



▶ 比特幣雖具有去中心化特點，但仍難逃投機屬性，價格一直較為波動。

2020年以來，加密貨幣市場快速發展，主流加密貨幣的價格和市值均大幅走高。但隨着今年6月多國央行紛紛加息，風險資產承壓顯著，疊加部分投資者過度加槓桿導致風險敞口陡增及事件性因素的發酵，加密貨幣價格「一瀉千里」。本文將總結近期加密貨幣市場出現暴跌的原因。

比特幣屬投機多於抗通脹

貨幣微觀

明 明

中信証券固定收益
首席研究員

全球疫情爆發後，加密貨幣市場發展迅速。價格方面，主流加密貨幣價格創歷史新高，彭博Galaxy加密貨幣指數於2021年一度向上突破3500點，而該指數在2017年8月至2019年12月的中樞水平僅為504點。

此外，全球加密貨幣市場的市值不斷上漲，在今年6月18日達9301.6億美元，遠超2020年1月1日的1909.9億美元。

在理論上，比特幣的發行機制消除了由於貨幣超發而引起的通脹問題。根據Andreas M. Antonopoulos在《Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies》一書中的介紹，比特幣的供應通過「採礦」創造，類似央行通過印鈔發行貨幣，具體規則如下：1）每個區塊（block）以平均10分鐘左右的時間生成；2）每個區塊以固定且遞減的速率創造比特幣，在初始發行的前4年裏，每個區塊含有50個新比特幣，隨後便以每21萬個區塊（大約每4年）下降50%的頻率衰減；3）根據書中測算，大約至2140年，總計將有約2100萬的比特幣被發行，而2140年之後將不會發行新的比特幣。基於上述規則，區別於傳統貨幣由央行決定發行數量，比特幣的發行總量是固定值。

穩定幣（Stablecoins）是加密貨幣中的一類特殊品種，對於大部分的穩定幣而言，其特點在於發行需要與其他資產掛鉤。根據美國聯儲局的討論文件對於穩定幣的分類，當前市場上的穩定幣可主要分為三類：

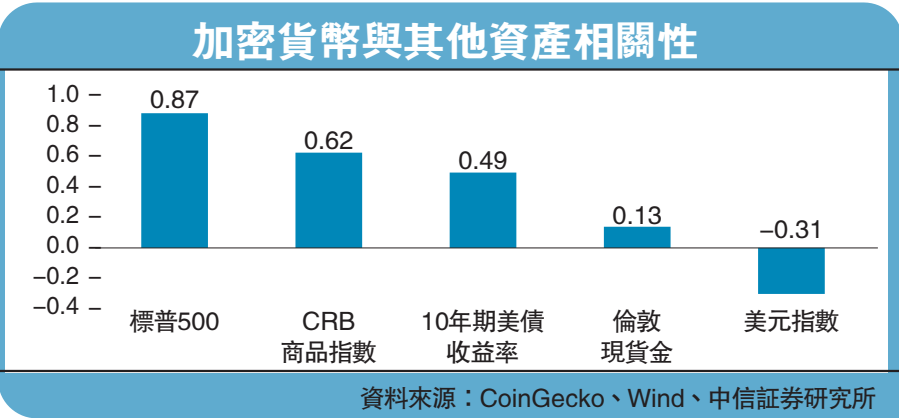
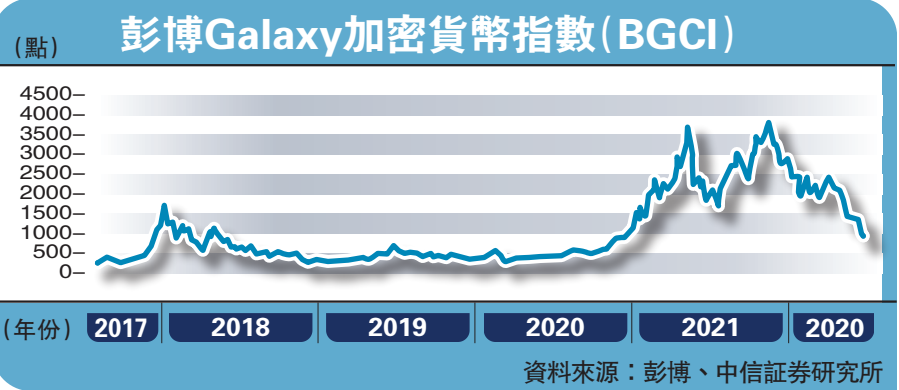
與法定貨幣資產掛鉤的穩定幣，以美元、美債、商票等現金及現金等價物作為穩定幣幣值的支撐，比如泰達幣（USDT）以美元作為擔保，支持代幣與美元按1：1的比例兌換。

與其他加密貨幣掛鉤的穩定幣，以超額抵押的加密貨幣資產作為發行的擔保，以Dai（穩定幣的一種）為例子，當客戶將一種不穩定的加密貨幣存入Dai的智能合約協議，就會產生對應的穩定幣，然後用戶以加密貨幣為抵押（擔保比率高於100%）獲得Dai的貸款。如果後續抵押的加密貨幣價值低於某個臨界值，貸款將自動清算。

機構或私人穩定幣（Institutional or private stablecoins），這一穩定幣可由金融／非金融機構發行，主要用於內部賬戶交易及流動性管理。

過度槓桿炒賣埋下爆倉伏線

2022年6月以來，包括美國、英國、瑞士在內的多國央行均採取不同程度的加息操作，以應對其國內高企的通脹。以美國為例，由於5月起預期的通脹數據，聯儲局最終決定於6月加息0.75厘。大幅加息雖然在一定程度上顯示聯儲局抗擊通脹的決心，但「持續的高通脹+大幅的加息」，使得市場對於美國經濟衰退的擔憂加劇，風險資產進一步承壓。其中，以比特幣和以太幣為代表的加密貨幣更是跌幅顯著：6月19日上述兩種加密貨幣的價格分別失守2萬美元和1000美元關口。儘管其價格在6月20日小幅收漲，但仍較2021年11月9日的高位下



跌約69.7%和76.6%。

部分投資者過度加槓桿導致風險敞口陡增，加密貨幣價格大跌引發爆倉，疊加事件性因素的發酵，加密貨幣市場拋壓激增。2020年底以來，隨着加密貨幣價格的快速走高，交易規模也有所增長。以比特幣為例，2019年日均交易量約195億美元，而價格高漲的2021年，日均交易量增至460億美元。隨着市場情緒高漲，投資者加槓桿行為愈演愈烈。

據CryptoQuant測算的比特幣市場槓桿率水平來看：1）2020年12月初至2021年5月初，比特幣價格的第一輪走高並沒有導致市場投資者大幅加槓桿。2）2021年5月底至今，隨着比特幣價格在2021年5月出現大幅回調後，投資者開始以加槓桿的方式藉機買入。在此期間投資者的槓桿率從0.1左右的低位（2021年5月25日讀數）持續攀升至0.3附近（2022年6月6日讀數）。在高槓桿的背景下，隨着「全球最大的加密貨幣交易所Binance暫停了幾個小時的比特幣提款」、「加密貨幣借貸巨頭Celsius宣稱，受『極端市場條件』影響，該公司將暫停賬戶之間的所有提款、互換和轉賬」等事件性因素，導致投資者對於加密貨幣的流動性擔憂加劇，拋壓激增，其價格也急速下跌。

穩定幣與美元等資產掛鉤的機制仍有疑存。儘管從價格上看，當前泰達幣的價格已經企穩，但市場對於穩定幣的作用仍然是疑慮重重。對於掛鉤法定貨幣資產的穩定幣來說，支撐其穩定幣發行的儲備資產是市場的主要關注點。

以全球第一大穩定幣（市值計算）USDT為例，其發行方Tether公司曾被指控謊報美元儲備充足率。而對於掛鉤其他加密貨幣的穩定幣來說，也面臨着支撐其發行的加密資產出現價格大幅縮水、穩定幣算法設計有缺陷等風險。一旦穩定幣、其他加密貨幣、美元三者間的關係出現脫鉤，那麼加密貨幣市場的擔憂會面臨極大的衝擊。

風險偏好回落 虛幣即捱沽

在市場風險偏好回落時期，比特幣等加密貨幣將面臨着較大的沽壓，投資者仍舊選擇回歸美元等傳統貨幣

資產。儘管去中心化的初衷美好，但比特幣仍難逃投機屬性，自比特幣發展以來，其價格呈現出較高的波動性。從相關性來看，選取比特幣、標普500指數、美元指數、倫敦現貨金、美國10年期國債及CRB商品指數六類資產在2020年1月1日至2022年6月17日的數據進行測算，發現：1）比特幣與標普500這類典型的風險資產之間存在較高的正相關關係；2）比特幣與美元指數存在一定的負相關關係，與黃金的相關性不大，與美債收益率存在一定正相關（即美債收益率和比特幣價格同升同降），表明比特幣與傳統避險資產存在反向關係。

正是由於比特幣本身的風險資產特性，以及比特幣市場存在着大量的投機行為，在市場風險偏好回落時期，比特幣等加密貨幣將面臨着較大的沽壓，投資者仍舊選擇回歸美元等傳統貨幣資產。

比特幣有抗通脹的概念，但這一屬性尚未得到時間驗證。正如前文所述，由於特殊的發行機制，固定的發行量使得比特幣能夠消除因貨幣超發而導致的通脹。而疫情以來，海外經濟體超寬鬆貨幣政策帶來的流動性氾濫，以及供應鏈瓶頸推高的全球通脹水平，都為比特幣放大「抗通脹」的概念提供了契機，其也在短期內成為了海外抗通脹的選擇之一。但將比特幣與傳統的抗通脹資產黃金相比，二者並無顯著的相關性，兩類資產的價格既有同漲同跌，也有此消彼長，且比特幣的價格波動性也顯著高於黃金。

加密貨幣的出現與發展，體現了全球貨幣體系已經向着多元化方向不斷嘗試。2020年疫情爆發以來，以美國聯儲局為代表的海外央行採取了超量的貨幣寬鬆政策以支持經濟修復，同時也帶來了流動性氾濫。2022年初俄烏衝突後，美歐等經濟體又通過SWIFT系統對俄羅斯進行金融制裁。在此背景下，市場對於美元主導的貨幣體系產生了擔憂，加密貨幣和央行數字貨幣的發展，以及市場對於以大宗商品為錨的布雷頓森林體系Ⅲ的討論，都在一定程度上隱含對美元的挑戰，儘管當前美元的地位仍舊無法撼動，但全球貨幣體系已向着多元化方向不斷嘗試和發展。

港聚焦三方向 激發金融活力

創科前沿

張宗博士

香港創業及私募投資協會
董事

香港的低稅率環境、簡單稅制結構、完善的金融基礎設施，吸引了眾多私募來港拓展業務。香港回歸祖國25年來，私募資本與銀行、保險、證券及其他金融業一起，助力香港取得舉世矚目的經濟成就，包括全球競爭力排名不斷攀升、營商環境躋身全球前列、國際金融中心排名穩居世界前三。

站在回歸25周年的歷史新起點，本港既具有「一國兩制」獨特制度優勢、全球最大市場作為支持；又面對新加坡、迪拜等其他國際都市的挑戰。香港如何應對？筆者認為，各界應着力聚焦以下三點：共同維護穩定的社會與營商環境；通過制度創新穩固並增強國際金融中心的吸引力；以（金）「融」促（科）「創」，推動香港豐富的科研資源轉化為實際生產力。

一：維護穩定社會及營商環境

香港作為全球前三位的國際金融中心，匯聚世界最主要的金融機構，承擔資本、外匯、債券、商品期貨、黃金等金融交易的安全職責。修例風波的發生，不僅危害本地經濟民生，亦對本港金融中心的競爭力帶來負面的影響。幸而中央及時出手，國安立法及完善選舉制度，並順利完成三次重要選舉，香港由此迎來了由亂到治、由治及興的重大轉折。

我們堅定地認為，只有更好地維護香港的社會穩定與營商環境，才能更好吸引國際資本、金融機構及金融人才。這是新一屆特區政府管治團隊和社會各界的共同任務與願望。

二：通過制度創新吸引內外資

近年來，以「一國兩制」為核心，香港在聯繫內地與連接世界兩個方向上探尋制度創新。一方面，在《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（CEPA）等協定的加持下，香港進一步推進了跨境支付、融資、財富管理、金融科技等領域的制度試點；利用好QFII（合格境外機構投資者）、QDII（合格境內機構投資者）、QFLP（合格境外有限合夥人）、QDLP（合格境

內有限合夥人）等渠道，將香港金融市場的活水，以及監管體系與風險管理制度的優勢引入內地，助力內地企業在全球資源配置；同時也與海外投資者分享中國經濟的發展紅利。

2020年8月實施的《有限合夥基金條例》（LPF），為私募資本機構提供一個簡潔高效的制度架構，有力吸引業界考慮在香港成立和營運基金，吸引設立於開曼群島、美國特拉華州及盧森堡等地區的離岸基金遷冊來港。

2022年1月，港交所推出「特殊目的收購公司」機制（SPAC），此舉有助於扶植新星企業茁壯成長，也令到香港金融市場的上市產品種類更趨豐富及多元化。

值得關注的是，香港擁有八大高校、科研資源豐富；依託粵港澳大灣區，「香港研發+灣區製造+內地行銷」的模式大有可為；國家「十四五」規劃綱要亦明確支持香港建設國際創新科技中心。

近5年來，香港於科創領域投資1500億港元，推動初創企業、研究實驗室以及相關基建快速發展。但與美國硅谷、北京中關村乃至一河之隔的深圳南山科技園相比，香港科創生態仍有相當差距。其中，創業投資（VC）群體的規模與影響力是明顯的短板。究其原因，香港金融市場發達，投資者產品選擇眾多，但大疆、商湯等香港本土的科創致富故事太少。公營組織、金融機構、本地傳統投資者青睞於基礎設施、房地產、消費健康等穩健投資的氣氛濃厚。

三：引導投資以「融」促「創」

從內地經驗來看，僅以市場自發行為投資科創的力度有限。地方政府適時有所作為，通過引導基金投資，帶動市場主體於科創領域「投早（期）投小（企業）」，並且取得明顯成效。筆者建議特區政府參考上述做法，在「Hong Kong Growth Portfolio」計劃中，除現有偏重後期投資的私募股權基金（PE）之外，更需要加大力度引入創業投資機構（VC），帶動更多市場機構一同參與以（金）「融」促（科）「創」。

如是，香港本地的創業投資群體才能有機壯大，為科研成果轉化提供第一程，也是最關鍵一程發展的彈藥；為對接灣區製造、內地行銷奠定基礎。



◀ 香港依託大灣區，以「香港研發、灣區製造、內地行銷」的模式發展創科大有可為。

美通脹失控 全球股樓震盪

樓市智庫

陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國5月份消費物價指數（CPI）按年急飆8.6%，創40年來新高，打破3月份CPI上升8.5%的紀錄，全球均擔心通脹失控。聯儲局議息後宣布加息0.75厘，是1994年後、即27年半以來最大加幅。聯儲局主席鮑威爾預計，下次會議最可能是加息0.75厘或0.5厘，但不要期望加息0.75厘是常態。換言之，追加升息有限。

聯儲局決策者上調今年底聯邦基金利率預測至3.4厘，較3月時預測高1.5厘，明年底利率預測上調至3.8厘。後年開始減息，到年底減至3.4厘。鮑威爾指出，早前公布5月份通脹數字令聯儲局意識到今次加息0.75厘是正確。

美國5月份CPI創下1981年12月以來新高，剔除食品和能源的核心CPI按年升幅雖縮至6%，但仍較市場預期多0.1個百分點，按月升幅為0.6%，市場預期為0.5%。

通脹升溫令同日美股三大指數暴跌2%至3%，連帶周周之後再挫2%至4%，直接衝擊全球股樓市場。此外，美國密歇根大學6月消費者情緒指數初值跌至50.2，創出紀錄新低，亦遜市場

預期。預期指數及現況指數均出現下跌，並低於市場預期，分別創1980年5月及有紀錄以來最低。

美國通脹以逾40年來最快速度攀升之後，總統拜登表示，需要迅速採取行動降低通脹壓力。

根據報告，能源價格過去一年狂飆34.6%，是2005年9月以來最大漲幅；糧食價格上漲10.1%，為1981年3月以來首次升逾10%。

聯儲局進退兩難

美國面臨高通脹，大眾消費情緒疲弱，總體呈現滯脹形態，聯儲局重手加息對付通脹會打壓市民消費意欲，輕手加息又會令到通脹反撲。美國現正處於進退兩難的境地，這是聯儲局不想見到的情況。

此外，美國10年期及2年期國債孳息日前曾見3.389厘及3.364厘，又再出現現息倒掛局面，這意味面臨經濟衰退威脅。大力加息及不加息都並非好招數，但溫和加息又擔心力度不足以壓倒通脹。眼下美國正在滯脹險境，聯儲局加息進退維谷，通脹和經濟都要兼顧，不能只處理一個項目。如何處理滯脹是一個非常棘手難題，拆炸彈正是一步一驚心。

假如聯儲局處理不當，將會衝擊全球股市及樓市，令市場繼續震盪。