數字貨幣應側重區塊鏈技術研發與應用

財經評述

左智卿 中國華融（澳門）國際股份投資管理部董事總經理

2018年11月25日，比特幣在24小時內暴跌了18.65%，首度跌破3,500美元關口，為自2017年8月以來的最低點，隨着比特幣交易價格的暴跌，成交量也嚴重縮水，不足高峰時期的七分之一。比特幣的下跌也引領了全球數字貨幣市場的集體下跌，數字貨幣市值較最高峰時的8,500億美元縮水超過85%。數字貨幣的大規模集體下跌是由多種因素共同作用的結果，監管的進一步加強、大額持幣用戶的離場，導致了數字貨幣泡沫的破裂。如香港證監會於本月發表聲明，提到針對虛擬資產投資組合管理公司及基金分銷商的監管方針和探索對平台營運者做出監管。法國股市監管機構也對數字貨幣交易發出了警告，稱數字加密貨幣屬於投機性，風險度相當的高，這些風險對不成熟的投資者來說，並不適合。

儘管以比特幣為代表的數字貨幣在近期出現暴跌，但數字貨幣的出現和發展是有其必然原因的，是貨幣由紙質形態進入電子化時代的進步和飛躍。從技術角度，數字貨幣有效的解決了去中心化、安全和匿名性的問題，是區塊鏈技術衍生出的獎勵機制，數字貨幣也為跨境交易提供了新的思路。

現階段缺乏內在價值

另一方面，數字貨幣的下跌也體現出其尚處於不成熟的發展階段。目前的數字貨幣公司更多的是在研究數字化技術，缺乏貨幣作為一般等價物的內在價值。當前各國的法定貨幣基本是以主權信用作為背後的價值支撐。而市面上的比特幣等數字貨幣很難構建自身的價值支撐體系。這也是各國央行對於數字貨幣持審慎態度的重要原因。

未來以比特幣為代表的數字貨幣發展很可能走向兩個方向。一是走向終結。由於數字貨幣的不斷分叉，其不可更改和去中心化的優勢喪失，算力擴張導致數字貨幣成本的指數級上升，可能影響數字貨幣的存續。二是逐步被各國央行接受。通過「去虛擬」的過程，借助央行信用的背書，成為現階段貨幣體系的有效補充，在有效監管的前提下，對跨境交易方面起到積極的提升作用。

助力區塊鏈技術發展

近年來，數字貨幣的熱炒也使得其底層技術區塊鏈技術得到了國家和社會更加清楚的認識和高度關注。2018年5月，工信部信息中心正式發佈《2018年中國區塊鏈產業發展白皮書》，明確了產業發展的6大趨勢。因此拋開數字貨幣，其底層的區塊鏈技術可以作為未來發展的重要方向。

目前，基於區塊鏈技術的安全性和可取得性的特性，將區塊鏈技術用於信息保護，將敏感信息進行加密及驗證，可以降低在網絡信息整合的過程中發生數據外洩的風險，其中心化的特徵可以保證信息不會被輕易篡改。在數字貨幣的熱潮褪去之後，未來區塊鏈會再次成為創新創業的熱土，通過技術的融合將進一步拓展其應用空間，在金融、版權保護、醫療、慈善、共享等領域得到更多的應用和發展。政府在完善數字貨幣的監管政策的基礎上，可以着手構建產業政策體系，助力產業環境的優化。

■比特幣等數字貨幣是區塊鏈技術衍生產品之一。 資料圖片

鮑威爾轉口風 市場急速變奏

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場聚焦美聯儲主席鮑威爾講話，主要因為有別於10月初時的態度，此次講話被解讀為偏「鴿」，投資者猜測未來加息步伐發生變化，為各類資產價格帶來震盪。

鮑威爾表示，政策沒有預設路徑，從歷史標準看，利率仍低，仍略低於中性利率水平。市場憧憬美聯儲將放慢加息步伐，甚至開始考慮暫停加息。

這句話中的「略低於」引起高度討論，尤其是和10月初鮑威爾的表態相對比，當時他認為距離中性利率還有一段長路，投資者第一個聯想到的就是加息步伐要放慢，甚至明年要開始考慮暫停加息。

美股應聲彈 美元回落

其實，這也不是第一日美聯儲態度有變化。近來，越來越多投資者察覺到其措辭開始有些變化。雖然，鮑威爾繼續保持對美國經濟樂觀的態度，但暗示2019年暫停加息的條件，即三大阻力：全球需求放緩，財政刺激消退，以及加息對經濟的滯後影響，而眼下這些風險的確存在。

如此一來，美股市明顯有支持，鮑威爾講話後，加速走高，最終道指大漲617.7點，創8個月來最大漲幅，標普大漲61.62點，納指大漲208.89點，科技股集體出現大反彈。

隨着加息腳步放慢的預期升溫，美匯沽壓擴大，跌破5日和10日線後，甚至一度失守20日線，低見96.687。美匯短期內仍有回調空間，但整體維持高位徘徊震盪格局。

聽講話也需看數據

10年期美債收益率方面，講話影響所及，即刻轉跌，但還是能守住3.04%一線，維持近日的窄幅波動，3.0%水平或在短線內受到考驗；對利率預期敏感的兩年期美債收益率結束兩連陽。隨着美元走軟，金價最終收在1,220美元上方，有延續升勢的空間。不過，1,250美元的阻力仍然不容易突破。

目前來看，下個月美聯儲加息，應該仍是大概率，保持在八成的概率。美聯儲態度的變化，更多在於想給未來政策留足空間，加上鮑威爾的發言中，也說到了目前的利率水平仍然很低。

他之前也說過，未來政策的走勢，主要還是看經濟數據的表現。所以，不可以因為一次的講話，就斷定加息要暫停。相信市場在短線會進一步進行消化，而後市經濟數據才是關鍵。

■美聯儲主席鮑威爾近期對於加息的說法有別上月初，市場憧憬美聯儲將放慢加息步伐。 資料圖片

仍料年內加息四次

筆者維持去年底至今一直的看法，美聯儲在2018年合共加息四次，每季一次，特別是基於期望管理的必要性，給予市場一定的心理準備，尤其是時間上的安排，並不適宜12月說停就停，否則，這可絕對是暗示，要麼真有來自特朗普的政治壓力，要麼是經濟前景急速大幅惡化，連這幾星期也等不了。無論是哪個版本，對投資者來說，對央行來說，都不是好事。

（筆者證監會持牌人士，無持有所述股份權益）

資本開資增加 利好5G相關產業

康證投資研究部

上證綜合指數雖然在月中升穿2,700點，成交金額曾經連續幾天錄得4,000億元（人民幣，下同）以上，令人憧憬大市將再上破。惟情況在本月下旬未能持續，加上市場靜候本周末即將舉行的「習特會」，在審慎的氣氛之下，大市近日呈橫行狀態，但個別板塊如科技類股份跑贏大市，5G相關概念股普遍上揚。

距離5G正式投入運作的日子越來越近，內地電訊商正在趕緊測試工作並且進展良好。中國聯通集團宣佈已在多個省市開通端到端的5G商用網絡，並進行了相關的業務測試。中國移動集團表示正積極推動關鍵技術研究和標準制定，並在17個城市開展實驗和業務示範，預計明年首季將推出5G CPE，上半年推出5G手機。至於牌照方面，日前工信部已經同意廣電網參與5G建設，中國廣播電視網絡正在申請移動通信資質和5G牌照。據報聯通及中電信將在3.5GHz頻段各獲得100MHz的頻譜，中移動則有望在2.6GHz頻段獲得100至150MHz頻譜資源。正當5G準備工作進行得如火如荼之際，日前工信部已表示6G概念研究已於今年啟動，目前除了中國之外，美國、俄羅斯以及歐盟等亦正在進行相關的概念設計和研究工作，預料6G的下載速度高達每秒1TB，預計2020年將正式開始研發，2030年投入商用。

5G牌照料明年中發放

市場預料工信部將於2019年中發放5G牌照，具備示範功能的5G手機隨之推出市場，2020年5G正式商用。其他國家方面，美國已開始拍賣頻譜牌照，數目有望超過目前的移動頻譜資源總量，預料2019年初推出5G手機並在下半年大規模商用，2020年實現5G全國覆蓋。日韓兩國因奧運會驅動其5G網路建設加快，韓國現已具備提供5G服務的能力，明年首季推出服務。日本則於2019年啟動有限範圍的5G服務，2020年東京奧運會正式推出5G。

多項新技術如無人駕駛及物聯網等，都依賴資料傳輸速度高的網絡，因此推動5G發展是國策重點之一。中國佔全球電訊商的資本開支比重較大，預計三大運營商網路建設投資為1.2萬億至1.5萬億元，而在發展過程當中帶動多個產業，例如基站天線、光模塊、網絡設備、光纖光纜及高頻器件等，電訊業的固定資產投資於2015年回落之後，未來幾年將迎來投資浪潮，上述產業收入有望得以增長。

■內地5G準備工作進行得如火如荼，不少企業都會在各展會展示相關技術。 資料圖片

對沖基金急轉軚 押注加息放緩

Jamie McGeever 路透專欄作家

■美聯儲近期對加息說法偏「鴿」，對沖基金看法亦見改變。 資料圖片

對沖基金正改變其對於美國聯邦儲備委員會（FED/美聯儲）及美國利率的看法，變動程度之大史上罕見，兩周之前是反映在美國10年期公債上，上周則是反映在美國五年期公債。

美國期貨市場上的投機客上周減持五年期公債空倉，幅度創下美國商品期貨交易委員會（CFTC）自1995年開始編制該數據以來的第5大。在這之前一周，美國10年期公債期貨空倉則是出現史上第3大的翻轉，突顯出美聯儲明年升息可能達不到其暗示的幅度。經濟成長放緩以及股市震盪，恐怕不容許美聯儲升息。

市場料明年只加息一次

以美聯儲副主席克拉里達（Richard Clarida）為首的美聯儲官員在最近幾周提出更為審慎、更偏鴿派的論調。目前市場預期美聯儲下個月肯定升息，但目前聯邦基金利率期貨顯示，市場預期明年只會再升息一次。

美聯儲將在12月18-19日的會議上更新其政策指引，但9月會議給出的指引預示明年將加息三次、甚至四次。投機客顯然押注升息次數沒有這麼多。美國商品期貨交易委員會（CFTC）數據顯示，11月20日止當周對沖基金和投機客5年期公債期貨淨空倉減少了124,356口，至446,186口。自1995年以來，只有4次單周淨空倉下降幅度超過該周。

淨空倉由高位大降一半

對沖基金所持5年期公債期貨淨空倉實際上已經較8月份紀錄高位867,556口減少一半，而且看漲動能迅速升溫。之前只有兩次看漲動能更高：2017年年中和2008年3-6月。五年期美債收益率11月8日觸及10年高位3.10%，但自那之後很快回落至3.00%下方。如果美聯儲穩定持續收緊政策的前景消退，那麼5年期美債收益率停留在3.00%上的時間可能不會太長。近幾周美國明年經濟增長前景趨於黯淡，因為特朗普政府的減稅和財政刺激舉措的作用2019年中期將逐漸消退，股市脆弱導致「財富效應」減弱，全球貿易緊張情勢發酵，以及三年來升息措施產生累積影響。

此外，美國此輪經濟擴張已經接近史上最長。隨着經濟擴張越發接近結束，各大基金開始為此做準備。美聯儲是否能夠以同樣的速度收緊政策，或是繼續收緊政策？

美經濟擴張周期接近結束

高盛和摩根大通分析師認為能，並堅持他們關於明年升息四次的預估。不過舊金山聯儲暗示政策可能已經過緊，稱通脹上升大部分歸因於「非周期性因素」，而不是經濟增強。「雖然通脹前景的風險看似大致平衡，但其中包括通脹尚未可持續達到目標的相當大可能性，」舊金山聯儲銀行在本周發表的一篇論文中稱。

收益率曲線趨平，通常被解讀為債市認為較長期增長和通脹前景變黯淡的跡象，這將會限制升息的空間。而對沖基金和投機客似乎恰恰在據此布倉。最新CFTC數據顯示，基金削減了五年期和10年期債券的空倉，同時仍堅持持有兩年債的巨大空倉。

大灣區協同發展 金融助產業升級

傅剛 河東資產創始人兼基金經理

■港珠澳大橋上月正式通車，進一步加強粵港澳大灣區的聯通。 資料圖片

2018年10月24日上午9時，歷時近10年建造的港珠澳大橋順利通車，這也標誌着粵港澳大灣區的聯通互動正式邁入新階段。大灣區覆蓋的地區擁有近7,000萬人口，經濟規模達1.5萬億美元，超過了澳洲、印尼、墨西哥等部分二十國集團（G20）國家。預計到2025年，粵港澳大灣區的經濟規模將接近翻番，達到2.8萬億美元。香港、澳門與深圳、廣州和珠海等內陸城市有非常好的互補關係，在可預見的未來，大灣區區域一體化進程會不斷加快，促進經濟交流融合轉型。這對機構投資者和個人投資者來說，都會帶來更多的潛在機會。

大灣區格局的形成，將促進資金、物流、基建、人才等方面的互聯互通，其中最為廣泛深遠的是資金影響。在中美貿易戰的背景下，大灣區資金流動將以金融風險控制為首要目標，實現更豐富有效的配置。與之相比，物流、基建、人才等領域，大灣區互補流動更加顯而易見，如香港缺乏對技術型人才的培養，而深圳則欠缺更高水平的醫療條件，區域一體化將實現粵港澳之間取長補短，最終形成成熟完善的城市群落。

資金人才物流互補加強

大灣區實現一體化後將帶來資產估值的上升和資產流動性的增強。「港股通」、「H股全流通」等一系列新舉措的正式實施，將帶動越來越多的優質中國企業赴港上市。未來「ETF通」、「新股通」、「期貨通」、「南向債券通」等機制的落地也會吸引更多資金來港配置香港市場，整體提升香港股市乃至大灣區市場的估值。

在大灣區協同發展的圖景下，除了金融產業，我們同樣看好區域內的高端製造產業。粵港澳地區的龍頭城市金融科技水平普遍較高，同時區域內整體勞動力和土地成本也較為合理，高端製造業大有可為。粵港澳大灣區已具備成為世界級港灣的基礎條件，未來很可能孕育出優質的科創型企業，需要穩定資金流的助力與支持，尤其需要借助國內創投基金行業的力量，通過扶持優秀的早期科創企業，實現金融資本對粵港澳大灣區發展建設的支持作用。

需要指出的是，在市場經濟的運行中，政府並非萬能。但企業開創不可知性較強，如銀行等傳統金融機構無法承擔太大金融風險；而以政府基金為主導，則難以避免道德風險的問題。發展高端製造業需要政府降低行業整體的稅負水平，而非對各自區域的企業進行保護，市場才能夠優勝劣汰進行整合，真正優秀的企業也才能真正脫穎而出。

建議明年採啞鈴式投資

2019年適合啞鈴式投資：一方面，以中證500指數成分股為代表的中國成長股估值長期偏低，但與中國經濟高度相關，其基本面表現都有亮眼之處，未來預期稍有改善，這部分股票都會有顯著的上漲空間；另一方面，從平衡風險的角度考慮，通過港股通投資部分與中國經濟相關度較小的海外企業，如加拿大的保險公司、英國的電廠、澳大利亞的燃氣公司等，可以平衡資產配置，規避宏觀投資風險。

粵港澳大灣區的深度融合已是大勢所趨，前景非常光明。隨着越來越多優質企業的不斷湧現，大灣區互流互通和一體化進程將會步入嶄新階段。不畏浮雲遮望眼，我們堅定地看多市場，對中國資本市場和大灣區協同發展的未來充滿信心，並已開始積極佈局，陸續推出新的基金產品，在當下低迷的市場中播下希望的火種。

我們相信，未來擁有清晰定位和獨特策略，兼具中國經驗和全球視野的投資公司將在大灣區一體化的新圖景中享有巨大的發展空間。作為一家專注二級市場投資的對沖基金，我們將繼續堅持科學投資，深度聚焦全球上市優質中國資產，捕捉資產的動態價值，為投資者帶來長期穩定回報，為粵港澳大灣區的發展支持助力，促進區域一體化程度不斷提升。

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。