

數字貨幣熱潮再現 ICO 規範宜疏堵並重

財經述評

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

今年9月，中國、韓國監管當局先後表示將對數字貨幣嚴加管制，並叫停ICO(數字貨幣融資，Initial Coin Offerings)之後，市場一度認為數字貨幣發展面臨萎縮風險。然而，兩個多月之後，數字貨幣價格並未停止一路上揚態勢，交易持續火熱。在全球數字貨幣浪潮或難阻擋的背景之下，未來如何規範ICO成為市場關注的話題。

數字貨幣發展基於金融技術創新

作為區塊鏈技術成功運用的商業模式，數字貨幣市場發展的突飛猛進，實質上反映了投資者對未來金融技術創新的憧憬。作為建立於新興技術手段之上的貨幣發行機制去中心化和全球化試驗，ICO為投資者提供更多便利，並致力於交流成本和交易最低化。

即使沒有ICO，區塊鏈技術的發展亦可能催生其他基於該技術的新融資形態。金融科技對全球經濟金融發展帶來的革命性變革，成為支持數字貨幣市場發展的堅實基礎。

這也解釋了在ICO短期內過熱，引發金融風險上升被叫停的氛圍之下，數字貨幣價格隨後迅速反彈的原因。截至11月24日，比特幣價格接近1萬美元，累計漲幅超過900%；以太幣價格突破400美元，累漲逾5,000%；萊特幣價格也上漲20多倍。11月27日比特幣市值約1,560億美元，超過通用電氣和迪士尼。11月29日比特幣價格突破1萬美元。

交易平台Coinbase的數據統計，比特幣交易賬戶一年間增加兩倍，達到1,310萬個。Blockchain Capital針對美國18歲至34歲的

「千禧一代」的投資調查顯示，相較於1,000美元的國債和股票，30%和27%受訪者更願持有同等價值的比特幣，48%的受訪者認為比特幣是一種正面的金融技術創新，42%的受訪者預計未來十年將有更多人使用比特幣。

金融產品助推數字貨幣市場發展

儘管美國證券監管委員會、財政部等機構相繼對數字貨幣表達關注，但市場創新的腳步並未停止。芝加哥商業交易所近期宣佈，最快於12月中旬推出全球首個比特幣期貨計劃。為應對數字貨幣價格、成交的高波動性，擬設定7%、13%和20%的三檔日內波幅限制。芝加哥期貨交易所也不遑多讓，計劃明年開始推出數字貨幣期貨交易。法國資產管理公司To-

bam宣佈將推出與比特幣掛鈎的公募基金，預計未來數年規模可達四億美元。

目前華爾街對數字貨幣前景看法分歧，但不少機構已蠢蠢欲動：高盛擬在系統內支持直接交易數字貨幣，瑞銀正與巴克萊銀行、瑞士信貸、滙豐銀行等合作研究開發「公用事業結算硬幣」。一旦數字貨幣相關金融產品陸續出表，其與實體經濟活動的連接得以搭建，未來發展更可期待。

ICO 規範有必要兼顧發展與監管

作為全球極少數承認數字貨幣作為支付手段的國家，日本是目前數字貨幣交易最大市場。今年4月日本公佈了針對數字貨幣的管理辦法，截至9月有11家交易平台新獲准註冊。新加坡積極促進ICO規範化，韓國也

表示不禁數字貨幣發展。在戰亂頻發、通脹嚴重的津巴布韋，比特幣已成為硬通貨，用於購買車輛等大型消費品。

從中國內地ICO的情況看，儘管短期內存在「空氣項目」和過度炒作，但不少融資是基於實體經濟需求的。特別是在雙創活動中，初創企業獲得VC支持的難度仍大，ICO可作為重要融資手段。事實上，在內地叫停ICO並對交易平台進行清理整頓之後，火幣網、OKCoin和比特幣中國等國產平台紛紛推出海外版網站，吸引大量內地用戶投資海外。

從金融科技創新中長期發展的角度出發，透過清理整頓，在發展與監管並重原則之下規範ICO，支持科技進步與實體經濟發展，不失為未來可考慮的路向。

等油組決定 觀期望管理

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期油市焦點，在油組國會議決定上，執筆時尚在等待結果。油價一直受到供求不平衡困擾，低油價也讓原本靠天吃飯的石油大國們坐不住，不得不放下身段，一起討論供應端安排。

需求增長相對穩定

油價的需求方，主要受到全球經濟增長的宏觀因素影響，隨着經濟活動持續活躍，對於石油的需求也穩定。不過，11月IEA的月報顯示，因為今年冬季偏暖，加上近期油價上升，未來幾個月石油需求增長可能放緩，這個也一度令油價重挫。

但從中長線看，無論是歐美還是新興市場，大家都逐步從金融危機的陰影中走出，經濟數據就是佐證，因此整體並不擔心需求端。所以，這就讓供給端更受到關注，其變動於油價來說更敏感。

市場預期發生變化

油組國從2016年開始同意減產，是近八年來首次減產，隨後俄羅斯也參與到減產計劃，對於供給端是利好。本周，OPEC(油組)與俄羅斯為首的非油組國成員在維也納開會，討論延長減產計劃的問題，該具體結果在周四稍晚公佈。一遇到重大會議，市場的炒作情緒加重。

對此，市場的預期一路出現一些微妙變化。從一開始的樂觀，預計延長減產計劃



油組國近八年來首次減產，隨後俄羅斯也參與到減產計劃，對於供給端是利好。資料圖片

達成一致意見概率高，到臨近期公佈前幾日，場內出現擔憂情緒，這個變化從油價的走勢可以明顯看到。

油組國其實也學美聯儲，其秘書長在過去一段時間，時不時出面，給市場傳遞正面信號，加上有消息說，其內部用三個小時會議就作出決定，很明顯暗示大家已經達成共識。油價也一路震盪走高，上週更是突破58美元創新高，動能相當強勁。

但從本周開始，雖然庫存數據降幅大於預期，但並沒有給油價帶來太多支持，焦點還是放在油組國決定上。因為有消息

稱，雖然產油國們達成協議，但偏向延期六個月，而非之前所預計的九個月，所以結果存在變數。

其實，油價的震盪走高，延長減產的預期是重要的支持因素，如今已經消化得差不多。而這時候不確定因素，讓原本就擔憂獲利回吐風險的投資者更加擔憂，面對不確定性，第一反應就是會選擇先止盈套現，這也就造成了油價在本周從58美元的高位連續回落三日的拋售局面，波幅也隨之放大。短線在高位作出調整，並不難理解。

油價的走勢還是要看油組國的決定，尤

其是關注細節，結果不是和延長與否相比，而是和市場的預期相比。也要留意，是否抑制尼日利亞和利比亞的石油產量。

順應趨勢操作為宜

當然，油組國的決定除了考量產油國們自身經濟角度，未來美國頁岩油和其他競爭性原油供應情況，還有非常大比例的政治因素，這個恐怕是最難預計的一部分。對於投資者，可以投機性地賭一把，但也可以選擇不作預判，而是選擇耐心等待，跟隨趨勢操作。

低通脹持續 美感恩節零售銷售仍良好

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

美國通脹較預期低，不但引發投資者對情況持續的關注，連聯儲局內部亦憂慮低通脹持續，可能對貨幣政策帶來影響。惟上周是美國感恩節，雖然實體商店的銷售情況表現一般，但網上銷售表現強勁，對美國經濟會帶來什麼啟示？

聯儲局官員憂低通脹成新趨勢

聯儲局上星期公佈11月會議的詳細記錄顯示，很多與會官員認為，如果未來的經濟數據，顯示增長情況符合預期，短期內有充分理據加息，暗示12月再加息的機會很大。但對於未來通脹走勢，似乎委員出現頗大的分歧。有少數官員認為，應該推遲加息，直至有明確證據顯示，通脹將回升至局方2%的目標。

雖然大部分委員相信，就業市場持續改善，最終會推高工資以至通脹，但同時有很多官員反映，觀察到低通脹持續，可能不是暫時性，而是一種持續的情況。

委員對此情況解釋是由於就業市場和通脹的連繫減弱，或者就業市場有空間繼續擴張，結果令外界認為美國低通脹的情況將會持續下去。

三大新因素造成通脹長期低迷

從美國目前的通脹情況與就業及經濟情況作比較，的確顯示到美國通脹與這些經濟情況的關係，較以往為弱。但投資者會否留意到另外兩個潛在問題。第一，網購越趨普及，而運輸時多用節省能源的貨

車，例如電動貨車等，令整體購物的成本下降，亦減少了受店舖租金的影響。

第二，美國人口老化，購物的能力下降，雖然經濟表現良好，但購物的興趣減弱，令商店不敢貿然加價。

第三，油價持續於60美元左右徘徊，對整體生產成本亦有所下降，故壓抑了物價上升的勢頭。其實，中國亦是一個很好的例子。

雖然內地今年經濟增長勢頭良好，資產價格亦普遍上升，但不見通脹抬頭。除了網購興起外，能源及資源價格未見急升，亦是通脹低迷的原因。

網購興起 亞馬遜及阿里受惠

網購的興起，對中美兩國經濟均帶來極

大的影響。從「光棍節」當日，阿里巴巴吸引了過千億元的成交外，美國感恩節的網上零售銷售亦見有顯著上升。

據美國一些統計機構的資料顯示，黑色星期五(即感恩節之後當日)的網購金額按年升超過一成八至6.4億美元。感恩節當日的零售銷售超過28.7億美元。估計網購星期一的金額將超過66億美元。

據了解，部分零售商，例如Lowe's、H&M及Gap的網站流量大幅增加，出現難以登入的情況，而部分零售商網購的付款時間亦較正常為長。因此，可以預期亞馬遜及阿里巴巴的網購平台，可能成為中美消費者使用的主要平台，兩者的股價值得留意。

物業市場出現調整，負財富效應轉影響銀行系統的穩健性，更可能觸發樓價償還能力與消費減少之間的惡性循環，最終導致經濟增長減慢，銀行資產負債表因而受到第二輪衝擊。

市民應警惕高風險存在

按現時形勢，雖然筆者不認同明年本港會出現低增長，但不反對市民應警惕高風險的存在，更不宜被眼前的樂觀情緒衝昏頭腦。現時樓價的確早已超越本地人的負擔能力，未來來面對美國加息及縮表，假如出現什麼意料不到大型國際或本地事故，不能否定會出現樓市股市借勢大幅調整，現階段置業人士及投資者宜小心從事。

報告還有一些具體觀點值得討論，比如建議分階段取消按揭貸款利息的稅務扣減，以免刺激房屋需求。筆者認為純粹為了得到10年供樓利息免稅而去買樓的人非常少，反為樓價、銀行樓按政策、利率走向以及負擔能力才是影響樓市需求的重要因素。不過，筆者認同若日後風險減退，應逐步取消買家印花稅及雙倍從價印花稅。

廁所革命經濟效益大

陳曉光 比富達證券(香港)研究部高級研究員

為解決景區廁所「髒亂差」問題，內地政府自2015年開始推動「廁所革命」，計劃實施至今成效顯著。廁所是衡量文明的重要標誌，其衛生狀況直接影響人民健康及環境狀況。

因此，內地計劃將廁所建設進一步推廣至景區周邊及農村地區，提升居民生活水平，發展前景值得關注。

長期以來，內地景區公廁發展相對滯後，數量嚴重不足，而且環境較為惡劣，大幅影響旅遊體驗。

為提升公廁使用體驗，支持旅遊業發展，2015年國家旅遊局推出三年行動計劃，擬在全國範圍內的重點景區新建及改造一批公廁，並加強管理。

為支持公廁建設，截至今年10月底，國家旅遊發展基金累計投資10.4億元(人民幣，下同)，地方配套資金超過200億元，共完成新建旅遊廁所6.8萬座，超過目標19.3%。

新公廁設計現代化，環境乾淨，並具備免費WiFi、充電器等設施，得到社會廣泛好評。

新三年行動計劃出爐

今年11月國家旅遊局進一步提出新三年行動計劃(2018年至2020年)，擬在全國新建、改建旅遊廁所6.4萬座，其中新建4.7萬座以上，改建1.7萬座以上，新建規模較上期3.3萬座的目標增加逾四成。計劃涉及區域由景區內向景區內外、由城市向城鄉、由東部發達地區向中西全面均衡發展。

現時農村公廁發展滯後問題亦十分嚴重。據統計，2016年農村衛生廁所普及率為80.4%，距離85%的目標仍有差距，而農村地區80%的傳染病是由廁所糞便污染及飲水不衛生所引起。因此，提升鄉村居民如廁環境將成為政府施政重點。

新技術發展有望加快

此外，今年5月國家旅遊局發佈相關指導文件，提出要加強「循環水衝、微水衝、真空氣衝、源分離免水衝」等新技術運用及使用生態木、竹鋼、彩色混凝土等綠色環保材料，廁所標準化及市場化管理亦可與「互聯網+」等信息技術結合。目前已有眾多企業積極參與相關技術研發，料新技術發展有望加快。

綜合來看，全國範圍內大量新建及改造廁所可使相關材料、設備、及整體方案供應商直接受惠。

隨着公廁落成，營運方面可帶動紙品、清潔消毒用品及各種新技術耗材需求，規模化管理方面亦可配合互聯網技術發展。長遠來看，「廁所革命」將帶來巨大經濟效益及社會效益，值得關注。

IMF 籲港續增房屋供應說易行難

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師(產業測量)



IMF認為香港應持續增加房屋供應，分析認為，這個說法沒有新意，該組織作為非本地機構，應更放膽提出怎樣達至社會共識和透過何種方法去增加土地的建議。資料圖片

國際貨幣基金組織(IMF)訪港後發表初步評估指出，預期香港經濟短期維持強勁增長動力，今年全年GDP增長3.5%，明年

GDP增長約2.7%。報告認為本地的整體風險仍偏向下行，原因包括物業價格調整，環球金融狀況較預期收緊，中國內地調整，利

率升以及跨境融合的倒退等。至於本港樓價被高估幅度上升，認為香港應維持現行措施壓抑樓市。IMF認為香港應持續增加房屋供應，解決結構性供求失衡，並建議當局宜加快物色可建屋土地。提出這一點似乎欠缺新意，問題在於港人如何有共識和應該透過什麼途徑取得足夠的未來土地供應。

十九大之後，香港股市衝破3萬點，物業市場亦出現本地歷史上最大金額的402億的貴重物業成交，市場普遍樂觀情緒。其實特首林鄭月娥早在施政報告中已表示，今年上半年實質增長4%，經濟好勢頭持續，外部需求堅挺，失業率跌至3.1%，全年經濟表現將較早前預測3%至4%的中間點3.5%為高。在這樣的背景下，IMF卻指明年增長僅為2.7%，似乎是想給予香港市民的一股清涼劑。

關注物業市場出現調整

IMF所持理據主要是顧慮樓市回落的連鎖效應，基於新做按揭採用浮息，並以銀行同業拆息為基準，明年利率有機會提升，一旦

分析顯示，印花稅有效壓抑本港樓價上升，有助控制風險，但卻可能減低樓市的流動性。

儘管兩項印花稅目前仍合適繼續施行，報告指日後系統性風險一旦減退，應逐步將其取消，並代以其他不會區分居民及非居民的措施。發展商向置業者提供的按揭貸款正急速增長，但報告指有關貸款相對銀行整體按揭貸款額仍少。指當局應該因應未來金融穩定風險的轉變，考慮調整宏觀審慎措施。

探討社會共識下增加土地

IMF認為香港持續增加房屋供應，是解決結構性供求失衡的關鍵，但要短期增加房屋供應，卻面對缺乏即時可建屋的土地及受到種種制約，認為要達到十年房屋供應的目標或會有難度。故此，當局宜加快物色建屋土地及地盤。但這個說法沒有新意，該組織作為非本地機構，或許可以更改提出怎樣達至社會共識和透過何種方法去增加土地的建議。

另外，IMF支持維持聯匯制度，認為仍然是最適合香港的制度。

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。