



風起「雲」湧

加密貨幣 - 大勢所趨還是曇花一現

◎新加坡輝立期貨

自華爾街和媒體將黃金視為避險資產類別以來，已經過去了四十年。在過去的幾十年中，黃金一直被投資者視其為整體投資組合資產中重要的部分。到2020年為止，黃金在投資者眼中的信任和聲譽仍堅若磐石。

過去的一年是多事之年，全球疫情不僅造成了黃金的波動，新興資產類別——加密貨幣的出現，也創造了一個新的里程碑。

自2020年末以來，加密貨幣一直在熱門排行榜之上。所有加密貨幣的始祖比特幣曾經一度接近6萬美元的高位。在一年前它的價值僅僅只有1萬美元，這可是一個巨大的收益！

目前是比特幣自2009年問世以來的第三波牛市。第一次是在2013年左右，當時比特

幣首次達到1千美元。第二次是在2018年，在它崩盤之前幾乎達到2萬美元。在這第三輪浪潮中，比特幣又會在哪里達到頂峰？誰都猜不到，但是價格的波動卻提供了很多交易機會。除比特幣外，其他加密貨幣的價格也在這一看漲趨勢的推動下大幅飆升。除了主流加密貨幣，如以太坊（Ethereum）、萊特幣（Litecoin）和瑞波幣（Ripple）外，目前有超過1萬種不同的加密貨幣存在，全面的覆蓋了其多方位的用途。

的確，這與三年前的情況相比有著天壤之別，當時許多人仍對這種加密貨幣的發展持懷疑態度。隨著貨幣類型和不同貨幣市場價格的快速成長。加密貨幣似乎已蓄勢待發加入主流投資產品的行列。



比特幣市值在不到一年內，增長了兩倍多
資料來源：Coinmarketcap Data



Cover Story

主流加密貨幣

在討論加密貨幣的大趨勢之前，先介紹幾個主流的貨幣。

首先，我們可以將比特幣與以太坊進行比較，這兩種是目前交易最火的加密貨幣。簡單來說，比特幣是美元等傳統貨幣的替代品，而以太坊則專門用於支持合約和應用程序。

隨著使用案例和去中心化應用程序的需求不斷擴大和增加，對以太坊網路上的以太坊代幣和使用的需求可能都將增加。

截至2021年第一季度，機構間對以太坊代幣的需求一直在上升，無論是試圖將以太坊用作價值存儲的機構，還是將以太坊視為數位商品，都可以用作以太坊網路資源的機構推動交易。

雖然以太坊代幣過去一直在技術上是無限供應的，但以太坊網路將在2021年7月進行重大軟件升級（倫敦硬分叉），其中的一項具體提案（EIP-1559）承諾將同時降低這兩個網路的數量交易費用，以及將以太坊變成通貨緊縮資產，每年消耗所有以太坊代幣的約1%。

其次是萊特幣，萊特幣是谷歌工程師查理·李（Charlie Lee）於2011年提出的，他說這是比特幣的“精簡版”，保留了他們認為不錯的比特幣關鍵特性，同時也改進了比特幣不足之處。

萊特幣驗證交易速度大約是比特幣的4倍、約2.5分鐘，而比特幣需要10分鐘。這意味著每2.5分鐘就能驗證並在該時間段內將所有交易的區塊（分類帳）生成，驗證並添加到區塊鏈的末尾，同時新的萊特幣代幣被挖出並分發給礦工，以幫助推動交易驗證。

萊特幣相較比特幣使用更少電力卻更快地處理交易。從本質上講，與比特幣相比，這使擁有現成計算機或較小礦工池的個人更容易開採萊特幣。比特幣採礦生態系統本身已發展到令人難以置信的複雜水平，複雜的硬件需求催生了數十億美元。此後，美元的加密硬體行業發展迅猛，由此產生的比特幣採礦網路每年都在消耗一個小國的電力。

這導致了試圖限制用電量的國家到地方政府的重大反彈，尤其是中國和伊朗等國家，最近更加強管制比特幣礦工消耗寶貴的能源。





黃金vs加密貨幣

毫無疑問，與黃金相比，加密貨幣正受到人們越來越多的歡迎和過度的關注。人們開始討論加密貨幣是否會取代黃金成為一種資產類別。這是一個頗具爭議的話題，或許在不久的將來，專家學者將能夠更好的回答這一問題。從消極的角度去看，由於加密貨幣缺乏黃金的商品屬性，所以答案可能會是否定的。由於商品是商業中使用的一種基本產品，可以與其他相同類型的產品互換，並且通常被用作生產其他產品和服務的投入。因此，雖然加密貨幣的開發是用於商品互換，但它們缺乏黃金的商品屬性，所以無法替代黃金。

然而，如果從黃金的貨幣屬性來比較，加密貨幣相對於黃金有著自身的優勢。加密貨幣通過電子手段提供了一種替代的價值存儲方式，而不是存儲物理金條。加密貨幣已有很長的一段時間扮演著足以取代黃金這一角色的地位，並有著與黃金相同作為避險資產的作用。除了在年輕人中更受歡迎之外，由於其易於存儲，加密貨幣將比黃金更具吸

引力。在數位錢包中保存比特幣和其他電子貨幣更容易，而貴重金屬在日常交易使用中相對笨重，且需要存儲在安全防盜的地方，隨著時間的推移，成本往往會很高。

加密貨幣在很大程度上與黃金相似，兩者都不賺取任何收益或利息，其價格很大程度上取決於投資者的需求和金融投機活動。此外，比特幣等一些加密貨幣與黃金一樣，供應是有限的。

儘管加密貨幣相對於黃金具有上述優勢，但它在完全被認為可與黃金相提並論之前，加密貨幣仍需要克服許多障礙，例如可信度、波動性、監管接受度和聲譽等方面的風險。

首先，其價格波動極大，過去一年來比特幣價格的上漲就證明了這一點。一個月的波動率超過90 vols。相比之下，歐元和黃金的隱含波動率指標分別約為6vols和16 vols。在金融危機中，像2020年3月疫情剛開始爆發時，投資者更傾向於拋售加密貨幣。但相較之下，自古以來，黃金卻是一直被用作保值和對沖通貨膨脹的工具。





Cover Story

此外，因加密貨幣只能存儲在數位錢包中，而數位錢包很容易被黑客入侵，所以加密貨幣還會面臨被盜、網路犯罪甚至忘記密碼等這種看似簡單的錯誤風險。一些加密貨幣被作為犯罪工具而聲名狼藉，因此也需要受到更嚴格的監管和監控。

加密貨幣的日益普及使其成為人們關注的焦點，因此，中央銀行委員會以及金融機構也提供了許多研究報告，這將有助於監管機構和立法單位對加密貨幣更加了解，從而允許散戶和機構投資者可以更多的參與。政府機構還需要防止犯罪活動，以減少持有加密貨幣用戶的風險。

據報導，哈佛大學、耶魯大學、布朗大學和密西根大學等學校擁有數十億美元的基金，已開始直接在交易所購買加密貨幣。印度政府還在考慮禁止所有私人加密貨幣的立法，並將為中央銀行加密貨幣建立框架。看來現在要斷定加密貨幣和黃金之間的故事未來將如何發展，還為時過早。

加密貨幣趨勢

與其爭論加密貨幣是否會取代黃金作為投資者的重要資產，或許更合適的做法是認識到加密貨幣將繼續存在，並且客觀地分析它的一些趨勢供投資者參考。

一、比特幣首次推出時，早期的投資者對於散戶交易者看好新興加密貨幣的發展前景感到驚訝。而過去兩年的快速增長，卻引起了許多機構投資者和企業的注意，他們也

紛紛開始積累加密貨幣。比特幣成為銀行和知名金融機構開始投資的一項資產，他們為比特幣市值提供了更大的增長空間。這些新聞中最受各界矚目的可能是特斯拉參與比特幣投資。

除金融機構外，一些中央銀行也緊追潮流，嘗試推出自己的中央銀行加密貨幣（CBDC）。在中央政府分析發布CBDC並使其成為主流的利弊時，我們看到了不同的發展階段。儘管中國政府在這項任務中似乎遙遙領先於世界其他地區，但誰能在這場加密貨幣競賽中脫穎而出，還言之過早。國際央行在研究加密貨幣可行性時，都會發現其存在的風險，而最大的風險因素將是金融系統中現金的消失，這可能會動搖整個金融系統和貨幣政策的基礎。

二、另一個明顯的趨勢是去中心化金融服務（DeFi）項目的興起。DeFi是金融應用程序的統稱，用於執行交易而無需通過中介。該技術源自區塊鏈解決方案。這種增長的趨勢使得去中心化的應用程序得以實現，在這種應用程序中，兩方可以進行交易而無需第三方干涉，例如銀行、交易所和經紀商等。

儘管這種發展可能還處於初期，但若成功採用這項新服務，可能會威脅到傳統第三方中介機構的生存，並改變整個金融的生態系統。正如一些分析師所預測的情境，未來借貸存款服務將繼續存在，但銀行可能將不復存在；交易買賣



經紀服務將繼續存在，但可能不再需要經紀商。

三、截至2021年5月，已有超過1萬種加密貨幣記錄在案。有些繼續蓬勃發展，而許多則因很少或幾乎沒有交易量而悄悄的消失。儘管如此，我們相信，隨著新型加密貨幣的不斷湧入，這種趨勢將繼續下去。

此外，加密貨幣的衍生產品已開始出現，芝加哥商品交易所（CME）在2017年推出了首個比特幣期貨，而芝加哥期權交易所（CBOE）在2週後也隨之推出。未來我們相信會有更多的交易所將會推出加密貨幣期貨。

而差價合約中的加密貨幣為投資者提供了另一種參與加密貨幣的交易途徑，無需擔憂會有將現金轉換貨幣的麻煩。下一個大趨勢可能是比特幣ETF的推出，這將為加密貨幣的發展提供另一個里程碑。如果獲得批准，比特幣ETF可能會開啟加密貨幣歷史的新篇章。它將給有興趣和希望參與此市場，但尚未準備好承擔直接在OTC交易所買賣加密貨幣的風險的投資者們，開啓一道新的大門。現在時機尚未成熟，尚且無法斷定哪種貨幣將成為我們日常生活中普遍使用的主流貨幣，特別是與現金互換。但我們應該做好準備，加密貨幣及其衍生產品可能很快就會與股票、期貨和外匯共享市場。

四、如今要交易加密貨幣，可透過一些貨幣

交易所，如Gemini或剛上市的Coinbase進行交易。他們扮演著傳統中間人的角色，這些OTC交易所除了收取交易手續費外，還會收取高額的“換匯”費或“行政管理”費。回顧OTC外匯產品，最初的交易成本也是極高。由此可推測，加密貨幣的交易費用，也會隨著科技和產品的優化而改變。未來，若實現在商店可用加密貨幣付款時，這些“換匯”費或點差將變得非常優惠。

在討論加密貨幣發展趨勢的潮流，我們也不能忽視監管機構與條例對加密貨幣造成的衝擊。當比特幣在2009年問世時，各國央行及監管機構大多持謹慎或禁止的態度。主要因為加密貨幣的基本架構對金融體系構成結構性變化的衝擊。加密貨幣的特性是交易雙方通過區塊鏈技術進行核實，無需通過任何第三方機構，認證對手兩方的身分，也無需通過各國金融體系的監管。這構成詐騙、洗黑錢等商業犯罪風險。加密貨幣擁有權不受任何機構控制，任何有技術的人都可嘗試挖礦行動。它的最初目的只是一種交易模式，而非套利投機用途。但是由於如黃金等商品般供給有限，所以它很快地升級為人們投機的一種渠道。在劇烈價格波動的情況下，散戶不分產品的真偽或投資管道的正當性蜂擁而入，對社會及金融體系也造成一定的風險。

在加密貨幣發展的道路上，監管措施的確形成一定的阻礙。各國的央行和金融監管機構也採取了不同程度的應對方案。有的



Cover Story

相對強硬，設定法律條款制止加密貨幣活動在國家內進行。也有監管機構採取比較務實的方案，著重監管加密貨幣生態圈裏可能威脅其金融體系的風險。例如：在允許交易的時候，規定投資頂線，或者通過條例防止加密貨幣供應商對散戶進行行銷活動。

以新加坡金融監管局（MAS）為例，他們一方面對加密貨幣進行歸類，讓其在現有法律框架內可以有效被監管。另一方面也鼓勵對區塊鏈科技潛能的發展，使其科技的運用功能可以得到實驗契機。對加密貨幣生態系統裏所存在的洗錢、恐怖活動資助及商業犯罪等，MAS進行著高度監管，秉持著絕不姑息的態度。與此同時，MAS也要求金融機構對散戶不允許進行任何加密貨幣有關的行銷及推廣。希望在不禁止新型科技發展的前提下，也能維持金融體系的穩定及保護投資者的利益。

加密貨幣要繼續蓬勃發展，不能剛愎自用、一意孤行。只有在配合法律和監管條規的環境下，才有更多的發展空間。各國監管

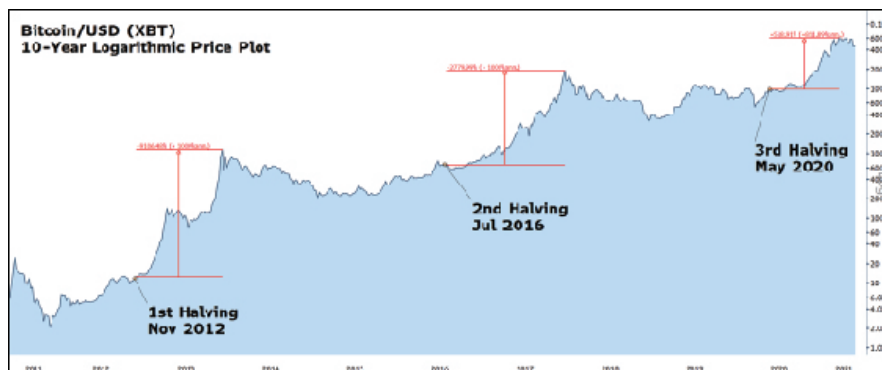
機構也不能一味打壓，制止此類貨幣在境內出現。它能跨界交易、匿名買賣，有興趣的投資者還是能透過其他途徑參與。監管還需要找到平衡點，才能獲得科技所帶來的真正利益。

比特幣將何去何從？

作為所有加密貨幣之母的比特幣，持續引領著許多加密貨幣急劇的上升趨勢。儘管很多人將此視為泡沫並與1637年的鬱金香狂潮相互比較，但上述趨勢可以清楚地看見加密貨幣並不會很快消失。最後，我們將對比特幣的未來趨勢做一個分析，讓讀者們想像一下加密貨幣在不久的將來會如何發展。

雖然沒有人可以確定地說短期內比特幣的價格會走向何處，但是當我們觀察比特幣的歷史價格時，我們可以發現幾種有趣的模式。下圖中就顯示了其中一種模式。

目前，比特幣挖礦速度為每10分鐘6.25枚。但是，大約每4年發生一次挖礦所得數



挖礦數量減半之後，比特幣（XBT）的對數價格走勢圖
資料來源：彭博社



量減半事件，造幣速率降低一半。這被視為對比特幣的利好事件，因為供應減少往往會推高價格。

如上圖所示，在減半事件發生後，比特幣往往會因此反彈，然後是長達數年的熊市。直到下一個減半事件出現后，推動牛市再次出現，並超過了上一個減半事件所創的紀錄高位。


因此，基於這一觀察結果，我們對比特幣未來價格走勢的主要預期很簡單：到目前為止，比特幣的價格潛力與減半事件的發生時間密切相關。

有趣的是，比特幣以前的牛市平均持續了518天。截至2021年5月1日，自2020年減半事件以來已經過去了354天，這表明本輪牛市行情在短期內可能仍有增長的空間。

結尾

截稿時的兩周前，好幾個熱門的加密貨幣從歷史性高價暴跌。幾千萬億的市值瞬間蒸發。如此劇烈的波動，又在金融市場掀起熱烈爭論。支持派鼓吹此為進場良機；反對派噙聲單憑一個特斯拉總裁馬斯克的推特發文，就可以對價格造成如此波動，此貨幣真不堪一擊；謹慎派則擔憂這種波動是否會傷害到金融體系的穩定操作。高盛集團更在5月21日發布的研究報告中給加密貨幣加冕，說它已達到資產類別所需的條件。

以上淺層討論了加密貨幣的發展與價格趨勢，未來雖不能斷定，但是這個區塊鏈所

產生的產品，是不容忽視的。文章結尾，想提供給讀者們思考的，不是加密貨幣的走勢，也不是哪個加密貨幣能脫穎而出，而是在這區塊鏈技術不斷更新發展、不斷成熟的環境下，將會創造出什麼新的技術或產品。作為金融業者的我們，或許更應該把關注放在此技術上，探討能否利用區塊鏈技術，協助我們持續發展。正如我之前提到，未來的世界，也許已經不需要期貨經紀商，那經紀商們要用什麼樣的角色繼續生存，也許在區塊鏈或類似技術裏能找到答案。 

“本文表達的觀點是作者的個人觀點。它不代表或反映輝立期貨的立場。所表達的觀點僅供參考，不應視為財務建議。”

References:

- 1) Peder Ostbye, Will Regulation Change Cryptocurrency, SSRN Research paper
- 2) Alex Axelrod, Six trends that will change the crypto world in 2021, Fintech Futures, Newsletter Jan 2021
- 3) Kruthi Venkathesh and Anirudh Rastogi, Cryptocurrency Regulations in Singapore: challenges and Opportunities ahead, Mondaq, Research paper