

火星财经

火星财经 (Mars Finance) 创办于 2018 年初, 由蓝港互动 (HK.8267) 创始人王峰先生发起, 获 IDG 资本、策源资本等知名机构投资。火星财经透过 Web、App、公众号、头条号等, 为中国区块链从业者和投资者提供快讯、报道、行情、报告等线上资讯服务。同时, 在线上展开「王峰十问」「火星总编时刻」「火星公开课」等社群分享, 在线下通过「火星财经全球行」「火星区块链(硅谷)峰会」「火星区块链(纽约)峰会」等, 为项目方、资本方及投资者举办大型交流活动。经过一年发展, 已经成长为中国领先的区块链信息及金融服务平台。

2019 年 3 月 28 日, 第一届「火星财经 POW'ER 中国区块链贡献者峰会」在重庆举办。

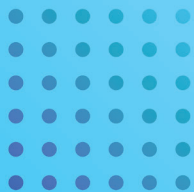


扫码下载
火星财经 APP



扫码关注
火星财经微信公众号

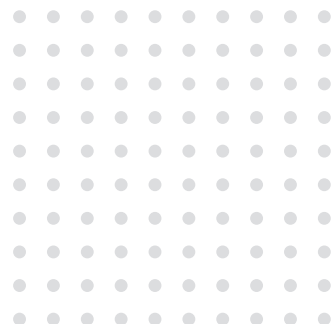
.....



2018-2019
—

火星财经区块链产业年鉴

暨中国 Token Fund 投资报告



出品方

火星财经

项目顾问

商思林 李劳 任铮

执笔

林中路 孙昱坤

装帧设计

周萃

联系方式

Mars@huoxing24.com

目录

前言

02

第一部分 2018-2019区块链产业五大主题

03

- | | |
|--------------------------|----|
| 1. 产业入冬：ICO失速，非理性繁荣终结 | 04 |
| 2. 更加务实：修正技术无所不能的狂热预期 | 08 |
| 3. 走向大众：商用浪潮来袭，大公司布局空前加快 | 12 |
| 4. 边界进一步明确：主要国家和地区监管升级 | 15 |
| 5. 下一波繁荣：金融机构入场提速 | 19 |

第二部分 2018-2019中国Token Fund投资报告

22

- | | |
|--------------------------------|----|
| Token Fund面临生死挑战，区块链投资返璞归真 | 23 |
| 2018-2019中国Token Fund投资报告：数据洞察 | 25 |
| 1. 机构概况 | 25 |
| 2. 资金管理和使用 | 28 |
| 3. 投资布局和市场展望 | 31 |

第三部分 2018中国最具竞争力Token Fund排行榜

35

前言

FOREWORD



距 2019 年 1 月 3 日第一枚比特币被从中本聪的个人电脑里挖出刚满 10 年。当下，以它为代表的加密数字资产以及底层的区块链技术已经成为最热门的商业和技术话题之一。

全球加密数字资产总市值如今超过 1200 亿美元，巅峰时甚至高达 8300 亿美元；在阿根廷、委内瑞拉等高通胀和政治不稳定国家，加密数字资产正在成为人们资产保值、转账支付的手段；创业公司采用 ICO 方式融资，2014-2018 年融资额累计超过 200 亿美元。

区块链则因具备可追溯、不可篡改、公开透明、去中心化信任等优点而超越了密码学、数据结构的单纯概念，和人工智能、物联网、大数据等一道被视为新一轮信息革命的推手，应用案例正以前所未有的速度增加。

例如，物流公司试图用区块链技术实现物流流程自动化，提高网络可见性；金融机构正在尝试用区块链技术改进跨境支付、证券发行、融资贷款等业务流程，减少交易摩擦；零售商则用它来管理库存、洞察客户需求、追根溯源……2018 年“双 11”，天猫成功应用区块链技术为来自上百个国家和地区的超过 1.5 亿件跨境商品建立了可追溯的源码，消费者只要打开支付宝、天猫、淘宝扫一扫，就能看到商品从海外采购到国内配送等重要环节的全链路信息。

除此之外，在医疗、能源、内容版权、交通出行、公共服务和政务、城市生活等多个领域，区块链应用场景的建设吸引了上至巨头及成熟公司下至新创企业的兴趣。

尽管前景广阔，一切却只不过刚刚开始。加

密数字资产高度波动、缺乏有效的估值模型，市场不完善、投资者保护不足，法律法规滞后令投资者暴露在巨大风险中，投资者（尤其是中小投资者）备受冲击；区块链落地应用刚刚显露出可能性，既需要时间证明它较之于现有的中心化技术具备更低的综合成本和更高的效率，也面临迭代更新和与业务本身的适应性问题；与此同时，全球大多数国家和地区对区块链和加密数字资产监管陷入了踌躇：如何在维持监管的同时不伤害创新？

承上启下，2019 年年初，火星财经（微信：hxcj24h）梳理 2018 年来加密产业的重大主题，并对未来做出展望，我们认为：

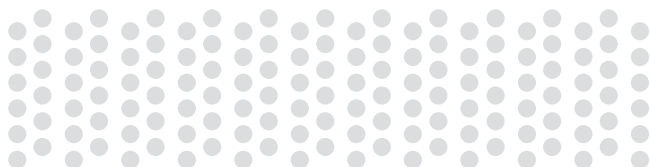
1. ICO 失速、非理性繁荣的终结是市场的一次良性修复，长远来看，加密数字资产市场会走向成熟并为全球居民资产配置创造新通道；
2. 区块链的重要性正超越比特币本身，从技术面临的核心问题出发，思考技术如何实现和满足企业及用户的需求，将最终催生产业的技术性繁荣；
3. 企业对于改进业务流程、降低成本和提高运营效率的需求，以及技术和场景的结合，正在推动区块链的商用化浪潮，这是产业下一轮繁荣的基石；
4. 全球范围内主要国家和地区监管升级的另一面是区块链和加密数字资产获得了更多的确定性，愈加明确的边界将最终成为产业繁荣的保障；
5. 在区块链及加密数字资产遭遇“核爆级”冲击的同时，大型金融机构逆势涌入，构成产业下一轮繁荣的推手。



PART 1

第一部分

2018-2019 区块链产业五大主题





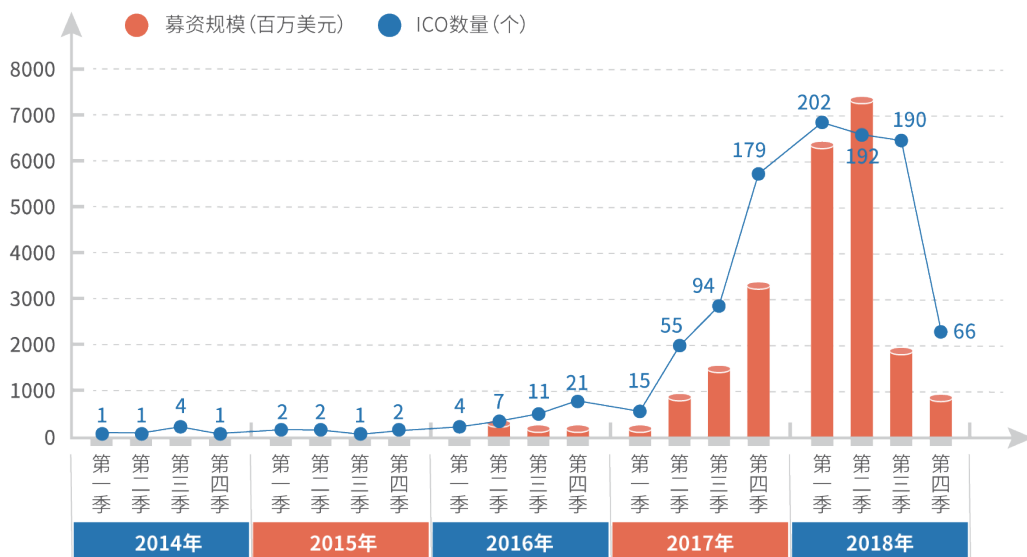
1 产业入冬： ICO 失速，非理性繁荣终结

ICO 失速、非理性繁荣的终结是市场的一次良性修复，长远来看，加密数字资产市场会走向成熟并为全球居民资产配置创造新通道。

2014 年 3 月 2 日，Counterparty 开创性地完成 ICO 融资^[1]，虽然金额只有 179 万美元，但它宣告了一种新型融资方式的诞生。2015 年底，全球通过 ICO 融资的项目数量累计达到 14 起，以太坊 1844

万美元的融资额揭示了 ICO 的能量^[2]。

但这离真正的高潮还有一段漫长的时间——直到 2017 年第二季度，ICO 融资数量和金额才出现明显起飞：在这个季度，全球 ICO



2014-2018 ICO 季度融资数量和金融分布；数据来源：Coindesk；截至 2018 年 10 月

[1] 亦有观点认为，2013 年 7 月，完成 5000 BTC 众筹的 Mastercoin（现更名为 Omni）是可查的最早 ICO 项目。

[2] 文中 ICO 数据主要引用自 Coindesk，如无特殊说明，后同。



数量达到 55 起，接近 2014-2016 年的总和。此后便是狂飙突进，截至 2018 年二季度末，全球范围内经由 ICO 完成融资的项目数量累计达到 794 个，仅 2017 年四季度、2018 年一、二季度就占到了 72.17%。2018 年 6 月 1 日，EOS 完成 42 亿美元的史诗级融资刷新了人们对于 ICO 的认识。

ICO 掀起了区块链的第二波浪潮，它也是迄今为止，除转账支付外区块链最具广泛意义的“落地应用”。以 Token 为锚，ICO 带来了颠覆性的意义：

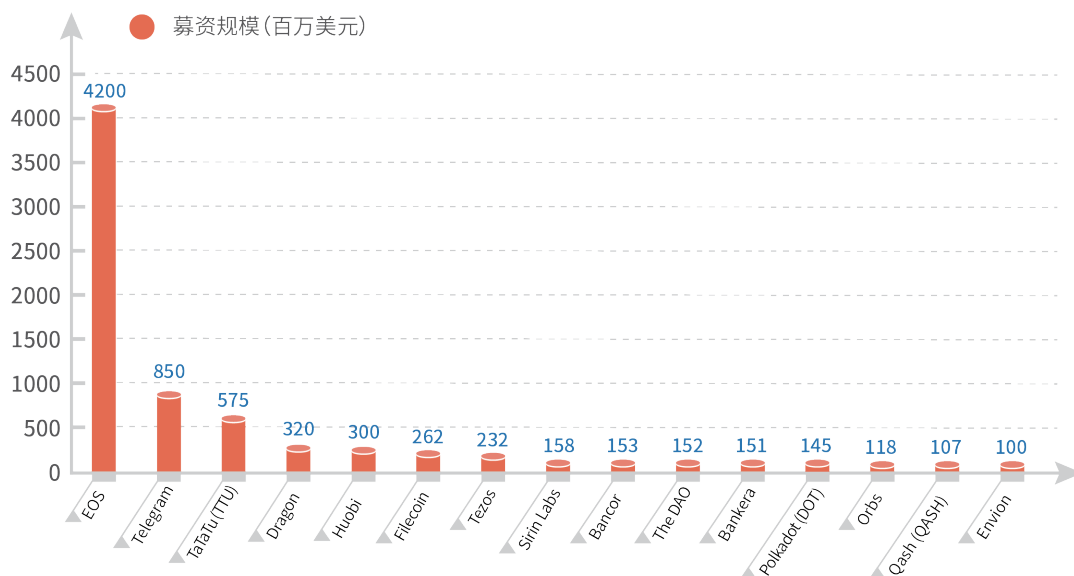
• **融资流程简化，时间大大缩短：**ICO 的发起，既不需要项目有实际运营经历，也不需要 Token 发行有实际的资产支撑。发起方仅靠白皮书中的愿景描绘就能发行 Token、进行私募，然后在数字货币交易所上市融资。一般而言，ICO 从启动

到最终完成需要 1-3 个月（快则数天）；相比之下，如果企业严格遵循从天使、A 轮、B 轮…PreIPO 再到 IPO 的传统融资方式，最少也需要 2-3 年。

• **融资突破地理国家的界限。**项目方通过发行 Token 募资，而 Token 的流通是无国界的。世界范围内的投资者都可以通过持有 Token 成为项目的资金支持者，从而扩大了潜在投资者的规模，这也是 ICO 超高回报率和流动性的根源。

ICO 令风险投资、私募股权投资人面临“狼来了”的冲击。CBinsights 统计，2017 年，区块链初创公司通过 ICO 吸收的资本较股权融资多出 5 倍^[3]。主要从事 ICO 一级市场投资的 Token Fund 炙手可热，回报以百倍、千倍计。

然而，在经历二季度的短暂高峰后，ICO 并未乘胜高歌猛进，反而势能急剧衰减，首先反映在募



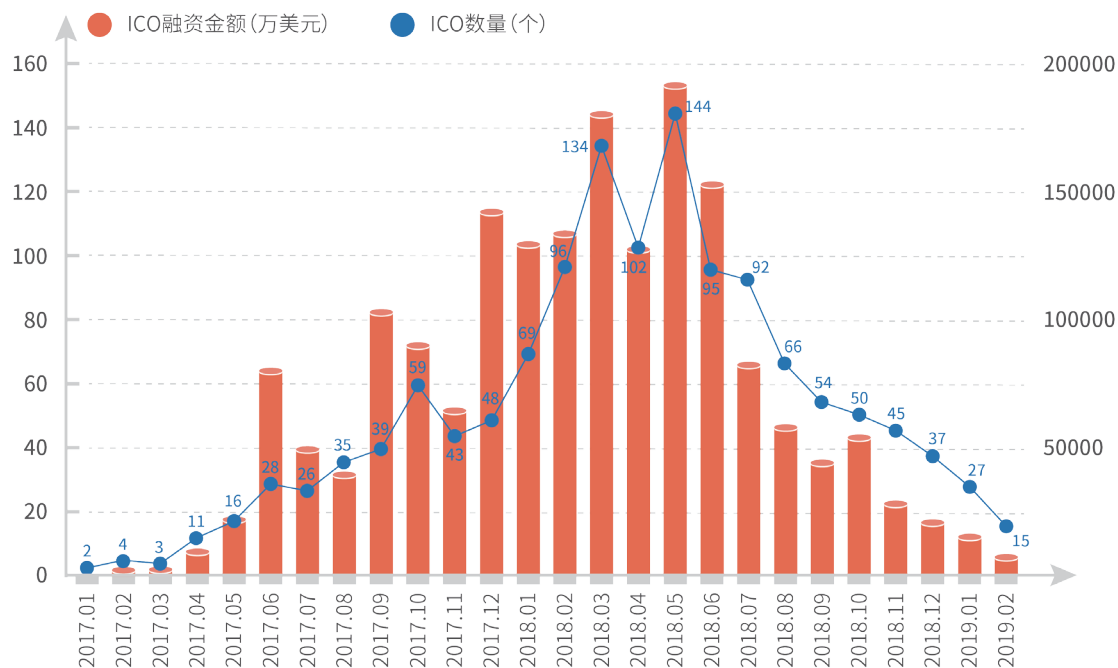
募资总额超过 1 亿美元的 ICO 项目；数据来源：CoinDesk，截至 2018 年 10 月

[3] <https://www.cbinsights.com/research/blockchain-vc-ico-funding/>



第一部分

2018-2019区块链产业五大主题



2017-2018 年度成功完成 ICO 融资的项目数量和金额分布；数据来源：ICORating，截至 2018 年 12 月

资总额大幅下降。2018 年三季度，ICO 募资总额仅有 18.02 亿美元，不及二季度的 1/4。

ICO 失速的后续影响显而易见：

· **二级市场繁荣走向尽头。**ICO 是 2017-2018 年度区块链和加密数字资产市场繁荣的重要推手，不仅丰富了加密数字资产市场上的币种、催生了许多行业基础设施和服务机构（如评级机构、交易所、媒体）而且也通过降低投资门槛的方式带来了大量新进资金。随着比特币自高峰的 19783.06 美元跌至不足 4000 美元，大量加密数字资产甚至跌去 95% 的价值，全球市场总市值缩水近 90%。这是比特币历史上第四次大回调，此前 2011 年、2013 年、2015 年分别跌了去 94%、75%、87%。

· **产业链遭遇暴击。**二级市场繁荣终结带来巨大的传导效应：市场参与者锐减，新资金大幅减量，

项目方、投资方进入缺钱境地；从上游的显卡芯片矿机厂商，到中游的矿池、数字货币交易所再到下游的钱包、支付、信息服务等都难逃冲击。“矿机按斤卖”、“比特币跌去万亿市值”冲上搜索引擎和社交媒体热搜榜；英伟达、AMD、台积电因挖矿显卡芯片库存积压侵蚀公司利润而被迫调整业务；交易所活跃用户断崖式下降；媒体等产业服务机构或断臂求生或加速转型……市场加速出清。

迅速崛起又迅速陨落，ICO 昙花一现有其根由：

作为一种完全不需要实际资产支持的募资方式，ICO 项目方涌向有区块链技术开发能力的企业代为开发一条公链或者一套架构，仅靠白皮书中虚无缥缈的愿景描述就能拿到百万甚至千万融资，然后经过二级市场爆炒，其发行的 Token 很快达到数百万、数千万甚至上亿美元市值。欺诈、混乱、失序裹挟着 ICO，而技术发展不及预期则从根本上动



摇了 ICO 的根基。加之各国监管政策不断加码，尤其是中国在“9·4”一周年之际开启新一轮整顿、美国证券交易委员会（SEC）对非法 ICO 开展执法行动更使 ICO 雪上加霜，崩塌在所难免。

ICO 的衰落，标志着区块链 2.0 时代的探索遭遇重大挫折。不过，以更长远的眼光来看，ICO 并不会消亡，但劣质 ICO 项目一定会被挤出市场。判断基于以下理由：

· **从 ICO 本身来说**，纵然它有许多缺陷，但创新性不可否认。时至今日，ICO 依然是一个方便快捷、摩擦力极小的融资方式，这是 ICO 长期存在的土壤；

· **从全球监管态势来看**，尽管 ICO 的生存空间受到挤压，但美国、新加坡、香港、欧盟等国家和地区监管的目标并不是彻底消除 ICO，而是为其继续存在寻找或者建设合理的框架；

· **随着市场转暖和监管进一步明确边界**，ICO 有望再度繁荣。短期 ICO 市场还将继续承压，项目数量和融资总额将继续双降。处在概念验证、

MVP、Alpha、Beta 阶段的项目将会是 ICO 市场的主力，但市场偏好更加偏向后阶段、有实际运营成果的项目。ICO 将缓慢渗透至风险投资早期阶段（种子轮、天使轮）。在市场周期、资本周期、技术周期、创新创业周期和政策周期的驱动下，ICO 市场有再度繁荣的可能。

2017-2018 年 ICO 由盛转衰只是区块链和加密数字资产发展史上激动人心的一个片段，产业今天所面临的困境，是市场走向更加成熟、更加大众化的历程中所必经的考验。事实上，每一轮萧条之后区块链和加密数字资产都在扩大认知范围并卷入更多参与的力量。剑桥新兴金融研究中心的数据提供了一些参照：2016-2018 年，全球加密数字资产验证用户数量从 500 万、1800 万增长到 2018 年前三季度的 3500 万。

回调是一种正常现象，市场秩序重新完善、结构重新调整、权力重新分配意味着一个更加成熟的市加密数字资产市场将为全球居民资产配置创造新通道。

常见 ICO 项目乱象

1. 项目信息披露不到位甚至不真实，导致项目主体身份不明、真伪难辨，可行性和盈利模式更无从说起
2. 项目存在准入或政策风险，或在效率或经济性没有显著提高的情况下，强行使用区块链技术
3. 打着区块链、虚拟货币名号，利用 ICO 方式实施传销、诈骗、非法集资



2 更加务实： 修正技术无所不能的狂热预期

区块链的重要性正超越比特币本身，从技术面临的核心问题出发，思考技术如何实现和满足企业及用户的需求，将最终催生产业的技术性繁荣。

2016年，高盛发布名为《区块链：从理论走向实践》预测报告，报告称“未来两年（区块链）行业将见到早期技术原型，2-5年后将见到有限的市场应用，而5-10年内会有更大范围的市场接受度”。

站在2019年年初回望，高盛的预测部分得到证实：比特币以太坊之外，EOS、TRON等数十条公链主网集中上线，2018年由此成为“公链元年”；依托于以太坊、EOS等公链的dApp得到发展，游戏、交易支付、博彩类dApp进入公众视野；分布式账本技术（DLT）在供应链、溯源、支付结算、内容版权等领域展开应用……但刚刚过去的2018却是区块链技术既得意又失意的一年。

这一年，伴随加密数字资产市场年初走向顶峰，这一发端于比特币，最初只是极客们狂想的技术，在征服华尔街、席卷全球之后，在中国掀起空前的关注。

第一个舆情高峰出现在两会前后。2月26日，《人民日报》用一个整版篇幅关注区块链发展情况，署名评论文章《三问区块链》、《抓住区块链这个机遇》及《做数字经济领跑者》，积极肯定了区块链在降低价值传输成本、解放生产力上的作用，在肯定技术创新进步的必然性的同时，也呼吁要重视风险加强监管。两会期间，马化腾、

李彦宏、丁磊、周鸿祎等互联网大佬热议区块链，马化腾称“区块链有着划时代的意义”。时任央行行长的周小川在回答记者关于区块链的提问时，也从央行数字货币（CBDC）角度表达了对技术的关注，他说：“数字货币技术具有技术进步发展的必然性，央行也召开了研讨会，成立了研究院在进行相关研究测试，但总体保持审慎和稳健，注重数字货币在服务实体经济，方便电子商务等方面的作用，同时更注重防范金融风险 and 消费者权益保护。”

5月28日，在中国科学院第十九次院士大会、中国工程院第十四次院士大会上，习近平总书记演讲首提区块链，将其与“人工智能、量子信息、移动通信、物联网”并列为新一代信息技术的代表。此后，人民日报出版社出版《区块链——领导干部读本》，自上而下普及这种新兴技术。

8月10日，由腾讯提供底层技术和能力的全国首张区块链电子发票在深圳开出。国内对于区块链技术的关注达到第二个舆情高峰。此后，百度、阿里巴巴、腾讯、京东等互联网巨头继续加码投入，其在区块链领域的布局浮出水面。与此同时，商业银行利用区块链技术改进金融服务的试水行动也不断见诸媒体。

失意之处在于，2018年下半年，从业者渐渐



感受到技术进步迟缓，区块链颠覆一切、无所不能的理想化预期开始得到修正。

· **公链发展陷入困境。以太坊显露颓势、EOS及波场生态尚未形成气候，大量公链开发、落地濒于停滞。**以太坊扩容问题始终没有解决，Plasma、Sharding、Casper、雷电网络等方案缺乏实质进展，ICO坍塌、君士坦丁堡升级屡次推迟、EOS及波场后来居上，在网络性能、dApp增长、活跃度等多方面超越——以太坊四面楚歌，用户对其发展前景日渐忧虑，ETH从高峰时的1440美元跌至最低81美元左右。EOS主网上线后，反复上演资源紧张局面，21个超级节点机制引发贿选、不作为、巨鲸横行等一系列争议，百万TPS（“每秒事务处理量”，用于衡量交易处理速度）沦为空谈。波场虽然在年底迅速蹿升，成为萧条市况中为数不多令人眼前一亮的公链项目，然其生态依旧薄弱。

在以太坊、EOS、波场之外，还有大量公链因追随市场期待和估值而被创造出来，却在资本寒冬提前到来时陷入流动性困难，后继开发面临缺钱、缺人的双重难题，主网上线变得遥遥无期甚至项目面临清盘。

· **与商业化相关的安全和效率问题未形成有效的解决方案。**“安全（security）、可扩展性（scalability）、去中心化（decentralization）”这一区块链的“不可能三角”像梦魇一样牢牢制约着行业发展，现在没有一条公链能完全突破这个禁锢^[4]，以至于区块链商业化受阻。

在技术困境面前，企业的决策者也逐渐认识到，区块链的应用难度比预期大，企业缺乏建立或维护区块链解决方案的技能，想要用区块链技

术替代存在几十年的基础设施绝非易事；主流公链的性能在处理现实中大量交易的时候仍有瓶颈，更别提许多公链的方向并不与企业的需求、应用场景契合。

企业项目	交易处理速度（TPS）
支付宝	256,000
Visa	24,000
波场	10,000
EOS	3,000-4,000
Ripple	1,500
Stella	>1,000
NEO	1,000
Cardano	250
PayPal	193
Bitcoin Cash	60
Ethereum Classic	50
Litecoin	56
Dash	48
以太坊	20
Bitcoin	7

火星财经（微信：hxcj24h）根据公开资料编辑整理
黄色栏为公链项目

[4] 2018年底，由中国学者王嘉平、汪浩共同撰写的关于区块链扩容的论文《突破区块链不可能三角：异步共识组「Monoxide」》（Monoxide: Scale out Blockchains with Asynchronous Consensus Zones）被全球计算机网络顶级学术会议 NSDI 收录，论文提出了名为「Monoxide」的区块链扩容方案，在由4.8万个全球节点组成的测试环境中，实现了比比特币网络高出1000倍的每秒事务处理量（TPS），以及1000倍的状态内存容量（RAM），从而有望打破「不可能三角」这个长期困扰区块链性能的瓶颈。



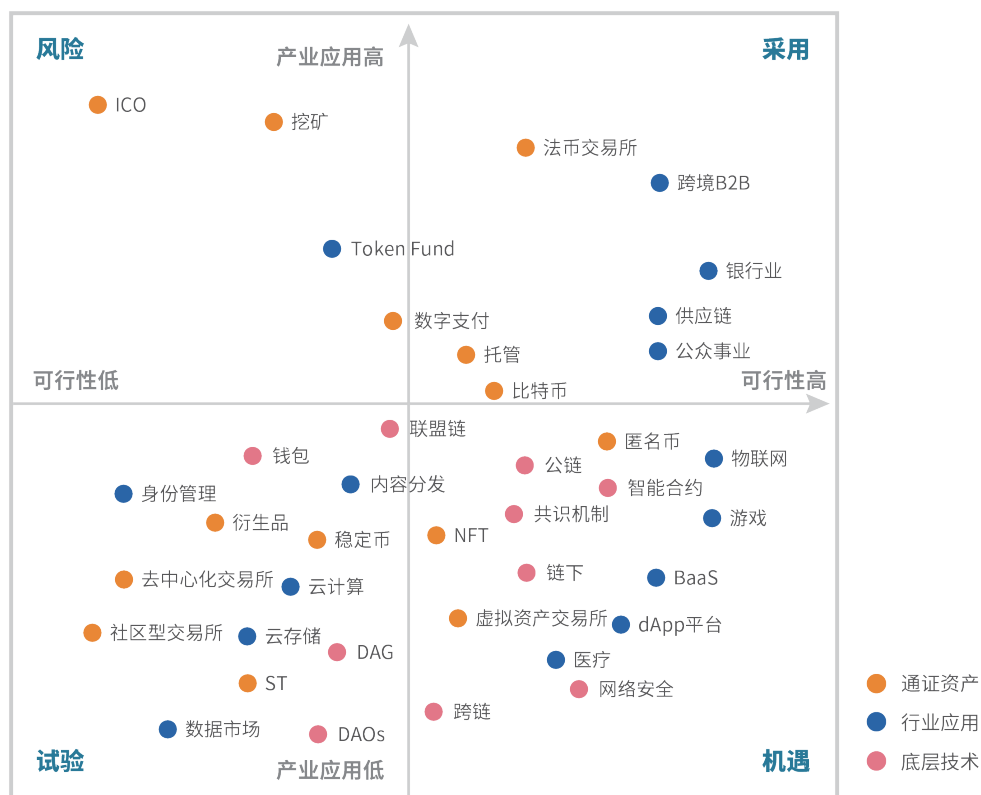
第一部分

2018-2019区块链产业五大主题

2018年11月，CBInsights发布了《区块链技术趋势：NE*TT框架》^[5]，从市场采用和可行性两个维度，按程度高低将区块链技术及其应用做了四个层次划分，挖矿、法币交易所、托管、分布式账本（DLT）技术在供应链中的应用是目前最为广泛接受的。

虽然整体进展低于预期，但在一些细分方向，

如安全、隐私、存储、通证化技术，区块链的探索却取得了一些突破。尤其是，可扩容解决方案的演进方向出现了明显变化，从Layer 1对于公链本身的改造演进为Layer 2的链下扩容方案，包含Layer 1、Layer 2的分层与特化（如Layer 1的去中心化+Layer 2的可扩展性）或是应用于特定场景的方案（如点对点交



来源：维京研究院。维京研究院据 CBInsights “区块链技术趋势 NE*TT 框架” 编制。其中“风险”是指付诸应用但后续发展面临不确定性的趋势；“采用”是指已经得到用户和行业高度认可的趋势；“试验”是指仍处于概念验证阶段，未得到大规模采用的趋势；“机遇”是指市场巨大、已被接纳、处于广泛应用边缘的趋势。

[5] CBInsights: Blockchain Trends In 2019, <https://www.cbinsights.com/research/report/blockchain-trends-2019>



易逐日结算的状态通道、物联网异步通信的 DAG 等)。在 Layer 2 的解决方案上,从状态通道、Plasma、Truebit 到跨链/侧链与多链,区块链分层架构的发展方向日趋明朗^[6]。

正如 Gartner 新兴技术炒作周期所揭示的那样,一种新技术从产生到应用落地再到成熟需要经历五个阶段:触发期、期望膨胀期、幻灭期、复苏

期、成熟期,这五个阶段很可能是跨越 2-10 年的漫长过程。区块链技术正处于期望膨胀和幻灭的临界点,理想碰撞现实并非坏事,它使我们更加尊重技术发展规律,在技术狂热面前保持理性并审慎思考技术究竟能做什么,核心问题是什么以及如何触达企业和用户的需求——这将最终促进区块链实现关键性突破并催生整个产业的技术性繁荣。

关于区块链的典型误解

1. 追求完全的“去中心化”

事实: 区块链网络越大、越分散,安全性越强。但完全去中心化过于理想主义,现阶段,安全、易用或许应该在区块链“不可能三角”的权衡中得到更多重视。

2. 区块链将大幅降低成本

事实: 区块链上信息共享、规则透明,易于企业形成更有效率的协作从而降低业务成本,但目前在涉及多家企业或机构参与开发建设、使用区块链平台时,由谁来承担费用还没有明确答案。而且随着系统规模扩大,成本也会大幅增长。

3. 企业应加大区块链部署力度

事实: 区块链并非无所不能,到目前仍未达到大规模商用的程度,取代现有技术还有很长的路要走,而且面临法律、会计和监管成熟度的挑战。企业应该结合投入成本,基于技术是否能改善业务流程、提高效率来判断是否有必要在当前部署区块链。

[6] 维京研究院:《2018 区块链年度报告》, http://file.vikingcapital.cn/report/2018_Blockchain_Annual_Report.pdf



3 走向大众： 商用浪潮来袭，大公司布局空前加快

企业对于改进业务流程、降低成本和提高运营效率的需求，以及技术和场景的结合，正在推动区块链的商用化浪潮，这是产业下一轮繁荣的基石。

市场研究机构MarketsAndMarkets称，到2023年，全球区块链市场规模将从2018年的12亿美元增长至233亿美元，年复合增长率高达80.2%。作为一种备受赞誉的开源分布式账本（DLT）技术，区块链能够高效记录买卖双方的交易，永久保存且可查证。通过智能合约设计，这个“账本”还能自动发起交易。其显著特性包括：

·**分布式数据库**：点对点的分布式网络按时间顺序记录和存储经过验证的、确定的交易信息历史，可追溯，不可篡改，并且可以在保护安全和隐私的条件下实现公开透明可查询。这种特性令交易追踪变得简单，确权、溯源等成为可能。

·**接近实时**：去中心化的结构设置使数据被实时记录，并在每一个参与数据存储的网络节点

中更新。这一特性有助于实时监控可用资源以应对需求实时调整，同时高效反映资源状态及所有权的变化。

·**无需信任的环境**：区块链是一种“信任机器”。非对称加密和可靠数据库完成了信用背书，区块链可以允许任意两个主体在不知道对方信用程度、不需要可信第三方验证背书的情况下直接进行交易，这将大大提高交易过程的效率，而且有望实现“去中介化”^[7]。

·**智能合约**：智能合约能够保证交易各部分在交易发生的瞬间即时验证，并在该交易应发生的具体时刻触发下一步必要行动，直至流程结束。

这些特性在指向降低成本和摩擦、提高效率以及安全性的同时，也创造了各方低成本协作的

[7] 中国银行前行长李礼辉：“信任形成的传统模式具有明显的局限性，一是信任是需要积累，信用的建立需要较长的周期，信任形成的成本比较高。而是必须经过可信任的中央节点，小范围的经济行为难以成为社会认可的信用记录，信任可及的范围比较小。”



“区块链 + 产业”落地应用场景举例；火星财经（微信：hxcj24h）制图，截至 2019 年 2 月

基础，并带来了分布式商业、分布式社会组织的可能^[8]。

尽管技术的特征从来不是它进入商业世界并推动商用浪潮的充分条件，但由于这些特征，区块链与金融、零售、医疗、物流、能源、5G、物联网、大数据等产业的结合不仅有望带来创新业务，而且对这些产业传统业务流程的改造也将挖掘出更多的存量市场价值。

不过，企业在接纳拥抱区块链之前，需要仔

细辨明“区块链 + 产业”中蕴含的机会并将区块链应用到正确的场景，如此才能抓住区块链商用化浪潮中的机遇。

一旦区块链与产业的结合成为现实，应用的增长将进一步提升“云服务”市场的需求，这也是微软、IBM、亚马逊以及阿里、百度、腾讯积极布局区块链业务，提供 BaaS（Blockchain as a Service）服务的根本性原因之一。

在中国，BAT 从 2015 年起低调开启了区块链

[8] 阿里巴巴学术委员会主席、湖畔大学教育长曾鸣：“从商业创新和发展的角度，区块链最本质的特征是建立了有一定共识基础的、点对点的协议 / 协同网络。区块链下一步发展的核心挑战，恰恰是这样的协同网络在什么场景下可以创造最大的价值。”



第一部分

2018-2019区块链产业五大主题

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	已落地场景
	成立区块链团队	6月, 投资区块链支付公司Circle	5月, 发行区块链技术支持的ABS项目; 7月, 推出区块链开放平台BaaS; 10月, 百度金融加入Hyperledger(超级账本)	2月, 上线区块链电子宠物“莱茨狗”; 5月, 百度百科上线; 6月, “度宇宙”上线; 7月, 上线百度地图; 7月, 百度云推出金融、物流区块链解决方案; 9月, 发布《百度区块链白皮书V1.0》; 10月, 发布自主研发的区块链网络系统“超级链”	2月, 推出区块链引擎平台(BBE), 介入物联网、金融、物流等多种消费场景; 2月, 发布2018年四季度财报, 超级链TPS达55000	法务、信息溯源、个人信息管理、信息安全、文化娱乐、数字广告、内容版权
	...	6月, 蚂蚁金服将区块链技术用于支付宝爱心捐赠平台; 10月, 联合微软、小蚁、法大大开发“法链”	3月, 与普华永道展开合作, 打造透明可追溯的跨境食品供应链; 10月, 蚂蚁金服“BASIC”战略公布, B对应Blockchain(区块链); 11月, 承建数字雄安新区区块链实施平台	6月, 推出全球首个基于区块链的电子钱包跨境汇款服务; 8月, 阿里云发布企业级区块链服务BaaS; 9月, 阿里巴巴达摩院正式上线区块链实验室; 11月, 天猫双11为1.5亿商品提供区块链溯源身份记录	2月, 揭牌成立蚂蚁区块链科技(上海)有限公司	公益、政务、生活服务、医疗、跨境支付、商品溯源、保险、供应链金融、数据资产共享、内容版权
	成立区块链团队	5月, 微众银行开发区块链联盟云服务BaaS, 并发起“金链盟”	4月, 发布腾讯区块链白皮书以及可信区块链项目; 11月, 上线腾讯区块链BaaS云开放平台; 11月, 成立腾讯(雄安)金融科技实验室, 试行腾讯区块链BaaS服务	4月, 发布区块链TBaaS产品白皮书、“区块链+供应链金融”解决方案; 4月, 发布区块链游戏“Z”; 8月, 开出全国首张区块链电子发票	...	公益、政务、法务、游戏、医疗、物流、保险、供应链金融

BAT 在区块链领域的业务布局; 火星财经(微信: hxcj24h)制图, 截至2019年2月

的研究和布局, 2018年, 速度明显加快, 更加可被大众感知。

尽管区块链商用化已经开启, 但仍旧很难称得上得到了大规模、普遍性的应用。在对“区块链+产业”抱有期待之时企业也需要认清技术、业务、法律法规和人才的挑战。

·技术: 一方面, 现有的区块链技术并不成熟, 目前还没有能够完全匹配企业特定业务场景需求以及支持大规模交易的公链, 而且区块链底层技术架构很可能跟企业已有的系统继承协同程度不高, 导致升级维护成本高企; 另一方面, 采用新技术对于企业来说可能意味着较大的转换成本。

·业务: 对许多企业来说, 仅仅找到合理的区块链应用场景还不够, 因为企业往往拥有多个业务应用, 在支持业务运营中扮演不同角色。在许多情况下, 区块链解决方案必须和这些应用结合互通。

·法律法规: 区块链技术标准化建设和法律法规建设尚未统一标准和规范, 智能合约有效性没有得到法律保护。

·人才: 市场上区块链高端人才有严重缺口, 人才成为行业发展的头号问题。而企业内部很可能也缺乏一只优秀的区块链技术团队来实现对业务的改造。



4 边界进一步明确： 主要国家和地区监管升级

全球范围内主要国家和地区监管升级的另一面是区块链和加密数字资产产业获得了更多的确定性，愈加明确的边界将最终成为产业繁荣的保障。

2009年1月3日，第一枚比特币被中本聪从个人电脑中挖掘出来，之后这种披着自由主义光环，带着神秘气息，在极客眼中近乎完美的“点对点电子现金”风靡全球，并无中生有般地创造出“加密数字资产”这种全新的资产配置品类。到2019年3月，全球加密数字资产总市值即使在连绵下跌了1年的情况下，总市值仍然超过1200亿美元。体量不断膨胀也意味着，以比特币为代表的加密数字资产再也不能如地下暗河一般秘密流动。

2012-2013年，各国政府逐渐注意到比特币这种新兴事物，“比特币是货币还是商品？”、“ICO是否属于证券发行？”、“Token是否属于证券？”、反洗钱反暴恐融资、加密数字资产征税等渐渐构成了监管实践的核心话题。

进入2017-2018年，全球主要国家和地区对加密产业的监管进一步升级、态度更加明确，但各有侧重。其中，ICO、交易所是监管重中之重，围绕加密数字资产的税收也被越来越多国家提上

讨论日程。

过去一年，中国、美国、俄罗斯关注的焦点在于ICO，韩国、日本重心在加密数字资产交易所，欧盟由于各成员国对区块链及数字资产所持态度尚未达成共识，因此没有明确的统一性监管，但防范加密数字资产洗钱等非法犯罪行为成为其关注的焦点。香港、新加坡则进一步明确监管规则，站在了区块链及加密数字资产监管的创新前沿，希望以宽松的环境吸引全球区块链项目在辖区内创新融资。

ICOBench提供的数据显示，2018年，新加坡以15.45亿美元吸纳了最多的ICO融资额，项目数量则以277个紧随美国，成为全球ICO中心^[9]。

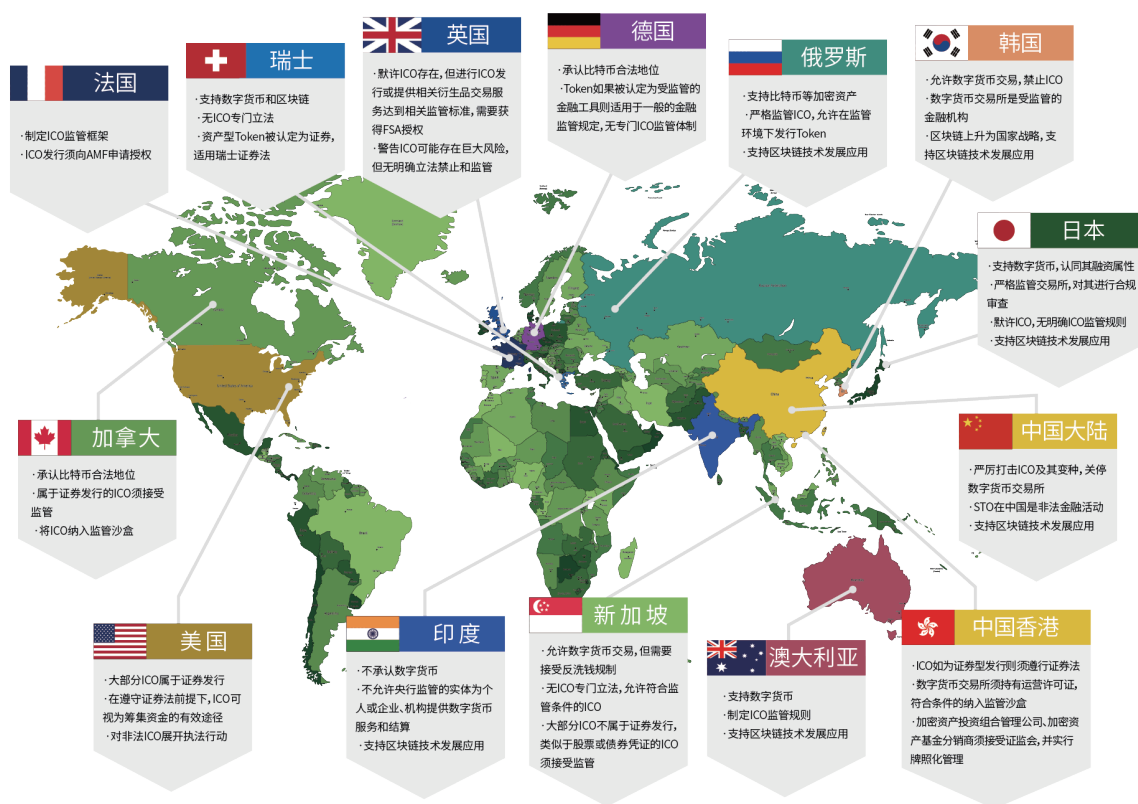
在中国，比特币从2013年底正式跃入监管视野，并经历了从谨慎包容到严厉监管再到积极应对的历程。在虚拟货币、ICO、数字货币交易所、矿业、媒体等区块链和加密资产行业核心业务单

[9] <https://www.huoxing24.com/newsdetail/20190114162523009288.html>



第一部分

2018-2019区块链产业五大主题



全球主要国家和地区监管态势；火星财经（微信：hxcj24h）制图，截至2019年2月

元被纳入监管的同时，央行展开法定数字货币研究并成立了数字货币研究所。

随着区块链的创新意义被提到新的高度，2017-2018年，中国进一步形成了比较明确的“打击遏制ICO，鼓励发展区块链”的政策和监管取向^[10]，并对2018年10-11月兴起的STO (Security Token Offering) 热潮发出了明令禁止：

· **8月24日**，央行联合银保监会、中央网信办、公安部、市场监管总局发布《关于防范以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法集资的风险提示》。此前，

央行副行长潘功胜在公开场合表示，虚拟货币交易场所和ICO行为属于非法金融活动，坚持“露头就打”；8月21日，大批“币圈”微信公众号因涉及“炒币”、ICO而被关停；

· **11月2日**，央行《2018中国金融稳定报告》发布，首次在年度中国金融稳定报告中列出完整的加密数字资产专题，并首次提到ICO、加密数字资产等概念，将加密数字资产定义为“民间金融资产”，并肯定了其价值基础为密码学及分布式记账等技术。

[10] 2016年12月27日，国务院将区块链写入“十三五”规划，将其与量子通信、人工智能、虚拟现实、大数据认知分析、无人驾驶交通工具等技术一起作为重点前沿技术，要求加强基础研发和前沿布局。此后，“区块链”多次出现在地方政府以及省部级政府文件中。但需要说明的是，目前有关鼓励区块链发展应用的政策多以规划、意见等规范性文件形式出现，指导性明显，适用性不足。



· 12月1日，北京市地方金融监督管理局局长霍学文表示，在北京做STO，将被视同非法金融活动予以驱离；12月4日，北京市互联网金融协会发布《关于防范以STO名义实施违法犯罪活动的风险提示》，严厉警示STO涉嫌非法金融活动；12月8日，央行副行长潘功胜再次明确表示“STO

在中国本质上是一种非法金融活动”。

对ICO、虚拟货币等严密监管不放松的同时，政府对区块链技术的发展和运用却始终如一保持鼓励、支持的态度，并有意通过央视、人民日报等官方媒体引导领导干部群体、普通民众对于这种前沿技术的认知。



2011年以来中国区块链和加密数字资产监管态势演进；火星财经（微信：hxcj24h）制图，截至2019年2月

事实上，全球范围内的监管升级有着一体两面的特征。虽然在一定程度上可能遏制创新，但也带来更多确定性，愈加明确的边界将最终成为加密产业再度繁荣的保障。

产业需要秩序。没有秩序，郁金香泡沫、南海公司泡沫、密西西比泡沫都可能被冠以“加密泡沫”或“比特币泡沫”的名字卷土重来，普通投资者付出的代价可能甚于当前。

但是整体而言，面对这个新兴产业和资产大

类，各国监管仍处于探索当中，许多国家都试图将其纳入已有的法律框架。如何在加强监管的同时降低对创新的负面影响，将极大挑战监管层的创新管理能力，而新加坡和香港正在进行的探索，为产业提供了包容性监管的示范。

·新加坡

2018年11月，新加坡金融管理局(MAS)修订了《数字通证发行指南》，对不同通证类型



第一部分

2018-2019区块链产业五大主题

给出了完整而清晰的定义，进一步阐释了 SFA（证券和期货法案）、FAA（金融顾问法案）和 PSB（支付服务法案）如何适用于数字资产，并附以 11 个经典案例说明相关的监管要求，为产业从业者提供了重要的参考准则。

2019 年 1 月 14 日，新加坡《支付服务法案》通过国会审议，正式立法。根据法案，所有数字货币交易所、钱包以及 OTC 平台都属于支付型代币相关服务商，必须满足相关反洗钱规定，并申请相应牌照以合规化运营。这项法案及《数字通证发行指南》让新加坡成为少数几个对加密数字货币业务有明确监管的国家，从而将新加坡的加密数字货币相关产业带出了灰色地带。

·香港

2018 年 11 月 1 日，香港证监会发布《有关针对虚拟资产投资组合的管理公司、基金分销商

及交易平台营运者的监管框架的声明》（简称“虚拟货币新规”），对加密数字资产的基金管理公司、基金分销商以及交易平台做出规定，实施牌照制，并针对交易平台推出了监管沙盒制度。

香港证监会行政总裁欧达礼在公开声明中表示，虚拟货币相关基金和销售平台，只可向专业投资者销售，需要在香港证监会注册；在沙盒实验验证可行后，香港证监会或有可能向合格的平台运营者颁发牌照。2019 年 2 月，证监会主席雷添良表示，针对虚拟货币交易平台推出的沙盒计划正在接受申请。

虚拟货币新规表明香港政府对区块链产业采取了较为务实且宽松的监管政策，这既为主流机构和参与者合法合规入场区块链和加密数字货币资产市场提供了现实依据，也有望使香港成为产业从业者寻求合规路径的另一个重要选择，从而提高香港在全球区块链和加密资产产业中的地位。

新加坡《支付服务法案》监管范围及方向	
监管业务	业务涉及风险
开户服务	洗钱及恐怖主义融资 因破产导致客户和商家损失 碎片化和互操作性限制 科技及网络风险
境内转账服务	
跨境转账服务	
电子支付	
支付型代币相关服务	
货币兑换服务	

火星财经（微信：hxcj24h）根据新加坡《支付服务法案》整理编制，截至 2019 年 2 月



5 下一波繁荣： 金融机构入场提速

在区块链及加密数字资产遭遇“核爆级”冲击的同时，大型金融机构逆势涌入，构成产业下一轮繁荣的推手。

经过 2018 年的漫长下跌，全球加密数字资产市场总市值缩水近 90%，但作为第一个彻底开放的、7*24*365 全球无缝交易的金融市场，它的影响力却不断扩大。剑桥新兴金融研究中心数据显示，截至 2018 年 11 月，全球加密数字资产验证用户数量从 2016 年的 500 万已经攀升至 3500 万。

Coinbase 将加密数字资产市场走向成熟标记为投资 / 投机、机构化、实用化三个阶段，并认为当前仍处于第一阶段，以散户交易为主。但“机构化”已经初露端倪，一个特别突出的表现是，华尔街大型金融机构不仅表现出了对区块链技术的包容性态度，而且对加密数字资产市场更是乐见其成，几乎悉数入局。

2018 年以来，已经有高盛、摩根斯坦利、富达、

花旗、贝莱德、北方信托、纽约梅隆、野村证券、纳斯达克等机构不同程度参与到比特币清算、衍生品开发和加密数字资产托管服务开发等市场建设中。但其中最为引人注目的是 Bakkt 平台和摩根大通推出的加密数字资产 JPM Coin。

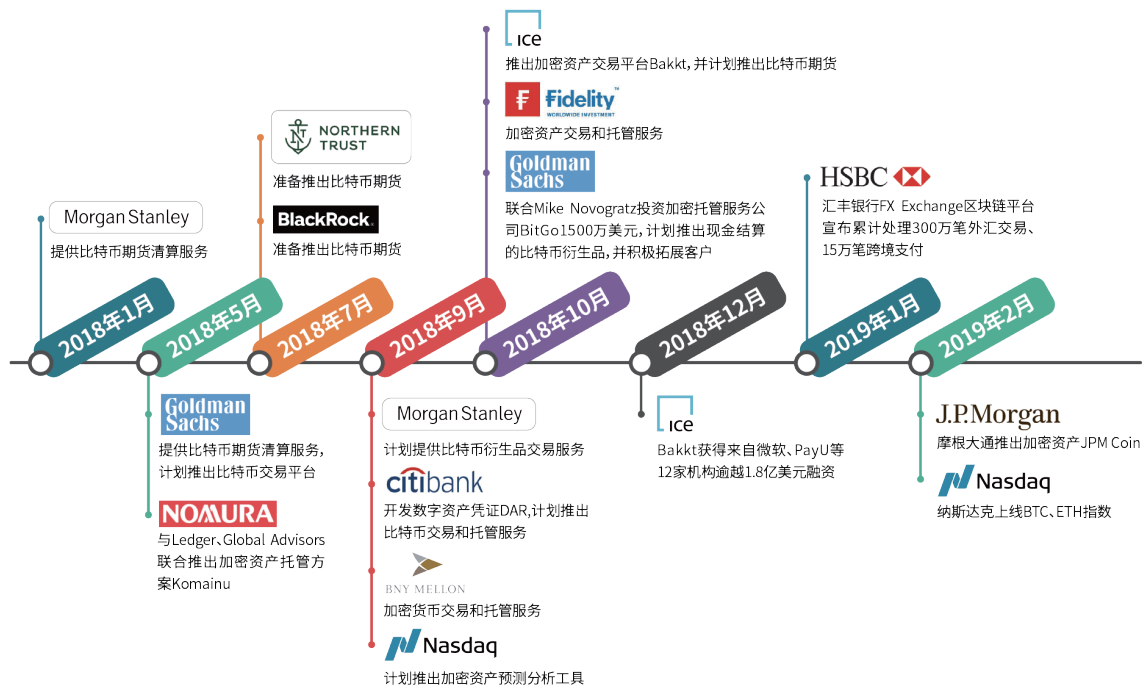
2018 年 12 月 31 日，纽交所母公司洲际交易所（ICE）旗下加密数字资产交易交易平台 Bakkt 宣布获得 1.825 亿美元融资，投资方不仅涵盖了 Galaxy Digital 这样的加密资本，也包括微软风投、波士顿咨询这种传统风险资本^[11]。2019 年 2 月 14 日，资产规模达到 2.6 万亿美元的华尔街第一投行摩根大通通过直接推出加密数字资产 JPM Coin 的方式强势入场，进一步强化了整个市场对于区块链和加密数字资产的信心。

[11] Bakkt 首席执行官 Kelly Loeffler 表示：“值得注意的是，2018 年是加密资产行业短暂的 10 年历史当中最活跃的一年。人们对分布式账本技术和数字资产投资的不断增加，此外区块链网络指标（如每日比特币交易额和活跃地址）也证明了这一点。然而，这些里程碑往往被人们对比特币价格的更为狭隘的关注所掩盖，而比特币的价格已被一些人视为该技术潜力的代表。”



第一部分

2018-2019区块链产业五大主题



华尔街大型金融机构纷纷入局区块链和加密数字资产；火星财经（微信：hxcj24h）制图，截至2019年2月

在华尔街金融机构展开布局的同时，Coinbase、Ledger、Circle、BitGo等加密数字资产交易公司也开始开发针对机构型客户的业务，均以托管业务为切入点。其中最具风向标意义的是2018年7月，Coinbase通过收购受美国证券交易委员会（SEC）和金融业监管局（FINRA）监管的证券交易商Keystone Capital、Venovate Marketplace和Digital Wealth LLC而曲线获得受监管托管业务资格。

这些行动均来自于一个共识，机构进入加密产业是不可逆转的趋势，它们的进入将为行业带来更加充沛的资金量，届时，包括对冲基金、捐赠基金、

共同基金、养老基金、家族办公室等在内的数十万亿美元资金都有望部分进入加密数字资产市场。与此同时，更多的金融工具也会被创造出来。机构参与加密数字资产市场的方式包括期货、远期合约以及其他形式的衍生品（如比特币ETF），市场将会对机构的需求做出反应。

因此，可以预计，机构入场将构成加密数字资产市场下一轮繁荣的推手，加密数字资产二级市场将首先感受到市场复苏的信号，这些信号也将迅速传导至加密数字资产行业上游乃至整个区块链产业。

尽管高盛、摩根斯坦利、花旗、纳斯达克、



富达、摩根大通等大型金融机构提供了入场的示范，然而大机构真正的加速涌入还需要满足 2 个基本条件：

· **稳定清晰的监管。**监管滞后可能令机构暴露二级市场操纵、欺诈、洗钱风险中，这使它们不愿承担加密数字资产市场混乱失序可能带来的声誉风险，而这些风险也常常带来较高的合规成本。另一方面，监管的不明确也推迟了比特币 ETF 等加密衍生品面世的时间，而这是机构参与市场的主要方式。

· **完备的基础设施。**为了使机构投资者能够顺利进入市场，需要钱包、合规托管、合规交易所、OTC、ETF 等行业基础设施和工具。目前这些都在建设中，其中托管业务将是 2019 年发展的重中之重。受监管、安全可靠的托管将为机构买家投资加密数字资产打开便利，从而解锁大量机构资金。

在金融机构抢滩区块链和加密数字资产市场的同时，Facebook、Telegram 等互联网巨头也在金锣密鼓酝酿着自身的发币计划。2019 年 2 月 28 日，《纽约时报》披露，Facebook 正在开发加密数字货币，并计划将加密支付整合到自己的通讯服务中，最快将在 2019 年上半年推出，已经与部分加密资产交易所进行了沟通。这款加密数字货币将是锚定多国法币的稳定币（不仅仅锚定美元），Facebook 计划通过它连接旗下 WhatsApp、Facebook Messenger、Instagram 三大通讯 / 社交工具产品，全球用户规模累计 27 亿。

可以预计，随着大型金融机构及互联网企业进入加密市场，越来越多的跟随者将涌现。或许现阶段它们所发行的加密数字资产更像是自身生态系统内的代币，但这些尝试正引领产业向着突破传统世界与区块链加密资产世界次元壁的方向行进，并将为产业带来增量资金和增量用户。这是区块链和加密数字资产再度繁荣的推手，也是更为根本性的繁荣力量。

计划或已经发行 加密数字货币的大公司

1	摩根大通（JPM Coin）- 已发行
2	瑞穗金融集团（J Coin）- 已发行
3	Facebook（暂未知）- 开发中
4	Telegram（Gram）- 开发中
5	Line（LINK）- 已发行
6	Kik（KIN）- 已发行
7	Signal（Mobilecoin）- 开发中

火星财经（微信：hxcj24h）根据公开资料整理
截至 2019 年 2 月



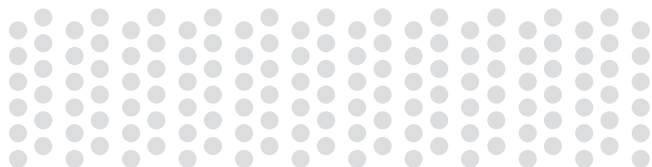
第二部分

2018-2019中国Token Fund投资报告

PART 2

第二部分

2018-2019中国Token Fund投资报告





Token Fund 面临生死挑战 区块链投资返璞归真

2017-2018 年上半年，趁着牛市的东风，中国的区块链投资机构如雨后春笋般地露头，多数以 Token Fund^[12] 这种新型投资基金的方式存在，卷入这波史无前例的区块链一级市场投资狂潮。此外，也有部分风险投资机构追随进场^[13]。

本质上，这一波区块链一级市场投资热潮是借了“ICO”的东风。ICO 是 Initial Coin Offering 的简称，改编自 Initial Public Offering（首次公开发行），其本质是把所发行的标的物由证券变成加密数字资产，以 Token 作为投资工具。支持者通过认购项目方发行的 Token 支持项目，同时也可在对应 Token 进入交易市场后选择交易退出。

ICO 大大简化了项目投资的流程，也缩短了投资退出的时间，而且在 ICO 私募阶段，单个项目的投资者相比采用风险投资的方式更加分散，

投资门槛也在无形中降低。

随着 2017-2018 上半年全球范围内 ICO 融资项目数量井喷，融资额飙升，Token Fund 也迎来空前发展。凭借着快速募资、投资和二级市场上快速退出获利的闪电战法，有机构甚至斩获以百倍、千倍计的超高回报。风险投资机构因此面临“狼来了”的压力，一些 Token Fund 甚至认为，ICO 将彻底颠覆传统风投、颠覆 IPO。

但这种观点未免过于乐观。在市场加速下行的背景下，2018 年 9 月-11 月，火星财经（微信：hxcj24h）结合问卷和机构访谈的方式，对中国 50+ 活跃的 Token Fund 进行了调研，发现了一些市场真相：

·Token Fund 加速萎缩，资源向头部倾斜，马太效应初显。萎缩不仅表现在 Token Fund 的

[12] 2017 年迄今，区块链领域发生的机构风险投资事件多由 Token Fund 驱动。作为一种面向区块链初创项目的投资机构，Token Fund 与风险投资、私募股权投资有着如下差别：1. 以 Token 为投资或交易工具参与项目的 Pre ICO 或 Pre STO；2. 所募资金主要是各种类型的 Token，BTC、ETH 居多；3. LP 的权益一般以 Token 映射表示，并以 Token 计算收益。

[13] 报告所指的中国 Token Fund 包括两种情况：由中国籍公民设立；主要投资目的地包含中国大陆，在中国大陆有投资 / 运营办公室，且核心团队包括中国籍公民。



数量急剧衰减，也表现在募资和资金管理规模锐减上。

由于Token Fund的商业模式强烈依赖ICO和加密数字资产市场表现，进入2018年下半年，始料未及的ICO失速和加密数字资产市场牛转熊，令Token Fund存在的基础受到侵蚀：可投资项目锐减、管理资金规模缩水、募资可持续性受到挑战。

加之合伙人自有资金和高净值人士等个人LP构成了Token Fund最主要的募资渠道，这导致了Token Fund先天不足、抗风险能力弱：相比于个人，机构型LP所能承担的风险等级更高，可以接受的回报期限更长。又因为在大多数项目ICO过程中，Token Fund认购的Token并不表示股权，导致Token Fund对项目约束力不足，一些项目在接受投资后并不遵守契约，这种“道德风险”的存在，也令Token Fund遭受巨大的账面损失。

市场急剧的冷热变化已经令一些作风激进的Token Fund难以为继（2017年12月市场高峰之后成立的Token Fund受到的冲击尤为明显），破产清盘解散成为大多数小型Token Fund的选择。市场上留存下来的Token Fund因此获得了更多的资源，包括项目、资金、人才和媒体曝光等。但这并不意味着它们可以高枕无忧，区块链和加密数字资产市场所受到的冲击是从上至下全产业链条的，恶化的外部环境也迫使留存下来的这部分Token Fund夹缝求生，开辟除投资外的第二、第三条道路，比如资产量化、投资银行、投后服务等。

·**投资意愿下降，短期悲观，中期乐观。**尽管全产业链布局是最广泛遵守的投资理念，但并非一成不变，根据市场变化调整投资策略成为Token Fund的共识。在对市场发展趋势的理解上，Token Fund普遍认为市场很难在6个月内好转，未来1-2年内市场则是市场好转的窗口期，稳定币和垂直行业应用将会是短期投资热点，曾经大

红大紫的公链、加密数字资产交易所、媒体社群投资热度大幅下降。

市场下行也令Token Fund不得不接受投资回报期限拉长的现实。截至2018年11月，大部分Token Fund用于一级、二级市场投资的金额已经低于机构可用资金总量的40%，放缓投资步伐成为不得已为之的选择。Token Fund已经从市场极度繁荣时的蒙眼狂奔变得更加保守和谨慎。

·**机构的专业化、合规化、精细化运营成为趋势。**一些具备风险投资背景的Token Fund率先认识到，风险投资机构严谨而理性、周密而详尽的投资程序仍具有重大价值，投资的本质并没有随投资方式的改变而改变。这促使Token Fund向专业化和精细化转型，包括设立研究部门、量化资管部门、投行服务和投后服务团队。比如，维京资本和八维资本树立了研究驱动的目标，了得资本成立了专门的投后服务机构“猎人资本”，BlockVC建立了“一二级联动”的投资哲学。

与此同时，Token Fund也在寻求合规合法运营。2017年“9·4”之后，中国大陆成立的大量Token Fund，都没有合法地位，法律风险极大。随着新加坡、香港等国家和地区监管进一步明确，释放出越来越多的友好信号，这些Token Fund正积极行动，申领或收购当地的金融牌照实现合法化。

向境外寻求合法合规也同Token Fund全球化路径一致。Token Fund普遍具有全球化视野，熊市的到来推动它们加速出海，设立海外办公室，寻找海外项目，美国、新加坡、韩国是最受青睐的目的地。

整体而言，中国Token Fund仍处于培育阶段，机构成熟度普遍偏低，加密资产市场的大溃败令许多机构面临生死存亡挑战。经历这一轮大洗牌，区块链投资将返璞归真：Token Fund将重新思考投资的逻辑和原则，更加重视专业化建设、投资的纪律性和长期投资的价值，成功活下来的机构有望建立起良好的品牌和声誉。



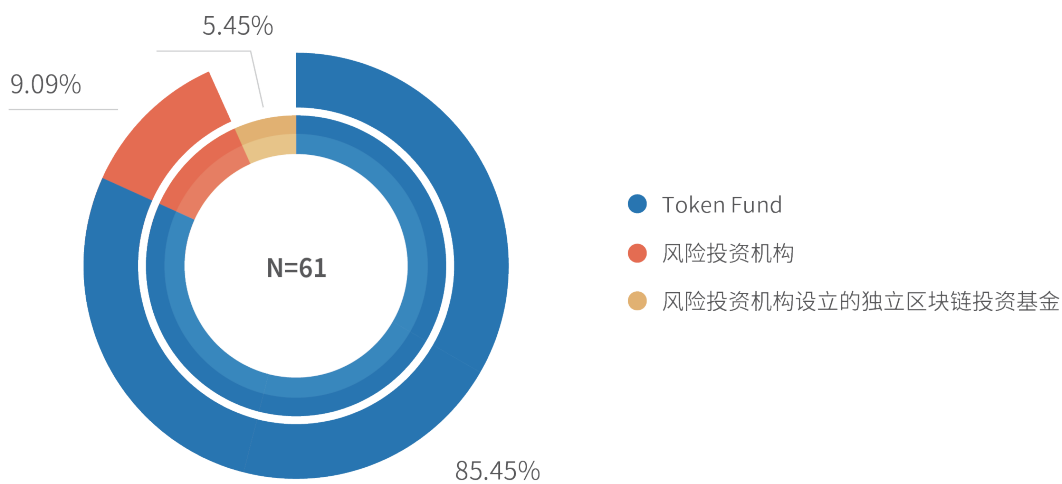
2018-2019 中国 Token Fund 投资报告： 数据洞察

1 机构概况

85.45% 的受调研机构为 Token Fund，平均成立年限约为 1.5 年，大部分 Token Fund 设立于 2017 年“9·4”以后【图 1、图 2】。

Token Fund 成员结构年轻化，平均年龄仅为

32 岁，而且背景较为复合：传统风险投资机构、互联网企业、币圈老人构成了 Token Fund 的核心力量；55% 的 Token Fund 称，具备名校背景的员工占到机构人数六成以上【图 3、图 4】。

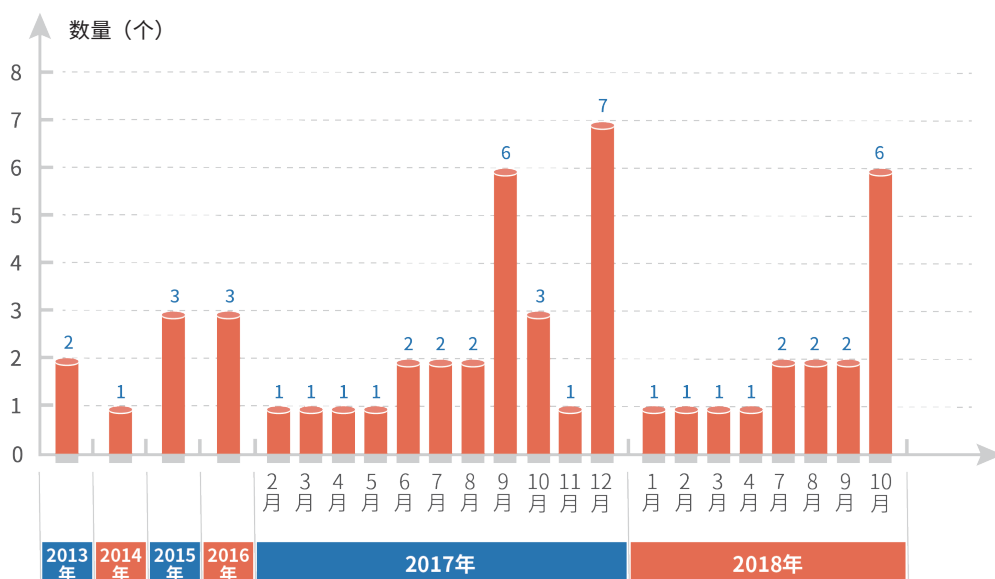


【图 1】参与调研的区块链投资机构类型；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月

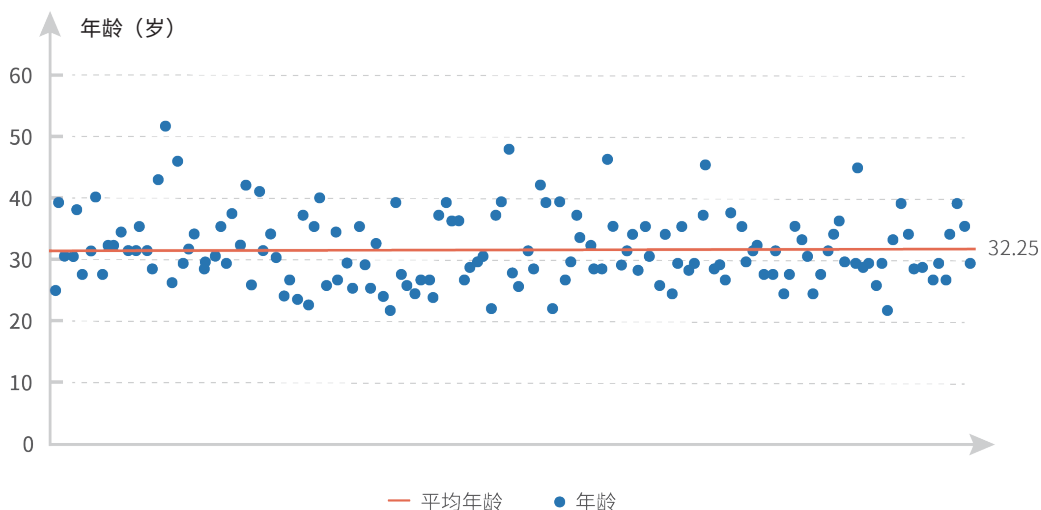


第二部分

2018-2019中国Token Fund投资报告



【图2】参与调研的Token Fund设立时间分布；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月

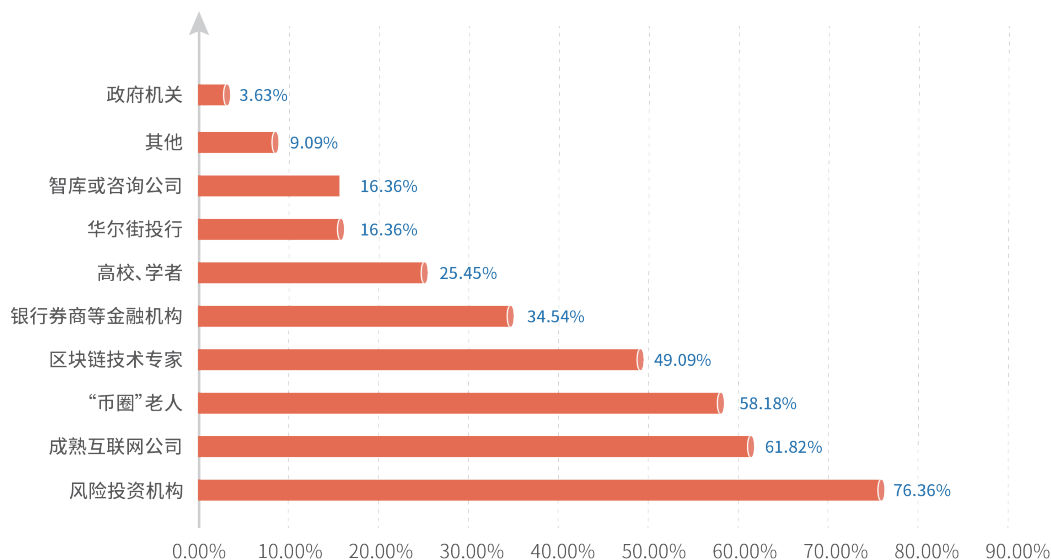


【图3】Token Fund核心成员年龄分布；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月

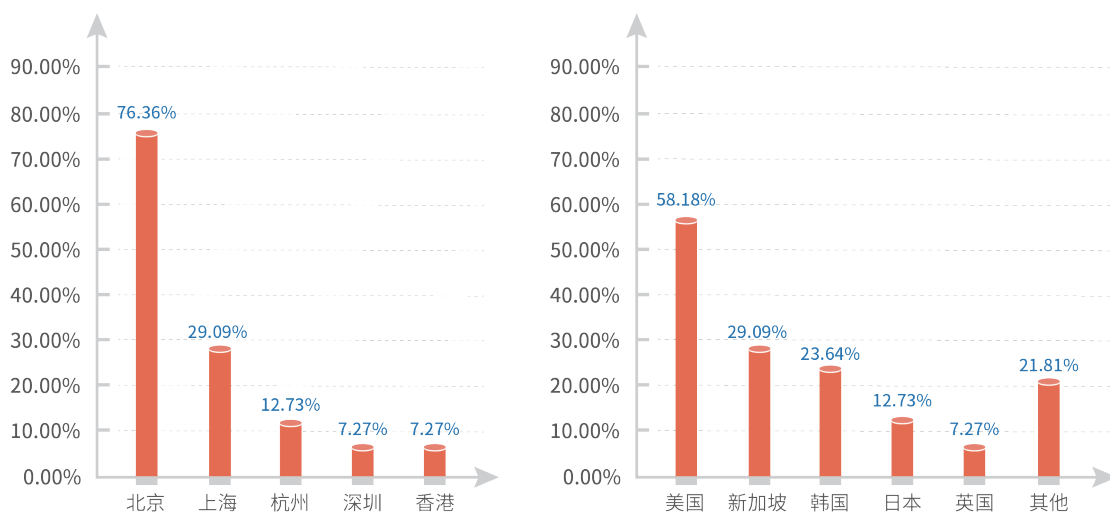
除了吸引一波人才跳出风险投资机构从而松动了VC的“花园围墙”，Token Fund对它们形成“挑战”的根本原因在于，ICO大大缩短了Token

Fund的基金回报期，而且在看涨市场中提供了足够的流动性，这往往意味着更高的回报。

在国内，北京是区块链投资的热土，遥遥领



【图4】Token Fund 主要成员背景；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月



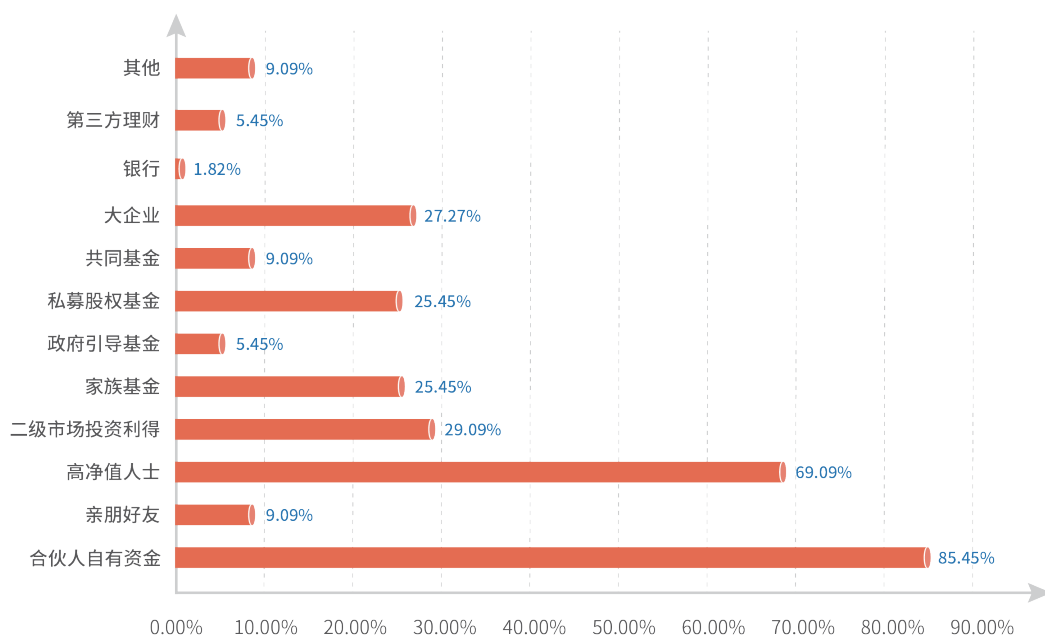
【图5】Token Fund 在国内的主要驻地（左）；主要海外投资目的地（右）；
数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月

先沪深杭。76.36%的Token Fund在北京设有办公室；在海外设立办公室的Token Fund占到全部调研机构的近80%。美国、新加坡、韩国是最受青

睐的国家【图5】。Token Fund普遍表示，相对于中国市场，美国、东南亚还有较大的增长空间，未来将进一步加强海外布局。



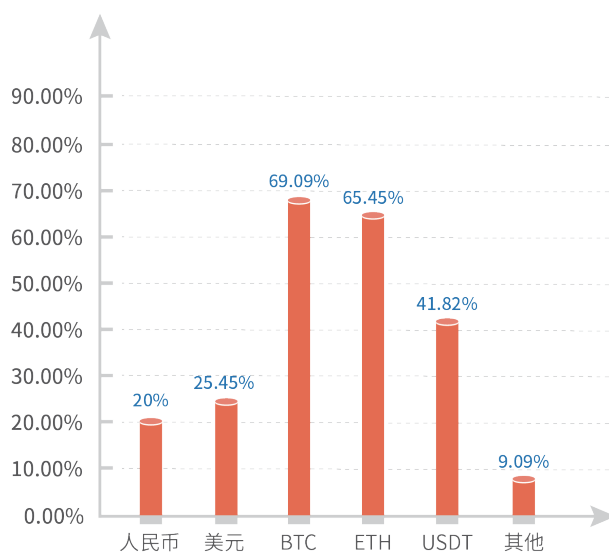
2 资金管理和使用



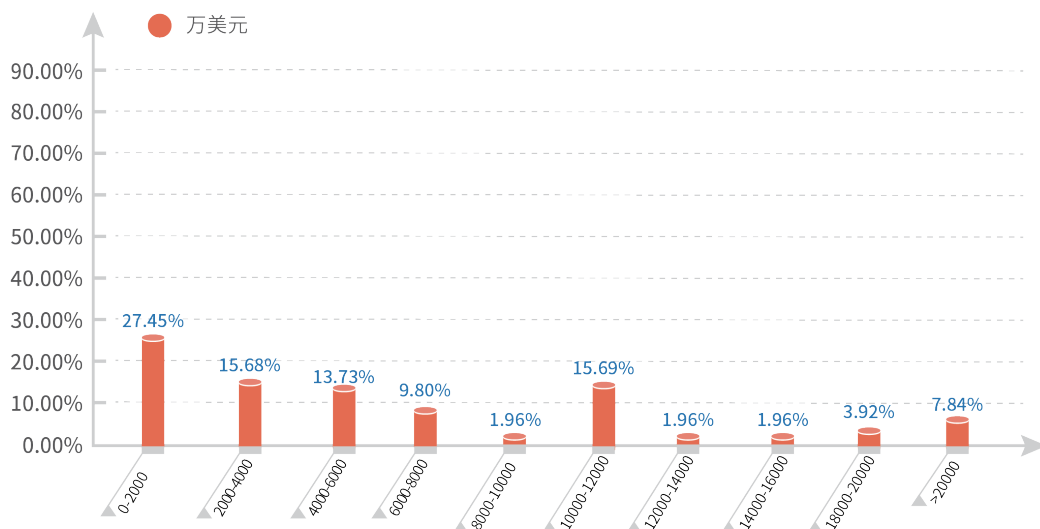
【图6】Token Fund 的主要募资渠道；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月

个人LP在Token Fund中占主流，机构型LP参与不足；合伙人自有资金和高净值人士是Token Fund募资的主要渠道【图6】。这种结构可能会令Token Fund抗风险能力不足。

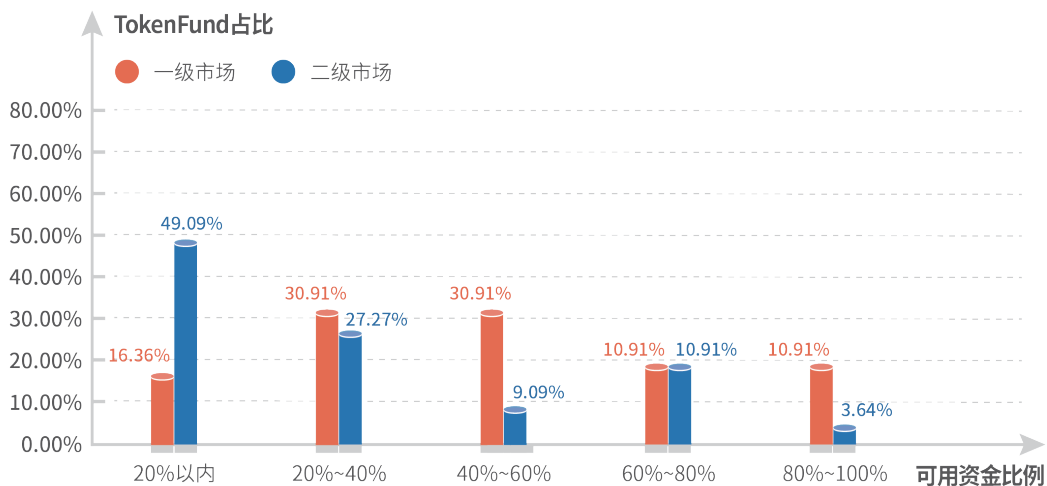
BTC和ETH是Token Fund所募集资金的主要形式，分别有69.09%和65.45%的机构报告持有上述两种资产；法币极为弱势，只有不到15%的机构在募资时只募集人民币或美元或USDT【图7】。随着加密资产大幅暴跌，Token Fund面临的风险也进一步放大了。



【图7】BTC、ETH、USDT在所募资金中占比最高；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月



【图 8】50% 以上 Token Fund 管理规模不足 6000 万美元；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月



【图 9】Token Fund 普遍面临可用资金不足的情况；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月

Token Fund 规模普遍偏小，50% 以上的机构管理资金不足 6000 万美元【图 8】。从资金使用上来看，Token Fund 普遍面临可用资金不足的状况。截至三

季度，分别有 47.27%、76.36% 的 Token Fund 报告称可用于一、二级二级市场投资的剩余资金不足 40%【图 9】。由于熊市对 Token Fund 的募资能力构成



第二部分

2018-2019中国Token Fund投资报告

平均投出金额	2423.42 万美元
平均投资数量	44.87 个
平均退出数量	15.27 个
平均投资数量 (2018)	26.51 个
平均投资数量 (2018 年 3 季度)	6.42 个

投资回报最高的 10 个项目	
IOST (IOST)	Ontology (ONT)
EOS (EOS)	Coinbene (交易所)
Qtum (QTUM)	Project Pai (PAI)
Zilliqa (ZIL)	BUMO (BU)
QuarkChain (QKC)	OmiseGO (OMG)

数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），2018 年 11 月

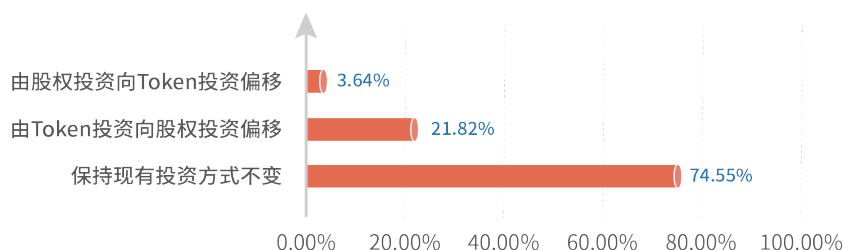
了巨大的挑战，这意味着，如若不能顺利募资，部分 Token Fund 可能将面临清盘结局。

整体来看，Token Fund 的投资退出效率较高，达到了 34.03% (15.27/44.87)，单个项目的平均投资额度在 50 万美元左右；但 2018 年投资速度较此前年份有所放缓，三季度平均投资数量不足 7 个，平均投资数量仅为整体平均水平的 60% (26.51/44.87)。

2017、2018 年，IOST、EOS、QTUM 是 Token

Fund 最为追捧的项目，它们也为 Token Fund 带来了超高回报。

仅采用股权投资，或反采用 Token 映射股权的方式进行投资的 Token Fund 并不多。“Token+ 股权”是 Token Fund 投资的主流形式，78.2% 的机构表示同时采用这两种形式进行投资。截至 2018 年三季末，74.55% 的机构表示，将延续之前的投资方式不变【图 10】，但在 2018 年 11 月后，持这种观点的比例大幅缩减。



【图 10】Token Fund 普遍采用“Token+ 股权”的投资方式，截至 2018 年三季末，近 75% 的机构表示，延续此前投资方式不变；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月



3 投资布局和市场展望

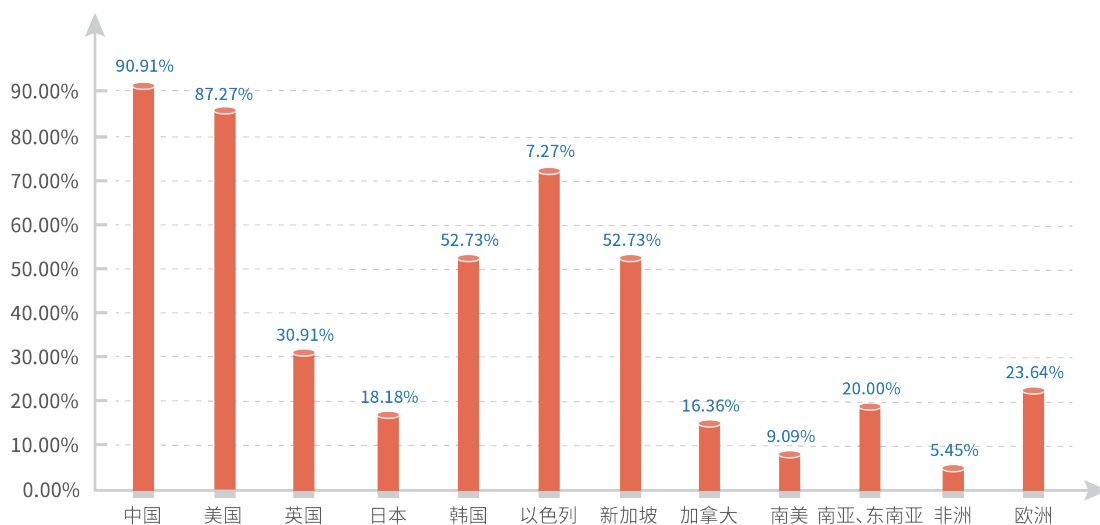
中国Token Fund普遍将本土和美国作为主要投资目的地，新加坡、韩国也拥有重要的地位【图11】。

由于普遍遵循全产业链布局的投资理念，多数Token Fund同时涉及硬件和基础设施、区块链底层平台、通用技术、垂直行业应用和产业服务设施的投资。2017-2018年三季度，公链、数字货币交易所、垂直行业应用是投资热度最高的三个领域，分布式存储、去中心化交易、媒体社群、数字资产管理紧随其后，数据服务、分布式计算、安全服务也很受追捧【图12】。

但在目前，Token Fund出现了普遍的投资意愿下降，仅有垂直行业应用和稳定币表现出了较高的投资意愿。

目前，Token Fund业务日渐多元化，并向投资上下游延伸。开展项目孵化、投行服务的Token Fund分别占80.00%、54.55%【图13】。

除此之外，90%以上的Token Fund设置了投后服务部门，但服务以品牌推广和市场拓展、社群运营为主【图14】。一般来说，在风险投资机构，法务、财务、人力资源以及为被投企业对接更多发展资源是投后服务的重点。

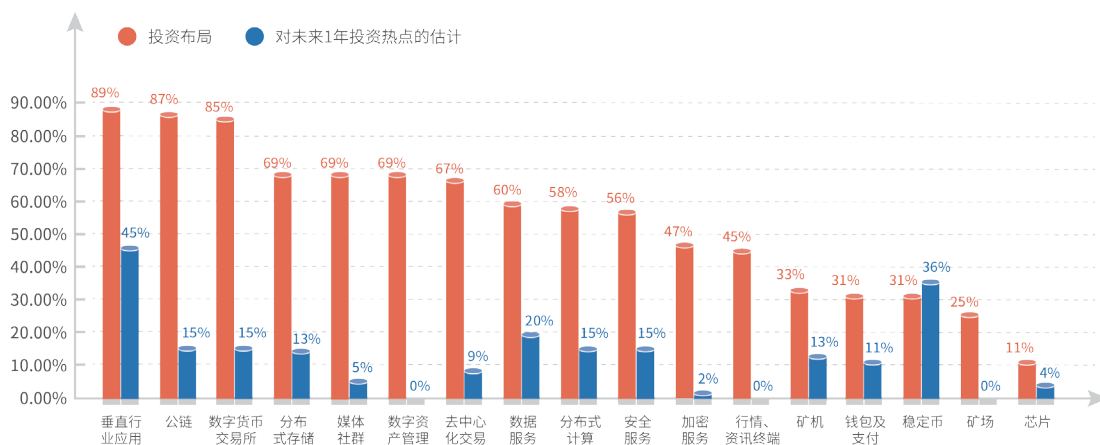


【图11】Token Fund主要投资目的地；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至2018年11月

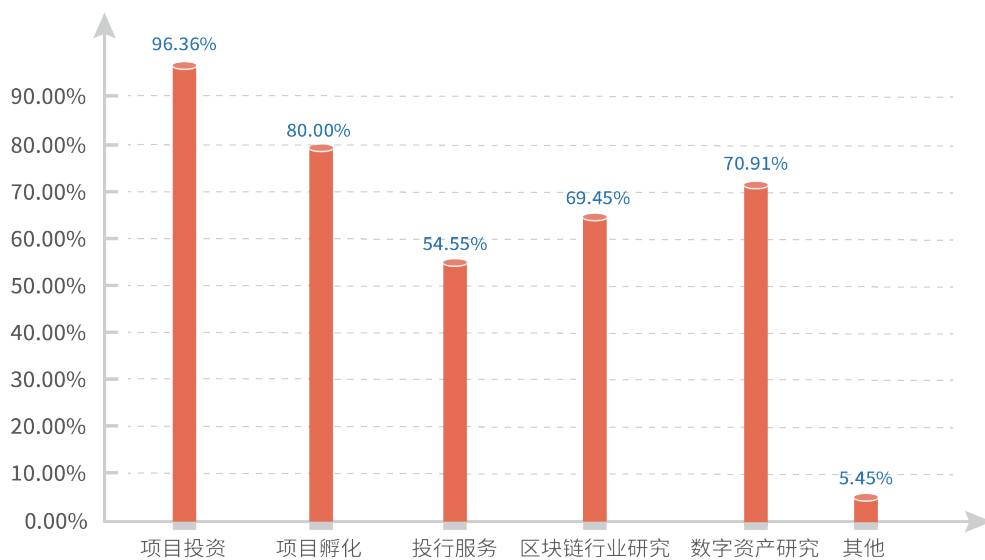


第二部分

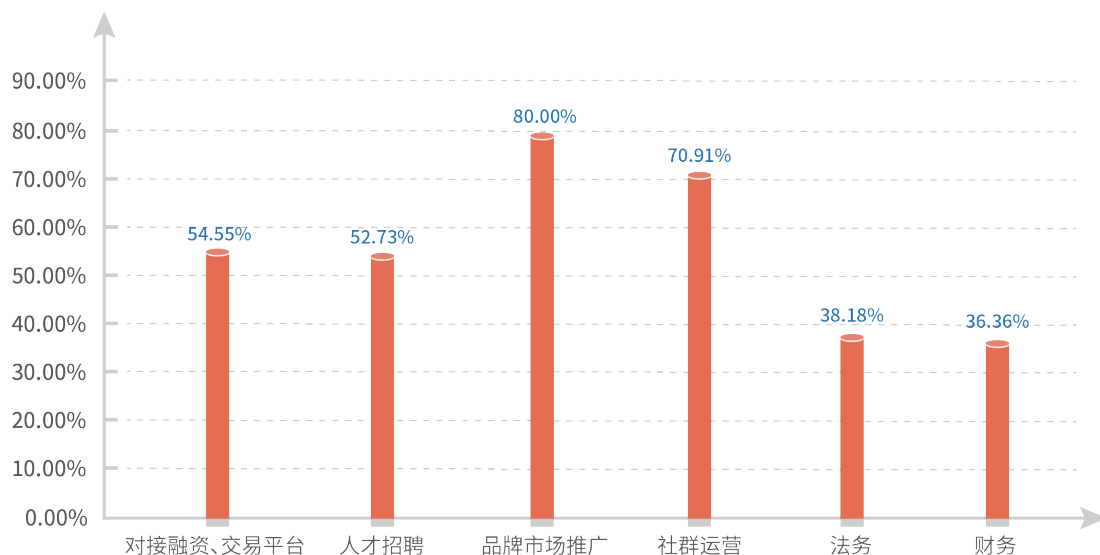
2018-2019中国Token Fund投资报告



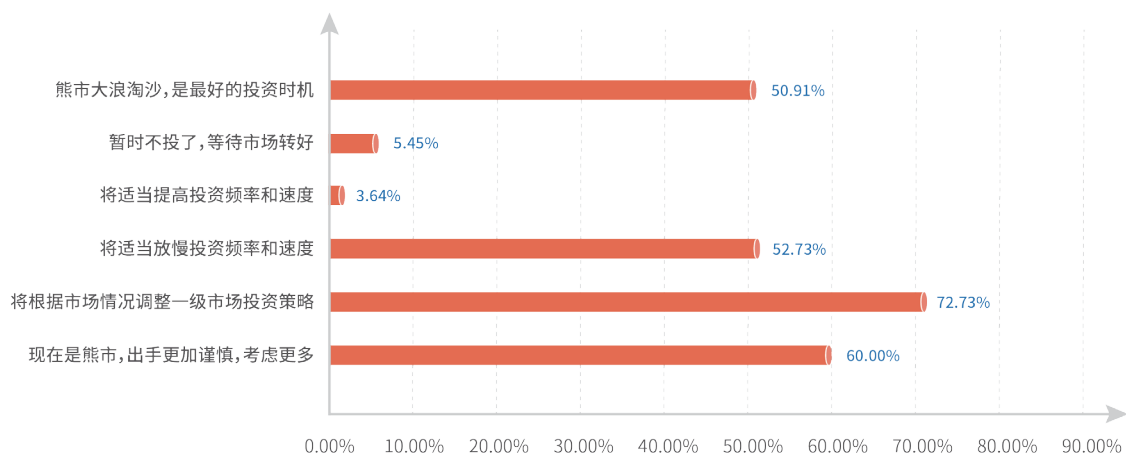
【图 12】Token Fund 的投资布局和对未来一年投资热点的判断；
数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月



【图 13】Token Fund 普遍开展的业务（不含投后业务）；
数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月



【图 14】Token Fund 投后服务的重点；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月

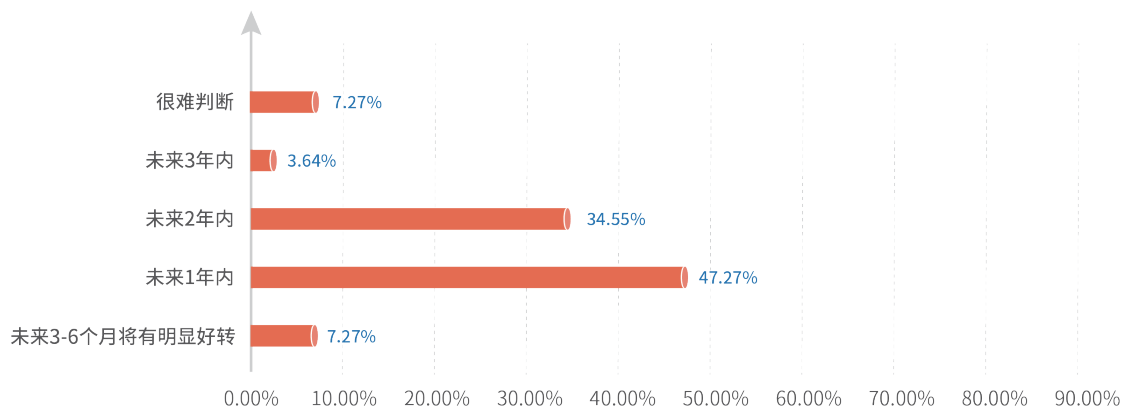


【图 15】市场变化对 Token Fund 投资心态的影响；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月

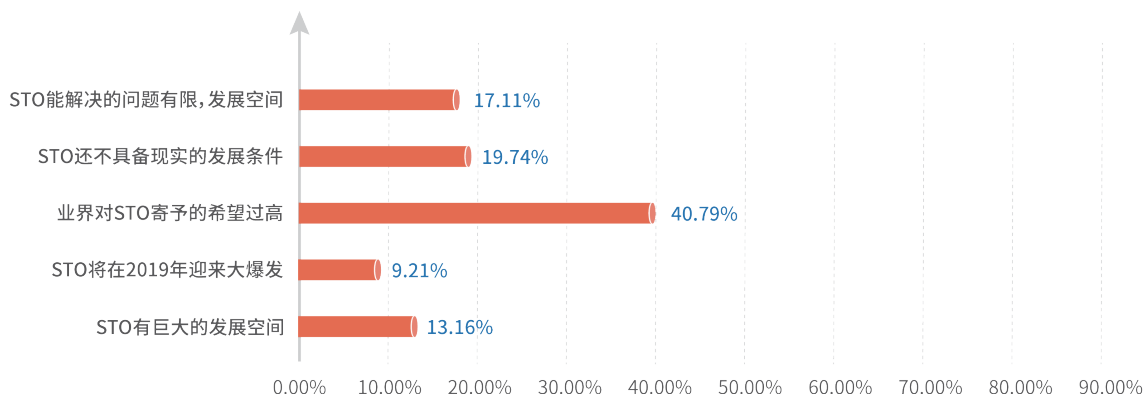


第二部分

2018-2019中国Token Fund投资报告



【图 16】Token Fund 对市场趋势的判断；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月



【图 17】Token Fund 对 STO 趋势的判断；数据 & 制图：火星财经（微信：hxcj24h），截至 2018 年 11 月

区块链投资热度下降，Token Fund 投资情绪受到影响，近 50% 的机构认为 ICO 将进一步收缩，60% 以上的机构承认投资热度在下降。

72.7% 的 Token Fund 称，将根据市场情况调整一级市场投资策略；半数 Token Fund 认为熊市是最好的投资时机，仅有极少数 Token Fund 表示暂时停止投资步伐【图 15】。

在对市场趋势的理解上，Token Fund 表现出了短期悲观、中期乐观的态度，认为市场在未来 1-2 年内好转的 Token Fund 累计占到了 81.82%，仅有 7.27% 的 Token Fund 认为市场将很快好转【图 16】。

截至 2018 年 11 月，80% 以上的 Token Fund 表示对 STO 感兴趣、正在进行研究，但有意愿参与 STO 项目的 Token Fund 仅有 47.6%。认为其不具备现实发展条件、空间有限的 Token Fund 累计达到 36.84%。40.79% 的 Token Fund 指出目前业界对于 STO 的期望过高【图 17】。

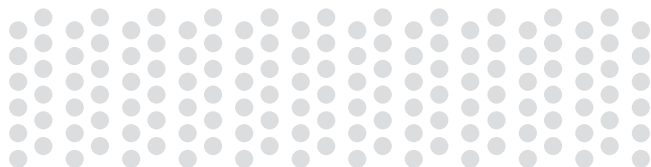
随着 2018 年 12 月国内将 STO 定性为“非法金融活动”，Token Fund 对于 STO 的信心进一步走低。但仍有 Token Fund 仍坚持看好 STO，正在美国等对 STO 有可参照监管框架的国家和地区试水业务。



PART 3

第三部分

2018 中国最具竞争力 Token Fund 排行榜





2018 中国最具竞争力 Token Fund

»» TOP 20 ««

火币全球生态基金
丹华资本
分布式资本
了得资本
FBG 资本

BlockVC
八维资本
共识实验室
JRR Crypto
创世资本

币安 Labs
LinkVC
OK 资本
科银资本
比升资本

波场投资基金
JLab
Spark Capital
Chain Capital
犇睿资本

»» TOP 21-40 ««

节点资本
维京资本
币信资本
星合资本
DFund

大都会资本
起源资本
德鼎创新
回向资本
飞亚资本

加密愿景
金氟资本
三链资本
红岸基金
Blockchainer

比格基金
极豆资本
洞察资本
水木未名资本
水滴资本



区块链投资和区块链技术一样年轻和充满潜力。

2018 年底，火星财经（微信：hxcj24h）基于案头研究、问卷调研和访谈的方式，对国内活跃的区块链投资机构进行了全景式扫描，并在此基础上推出“2018 中国最具竞争力 Token Fund”榜单，盘点区块链产业投资中坚力量，逆势中寻找突破的希望。

在中国，区块链投资是新兴事物，不仅远远没有达到成熟的状态，甚至没有完整穿越过一个完整的兴衰周期。毕竟，区块链作为比特币的底层技术直到 2013 年其价值才被发掘和认可，而加密数字资产投资、转账支付、ICO 以及和具体场景结合的商业化落地应用也才刚刚探入主流世界。这就导致我们在评估 Token Fund 的时候很难像评估风险投资机构一样，关注它们跨越经济周期起伏、探测或制造风口的能力。但**募资和管理、投**

资和退出、投后服务、团队建设、品牌声誉这些评估风险投资机构能力、影响力的要素依然也适用于衡量一家 Token Fund。“2018 中国最具竞争力 Token Fund”考察了 Token Fund 自成立以来截至 2018 年 3 季度在上述五个方面的表现。具体的评分主要依据问卷调研和机构访谈的结果，同时参考市场可获得的公开信息。

2018 年，ICO 和加密数字资产市场急转直下的形势给 Token Fund 带来了巨大的生存压力。然而，逆势中的主动调整策略和重新思考投资的原则和逻辑，向投资的长期价值回归正在帮助许多 Token Fund 渡过难关。在熊市既是巨大的修罗场，也是强大的试金石；Token Fund 中的绝大多数机构将同曾经跨越过经济周期、资本周期、产业周期和技术周期的风险投资机构一道，保存力量并参与到下一轮区块链产业投资中去。

评价指标	募资和管理	投资和退出	投后服务	团队建设	品牌声誉
权重	30%	40%	15%	10%	5%