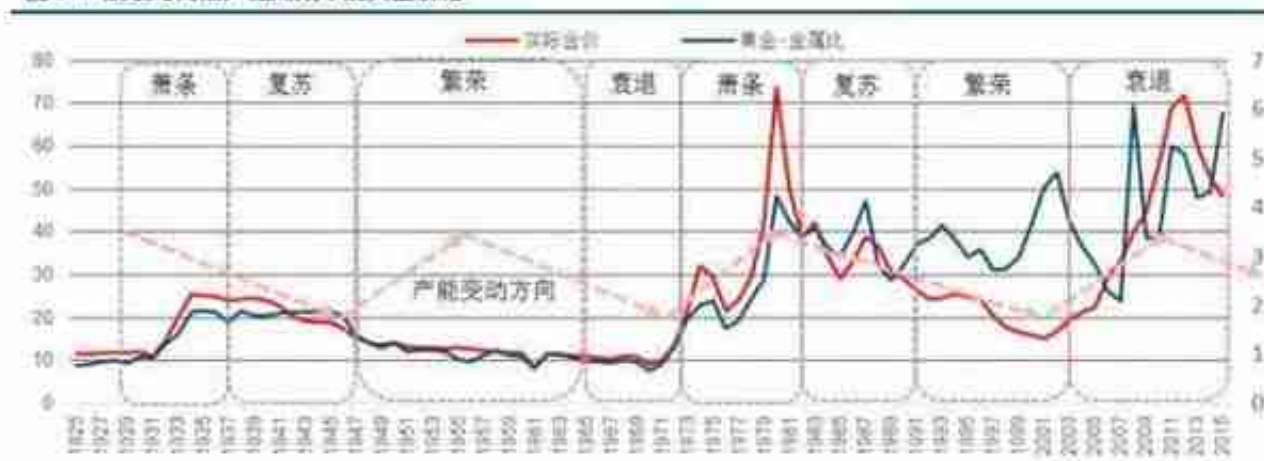
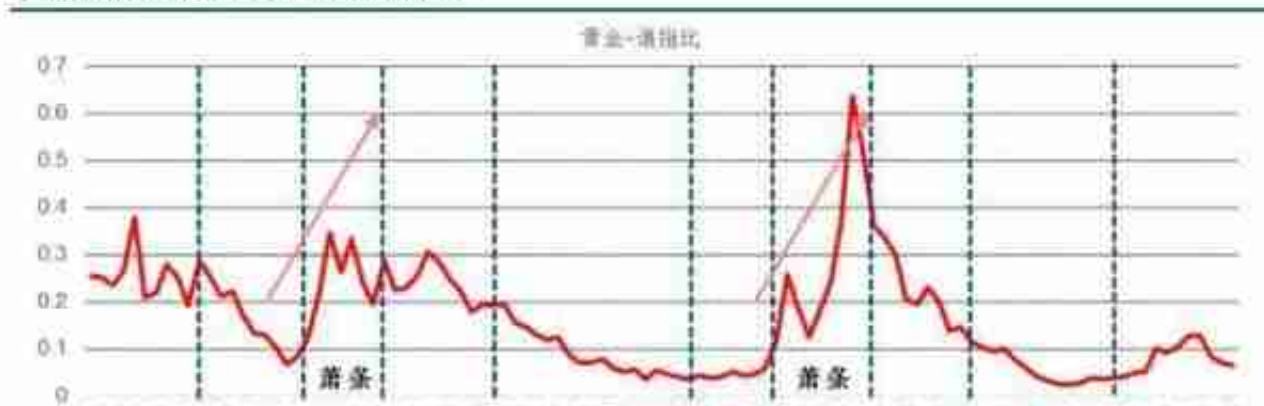


图 17: 康波与商品产能周期中的黄金价格



资料来源: 中信建投研究发展部。

图 18: 康波中的黄金与股票价格相对走势

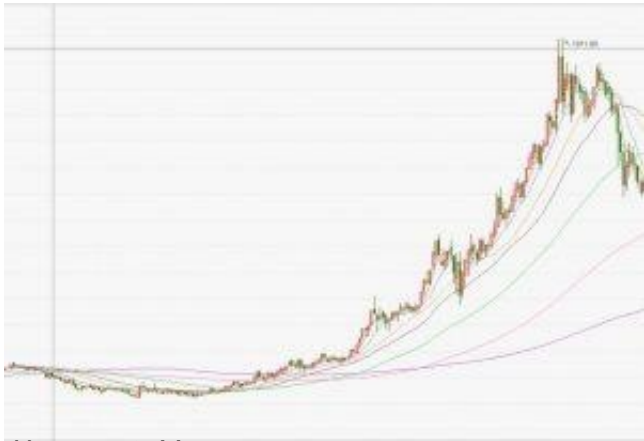


黄金/道指比，中信建投，周金涛

从图中可以看出，黄金-道指比，在萧条周期内呈现上涨，其他周期呈现下跌或震荡走势。因此

，可以认为，黄金作为
无息、低通胀的资产，在1929年后，呈现与实体经济的机会成本相反的走势。

和一般市场认为的黄金属于“避险”资产的观点不同，我认为，黄金短暂的“避险”功能是次要的，黄金能且只能避一种险，那就是通胀风险。市场通常发生的因政治因素、战争等引发的避险上涨，长期看都是杂波，大周期内只有货币信用风险可被黄金对冲。



黄金价格第二次暴涨是2008年。事实上1999年黄金见底后，并没有出现暴涨，甚至在2001年9月也只上涨了6%左右，之后继续震荡整理。这显示出黄金并没有对“战争”之类的事件具有免疫力。相反，我认为，黄金在1999-2000年间仍受制于网络科技股暴涨的机会成本，直到2001年网络泡沫破灭，才解除了其上涨的约束。但资金的重新富集和社会关注度的提升，以及因战争而导致的恐慌造成流动性不足，都制约了黄金短时间内（2001-2002年间）出现趋势性上涨。直到2003年后，黄金才开始走上趋势性上涨之路。

一般在中国人的视角中，2003-2007，都是繁荣周期。但从美国视角看，2003-2007年已经进入衰退周期。其中美国股市道指2007年仅为14000点，比1999年仅高40%，而纳斯达克指数没有能超越2000年泡沫的顶峰。在经济衰退，战争造成的赤字膨胀等因素推动下，黄金完成了第一阶段的上漲，从250上涨至980美元，涨幅约为4倍。而在2009年开始的全球宽松推动下，黄金仅用两年（2009-2011年）就完成了这一阶段的冲顶，从900美元达到2000美元以上，并于2011年5月，以本拉登被消灭为终结，完结了这个周期。

整个周期黄金在1999-2011年间完成了9倍涨幅，起源于网络泡沫破灭引发的经济衰退，增长于战争和赤字，在08年经济危机中达到高潮，以战争结束的信号为终点。随后，美国迎来新一轮科技进步，以APPL，AMZN，TSLA，FB等为代表的新经济，移动互联，大数据和人工智能股票引发了道指暴涨，从09年6000点涨到2020年的29000点，最后因为COVID-19疫情而破裂。其中新经济龙头股特斯拉涨幅为50倍，体现出盛世投股票的终极意义。

而如今在全球经济受到惨重打击，美国内部经济结构失衡和国际关系矛盾激化的大背景下，以全球化产业链、非实体经济的低资本支出为优势的新科技巨头，正面临前所未有的打击。而结合其历年来累计的高估值和高预期，恐怕继续投入已经不明智。而黄金在震荡盘整了近十年后，再次向上突破至1700美元上，做出挑战历史新高的姿态，其含义是明确的，即资本已经准备换剧本了。人无千日好，花无百日红，周期来来去去，朝代存亡兴衰，在享受科技带来的美好的同时，我们也付出了对未来的过度承诺。为了不刷爆我们的卡，也许现在该是趁着去洗手间的时候逃单了

。

二、比特币的历史周期和相变

作为被设计用来对冲主权信用风险的比特币，一开始就把09年救市放水的新闻写入第一块区块链，彰显了比特币作为数字黄金的终极价值。但作为新兴的数字货币实验，比特币本身有着技术成熟度和公众认可度的独特问题。



在这里，我引用关于S2FX模型中关于“相变”（Phase Shift）的理论。S2FX模型中认为BTC具有多个相变的，性质不相关的时间段，其中包括早期货币实验、地下金融体系和金融资产等不同阶段。在每个阶段中，BTC都具有不同的用途和性质，其价格模型也截然不同。截至今天，BTC应是作为一种金融资产而存在，其价格的性质和之前有所不同。

在早期货币实验和地下金融体系阶段，BTC价格无锚剧烈波动，呈现高度投机的性质。早期参与者以极客、社会边缘群体甚至违法犯罪群体为主，交易行为不存在明显依据。价格操纵、交易所的风险事故频发，但此阶段BTC正处于被大众所认知的阶段，社会资金的流入远大于BTC内部交易的影响因子，最终呈现出长波波段上涨的走势。其第一阶段代表是2010年-2013年，价格从零到260美金，李笑来即由此发迹。

260美金的推动因素是欧债危机中的支线“塞浦路斯金融危机”。这个危机目前已不为人所知，我认为也不存在“利用BTC避险”的可能性，而是作为一种炒作的理由，第一次使世界认知到了BTC的存在，认知到了BTC的价值。从而很快（不到1年）就引发了更大规模的投机炒作，本轮炒作主体为中国人，最高将BTC炒作至1000美元。随着中国打击投机炒作，BTC崩溃而陷入沉寂。

2014-2016年的两年间，BTC非常低迷，社会资本主要还是投资股票类资产。此时，比特币已经似乎淡出社会视线。而到了2017年，比特币再度开始上涨，因为ICO（非法集资骗局的一种）引发更大规模的社会资本进入投机。尽管在各国禁止ICO后，比特币仍然再度暴涨至2万美金以上，彻底进入了主流视野。随着ICO骗局的破灭，BTC再度沉寂，最低跌至3000多美金。但随着各国学习区块链技术等因素下，2019年比特币与黄金的走势趋于相关，同时美国股市的比特币信托基金等正式金融

工具开始加入，比特币开始向数字黄金靠拢。此时，我认为2019年开始，比特币开始发生第三次“相变”，从地下金融系统和非法金融活动的工具转向“数字黄金”，正式进入主流金融体系。

但与黄金不同的是，BTC需要被社会大众所认同，这个认同过程会带来额外的涨幅。BTC从2013年开始，经历了两轮“知识普及型炒作”，其价格大幅波动的同时，也使传统金融领域开始正视BTC投资。2020年后，美国除了批准了比特币ETF，还批准了比特币期货（CME），期权类产品也正在研发中。同时，美国合规交易所coinbase接入ACH清算，相当于中国的“银证转帐”，使得散户可以合法而方便的交易BTC。

这一切都表明，BTC第三次“相变”，也就是实现最终的“数字黄金”的设计思想已经来临。

结合2020年的第三次减半，BTC新增供给下降，会带来更大的稀缺性，而相应的，由于疫情引发的经济冲击放出巨量货币，只要有极小部分配置到BTC上，即可引发大规模的暴涨。其涨幅可能为正常的保值品周期性上涨（约10倍）叠加知识普及性炒作（约2-5倍），而达到数十倍的最大可能涨幅。同时，经历了十年三次减半的考验，区块链网络的安全性已经得到证明，且目前ETF等形式的存储足够安全，不存在传统BTC的被盗和丢失风险，已经扫清了BTC长期上涨的最大障碍。

三、比特币的流动性风险不容忽视

目前比特币价格仍然未达到2019年末的最高价位，实际上并未包含关于减产以及货币通胀的预期。而阻止投资者入场的因素可能是价格波动过大，特别是对3月12日发生的暴跌产生恐惧。我在这里需要研究一下3月12日的暴跌产生因素。

事实上这种情况也发生在黄金上。2008年10月，黄金下跌了19%，而全年度黄金也是下跌走势。虽然11月后立即反弹收复失地，但用杠杆操作的投资者已经被扫清出局了。目前来看，由于事实上全球金融系统是以美元作为清算单位，当发生重大金融风险时，往往市场中缺乏美元流动性，而短期的流动性缺乏使得所有被交易的对象统统暴跌。此时基本面并不起作用。

2008年金融危机高峰时，全球股、汇、商品市场连锁暴跌，也是因为缺乏流动性。但当央行集体救市后，黄金随即收复失地。这正是类似于3月发生的情况。当3月美国金融市场出现熔断暴跌，大型投资者缺乏流动性，引发了债券，股票，商品的连锁抛售。因此3月份黄金也出现了大幅下跌，此与基本面无关。目前（2020年5月）黄金再度创出新高，也证明了这只是流动性风险。

而比特币本来的走势与股市并无相关性，因为比特币的投资者与股票的投资者互不相关，且互不通资金。2013年全球股市低迷，比特币独善其身，2015年A股暴涨，比特币也在地上爬。然而2020年这此暴跌，比特币的下跌与股市高度同构，应可以认定是正规金融

机构配置了比特币，在清算压力中同步卖出所致。

因此，比特币有资格被股市影响，说明其已经事实上被传统金融机构接受。

另外一个可能的下跌因素是，金融危机发生初期引发的通缩假象。金融危机发生初期，社会因需求不足而造成通缩，进而引发商品暴跌。如果比特币被归类为类黄金商品，应会受到通胀预期的影响。而本轮下跌中石油、金属跌幅巨大，可以旁证这一点，甚至石油还跌出了负数，可以说是需求侧出清的极致。

而随着COVID-19疫情的逐步退潮以及救市货币的逐步释放，通胀预期会再度升温。且疫情破坏了产能，造成生产商倒闭，在相当长一段时间内，社会可能出现相对生产规模缩减的情况。结合从2011年至今的长期商品下跌周期，可以说本轮疫情完全清除了产能，为后续通胀和滞涨创造了条件。未来CPI的快速回升应是大概率事件。

因此，我认为通缩假象应在2021年左右消失，全球将进入高通胀状态，黄金和保值类资产会有基本面的支撑。目前的通缩造成的下跌因素将会消失。

投资比特币，虽然前途远大，但短期要小心流动性不足。

四、对币圈的特定套利方法

我作为一个证券投资者，也就是币圈所称的“传统金融”的人，我要提出一个大胆的观点，在接下来的牛市中，我们要从币圈“夺取”比特币。

首先我想说的是，3月比特币的“暴跌”其实并不算“暴”。在3月金融风暴中，很多股票的跌幅远大于比特币，甚至黄金也有15%的跌幅。比特币作为所谓高波动性资产，跌幅仅有60%左右，是非常惊人的稳定。

尽管如此，3月暴跌行情也导致很多投资者被洗白出局，主要还是用杠杆的投资者。而我想说的是，假设比特币真的在未来几年内前途远大，来自传统金融的投资者如何买币投资就成了问题。因为比特币数量有限。

其实美国的比特币ETF（GBTC）目前已经默默的大量建仓，其持仓量达30-40万BTC，约占比特币总存世量的2%左右。投资者正以很快的速度进入比特币市场，而比

特币市场之所以还没有暴涨，是因为传统“币圈”比特币投资者做的一些傻事。而这些傻子活不了多久了。

币圈的人，可以说除了了解比特币之外，别无优势。也就是说，币圈的人不过有的是先发优势

。比特币的代码是公开的，机制是简洁的，安全是宇宙级别的，已经存在世界上十年了。任何一个脑子清楚的投资者，只要排除偏见，下工夫研究，都能搞清楚比特币是怎么回事。

问题在于，排除偏见很难。这给了币圈的人最后一点点机会。先发优势其实不是优势，也许还是劣势。这一点先发优势在金融机构拥有的全方位优势面前不值一提。当然金融机构还有个障碍是合规，但是现在已经不存在了。申购一个信托基金有什么合规问题呢？

传统金融拥有最大的资源就是融资能力。本轮救市放出的天量货币，就掌握在传统金融机构手里，随便拿出几个亿配置一点，就可以把一年新产生的比特币全部吃掉。所谓币圈的人，还担心银行卡的安全问题呢，融资能力近乎于零，靠高利贷，抵押房产和非法集资。

传统金融拥有的第二大资源是时间。正常的基金都是滚动运作，永久存续，买点币放个一两年无所谓。而币圈的人习惯赌博，高杠杆炒作期货，只要币价插针，下跌，金融机构进场从容扫货，买了就不动了。

传统金融拥有的第三大资源是资金池。基金配置5%比特币，就算腰斩对净值影响很小，涨10倍对净值贡献50%，人家从容淡定。这边跌个两百块全爆仓了，身家性命都没了。

我敢保证这种情况只要持续一年，大部分的币都会被洗到传统投资者手里，币圈的那些所谓大V，老师，到时候只能望“B”空流泪了。

所以，现在如果看好比特币，应该否定杠杆，全力从正常渠道融资屯币。由于比特币总量有限，很快所谓的“三大交易所”，中国炒币散户就会失去定价权，3月的暴跌，应该是最后一次他们发挥的舞台了。

本文主旨

当前全球经济处于衰退-
萧条周期，实体经济机会成本下降，黄金和数字货币有望重新登顶。

比特币有极大概率成为数字黄金，其已经越过了地下金融系统，向传统金融融入。

比特币和黄金一样，不能防止流动性风险，只能防止通胀风险。

传统“币圈”投资人即将被扫地出门，丢失币和定价权。

尾声：

滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。是非成败转头空，青山依旧在，几度夕阳红。

币圈改变了我的命运，很多人出身草莽，创造惊人业绩。然而大江东去，俱往矣，随着比特币被社会大众所认知和接受，币圈将变成一个历史名词，消失在历史的烟云中。

作为曾经的币圈创业者，投资者，我不能被时代淘汰，消灭，我只能选择积极投身到传统金融利用比特币的大潮中，创造财富，改变命运。也许有一天，我们会有缘再见。

白发渔樵江渚上，惯看秋月春风。一壶浊酒喜相逢。古今多少事，都付笑谈中。

参考资料：

比特币S2FX模型

康波体系下的黄金价格——当前黄金的配置意义