

INSIGHT

季度市场回顾

2021 年第二季度

本刊物重点内容：



全球战略资产配置



全球证券筛选



区域资产配置



区域投资组合构建

是否已重回正轨？



概览

美国

英国

特别主题

世界经济是否已重回正轨？ “这里万亿, 那里万亿”

短期提振, 长期担忧

数字货币: 关键问题

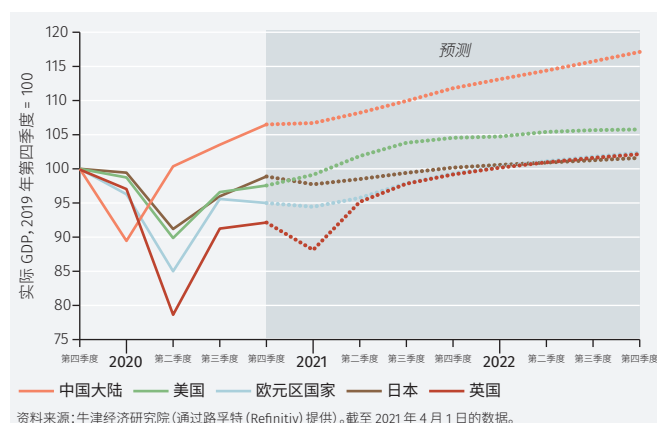
概览

继第一季度的踌躇不定后，世界大部分地区的经济复苏似乎都重回正轨。市场对美国经济复苏的预期尤为乐观。但是，供应链瓶颈和通胀率上升引发全球关注。

美国经济的“中国式”增长

大幅的财政扩张、宽松的货币政策以及新冠肺炎疫苗接种计划的迅速推广共同提升了市场对 2021 年美国经济的预期。例如，美联储目前预计 2021 年 GDP 将增长 6.5%，一些私营部门的预测甚至更高。今年第二季度，美国 GDP 增速很可能超过危机前的水平，而中国的复苏速度则更快（见图 1）。市场普遍预计到 2021 年底，日本、英国和欧元区将恢复到危机前的产出水平。

1. 主要经济体的复苏



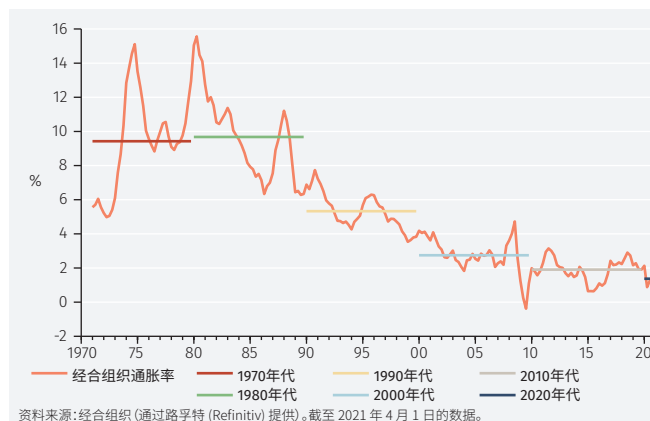
有些人认为这些成就并不特别值得庆祝。他们认为，在“产出缺口”（实际产出与继续按“潜在”速度增长的产出之间的差距）完全弥补之前，还需要更多的扩张。事实上，美国最新的财政刺激计划以及另一项以基建支出为主的计划均以这种观点为基础：有人认为，必须“扩大规模”，以确保全面复苏。

通胀与卫士

金融市场担心“扩大规模”会是一个错误：财政刺激超出弥补产出缺口所需的规模，可能导致通胀。值得注意的是，这一观点乃由曾经提倡“长期停滞”（认为美国需求不足会导致通缩倾向）的 Larry Summers 提出。在当时那种情况下，他对通胀的担忧并不过分。

过去几十年，发达经济体的通胀率一直在逐渐下降（见图 2）：这一趋势现在将发生逆转吗？一些人认为美国 10 年期政府债券收益率的回升（见图 3）反映了这种担忧，表明“债券市场卫士”又开始行动了：他们正在向财政部和美联储警告其宽松政策的后果。宽松政策不仅可能推升通胀率，还可能带来其他副作用：特别是，资金用于过度的政府赤字融资，会对私营部门投资起到挤出效应。

2. 发达经济体通胀趋势



其他地区也陷入这种交锋：尤其是欧元区债券收益率的上升令其政策制定者难以接受。此外，一些人认为欧洲的财政支持不足：相对于产出缺口而言，欧洲的财政支持力度要比美国小得多。根据这种分析，欧元区有可能重复全球金融危机后的应对措施——杯水车薪、为时已晚。

各种担忧有多少合理成分？美国 10 年期债券收益率从新冠肺炎疫情危机低点回升至与美联储 2% 的长期通胀率目标更一致的水平。通胀保值证券的实际收益率仍为负值，这表明可供投资的资金充裕，并不存在可用资本不足和随之而来的挤出风险。

3. 美国 10 年期债券收益率



概览

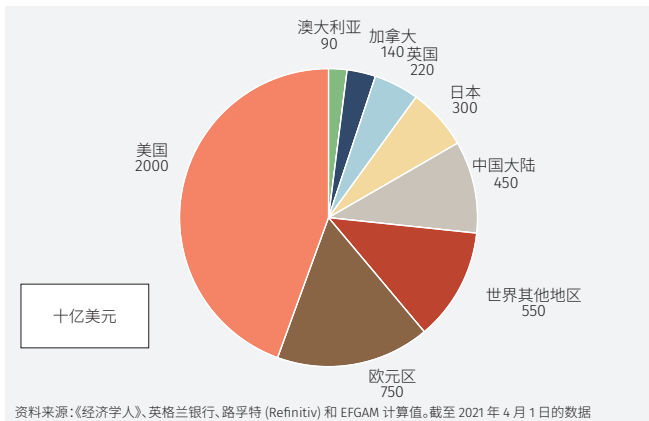
事实上,2005年时任美联储主席本·伯南克首次提出的全球储蓄过剩(储蓄超过预期投资)概念,如今有了新的表现。

过度储蓄

全球过度储蓄(主要是家庭储蓄,也有一些公司储蓄)估计超过4万亿美元,其中一半在美国(见图4)。对于仍在工作但支出(尤其是在旅游、休闲和娱乐上的支出)受到限制的人,其储蓄大幅增加。很多失业者通过各种收入补助和休假计划得到了补偿。但显然,一些人遭受了失业和收入损失。这就是为什么经济复苏有时被描述为K型复苏。

如今,政策制定者(尤其是美联储)更加广泛地认识到这一点。美联储一直强调加强劳动力市场以改善社会弱势部门就业前景的重要性。

4. 全球过度储蓄



货币与通胀

积累起来的储蓄在很大程度上采用银行存款形式。反过来,这也是全球广义货币激增的主要原因(见图5)。重要的是,这意味着当前发展状况与全球金融危机后的状况有所不同。当时,货币基

5. 全球货币增长



础有所增加,但并未反映在广义货币增长上。现在,两者均强劲增长。

尽管长期以来,货币快速增长和未来通胀之间的货币主义关系理论在政策上的运用不够可靠,但人们显然对此感到担忧。美国的广义货币增速达到1943年以来的最快水平。米尔顿·弗里德曼将货币称为购买力的栖息所。这种看法关注如果购买力转化为实际支出会发生什么。

当然,当前人们对通胀加剧的担忧与1970年代(上一次货币快速增长与通胀加剧相关联的时代)相呼应。石油和大宗商品价格大幅上涨(见图6);许多行业都出现了加薪要求,这也是合理的;供应瓶颈已经阻碍了“及时”库存管理的顺畅运作;而“基数效应”(将今年的价格与2020年初的低迷价格进行比较)将机械地导致夏季通胀率数据上升。

6. 商品价格回升



然而,我们怀疑,在经历几乎不可避免的短期上升之后,通胀率是否会持续上升。新冠肺炎疫情被控制在可以恢复“正常”活动的水平后,很可能会出现一些消费热潮。但全球大部分经济体的产能利用率较低,失业率仍居高不下,高度不确定性可能持续存在,阻碍了旅游和娱乐等行业的复苏。

此外,一些新兴和发展中经济体(特别是在拉丁美洲)的新冠肺炎疫情尚未得到遏制,经济反弹的韧性显然仍旧存疑。

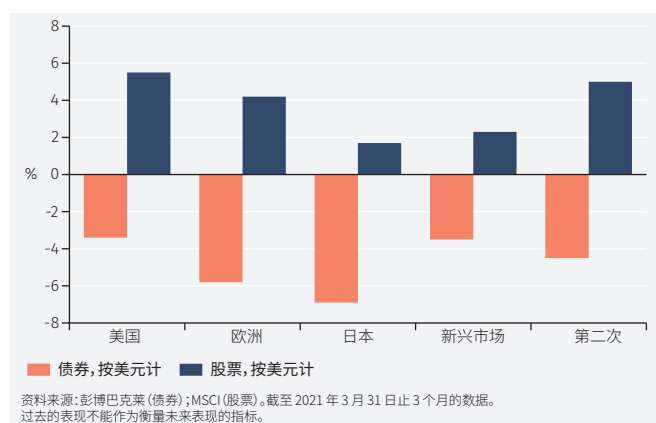
资产市场表现

2021年第一季度,全球债券和股票表现迥异。债券价格普遍下跌,股票价格普遍上涨。美元对多数货币的表现走强。

资产市场表现

根据明晟(MSCI)发达市场指数(按美元计),2021年第一季度全球股市上涨5.0%(见图7)。相比之下,根据彭博巴克莱全球综合指数,全球债券市场回报率为-4.5%。¹在几乎所有市场(英国和加拿大显然除外),本币回报率(按美元计)均因货币贬值而削弱。

7. 资产市场收益

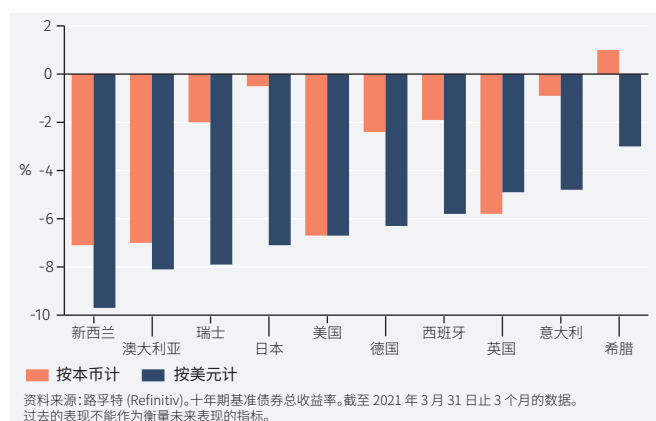


债券市场

债券市场的主要趋势为:长期债券收益率上升,收益率曲线趋陡(即长期债券收益率相对于短期债券收益率上升)。

这意味着,长期债券的回报率普遍较低。以美国市场为例,美国10年期政府债券总回报率(如图8所示)为-6.7%。澳大利亚和新西兰的本币回报率低于美国。这两个经济体的债券收益率不

8. 债券市场表现



断上升,反映出市场对经济复苏的信心日益增强,尽管如此,两种货币对美元的表现均小幅走弱。

在欧元区,希腊10年期债券录得温和正回报:收益率稳定在1%左右,希腊债券的高息利率增加了回报。然而,在所有欧元区债券市场乃至瑞士,回报率(按美元计)均因本币走软而削弱。

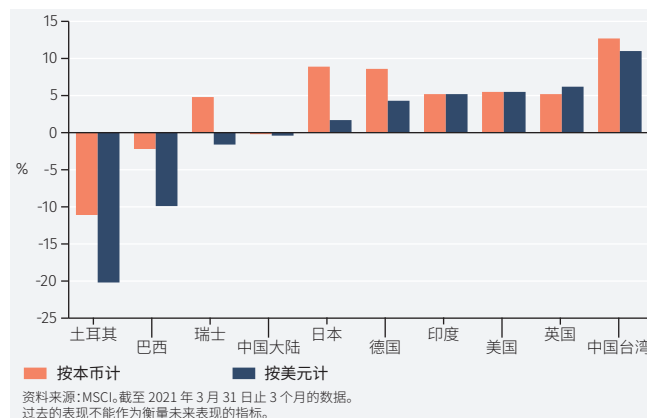
英国10年期金边债券收益率小幅上涨,导致资本损失与负本币回报率,但英镑是第一季度对美元升值的少数几种货币之一。相比之下,日元是对美元表现最为疲弱的主要货币。

股票市场

英国股市第一季度本币回报率为正。原因在于全球股市中周期性较强的领域——石油、能源和金融——在英国股市中权重较高,而且表现良好。

在中国台湾,科技公司的强劲需求使其成为第一季度表现最好的股市之一。市场对巴西和土耳其经济管理的担忧导致这两个市场表现不佳。

9. 股票市场表现



¹ 彭博巴克莱全球综合指数是衡量24个国家发达市场及新兴市场发行人政府债券和投资级企业债券的基准。

美国

最新的财政支持措施、新冠肺炎疫苗接种计划的迅速推进以及消费者积累的过度储蓄为美国经济快速反弹提供了条件。

大规模财政刺激和 GDP 反弹...

参议员 Dirksen 在 1960 年代评论美国政府支出时说：“这里十亿，那里十亿，加起来就很可观了”。如果把“十亿”变成“万亿”，他的评论放到今天就恰如其分。继 2020 年 3 月的 2 万亿美元和 2020 年 12 月的 0.9 万亿美元计划之后，拜登总统又提出 1.9 万亿美元的财政支持计划（见图 10）。

10. 美国财政支持

日期	支持	金额
2020 年 3 月	CARES 计划 《新型冠状病毒援助、救济与经济安全法》	约 2 万亿美元
2020 年 12 月	额外刺激计划	9,150 亿美元
2021 年 3 月	ARP 《2021 年美国救援计划》	1.9 万亿美元
拟定	基建计划	2.3 万亿美元

资料来源：《华尔街日报》。截至 2021 年 4 月 1 日的数据。

最新计划采用最简单粗暴的执行方法，即从 2021 年 3 月开始，政府将每月向个人邮寄 1,400 美元的支票。对学校、家庭、州和地方政府以及医疗保健的支持也包括在内。基建支出不含在内。现在提上议程的是一项 2.3 万亿美元的基建提案，包括针对交通运输、绿色投资和重振美国经济中一些较为贫困地区的措施。

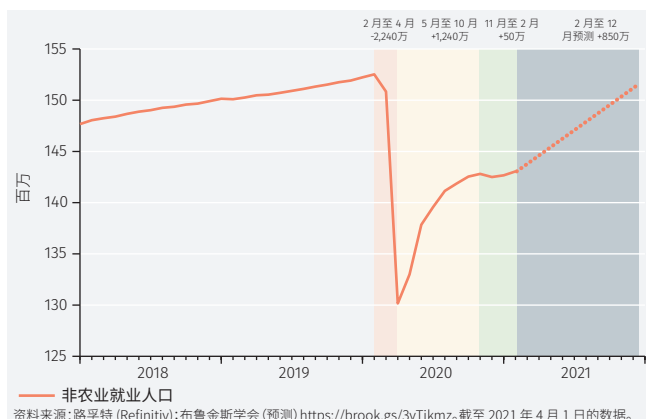
当然，该提案不会对经济增长产生立竿见影的效果——众所周知，大型基建项目进展缓慢且往往超出预算——但对美国的长期增长前景更为重要。该提案预期将提高经济的供应潜力。更重要的是能创造就业机会。

...但还有一个关于就业率增长的问题。

不过，创造就业机会也是一项紧迫的任务。疫情刚开始就有 2,200 万人失去工作。在接下来的六个月里，美国创造了 1,200 万个就业机会，但就业率增长随后放缓。在今年剩下的时间里，还可能创造多少个就业机会？奥肯法则将 GDP 增长与就业率增长挂钩：据估计，GDP 增长 1%，可推动就业率增长约 0.5%。预计 2021 年美国 GDP 将增长 6.5%，这意味着每月将增加 46 万个就业机会。² 然而，疫情期间失去的许多工作都属于“面对面”服务，这可能并没有完全反映在此规则中。图 11 的预测基于平均每月增加 85 万个就业机会。这将使就业水平几乎恢复到疫情之前的峰值。

² 布鲁金斯学会。www.shorturl.at/qvT01

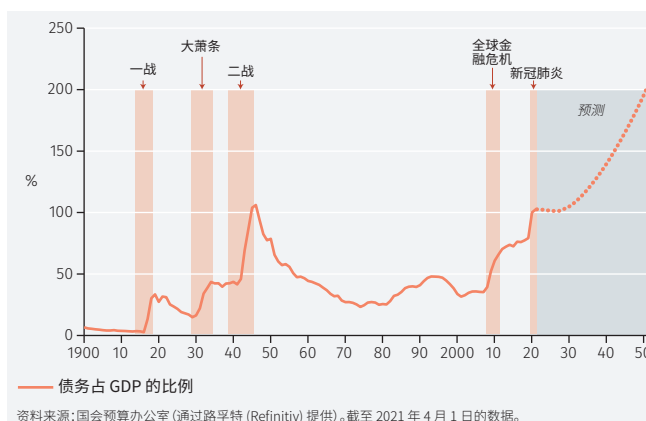
11. 美国：非农业就业人口



政府偿债

在财政政策方面，市场对未来政府债务水平上升的担忧是可以理解的。国会预算办公室的预测显示，到 2050 年，政府债务将达到 GDP 的 200%。要不是日本已经超过这一水平并且似乎并无不良后果，该债务水平将着实令人震惊。更重要的问题是政府是否能够承担债务。如果将预测范围稍微拉长，根据国会办公室的预计，到 2030 年，政府债务的利息支出将占政府收入的 12.5%。1995 年，债务水平低很多，但利率高很多，利息支出占政府收入的四分之一。因此，如果（而且这是个很大的疑问）通胀率和利率继续受到控制，很难看出问题。

12. 美国：政府债务占 GDP 的比例



英国

疫苗的快速推广、高水平的累积储蓄以及美国扩张性政策的溢出效应是英国经济短期乐观的原因。但脱欧之后的结构性问题令人担忧。

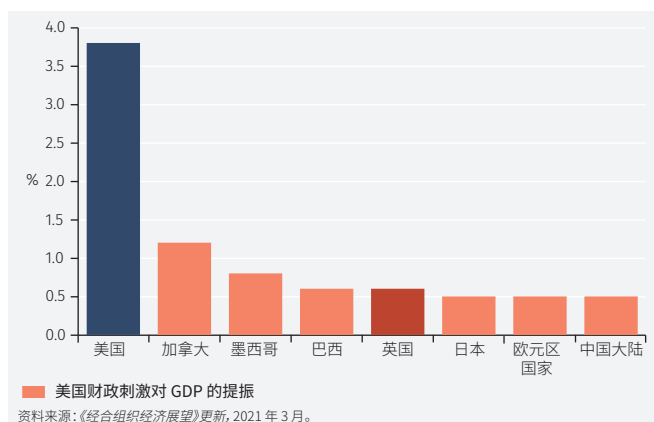
短期提振

英国快速推广疫苗并逐步放宽封锁为 2021 年剩余时间的复苏提供了坚实基础。英国计划在 6 月 21 日之前解除对现场会议的所有限制，并允许举行大型社交活动和重新开放办公室，不要求进行远程办公。尽管将解除封锁，但更大的问题是人们是否能够享受这种宽松政策。国际旅行仍可能受到限制，且至少持续到今年晚些时候。当然，这种宽松计划也曾被打乱（最明显的是，原本计划在 2020 年圣诞节前后实施的自由行动计划在最后一刻被取消）。

当然，许多消费者有能力在旅游和娱乐等先前关停的领域增加支出。总体而言，过度的家庭储蓄（超过未采取封锁限制的预期水平）达到 1,500 亿英镑，其中大部分成为银行存款。英国消费者可能像“上紧的发条”一样，准备在取消限制后开始一场消费狂欢。或者，也许不会。英格兰银行的预测显示，未来三年内这些过度储蓄将仅消费 5%。因此，更有可能逐步、缓慢地刺激消费和增长，而不是爆发式刺激。

美国财政扩张预期带来的提振也是如此：英国是主要受益者之一，但其影响可能会持续一年左右（见图 13）。

13. 英国受益于美国的刺激措施



长期不确定性

从更长的时间范围（数年）来看，英国经济面临三大主要制约因素。首先，与欧盟的新贸易安排可能导致英国经济对需求变化的反应减弱。例如，来自中欧和东欧的工人在许多行业（从季节性农业到医疗保健）都发挥着重要作用，他们会更难以进入英国。

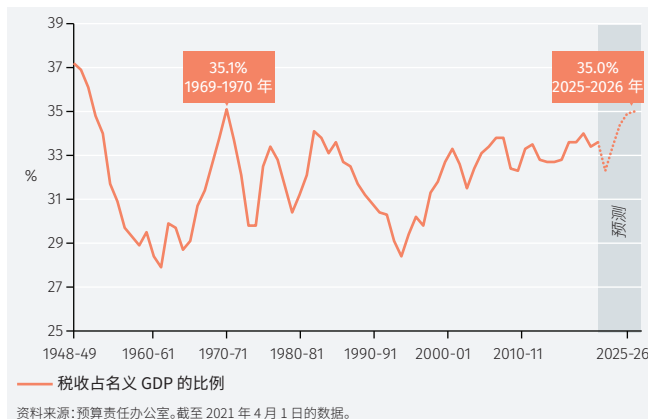
³ 英国的主要关注点似乎在于 2018 年签署《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP) 的 11 个国家，英国已申请加入该协定。该协定的 11 个成员是：澳大利亚、文莱、加拿大、智利、日本、马来西亚、墨西哥、新西兰、秘鲁、新加坡和越南。

14. 十年期政府债券收益率



其次，更普遍而言，鉴于贸易壁垒增加，全球市场力量对英国通胀的影响可能减弱。目前，英国 10 年期政府债券的收益率低于美国债券（见图 14）的收益率。如果英国的“避风港”地位降低且更容易发生通胀，这种情况就显得反常。第三，随着英国即将增税（见图 15），特别是增加公司税，英国可能难以保持和发展其作为吸引国际企业的低税负基地的地位。

15. 英国税务负担



英国计划将贸易重心转向与其有密切历史文化联系的印太区。³ 这一战略很有意义，因为印太将成为全球增长最快的区域之一，但仍无法确定能否迅速弥补英国与欧洲邻国之间的贸易损失。

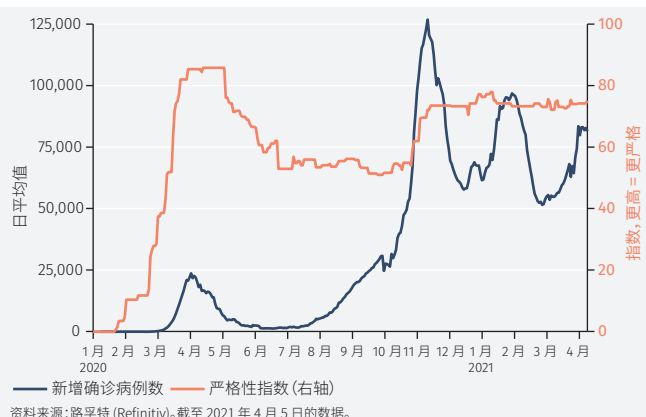
欧元区国

欧元区正受到新一轮新冠肺炎疫情的影响，以法国为甚。货币政策响应力度有所加大，但几乎无额外的财政刺激措施。

第四轮疫情爆发

第四轮疫情已蔓延至整个欧元区(见图 16)。主要原因在于疫苗接种计划推广迟缓。封锁措施从 2020 年 10 月开始收紧，至今尚未放松。事实上，法国于 4 月 3 日开始第三次全国封锁。

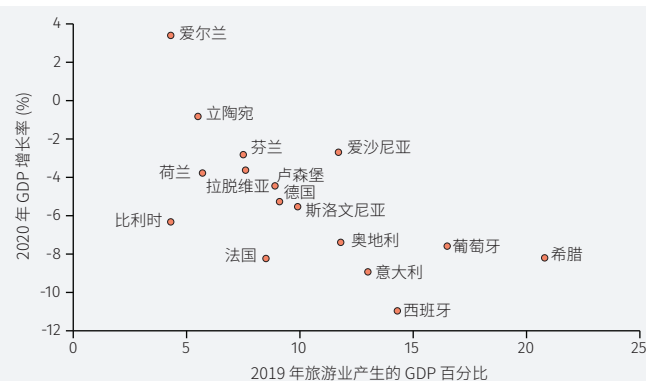
16. 新冠肺炎：法国、德国、意大利和西班牙



资料来源：路孚特 (Refinitiv)。截至 2021 年 4 月 5 日的数据。

在夏季假期适时开放南欧经济体的希望已经落空。这将不可避免地冲击旅游业在经济中占较大比重的西班牙、葡萄牙、希腊和意大利(见图 17)。

17. 欧元区旅游业和 GDP



资料来源：《经合组织中期经济展望》，2021 年 3 月。

尽管如此，许多企业对经济复苏依然更加乐观。3 月德国 IFO 商业景气指数达到 2019 年 6 月以来的最高水平。制造业的乐观情绪达到 2010 年 11 月的水平。

⁴ 《经合组织中期经济展望》更新，2021 年 3 月。

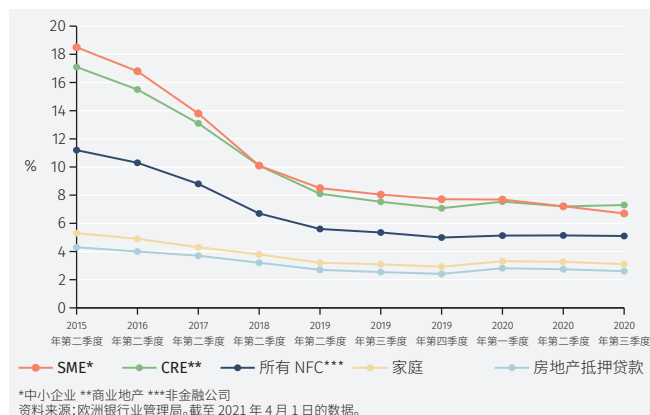
政策响应慢，但并无危机

欧元区财政政策对危机的响应可能因规模太小、速度太慢而受到批评。但在 2020 年，整个欧元区的财政支持措施总额所占 GDP 比例实际大于美国；之后，美国推出巨额新刺激措施，而欧元区采取的新措施有限。⁴ 此外，欧元区去年宣布的一些措施实施缓慢。特别是 7,500 亿欧元的复苏基金尚未开始分配。意大利拟从该基金获得 2,000 亿欧元，目前仍在计划如何使用这笔资金。这与美国向个人邮寄大额支票的做法差距不小。但是很明显，欧洲央行采取的行动(特别是最近扩大债券购买计划规模)已有效地避免了危机。

前欧元区危机经济体与德国之间的债券收益率差已创下 2000 年代末以来的新高。此外，2010 年代初的“厄运循环”(即对政府偿付能力的担忧蔓延至银行，然后又回到政府)重演的风险似乎很低。

银行如今的处境比当时更为有利：2020 年第三季度，欧元区所有主要银行的资本和流动性比率均高于规定水平；同时银行减少了不良贷款(见图 18)。希腊的大力神计划等解决方案尤为有效。但是，一些改善不良贷款的临时措施(特别是小企业贷款的延期偿还和担保)最终将取消。

18. 欧洲银行的不良贷款



*中小企业 **商业地产 ***非金融公司
资料来源：欧洲银行业管理局。截至 2021 年 4 月 1 日的数据。

虽然危机已避免，但增长的长期结构性障碍(尤其是人口结构障碍)依然存在。

瑞士

面对新冠肺炎疫情，瑞士经济表现坚挺。瑞士并未实施巨额财政支持。但在通胀率仍然较低的情况下，是否应该重新考虑“债务刹车”？

瑞士与新冠肺炎

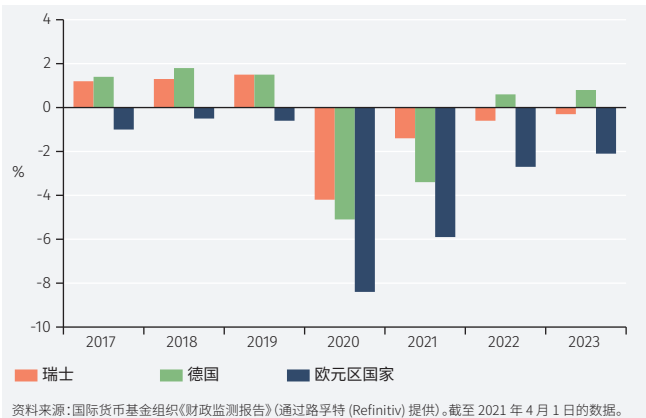
瑞士 GDP 在 2020 年下降 3%。尽管收缩幅度很大，但并没有最初担心的那么严重。此外，预计 2021 年 GDP 将反弹约 3%（恢复到疫情之前的水平），2022 年也将强劲增长。然而，与许多其他经济体一样，失业率（2 月升至 3.6%，为 2010 年以来最高水平，见图 19）预计只会随着经济的重新开放而缓慢下降。

19. 瑞士：失业率



2020 年抗疫支出为 169 亿瑞士法郎，占 GDP 的 2.4%。到目前为止，2021 年抗疫预算占 GDP 的 3.1%。这些特别支出是导致 2020 年录得及 2021 年预计继续录得历史性巨额赤字的主要原因。但是，与德国和欧元区相比，瑞士的预算缺口看起来很小（见图 20）。

20. 瑞士：财政结余及对比



通胀趋势

自 2019 年底以来，消费者价格通胀率一直为负，2 月同比下降 0.5%。这同时反映出核心通胀率的骤降以及食品和能源等波动性成分价格的暴跌（见图 21）。与其他经济体一样，瑞士的这些通胀指标将在 2021 年中上升。不过，家庭的通胀预期似乎已经稳定在某个水平，与徘徊在瑞士国家银行用来定义价格稳定性的 0-2% 区间低端保持一致。

21. 瑞士：总体及核心通胀率



债务刹车

这让人们对瑞士政府迅速恢复财政清廉的决心产生了疑问。联邦委员会的 2022-24 年财政计划设想在 2022 年实现预算平衡，并在接下来的两年实现小幅盈余。该计划符合自 2003 年以来实施的所谓“债务刹车”规则。此规则旨在通过平衡整个周期的结构性预算来稳定债务，是将债务率从 2002 年的 58% 降至 2019 年的 40% 的关键措施。

根据该规则，联邦委员会有六年时间来弥补所有过度的预算缺口。现在似乎是利用这种灵活性的合适时机。过早的财政紧缩可能会抑制复苏。此外，过于紧缩的财政政策会将支撑经济的重担留给货币政策，那么瑞士央行要退出备受诟病的负利率和外汇干预，其过程将变得更加复杂。

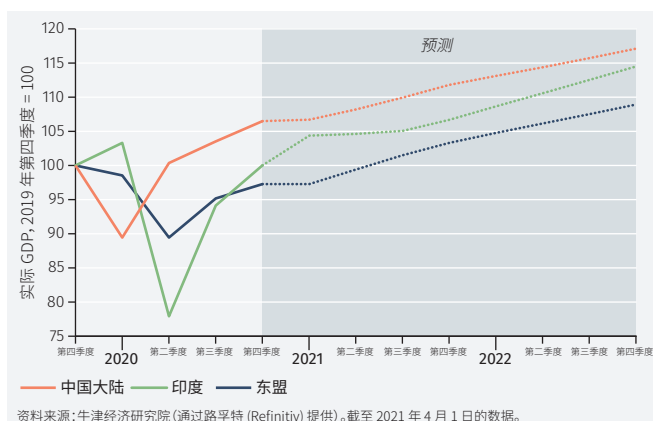
亚洲

尽管中国以其快速复苏而闻名，但印度并没有落后太多。印度长期存在的脆弱性——高通胀率、经常账户赤字和货币疲软——可能不再是国际投资者所关注的问题。

追逐中国

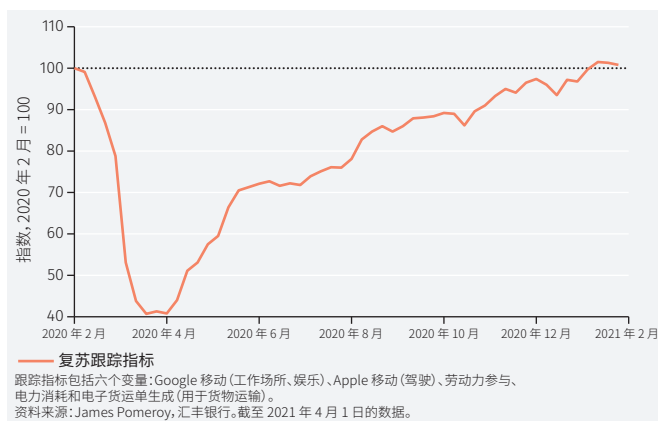
从某种意义上而言，中国经济的快速复苏令全球羡慕。2020 年第一季度下滑的 GDP 到第二季度已完全恢复，而到 2020 年底，GDP 比疫情前水平高出 7% (见图 22)。出乎很多人的意料，根据官方数据，印度 GDP 也恢复到疫情前水平。许多亚洲经济体此类统计

22. 亚洲经济体的复苏



数据的质量经常受到质疑；印度的 GDP 数据更是饱受批评。⁵ 但能更反映疫情后复苏状况的移动性、劳动力参与率、耗电量和货物运输等其他数据来源也显示出同样的趋势(见图 23)。

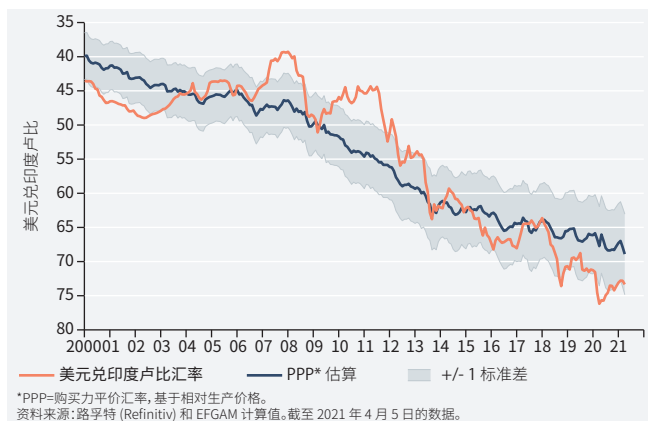
23. 印度：复苏跟踪指标



货币担忧

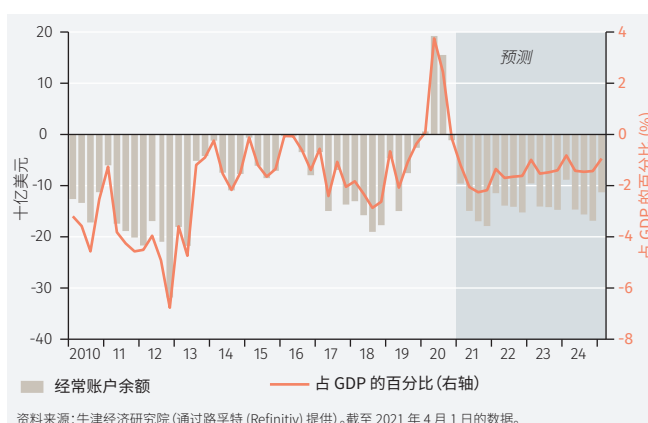
印度的实际和潜在投资者普遍担忧印度卢比疲弱(见图 24)。

24. 印度卢比汇率



印度的通胀率历来高于美国，因此其货币汇率随着时间的推移而走弱。此外，印度往往存在经常账户赤字(见图 25)，当资本外流增加时，印度容易受到货币大幅贬值的影响。

25. 印度：经常账户余额



时代在变

当然，时代在变。印度最近出现了经常账户盈余，特别是封锁措施限制了石油进口，预计未来赤字较小。通胀得到了控制。总体及核心通胀率均在印度储备银行的目标(2-6%)之内。尽管食品和石油价格上涨很可能在短期内导致通胀加剧，但经济仍存在产能过剩。

但是，新冠肺炎疫情再度抬头和结构性改革进展迟滞仍是主要问题。

⁵ “印度 GDP 的错误估计”，前财政部长 Arvind Subramanian。<https://bit.ly/3fs4r1F>

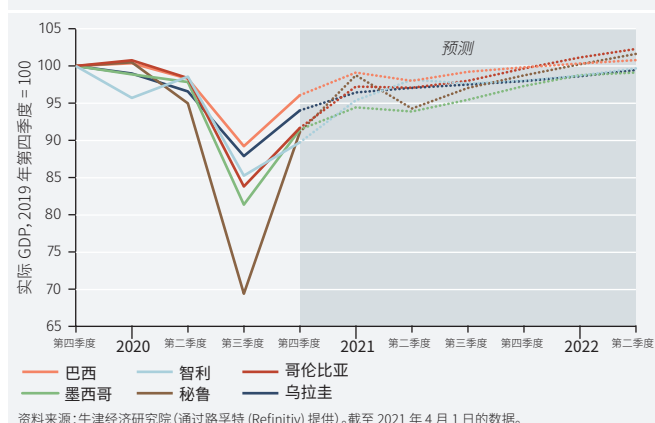
拉丁美洲

拉丁美洲经济体尽管在 2020 年底出现复苏,但目前看来进展缓慢。经济复苏的重大障碍包括:应对新冠肺炎、政策灵活性有限和政治不确定性。

新冠肺炎病例及应对措施

新冠肺炎疫情对拉丁美洲造成严重冲击。许多经济体在 2020 年出现了大幅收缩;复苏普遍预计较缓慢(见图 26)。

26. 拉丁美洲经济复苏



三大障碍

展望未来,增长面临三大障碍。

首先,拉丁美洲需要继续抗击新冠肺炎(见图 27)。许多经济体(尤其是巴西)最初否认疫情的严重性,导致后来人们怀疑疫苗接种的益处。在较大的拉丁美洲经济体,每百万人中新冠肺炎死亡人数可能略低于美国,但此数据可能远低于真实情况。⁶智利和乌拉圭以外的国家只有不到 10% 的人口接种了疫苗。

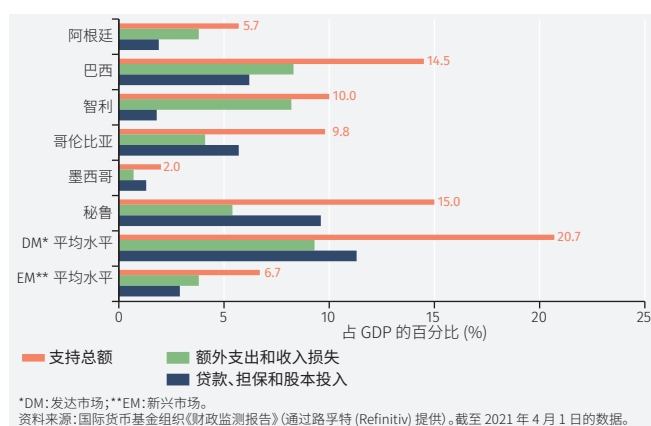
27. 拉丁美洲:新冠肺炎疫情形势



其次,拉丁美洲即将举行一系列重要的选举活动(例如,2022 年的巴西大选),导致政治不确定性上升。现任巴西总统博索纳罗加大对经济的干预(特别是在燃料价格方面),这与财政部长保罗·格德斯希望开展的自由市场改革形成鲜明对比。由于国会的拖延,这些措施进展甚微。

第三,政策灵活性不足。整个拉丁美洲的财政响应规模小于发达国家,而墨西哥的响应规模更小(见图 28)。高债务水平意味着几乎没有进一步扩张的空间。

28. 疫情期间的财政支持



目前,在大宗商品价格上涨和货币走弱的影响下,通胀率上升,政策利率已经上调,巴西最为明显(见图 29)。拉丁美洲未来的复苏道路很艰难。

29. 巴西:通胀和政策利率



⁶ 巴西、墨西哥和秘鲁每百万人中新冠肺炎死亡人数约为 1,500,而美国超过 1,700。资料来源:Worldometers, 2021 年 4 月 1 日。

特别主题——数字货币

最近,数字货币备受关注。随着一些公司宣布将接受比特币支付,比特币更是成为人们关注的焦点。但是,作为一种新的支付手段,央行数字货币更有可能获得成功。

以比特币为首的数字货币最近备受关注。“数字货币”是指一种电子形式的货币,存储在电子钱包等应用程序中并可通过电子设备存取。但是比特币和央行数字货币(CBDC)有很大不同。

几家公司已宣布将接受比特币支付,而央行数字货币也在试行,特别是中国人民银行的数字人民币。这些发展有何关联?

比特币能成为货币吗?

货币有三种功能:用于支付、作为价值储存手段以及作为记账单位。接受比特币作为一种支付手段,表明它可以满足上述第一个功能,但存在严重问题。值得注意的是比特币支付机制缺乏产能。比特币交易的上限约为每秒5笔,而维萨或万事达等支付处理公司每秒可以处理超过2,000笔交易。比特币的价格波动(见图30)意味着短期内它不太可能被视为稳定的价值储存手段;而且,短期内它几乎不可能被用作记账单位。例如,如果用比特币来列报某公司的年度账目,其价格波动将使换算成美元后的账目的同比数据丧失意义。比特币还与非法交易和逃税有广泛联系,这也是比特币在一些国家/地区遭受取缔的一个主要原因。最后,银行没有广泛接受比特币作为抵押品。

央行数字货币无疑可以成为货币

相比之下,央行数字货币无疑可以成为一种广泛使用的新货币形式:可以用作支付手段、记账单位和价值储存手段。目前,一些中央银行正在研究、规划和试行央行数字货币。中国正在进行广泛的试行,到目前为止看起来非常成功。数字人民币具有法定货币地位,意味着市场必须接受它作为支付形式。其他央行数字货币几乎肯定具有相同的功能。数字支付在中国已经得到广泛应用,实际上在许多其他国家/地区也是如此,但这些支付功能均由私营企业提供。在央行支付基建的支持下,央行数字货币提供了另一种支付选择。最重要的是,央行数字货币由能提供稳定货币框架的央行发行。

私营部门“货币”与央行数字货币之间的另一个重要差异是后者的可替代性。央行发行的货币具有高度的可替代性:可以毫无障碍地改变表现形式(例如,从实体纸币和硬币到银行存款再到央行数字货币)或所有权。私人数字货币的可替代性一直存在争议:比特币的所有权可以追踪,这可能会妨碍其使用(例如,某特定比特币被作为非法交易的一部分持有时)。

30. 比特币价格



此外,由于存在众多私人数字货币,它们之间的兑换率成了一个难题。这并不是一个新问题。James Bullard 特别以美国的多版美元流通经验为例,指出社会普遍不接受这样的系统。⁷

然而,可替代性问题在艺术领域却发生了颠覆性变化。非同质化代币(NFT)现在被用来代表一些艺术品。每个非同质化代币都代表区块链上的一个唯一代币。艺术品只有一个确定的原始版本。非同质化代币提供了一种确定作品出处的现代方法。显然,这项技术的应用可以更广泛(例如,多种类型的物理财产的所有权)。

尽管我们同意米尔顿·弗里德曼的观点——怀疑私营部门是否有能力提供一个稳定的货币框架,而且提供货币框架仍将是政府的一项基本职能,但私人货币背后的技术开辟了一系列全新、有趣的可能性。

⁷ James Bullard, 圣路易斯联邦储备银行,《公共和私人货币竞争》。 <https://tinyurl.com/4ef2n8zw>

重要资讯

投资价值及其收益可升可跌，而过往业绩并不代表将来表现。投资产品可能涉及投资风险，包括（但不限于）损失全部或部分投资本金。

本文件不构成亦不应被视为任何投资项目、证券、其他金融工具或其他产品或服务的招募说明书、广告、公开发售或配售，亦不应被视为买入、出售、持有或招揽上述各项的建议。本文件并非任何投资、证券、其他金融工具或其他产品或服务的条款之最终陈述。本文件仅提供一般信息，并非针对任何特定作为或不作为方针的投资建议或任何其他具体建议。本文件所载信息并未考虑接收人的特定投资目标、财务状况或特定需求。进行任何投资之前，或若对本文件所载信息有疑问，应寻求适合个人特定情况的专业建议。

尽管本文件的信息是来自公认的可靠资料来源，但 EFG 集团的任何成员均不陈述或保证其准确性，而且该信息可能不完整或者经简缩。本文件的任何意见如有更改，恕不另行通知。本文件可能含有个人意见，并不一定反映 EFG 集团任何成员的立场。在法律允许的最大范围内，EFG 集团的任何成员概不对由本文的任何错误或遗漏或依赖本文所载任何意见或陈述所造成的后果负责；并且，EFG 集团的每个成员明确声明不承担任何责任，包括（但不限于）由本文件引起或由接收人依赖本文件而采取的行动或不作为导致的附带或间接损失责任。

在任何司法管辖区或国家提供本文件可能会违反当地法律或法规，拥有本文件的人员应自行获悉并遵守所有限制。未经 EFG 集团经授权成员的事先书面许可，不得将本文件（全部或部分）复制、披露或分发给任何其他人。

本文件由 EFG Asset Management (UK) Limited 制作，供 EFG 集团及其全球子公司和分支机构使用。EFG Asset Management (UK) Limited 是由英国金融行为监管局授权及监管，注册编号为 7389746。注册地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。

如从以下任何附属机构或分支机构收到此文件，请注意以下事项：

巴哈马：EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. 根据 2011 年《证券业法》及 2012 年《证券业条例》获得巴哈马证券委员会认可，并获授权在巴哈马境内及从巴哈马境内从事证券业务，包括证券交易、安排证券交易、管理证券及提供证券咨询。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. 亦根据 2000 年《银行和信托公司管理法》获巴哈马中央银行认可为一家银行及信托公司。

巴林：EFG AG 巴林分行受巴林中央银行监管，注册办事处地址为 Bahrain Financial Harbour, West Tower - 14th Floor, Kingdom of Bahrain。

百慕大：EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. 是在百慕大注册成立的经豁免有限公司。注册地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

开曼群岛：EFG Bank 已根据开曼群岛《银行与信托公司法》获开曼群岛金融管理局许可从事银行业务。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. 已获开曼群岛金融管理局认可，可根据开曼群岛《银行与信托公司法》进行信托业务，并依据《开曼群岛证券投资业务法》从事证券投资业务。

智利：EFG Corredores de Bolsa SpA 为一家获 Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) 认可的股票经纪人，获授权在智利进行证券经纪交易，并开展辅助的受监管活动，包括全权委托认证投资组合管理、安排证券交易及提供证券咨询。注册编号：215。注册地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago。

迪拜：EFG (Middle East) Limited 受迪拜金融服务管理局监管，注册地址为 level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE。

根西岛：EFG Private Bank (Channel Islands) Limited 已获根西岛金融服务委员会认可。

中国香港：EFG Bank AG 已根据《银行业条例》(香港法例第 155 章) 获香港金融管理局授权为持牌银行，并获授权在香港进行第 1 类(证券交易)、第 4 类(证券咨询)及第 9 类(资产管理)受监管活动。

泽西岛：EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited 受泽西岛金融服务委员会按《1998 年金融服务(泽西)法》监管。

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

卢森堡：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 位于卢森堡监管机构 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 依据 1993 年 4 月 5 日的金融行业通用卢森堡法律(经修订)《1993 年法律》持有的卢森堡正式银行清单中，是依据 1993 年法律第 2 条获授权依照卢森堡法律从业的公众有限责任公司。有关 EFG Bank (Luxembourg) S.A. 服务的任何问题，卢森堡居民应联系 EFG Bank (Luxembourg) S.A., 地址为 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, 电话为 +352 264541。

摩纳哥：EFG Bank (Monaco) SAM 是摩纳哥的上市有限公司，注册编号为 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM 是从事金融活动的银行，其业务受法国审慎监管与解决局以及摩纳哥金融活动控制委员会的授权及监管。注册地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco)；电话：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英文，放弃获得本文件法文版本的可能性。

中华人民共和国：EFG Bank AG 上海代表处获中国银行业监督管理委员会批准，并已根据《中华人民共和国外资银行管理规定》及相关现行法规向上海工商行政管理局注册。注册编号：310000500424509。注册地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 65 楼 65T10 室。EFG Bank AG 上海代表处的业务范围仅限于非营利活动，包括联络、市场研究及咨询。

葡萄牙：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 葡萄牙分行已向葡萄牙证券市场委员会注册，注册编号为 393；向葡萄牙银行注册的注册编号为 280。纳税人及商业注册编号：980649439。注册地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto - 1250-140 Lisbon, Portugal。

新加坡：EFG Bank AG 新加坡分行 (UEN 编号 T03FC6371J) 已获得新加坡金融管理局认可，为一家从事银行业务的批发银行，并为《金融顾问法》所定义的免税财务顾问及《证券和期货法》所定义的免税资本市场服务的许可人。

瑞士：EFG Bank AG, Zurich, 包括其日内瓦及卢加诺分行，均获瑞士金融市场监管局 (FINMA) 的授权并受其监管。注册地址：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。

英国：EFG Private Bank Limited 获英国审慎监管局授权，并由金融行为监管局及审慎监管局共同监管，注册编号为 144036。EFG Private Bank Limited 为伦敦证券交易所成员。注册编号为 393；向葡萄牙银行注册的注册编号为 280。纳税人及商业注册编号：980649439。注册地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom；电话 +44 (0) 2074919111。关于 EFG Asset Management (UK) Limited, 请注意上文的状态披露。

美国：EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的关联公司、美国证券交易委员会 (SEC) 注册经纪交易商、金融业监管局 (FINRA) 和证券投资者保护公司 (SIPC) 的成员。SEC、FINRA 或 SIPC 均未认可本文件或 EFG Capital 或其美国关联公司 EFGAM Americas 提供的服务及产品。EFGAM Americas 已在美国证券交易委员会注册为投资顾问。认证产品及经纪服务由 EFG Capital 提供，资产管理服务由 EFGAM Americas 提供。EFG Capital、EFGAM Americas 拥有共同所有权并可维持相互关联的人员。本文件并不预期分发给美国人士或美国人士之账户，“合格购买人”(定义于《1940 年美国投资公司法》(经修订) (以下简称《投资公司法》) 及“认可投资者”(定义于《证券法》第 501(a) 条)。本文件所提及的任何证券均不会根据《证券法》加以注册，亦不会根据任何适用的州级证券法规获得资格。本文件所提及的任何基金均不会根据《投资公司法》注册为投资公司。美国境外的分析师由不受 FINRA 法规约束的非美国关联机构聘用。