

比特币入冬，区块链却春意浓浓？

香港资产管理区域 2018-10-25

PMDHK旧贴文：2018年06月12日



香港财富咨询顾问区域有限公司



- 在2017年12月至2018年2月间，比特币的价格大跌一半，但比特币泡沫很可能尚未结束
- 比特币符合了所有资产泡沫的基本特质，包括过度炒卖、缺乏监管和潜在的诈骗情况等
- 比特币没有任何内含价值：跟主权债券、股票或纸币不同，你不能向任何法定人士追索，比特币本身也不会产生任何收入
- 由于交易成本高、价格波动剧烈且无法真正存储价值，因此我们不认为比特币是一种货币
- 尽管如此，比特币所采用的区块链技术自有其优点，尤其可以降低金融交易成本

2017年圣诞节前的几周，是比特币的全盛时期。比特币期货在全球两大领先期权期货交易所以—芝加哥期权交易所（CBOE）和芝加哥商业交易所（CME）进行了首次交易，而在12月18日这一天，其现货和期货市场价格更创下了历史新高，收报近20,000美元¹。

但比特币价格旋即急转直下，至今仍未收复失地：截至2月底，其价格跌至低于10,000美元²，也就是比高峰期大跌了一半左右。那么比特币这种「全球货币」的炒作已告一段落了吗？可能还没有，比特币和类似工具的投机，似乎将会持续一段时间。然而从我们的角度来看，比特币存在着若干严重的缺陷：其发展轨迹正符合了教科书中金融市场泡沫的范例，而且比特币还欠缺了作为一种特定货币的几个关键特质。

从我们的角度来看，比特币存在严重的缺陷：它正是教科书中典型的金融泡沫范例，并且欠缺作为一种货币的特质。

比特币的泡沫行为

自2009年初面世以来，比特币的价格走势一直有泡沫的痕迹。当比较比特币的五年价格动态（计入通胀调整后）与其他资产泡沫比较时，比特币仍然名列前茅——仅落后于1720年的密西西比泡沫和1637年的阿姆斯特丹郁金香狂热。而在近年的例子中，比特币的泡沫情况，已远远超过2000年的科技泡沫和上世纪八十年代的日本泡沫。此外，我们认为比特币符合了资产泡沫的所有特性：

- **「新时代」思潮。** 在这个互联网时代，比特币被视为一种全新的货币，具有货币创新。
- **过度炒卖。** 据BIS数据显示，过去五年比特币交易量增加了近五倍。
- **超宽松的货币条件。** 尽管美联储已陆续加息，但全球的货币政策依然宽松。
- **缺乏金融监管。** 世界各地的监管机构直至最近才意识到比特币的疯狂情况。
- **相关金融工具面世。** 与比特币相关的新产品相继涌现——从芝加哥期权交易所（CBOE）和芝加哥商业交易所（CME）期货合约，到代币首次公开发售（ICO）等，日趋多样化。
- **杠杆比率上升。** 当全球私人市场的杠杆比率增至纪录新高的同时，以杠杆参与比特币的投机也在增加。
- **诈骗。** 由于比特币的活动完全处于传统银行渠道之外，因而成为了许多犯罪分子的首选工具。
- **显著高估。** 在今天的市场中，许多资产价格都昂贵，问题是没有类似的资产可以跟比特币作比较。这带出一个关键问题：比特币的合理价值是多少？我们认

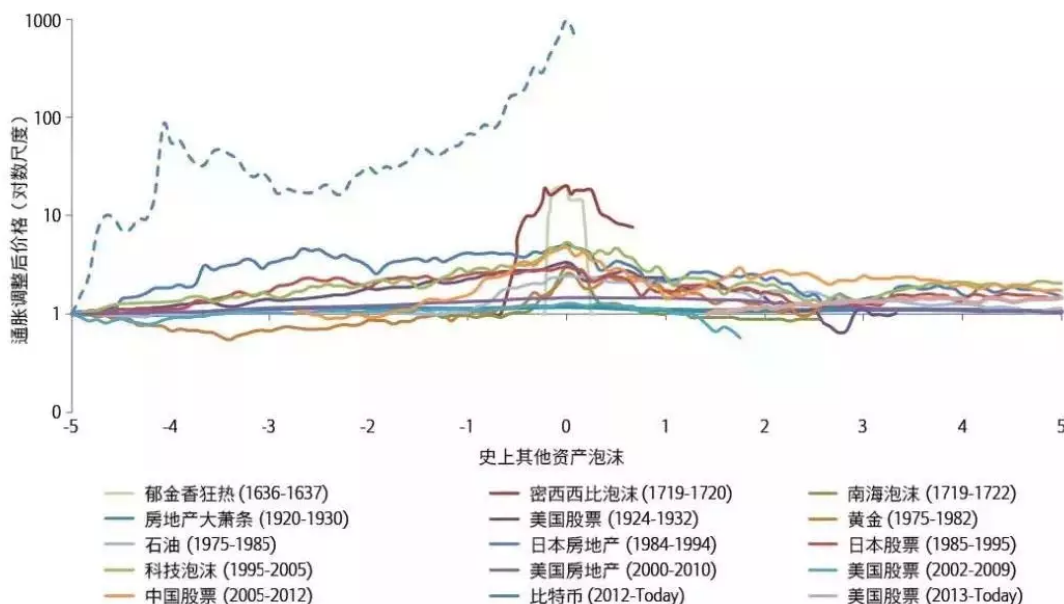
为，其内含价值为零：比特币跟主权债券、股票或纸币不同，你不能向任何法定人士追索，比特币也不会产生任何收入。无可否认，这种讲法同样适合于黄金，但在过去2500年来，人类一直广泛地接受黄金这种物质的价值，而比特币的历史还不到十年。

我们认为，比特币的内含价值为零

有人可能会争辩说，比特币的价格，只是反映其他资产类别都出现一定程度的过热现象：

- 标准普尔500指数的周期性调整后市盈率（CAPE）较其长期平均值高出一倍。
- 全球许多高收益债券和投资级别债券的息差都极窄。
- 在全球金融危机中，没有受到严重打击的市场，例如加拿大、瑞典、澳洲和香港，其楼市估值被大幅高估。

与其他泡沫比较，比特币走势如比天高
比特币五年价格动态 vs. 史上其他资产泡沫；每月变动；对数尺度



数据源：安联；Datastream；Peter Garber (1990), "Famous First Bubbles"; Federal Reserve Economic Data; Robert J. Shiller (2000), Irrational Exuberance; Earl Thompson (2007), "The Tulipmania: Fact or Artifact?" Data as at <http://www.econometrics.wisc.edu/~jrmurphy/>


尽管比特币不是唯一被高估的资产类别，但在我们看来，比特币狂热就如教科书的泡沫范例一般，而且泡沫可能即将破灭。那么比特币泡沫的终结，对传统资产类别（如固定收益或股票）投资者而言是否重要？我们认为答案是不重要。在我们看来，比特币泡沫的爆破，对

于「真实世界」几乎没有溢出效应，因为这种加密货币的市场规模还很小。因此，我们相信比特币所带来的金融风险仍微不足道——起码在今天仍然如此。

比特币的市场规模还很小，因此我们相信比特币所带来的金融风险仍微不足道

既非货币，也非ESG友好

因此，如果比特币的缺陷，令其不足以成为一种适当的资产类别，那它至少能符合作为货币的条例吗？我们相信答案也是否定的，原因如下：

- 
- 首先，鉴于比特币的交易成本高昂，它只能用于支付高价商品。
 - 其次，鉴于比特币的价格波动剧烈，难以用来计价——即用于为商品和服务定立价值的标准。
 - 第三，考虑到上述提出的所有论点，比特币几乎不可能用来存储价值。

此外，如果我们考虑到环境、社会和企业管治（Environmental, Social and Governance, 简称ESG）因素，比特币也肯定不是我们所喜欢的工具。

在一年内，与比特币生产相关的能源消耗量，相当于整个爱尔兰的年度能源消耗，这种情况相当令人担忧。

区块链自有其优点

尽管我们对比特币有不少担忧，但其区块链（或分布式总账）技术，显然具有潜在的优点，其中最重要的是区块链能显著降低验证交易和网络的成本。这将促使包括中央银行在内的金融机构，更密切地研究区块链并评估实际应用，包括进行金融交易。对于我们这些资产管理公司而言，这是我们认为加密货币——并非特定某一种加密货币、而是整体而言——最有趣的一点。

尽管我们对比特币有不少担忧，但其区块链技术显然具有潜在的优点

1. <http://fortune.com/2017/12/17/bitcoin-record-high-short-of-20000/>, 2017年12月18日发布

2. <https://99bitcoins.com/price-chart-history/>, 截至2018年3月19日

除另有注明外，所有数据均来源于安联投资，Allianz Global Investors Insights, Volume 10, Issue 3, 截至2018年2月。



保值增值 子女传承 健康养老 规避风险

关注: 点解右上解选择“查看公众号”或扫描左侧二维码进行关注
分享: 点解右上解选择“发送给朋友”或“分享到朋友圈”

香港财富咨询顾问区域有限公司
Portfolio Management District (HK) Limited

香港财富咨询顾问区域有限公司平台（本微信平台）所载内容为本公司编制，仅作参考用途，不保证所提供提讯的准确性和完整性。本平台内容仅供学习交流，并不构成在任何地区、国家向任何人发出的推荐或邀约。对构成任何人使用本资讯内容所引致的任何直接或间接损失均不承担任何法律责任。