法人》的《加密货币市场掀“监管风暴”》一文编辑整理

—

2023年11月29日，币安美国（Binance.US）在社交平台发文称，赵长鹏决定辞去该公司董事会主席职务，并通过代理协议转让其投票权。因此，他在公司的利益纯粹是经济上的，将不再参与该公司治理。当地时间11月21日，美国检方称，全球最大加密货币交易所币安CEO赵长鹏承认违反美国反洗钱法，币安将支付约43亿美元（约合人民币307亿元）罚款和解。这起轰动全球的币圈案，背后透露着诡异和不寻常。人们不禁要问：为什么这么多人会受骗？

### 一、币安FTX先后爆雷

2023年6月，美国证券交易委员会（SEC）对币安提起诉讼，指控该交易所涉及销售未注册证券，并指责币安及其创始人赵长鹏参与一场包括欺诈、利益冲突、不披露和故意漠视法律的复杂阴谋行为。其中一项指控是该交易所自行挪用客户资产，包括将资金发送到由赵长鹏控制的币安交易所主要做市商“瑞士 Sigma Chain”。

11月21日，赵长鹏抵达美国西雅图联邦法院。他承认违反了美国反洗钱法和《美国国际紧急经济权利法》。根据与美国司法部达

---

— 陈思进，加密货币市场掀“监管风暴”，法人，2023.12

成的全面协议，作为认罪的一部分，他不得不辞去 CEO 职务并支付 5000 万美元罚款。同时，美国司法部表示，币安认罪并同意向美国当局支付超过 43 亿美元罚款。

币安并非第一个受到 SEC 制裁的加密货币交易所。近期，以比特币为代表的加密货币交易所 FTX，因欺诈案传来最新消息：历经一个多月的审判，美国法院和陪审团对创始人萨姆·班克曼-弗里德（下称“SBF”）被指控的七大罪名全部判定成立。这名身家 1900 亿美元的美国（“90 后”）昔日首富，最高面临 110 年的刑期，下辈子将在铁窗里度过。

美国检察官直言，这是美国史上最大的金融诈骗案。不过，严格来说，最大金融诈骗犯是“庞氏骗局”的罪魁祸首——策划者伯纳德·麦道夫。他骗了全球几十个国家、数百万人的 600 亿左右美元财富，2009 年被判入狱 150 年。而他坐了 12 年牢，于 2021 年猝死狱中，结束了罪恶的一生。但 SBF 不遑多让，在全球多地留下犯罪记录，受害人数同样超过 100 万，其中约 50 万人在中国台湾地区。随着 FTX 的爆雷，大批人身家归零，一夜回到“解放前”。

## 二、给洗钱漏出一条缝隙

想要了解庞氏骗局的欺诈手段，需要从 SBF 的经历开始分析。SBF 毕业于麻省理工学院，父母都是斯坦福大学教授。他的出身和家庭背景，给其创立 FTX 交易所、投身虚拟币、走上人生巅峰铺好了前路。实际上，SBF“命好”，正赶上币圈最疯狂的时期。其间，他平均每天进账 100 万美元，仅两年时间坐拥 260 亿美元（约 1900 亿元

人民币) 财富, 位列福布斯全球富豪榜第 60 名。拥有了巨额财富之后, SBF 进一步扩大地盘、巩固声望, 投入大笔资金打点美国政客。比如, FTX 给不少美国政客捐过钱, 筹办的高端活动居然连美国前总统、英国前首相、巴哈马总理都能邀请到, SBF 甚至公开称要给特朗普 50 亿美元, 请他不要竞选总统。

为了扩大影响力, SBF 以金钱为诱惑, 大力邀请美国体育明星为其做代言。比如, FTX 同 NBA 热火队签下 19 年价值 1.35 亿美元的主场冠名权, 又与 NBA 球星库里、奥尼尔以及美国职业橄榄球星布雷迪等签约, 聘请他们作为 FTX 的品牌宣传大使。然而, FTX 最令人诱惑之处在于, 不仅能赚到巨额资金, 还承诺给所有投资人高达 8% 的高额定存利息, 借此绑定全球数百万人的千亿财富。

被坑害最惨的要数中国台湾地区民众了。FTX 为抢占台湾市场, 砸钱举办很多线下活动, 加上名人效应的推动, 50 多万当地民众排着队将自己的身家性命押注其中。币价暴涨的时候, 所有人都赚钱, 日进斗金之下, 人们放松了警觉心, 无人关注投资的安全性。直到 2022 年 11 月, FTX 旗下的代币 FTT 一天暴跌 80%, 5 天后老板突然申请破产, FTX 高达 320 亿美元的市值几乎一夜归零。数百万人震惊之余, 都来不及抹眼泪。

在台湾, 50 余万人眼睁睁看着自己的账户被清空, 全部身家血本无归, 犹如做了一场噩梦。台湾民间自救团体对受害人的统计显示, 赔了 30 万新台币以上的超过 30%, 亏损百万以上的人约 20%, 有些投资者损失高达 2.1 亿。SBF 的崩盘, 再次将无数赌徒对虚拟币“去中心化”“无法篡改”的信仰炸得粉碎。这可能是加密货币的四大特点

所导致：其一是国际认可加密货币不受利率、汇率、交易费用或任何其他费用的约束，可以在国际层面进行转账而不会遇到任何问题；其二是交易费用低；其三是交易保密；其四是点对点交易。点对点交易是加密货币支付的主要资产之一，未涉及中间商或第三方，给洗钱漏出一条缝隙，而这正是 SEC 对币安提起诉讼的主因之一。

### 三、加密货币面临合规挑战

洗钱指通过非法手段获得资金，通过一系列复杂的交易，使其变得难以追踪和溯源的行为。比如，SEC 指控币安交易所自行挪用客户资产，包括将资金发送到由赵长鹏控制的瑞士 Sigma Chain。一般的洗钱过程如下：首先是投放资金。洗钱者将非法获得的资金投放到金融系统，以加密货币的私密性特点，极有可能通过购买加密货币来实现。比如，层层转移：资金通过多个账户和交易进行多次转移，以混淆资金流向，可能涉及多个加密货币交易所和钱包地址。交易混淆：洗钱者可能进行大量虚假交易，以混淆资金来源。这些虚假交易可能是人为制造的，旨在模糊真实交易和非法资金之间的关系。提取清洗后的资金：最终洗钱者尝试将清洗后的资金提取出来，将加密货币兑换成法定货币。

事实上，加密货币交易所通常受到监管机构的监督，而且许多合法交易所会采取措施防止洗钱行为。这些措施可能包括 KYC（了解您的客户）政策、反洗钱（AML）法规和实时监测系统。比如，赵长鹏的认罪协议中包括一条，必须在监督机构监督下，币安才能继续运营。美国财政部长耶伦曾在新闻发布会上说：“这次执法行动是历

史性的，也是财政部自成立以来，收到的最大一笔和解金。”说到底，美国政府意在控制加密货币市场，这涉及监管合规问题。

币安是一个全球性的加密货币交易平台，与美国监管机构之间长期存在一些争端。美国监管机构一直强调对数字资产平台的监管并要求其符合美国法规标准，其可能涉及用户身份验证、反洗钱和 KYC 等合规要求。据报道，美国一些州的居民在使用币安平台时受到限制，币安选择停止为美国某些地区提供服务。这是因为币安可能需要符合不同州和联邦层面的法规，以确保其业务符合合规标准。于是，为了应对来自美国的监管压力，币安推出了一个名为 **Binance.US** 的独立交易平台，专门面向美国用户。**Binance.US** 是在美国境内注册和合规运营的实体，旨在满足美国监管要求。

然而，美国证券交易委员会（SEC）对币安进行的调查显示，其关注的焦点，可能是币安的交易和发行的数字资产是否符合美国证券法规。此调查可能导致更多合规要求和监管压力。由于加密货币市场和相关法规环境的不断变化，币安和美国政府之间的关系，在监管和合规方面始终存在诸多挑战。

## 加密货币与全球股市的尾部风险传染研究——基于复杂网络的视角

本文根据《中国管理科学》的《加密货币与全球股市的尾部风险传染研究——基于复杂网络的视角》一文编辑整理<sup>1</sup>

在金融市场一体化和投资者同质化的背景下,加密货币市场与传统金融市场的风险传染效应显著。本文首先利用小波相干方法刻画了加密货币与主要经济体股市的波动随时域和频域变化的联动特征。随后,基于复杂网络视角,本文使用分位数时频波动溢出模型测度了风险溢出指数,捕捉时频域下不同冲击规模的加密货币与全球股市尾部风险溢出效应。研究发现,基于分位数测度的溢出指数能够较好地捕捉不同冲击规模下加密货币与全球股市的尾部风险溢出效应,极端状态下尾部风险溢出效应较正常状态显著增强,且具有明显的非对称性。频域视角下加密货币与全球股市尾部风险溢出表现出显著的周期性特征。此外,加密货币在正常状态下是风险净承受者,但其在市场受到正向冲击时出现了明显的尾部风险净溢出效应。研究结论对于监管部门防范加密货币与全球股市的系统性风险双向传染具有重要的启示作用。

<sup>1</sup> 宫晓莉, 加密货币与全球股市的尾部风险传染研究——基于复杂网络的视角, 中国管理科学, 2024.2

## 一、加密货币风险传染的研究背景

金融安全是国家安全的重要组成部分。二十大报告指出：“我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，各种‘黑天鹅’、‘灰犀牛’事件随时可能发生。”近年来，全球新冠疫情反复，俄乌地缘冲突升级，美联储加息缩表，全球经济陷入低迷（杨子晖等）。面对错综复杂的国际环境，习近平总书记提出“有效防范化解重大经济金融风险”。未来，各种风险交织叠加、互相扩散，金融风险的高度异变性和复杂性会给监管带来新的挑战。作为新兴金融市场，中国比发达资本市场更容易遭受系统性风险冲击（官晓莉和熊熊）。如何守住“不发生系统性金融风险”底线，切实维护金融稳定，正成为中国金融监管的重中之重。

加密货币是一种新兴虚拟金融资产，随着数字经济的蓬勃兴起出现了井喷式发展。数据显示，2023 年加密货币总市值高达 1.61 万亿美元，受到广大投资者追捧。高盛等知名投行接连宣布入场，三星等高科技企业也纷纷出手布局。2022 年 10 月，香港特区政府发布《有关香港虚拟资产发展的政策宣言》，计划将香港建设为国际虚拟资产中心，吸引各大加密货币交易平台落户。但机遇背面也潜藏着巨大风险，因匿名性、交易便捷性和去中心性等特点，许多金融犯罪活动都涉及到加密货币（Foley 等）。央行于 2017 年和 2021 年发布《关于防范代币发行融资风险的公告》《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，禁止在中国大陆进行加密货币相关业务活动，将其定性为非法金融活动，然而仍有较多中国投资者继续通过 P2P 进行加密货币投资。此外，加密货币内在价值难以准确估计，价格受投资

者情绪影响较甚，受极端事件冲击时剧烈波动(明雷等)，尾部风险给市场造成重大影响(Weller)。投资者同质化和机构交叉持仓现象使得加密货币风险通过影响投资者心理预期和投资行为的途径向股市传导(周卫华等)，监管面临严峻挑战。

目前，加密货币风险传染受到学术界广泛关注，国内外学者采用多种方法证实了加密货币与黄金、外汇等传统金融市场存在显著风险联动效应(Matkovskyy 和 Jalan; Ha 和 Nham; Cao 和 Ling)。对加密货币与股市的风险传染研究集中于加密货币与个别国家股市。Wang 等使用时变 SJC-Copula-GARCH 模型证实加密货币与美国股市间存在动态相关性。黄云洲等通过构建分位数关联网络发现比特币价格波动会冲击到中国股市。然而，加密货币市场是独立的新兴金融市场，不被任何实体控制，仅关注加密货币与个别国家股市间的交互关系会导致风险传染效应研究缺乏整体性。全球股市间的风险联动性较强(梁琪和常姝雅)，单个金融场所面对的冲击将向金融系统中其他市场迅速传递(杨子晖和周颖刚)，这种间接传染渠道相比直接影响更难捕捉(方意等)。忽略金融风险的整体关联性将使得系统性冲击难以被准确刻画。因此，本文将全球股市纳入研究范围，从国际整体视角出发考察加密货币与股市间的风险传染特性，更全面地厘清加密货币与全球股市间的风险传染问题，更有效地识别系统性风险防范重点，对提高监管政策有效性和精准性具有重要现实意义。

## 二、加密货币风险传染的政策建议



首先,各国政府应当建立严格的监管框架,评估和识别系统性风险在关联网络中的传导水平及方向,避免其市场间交叉传染,防止其通过关联网络进一步演化扩散。同时,加密货币市场独立不受控,其交易具有跨境性质,需要各国政府合作。各国政府应该积极参与国际组织,建立更加完善的跨境监管机制以提高对加密货币市场的监管能力。其次,政策制定者应当制定动态风险防范机制和风险预警机制,及时发现和处理加密货币市场中的风险问题,避免市场短期波动加剧从而引发更大危机。政府应结合具体国情建立具有国家特色的加密货币政策,采用疏泄引导的方式将加密货币发展与国家规划相结合。最后,监管部门应当警惕加密货币价格的波动,提高识别、预见加密货币市场风险溢出和传染的能力,全面评估外部冲击对加密货币与全球股市风险溢出的影响,针对不同情况制定明确的管控计划。

(未经许可 请勿转载)

---

总编审:任碧云 本期责任编辑:赵志尚

联系人:关筱谨 电话:022-88186269 Email:fanditj@126.com

地址:天津市河西区珠江道25号