

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

翹騰投資管理(香港)有限公司董事總經理、特許財務分析師、曾經在不同國際投行研究部、擔任分析師及主管達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立翹騰。

# 加密貨幣 價值何在？

加密貨幣之所以富爭論性，因為它們背後並非代表某家公司的股權，持有者並不能像股票一樣可以有權分紅或者擁有投票權。所以很多傳統基金經理都認為加密貨幣沒有價值，例如股神巴菲特(Warren Buffett)及其助手芒格(Charlie Munger)。

上述兩人，前者87歲，後者更已經達94歲，他們不接受或者不懂新科技，是公認的事實。股神一生只投資過兩隻跟科技有關的股票，一隻是所謂老科技的IBM，另一隻是蘋果(AAPL)。股神已經在2018年首季將前者沽清，相信虧蝕收場。他們由1999年的科網熱潮至今也沒有碰過任何互聯網股，巴菲特曾坦言後悔於2001年時錯過投資谷歌(GOOG)及亞馬遜(AMZN)，當時他開始重注買入IBM(最多曾經持有8.5%或8,100萬股)。他們對新科技趨勢的評論絕對沒有任何參考價值，因為他們從來沒有鑽研過，也沒有任何成功案例可言。

## 用科網思維理解加密貨幣

要理解加密貨幣，不能用傳統股票的基本分析去評估，正如大家今天已知和已接受，分析互聯網和高科技股票同樣不能使用貼現現金流法或者股息貼現法，否則亞馬遜、Netflix(NFLX)，及特斯拉(TSLA)就沒可能擁有今天的市值，因為它們大部分時間，或者從來都是虧損，但它們股價卻是多年長綫上升，替很多有眼光和作了充分研究的投資者賺了大錢。

大部分不接受加密貨幣者，都是不願意花時間研究和擁抱新事物者，他們一知半解，很早便蓋棺論定。一些肯定認為加密貨幣沒有價值者，同一道理他們過去20多年也可能認為互聯網股沒有價值，到今天都沒有買過互聯網股，錯失了投資這些高增長公司的機會。擁有者認為區塊鏈(Blockchain)技術是互聯網「3.0」(互聯網「2.0」為電商及社交網絡)，將會顛覆所有和



交易及支付相關的系統。

科技的進步令投資環境不停地演變，以往成功的方式並不代表將來一定會成功。例如10多年前零售業是中國最火熱的板塊，但是今天電子商貿已經完全蠶食了它們的市場。同樣情況亦在美國發生，亞馬遜過去數年已將當地的零售百貨業推向寒冬。Netflix的視頻串流(Video Streaming)，視頻點播(Video on Demand)及自拍劇集模式令傳統的有線及無線電視台流失大量觀眾。連斯拉的電動汽車則威脅引擎汽車的生存。顛覆性科技令傳統既得利益者失去優勢，喪

失市場，所以投資者願意忽略中短期的利潤率(它們大部分都仍在虧損)及市盈率。

## 代幣交易取代股份交易？

用個比喻，加密貨幣有點像遊樂場或者網絡遊戲中的代幣(Token)，大家要玩遊樂場裏面的遊戲和購買網絡遊戲中的虛擬武器，必須先用現金購入代幣，然後用代幣兌換成遊戲服務或者虛擬武器。這些代幣是否有價值？當然有，因為消費者使用它們的服務或產品，必須要付出代價，所付代價是按照服務供應商定下的規則釐定，消費

者假如不接受，他們可以選擇不使用該服務或產品。假如供應商限制代幣的供應量，而同一時間，消費者需求服務的意慾增加，及願意付出更高的價錢購買該服務，代幣的價值便理應上升。此外，發行這些加密貨幣的金融科技公司，都是透過首次代幣發行(Initial Coin Offering, ICO)集資，並非傳統的公開首次集資(Initial Public Offering, IPO)，如欲投資分享這些公司的成長，唯一方法就是購入它們所發行的代幣。假如這些公司的發展策略有獨到之處及迅速成長，而它們的代幣被加密貨幣交易所接納交易，投資者就有渠道可以套現。

## 加密貨幣評估方法

所以大家要評估加密貨幣的價值，要先了解公司的結構及基本面：1)該加密貨幣背後的科技是否獨特及領先；2)該科技是否被廣泛性使用及產生利潤；3)它背後的供應是否有嚴格的機制限制。

要達到以上指標，背後公司管理層的能力及誠信就非常重要。調研這些的過程及方式，跟研究上市公司沒有多大分別。每種加密貨幣背後的公司，必定有好公司及壞公司。後者的價值最後會變成零，正如不少壞股票會變成零一樣。要賺錢，投資者必須要深入研究，尋找另一隻可演變成亞馬遜及谷歌等級數的區塊鏈公司。未來要量化估值，可能需要參考代幣的商業交易量及市值，背後公司的營業額等等數據。

## 政府取態主宰短綫走勢

和滙率及商品價相似，影響加密貨幣價格短綫走勢，通常是宏觀政策及事件。由於沒有被正式監管，各國政府的取態主宰了加密貨幣投資者的情緒。現階段投資加密貨幣的風險極大(回報也可能極大)，但投資者絕對不能忽視它們的潛力，必須關注未來發展。  
權益披露：筆者旗下基金持有AMZN及GOOGL權益，並隨時於市場買入及沽出。