

安联投资评析

03/2018

环球概览

比特币泡沫以外区块链的好处

重点:

- 在2017年12月至2018年2月间, 比特币的价格大跌一半, 但比特币泡沫很可能尚未结束
- 比特币符合了所有资产泡沫的基本特质, 包括过度炒卖、缺乏监管和潜在的诈骗情况等
- 比特币没有任何内含价值: 跟主权债券、股票或纸币不同, 你不能向任何法定人士追索, 比特币本身也不会产生任何收入
- 由于交易成本高、价格波动剧烈且无法真正存储价值, 因此我们不认为比特币是一种货币
- 尽管如此, 比特币所采用的区块链技术自有其优点, 尤其可以降低金融交易成本

2017年圣诞节前的几周, 是比特币的全盛时期。比特币期货在全球两大领先期权期货交易所——芝加哥期权交易所 (CBOE) 和芝加哥商业交易所 (CME) 进行了首次交易, 而在12月18日这一天, 其现货和期货市场更创下了历史新高, 收报近20,000美元¹。

但比特币价格旋即急转直下, 至今仍未收复失地: 截至2月底, 其价格跌至低于10,000美元², 也就是比高峰期大跌了一半左右。那么比特币这种「全球货币」的炒作已告一段落了吗? 可能还没有, 比特币和类似工具的投机, 似乎将会持续一段时间。然而从我们的角度来看, 比特币存



Stefan Hofrichter, 特许财务分析师
首席经济师

在着若干严重的缺陷: 其发展轨迹正符合了教科书中金融市场泡沫的范例, 而且比特币还欠缺了作为一种特定货币的几个关键特质。

从我们的角度来看, 比特币存在严重的缺陷: 它正是教科书中典型的金融泡沫范例, 并且欠缺作为一种货币的特质。

比特币的泡沫行为

自2009年初面世以来, 比特币的价格走势一直有泡沫的痕迹。当比较比特币的五年价格动态 (计入通胀调整后) 与其他资

(续至下页)

1 环球概览

比特币泡沫以外区块链的好处

3 放眼世界

大型科技企业必须参与社会基建

5 基层研究 (Grassroots® Research)

脱欧的抑郁: 调查显示英国消费者的担忧正在增加

Allianz 
Global Investors
安联投资

(续第 1 页)

环球概览

产泡沫比较时，比特币仍然名列前茅——仅落后于1720年的密西西比泡沫和1637年的阿姆斯特丹郁金香狂热。而在近年的例子中，比特币的泡沫情况，已远远超过2000年的科技泡沫和上世纪八十年代的日本泡沫。此外，我们认为比特币符合了资产泡沫的所有特性：

- **「新时代」思潮。**在这个互联网时代，比特币被视为一种全新的货币，具有货币创新的特质。
- **过度炒卖。**据BIS数据显示，过去五年比特币交易量增加了近五倍。

- **超宽松的货币条件。**尽管美联储已陆续加息，但全球的货币政策依然宽松。
- **缺乏金融监管。**世界各地的监管机构直至最近才意识到比特币的疯狂情况。
- **相关金融工具面世。**与比特币相关的新产品相继涌现——从芝加哥期权交易所 (CBOE) 和芝加哥商业交易所 (CME) 期货合约，到代币首次公开发售 (ICO) 等，日趋多样化。
- **杠杆比率上升。**当全球私人市场的杠杆比率增至纪录新高的同时，以杠杆参与比特币的投机也在增加。
- **诈骗。**由于比特币的活动完全处于传

统银行渠道之外，因而成为了许多犯罪分子的首选工具。

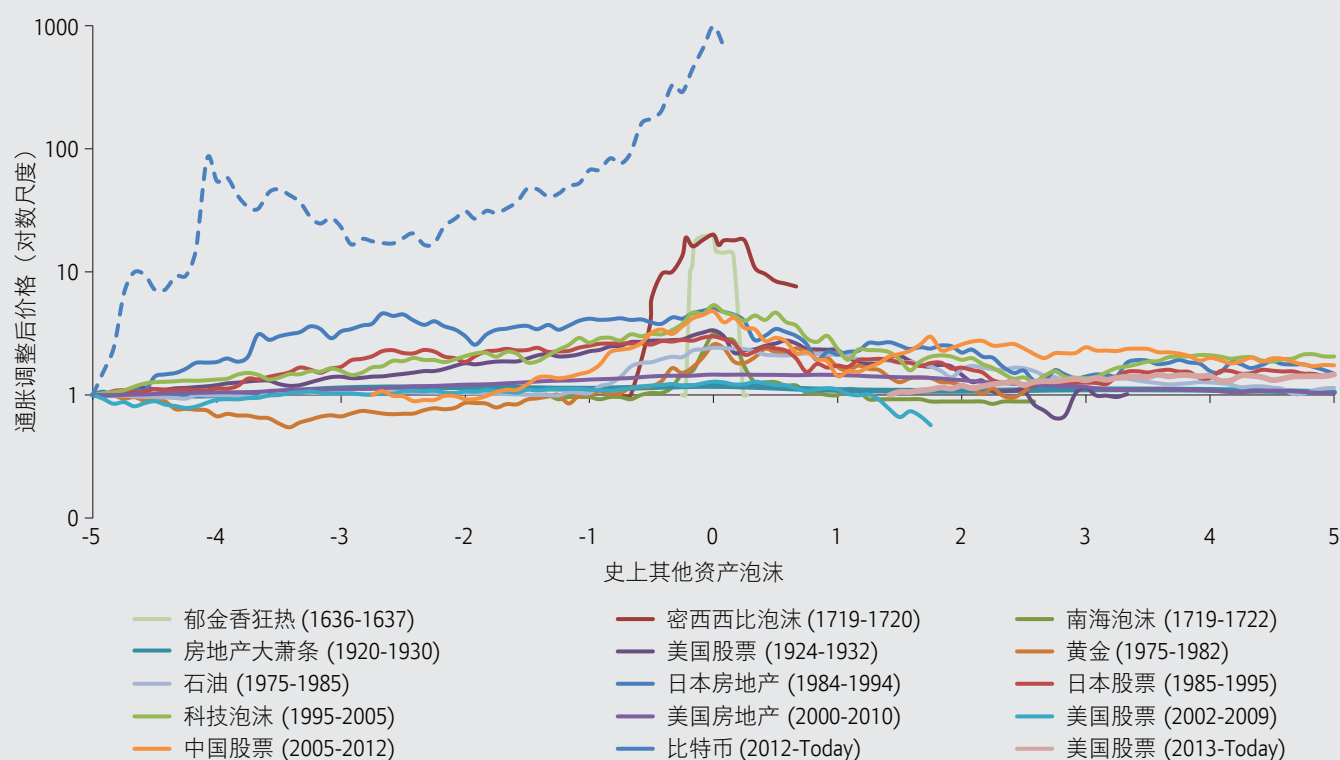
- **显著高估。**在今天的市场中，许多资产价格都昂贵，问题是没有类似的资产可以跟比特币作比较。这带出一个关键问题：比特币的合理价值是多少？我们认为，其内含价值为零：比特币跟主权债券、股票或纸币不同，你不能向任何法定人士追索，比特币也不会产生任何收入。无可否认，这种讲法同样适合于黄金，但在过去2500年来，人类一直广泛地接受黄金这种物质的价值，而比特币的历史还不到十年。

我们认为，比特币的内含价值为零

(续至下页)

与其他泡沫比较，比特币走势如比天高

比特币五年价格动态vs.史上其他资产泡沫；每月变动；对数尺度



数据来源：安联投资；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?". 数据截至2017年10月。

(续第 1 页)
环球概览

有人可能会争辩说，比特币的价格，只是反映其他资产类别都出现一定程度的过热现象：

- 标准普尔500指数的周期性调整后市盈率 (CAPE) 较其长期平均值高出一倍。
- 全球许多高收益债券和投资级别债券的息差都极窄。
- 在全球金融危机中，未有受到严重打击的市场——例如加拿大、瑞典、澳洲和香港，其楼市估值被大幅高估。

尽管比特币不是唯一被高估的资产类别，但在我们看来，比特币狂热就如教科书的泡沫范例一般，而且泡沫可能即将破灭。那么比特币泡沫的终结，对传统资产类别（如固定收益或股票）投资者而言是否重要？我们认为答案是不重要。在我们看来，比特币泡沫的爆破，对于「真实世

界」几乎没有溢出效应，因为这种加密货币的市场规模还很小。因此，我们相信比特币所带来的金融风险仍微不足道——起码在今天仍然如此。

比特币的市场规模还很小，因此我们相信比特币所带来的金融风险仍微不足道

既非货币，也非ESG友好

因此，如果比特币的缺陷，令其不足以成为一种适当的资产类别，那它至少能符合作为货币的条例吗？我们相信答案也是否定的，原因如下：

- 首先，鉴于比特币的交易成本高昂，它只能用于支付高价商品。
- 其次，鉴于比特币的价格波动剧烈，难以用来计价——即用于为商品和服务定价价值的标准。
- 第三，考虑到上述提出的所有论点，比特币几乎不可能用来存储价值。

此外，如果我们考虑到环境、社会和企业管治 (Environmental, Social and Governance, 简称ESG) 因素，比特币也肯定不是我们所喜欢的工具。

在一年内，与比特币生产相关的能源消耗量，相当于整个爱尔兰的年度能源消耗，这种情况相当令人担忧。

区块链自有其优点

尽管我们对比特币有不少担忧，但其区块链（或分布式总账）技术，显然具有潜在的优点，其中最重要的是区块链能显著降低验证交易和网络的成本。这将促使包括中央银行在内的金融机构，更密切地研究区块链并评估实际应用，包括进行金融交易。对于资产管理公司而言，这是我们认为加密货币——并非特定某一种加密货币、而是整体而言——最有趣的一点。

尽管我们对比特币有不少担忧，但其区块链技术显然具有潜在的优点

¹ <http://fortune.com/2017/12/17/bitcoin-record-high-short-of-20000/>, 2017年12月18日发布

² <https://99bitcoins.com/price-chart-history/>, 截至2018年3月19日

大型科技企业必须参与社会基建

重点:

- 互联网企业应在其收入来源地的司法管辖区缴税
- 互联网宽频是公共之物，售予追求盈利的企业之余，也要确保其利益与社会共享，而不是单单由一些富者私有化
- 如果互联网公司不参与及投入社会成本，其商业模式所依赖的公共基建和公民社会将会恶化

近几个月来，决策者和公众对于一些全球最成功的科技公司愈感不满。从在美国大选期间散播「假新闻」的愤怒、到欧洲涉及不公平竞争和避税而引起的投诉，愈来愈多迹象表明人们对于这些大型科技创新者开始失去耐性。这些批评的核心在于，大型科企的商业模式依赖于「积极的外部性」(positive externality)——这不是他们所拥有的资源，却为他们带来极大好处。在这种情况下，俗称为FANGs的Facebook、Amazon、Netflix和Google这些公司'靠互联网来取得极大的成功，同时却将互联网这种公共之物私有化。

「FANGs」企业靠互联网取得成功，同时却将互联网这种公共之物私有化。

当然，FANGs与其他科技企业，都有出色的创意，但若没有相关的基建让它们接触到世界大多数的人口，他们的想法再怎样创新也毫无价值。试想一下Facebook在一个荒岛上营运，无法连接任何人，恐怕这不会是一个非常具有说服力的商业案例。但事实是这些公司虽然依赖公共基建，却没有将其部分利润回馈社会。由于知识产权是公司的主要资产，许多公司选择在偏远、低税率的地方注册。它们的业务在某些地方取得成功，但却将利润拨到另一个地方。这些互联网业务所在的社会，也承担

着这些公司所产生的其他成本，例如传统零售业务持续被淘汰，媒体和电信行业的动荡、以及广告和营销价值链的中断等。当然，颠覆老旧的商业模式，不一定是坏事。然而，政府却要接手解决这些问题，例如支援失业人士，而政府却没有得到科技巨头的帮助。

社会正在承受互联网公司成功背后所带来的成本，包括支持失业人士。

一直以来，这些公司都为一小撮风险投资者、创始人和IPO参与者带来巨大财富，并加剧了收入不均的问题：世界上大多数人正在为生活苦苦挣扎，收入甚至有所缩减，但有一小撮人的财富却日益丰厚。当然，这个问题并非由科技公司一手造成，但他们肯定没有帮助解决问题，而不平等现象正是造成现代政治日益分化 和社会变得脆弱的主因之一。那么我们如何解决这个问题？我们有两个建议：

- 首先，科技公司从哪一个国家获得收入，就应向该国缴付利润税。科技公司的客户在哪里生活，就应得到相关的税收——而不是像现在的许多科技公司，搬到其他人口稀少的地区注册。或许是感受到舆论风向的吹袭，最近Facebook便宣布计划在其用户活动的所在地缴税。



Karl Happe
保险相关策略部投资总监

- 其次，依靠公共基建的科技公司，应该参与及协助社会维持基建，而不仅仅是缴纳一般的税收。公民社会的正常运作，是其商业模式的可以扩展并获利的原因。一个实际的做法，是每年举办一次互联网宽频的拍卖。部分拍卖收益将用于网络维护，以及用于这些公司所依赖的基建设施：交付道路、负责裁决的法律制度和保护消费者的法规。

依赖公共基建的科技企业，应该有份参与及协助维持社会基建，例如透过宽带拍卖来达到这一点。

与无线电波频谱的拍卖不同，互联网宽频的拍卖，须确保搜索功能、市场和发布平台变得更具竞争力。网络的使用应该向提供这些资源的社会作出回馈，而非完全私有化。针对目前的垄断情况，拍卖也将确保有一定的竞争力。愿意进入市场、将更多利润回馈社会的竞争者，有机会颠覆那些试图为自己保留太多利益的现有参与者。现有的公司显然会比新参与者拥有更大优势，但至少会有一种机制来限制他们从公共基建中获利的能力。最后，具有创见的创新性公司除了令经济变得更具效率，由于它们的商业模式依赖社会基建，因此也应该对社会贡献更多，这样才能维持一个社会的稳定发展。

¹ 以上所指出及描述的部分或全部的证券或可能代表客户帐户中持有的证券。读者不应假定所指的证券曾经或将会带来盈利。所述的证券及公司并不代表为客户购入、销售或推荐。每个客户实际的持股并不相同。FANG是华尔街和许多投资者中广泛使用的缩写，它代表四家高绩效的大型科技公司 - Facebook, Amazon, Netflix 和 Google (现在公司名字是Alphabet),这些都是家喻户晓的名字。

基层研究 (Grassroots® Research)

脱欧的抑郁：调查显示英国消费者的担忧正在增加

重点：

- 在我们新的基层研究 (Grassroots® Research) 调查中，几乎一半的受访者表示他们认为英国脱欧会导致英国长期经济恶化。
- 脱欧正在损害英国储户的利益：我们12月调查中，有23%受访者表示他们打算减少储蓄，比率高于2016年7月时的14%
- 由于英国脱欧，超过1/3的受访者表示他们打算减少在餐饮、度假和添置汽车 方面的开支
- 汽车销售是英国经济的重要动力，但自2016年7月英国脱欧公投后，汽车销售已大幅下降；我们的研究发现，英国汽车销售仍然是欧洲最弱的部分之一

2016年6月的脱欧公投，为投资者（尤其是英国投资者）带来了极多不明朗因素。我们的基层研究 (Grassroots® Research) 团队——安联内部的研究部门进行的最新调查发现，英国民众愈来愈担心就业前景、对家庭财务状况的信心日益不足，并愈来愈担心英国脱欧对经济的长期影响。在2017年12月，基层研究 (Grassroots® Research) 对800多位英国居民进行了一项调查，从而探讨英国消费者的情绪。我们将这些结果与2016年7月英国脱欧公投后进行的类似调查作出比较。

日益担心长期经济恶化

我们最新的民意调查结果显示，英国的短期经济前景没有显著变化：35%的受访者认为未来六个月英国经济将略微恶化，而22%的人相信经济会保持稳定。这些比率与我们在2016年7月的调查结果类似。但是，人们对长期前景的预测则大有不同：45%的受访者认为英国脱欧将导致英国经济长期轻微或显著恶化，较2016年7月时增加7个百分点。

45%的受访者认为英国脱欧将导致英国经济长期恶化

对家庭财务和储蓄的影响加剧

从受访者在家庭财务和消费方面的响应，可见英国民众对经济的担忧加剧。

- 49%的受访者认为其目前的家庭财务状况稳定——比例由2016年7月的58%有所下降。
- 39% 受访者指，英国脱欧对其家庭财务状况带来负面影响，比例高于 2016 年 7 月份的34%。



Nicole Papassavvas
基层研究 (Grassroots® Research Analyst) 分析师

- 23%受访者表示英国脱欧令他们的储蓄轻微或大幅减少，而2016年7月此比率仅为14%。

对就业的担忧，或会削弱消费

我们最新的调查还显示，英国居民愈来愈担心就业问题。在2017年12月，56%的受访者表示他们担心未来六个月的就业状况可能会发生负面变化——例如裁员或减薪，这比我们在2016年7月看到的数字，增加了8个百分点。

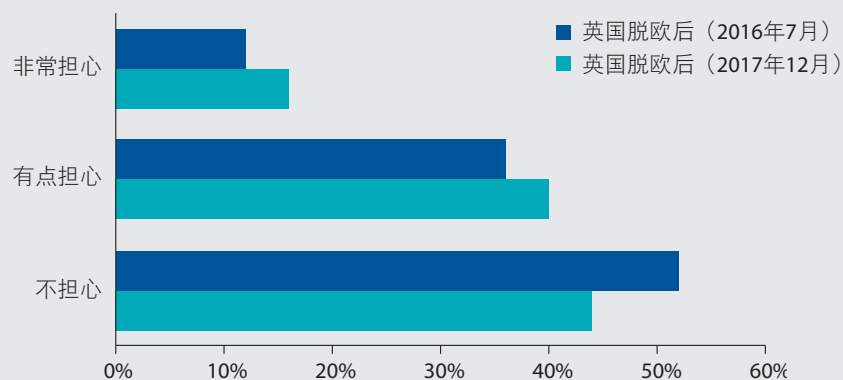
个人消费习惯改变

在2017年12月，我们的受访者告诉表示，基于脱欧的决定，他们计划在消费上略为

(续至下页)

脱欧后民众对就业前景日益担心

问题：你担心未来六个月的就业状况会发生负面变化吗（例如裁员或减薪等）？



数据来源：基层研究 (Grassroots® Research)，数据截至2017年12月。

(续第5页)

基层研究 (Grassroots® Research)

或大幅减少花费：超过三分之一的受访者表示，他们预期会减少餐饮、度假和购买汽车，略低于三分之一人则计划在服装和配饰上减少开支。

投资启示：汽车业引人关注

由于汽车业是英国经济一个非常重要的推动力，我们的投资专家一直密切关注。而最新的基层研究 (Grassroots® Research) 研究结果令人忧虑。在12月份的调查中，有36%受访者预期花在购买汽车的开支将会减少，相对2016年7月时的25%，数字有所上升。

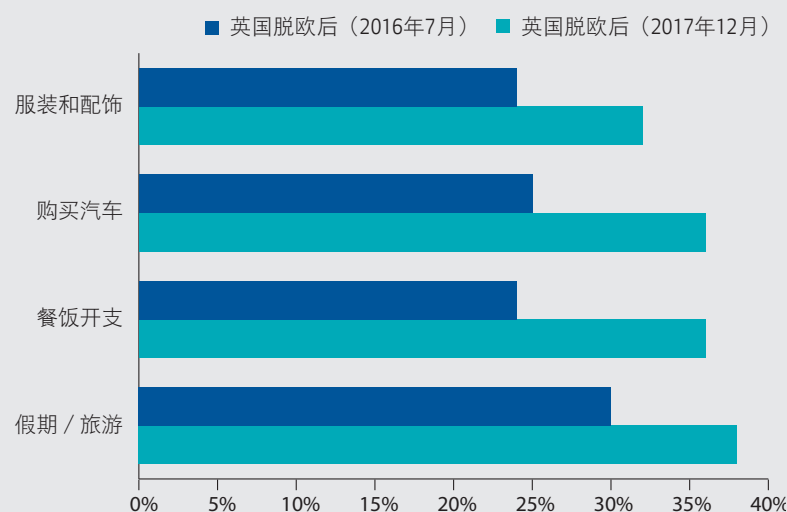
36%受访者预期花在购买汽车的开支将会减少，相对2016年7月时的25%，有所上升

安联法兰克福团队的研究总监 Ralf Stromeyer 表示，英国汽车业的管理层已证实了我们的调查结果。「2016年7月是

英国脱欧导致衣服，汽车，度假和餐饮开支减少

问题：脱欧决定如何影响你的个人消费习惯？

(图表显示响应「我将略为减少 / 大幅减少开支」的百分比)



数据来源：基层研究 (Grassroots® Research)，数据截至2017年12月。

当地汽车销售其中一个高位，尤其是相对于欧洲其他国家的销售情况。自此，英国市场大幅降温，特别是购买汽车涉及大量债务融资，这些业界管理层料英国汽车业在欧洲将仍然积弱。」

与我们联系 | cn.allianzgi.com



关注微信公众号安联投资



联系LinkedIn账户Allianz Global Investors

Grassroots® Research是Allianz Global Investors的旗下部门，为资产管理专业人士进行市场调查研究。用以制作Grassroots® Research报告的研究数据由记者、受聘于独立第三方承包商的实地调查员，及提供外部研究咨询的供应商提供——这些研究的费用有机会由为客户执行的交易所产生的佣金支付。

投资涉及风险。投资价值及投资收益可升可跌，投资者可能无法取回全部投资本金。过往表现并非未来表现的指引。本文件乃提供市场讯息之用，仅供参考。本文并非就任何证券提供投资建议或建议或邀请或招揽买卖该等证券。

本文件所载的观点及意见，属发行人及/或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源，但并不保证对其准确性或完整性对其使用所产生的任何直接或间接损失，本公司不会承担任何责任。本文件的内容不可以任何方式影印、复制或再发布。

本文件并未经任何监管当局审阅。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者制度的法规规则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。

本文件乃透过以下安联投资旗下公司分发：Allianz Global Investors U.S. LCC (在美国证券交易委员会注册的一家投资顾问公司)；Allianz Global Investors GmbH (受德国 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 监管的一家德国金融服务 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特许提供商以及在美国证券及交易委员会注册的一家投资顾问公司)；安联环球投资亚太有限公司 (获香港证券及期货事务监察委员会许可)；Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局监管[公司注册编号: 199907169Z])；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本注册为金融工具交易商) [公司注册编号: The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本注册为金融工具交易商), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association]; 以及安联证券投资信托股份有限公司 (获金融监督委员会 (台湾) 许可)。

截至2018年2月，所有数据 (除非另有说明) 均来源于安联投资。未经明文书面许可，不得以任何形式复制或任何其他刊物中引述本资料的任何内容。安联投资是一个商标，已在全球多个国家成功注册，包括美国。

2018安联投资。保留所有权利。

卷 10, 期号 3 | 435233 | INSIGHTS_三月 | 02879