



**赵建：若金融海啸再来，美
联储们是否还能力挽狂澜？**



文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建

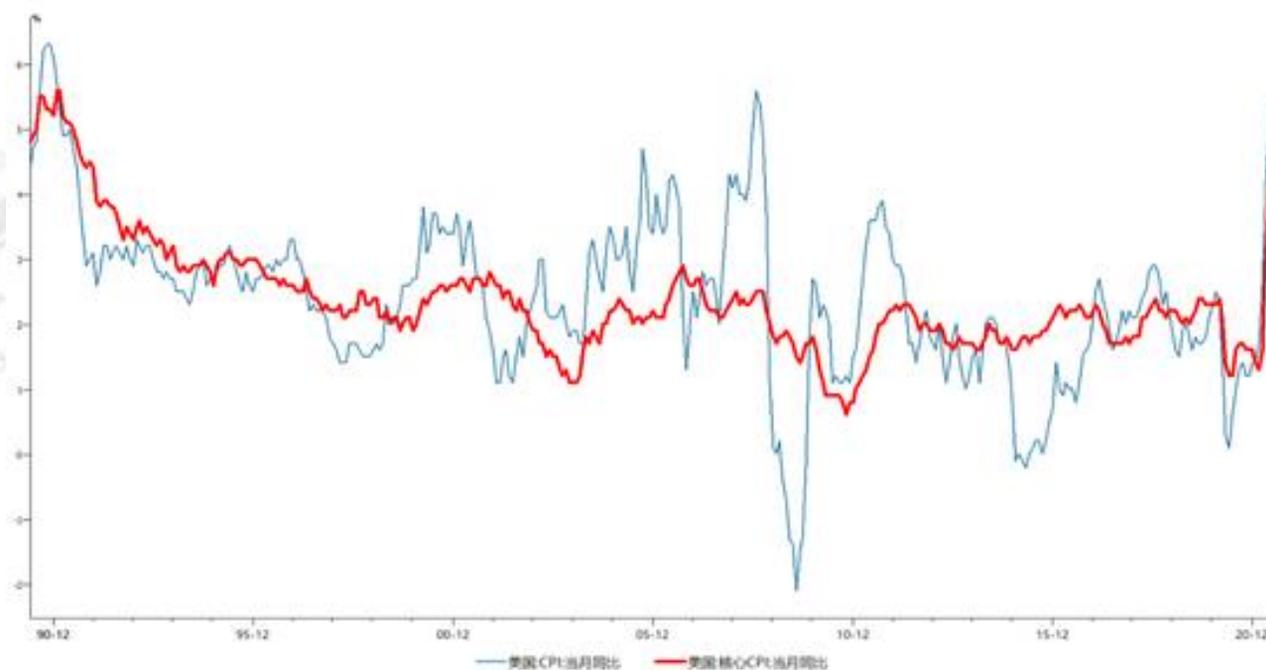


西泽研究院 · 传播思想 洞见趋势

去年疫情发生后，人们见识了全球央行的威力，一场几百年未遇的大危机竟然通过“凭空印钞”而安然度过。但即使如此，疫情刚发生后引发的金融海啸，在投资者脑海中恐怕依然历历在目，可能成为与大萧条、次贷危机一样的历史记忆，甚至更为鲜明。巴菲特都说“活久见”。

时隔一年，相似的味道似乎又隐隐出现。最近几天，除了美元和美债等流动性资产，从美股到大宗，从黄金到加密货币，几乎所有的风险与部分避险资产（黄金）都处于一个大幅波动状态。虽然波动对金融市场来说是常态，但是最近几天的情况，从冲击机理上来说，与去年4月份的金融海啸有点相似，这是让人内心感到不安的地方——虽然央行们看上去具有无限的做多能力，但现在金融市场的点位也今非昔比，况且央行最大的敌人

开始出现——大型通胀 (CPI>5%)。



回顾一下，当疫情发生后，基本的冲击和传染过程分为两个阶段：

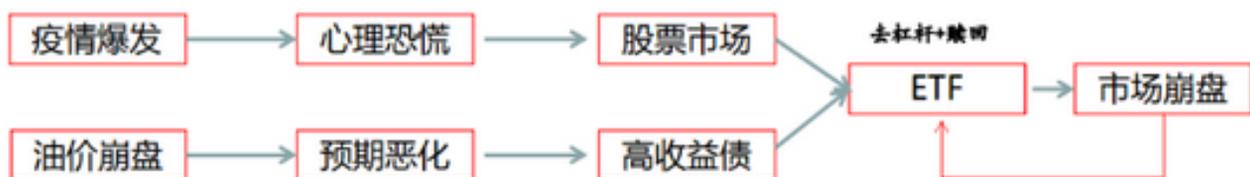
阶段 1：疫情发生或变的严重——紧缩预期（加上 OPEC 增产带来的库存恐慌）——石油等能源价格大跌——极度恐慌，风险偏好大降 (risk off) ——主动减少头寸抛售资产——风险资产和部分避险资产大跌——美元、美债等高流动性资产上涨——继续抛售资产——资产价格进一步大跌...

当价格下跌到一定程度，开始广泛触碰到止损线或平仓线的时候，金融市场就进入一个新的“相位”，或者说是一次巨大的质变：市场开始从还算温和的减仓、调仓，转变为被动的补仓、平仓，以及毫无抵抗的爆仓。此时恐慌开始进一步蔓延，“跑的快”游戏开始普遍上演，加上数字平台上各种自媒体和传播手段，金融危机、世界末日等恐慌叙事的传播，市场

开始向“流动性黑洞”的极限情形塌缩。此时冲击进入新的阶段。

阶段 2：风险资产（比如垃圾债、高估值股）价格大跌——触碰平仓线或止损线——被动补仓或抛售——补仓资金不足只能抛售优质资产，甚至是避险资产（国债）——全市场、全大类资产普遍大跌，只有美元指数等流动性上涨——极度恐慌，价格进一步大跌——爆仓成为普遍现象——全市场囤积现金、无人敢交易，流动性黑洞出现——熔断.....

金融市场此时处于失灵（崩溃）状态，如果央行等“最后交易商”不立即进入市场做多，成为唯一的多头，那么市场在理论上很可能塌缩到杠杆为零的状态，因为这个时候空头没有了对手盘（抄底的“高手”被一轮轮消灭）。考虑到市场总是超调的，过度反应的，因此一般比杠杆出清的状态更严重。这样的极端情形在法国约翰劳泡沫事件、1929 年美国大萧条、1990 年日本房地产危机、2008 年美国次贷危机等都出现过，估值一般被杀掉 60%以上，最高的下跌可能最终积累到 80%。



这几天，随着英国解封并大幅新增病例、日本奥运会即将开幕（虽然不允许现场，但各国运动员的积聚也是一个大风险）等，疫情加重的预期又开始出现，加上 OPEC 通过增产，首先导致原油价格大跌，之后开始冲击股票市场。这与去年 4 月份的国际金融市场非常相似。

然而，历史的节奏虽然有点相似，但一般不会完全一模一样的重演。因为很多变量都发生了变化。总的来说，看多和看空的力量都有了较为显著的变化：虽然疫情不再严重，但是其它“黑天鹅”因素正在孕育；虽然在各国央行的货币宽松联盟下，流动性不是问题，但是资产泡沫也出奇的高，树几乎长到了天上；虽然经济开始走向复苏甚至是过热，但是各国的情形并不同步，而且较高的通胀正在封杀央行再宽松的空间.....

我们用比较分析的方法来，看看现在与去年金融海啸时各方面的异同：

1、冲击点。第一个冲击点是疫情，当前虽然印度变异病毒有蔓延势头，但显然不可能像去年那样严重，当前处于后疫情时期的末尾，再严重也不过是零星爆发，不可能总量爆发。中国已经基本完全控制住（南京又开始出现，但估计也是区域性的），欧美等国也差不多实现群体免疫，其他国家也都是阶段性、零星爆发。随着疫苗的普及，整个疫情会处于消退阶段。但是对于金融市场的冲击来说，主要是边际冲击和预期差。即虽然总体上不严重，但如果超过预期，则也会对金融市场产生大大影响。如果新的病毒出现，则是另一种情况，但至少各国的防控经验已经大幅提升了。

第二个冲击点是后疫情时期积累的其它矛盾，可能会产生一些非常极端的事件冲击。最近中美关系如我们所预测的（《曙光重现，但季节已是凛冬——美国大选后的世界和中国》），虽然在经贸方面有所缓和，但在意识形态对抗和地缘政治方面越来越紧张。美国军机屡屡越界，台海局势气氛微妙等等。同时南非暴乱，拉美国家债务危机等，都可能成为新的冲击点。

这些冲击点往往会以“黑天鹅”的形式出现，以未知的未知藏在某个角落，然后突然出现形成强大的冲击波引发金融海啸。

2、基本面。疫情刚发生时需求塌缩（通缩）是主要问题，极端的表现是停工停产导致的能源需求崩溃，致使原油价格大跌甚至期货价格为负。但随着宽松货币对需求的赎买成功，主要矛盾转移到供给的修复上。当然内生的供给修复也会相应抬升需求，但这取决于通货膨胀与可支配收入的相对速度，或者实际收入的增长。对美国来说，在这里遇到的最大问题是，疫情发生后对个人账户的补助大幅降低了普通工薪阶层就业参与的意愿，严重制约了供应链的恢复，尤其是服务业的恢复。导致美国现在出现了失业率虽然改善但是参与率仍然较低的问题。所以我们看美国现在的基本面，不能简单的看总量指标，美国现在面临的问题转移到了结构上，而这个结构问题的表现就是较高的通货膨胀。如果美国不能顺利的退出疫情发生后的过度宽松政策，基本面就很难健康稳定的恢复。因此我们对全球经济的恢复依然持谨慎的态度。

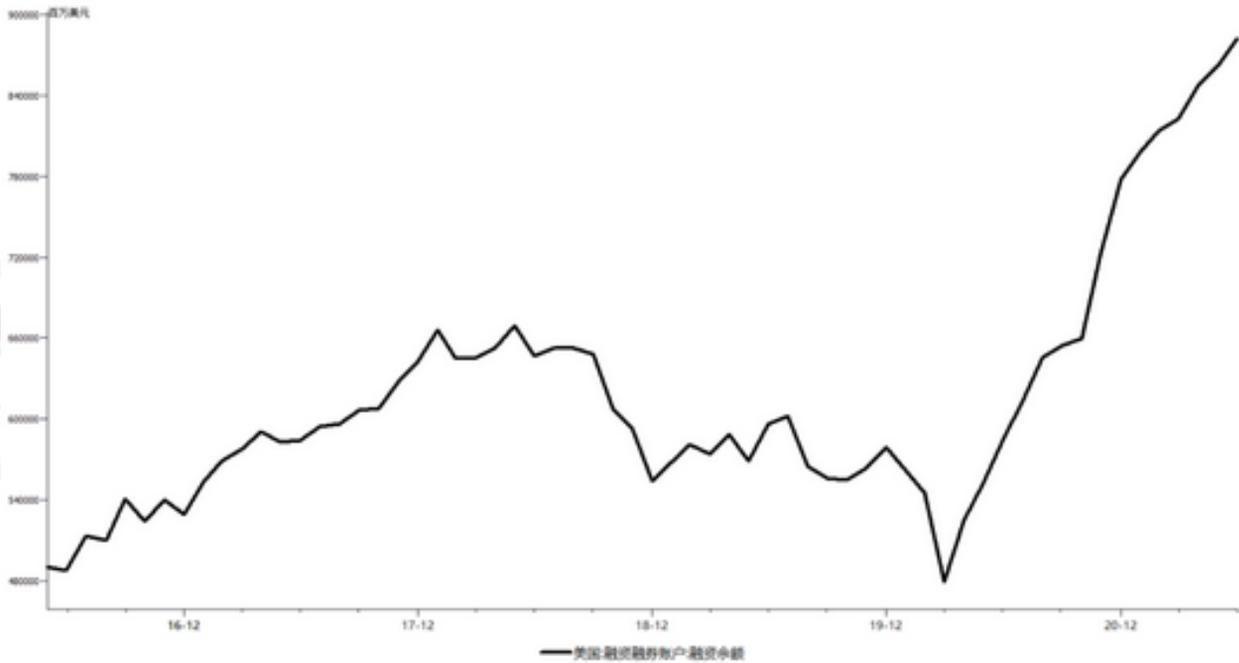
3、资金面。全球资金面依然处于相对过剩状态，美国财政账户上依然趴着近两万亿美元的现金。但是与疫情爆发后的外生快速注入相比，当前的货币供给开始逐步从增量状态进入存量状态，在边际上开始逐步走弱。从基本的金融机理来看，一次严重的金融危机发生，继而货币宽松开启后，流动性的产生和增加分为三个阶段：

第一阶段，金融危机最严重的时候，此时人们处于恐慌囤积现金状态，

虽然总体上市场和银行手中有资金，但是大部分非常惜贷，货币被窖藏，转化不为流动性，因此只有央行外生供给的基础货币快速增加，货币市场变得异常宽松；

第二阶段，市场恐慌情绪逐渐消退，银行等信用机构逐步正常营业，私人借贷逐渐恢复（私人部门加杠杆），货币派生机制开始恢复。广义货币（M2）供给开始增加。这次疫情与以前不同的是，美联储直接发钱给个人和家庭，造成基础货币大幅度增加，这产生的后果是，私人不用加杠杆就可以增加现金，这与以前是最大的不同。由央行直接发给个人的红包，在宏观上形成了巨大的“自由现金流”，这些钱一部分形成巨大的购买力需求，在供给没有快速恢复的情况下形成了巨大的通胀压力；另一部分进入金融市场，美国的散户投资者自去年以来大幅增长，比例几乎创最近几十年新高，成为推动股票价格历史新高的一个新推手；同时房地产价格也开始回暖....

第三阶段，随着股票、房产等资产价格不断攀升，金融市场万物暴涨，普遍进入牛市状态，此时流动性的创造开始进入外层，即加杠杆创造流动性但不创造货币的状态，比如非银金融机构之间的多次回购，ETF 加杠杆，场内外配资、优先劣后分级基金等，这些虽然创造了杠杆和流动性，但是并不创造货币（即没有银行信用产生）。



自去年第四季度开始，金融市场的资金面已经进入第三阶段，即万物暴涨，金融市场普遍牛市和普遍加杠杆的阶段。但是这个状态在今年第二季度后开始发生变化，大通胀交易、货币政策退出的“taper”恐慌开始出现。现在，事情发生了微妙的变化，大家开始预期滞胀，即通胀的持续走高带来了货币宽松退出预期，而货币宽松的退出带来了通缩预期，这种预期的转换体现在日益平坦化的收益率曲线上。最近几天，十年美债收益率一度破 1.2%，其实就是这种预期转换的体现。无疑，货币政策的拐点早已

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32862

