

A promotional banner for BTCC. On the left, the BTCC logo is displayed. In the center, a white box contains the text "新手專享" (Newbie Special Offer) in large, bold Chinese characters. Below this, smaller text reads "註冊並入金 BTCC，領取最高價值17,500USDT獎勵。" (Register and deposit on BTCC, receive a reward of up to 17,500 USDT) and "推薦好友還有更多返佣獎勵。" (Recommend friends and get even more commission rewards). On the right, there is an illustration of a person standing next to a large gift box with a ribbon. Below the illustration is a yellow button with the text "立即註冊/查看詳情" (Register Now/View Details).

BTCC “**新手專享**”

註冊並入金 BTCC，領取最高價值**17,500USDT**獎勵。
推薦好友還有更多返佣獎勵。

立即註冊/查看詳情

BitMEX創辦人：3AC崩潰的真正原因

原文：

<https://www.btcc.com/zh-TW/academy/research-analysis/bitmex-founder-the-real-reason-for-the-collapse-of-3ac>

BitMEX 創辦人 Arthur Hayes 在 7 月 1 日發布長文《Number Three》，以三箭資本（3AC）的傳奇故事為視角，透過公開報導和其對加密貨幣、金融服務的了解，分析 3 AC 崩潰的真正原因。

3 AC 是如何走向輝煌的

1. Su Zhu 和 Kyle Davies 的工作經歷

3AC 的負責人 Su Zhu 和 Kyle Davies 於 2008 年大學畢業，在隨後的某個時間作為傳統金融銀行/做市商的僱員來到亞太地區。

Su Zhu 曾在 FlowTraders 擔任做市商，之後又在德意志銀行工作了一段時間。而 Kyle Davies 則在瑞士信貸工作過一段時間。



3AC 的負責人 Su Zhu

由於兩人的做市商經歷，使得這兩人成為了套利者。在他們的銀行生涯中，他們被訓練為從價格的微小差異中獲利。一次又一次地這樣做，錢就會越來越多。而他們把這種方法和心態帶到了他們創立的三箭公司，該公司通過對非常低效的場外無本金交割遠期（NDF）市場進行套利開始。

2. 什麼是 NDF?

這裡我們需要了解什麼是 NDF。

NDF 是一種貨幣遠期合約，到期日不結算本金，而是直接交付市場價與執行價之間的差額。

場外 NDF 市場非常大，所有大型投資銀行都有專門從事這些衍生品的交易部門。早在 2010 年，交易是通過彭博社的聊天記錄進行的。這意味著雖然交易員對某一 NDF 應該如何定價有大致的了解，但他們無法像現貨貨幣那樣看到一個綜合市場。因此，在不同的 NDF 交易台之間套利是非常容易的。

要注意的是，除非你是銀行或極大型對沖基金的交易員，否則幾乎不可能在 NDF 市場交易。你必須有一份 ISDA，而且你交易的銀行的高級管理層必須允許你與他們交易。

3.3 AC 的賺錢方法

作為銀行家，Su Zhu 和 Kyle Davies 看到了這個低效的市場，用他們自己的錢創辦了一個基金，其交易策略的核心是在這些錯誤的價格中獲利。同時，3AC 設法在幾家投資銀行開了帳戶，並在亞洲 NDF 市場上相互套利。

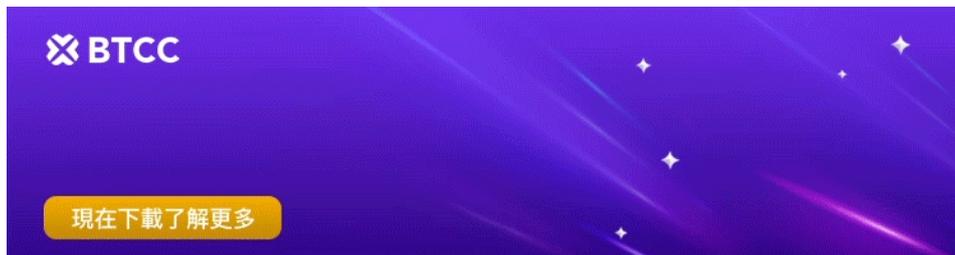
在某個時候，3 AC 發現了加密貨幣，並作為現金套利交易者進行交易。

永續合約歷史上空頭的套利空間大於多頭，這意味著如果你買入BTC，並做空相同數量的 BTC/USD 永續

合約，你將隨著時間的推移賺取期現價差。

這些貨幣套利和資金交易是非常有利可圖的，但它們也是資本密集型的。你必須交納保證金來交易每一個 NDF 衍生品，而且你不會因為在另一家銀行擁有相同和相反的頭寸而增加信用額度。對於加密貨幣永續合約資金費率交易，你不能使用任何槓桿。這意味著你的對沖基金 AUM 的增長是緩慢和可預測的。

提高對沖基金業績的唯一方法是成為一個定向交易員，和/或使用借來的資金。這兩點 3AC 都做了。



[下載Android版](#)

[下載iOS版](#)

[台灣用戶專享優惠活動（10,055 USDT 交易大禮包）<<<<](#)

3AC 部署在 UST 的套利交易

在 Terra 生態的借貸協議 [Anchor](#) 20% 的理財收益誘惑下，許多機構基金經理紛紛存款進入進行利息的套利行為。

UST 的套利交易十分簡單，我們可以通過以下 4 點來理解：

1. 以低於 20% 的年化利率借入 USD
2. 將 USD 換為 UST
3. 將 UST 存入 Anchor，賺取 20% 的利息
4. 年化未實現利潤 = 20% - 借款成本

而 Su Zhu 和 Kyle Davies 一直是 DeFi 的忠實擁護者，他們直接在其他一些協議的價格增長上正確下注，賺了很多錢。

雖然不清楚 3AC 在 UST 套利交易中的深度，但 Arthur Hayes 懷疑，3AC 不僅使用自己的資本，還從個人和基金那裡借入美元，以進行 UST 套利交易。對於需要抵押的貸款，3AC 將比特幣、以太坊，以及最重要的是其他各種流動性較差、波動性較大的山寨幣作為抵押品。

而當 UST 脫鉤，整個 400 億美元的 Terra 生態系統在一周內崩潰時，曾經是一個利潤豐厚的套利交易很快就變成了一個腐爛的噩夢，3AC 的倒閉也就變成了一個時間問題。

當市場下跌時，它以一種相關的方式下跌。這個簡單的事實給 3AC 帶來了滅頂之災，其被抬高的估值在很大程度上源於他們持有的許多流動性極差的山寨幣的市場價值。當市場開始下跌時，這些山寨幣的流動性蒸發了，而訂單簿也只剩下了報價。由於 3AC 繼續通過迅速枯竭的需求進行銷售，價格以非線性的方式越跌越低，最終使其無法收回足夠的美元來償還貸款。

對中心化加密貨幣借貸業務的巨大衝擊

使 3AC 違約影響如此之大的，它在許多最大的中心化加密貨幣借貸業務中炸出了一個鯨鯊大小的洞。由於 3AC 貸款的損失，這些貸款業務中有許多已經封鎖了客戶資金，基本上處於無力償還的狀態。信貸從加密貨幣生態系統中撤出，造成了比特幣、以太坊和整個山寨幣市場的普遍崩潰，沒有一個幣能倖免於難。

1. 3AC 巨大的借款

3AC 通過過去正確預測市場，並在社交媒體上積極告訴大家他們的交易情況巧妙地組合打造了一個無敵光環。3AC 在其鼎盛時期是全球最大的加密貨幣資金池之一。這種卓越的交易聲譽，加上他們控制的資產規模，使 3AC 能夠以非常慷慨的條件借款。例如，Voyager，一家上市公司，在沒有任何抵押的情況下借給 3AC 數億美元。確切地說，是 15250 個 BTC 和 3.5 億美元。

2. 加密貨幣信貸

在加密貨幣行業中，對信貸的需求有三個來源：

(1) 利差和基差交易。

借款人不提供抵押品，因為它希望有盡可能多的現金來最有效地使用這些策略。

(2) 用於投機的保證金貸款。

這些是為方向性的多頭和空頭交易者準備的。通常情況下，他們會提供某種抵押品。但是，如果不能理解基礎抵押品的波動性和流動性的變化，就會導致貸款人的損失。

(3) 礦業資產擔保貸款。

礦工要麼抵押硬體（如 ASIC 比特幣礦機），要麼抵押加密貨幣，並收到法幣和/或穩定幣。這些借款人的風險最小，因為他們有強大的加密貨幣現金流支持其貸款。然而，如果你從一個違約的礦工那裡收回 ASIC 機器，你必須有一個場地條件，可以插入機器並開始挖礦，以充分利用它們。

3. 加密貨幣借貸機構存在的問題

加密貨幣信貸中缺少的主要用例是商業貸款。這個領域是如此之新，風險如此之大，以至於向加密貨幣公司貸款沒有意義。加密貨幣公司，類似於基礎代幣本身，應該被視為看漲選擇權。在違約的情況下，無論你在資本結構中處於什麼位置，你都會被消滅掉。假設如此，最好只是擁有股權，因為至少你可以參與到上升的過程中。

由於加密貨幣市場固有的波動性，以及各種收益率挖礦、套利和基差交易的所謂盈利能力，借款人一直願意支付極高的利率。這意味著貸款人可以向零售儲戶提供極高的利率，並且仍然有一個正的淨息差（NIM）。

雖然加密貨幣貸款機構一開始的貸款是非常合理的，但隨著業務的快速增長，使得他們降低了借款標準。

渴望收益的散戶投資者對加密貨幣和法幣穩定幣的這些巨大收益率欲罷不能，而湧入這些少數公司的數十億美元超過了負責任的借款人的供應。他們不得不部署這些資金，因為他們要花錢來獲得這些資金（記住，他們要向所有人支付利息）。貸出資金的壓力迫使公司降低借款標準，也導致他們從事與 3AC 非常相同的套利交易。

3AC 能夠進行如此大規模的套利和定向交易，很大程度上是因為它有一個必須投資的資金池。

4.3 AC 爆倉引起的風暴

由於其敏銳的投資頭腦和龐大的資產池，3AC 被允許以很少甚至沒有抵押品的方式向急於將散戶存款重新配置為高收益加密貨幣信貸工具的貸款公司借款。這些貸款公司，如BlockFi、Babel Finance、Voyager 和 Celsius，放棄了審慎的風險管理政策，以盡快獲得盡可能多的貸款。

結果，當 3AC 未能滿足保證金要求時，這些貸款人的資產負債表上留下了巨大的漏洞。不幸的是，這些曾經備受讚譽、價值超過 10 億美元的「金融科技」新創公司現在正朝著先破產、後重組的方向發展。

這些貸款機構如何變得無力償債，並沒有什麼新的或創新的地方。只要有中心化貸款業務，就會有史詩般的失敗，比如這批加密貨幣貸款機構在這種情況下經歷的失敗。3AC 和這些貸款機構的破產和加密貨幣的技術與毫無關係，這只是一個風險管理不善的金融機構的普通失敗