

## 为那些开明的怀疑者布道比特币

作者 黄共宇 (Matt Huang)，加密基金 Paradigm 联合创始人兼管理合伙人 (2020 年 5 月)

比特币已经从理念 (2008 年) 进化至运行系统 (2009 年)、到现实世界中第一次使用 (一枚比特币价格不到 1 美元, 2010 年), 逐步发展到一枚比特币价格超过 8000 美元、总市值超过 1500 亿美元 (截至 2020 年 5 月)。

尽管从经验上看, 比特币是过去 10 年最好的投资标的之一, 但它依然充满争议性。比特币是新形态货币? 还是投资泡沫? 抑或二者兼而有之?

投资者拥有成熟框架来评估证券、信贷和房地产等资产, 但对于比特币等新型货币资产, 似乎没有显而易见的称手工具。

本文概述了一种简单直观的框架, 来评估比特币作为新型货币资产的价值。

### 为什么在这个时间点?

在我们的工作过程中, 经常需要向首次接触比特币的投资者和机构解释比特币。现在投资者对比特币及其作为数字黄金潜力的兴趣是前所未有的。

金融危机凸显了现有系统的局限性, 强调了对新系统的需求。2008 年的金融海啸中 (比特币诞生于其中) 确实是如此, 如今, 随着全球各国政府空前的货币和财政刺激措施, 这种情况可能更加真实。

过去 11 年中, 有关比特币的著作层出不穷。本文没有任何新奇的角度, 而是对我们经常与首次了解比特币的客户们对话的简单总结。

### 货币

**写作和货币是人类大脑最伟大的两项发明——前者是智慧的通用语言, 后者是自我利益的通用语言**

—米拉波侯爵 (法国经济学家)

货币是一个古老且复杂的理念。货币在历史长河中呈现过很多种形式：从石斧到贝壳到贵金属，进而到纸币。货币最近一次的重大转变可以说是在 1970 年代初，随着美元的金本位制度结束，现代法定货币体系正式开始。

我们可以将货币市场视为与其他商品一样的竞争市场。几个世纪以来，黄金主宰货币市场，这不是偶然发生的，而是因为黄金具有稀缺和不可伪造等重要特征。今天，法定货币主要通过本国垄断力量主导市场，但所有货币资产仍在全球范围展开竞争，黄金、美元和欧元是受到青睐的储备资产。

像书面语言一样，货币是一项具有巨大网络效应的协议标准。某一币种只有更贴切货币的核心职能、能克服新货币遭遇的采用障碍，才能崛起为新的货币资产。我们认为比特币很好地解决了上述两个问题。

## 价值存储 1

货币的主要功能之一是价值存储：不受时间和地域约束来转移购买力的机制。

所有的成功货币都很好完成了这一职能。如果货币资产不再被信任为价值存储工具，其储蓄将迅速流失，委内瑞拉等超级通胀经济体就出现了这一情况。

## 黄金

黄金上千年来一直被信任为价值存储工具。重要的是，地球中黄金的供应量是非常稀缺的。对黄金稀缺性的信任来自于人们对自然的了解：黄金不能被低价合成——尽管历史长河中一直有炼金术士竭尽全力进行此类尝试。

黄金还拥有其它很多完美的资产属性，例如易识别（不污损）、易分割、易衡量（按重量）、易验证（通过熔解），因此黄金毫无意外的取代了之前的货币种类而成为全球通用货币标准。

## 纸币和美元

纸币的出现是为了简化日常使用贵金属，来作为一种交换手段——这是货币的另一种核心功能。尽管纸币最初与贵金属挂钩，但如今大多数纸币的价值都是自由浮动的，并由政府法定机构确立。

美元是全球目前最重要的法币，过去 100 年多数时间都占据全球性储备货币的地位（取代了之前的英镑）。除了是值得信任的价值存储工具外，美元还是主要的交易手段和账户单位。很大一部分全球贸易都以美元计价和结算，无论美国是否直接参与。

对美元信任取决于对其政府的信任（例如，可以明智地管理其货币政策）。对单个机构给予这种信任，效率很高，但是也存在风险。法币可能会失去可信度，并且会由于政府的操作而贬值，

在危机时期，政府可能面临短期压力，其压力远大于对长期信誉的担忧。面对信任被蚕食，委内瑞拉等国家为货币价值树立了极端的先例：货币变得一文不值。

很多投资者，包括央行，同时拥有黄金和美元（或以美元计价资产），因为两者提供了互补的对冲。我们可以把美元看成中心化货币资产，可以因为单一因素就会贬值，可以把黄金视为去中心化货币资产，不会因为单一因素就贬值。

## 比特币

比特币是一种全新的去中心化货币资产，类似于黄金。它同时集中了黄金的稀缺性和类似的货币本质，同时又拥有现代货币的数字可转移性。尽管比特币依然相对稚嫩，但凭借其固有的功能，它拥有出色的潜力，可成长为未来的价值存储工具。

作为货币资产，比特币必须是稀缺的、可便携的、可替代的、可分割的、可持久保存的和被广泛接受的。比特币在其中多数维度都有出色得分，只是被广泛接受这点尚有欠缺：

- **稀缺性：**比特币供应量是稀缺的，渐进接近 2100 万枚供应量的封顶。在数字形态实现稀缺性是比特币取得的一项重大技术突破（其基础是计算机科学研究在数十年里的长足进步）。
- **便携性：**比特币高度便携，尤其是与黄金相比，更是优势。任意金额的比特币都可以存储在 U 盘中，或者在几分钟时间通过数字手段传递至全球任意角落。
- **可替代性：**尽管每一枚比特币在公开账簿中有着不同的历史，但任意两枚比特币在实践中都是可互换的。
- **可分割性：**每一枚比特币都可以被分割成 1 亿个小单位，称为一「聪」。
- **持久性：**比特币是持久的，不会随着时间的变化而降级。
- **广泛的接受性：**这是比特币的主要弱点：尽管在过去 10 年中取得了令人瞩目的进步，但比特币的接受程度远不及黄金或美元。我们可以从两个重要维度考虑广泛的接受性：**信任和接受比特币的人所占百分比，以及信任和接受比特币的财富所占百分比。**

除了这些经典的货币特性之外，比特币还拥有以下特性：

- **数字形态：**与携带实物很麻烦的黄金相比，比特币等数字货币存储成本更便宜，并且更容易转移。比特币也可以立即进行验证，而黄金可能需要缓慢且手动的验证过程。
- **可编程：**比特币是可编程的，这一特质具有微妙但深远的影响。如今比特币脚本启用了托管或小额支付等应用。随着时间的流逝，我们可能会对比特币可以构建的内容感到惊讶（就像我们对另一个可编程基体——互联网感到惊讶一样）。
- **去中心化和防审查：**比特币网络的规则（例如其货币政策）由去中心化的点对点网络管理，涉及分散的、遍布全球的用户、消费者、投资者、企业、开发者和矿工。单个参与者单方面影响系统规则是不切实际的（如果可能的话）。这为比特币持币者提供了一种特殊的信心：比特币不会由于任何货币政策决定而贬值，并且始终能够自由持有和转让其比特币。这不仅对个人、企业有价值，对政府可能也有价值，因为其外币储备也可能

因外国政府的任性政策而受损。

- **通用性：**与实体承载资产，比如美元现金或黄金类似，比特币是数字承载资产，任何人都可以持有和转让。数字美元（需要支持美元的银行账户）或者黄金数字敞口（需要在交易机构开立账户）则不是这样。

拥有以上特性、被广泛接受的价值存储工具，就意味着相比黄金有巨大进步，但比特币目前仍缺乏广泛的接受性，作为价值存储工具依然处于稚嫩状态（相比黄金数千年的历史和信用）。成为更优秀的产品还不够，比特币必须拥有出色的入市策略来被大众广泛接受。

## 比特币泡沫

自比特币诞生以来，很多智慧的投资者观察到它像是泡沫。他们的看法没有错，但真正的原因其实他们也没有搞懂。

如果我们把泡沫资产定义为相比起固有价值而估价过高，我们可以说所有货币资产都是泡沫资产。根据定义，价值存储工具是人们需要的一种中间资产，不是因为它具有直接的用途，而是因为它具有在未来变得有价值的潜力。**这种价值是反射性的：如果人们认为他人会相信其价值，那么他们就会相信这种价值存储工具（他人也期待别人相信它，依此类推）。**

这一现象与其它资产类型明显不同，后者都有以实用为基础的需求，围绕其底层用途会出现投机。对于货币资产而言，实用性就存在于集体投机中。

诺贝尔经济学奖得主 Robert Shiller 观察到：「黄金是泡沫，而且一直是泡沫。它有点工业用途，但本质上像是一股短暂的狂热，却持续了数千年。」

**我们可以将货币视为从未破灭的泡沫（或者说还没有破灭），法币、黄金或比特币的价值依赖于共同信念。其他因素包括政府权力、黄金的工业用途或者比特币代码库的繁荣，都可以增强这种信念，但信念是关键。**

**从共同信念中产生的如此大量的价值似乎是循环的和非根本性的。但是，货币资产所促进的社会和经济协作具有真正的价值（就像通用语言的真正价值一样）。**此外，这种共同信念不可能出现在任意资产的周围——成功的货币资产必须根据固有特性进行竞争，以赢得这一信念。优越的固有特性可以解释为什么黄金是比白银或毛皮更受青睐的货币资产，而比特币要比任何数量的比特币模仿者要好。

## 泡沫就是比特币的入市战略

如果比特币成功成为一种被信任的价值存储工具，其终极状态就是泡沫。泡沫也是比特币赢得更广泛接受的途径。

比特币的 11 年历史中，至少出现过四次泡沫。

- 2011 年：从 \$1 (2011 年 4 月) 到 \$31 (2011 年 6 月) 再到 \$2 (2011 年 11 月)
- 2013 年：从 \$13 (2013 年 1 月) 到 ~\$266 (2013 年 4 月) 再到 \$65 (2013 年 7 月)
- 2013-2015 年：从 \$65 (2013 年 7 月) 到 \$1242 (2013 年 11 月) 再到 \$200 (2015 年 1 月)
- 2017-2018 年：从 \$1000 (2017 年 4 月) 到 \$19500 (2017 年 12 月) 再到 \$3500 (2018 年 12 月)

每次泡沫期的特征都很类似。当比特币市场陷入低迷、无人问津时，高度虔诚的投资者开始买币。这引发比特币价格上涨，吸引到媒体关注，随之吸引到投资者（或投机者），其中很多人对比特币缺乏信仰、对投资回报期设定较短。更多人买币推动比特币价格更高，引发更多关注和更大的投资兴趣。这一循环周而复始，直到需求枯竭，泡沫破灭。

尽管经历泡沫期的投资者留下痛苦回忆，每次泡沫都引发外界对比特币更大的关注，推动了比特币被接受的范围扩大，逐步扩大了长期持币者的群体，他们坚信比特币会成为未来的价值存储工具。每次泡沫破灭时的比特币地板价越来越高，充分显示出这种动能：2011 年 2 美元，2015 年 200 美元，2018 年 3500 美元。

## 比特币的未来

随着比特币越来越广泛的被接受，将会拥有怎样的未来？有人猜想未来是否人们的薪酬或日常开销是以比特币计价。这种行为可能在某种程度上会存在，不过比特币似乎不太可能挑战美元的首席交换手段和账户单位的地位（至少短时间内不会）。比特币而是会赢取到与黄金并驾齐驱的机会，作为很多投资组合中对冲价值的一部分。早期采用者、技术领先人士会率先进入这一行列，并且随着时间的推移，我们希望其阵营会不断扩大，更多的投资者和机构加入进来。最终，央行可能会把比特币视为他们现有黄金储备的补充。

最后一点，货币资产的兴衰周期比人类的寿命更长，使其很难预测。在美元成为全球主要储备货币之前，这一地位曾被英国、法国、荷兰甚至古希腊、罗马的货币而占据。同样在采用黄金之前，有一段时间，更原始的货币形式占主导地位。将法币（如美元）与黄金脱钩的想法本身就是最近的现象，在半个世纪前这似乎无法想象的。将来似乎全球货币秩序可能会以我们今天无法想象的方式发生变化，比特币等数字货币将会扮演重要角色。

## 市场规模

作为去中心化的价值存储工具，自然会参照黄金的市场规模来考虑比特币市值，黄金总价值估计约为 9 万亿美元（2020 年 5 月），分成央行储备（17%）、私人投资持有（22%）、珠宝（47%）和其他各种形式（14%）。比特币可以覆盖其中部分价值，但并非全部。

随着时间的流逝，对黄金和比特币等资产的市场需求可能会扩大至超过 9 万亿美元，特别是考虑到全球货币政策宽松的主导方向。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，2019 年国际储备总额达到了约 13 万亿美元，分别为黄金（11%）、外汇储备（86%）和与 IMF 相关资产（3%）。如果美国以外的政府（其中一些已经对外汇储备依赖美元变成惊弓之鸟）开始采用比特币作为现有黄金储备的补充，那么比特币的市场规模可能会剧烈扩大。

比特币除了可以补充对黄金的投资需求外，还可以间接覆盖更广泛的价值存储市场。例如，考虑那些持有信誉下降法币（例如阿根廷比索或土耳其里拉）的人士，他们可能难以获取美元或黄金。或考虑各种艺术品或宝石之类的收藏品，其中一些主要是作为价值存储工具而被拥有的。或考虑纽约一些空荡荡的公寓，他们的主人是为了在祖国以外存储资产。比特币可以更有效且合理地覆盖这些行为子集。

推及对市场规模精确估计的问题上，我们相信，很明显如果比特币继续获得更广泛的接受，则还有很广阔的发展空间。

## 风险

尽管比特币已经走过了 11 年历程，但很多风险依然挥之不去：

- **难跨越的鸿沟：** 比特币在包括一些大型机构投资者在内的早期采用者中已经获得了信誉，但是相对于诸如黄金之类的现有货币资产而言，比特币仍然处于小众市场中。比特币有可能永远得不到广泛接受，令其支持者希望落空。当然也存在机会。如果比特币已经是人们广泛接受的价值存储工具，那么它的价值会呈现数量级提升，而上升空间就相对较小了。
- **价格波动性：** 相对于美元，比特币的价格过去一直（并会继续）保持很大的波动性。这种波动可能会成为广泛接受的障碍，或阻止投资者将比特币视为可靠的价值储存工具。不论好坏，这种波动性可能是比特币采用过程中固有的，因为投资者信心的自然波动（如任何早期新贵所面对的一样）都反映在比特币价格中。比特币像泡沫一样的采用过程加剧了这种波动效应。随着比特币的成熟和越来越广泛地被接受为类似于黄金的货币资产，投资者的信心和比特币的价格应会稳定下来。
- **监管：** 比特币是一种新型货币和支付轨道，游离于现有的金融系统之外，对现有的监管框架构成潜在威胁。与互联网早期监管类似，政府也可能追求细致的法规使创新用例繁荣昌盛。但也存在监管变得过于繁琐，最终阻碍比特币的更广泛接受。好在有一个因素：比特币是一个全球性、去中心化网络，对于任何一个政府都难以全盘控制它，不过政府有可能以多种方式合理限制对比特币网络的访问。

- **技术风险：**比特币代码库和网络经过了逾 10 年的实战测试，但它仍在不断发展，并且对于系统的长期运行方式仍存在一些悬而未决的问题（例如，当比特币供应量曲线接近直线时，矿工必须主要通过交易费用获得补偿，而不是挖块奖励）。
- **竞争性风险：**其他加密货币可能会与比特币竞争，政府赞助的数字法币也会与比特币竞争。相对于其他加密货币，比特币在接受度、安全性和可信度方面具有强大的先发优势，这将是竞争对手难以克服的。相对于数字法币，比特币在其稀有性、类似黄金的本质具有独特性。数字美元或数字人民币的好处是人们已经熟悉并使用的货币单位，但它们仍然受本国货币政策的影响。
- **未知风险：**我们必须承认，类似比特币等数字货币资产尚无历史先例。我们进入的是未知领域，其不确定性要多过普通资产。

## 总结

比特币是一种新型货币资产，其采用曲线呈现攀升。尽管比特币尚未被广泛接受，但基于其内在特征，比特币具有巨大的潜力，可以作为未来的价值存储工具。

由于货币资产的涌现不是常见的事情，比特币很可能挑战我们的常规直觉，在投资世界中引发了（可以理解的）争议。

当然，这种争议机会也意味着机会。我们认为，比特币为有耐心的、愿意花时间真正理解比特币的长期投资者提供了不俗的投资回报，但也伴随着相当大的风险。我们希望本文为您提供一个好的起点。

## 关于作者

黄共宇 (Matt Huang) 是 Paradigm 联合创始人兼管理合伙人。他之前担任红杉资本合伙人一职，主要负责早期风险投资，主导了该机构在加密货币领域的探索与投资。黄共宇也是今日头条母公司字节跳动和 Instacart 的天使投资人，他也曾是 Hotspots 的创始人兼 CEO，Hotspots 是一家获得 YCombinator 支持的初创公司，于 2012 年被 Twitter 收购。他在 2012 年通过 MtGox 首次购买比特币。黄共宇毕业于麻省理工学院，拥有数学学士学位。

## 致谢

翻译：链闻 ChainNews

本文得益于很多朋友的反馈和贡献：

- 我的合伙人、Paradigm 的另外一位联合创始人 Fred Ehrsam，以及我的同事 Alana Palmedo、Arjun Balaji、Charlie Noyes 和 Dan Robinson；
- 红杉投资的 Michael Abramson、Alfred Lin 和 Kevin Kelly。感谢他们以及我在红杉资本的前同事们，感谢他们在 2014 到 2018 年左右对比特币开明的心态；
- Xapo 的创始人 Wences Casares，他同时也是 Paypal 和 Libra 的董事会成员；
- Fortress Investment Group 的 Pete Briger 和 Michael Hourigan；
- Pfeffer Capital 的 John Pfeffer，他此前曾在 KKR 就职；
- Ribbit Capital 的 Micky Malka；
- Ribbit Capital 的 Nick Shalek，他此前曾在耶鲁大学投资办公室就职；
- Square Crypto 的 Steve Lee，他也是 Bitcoin Core 开发的贡献者；
- 乔治梅森大学 (George Mason University) 及 Marginal Revolution 的 Tyler Cowen

## 重要披露

本文的内容仅供参考。本文中的任何内容均不构成投资、法律或税务方面的建议或推荐。本文不应作为投资决策的依据，也不是提供咨询服务的要约。不应假定本文所述资产类别中的任何投资都是有利的，且不能保证未来事件和市场因素会导致产生与本文所述的任何历史结果相似的结果。本文讨论的资产并不代表 Paradigm 投资的所有资产。本文中表达的任何预测、估计、预计、目标、前瞻和/或观点均基于其作者的主观观点，如有更改，恕不另行通知，并且可能与他人表达的观点有所不同或相悖。本文中包含的某些信息从第三方来源获得，尽管此类信息被认为在此处使用是可靠的，但 Paradigm 尚未独立验证此类信息，并且对此处包含的信息的准确性或完整性不作任何明示或暗示的陈述或保证。