

香港加密市場如何改善流動性？



Web3洞察 蔣照生

歐科雲鏈研究院 資深研究員

從2021年下半年開始，恒生指數一路向下，累計下跌超1萬點，港交所日均交易量從2021年起1600億元，下滑到2023年1000億元左右，港股IPO（首次公開集資）數量和融資金額也逐年走低，外資參與IPO基石投資次數更是在2023年降至個位數。流動性不足已成為過去3年間，港股市場被普遍關注的問題。

欲解香港流動性之困，首先要靠制度改革和預期修復，吸引環球市場的存量資金回流，而降低印花稅稅率、優化交易機制、拓展市場推廣和落實GEM改革等一系列舉措，已彰顯香港特區政府的決心。此外，香港也在加速推動金融科技創新，希望在改變「有金融、無科技」刻板印象的同時，通過創新吸引新資金和新資產進駐，改善甚至再造香港市場的流動性。虛擬資產和Web3也是香港寄予厚望能夠帶來增量流動性的領域。

不過，虛擬資產市場如今同樣飽受流動性之苦。儘管比特幣在3月再創價格新高，但交易量與換手率始終處於較低水平，穩定幣增速也在持續放緩，鏈上流動性逐步減少，疊加上6月份比特幣現貨ETF表現相對疲軟，此前連續多日出現淨流出。在此背景下，香港希望借助虛擬資產改善，甚至再造市場流動性的嘗試並不順利。

中國工程院院士陳純教授日前在香港立法會上表示：「基於香港的技術設施和獨特優勢，Web3發展應以服務實體經濟為主，推動應用創新探索。」在筆者看來，這裏提到的以Web3技術服務實體經濟，重點不是通過流程優化實現降本增效，而是借助Web3獨有的代幣體系去發掘和釋放現有資產的潛在價值，並基於區塊鏈技術實現自由流轉。其核心在於，通過代幣化釋放更多現實資產的流動性。

筆者認同代幣化的長期價值和潛力，但它之所以能成為「萬億敘事」，很大程度上是因為距離實現還太遙遠，所以留下了充足想像空間。香港未來或許可依靠代幣化，但現在需要更直接的流動性答案。

現階段流動性的焦點在場外。儘管交易平台依舊是加密市場最重要的基礎設施，但觀察近期走向會發現加密流動性正逐漸向OTC（場外交易）市場匯

集。據CryptoQuant最新數據，OTC市場儲備中的比特幣數量近期明顯增加：過去6個星期，OTC市場累計增加超過10.3萬枚比特幣，按當前價格計算價值超過60億美元。這其中很大一部分來自比特幣礦工的拋壓。由於比特幣減半後挖礦的利潤空間銳減導致很多礦工被迫出售比特幣。據統計，比特幣礦工的場外交易賣出量最近已增至3個月以來的最高水平。

場外交易領域發展潛力大

可以預期的是，在場內流動性匱乏的環境下，為避免大額高頻交易對價格產生衝擊，機構投資者與巨鯨大戶交易比特幣也會更傾向於選擇OTC市場。

另一方面，無論香港是希望當下迅速從加密市場獲取流動性，還是未來由代幣化敘事創造的各類新資產再造流動性，都需要從現在開始構建穩固且安全的、能夠連接加密市場與傳統金融市場的產品與通道。香港如今已經建立了VATP（虛擬資產交易平台）發牌制度，並結束了過渡期。這亦證明了，香港特區政府願意在相對明確的規則之上，為虛擬資產及未來更多的代幣化資產提供穩定且安全的交易場所。

僅有合規場內交易顯然是不夠的，香港還需要一個更加安全與自由的OTC市場去承接流動性。幸運的是，香港在OTC領域同樣具有比較優勢。據歐科雲鏈研究院不完全統計，香港加密OTC市場每年處理交易量高達近百億元。同時得益於加密找換店這一具有香港特色的實體產物，不僅吸引來自全球的年輕投資者，對中高年齡段的參與者同樣具有吸引力。

更重要的是，香港OTC市場近年來還吸引到眾多國際貿易與跨境支付領域的用戶與機構關注，逐步成為香港匯集全球資金的又一重要載體。可以說，以加密找換店為代表的OTC市場已經成為香港獨有的加密文化與地標標識。

香港應繼續保持並強化在OTC領域的競爭力，進而提升在虛擬資產與Web3生態中的全球話語權。如今，香港特區政府正考慮將OTC納入監管範疇，雖然短期內可能對交易活躍度產生影響，但長期來看可以幫助香港吸引更多合規資金的湧入，同時也幫助香港在持牌VATP之外，增加另一條資金自由流動的通道。或許在不久的將來，安全且合規的OTC市場不僅能幫助香港市場改善流動性，還能成為加密市場和Web3生態連接現實流動性市場的重要渠道。

地產代理應重視客戶體驗



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

中央政府大力推動「粵港澳大灣區」的融合，打造出一個8600萬人口的城市群，就是想增加灣區的經濟流動，以及更高的經濟效益。內地人才和企業可以在此找到更大的發展空間，香港人和澳門人也同樣擁有更多的選擇。因為如此，兩地恢復通關後，港人北上到大灣區消費及娛樂，逐漸改變了原有習慣。

北上消費成為熱潮，主要因為內地很多的產品和服務可以做到價廉物美，餐飲業更加不在話下，很多都是香港價錢的三分之一左右，這樣怎不叫香港人着迷呢？內地餐飲企業的競爭力之所以比香港優勝，就是在租金、人工及食材等方面可以做到輕資本經營。

反觀近年香港的經營情況，卻陷入「惡性循環」之中。經濟轉弱，競爭力被比下去，再加上沒有注入創新元素，僱主為了節省資源和控制成本，唯有減省人手及配備；員工工作量大增，怨氣

亦隨之增加，不再講求服務質素，只願完成手頭上工作就算是交代，結果競爭力當然會進一步下跌。相反，內地的員工在服務上層出不窮，兼且有諸多創新配套。所以，很多香港人寧願花費更多時間，也要選擇北上消費。

在這個年代，消費者每每都講求「體驗」，內地近年很多的行業都能在這方面做得很好，但香港則在該方面愈走愈遠，令消費者感覺不是味兒。

提升質素 可當內地客「盲公竹」

同樣是提供服務的地產代理，也應該以此為鑒，更加重視客戶的體驗。在服務上必須要做到創新、體貼，令客戶覺得代理不只是促成一宗買賣，而是能夠提供更多的相關服務；尤其是內地的客戶，對香港非常陌生，如果地產代理願意花時間，提供更多有用的額外資訊，照顧他們所需，客戶就會視地產代理為他們的「盲公竹」，會更加認同地產代理的優良質素，並且相信自己所付出的佣金是「物超所值」。

當客戶得到良好的消費體驗，信任亦會隨之增加，生意自然會滾滾而來。



地產代理應該重視客戶的體驗，並令他們覺得代理不只是促成一宗買賣，而是能夠提供更多的相關服務。

中國白酒價格與經濟和人口結構都有着明顯的相關性。



這段時間網上討論茅台市場零售價大幅下跌的文章特別多，主流觀點大多從供需關係的角度去分析。但從宏觀視角看，高端白酒的潮起潮落與房地產周期緊密相關，其價格走弱早在3年前就已經露出端倪。

高端白酒為何不「香」了？



察股觀經 李迅雷

中泰證券 首席經濟學家

中國經濟自1990年初步入了高增長階段，一直持續到2010年。這些年的高增長，同時也是商品從短缺到過剩，資產從短缺到相對過剩的過程。筆者在2006年寫的《買自己買不起的東西》一文中提出，隨着經濟增長及恩格爾系數的下降，即大家用於吃和穿的比重下降，那麼，居民配置資產的比重會相應上升。

因此，當你預期未來大家普遍都會大幅提高配置資產比例的時候，資產價格就會大幅上漲。也就是說，對資產的需求將遠大於供給。為了獲得超額投資回報，就應該加槓桿，買自己買不起的東西。2006年茅台的股價已經達到170多元，是當時A股最貴的股票，如果按不復權計算，相當於現在的45元（人民幣，下同）左右。

資料顯示，1998至2009年白酒產量增速和中國GDP（國內生產總值）、居民收入增速的相關性分別為0.69和0.65，說明經濟增長及居民收入的提升，與白酒消費存在明顯的相關性。2003年，白酒行業規模以上企業的噸酒價格為1.6萬元，2008年噸酒價格已上升到2.83萬元。

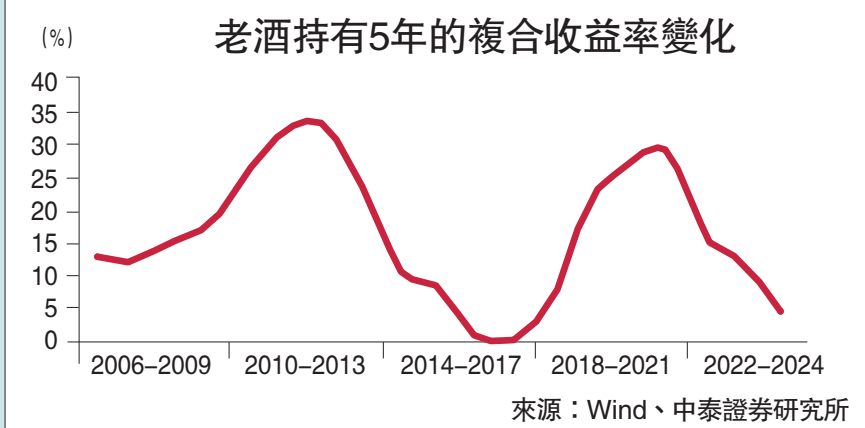
根據麥肯錫的統計，中國的資產淨值從2000年的7萬億美元增長到2020年的120萬億美元，增長16倍。同一時期，美國的資產淨值翻了一番，達到90萬億美元。全球資產淨值從156萬億美元增加到514萬億美元，增長2.3倍。

由此可見，中國資產的規模擴張速度不僅遠超美國，也明顯超過全球平均水平。但從股價指數的漲幅看，在過去20年，標普500指數上漲了6.3倍，納斯達克100指數上漲了12.6倍，但滬綜指漲幅不足2倍。顯然，中國資產規模的增長主要靠供給的增加為主要特徵，而不是靠投資回報率的提高。如2006年的時候，A股市場的流通市值只有3萬多億元，如今流通市值已經達到74萬億元，但指數的漲幅並不大。

換言之，中國資產規模的擴張主要是靠供給的增加。例如，中國經濟主要靠投資拉動，而且資本形成（三駕馬車中的投資）對GDP的貢獻是其他經濟體平均水平的兩倍左右。A股市場IPO（首次公開集資）規模不斷提高等，使得資產的供應量不斷擴大，最終導致了資產過剩。

2018年，筆者又寫了一篇《買自己買不起的東西》，主要觀點是2000年之前中國是商品短缺的時代，2000年以後商品實現了供需平衡，但資產短缺；2007年以後，商品出現了全面過剩；2015年以後，大部分資產相對於市場需求已經過剩了，但部分資產即所謂的核心資產還是短缺，那就是要買稀缺類資產。

當然，稀缺也是相對的。例如，2001年之前，茅台的基酒產量只有4000多噸，如今已經超過5萬噸，未來可以達到7萬多噸，說明隨着供給的不斷增加，其稀缺性也會下降。如果需求的增長速度不如供給的話，那



麼其價格壓力會增大。

樓市下行拖累消費

中國白酒總銷量下降其實早就發生了。2000年以來，白酒產量不斷上升，到2007年，白酒銷量的增速達到34%的峰值，與名義GDP的增速創新高都在同一年。八項規定之後，白酒銷量增速明顯回落，但仍保持增長，到2016年以後才出現負增長。2015年，中國白酒的總銷量為1312萬噸，到2023年降至629萬噸，降幅達到52%。

但與此同時，代表高端白酒的醬香型白酒的銷售收入卻依然保持上升勢頭，其佔白酒總銷售收入的比重從2015年的14.2%上升到2021年的31.5%。這說明「八項規定」頒布之後，儘管公務高端白酒的消費佔比大幅下降，但商務消費和私人消費的增長幾乎完全替代了公務消費。

從2020至2021年的3年疫情中白酒產量看，並沒有出現大幅回落，其間醬香型白酒的銷售額反而大幅上升。但到了2023年，醬香型白酒銷售收入的佔比已經回落至30.4%。隨着高端白酒價格的加速下跌，估計2024年及今後佔比還會繼續回落。

筆者發現一個有趣的現象，曾經作為主要公務用酒的茅台，在「八項規定」之後其銷量還是大幅上升，但同樣作為公務用車的奧迪，則大幅下降，從遙遙領先於寶馬、奔馳等國外品牌車，到遠遠落後於其他國外品牌車。

當前白酒價格的下跌，主要因素是房地產周期下行帶來的。中國房地產對GDP的貢獻應該在20%至25%之間，當房地產周期步入下行階段時，通常會對經濟帶來較大衝擊，這就是所謂的乘數效應。

而白酒價格的下跌並不是從今年開始的，只是今年上熱搜的頻率高了而已。從茅台老酒的價格走勢看，2021年以後的當年酒批價已經低於如今的市場價；當年購入的茅台酒持有5年的複合收益率已經從2021年的28.81%降至目前的4.83%（見圖）。

上一輪茅台持有5年收益率的下跌發生在2012至2017年，這應該與「八項規定」有關，但茅台酒的銷量並沒有顯著下降。但這一輪價格的下跌，會否影響到其銷量呢？2015至2023年，銷量前11家白酒上市公司價格漲幅215%，也就是在銷量大幅回落的過程中，通過價格上漲來保持盈利的高增長。如今價格已經由升轉降，再要繼續維持盈利高增長的邏輯似乎不再成立。

白酒和香煙類似，都經歷了量減價升的過程。即銷量下降，但銷售收入在不斷提高，這說明2021年之前，中國消費升級的勢頭非常明顯。如2013年高級香煙的銷售額佔比只有27%，到2018年則提高了42%。同樣，茅台公司的銷售收入如今大約要佔到白酒上市公司銷售收入前14名的三分之一左右。

從奢侈品消費的全球份額看，根據貝恩諮詢統計，2000年中國只佔全球份額的1%，到2018年，則佔到全球的三分之一。2020年應該是中國奢侈品消費佔全球份額的最高點，這與中國房地產周期的拐點幾乎一致。

人口年齡結構老化

受疫情影響，2020年以後中國消費升級的勢頭明顯減弱。從人口的維度看，2021年中國步入了深度老齡化階段，即65歲及以上人口佔總人口比重超過14%。由於中國歷史上出生人口最多的「第二次嬰兒潮」年齡段的群體，從2027年起步入聯合國定義的「老人潮」，從而使得老齡化加速。

舉例說，德國從步入深度老齡化到超老齡化（老人佔比達到20%）經歷了36年時間，非常緩慢。日本則用了12年時間，而中國只需要9年時間。這意味着，高度酒的消費量可能會出現快速下滑的趨勢。

據國際葡萄酒與烈酒研究機構IWWSR發布的《2022奢侈烈酒戰略研究》報告，白酒在國際奢侈烈酒市場（單瓶均價在100美元以上的產品）佔據了84%的市場份額，但消費幾乎完全局限在中國。中國是國際奢侈烈酒（不包括白酒）的最大市場，佔全球超過30%的市場份額。

也就是說，中國的高端白酒在全球高端的高度酒份額已經大得驚人，其進一步的提升空間還能有多少呢？依據中國酒業協會的統計，2014至2022年，規模以上的白酒企業營收從5800億元提升至6600億元，8年時間累計增幅僅13%，年複合增速不足2%。

故此推測出隨着人口老齡化的加速，高度酒的銷量會降下來，慢慢步入到低度酒主導的時代。從美國、歐洲和日本等西方國家的案例看，人口老齡化過程中，都存在低度酒的銷售份額提高、高度酒的銷售份額下降的共同特徵。

回顧過去30年，國產的名煙名酒利用消費升級的契機，通過不斷漲價的方式，戰勝了洋煙洋酒；而高端白酒又完勝了高端葡萄酒。但萬物皆有周期，當時代的大潮奔騰而下，個體的努力或顯得微不足道。