

安聯投資評析

03/2018

環球概覽

比特幣泡沫以外區塊鏈的好處

重點：

- 在2017年12月至2018年2月間，比特幣的價格大跌一半，但比特幣泡沫很可能尚未結束
- 比特幣符合了所有資產泡沫的基本特質，包括過度炒賣、缺乏監管和潛在的詐騙情況等
- 比特幣沒有任何內含價值：跟主權債券、股票或紙幣不同，你不能向任何法定人士追索，比特幣本身也不會產生任何收入
- 由於交易成本高、價格波動劇烈且無法真正存儲價值，因此我們不認為比特幣是一種貨幣
- 儘管如此，比特幣所採用的區塊鏈技術自有其優點，尤其可以降低金融交易成本

2017年聖誕節前的幾周，是比特幣的全盛時期。比特幣期貨在全球兩大領先期權交易所——芝加哥期權交易所（CBOE）和芝加哥商業交易所（CME）進行了首次交易，而在12月18日的一天，其現貨和期貨市場價格更創下了歷史新高，收報20,000美元。

但比特幣價格旋即急轉直下，至今仍未收復失地：截至2月底，其價格跌至約10,000美元，即是較高峰期大跌了一半左右。那麼比特幣這種「全球貨幣」的炒作已告一段落了嗎？可能還沒有，比特幣和類似工具的投機，似乎將會持續一段時間。然而從我們的角度來看，比特幣存在



Stefan Hofrichter, 特許財務分析師
首席經濟師

著若干嚴重的缺陷：其發展軌跡正正符合了教科書中金融市場泡沫的範例，而且比特幣還欠缺了作為一種特定貨幣的幾個關鍵特質。

從我們的角度來看，比特幣存在嚴重的缺陷：它正正是教科書中典型的金融泡沫範例，並且欠缺作為一種貨幣的特質。

比特幣的泡沫行為

自2009年初面世以來，比特幣的價格走勢一直有泡沫的痕跡。當比較比特幣的五年價格動態（計入通脹調整後）與其他

（續至下頁）

1 環球概覽

比特幣泡沫以外區塊鏈的好處

3 放眼世界

大型科技企業必須參與社會基建

5 基層研究 (Grassroots® Research)

脫歐的抑鬱：調查顯示英國消費者的擔憂正在增加

Allianz 
Global Investors
安聯投資

(續第1頁)

環球概覽

資產泡沫比較時，比特幣仍然名列前茅——僅落後於1720年的密西西比泡沫和1637年的阿姆斯特丹鬱金香狂熱。而在近年的例子中，比特幣的泡沫情況，已遠遠超過2000年的科網泡沫和上世紀八十年代的日本泡沫。此外，我們認為比特幣符合了資產泡沫的所有特性：

- 「新時代」思潮。在這個互聯網時代，比特幣被視為一種全新的貨幣和具有貨幣創新的特質。
- 過度炒賣。據國際結算銀行數據顯示，過去五年比特幣交易量增加了近五倍。

- 超寬鬆的貨幣條件。儘管美國聯儲局已陸續加息，但全球的貨幣政策依然寬鬆。
- 缺乏金融監管。世界各地的監管機構直至最近才意識到比特幣的瘋狂情況。
- 相關金融工具面世。與比特幣相關的新產品相繼湧現——從芝加哥期權交易所 (CBOE) 和芝加哥商業交易所 (CME) 期貨合約，到首次代幣發行 (ICO) 等，日趨多樣化。
- 槓桿比率上升。當全球私人市場的槓桿比率增至紀錄新高的同時，以槓桿參與比特幣的投機也在增加。

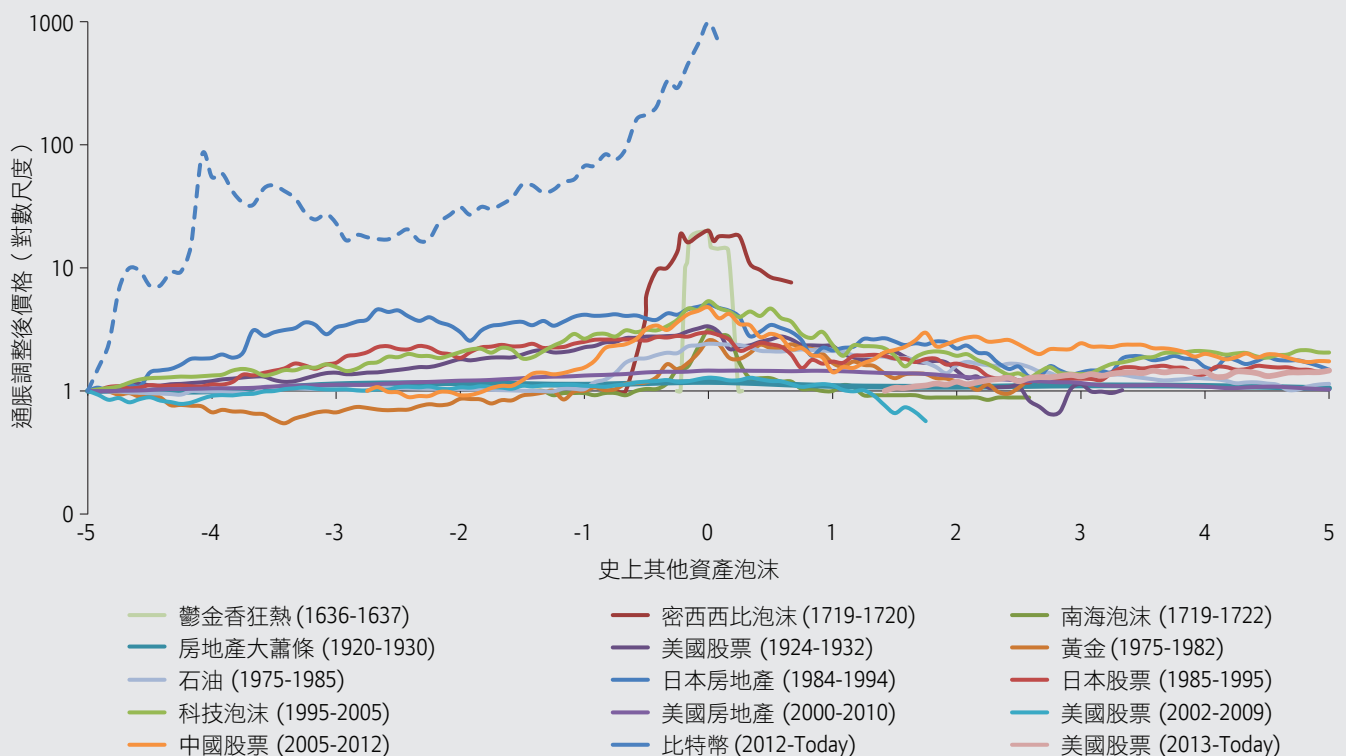
- 詐騙。由於比特幣的活動完全處於傳統銀行渠道之外，因而成為了許多犯罪份子的首選工具。
- 顯著高估。在今天的市場中，許多資產價格都昂貴，問題是沒有類似的資產可以跟比特幣作比較。

這帶出一個關鍵問題：比特幣的合理價值是多少？我們認為，其內含價值為零：比特幣跟主權債券、股票或紙幣不同，你不能向任何法定人士追索，比特幣也不會產生任何收入。無可否認，這種講法同樣適合於黃金，但在過去2500年來，人類一直廣泛地接受黃金這種物質的價值，而比特幣的歷史還不到十年。

(續至下頁)

與其他泡沫比較，比特幣走勢如比天高

比特幣五年價格動態 vs. 史上其他資產泡沫；每月變動；對數尺度



資料來源：安聯投資；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?". 數據截至2017年10月。

(續第2頁)

環球概覽

我們認為，比特幣的內含價值為零

有人可能會爭辯說，比特幣的價格，只是反映其他資產類別都出現一定程度的過熱現象：

- 標準普爾500指數的週期性調整後市盈率 (CAPE) 較其長期平均值高出一倍。
- 全球許多高收益債券和投資級別債券的息差都極窄。
- 在全球金融危機中，未有受到嚴重打擊的市場——例如加拿大、瑞典、澳洲和香港，其樓市估值被大幅高估。

儘管比特幣不是唯一被高估的資產類別，但在我們看來，比特幣狂熱就如教科書的泡沫範例一般，而且泡沫可能即將破滅。那麼比特幣泡沫的終結，對傳統資產類別（如固定收益或股票）投資者而言是否重要？我們認為答案是不。在我們看來，

比特幣泡沫的爆破，對於「真實世界」幾乎沒有溢出效應，因為這種加密貨幣的市場規模還很小。因此，我們相信比特幣所帶來的金融風險仍微不足道——起碼在今天仍然如此。

比特幣的市場規模還很小，因此我們相信比特幣所帶來的金融風險仍微不足道

既非貨幣，也非ESG友好

因此，如果比特幣的缺陷，令其不足以成為一種適當的資產類別，那它至少能符合作為貨幣的條例嗎？我們相信答案也是否定的，原因如下：

- 首先，鑑於比特幣的交易成本高昂，它只能用於支付高價商品。
- 其次，鑑於比特幣的價格波動劇烈，難以用來計價——即用於為商品和服務定立價值的標準。
- 第三，考慮到上述提出的所有論點，比特幣幾乎不可能用來存儲價值。

此外，如果我們考慮到環境、社會和治理 (ESG) 因素，比特幣也肯定不是我們所喜歡的工具。

在一年內，與比特幣生產相關的能源消耗量，相當於整個愛爾蘭的年度能源消耗，這種情況相當令人擔憂。

區塊鏈自有其優點

儘管我們對比特幣有不少擔憂，但其區塊鏈（或分佈式總賬）技術，顯然具有潛在的優點——其中最重要的是區塊鏈能顯著降低驗證交易和網絡的成本。這將促使包括中央銀行在內的金融機構，更密切地研究區塊鏈並評估實際應用——包括進行金融交易。對於資產管理公司而言，這是我們認為加密貨幣——並非特定某一種加密貨幣、而是整體而言——最有趣的一點。

儘管我們對比特幣有不少擔憂，但其區塊鏈技術顯然具有潛在的優點

(續至下頁)

放眼世界

大型科技企業必須參與社會基建

重點：

- 互聯網企業應在其收入來源地的司法管轄區繳稅
- 互聯網寬頻是公共之物，售予追求盈利的企業之餘，也要確保其利益與社會共享，而不是單單由一些富者私有化
- 如果互聯網公司不參與及投入社會成本，其商業模式所依賴的公共基建和公民社會將會惡化

近幾個月來，決策者和公眾對於一些全球最成功的科技公司愈感不滿。從在美國大選期間散播「假新聞」的憤怒、到歐洲涉及不公平競爭和避稅而引起的投訴，愈來愈多跡象表明人們對於這些大型科技破壞者開始失去耐性。這些批評的核心在於，大型科企的商業模式依賴於「積極的外部性」(positive externality)——這不是他們所擁有的資源，卻為他們帶來極大好處。在這種情況下，俗稱為FANGs的Facebook、Amazon、Netflix和Google這些公司靠互聯網來取得極大的成功，同時卻將互聯網這種公共之物私有化。

「FANGs」企業靠互聯網取得成功，同時卻將互聯網這種公共之物私有化。

當然，FANGs與其他科技企業，均擁有出色的創見，但若沒有相關的基建讓它們接觸到世界大多數的人口，他們的意念即使有多創新也毫無價值。試想一下Facebook在一個荒島上營運，無法連接任何人，雖然這不是一個非常有說服力的商業案例。但事實是這些公司雖然依賴公共基建，卻未有將其部分利潤回饋社會。由於知識產權是公司的主要資產，許多公司選擇在偏遠、低稅率的地方註冊。它們的業務在某一些地方取得成功，但卻將利潤撥到另一個地方。這些互聯網

業務所在的社會，也承擔著這些公司所產生的其他成本，例如傳統零售業務持續被淘汰，媒體和電信行業的動盪、以及廣告和營銷價值鏈的中斷等。當然，破壞老舊的商業模式，不一定是壞事。然而，政府卻要接手解決這些問題，例如支援失業人士，而政府卻沒有得到科技巨頭的幫助。

社會正在承受互聯網公司成功背後所帶來的成本，包括支援失業人士。

一直以來，這些公司都為一小撮風險投資家、創始人和IPO參與者帶來巨大財富，並加劇了收入不均的問題：世界上大多數人正在為生活苦苦掙扎，收入甚至有所縮減，但有一小撮人的財富卻日益豐厚。當然，這個問題並非由科技公司一手造成，但他們肯定沒有幫助解決問題，而不平等現象正是造成現代政治日益分化和社會變得脆弱的主因之一。那麼我們如何解決這個問題？我們有兩個建議：

- 首先，科企從哪一個國家獲得收入，就應該向該國繳付利潤稅。科企的客戶在哪裡生活，就應得到相關的稅收——而不是像許多科技公司般，搬到其他人口稀少的地區註冊。或許是感受到輿論風向的吹襲，最近Facebook便宣布計劃在其用戶活動的所在地繳稅。



Karl Happe
保險相關策略部投資總監

- 其次，依靠公共基建的科技公司，應該參與及協助社會維持基建，而不僅僅是繳納正常的稅收。公民社會的正常運作，是其商業模式的可以擴展並獲利的原因。一個實際的做法，是每年舉辦一次互聯網寬頻的拍賣。部分拍賣收益將用於網絡維護，以及用於這些公司所依賴的基建設施：交付道路、負責裁決的法律制度和保護消費者的法規。

依賴公共基建的科技企業，應該有份參與及協助維持社會基建，例如透過寬頻拍賣來達到這一點。

與無線電波頻譜的拍賣不同，互聯網寬頻的拍賣，須確保搜索功能、市場和發布平台變得更具競爭力。網絡的使用應該向提供這些資源的社會作出回饋，而非完全私有化。針對目前的壟斷情況，拍賣也將確保有一定的競爭力。願意進入市場、將更多利潤回饋社會的競爭者，有機會破壞那些試圖為自己保留太多利益的現有參與者。現有的公司顯然會比新參與者擁有更大優勢，但至少會有一種機制來限制他們從公共基建中獲利的能力。最後，具有創見的破壞性公司除了令經濟變得更具效率，由於它們的商業模式依賴社會基建，因此也應該對社會貢獻更多，這才能維持一個社會的穩定發展。

本文所識別及提述的部份或全部證券可能反映客戶賬戶所購買的證券。讀者不應假設所識別的證券投資曾經或將會獲利。本文識別的證券或公司並不代表為顧問客戶買賣或推薦的全部證券。每位客戶的實際持倉均有不同。FANG是華爾街及眾多投資者廣泛使用的簡稱，代表四家大型科網公司——Facebook、Amazon（亞馬遜）、Netflix和Google（現稱Alphabet）。BAT同樣是一個廣泛使用的簡稱，代表中國三家大型科網公司：百度（Baidu）、阿里巴巴（Alibaba）及騰訊（Tencent）。

基層研究 (Grassroots® Research)

脫歐的抑鬱：調查顯示英國消費者的擔憂正在增加

重點：

- 在我們新的基層研究 (Grassroots® Research) 調查中，幾乎一半的受訪者表示他們認為英國脫歐會導致英國長期經濟惡化。
- 脫歐正在損害英國儲戶的利益：我們12月調查中，有23%受訪者表示他們打算減少儲蓄，比率高於2016年7月時的14%。
- 由於英國脫歐，超過1/3的受訪者表示他們打算減少在餐飲、度假和添置汽車方面的開支。
- 汽車銷售是英國經濟的重要動力，但自2016年7月英國脫歐公投後，汽車銷售已大幅下降；我們的研究發現，英國汽車銷售仍然是歐洲內最弱的部分之一。

2016年6月的脫歐公投，為投資者（尤其是英國投資者）帶來了極多不明朗因素。我們的基層研究 (Grassroots® Research) 團隊——安聯內部的研究部門進行的最新調查發現，英國民眾愈來愈擔心就業前景、對家庭財務狀況的信心日益不足，並愈來愈擔心英國脫歐對經濟的長期影響。在2017年12月，基層研究對800多位英國居民進行了一項調查，從而探討英國消費者的情緒。我們將這些結果與2016年7月英國脫歐公投後進行的類似調查作出比較。

日益擔心長期經濟惡化

我們最新的民意調查結果顯示，英國的短期經濟前景沒有顯著變化：35%的受訪者認為未來六個月英國經濟將略微惡化，而22%的人相信經濟會保持穩定。這些比率與我們在2016年7月的調查結果類似。但是，人們對長期前景的預測則大有不同：45%的受訪者認為英國脫歐將導致英國經濟長期輕微或顯著惡化，較2016年7月時增加7個百分點。

45%的受訪者認為英國脫歐將導致英國經濟長期惡化

對家庭財務和儲蓄的影響加劇

從受訪者對家庭財務和消費方面的回應，可見英國民眾對經濟的擔憂加劇。

- 49%的受訪者認為其目前的家庭財務狀況穩定——比例由2016年7月的58%有所下降。
- 39%受訪者指，英國脫歐對其家庭財務狀況帶來負面影響，比例高於2016年7月份的34%。
- 23%受訪者表示英國脫歐令他們的儲蓄輕微或大幅減少，而2016年7月此比率僅為14%。



Nicole Papassavvas
基層研究 (Grassroots® Research Analyst) 分析師

對就業的擔憂，或會削弱消費

我們最新的調查還顯示，英國居民愈來愈擔心就業問題。在2017年12月，56%的受訪者表示他們擔心未來六個月的就業狀況可能會發生負面變化——例如裁員或減薪，這比我們在2016年7月看到的數字，增加了8個百分點。

個人消費習慣改變

在2017年12月，我們的受訪者告訴表示，基於脫歐的決定，他們計劃在消費上略為或大幅減少花費：超過三分之一的受訪者表示，他們預期會減少餐飲、度假和購買汽車，略低於三分之一人則計劃在服裝和配飾上減少開支。

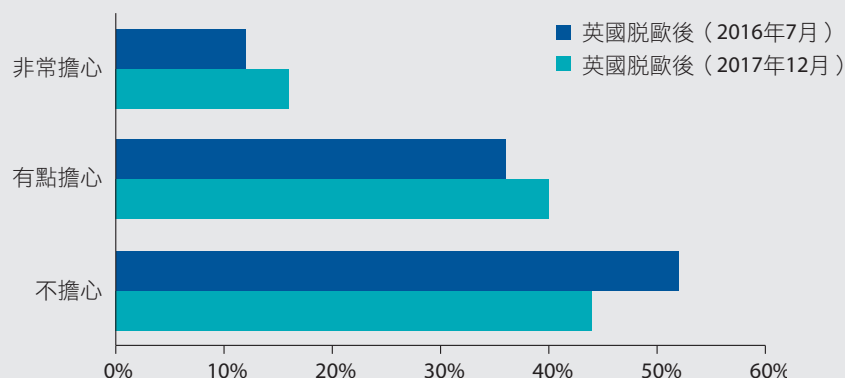
投資啓示：汽車業值得擔憂

由於汽車業是英國經濟一個非常重要的推動力，我們的投資專家一直密切關注。

(續至下頁)

脫歐後民眾對就業前景日益擔心

問題：你擔心未來六個月的就業狀況會發生負面變化嗎（例如裁員或減薪等）？



資料來源：基層研究 (Grassroots® Research)，數據截至2017年12月。

(續第5頁)

基層研究 (Grassroots® Research)

而最新的Grassroots®研究結果令人擔憂。在12月份的調查中，有36%受訪者預期花在購買汽車的開支將會減少，相對2016年7月時的25%，數字有所上升。

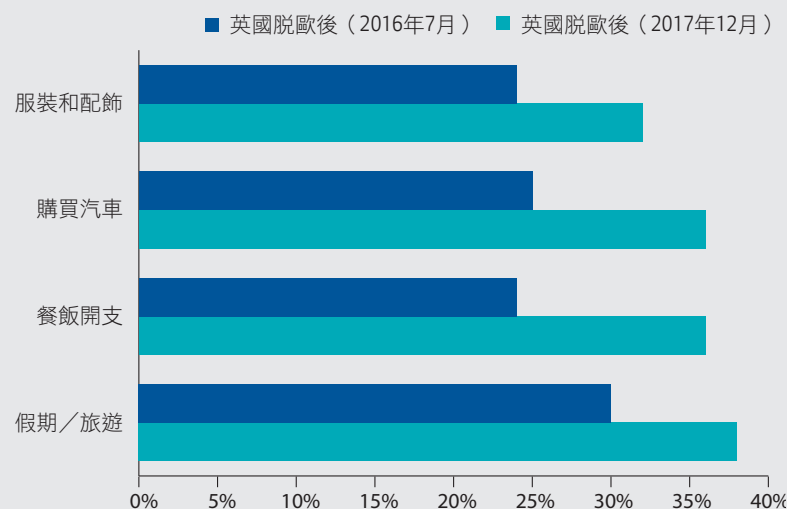
36%受訪者預期花在購買汽車的開支將會減少，相對2016年7月時的25%，有所上升

安聯法蘭克福團隊的研究總監 Ralf Stromeyer 表示，英國汽車業的管理層已證實了我們的調查結果。「2016年7月是當地汽車銷售其中一個高位，尤其是相對於歐洲其他國家的銷售情況。自此，英國市場大幅降溫，特別是購買汽車涉及大量債務融資，這些業界管理層料英國汽車業在歐洲將仍然積弱。」

英國脫歐導致衣服、汽車、度假和餐飲開支減少

問題：脫歐決定如何影響你的個人消費習慣？

(圖表顯示回應「我將略為減少/大幅減少開支」的百分比)



資料來源：基層研究 (Grassroots® Research)，數據截至2017年12月。

與我們保持聯繫 | hk.allianzgi.com | +852 2238 8000



讚好我們專頁 [安聯投資 - 機遇同行](#)



關注微信公眾號 [安聯投資](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)



聯繫LinkedIn賬戶 [Allianz Global Investors](#)



下載 [AllianzGI for Advisors](#) 手機應用程式



搜尋 [安聯投資](#)

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 10, Issue 3

Grassroots® Research是Allianz Global Investors的旗下部門，為資產管理專業人士進行市場調查研究。用以製作Grassroots® Research報告的研究數據由記者、受聘於獨立第三方承包商的實地調查員，及提供外部研究諮詢的供應商提供——這些研究的費用有機會由為客戶執行的交易而產生的佣金支付。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

安聯環球投資亞太有限公司(香港中環花園道3號中國工商銀行大廈27樓)是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會(香港皇后大道中2號長江集團中心35樓)監管。