

## INSIGHT

季度市場回顧

2021年第二季

刊物重點內容：



環球策略資產配置



環球證券選擇



區域資產配置



區域投資組合建構

重回正軌？



概述

美國

英國

特別關注

全球經濟是否已重回正軌？

開支以萬億美元計，  
花錢如流水

短期刺激，長遠隱憂

數碼貨幣：主要問題

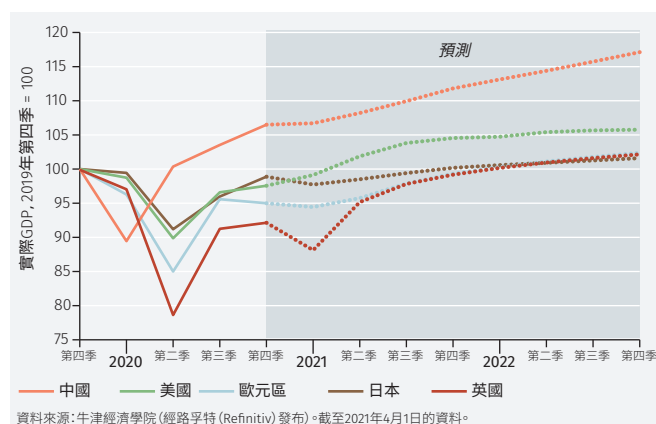
## 概述

繼第一季市場大局停滯不前之後，全球大部分地區的經濟復甦似乎將要重回正軌。市場在預測美國經濟復甦時，態度明顯較樂觀。然而，全球現正關注的大問題是供應鏈樽頸以及通脹率上升。

### 美國的「中國式」增長

在大規模財政擴張、寬鬆貨幣政策以及快速疫苗接種計劃三者並行之下，市場對2021年美國經濟抱有更高期望。例如，美聯儲現時預計2021年GDP增長將達6.5%，部分私人機構甚至預測會更高。美國今年第二季的GDP大可能會超過肺炎爆發前水平；中國的恢復甚至更加迅速（見圖1）。預計到2021年末，日本、英國及歐元區的經濟將會恢復至肺炎爆發前的產出水平。

#### 1. 主要國家復甦進度



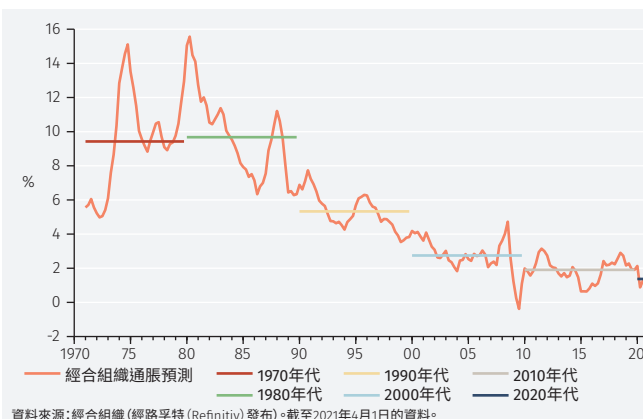
有些人認為如此進度並不特別值得欣喜。他們指出，如果想完全消除產出缺口（output gap）（實際產出與假設繼續以「潛在」速度增長的情況，兩者的差距），就要有更多擴張措施。這一點的確支持了美國推出新的財政計劃，而且為推出另一項計劃（偏重基建開支）提供了理據：為達致全面復甦，最好「斥鉅資」。

### 通脹與義勇軍（vigilantes）

金融市場擔心，「斥鉅資」最終會鑄下錯誤，因為刺激措施超出消除產出缺口所需的量，而且會導致通脹。提出這項觀點的人並不少，其中以Larry Summers最為高調（他曾提出「長期停滯」有可能出現，因為美國需求不足，進而導致通縮）。因此，他對通脹的擔憂並非杞人憂天。

多個發達國家在數十年來通脹逐步下降（見圖2），如今趨勢會否逆轉？這個擔憂已反映在美國十年期政府債券利率的升勢上（見圖3），有些人覺得這是「債市義勇軍」（bond market vigilantes）再次出動的跡象。這些希望國債利率可以增加、藉以抵償通脹上升的投資者，正在向財政部及美聯儲發出警告：

#### 2. 發達國家通脹走勢



寬鬆政策的後果可大可小，不僅有可能導致通脹率上升，而且還有其他不利影響，其中最顯著的是，當資金被用於支撐政府大額赤字時，利率上升會減少私營部門的投資支出。

其他不利影響亦會應運而生，例如歐元區債券利率會上升，然而歐元區政府並不樂見這個情況發生。此外，又有人認為歐洲的財政支援措施不足，因為按照與產出缺口的比例，歐洲的措施力道遠遠比不上美國。在這種分析之下，歐元區有重複犯下環球金融危機後的錯誤——應對措施杯水車薪而且來得太遲。

然而，以上擔憂是否都有充足理據？美國十年期債券利率由大流行爆發後的低點開始反彈，已回到符合美聯儲2%長期通脹目標的水平。債券（通脹保值債券，即TIPS）實際利率仍為負數，反映並不會出現資金不足、繼而引發排擠效應的情況，相反，可用於投資的資金相當充足。

#### 3. 美國十年期債券利率



## 概述

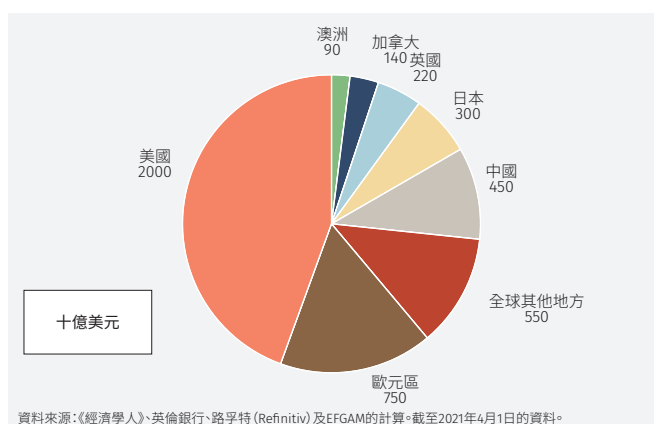
的而且確，全球儲蓄過剩（即儲蓄額超過期望投資）似乎又再出現。這項理論是由前美聯儲主席伯南克於2005年最先提出。

### 儲蓄過度

全球儲蓄過剩（主要是家庭，其次是企業）額估計超過四萬億美元，其中一半在美國（見圖4）。對於一直工作但其支出，特別是在旅遊、消閒娛樂的支出有限的群體，他們的儲蓄額增加得特別明顯。至於許多其他失業者，仍可得到各種收入援助及無薪假安排。當然，失業及損失收入的亦大有人在，因此才會有人形容復甦情況是「K形」。

政府當局（特別是美聯儲）現在已大致認同這一點。美聯儲曾強調，加強勞動市場，從而保障社會低下階層的就業前景，是重要策略。

### 4. 環球儲蓄額高企



### 貨幣與通脹

增加的儲蓄大部分留在銀行戶口，這亦是全球各地貨幣量普遍激增的主要原因（見圖5）。這個現象的主要影響是導致當前的情況與環球金融危機後截然不同。當時，貨幣基礎雖然有增加，但並未令貨幣出現大幅增長。然而如今，兩者都已大大增加。

### 5. 環球貨幣增長



儘管長久以來，學院派所提出的貨幣主義式因果關係，即貨幣增長會引發未來通脹，一直未有明確出現，因此不足以用在政策考量之上，但市場明顯擔憂會理論情況有可能發生。如今美國廣義貨幣的增長率已是1943年以來最高。佛利民曾提出貨幣是購買力的暫時收容所。這項理論的焦點是，當購買力轉化為實際支出，會發生什麼情況。

如今全球對通脹上升的擔憂，難免令人聯想到1970年代，當時正是史上最後一次貨幣增加直接引發高通脹。石油及商品價格已大幅上升（見圖6）；許多行業都要求加薪，而且要求合理；供應鏈樽頸已取代了「及時」(justintime) 存貨管理流暢運作的標準；而「基數效應」(base effect (今年價格與2020年初的低迷價格之比較) 將自動導致夏季通脹率上升。

### 6. 商品價格回升



然而我們認為，通脹短期上升幾乎無法避免，但之後通脹未必會持續上升。當疫症降到足以恢復「正常」活動的程度時，很可能會引發消費狂熱。然而，全球大部分地區的產能利用率低下、失業率持續高企，加上極之不明朗的情況大可能持續，旅遊及娛樂等行業的復甦難免受阻。

此外，某些新興國家及發展中國家（特別是南美洲）的疫情仍未受控，能否保持長遠復甦仍然是未知之數。

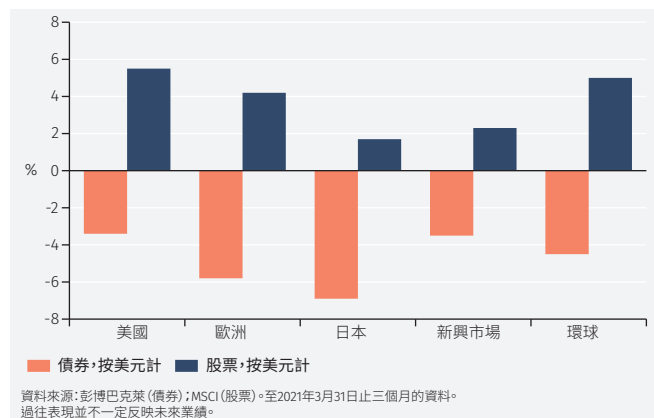
## 資產市場表現

2021年第一季，環球債市與股市表現大相逕庭。債券價格普遍下跌，相反股市普遍上揚。美元兌大多數貨幣呈現強勢。

### 資產市場表現

根據MSCI明晟發達市場指數(以美元計)，2021年第一季世界股票市場錄得5.0%利潤(見圖7)。相反，全球債券市場以彭博巴克萊環球綜合指數計則下滑<sup>1</sup>，跌幅達4.5%。除英國及加拿大以外，大部分市場的本幣回報(以美元計)均受貨幣貶值拖累。

#### 7. 資產市場表現

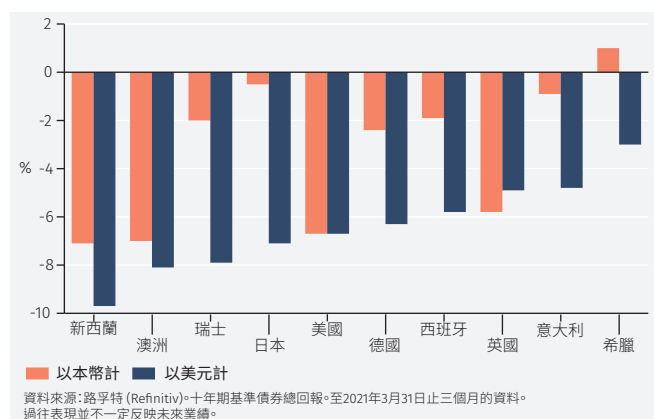


### 債券市場

債券市場的主要趨勢是長期債券孳息率上升及孳息率曲線趨向陡峭(即長期孳息率相對短期收益率上升)。

換句話說，較長期債券的回報普遍會較低。因此，以美國市場，十年期政府債券的總回報為-6.7%(如圖8所示)。在澳洲及紐西蘭，本國貨幣的回報低於美國。兩地債券孳息率上升，反映投資者對經濟復甦的信心正在加強，然而，兩國貨幣對美元的匯率仍然緩步走弱。

#### 8. 債券市場表現



歐元區方面，希臘十年期債券錄得不俗回報，孳息率維持在1%左右；希臘債券的高孳息率亦有助墊高回報。然而，在歐元區各國(以至瑞士)債券市場，以美元計收益被疲弱的本幣拖累。

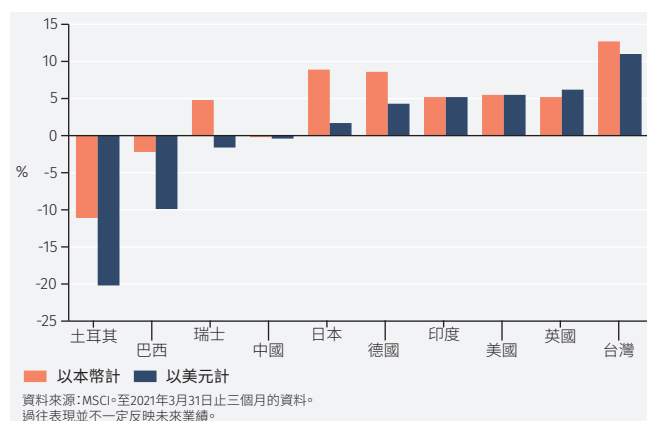
在英國，十年期國債孳息率溫和上升，造成本金損失及本幣回報見負數。然而，英鎊是第一季兌美元仍有升值的少數幾種貨幣之一。相較之下，日元則是期內兌美元最弱的主要貨幣。

### 股票市場

英國股票市場在第一季錄得本幣正數回報。原因在於，全球各大股市之中周期性較強的行業(石油、能源及金融領域)佔英國股市高比重，而且期內表現良好。

台灣方面，市場對科技公司需求強勁，使其成為第一季表現最好的股票市場之一。另一方面，市場憂慮巴西及土耳其對經濟的處理表現，因此兩國市場季內表現不佳。

#### 9. 股票市場表現



<sup>1</sup> 彭博巴克萊環球綜合債券指數收錄24個國家的發達及新興市場發行人，以其所發行的政府及投資級別企業債為基準。

## 美國

由於美國推出了最新的財政支持措施，加上疫苗接種進度理想以及消費者的積蓄大增，令美國經濟具備快速反彈的條件。

### 鉅額財政支出及GDP反彈...

參議員Dirksen曾在1960年代對美國政府的支出方案有此評價：「一次又一次的開支均以十億美元計，花錢如流水。不久就會債台高築。」到今時今日，我們要將十億改為萬億才恰當。繼2020年3月的2萬億美元及2020年12月的9,000億美元的財政支持方案後，拜登又祭出1.9萬億美元的方案（見圖10）。

#### 10. 美國財政支持

日期	支持	金額
2020年3月	<b>CARES方案</b> ( <i>冠狀病毒援助、救濟及經濟安全法案</i> ) ( <i>Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act</i> )	≈2萬億美元
2020年12月	<b>額外刺激方案</b>	9,150億美元
2021年3月	<b>ARP</b> ( <i>美國救助計劃</i> ) ( <i>American Rescue Plan</i> )	1.9萬億美元
擬定	<b>基建方案</b>	2.3萬億美元

資料來源：華爾街日報截至2021年4月1日的資料。

最新措施對美國最現實的影響是，由2021年3月起，每個人均會收到1,400美元的郵寄支票。然而方案亦包括對學校、家庭、州與地方政府以及醫療保健的支持措施。未有包括在內的是基建開支。如今，基建的開支亦已上榜，其中一項是2.3萬億美元的基建法案，包括交通運輸、環保投資及振興美國經濟中較弱環節的措施。

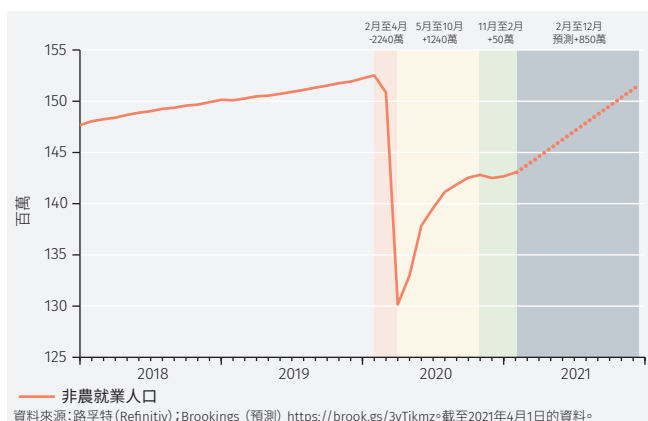
以上方案當然不會立即對經濟增長有幫助（眾所周知，大型基建項目進展緩慢且容易超支），但大致而言，基建對於美國的長遠增長前景更加重要。預料經濟的供應潛力會有所提升，更重要的是能創造職位。

### ...然而，增加就業亦有一項疑難。

就是市場即時需要大量職位，因為疫症爆發的初期，美國已損失2,200萬個崗位。雖然之後的六個月增加了1,200個職位，但職位的增加速度隨即放緩。今年餘下時間內，又可以增加多少個職位？奧肯定律（Okun's Law）認為GDP增長與就業增長有關聯，並估計GDP每增加1%可增加約0.5%就業率。預計美國2021年GDP增長6.5%，相等於每月增加460,000個就業機會<sup>2</sup>。然而，疫症中許多流失的職位都屬於親身服務，因此這條定律極可能未能完全呈現。圖11的預測是以較高的職位數字增幅為準，即平均每月850,000個職位，如果實現，就業水平就能恢復到疫症爆發前的高峰。

<sup>2</sup> Brookings. [www.shorturl.at/qvT01](http://www.shorturl.at/qvT01)

#### 11. 美國：非農就業人數



### 償還政府債務

就財政政策而言，大眾擔憂未來政府債務水平上升，原因可以理解。CBO預測，到2050年，債務將達到GDP的200%。幸好日本早已超過這個水平，而且似乎未有太多不良後果，否則200%實在令人咋舌。更重要的問題是，美國是否還得起債。CBO預測，即使拉近至2030年，到時政府債務的利息開支亦要消耗收政府收入的12.5%。以1995年作比較，當時債務水平遠低於現在，而利率則遠高於現在，利息開支消耗政府收入達四分之一。因此，如果（到底能否實現，我們亦不敢過於樂觀）通脹及利率能夠繼續受控，問題還不至於嚴重。

#### 12. 美國政府債務佔GDP比重



## 英國

由於英國疫苗接種迅速、儲蓄額高，加上有美國擴張政策的連帶效應，因此短期對英國經濟仍可以樂觀；真正令人擔憂的，是脫歐後的根本問題。

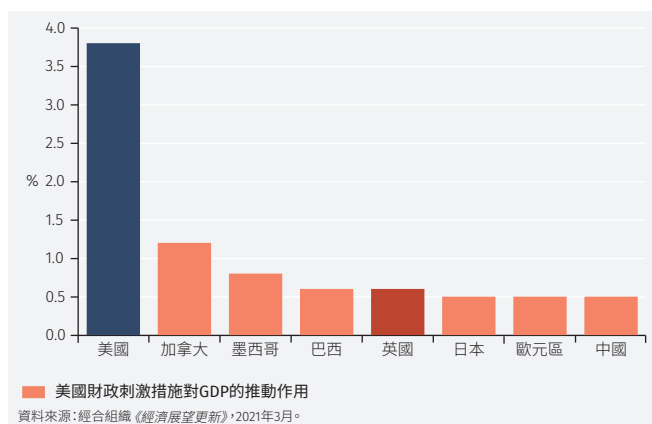
### 短期振興

英國快速推行疫苗並逐步放寬閉關限制，是2021年下半年的復甦有望的穩固基礎。英國政府有意在6月21日之前取消所有剩餘的社交接觸限制，屆時可舉行大型社交活動，辦公室亦可重開，無需再遙距辦公。雖然限制將要取消，但更大的問題是民眾是否願意在放寬後配合。出國旅遊的限制大可能最少會維持至今年後期。再者，不得不提的是類似的放寬計劃曾經腰斬（相信大家還記得2020年聖誕節前後，英國政府準備取消限制活動措施，但最後一刻不得不煞停）。

當然，許多消費者都有能力在旅遊及娛樂等關閉已久的環節上大力消費。總體而言，家庭儲蓄（超過假設閉關措施不推行情況下的估計水平）高達1,500億英鎊，其中大部分為銀行存款。一旦限制取消，英國消費者可能蓄勢待發，會瘋狂消費一番。然而，他們亦可能不會這樣。英倫銀行預測，未來三年內，高儲蓄只會消耗5%。因此，英國可能出現緩步而漸進的開支及增長，而非突然爆發。

情況亦可能適用於美國財政擴張所帶來的振興作用——英國是最大受益國之一，然而受惠的時段可能分散於一整年左右（見圖13）。

### 13. 美國財政刺激令英國受惠



### 長期未明朗

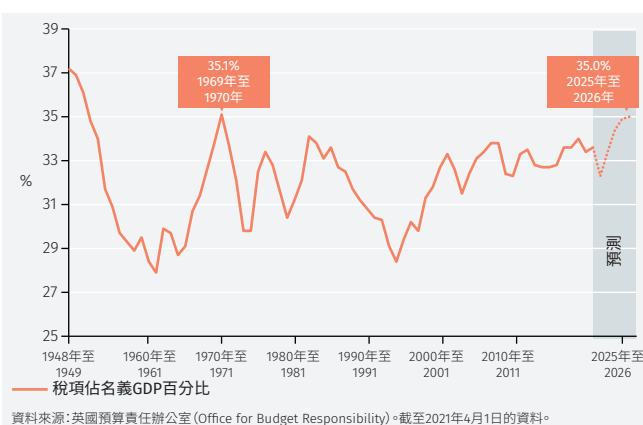
如果將目光放在更長時間（例如數年內），我們估計有三大主要因素妨礙英國經濟。第一，英國與歐盟的新貿易安排大可能造成英國經濟對需求變化的反應減慢。例如，中歐及東歐的工人對季節性農業以至醫療保健等多個行業的作用舉足輕重，然而

### 14. 十年期政府債券孳息率



到時候他們進入英國會較困難。第二，大致上而言，由於貿易壁壘增加，環球市場力量對英國通脹的影響可能會降低。現時，英國十年期政府債券的孳息率低於美國債券（見圖14）。如果英國成為更易出現通脹的經濟體，由於「避險」的功能減弱，英債孳息率將難以低於美債。第三，當稅率上升（見圖15），特別是公司所得稅增加，英國可能難以保留並發展其低稅率的特點繼續吸引國際企業。

### 15. 英國稅務負擔



英國有意將貿易重心轉向與其有緊密歷史及文化聯繫的印太區<sup>3</sup>。這項策略的意義在於，印太區勢將成為全球增長最快的地區之一，然而，此舉到底能否迅速彌補英國與歐洲鄰國的貿易損失，目前仍然言之尚早。

<sup>3</sup> 英國的目光似乎主要放在於2018年簽訂《跨太平洋夥伴全面進步協議》(Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP) 的11個國家。英國已申請加入該協議。現時協議的簽署國有11個：澳洲、文萊、加拿大、智利、日本、馬來西亞、墨西哥、紐西蘭、秘魯、新加坡、越南。

## 歐元區

歐元區正遭受另一波肺炎爆發的困擾，特別是法國。歐元區已擴大抗疫貨幣政策的規模，但除此之外幾乎再無其他財政刺激措施。

### 第四波

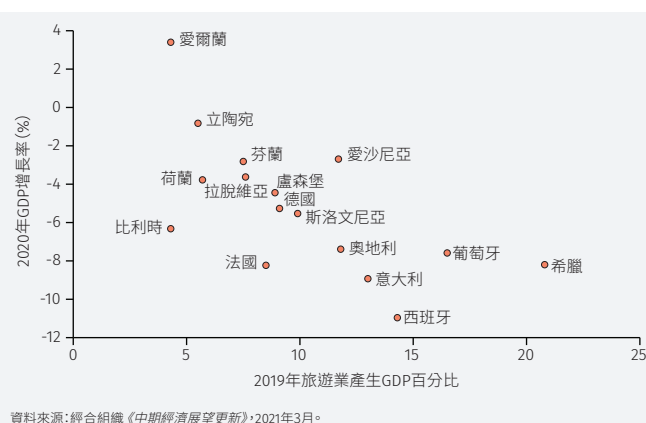
新型冠狀肺炎第四波爆發已傳遍整個歐元區(見圖16)。大部分人認為，原因在於疫苗接種計劃推出緩慢而且執行不力；由2020年10月起收緊的閉關措施，至今仍未放鬆。相反，法國已於4月3日開始第三次全國閉關。

#### 16. 冠狀病毒大流行：法國、德國、意大利、西班牙



群眾曾經希望能在暑假開放南歐諸國，現時已經無望實現，西班牙、葡萄牙、希臘、意大利這些旅遊及觀光業佔經濟比例甚高的國家，將難免受打擊(見圖17)。

#### 17. 歐元區旅遊業與GDP



儘管如此，仍有不少企業對復甦感到越來越樂觀。以德國為例，三月的Ifo商業信心指數已升至2019年6月以來的高位。製造業的樂觀情緒亦升至2010年11月以來的高位。

\*經合組織《中期經濟展望更新》，2021年3月。

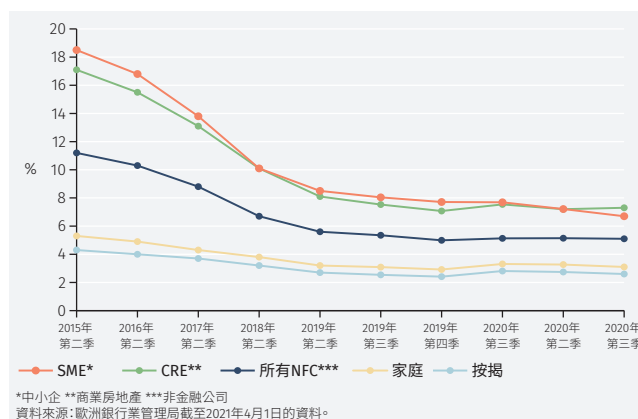
### 反應緩慢，幸而未有危機

市場批評歐元區的抗疫財政政策力道不足而且反應過慢，然而在2020年，整個歐元區的財政支援措施其實以GDP百分比計比美國高。之後，美國再推出大額支持措施，而歐元區的新刺激措施卻出手甚低<sup>4</sup>。此外，去年宣布的部分措施亦實施緩慢，特別是7,500億歐元的復甦基金，至今仍未開始分發。意大利將獲得該基金當中2,000億歐元，現時仍在計劃如何運用。與美國向個人郵寄大額支票相比，實在高下立見。然而，歐洲央行所採取的行動(特別是近期擴大買債計劃的規模)卻明顯有效遏止了瘟疫危機。

前歐元危機國家與德國的息差已跌至2000年代末以來最低。此外，2010年代初「惡性循環」重演的風險(即市場對政府償付能力的擔憂蔓延到銀行，然後又回到政府)似乎甚低。

銀行的財務水平比當時好。2020年第三季，歐元區所有主要銀行的資本及流動性比率均高於規定水平；再者，銀行不良貸款亦有降低(見圖18)。各種應對方案(例如希臘的大力神計劃)亦出奇地有效。然而，部分改善不良貸款的臨時措施(特別是為小企業貸款提供延期償付及擔保)最終亦難免要推行。

#### 18. 歐洲銀行不良貸款



雖然危機已經避過，但阻礙增長的長遠根本障礙(特別是人口結構)仍然存在。

## 瑞士

縱然疫症爆發，瑞士經濟表錯已算得上可圈可點，而且是在無大規模的財政支持下。然而，在通脹率仍然低下的情況，瑞士是否可以重新考慮「債務減速」？

### 瑞士與冠狀病毒疫情

瑞士GDP在2020年下跌3%。儘管收縮劇烈，但比當初擔憂情況好。此外，預計瑞士的GDP將於2021年反彈約3%（從而回到疫症前水平），並在2022年達致強勁增長。然而，與許多其他國家一樣，即使經濟重開，預計其失業率（二月升至3.6%，為2010年以來最高，見圖19）亦只會緩慢下降。

19. 瑞士：失業率



資料來源：路孚特 (Refinitiv) 及牛津經濟學院預測。截至2021年4月1日的資料。

### 通脹趨勢

自2019年末起，消費價格通脹率一直為負值，該年二月的按年增長為-0.5%。反映核心通脹率下降，以及食品及能源等波動性通脹成分的價格下降（見圖21）。但與其他國家一樣，這些通脹數字勢將在2021年中期上升。然而，家庭通脹預期似乎已趨穩定，大致徘徊在瑞士國家銀行視為物格穩定的0-2%通脹範圍的低區段。

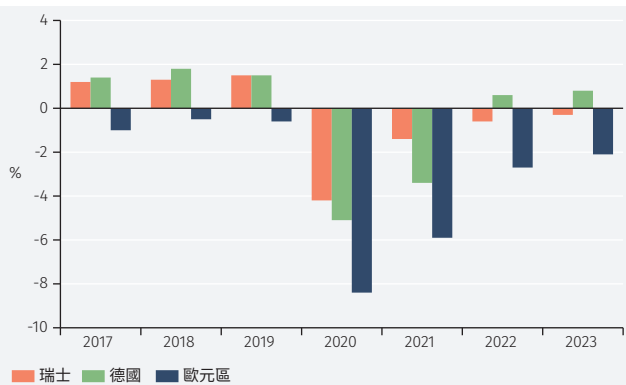
21. 瑞士：整體及核心通脹



資料來源：路孚特 (Refinitiv)。截至2021年4月1日的資料。

2020年，瑞士的抗疫開支達169億瑞士法郎，佔GDP的2.4%。至於2021年，至今瑞士已另外撥備其GDP的3.1%作抗疫。這些大額支出是造成2020年錄得史無前例赤字（而且預計2021年會再創新高）的主要原因。然而，與德國及歐元區相比，瑞士的預算缺口只是小巫見大巫（見圖20）。

20. 瑞士：政府收支及比較



資料來源：IMF財政監察報告（經路孚特 (Refinitiv) 發布）。截至2021年4月1日的資料。

### 債務減速

市場因此質疑，瑞士政府到底是否真有決心迅速恢復財政誠信。聯邦委員會的《2022至24年財政計劃》有意要在2022年達至預算平衡，並爭取在之後兩年稍有盈餘。這項計劃符合自2003年以來實行的所謂債務減速。這項措施的目標，是在週期內利用平衡的結構性預算案穩定債務；措施對於將債務佔GDP比重由2002年的58%降低至2019年的40%發揮至關重要的作用。

這項標準給予聯邦委員會六年時間來填補任何超額的預算缺口，因此，利用這項靈活標準是恰當之舉。過早進行財政緊縮有可能會減慢復甦。而過緊的財政政策則會令支撐經濟的貨幣政策負擔加重，使瑞士央行退出負利率及干預外匯的路途崎嶇複雜（兩者早已招惹許多批評）。

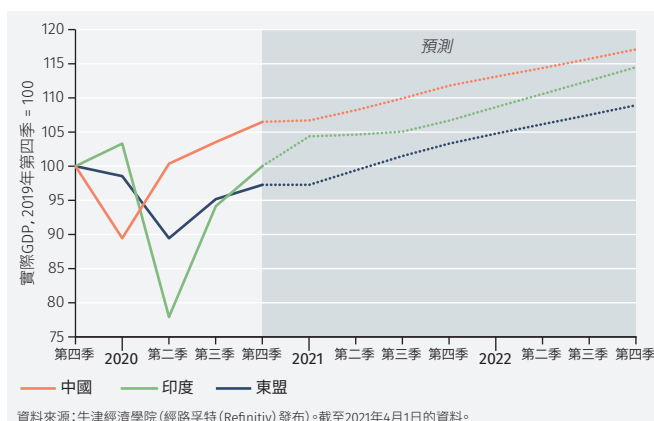
## 亞洲

中國固然因為復甦迅速已聲名大噪，然而印度亦不甘落後。印度長久以來就有不少垢病——高通脹、經常帳戶赤字及貨幣疲弱，然而現時國際投資者對以上問題可能不再擔心。

### 追上中國

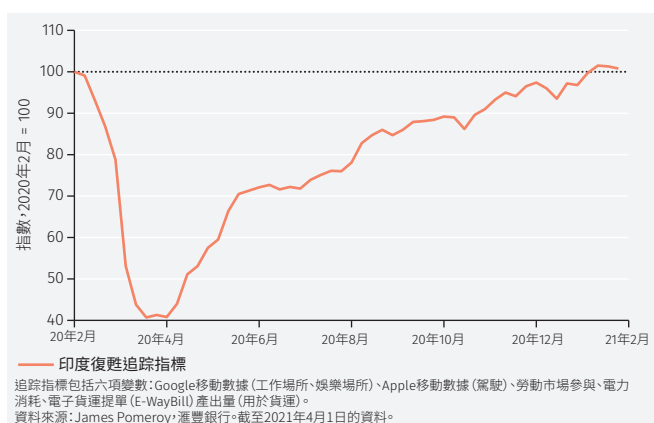
某程度上，中國經濟迅速復甦令全球羨慕。雖然2020年第一季的GDP下降，但第二季已完全恢復；到2020年底，其GDP甚至比疫症爆發前高7%（見圖22）。

### 22. 亞洲國家復甦情況



而令人嘩然的，根據官方數據，印度亦已恢復到大流行前的GDP水平。許多亞洲國家的類似統計數字經常備受質疑；而印度的GDP數據更是飽受多方批評<sup>5</sup>。然而，我們仍可利用其他數據來源，例如流動性、勞動參與度、用電量及貨運量等更能反映大流行後復甦狀況的資料，從而得出相同的走勢（參見圖23）。

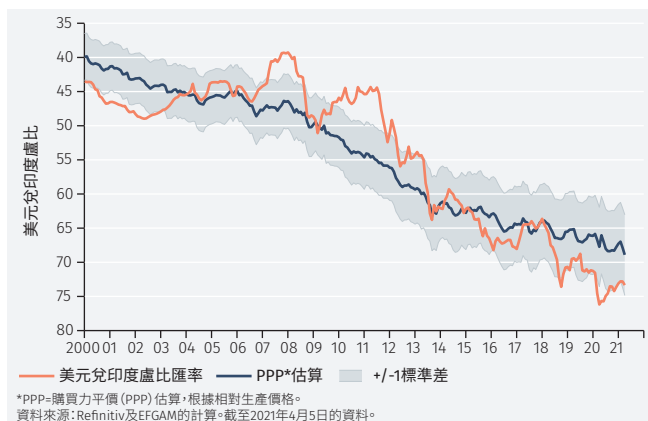
### 23. 印度：復甦追蹤



### 貨幣問題

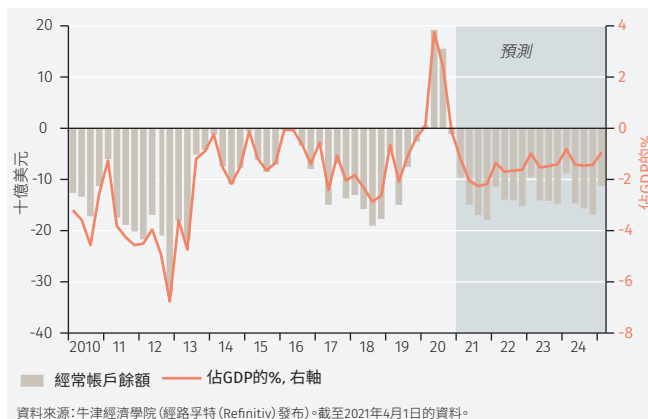
對投資印度的實際及有意投資者而言，其共同擔憂是印度盧比向來疲軟（見圖24）。

### 24. 印度盧比匯率



由以往起，印度的通脹率一直高於美國，因此其匯率亦隨時間而走弱。此外，印度向來有經常帳戶赤字的問題（見圖25），使得當資本外流增加時，印度容易受到貨幣急劇貶值的影響。

### 25. 印度：經常帳戶餘額



### 時代變遷

時移世易，無可避免。印度最近已錄得經常帳戶盈餘，主要是因為閉關限制其石油進口，另外預料今後其赤字亦會變小。印度的通脹已得受控制。整體通脹率及核心通脹率均處於印度儲備銀行的目標（2-6%）之內。儘管短期內的食物及石油價格上升很可能導致通脹率上升，但其經濟仍足以承受。

然而，冠狀肺炎個案再次上升，以及根本改革停滯不前，仍然是印度的主要問題。

<sup>5</sup> 「印度錯估GDP」，前財政部長Arvind Subramanian。https://bit.ly/3fs4r1F

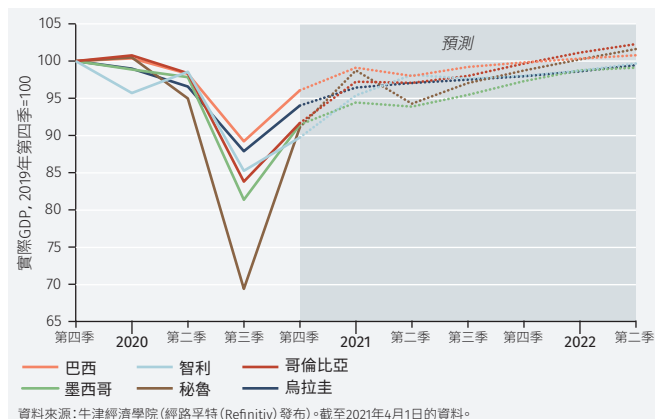
## 拉丁美洲

儘管南美洲的經濟在2020年末有所復甦，但以現時看進度似乎將會滯緩。南美洲的復甦路上幾個重大障礙：抗疫、政策欠靈活、政治前景未明。

### 冠狀病毒個案及應對措施

南美遭受冠狀肺炎的打擊甚為嚴重。2020年，南美多國出現急劇收縮；市場預計恢復進度普遍將會緩慢（見圖26）。

#### 26. 南美復甦進度

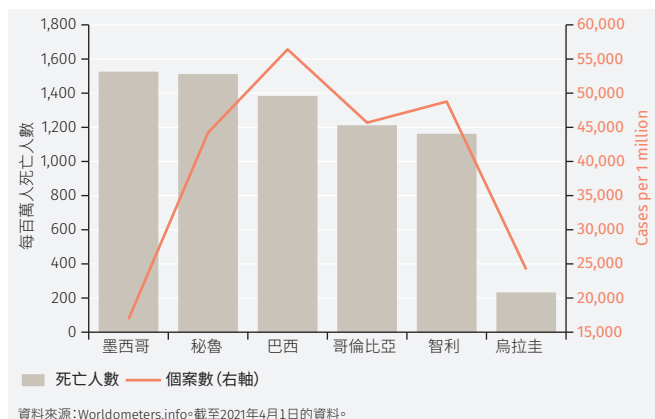


### 三大障礙

展望未來，南美在追求增長的路上有三大障礙。

第一，南美洲仍在與新型冠狀肺炎艱苦搏鬥（見圖27）。多國（特別是巴西）最初否肺炎的嚴重程度，之後又懷疑接種疫苗的好處。在南美較大國家，每百萬人中死於新型冠狀肺炎的人數可能略低於美國，但真實情況可能達高於此<sup>6</sup>。除了智利及烏拉圭，所有南美國家均只有不足10%人口已接種疫苗。

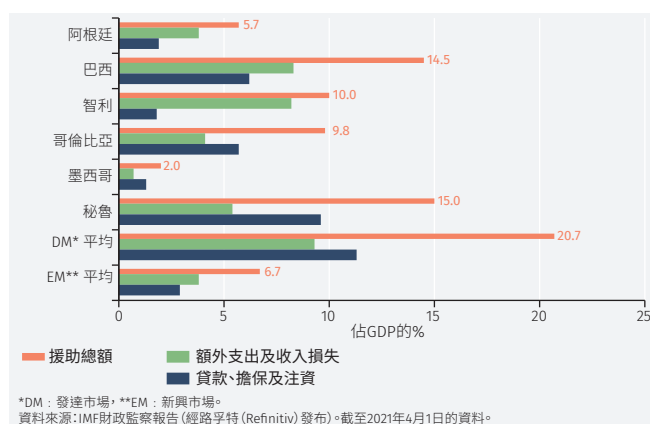
#### 27. 南美洲：疫情走勢



第二，南美政治未明朗因素節節上升，因為即將要舉行多場重要選舉，例如2022年巴西大選。巴西總統波索納諾 (Bolsonaro) 加強了對經濟的干預（尤其是燃油價格），與財政部長Paulo Guedes所期望的自由市場改革南轅北轍。由於國會拖延，自由市場改革進展甚微。

第三，政策欠靈活。在整個南美洲，財政應付措施比發達地區的規模小；而墨西哥則更加小（見圖28）。債務水平高企，令財政無法進一步擴張。

#### 28. 抗疫財政支持



現時，受商品價格上漲及貨幣疲弱的影響，通脹正在上揚；各國的政策利率經已提高，特別是巴西（見圖29）。南美洲的前途甚是艱難。

#### 29. 巴西：通脹與政策利率



<sup>6</sup> 在巴西、墨西哥、秘魯，每百萬人中約有1,500人死亡，美國則為1,700以上。資料來源：Worldometers，2021年4月1日。

## 特別焦點 – 數碼貨幣

近期，數碼貨幣備受關注，其中，比特幣更是關注的焦點，有些公司甚至宣布將接受比特幣付款。然而，以新式支付方法而言，央行數碼貨幣更有可能普及。

數碼貨幣（特別是比特幣）近期極受關注。「數碼貨幣」是指電子形式的貨幣，儲存於電子錢包等應用程式中，並可利用電子裝置存取。然而比特幣與央行數碼貨幣（CBDC）卻大有不同。

已有幾間公司宣布將接受比特幣付款，另一方面，市場已開始試行央行數碼貨幣，其中以中國人民銀行的數字人民幣（e-yuan）最為人熟悉。以上發展是否有關聯？

### 比特幣可否成為真正貨幣？

貨幣有三大功能：付款、儲存價值、帳目單位。市場接受比特幣為支付方法，代表比特幣已達成以上的第一項功能，但它仍有多項重大問題。最大問題是，比特幣支付機制的處理能力太低。比特幣交易次數上限大約是每秒五次，而Visa或Mastercard等支付處理公司能每秒處理二千多次交易。比特幣的價格波幅極大（見圖30），因此短期內不太可能成為穩定的價值容器；而且在不久將來能成為帳目單位的可能極低。例如，如果用比特幣來呈現企業的年度賬目，當要將其轉換成其他貨幣（例如美元）來時對帳目進行按年比較時，價格波幅過大，按年比較會變得幾乎毫無意義。另外，比特幣與非法交易及逃稅有千絲萬縷的聯繫，因此是某些國家將其取締的主要原因。最後一點是，銀行一般不接受比特幣為抵押品。

### 央行數碼貨幣毫無疑問能成為真正貨幣

相反，央行數碼貨幣毫無疑問能成為廣泛使用的新型貨幣，作為支付、帳目單位、價值儲存工具。目前，多國央行已正在研究、計劃並試用這類央行數碼貨幣。中國正進行一項大型試驗，而且至今為止似乎非常成功。數字人民幣具有法定貨幣地位，即是對方必須接受其為付款方式。其他央行數碼貨幣亦幾乎必定會有相同性質。數碼支付在中國已得到廣泛使用，在許多其他國家亦一樣，然而數碼支付服務是由私營公司提供。央行數碼貨幣則提供一種替代方案；央行能在支付基礎設施方面提供支援。最重要的是，央行數碼貨幣是由央行發行；提供穩定的貨幣框架正是央行的職責。

### 30. 比特幣價格



私營機構貨幣與央行數碼貨幣的另一個重要分別是可替換性。央行發行的貨幣具高可替換性，可改變其呈現形式（例如實物鈔票、硬幣、銀行存款，以至數行數碼貨幣）或所有權，而且毫無障礙。至於私營數碼貨幣，其可替換性一直備受爭議，例如比特幣的所有權可供追溯，這點或會阻礙其使用（例如，當某特定比特幣是作為非法交易的一部分而被持有）。

此外，在私營數碼貨幣品種數量眾多的情況下，彼此可供交換的匯率亦成為問題，而且這個問題早就有人提出。James Bullard 特別以美元為例，當美元有多種版本在流通時，社會普遍不歡迎這些系統<sup>7</sup>。

然而，可替換性問題已被藝術界推翻。現在已有人用不可替代幣（Non-Fungible Token, NFT）來當作某些藝術收藏品。每個不可替代幣均是區塊鏈上唯一的代幣。因此，該藝術品只有一個確定的原版。不可替代幣提供了一種現代化的方式來確定作品的起源，無疑是一種可以更加廣泛應用的科技（例如多種實物財產的所有權）。

雖然我們同意佛利民所言——私營機構本身提供穩定貨幣框架的能力令人懷疑；這項職能將繼續是政府的基本職能之一——然而，私營貨幣背後的科技卻開創出嶄新而迷人的可能。

<sup>7</sup> James Bullard, Federal Reserve Bank of St Louis, *Public and Private Currency Competition*. <https://tinyurl.com/4ef2n8zw>

## 重要資訊

**投資價值及其收益可升可跌，而過往業績並不代表將來表現。投資產品可能涉及投資風險，包括（但不限於）損失全部或部分投資本金。**

本文件不構成亦不應被視為任何投資項目、證券、其他金融工具或其他產品或服務的招股說明書、廣告、公開發售或配售，亦不應被視為買入、出售、持有或出售上述項目的建議。本文件並非任何投資、證券、其他金融工具或其他產品或服務的條款及細則之最後陳述。本文件僅刊載一般資訊，並非任何特定行動或不作為方針的投資建議或任何其他具體建議。本文件的資訊並未考慮接收人的特定投資目標、財務狀況或特定需求。進行任何投資之前，或若對本文件的資訊有疑問，應尋求適合個人個別情況的專業建議。

儘管本文件的資訊是來自公認的可靠資料來源，但EFG集團的任何成員均不論述或保證其準確性，而且此等資訊可能不完整或經簡撮。本文件的任何意見如有更改，恕不另行通知。本文件可能含有個人意見，並不一定反映EFG集團任何成員的立場。在法律允許的最大範圍內，EFG集團的任何成員概不對本文中的任何錯誤或遺漏，或依賴本文包含的任何意見或陳述所造成的後果負責，並且EFG集團的每個成員明確聲明不承擔任何責任，包括（但不限於）由於接收人依賴本文件而採取的相同行動或不作為，或由該等行動或不作為而引起的附帶或間接損失的責任。

在任何司法管轄區或國家提供本文件可能會違反當地法律或法規，並且擁有本文件的人員應自行理解並遵守所有限制。未經EFG集團授權成員的事先書面許可，不得將本文件（全部或部分）複製、披露或分發給任何其他人。

本文件由EFG Asset Management (UK) Limited製作，供EFG集團以及EFG集團屬下的環球子公司及分支機構使用。EFG Asset Management (UK) Limited獲英國金融行為監管局授權並受其監管，註冊編號為7389746。註冊地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, 電話 +44 (0)20 7491 9111。

如閣下在以下任何附屬機構或分支機構收到此文件，請注意以下幾點：

**巴哈馬：**EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.是根據2011年《證券業法》及2012年《證券業條例》獲得巴哈馬證券委員會的認可，並獲授權在巴哈馬境內及從巴哈馬境內從事證券業務，包括證券交易、安排證券交易、管理證券，及提供證券諮詢。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.亦根據2000年《銀行和信託公司管理法》，獲巴哈馬中央銀行認可為銀行及信託公司。

**巴林：**EFG AG巴林分行受巴林中央銀行監管，註冊辦事處地址為Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14th Floor, Kingdom of Bahrain。

**百慕達：**EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd.是在百慕達註冊成立的獲豁免有限公司。註冊地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

**開曼群島：**EFG Bank已根據開曼群島《銀行與信託公司法》獲得開曼群島金融管理局許可從事銀行業務。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd.已獲開曼群島金融管理局 (Cayman Islands Monetary Authority) 認可，可根據開曼群島《銀行及信託公司法》進行信託業務，並根據《開曼群島證券投資業務法》從事證券投資業務。

**智利：**EFG Corredores de Bolsa Spa乃獲Comisión para el Mercado Financiero (「Ex SVS」) 認可的股票經紀人，獲授權在智利進行證券經紀交易，並開展輔助的受監管活動，包括全權委託證券投資組合管理、安排證券交易及提供投資建議。註冊編號：215。註冊地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of.2901, Las Condes, Santiago。

**杜拜：**EFG (Middle East) Limited受杜拜金融服務管理局監管，註冊地址為Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE。

**根西島：**EFG私人銀行(海峽群島)有限公司已獲根西島金融服務委員會認可。

**香港：**瑞士盈豐銀行股份有限公司已根據《銀行業條例》(香港法例第155章)獲香港金融管理局授權為持牌銀行，並獲授權在香港進行第1類(證券交易)、第4類(就證券提供意見)及第9類(資產管理)受監管活動。

**澤西島：**EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited受澤西島金融服務委員會 (Jersey Financial Services Commission) 按《1998年金融服務 (Jersey) 法》監管。

**列支敦士登：**EFG Bank von Ernst AG受列支敦士登金融市場管理局 (Landstrasse 109, P.O.Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein) 監管。

**盧森堡：**EFG Bank (Luxembourg) S.A.已根據盧森堡監管機構 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 持有的1993年4月5日的金融行業適用盧森堡法律 (經修訂) (《1993年法律》) 列於盧森堡的正式銀行清單中，是根據1993年法律第2條獲授權依照盧森堡法律從業的公共有限公司 (匿名社團)。有關EFG Bank (Luxembourg) S.A.服務的任何問題，盧森堡居民僅應聯絡EFG Bank (Luxembourg) S.A.，地址為56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg，電話為+352 264541。

**摩納哥：**EFG Bank (Monaco) SAM是摩納哥的上市有限公司，公司註冊編號為90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM是從事金融活動的銀行，其業務獲法國審慎監管與解決局以及摩納哥金融活動控制委員會的授權並受其監管。註冊地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco)；電話：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英文，並放棄獲得本刊物的法語版本的機會。

**中華人民共和國(「中國」)：**EFG Bank AG上海代表處獲中國銀行業監督管理委員會批准，並已根據《中華人民共和國外資銀行管理規定》及相關在行法規向上海工商行政管理局註冊。註冊編號：310000500424509。註冊地址：上海市浦東新區世紀大道100號上海環球金融中心65樓65T10室。EFG Bank AG上海代表處的業務範圍僅限於非牟利活動，包括聯絡、市場研究及諮詢。

**葡萄牙：**EFG Bank (Luxembourg) S.A.的葡萄牙分行已向葡萄牙證券市場委員會註冊，註冊編號為393；向葡萄牙銀行註冊的註冊編號為280。納稅人及商業註冊號：980649439。註冊地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisbon, Portugal。

**新加坡：**EFG Bank AG的新加坡分行 (UEN編號T03FC6371) 已獲得新加坡金融管理局認可，為從事銀行業務的批發銀行，並為《金融顧問法》所定義的免稅財務顧問及《證券和期貨法》所定義的免稅資本市場服務被許可人。

**瑞士：**EFG Bank AG, Zurich，包括其日內瓦及盧加諾分行，均獲瑞士金融市場監管局 (FINMA) 授權並受其監管。註冊地址：EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士分行：EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano。

**英國：**EFG Private Bank Limited獲審慎監管局授權，並由金融行為監管局及審慎監管局監管，註冊編號為144036。EFG Private Bank Limited是倫敦證券交易所成員。註冊公司編號：2321802。註冊地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom，電話：+44 (0)20 7491 9111。關於EFG Asset Management (UK) Limited，請留意上面的狀態披露。

**美國：**EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的關聯公司、美國證券交易委員會 (「SEC」) 註冊經紀交易商，以及金融業監管局 (「FINRA」) 和證券投資者保護公司 (「SIPC」) 的成員。SEC、FINRA 或 SIPC 均未認可本文件或EFG Capital或其美國關聯公司EFGAM Americas提供的服務及產品。EFGAM Americas已在美國證券交易委員會註冊成為投資顧問。證券產品及經紀服務乃由EFG Capital提供，資產管理服務則由EFGAM Americas提供。EFG Capital和EFGAM Americas擁有共同所有權並可維持相互關聯的人員。本文件並不提供予美國人或美國人的帳戶，除非是「合格購買人」(定義見《1940年美國投資公司法》(經修訂) (以下簡稱「投資公司法」)) 及「認可投資者」(定義見《證券法》第501(a)條)。本文件所提及的任何證券均不會根據《證券法》註冊，亦不會根據任何適用的州證券法規獲得資格。本文件所提及的任何基金均不會根據《投資公司法》註冊成為投資公司。位於美國以外地區的分析師由不受FINRA法規約束的非美國關聯機構聘用。