

比特幣究竟是不是貨幣？

汪心浩 華坊評估董事



◆最近美聯儲開展加息，使投資者對未來的金融市場產生擔憂，紛紛拋售比特幣在內的高風險資產。

2021年11月8日，比特幣創造了歷史上的價格最高點，67,000美元。而僅僅半年後的今天，比特幣的價格一路下跌，跌破20,000美元。一時間，諸多的比特幣投資者遭受巨大損失。

比特幣近期的價格變化，最主要的原因當然是由於美國進入加息周期。最近美聯儲開始頻繁加息，並預告加息不會在近期結束，這使得投資者對未來的金融市場產生擔憂，紛紛拋售比特幣在內的高風險資產。

但是，比特幣如此巨大的暴跌，跟其模糊的資產性質亦有密切關係。比特幣究竟是應當被視作為一種貨幣，抑或是一種投資產品呢？

貨幣需主權國家信用背書

許多人會從各種角度試圖論證比特幣是一種未來前景可期的貨幣。但必須指出，從貨幣的發展史看

來，能夠在市場上被廣泛接受並使用的主流貨幣，必須有相應的價值錨點。在1971年以前的布雷頓森林體系中，貨幣的錨定資產是實打實的黃金。而在1971年之後，雖然貨幣不再與任何的實物資產掛鉤，但仍然需要主權國家的主權信用背書。換言之，為了支持貨幣的幣值，主權國家必須無條件地兌付它所發行的主權貨幣。如若主權國家在任何情況下拒絕兌付，那麼所謂的貨幣和一張白紙亦沒有太大分別。

而目前來看，比特幣的生態環境中並沒有任何主權機構能夠無條件地為其背書。近年來，比特幣獲得的最大的背書，或許是馬斯克在2021年3月曾經說過的名言「比特幣可以購買特斯拉」。若大家仍記得的話，在馬斯克發表此番言論後比特幣立即出現顯著漲幅，這就是信用背書產生的力量。但是，作為私人企業家的馬斯克亦可以隨時隨地收回他的話而不會有什

麼後果，而市場的反應也有明顯的炒作成分。同時，普通人會發現儘管比特幣已經存在了十幾年，但他們仍然無法使用比特幣購買到什麼實物資產。這進一步減弱了比特幣的貨幣屬性。

從估值的角度來看，我們通常建議將目前的比特幣視作為一種具有活躍交易市場的高風險投資產品。但值得注意的是，比特幣市場和股票或債券市場有顯著的區別，股票和債券由參與實體經濟的公司發行，其底層邏輯代表了實體經濟中的一定份額，直接和公司的經營業績掛鉤。而比特幣的發行、創造、交易等種種環節皆和實體經濟毫不相連，其價值較多地取決於美元等其他貨幣的供應量，以及市場參與者的情緒，故價值風險和市場波幅要顯著高於普通的股票或債券市場。

說到底，比特幣的發展需要回答這樣一個問題：人們究竟可以用比特幣來做什麼？

美提速遏通脹 致力扭轉預期

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

投資者密切關注美聯儲貨幣政策前景。鮑威爾最新講話表示，美聯儲下定決心拉低通脹，正迅速採取行動，並預期持續加息是適當的做法。

6月加息75個基點後，美聯儲下一步如何行動成為焦點。鮑威爾周三表示，美聯儲下定決心拉低通脹，正迅速採取行動，並預期持續加息是適當的做法。故此，儘管十年期美債收益率周三回落3.63%，不過仍在高位運行。同步可見，有恐慌指數之稱，反映美股標普後市引伸波幅的VIX，亦已經連續下跌四日，跌至30水平下方。

當然，上周鮑威爾也在議事會議後，多次強調了抑制通脹。如此一來，進一步升息應該是大概率，美匯指數雖然短線有所回落，連跌兩日，下試104支持，但還是能保持在高位運行，調整過後或有進一步上行空間。

英鎊下探1.2支持需求

另一邊廂，歐央行或即將開始升息的預期持續。歐元雖然連續反彈三日，但繼續在大的下行趨勢中，遇阻50日線，不過短線歐元或能逐漸企穩，只是缺乏足夠上行動能反彈。英鎊也保持在下行趨勢中，運行在50日線下方，雖然近日有反彈，但後

市仍有再次下探1.2支持的需求。

誠然，一直敏感於貨幣政策的金價，面對大的加息環境，不算好消息，限制金價上漲空間，但另一方面，隨著經濟衰退風險增加，全球金融市場震盪，避險需求卻又利好金價。兩者總合起來的淨效果，是不少投資者仍然會在投資組合中加入黃金。故此，後市金價將進一步增加波幅，而目前在千八的支持力度相對有限。

貴金屬仍具下行空間

其他貴金屬方面，白銀在21至22美元區間波動，繼續運行在50日線下方。白銀目前跟隨黃金，缺乏明確的方向，後市更有進一步下行的空間。鉑金目前繼續在900至1,050美元區間運行。短線在50日線下方運行，保持弱勢震盪，還是缺乏足夠動能突破。鈦金面對的沽壓更大，從3月高位回落後，就一路在下行趨勢中，原本圍繞2,000美元窄幅震盪，近期進一步跌離，周三再跌1.33%至1,837.9美元，或有進一步下行空間。

當然，談到通脹以至衰退的可能性，



◆鮑威爾指美聯儲下定決心拉低通脹，正迅速採取行動，並預期持續加息是適當的做法。

法新社

不得不提大宗商品的代表。近期油銅都感受到了壓力。大環境是，經濟衰退風險在增加，投資者更加擔憂，這對於需求端前景是不利的，加上美聯儲或持續加息，美元走強，對於商品帶來壓力。

油價或試100美元水平

原本紐油還能突破120美元水平，但近期下行壓力明顯增加，周三更是跌破50日線支持，低見101.53美元，好在能夠守住100美元附近的支援，最終收窄部分跌幅，下跌3.04%至106.19美元。但考慮供應擔憂持續存在，油價還是有支持。料短線或繼續測試100美元水平，90美元

附近支持強勁。

至於銅價，倫銅從4月下旬開始回落，上周更是跌破九千關口，周三再跌2.47%至8,773美元，需求端前景不樂觀令銅價進一步回落，短線或繼續下探。

總的來說，目前央行大員的言行，儘管頗有幾番令人質疑可信性的事端，但只要保持在繼續提速加息退市縮表的大前提下，最終可以扭轉之前十多年的預期，而令市場參與者與央行政策當局重新找到均衡點。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

香港回歸25年 經濟再起飛

史立德 香港中華廠商聯合會會長

下星期五就是香港回歸祖國25周年的大日子。過去25年，香港在國家支持下一直穩步發展，在不同範疇發揮「國家所需，香港所長」，例如更緊密經貿關係安排、自由行、離岸人民幣業務發展、「滬港通」及「深港通」等，以「一國兩制」的獨特優勢，擔當「走出去、引進來」的角色。展望未來，在現時大國博弈、環球地緣政治形勢倍加複雜的前提下，香港更加要團結一致，利用祖國作為最大後盾，面向世界，才能繼續砥礪前行。

香港金融業是經濟的重中之重，作為國家的國際金融中心，過去25年，香港上市

公司的數目由619家增至2,500多家，增幅逾3倍；上市公司總市值由3.2萬億元增至約38萬億元，增長近11倍。存款數字由1997年約26,000億港元，增至2022年約153,000億港元，增幅近5倍。

再工業化是香港正確出路

事實上，製造業亦是推動經濟的重要一環，儘管現時以本地生產總值計算，工業僅佔1%左右，但其實並未反映真實情況。製造業目前聘用的人手，佔香港就業人數約2.3%，和銀行業僱傭人數差不多，不是小的生產值，然而卻未被計

算進製造業的生產總值中。因此，製造業對經濟的貢獻一定不止1%，政府應重新調整統計本地生產總值的方法，將製造業在貿易上的本地生產總值重新歸類在製造業上，反映香港工業對香港的真正貢獻。

再工業化是香港製造業的正確及唯一出路，不論是先進工業或傳統工業，均可以透過結合科技及工業，將香港製造業再上一層樓。因此，新一屆政府將再工業化的工作，納入創新及科技局，並將該局變成創新科技及工業局，展現了政府推動香港再工業化的決心，亦有助

促進各界重新體認工業對香港經濟發展的重大貢獻和特殊作用，同時確立創科與製造之間相輔相成、不可偏廢的政策定位，我們廠商均表支持。

上周，國務院任命新一屆政府主要官員名單。新管治班子來自多元背景，廣納社會不同界別的精英。事實上，香港過去在政治問題上已經糾纏太久，浪費太多時間，現在最需要由治及興。我有信心在候任行政長官李家超的領導及國家支持下，可化解社會上積累已久的深層次問題，帶領香港經濟「疫」後起飛。而新一屆政府的商務及經濟發展局局長丘應樺和創新科技及工業局局長孫東均是理想人選，我與業界會一如過往，與政府衷誠合作，合力推動香港經濟發展。

政府引導基金的規模化、市場化與專業化

龐湛 經濟學博士、經濟學家

根據投中研究院發布的數據，截至2021年末，中國內地各級政府共擁有1,437隻政府引導基金，規模累計達24,666億元人民幣，2021年度設立數量和規模的同比增速分別達77%與207%，均較2020年度有明顯回升，且遠高於2012年至2021年間的複合年均增長率26.4%和46.2%。而根據媒體報道，今年至今全國已有十幾家規模過百億元人民幣的政府產業基金新設成立。

筆者認為，政府引導基金快速增長的熱潮背後，是內地各級政府長期以來的雄心與努力，即：通過市場化、專業化、規模化運作，規範募、投、管、退等各環節管理來提升財政资金使用效率和可持續發展、放大社會資本效應、拉動招商引資，引導優質資源集中流入和聚焦戰略性高精尖產業、地方特色產業和「專精特新」企業，促進區域經濟高質量發展，加快地方產業轉型升級。

引導基金成穩增長抓手

另一方面，中國經濟發展在新冠疫情衝擊下面臨需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力。在疫情防控制態化的背景下，各級

政府希望將政府引導基金作為穩供給、穩預期、穩增長政策的抓手和機會，使其承擔更大責任。今年的《政府工作報告》也提出，要發揮重大項目牽引和政府投資撬動作用，完善相關支持政策，充分調動民間投資積極性。而近年來政府引導基金出資比例從原有的20%至30%不斷提升，部分地區政府引導基金出資比例甚至最高達70%，對當前部分在一級市場募資偏冷偏難的市場化投資機構來說較具吸引力。

值得注意的是，筆者發現，政府引導基金正同時體現出橫向整合與縱向下沉兩大趨勢。

2020年2月，國家財政部發出《關於加強政府投資基金管理、提高財政出資效益的通知》，要求「提高基金運作效率，減少資金閑置；支持地方政府推進基金布局適度集中，聚焦需要政府調節的關鍵性、創新型行業領域」。此外，早期設立的政府引導基金在近兩年集中到期。因此，多地對現有存量引導基金進行統籌管理、優化整合，成立大型綜合性母基金或整合現有基金平台，以期打通政府引導基金之間

的橫向聯繫，強化對社會資本的吸附和聯動，更好地形成產業布局、政策引導、頭部企業、園區配套、投資跟進、精準服務等各方面合力，凸顯對重點產業鏈或產業生態的全方位支持。

基金縱向下沉趨勢明顯

與此同時，各方面數據顯示，引導基金正在從省一級向地一級下沉，並正逐漸形成向區縣一級繼續下沉的趨勢。區縣級政府設立引導基金，主要是為了培育當地支柱產業、拉動縣域經濟發展新動能、避免在新一輪地方競爭中落後，其基金規模與地方經濟發展總體水平、地方政府決心與政策力度、財政收支水平等因素緊密相關。由於在人才、產業、資源、市場等方面稟賦存在差異，相比省市的引導基金，區縣級政府引導基金委託給市場化機構管理的比例較高。對於社會資本而言，和政府層級越來越下沉的政府引導基金打交道時，也會越來越關注相關各地的地域經濟發展、金融環境、法律環境、自然環境、政府效率、開放程度、市場化思維、信譽歷史、配套產業鏈等因素。

超寬鬆貨幣政策的真正終結

Kristina Hooper 景順首席全球市場策略師

瑞士央行上星期決定加息50個基點，標誌着超寬鬆貨幣政策時代結束。這是瑞士央行15年來首次加息。值得注意的是，瑞士沒有其他西方發達國家那樣的高通脹。不過，考慮到許多其他國家高通脹的情況，瑞士央行的加息動機或是出於預防第二輪效應風險的考慮。

瑞士央行的決定象徵着，面對世界許多地區的高通脹，西方發達市場的央行正朝着貨幣政策正常化的方向邁進。這些央行數十年來第一次在很大程度上改變了他們的思維模式——面對更高、更持久、更廣泛的通脹和迅速上升的通脹預期，他們不得不這麼做。

全球資產反應負面

我認為，政策正常化終將產生正面影響，不過，在最初階段會經歷市場陣痛和隨之產生的經濟影響。

我們看到風險資產（從股票到加密貨幣）以及「低風險」資產都出現了拋售。

我認為，全球資產的反應是負面的，因為這一變化出現得太快且規模太大，市場仍在消化幾個月前才開始的巨大轉變。一旦市場對美聯儲加息的步伐有所消化，我認為金融環境對資產價格的影響會有所減弱，尤其是對高品質信貸以及股票。如果今年稍後時候西方央行能夠放慢收緊政策的步伐，這可能會有有助於資產價格表現，對期待已久的通脹放緩也應會有所幫助。

作為戰略投資者和資產配置者，從長遠來看，我們也可以期待不同資產類別相對估值會重新調整。

在固定收益方面，在政策正常化之後，我認為債券應會再次提供票面利率，幫助投資者緩衝風險較高資產的波動。

在股市方面，回歸更正常的貨幣政策並不意味着股市牛市的終結。但首先需要經歷一次較大調整，其中也包括盈利調整。

看好中日風險資產

我們認為，那些不在貨幣政策收緊範圍的市場，在短期內會出現機會。

尤其是，從貨幣對沖的角度來看，日本和中國的風險資產（房地產領域除外）看起來較有吸引力。

中國可能會從更多的財政和貨幣刺激中受益，尤其是與美國相比，美國的情況正相反。

從中長期來看，多元化和高收益的全球投資組合將帶來機遇，包括股票、固定收益和另類資產類別。

機構開展項目徵集，構建優質充足的備投企業項目庫，為合作基金推薦優質項目，為入庫企業推薦優秀基金，搭建基金和項目的綜合对接平台，並切實將部分政府引導基金存在的行政化思維轉變為市場化思維，將相關團隊的人員、能力、結構調整到與基金投資管理相匹配的專業化方向上。

在基金管理上，為了有效實現投資目標，確保資金管理的專業性和穩健性，政府及其下屬投資平台在委託市場化母基金管理機構進行管理時，應更加務實、嚴格、充分、全面地了解、調研和評估市場化資本管理機構的核心團隊、歷史募資及投資業績、投資策略與項目儲備、產業鏈資源與投資能力、內部治理等方面的綜合情況。此外，「十四五」規劃提出「鼓勵發展天使投資、創業投資，更好發揮創業投資引導基金和私募股權基金作用」，政府引導基金也可以有針對性地提高對早期投資風險大、周期長的天使基金、創投類基金的出資比例，引導社會資本投早、投小，使初創型企業獲得政府投資基金的更多關注，並在退出方面建立健全對股權投資尤其是早期投資的容錯機制。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。