



本文根据碳链价值采访Dots机构投资者社区CEO郑迪、国盛证券区块链研究院分析师任鹤义、中信建投宏观固收分析师秦源分享与解答全程整理成文。

出品：碳链价值

采编：BEAT BEE社区

Q1：自本周出现股票抛售以来，比特币与标准普尔500指数之间的相关性不断上升，而与黄金的价格相关性却不断下降。如果我们将比特币继续称为「数字黄金」，是否合适？

郑迪：

比特币相比黄金和其他大类资产，还是个新生事物，到现在也只有10年的历史。但是黄金其实已经存在了千年。如果我们看比特币的发展历史，会发现其设计理念，其实是高仿黄金，但是融入了一些后来我们称之为“区块链”的新型技术理念，这就保证了任何人难以伪造比特币。

但是不是永远无法伪造，不好说，要看新技术的发展和比特币的应对。黄金，其实以前大家也觉得很难伪造，但是现在随着掺钨掺铀的出现，假的也越来越多。甚至有阴谋论者怀疑，美国的很多储备是不是都有相当部分是这一类。在香港市场也好，内地市场也好，我们都看到这类假黄金出现的新闻。

到目前为止，比特币在防伪方面，我个人认为其实比黄金做的好。黄金要证明不是假的，还需要很复杂的技术设备和专业人士，普通老百姓难以辨别真伪。

但是在资产价格变化方面，我们可以看出，比特币的波动性还是比较大的

，当然如果我们对比2013-2014年前后分成两个时间段，我们会发现比特币的波动性已经显著收窄，即便是这样，与黄金相比，仍然是波动性较大的。对于黄金来说，每天波动超过2%，都已经算是大波动，这可能是因为黄金市场现在已经非常巨大，仅现货黄金市场，总市值就达到了8万亿美元，如果考虑到纸黄金等衍生品，可能高达30-40万亿美元（实际上，这个数字没有准确说法）。但比特币现货市场实际上总市值也就不到1800亿美元，如果考虑到丢掉了300-400万个比特币，这个市值更小。即便加上衍生品市场，也不会很大，所以一个较小的资产类别，可能导致它的波动幅度也更大。

从避险属性来看，比特币现在跟黄金相比，在避险属性方面还是不足的。

但是避险不能一概而论，我们不能简单的认为什么东西就一定避险，什么东西是不避险的。在极端情况下，任何东西都是可以抛售，这里面可能有一些特殊的地方，比如像欧元、日元这些被借来做套息交易的套息货币，在真正大危机，很多资产被抛售的时候，它们是会大涨。所以从纯粹的避险属性来说，我个人觉得像日元、美国国债，这些东西可能比黄金的避险属性更好。

为什么这么说？因为上周五黄金下跌，我们也看到了，我个人的看法还是觉得并不是一种通缩预期的体现，我认为是市场流动性出现一些问题，那么大概率可能是美国的一些投资者，收购了太多指数的ETF。那么他们在抛出ETF，然后这些ETF可能在清场的时候速度来不及，所以会导致要在市场上借一些黄金去抛售。这个是有可能的，那么随着流动性的缓解，黄金应该重回到它强势的空间。

所以在正常情况下，黄金确实是有比较好的避险属性。但是我们也可以看到在流动性比较枯竭的时候，黄金其实也起不到真正避险的作用。所以避险属性这种东西，是一个类似神秘代码的东西，我们也不能太迷信，还是要具体分析。

另外从官方数据来看，全球央行手里有3.3万吨黄金，那他们这些黄金留在手上其实是不能产生利息的，所以他们倾向于把黄金租借出去，租借给这些Dealer，然后换取一些收益，最典型的是2018年11月，我们可以看到当时黄金租赁达到了历史最

高点，年化2.5%，那一部分涵盖了黄金价格的一个短期下跌。



所以从目前的情况来看，我个人还是倾向于把比特币定义为还没有成为数字黄金，但是走在成为数字黄金的道路上，而且还有相当长一段路需要走。要成为数字黄金，需要大家对它更多的信任，特别是需要主流的信任，这些都需要时间。

我非常相信，对于像比特币这类小众资产来说，合规化的发展是非常重要的事情，因为只有这样主流资金才能不断进来，把市场深度拓宽。从另一部分来说，由于市场深度稍显不足，现在比特币更多是受流动性驱动。所以从本质上讲，更可以把它看成是流动性资产，换句话说是一种风险与流动性高度相关的风险资产，而不是避险资产。

从我的分析框架来说，我更注重全球流动性预期的变化对比特币造成的影响。

2018年，新债王冈拉克观察到，比特币跟纳斯达克指数高度相关性，这其实可以理解。因为纳斯达克指数也是流动性驱动的，所以它跟比特币有一定相关性也正常。

然而相关性并不是因果性，也并不一定存在某种必然的逻辑联系，只是在某一段时间可能表现出这种特性。但是我们不能够把相关性当因果性，还是要具体分析每一段时间相关性

的原因。我们也不能固守陈规，把相关性就认为永远是相关的。或者说，我们认为它现在是风险资产，以后就永远不可能成为避险资产，也都未必。

任鹤义：

把比特币继续称为数字黄金是否合适？我觉得目前

比特币肯定不能说是数字黄金，只能说圈子内部抱着这样一个预期。因为我相信全球70亿人口肯定有很多人不知道这个东西，但是基本上大家都知道黄金——也就是说虽然比特币跟黄金有很多属性相似，但远没有黄金那样的共识。准确的说，“比特币是数字黄金”只不过是这个圈子或者说是一部分人的愿景，希望把比特币打造成数字黄金——有意思的是，美联储注意鲍威尔在一次国会答辩中也这么说过。

我们都知道，根据费雪利息理论，资产的价值是未来预期的折现。如果数字黄金是比特币的长期愿景，那么比特币当前的价格，就会反映人们对于这个愿景的预期——显然目前还没有达到数字黄金的地步。

秦源：

我对于比特币和数字黄金，更多的是从货币的属性来认识的。我认为比特币其实是种数字黄金。

黄金最基本的价值就是价值储藏。第一，它能够穿越时间，1000年前跟1000年后它不会有什么变化；第二，它穿越地域，无论是在中国还是在美国，东西不会变质；第三，它在一定程度上能穿越文化，不论是信仰基督教还是信仰伊斯兰教，对黄金的认识和看法都是基本一致的。而比特币也恰恰基本上符合这样的特征，甚至在某些方面表现得还更纯正一些。

黄金，大家都知道已经不算是货币了。黄金退出货币市场有好几个原因：现代国家治理体系强健、强推法币；黄金自身在宏观上会带来通缩；微观上可能造假，普通老百姓对于实物黄金的识辨度存在一定问题。因此，真用实物黄金做货币交易，整个的交易成本还是比较贵的。比特币在这方面如果真的能做到普及化，在很大程度上可能比黄金的价值储藏属性会更好一些。

但是黄金作为传统的价值储藏，从目前各类资产看来，可能是在跨越文化、跨越地域、跨越时间方面非常好的一类资产。所以我觉得黄金和比特币在我的眼中基本上都是价值储藏，所以把比特币称为数字黄金，从价值储藏角度来说我是没有什么疑

问的。这是我的分享。

Q2：是什么原因造成了比特币和美股的暴跌？在全球股市暴跌的情况下，各国央行联手救市的迹象越来越明显了，这将对接下来的比特币和美股行情发挥什么作用？

郑迪：

我还是希望比特币和美股分开来看，当然这里面还有一些联系。如果看价格走势的话，会发现比特币对流动性的观察好像是领先于市场。所有人都还没有认识到流动性没有他们想象的那么好的时候，比特币已经率先反应了。不过，严格来说，这两个还是分割的市场。

那比特币为什么会跌？其实很简单，这一波从7000美元涨到1万美元以上，最少也有30%的涨幅。从年初到2月下旬，比特币涨了34%，已经是全球表现最好的大类资产。所以说跌也很正常，毕竟涨了就有可能跌。

如果要从流动性的框架来讨论为什么跌，我觉得也很容易回答。因为疫情，今年年初大家都在家没出去，钱都在自己手上，没有去消费，所以有更多的钱投入一些虚拟资产，包括股市，也比如数字货币，所以来了一个「疫情牛」。但无论是美联储也好，还是中国央行也好，在这一轮下跌之前都还是比较克制的。流动性没有大家想象那么好，一个典型标志就是美联储的迷你QE4规模，在这一轮下跌之前反而缩小了。中国央行其实主要是依赖财政政策，而不是扩张货币政策。

所以在多头把币价拉上1万美元以后要注意一个问题：中美两国的流动性并没有市场预期那么好。那很尴尬，后续接盘的在哪里？这是第一个问题。第二个问题：拉了以后，从2月底离门头沟3月31号宣告日只有一个月了，考虑到潜在的巨大抛压，这样的拉盘能持续吗？

很显然，离门头沟日越近，涨幅越是受限的，我是看调整的觉得是要跌的。所以下跌就很容易理解了。

美股跌其实是另外的原因。一个是疫情在美国扩散，另一个是市场担心桑德斯成功竞选美国总统。桑德斯在美国称为搞「社会主义」的，一旦他当选，对资本市场很不利。

总体来说，我觉得比特币和股市还是两个分割的资产类别，还是不太一样的，各有各的逻辑。但有一点共同点：流动性在这一波下跌之前并没有市场所预料的那么好。主要央行还是相对比较克制，价格也涨的有点超前了，提前跑到前面去了，所以现在要回来调整，适应央行的节奏。由于这一波央行又要放水，所以下跌的空间也很难讲，这是我的看法。

任鹤义：

其实美股震荡很正常，目前美股的总市值超过美国GDP一倍了。特朗普时代，美元大量回流，因为没有太多实业的产业链可以投，钱没地方去就去股市。这个阶段股市的震荡都是很有可能的。随着疫情逐步在美国和全球扩散，市场的恐慌情绪也逐步爆发，这也是一个很重要的原因。

说到比特币的跌，我肯定希望这是减半之行情之前的深蹲。但是从我的观察来看，比特币市场容量和深度还不够——因为实际上真正在交易所交易的比特币很少的，矿工囤币的意愿还是很强。所以它的涨跌真的比较难预测。

另外一个就是股票市场和比特币市场，从资金关联程度来说，我认为非常非常低。我前面也说到，数字黄金只是比特币的一个很美好的预期愿景，事实上目前比特币的跌和美股的跌其实没有太多的关联性。

作为数字黄金，比特币与黄金价格目前无明显相关性 国盛证券

比特币由于总量固定，几乎不可增发，便于携带，与同样具有避险功能的黄金在价格上有着微妙的关联。一方面，当风险来临时两者的价格都应该上升，但是作为避险资产，两者之间又存在一定的竞争关系。

图表：比特币与黄金价格走势无明显相关性



我们考察两种资产的相关性，不是把价格曲线放在一起比较走势轮廓，这样并不符合统计学规律，而是应该看两者的相关系数。我们之前做了一个数据来考察过去7年比特币跟黄金的价格相关系数，系数接近于1就是正相关，-1是负相关，从13年至今的数据来看，相关系数表达为没有明显相关性，所以比特币跟黄金虽然有太多的相似属性，但它的价格没有明显相关性，相关系数超过0.5都很少，而且没有完全的规律，基本上围绕零来波动。我觉得这才是比较两个资产相关性的科学统计方法。

不过去年美联储主席在国会听证的时候，无意间冒出了一句话说：议员问为什么Libra不锚定比特币，他说比特币就类似数字黄金如何如何。从一个官员嘴里无意中说出这样的话，可能他个人也形成了这样的一个认识，因为他们对比特币的研究跟踪比较紧密，所以说数字黄金是比特币未来一个预期——一部分是预期。但是比特币跟黄金价格之间没有明显相关性，

但我觉得这正是比特币的投资空间所在。如果你认可比特币会成为数字黄金，那么应现在比特币跟黄金还没有相关性，它未来的空间就很大。直到比特币的价格跟黄金的价格之间有明显相关性的时候，才说明比特币价格走势受黄金影响——或者说两者的投资逻辑趋于相近。

比特币的价格与黄金价格之间相关系数比较接近，一是说比较有明显相关性的时候，比特币的投资逻辑才会跟黄金的投资逻辑比较接近，才可以用避险资产或者其他的逻辑去看待比特币。目前显然不是这样，所以我觉得如果你认可比特币是未来的数字黄金，那么抱着这个美好的预期，比特币还有很大的空间，我个人还是比较乐观的。

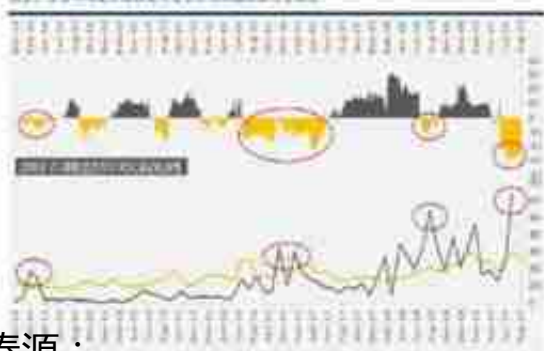
贸易争端凸显比特币的避险属性

国盛证券

比特币似乎对国际贸易相关的宏观风险事件比较敏感。图中黄线为GDP加权的全球经济政策不确定性指数，而黑线为美国贸易政策不确定性。可以发现在美国贸易不确定性阶段性高峰时，比特币与纳指相关性为负，而股票代表风险资产，这可以说明比特币在贸易争端时被视为避险资产。

2019年8月1日，特朗普宣布下月对中国加征3000亿美元关税后，比特币同其它避险资产上涨，而风险资产下跌。这似乎进一步印证了该观点。

图例：比特币与纳指相关性在贸易争端期间显著为负



图例：特朗普宣布对中国加征关税后，比特币同避险资产齐涨



秦源：

对比特币的认识可以用几个关键词来概括，除了我前面讲的一些特征外，比特币还是一个新兴市场、小众市场。然后从大众的角度来看，其实它是一个规则不健全的市场。此外，它的投机性特别强，而黄金相对波动就小很多了。

所以从微观结构上来看，比特币跟黄金在价值储藏的角度来说，它有很大的这同构性或者说类似，但是从市场的表现来看，目前两者基本上就是两种完全不同的市场。

另外我想谈一下关于价值储藏的看法。在我心目中比特币跟黄金都是价值贮藏，但是价值储藏不是一种有你无我，或者有你就无我的一个状态，不同的价值储藏是可以共存的。

全世界有70亿人，有一些人可能对新兴技术，比如对去中心化的一连串数字密码接受度很高，他们就很容易接受比特币。比特币很容易变成他们心目当中的一种图腾

，成为他的一种价值储藏。对很多的普通老百姓来说，可能觉得黄金特别是实物黄金这种东西，看得见摸得着，并且经历了几千年的历史，他们就会选择黄金作为价值储藏。因此，比特币和黄金可能各有自己的一群粉丝。但是从目前市场来看，黄金相对来讲是一个偏稳健的市场，如果黄金可能一天跌个百分之三点几，百分之四，我们会觉得这个波动已经很大了。然后像比特币，一天跌百分之十几，我们都习以为常。

Q4：各位嘉宾老师认为，比特币最大的价值在哪儿？如何看待比特币接下来将迎来的减半？

郑迪：

全球的年轻人喜欢去配置比特币，除了他们喜欢这些新玩意儿外，还有一个很重要的原因就是它确实跟其他资产相关性不是特别高。它有时候可能跟纳斯达克指数的相关性比较高，有时候可能跟黄金相关性比较高。但看长期来看，它和任何一种资产相关性都比较低，这种低相关性正好构成了配置它的一种必要性，哪怕是配置很小的比例。

另外，只从现有的趋势来看，它是一个价值贮藏的一种工具，只是相对波动性大一点，但是如果入手入的比较低的话，相对来说安全边际还是有的，而且还有比黄金更大的上升空间。毕竟比特币现在实物的市值只有1000多亿美元，黄金已经8万亿美元，所以对于那些愿意承受更大的风险，又寻求一定的价值贮藏，又寻求一定的上升空间的年轻人来说，比特币是一个更优的选择，值得去配置一部分。虽然它现在是一个小众资产，但长期来看却有可能成为大众资产。

说实话比特币减半，我一直不是特别的感冒，我一直不认为一定是减半导致它涨。很多时候涨都跟当年的货币政策是有关系的，供应量的改善可能会稍微有一些作用，但我觉得比特币最绝对性的东西还不是供应，而是需求。所以我会更多关注全球流动性的扩张或者是收缩。

换言之，如果大家相信减半，但是全球货币政策如果今年是收缩的，可能就会很惨，就会像18年那样。

任鹤义：

比特币未来的价值我刚刚说了，数字黄金可能是比特币第一个比较现实的应用，也是一个比较现实的定位。但是现在的问题就是比特币的市场容量和深度还不够，参与比特币的资金并不是非常主流，当然也逐渐的改善，像期货期权，包括ETF有可能也会推出来，这些传统资本市场的工具作为一种渠道，使得传统的资金能够合法合规的进入这个市场，这些都是很好的苗头。

比特币作为一个切入点，把传统的资金引入区块链领域，我觉得未来的渠道会越来越宽，从这个角度来看，比特币作为区块链里的一个龙头品种，肯定还是有很大的空间。

至于减半，因为过去两次减半都有牛市，所以大家就天然认为减半就应该有牛市，实际上逻辑上不是这样的。减半应该是降低了矿工的收入。如果价格不翻倍，矿工肯定是亏的，但不代表说市场为了让矿工不亏，价格就会翻倍。

过去市场进入的资金是比较偏边缘化的资金，所以有可能借着减半的预期炒牛市，但是这一次减半能不能带来牛市肯定是不能预测的。大家千万不要简单认为减半一定要有牛市，还是要配合形势一步步看，而且这次价格在一万已经冲击了三次都没过去，足以说明一万的价格是一个很大的压力。

秦源：

我来谈一下我对这个问题的看法。关于比特币的价值，我前面也已经反复强调在我看来它就是一种价值储藏，最根本的价值所在，随着区块链应用的拓宽，很多区块链的应用可能会和比特币结合在一起。应用场景的增加在一定程度上也会增加对比特币价值储藏的认可。另外一个就是前面我们都在反复说的一个问题，随着大众对比特币的接受度的提升，它价值储藏的受众面会增加，可能是它未来一个非常大的看点。

关于减半的问题，如果我们不考虑其他因素，单从减半角度来讲用简单的经济学分析，就是供给减少了，一定程度上来讲对价格肯定是会有一定的提振。另外一个就是减半之后，也意味着挖矿成本增加，用商品的分析逻辑来讲，成本上升价格往上涨也是很合理的。

比特币跟黄金在这一点上倒有很大的类似性，简单的供求并不是分析它价格的最为核心的因素，价格的核心因素很大程度上还是自身市场投机性的表现，投机很大程度上就是要找主题。那么，前面两次减半都带来了比特币的牛市，现在大家就潜在找到了这样一个炒作主题。但至于这次能否炒作起来，还要继续观察。

Q5：面对今年前所未有的市场形势，请各位老师分享你们的投资建议。

郑迪：

非常简单的回答，我觉得比特币还是要把握调整以后做多的机会，当然我们也会根据实时的变化来调整评估。我一贯的看法就是如果我们剔除门头沟也好，还有一些巨鲸抛售对于币价影响的话，比特币是目前已知最好的体现流动性观点的一个资产，这方面可能比黄金还要好，它的弹性非常大。因为比特币是小众资产，所以它对流动性异常敏感，如果我们认为流动性好起来，各国都要撒钱，那大概率是要涨的

，只不过现在可能被门头沟也好和一些巨鲸所压制。

今年经济形势不佳，各国撒钱都是迟早的，所以这对比特币是利好。只是这里面我们要关注到一些供应面的扰动因素。

任鹤义：保持流动性。这是对个人的建议。

秦源：

短期我相对来说比较认同郑总的观点，目前来看硬核科技跟货币放水的组合仍会市场的两条主线，而这两条主线比特币都能关联上。但是从中长期的角度，金融监管和社会治理环境的问题对科技互联网巨头、对区块链的态度，我们都需要保持高度关注。