

由於游離於國家法律與金融監管，比特幣的合法性長期遭受外界質疑，近期在多國政府的圍追堵截之下，更是出現連續大跌。但薩爾瓦多此時卻宣布，賦予比特幣法定清償貨幣地位。筆者認為，雖然比特幣的發行機制存在缺陷，很難成為真正的貨幣，但其為自由貨幣市場的探索提供了寶貴經驗。

# 比特幣會埋葬法幣嗎？



▲比特幣的出現，意味著一種非國家化的超主權貨幣，以及無國界金融體系的嘗試。

大學之道  
清和  
智本社社長

比特幣誕生於2008年金融危機的大背景下。《比特幣白皮書》將中央銀行系統視為危機的罪魁禍首，文中指「傳統貨幣的根本問題就是，它們必須得到全部的信任才能發揮作用。必須信任中央銀行不會使貨幣貶值，然而歷史上卻不乏違背這一承諾的情況……」

## 法幣道統的兩個悖論

事實上，2008年金融危機爆發的深層原因正是法幣與銀行制度。在現行的法幣與銀行制度中存在兩個悖論：

一是美聯儲悖論。與全球大多數央行一樣，美聯儲既是市場主體又是公共機構，二者不可兼容的。作為市場主體，美聯儲向全球市場供應美元，它是全球市場最重要的交易員，幾乎所有投資者都在與美聯儲做交易。但美聯儲又是美國的公共機構，它不能追求利潤目標，必須追求公共目標。

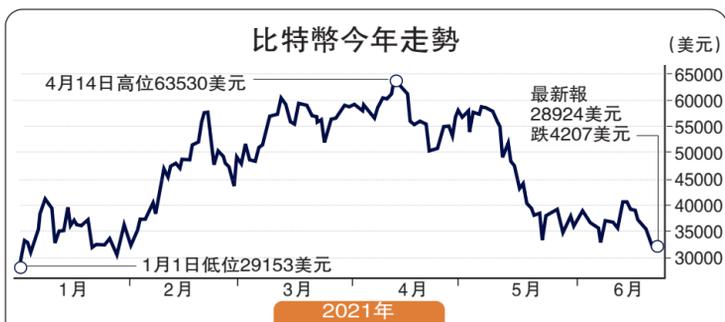
根據聯邦儲備法，美聯儲有三個目標，分別是充分就業、控制通脹和金融穩定。美聯儲扮演「最後貸款人」的角色，一旦危機爆發，美聯儲必須「依法」救市，以穩定金融市場；拯救就業市場。因此，美元容易淪為公共用品，金融投資者、房地產商、聯邦政府都要求美聯儲發放更多美元。一個公地悲劇便產生了，金融危機反覆爆發，世界不可避免地陷入高通脹、高泡沫與高債務的泥潭之中。

另外一個悖論，是法幣國家化與經濟全球化之間的矛盾。全球化的過程是一個「去國家化」的過程，是國家主權不斷對外讓渡的過程。如今，世界已經進入了深度全球化，但貨幣依然是高度國家化的法幣，具有法償性、強制性和壟斷性。如此重要的貨幣資源，僅僅由央行的少數精英來支配，這與經濟全球化的自由化、競爭性、公平性背道而馳。

美元是這一悖論的經典案例。美元是美國的法幣，也是全球最大的國際儲備貨幣和國際結算貨幣。美聯儲壟斷了美元的發行，其貨幣政策主要對美國公民、企業與政府負責，不需要對全球市場負責，這導致了權責利不匹配的問題。美聯儲根據本國經濟需求實施緊縮或寬鬆貨幣，但對國際市場造成巨大衝擊，甚至引發新興國家的債務危機。

法幣國家化與經濟全球化之間的矛盾，是特里芬難題的內核，是布羅頓森林體系解體的根源，也是當今世界經濟失衡的主要原因。解決之道是順應經濟全球化大勢，推動貨幣「去國家化」，讓強制性法幣退出歷史舞台。

區域性貨幣似乎是經濟全球化的解決方案。二戰後歐洲逐漸走向統一，歐



盟主要國家讓渡出了貨幣主權，歐元由此產生。不過，歐元其實是加強版的德國馬克，是一種超級法幣。除了更加接近美元外，歐元沒有改變法幣的任何本質屬性。它依然具有法償性、強制性和壟斷性，由中央銀行來支配。某種程度上說，歐元在貨幣國家化的路上走得更徹底，距離經濟全球化更遠。

比特幣是一種解決方案嗎？根據《比特幣白皮書》，比特幣發明人「中本聰」最初是希望通過分布式節點記賬的方式，構建一個公開、平等、不可逆的比特幣網絡，以打破中央銀行體系的壟斷。但如果沒有好處，節點並不願意幹這事。為了激勵節點，中本聰設計了限量版的比特幣。節點公平競爭解答哈希函數，從中獲取記賬權，記賬權則對應着一定數額的比特幣。挖礦實際上是爭奪記賬權，比特幣是為了驅動比特幣區塊鏈網絡而設計的獎勵機制。

因此，比特幣背後至少包含三層含義：一是比特幣非法定、無國界的私人貨幣，即貨幣的非國家化；二是比特幣網絡是一個去中心化的分布式網絡，一個無國界的銀行轉賬及支付系統；三是比特幣的出現，意味着一種非國家化的超主權貨幣，以及無國界金融體系的嘗試。

與根正苗紅的法幣相比，比特幣顯得非主流與野心勃勃，總是裹挾着一種叛逆「信仰」：分布式、民主化、自由化，反壟斷，反貨幣霸權。從貨幣的角度來看，比特幣並不是一個「合格」的貨幣，而是一個封閉的、與市場隔絕的發行機制，無法維護貨幣價格的穩定。中本聰試圖通過過額發行（2100萬枚）的方式維持比特幣不貶值。實際上，這種方法是機械的、無效的。貨幣不應該定額發行，而是按市場需要發行。發行機制上存有缺陷的比特幣，價格波動極大，很難成為真正的貨幣，更接近一種投機性數字資產。

當然，這無法磨滅比特幣的價值，因為它打開了自由貨幣的潘多拉魔盒。自由貨幣，可以是國家化的貨幣（非壟斷性的國家貨幣），也可以是私人貨幣（如比特幣和Facebook的Libra），但它必須是完全自由發行、自由流通、自由競爭的貨幣。自由貨幣才是經濟全球化的貨幣方案，也是解決當今世界經濟高

債務、高泡沫、高通脹的貨幣方案。

## 自由貨幣的競爭試驗

從歷史來看，自由貨幣的歷史要比法幣的歷史久遠得多。在古代，黃金、白銀、銅錢、鐵釘、食鹽、羊皮等商品貨幣便是自由貨幣。經濟學家馬克斯·韋伯將這種「沒有國家的保障」、由習俗或契約支撐的貨幣，稱之為「卡爾塔貨幣」。近代社會，歐美國家廣泛流通的銀行券也是私人銀行發行的自由貨幣。在美國自由銀行時代，市場上流通的銀行券多達上萬種。

英格蘭銀行最早是由蘇格蘭人創辦的私人銀行，並且發行銀行券。1844年，英國首相皮爾推行了新銀行法《皮爾條例》，將英格蘭銀行改組，分設發行部和銀行部。該條例削弱了當時市場200多家私人銀行發幣權，確認了英格蘭銀行的央行地位，以及英格蘭銀行券的法償貨幣地位。這是貨幣史上的標誌性事件——近代第一家央行及第一個法幣的誕生。

不過，在《皮爾條例》通過後，當時的英國哲學家赫伯特·斯賓塞對此提出質疑。他指出：「既然我們信賴雜貨店老闆賣給我們的茶葉的分量，我們也相信麵包店主賣給我們的麵包的分量，那我們也可以信賴希頓父子公司（Heaton and Sons）或伯明翰的其他企業也會根據其風險、利潤來供應我們沙弗林與先令。」斯賓塞的意思是，我們信任自由市場，為什麼不將貨幣發行繼續交給自由市場？

可惜的是，20世紀之前，經濟學家並不重視貨幣理論，將貨幣視為外生變量。直到1898年瑞典經濟學家威克塞爾發表《利息與價格》後，經濟學家才將貨幣納入經濟學研究範疇。但此時歐美世界正在快速形成中央銀行及法幣體系，經濟學家所提出的貨幣理論基本是法幣理論，幾無自由貨幣的智慧。奧地利學派的哈耶克晚年寫了一本書叫《貨幣的非國家化》。在這本書中，他將其一生堅持的自由主義貫徹到底，大膽地提出以市場競爭機制打破國家貨幣壟斷，引入競爭性貨幣和私人貨幣。但這並不是一部嚴謹的學術著作。

貨幣理論「跛腳」，但貨幣實踐已經走在了前面。1971年布羅頓森林體系

## 數字港元呼之欲出

鏈能講堂



付 鏡  
國際新經濟研究院  
高級研究員

近日，香港金融管理局（下稱金管局）對外公布了「金融科技 2025」策略。

其中提及，金管局正與國際結算銀行創新樞紐轉下香港中心合作，未來將研究香港本地零售港元數碼貨幣（e-HKD），以探討其用例、優點及相關風險。金管局也將繼續與中國人民銀行合作，就數字人民幣（e-CNY）在香港進行技術測試，為香港和內地居民提供便捷的跨境支付服務。

此前，香港特區政府財經事務及庫務局局長許正宇表示，金管局將繼續與中國人民銀行合作，推動連接香港與內地間的貿易金融區塊鏈平台，為香港與內地進出口商提供更便利的貿易融資服務。香港特區政府財經事務及庫務局副局長陳浩濂指出，金管局早前與中國人民銀行就數字人民幣跨境使用進行了順利的測試。

據了解，有關測試涉及中國人民銀行指定銀行，以及受邀參與測試銀行員工和商戶，主要範圍包括應用、系統連接和應用場景等。

筆者認為，首先，數字港元的推出有助於探索數字法幣的發行機制。如果運營機構向中央銀行存繳100%備付準備金，以此為儲備發行的數字貨幣，在國際上被稱為合成型CBDC（央行數字貨幣）。類似於香港的發鈔行制度，這個模式獲得包括中央銀行、國際貨幣基金

組織（IMF）在內的眾多機構關注。香港發行合成型CBDC具有先天優勢，或將樹立合成型CBDC的國際標準。

其次，數字港元的推出有助於探索數字人民幣國際化。港元不設外匯管制，與美元有聯繫匯率制度，這些都是數字港元國際化較數字人民幣的優勢。早在2020年1月22日，金管局就與泰國中央銀行公布了CBDC聯合研究計劃——「Inthanon-LionRock項目」的成果，並發表研究報告。香港是全球最大的離岸人民幣業務樞紐。特區政府將會繼續與內地管理部門探討擴大跨境人民幣資金雙向流通的渠道，並不斷優化和拓寬兩地金融市場互聯互通機制，把握相關機遇和優勢。相信數字港元計劃推出後，會增加多邊技術合作，共同擬定行業標準，助推數字港元及數字人民幣的國際化。

再次，數字港元的推出有助於香港提升金融科技水平。香港是國際金融中心，擁有高度發達資訊及通訊科技產業，是創科與金融跨界合作理想環境。在特區政府、金融監管機構和業界共同努力下，香港金融科技生態蓬勃發展，並與粵港澳大灣區其他核心城市加強合作，共同打造世界級金融科技中心。香港金融監管制度屬國際水平，法規清晰、高效可靠、與時俱進。

金管局、證監會和保監局已分別設立金融科技監管沙盒，為企業提供以先導形式試行應用創新科技的監管環境。這些都是數字港元成功推出的先決條件，可以與數字港元相輔相成。



▶ 港元數碼貨幣（e-HKD）與數字人民幣（e-CNY）的出現，將便捷跨境支付服務。

## 市場資金「西去東來」

樓市新態



汪 敦 敬  
祥益地產總裁

近十年來的樓市新常態令到很多人迷茫，筆者算是在評論及投資上較幸運的，可以掌握到這個階段的節奏，如今想分享一下我對過去十年和未來十年的樓市看法。

筆者認為投資必須要掌握大勢結構（當然必須配合風險準備），就會比較穩陣了。我認為過去十年是一個量化貨幣的時代，量化貨幣會衍生資金過剩和資產價格上升，當然這個過程中會有很多雜音，令到正確的訊息被稀釋。無錯！分辨訊息的真假才是本世紀投資的一個關鍵能力。在這個量化貨幣年代，政府衍生出一些應對措施，例如「樓市辣招」令到投資不會趨向過分。正因為資金過剩，投資卻沒有趨向過分，令到大量「剩餘資金」留在銀行體系內，因而衍生出「超平息年代」。

不明白以上結構的人，很容易會向相反方向去看，筆者認為未來十年會進入另一個經濟新常態，即「西去東來」。所謂西去東來，就是說國際優勢會由西方轉移到東

方，當然是源於中國崛起。在投資上來說，資金同樣在大形勢下由西方移來東方，大家應該留意這個常態會否出現，若有人忽略這個趨勢的話，亦可能往相反方向去做投資決定。

## 香港局勢穩妥向好

根據聯合國公布的投資趨勢報告，去年流入中國市場的外資總額上升4%至1.27萬億港元水平。中國已經成為全球最大的外資流入國。果然「事實往往和市場感覺剛好相反」，我們看到無論在政治上西方如何圍攻及封殺中國也好，民間的錢亦會根據其自身利益決定流向，虛空量化出來的貨幣亦會流向低泡沫市場。

美國用無限的量化貨幣去支持股市的時候，不單消耗了本應支持民間基建及增強競爭力的彈藥，而且亦令到美國匯價及債市進入失調及被動的境地。反觀中國政府重視民間基建、生產效率，股票及地產市場亦是用調控政策去不良的泡沫，因此大勢更會令到資金西去東來。從投資上來說，西去東來會令到香港資金日益充裕，而且是持續低息，在外圍不穩定的環境下，其實大局是穩妥向好的。

解體後，全球貨幣快速邁入自由化浪潮。越來越多的國家實施浮動匯率 and 自由匯率，私人銀行發行的信貨規模遠大於中央銀行的基礎貨幣，市場上的貨幣主要是由商業銀行來配置的。利率市場、匯率市場和私人銀行，將法幣推向自由化、市場化。這也是80年代開始經濟全球化一日千里的重要原因。

然而，2008年金融危機後，貨幣自由化遭遇重創，美聯儲及世界主要國家央行強勢介入貨幣市場，直接給金融市場注入流動性，越過商業銀行給市場主

體提供貸款。這種「逆流」最終導致世界陷入今日之危局。

比特幣的出現似乎在告訴世人，重啟自由貨幣才是大勢與正道。自由貨幣遵循的是自由市場的邏輯：私人商業銀行追求利潤、控制風險，而珍惜貨幣信用，克制貨幣超發的衝動。私人銀行提供高信用的貨幣，就像是麵包師提供可口的麵包。私人銀行基於市場原則配置貨幣資源，遠勝於央行人為盲目的配置貨幣。自由貨幣的自由化、公平性，遠勝於法幣的壟斷性與強制性。