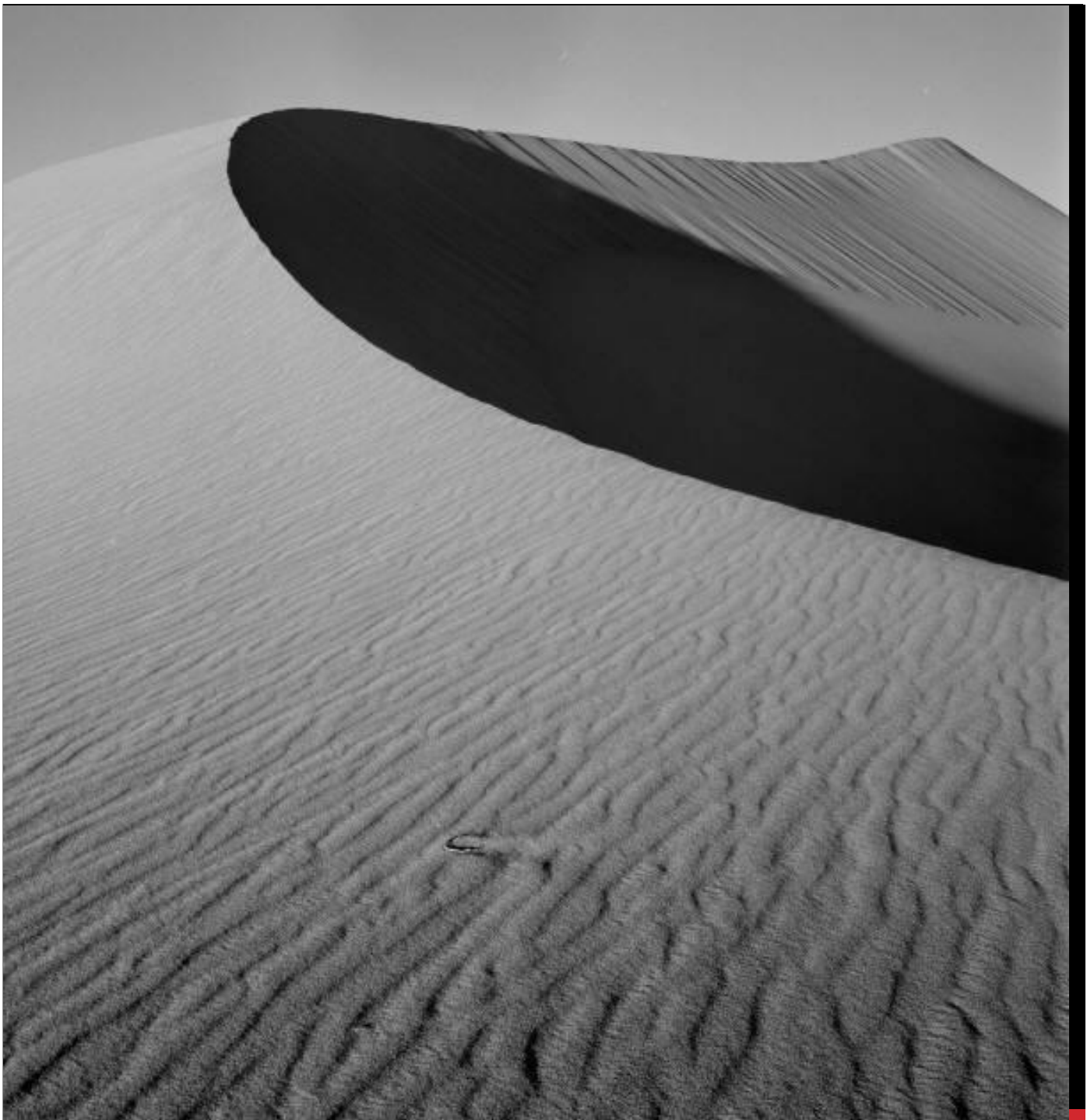




从去杠杆到稳杠杆

&全球经济金融展望

国家金融与发展实验室

2018 年 11 月 16 日

主持人 殷剑峰：

谢谢张晓晶，下面我们有请国家金融发展实验室副主任胡志浩为大家解读全球经济与金融形势，这里面会提到关于未来全球会发生的一些重大的趋势，包括中国国内的一些问题，包括人民币汇率的预测，有请胡博士。

胡志浩：

谢谢殷老师邀请我到这来跟大家分享我们近期的研究成果，刚才张老师很深入全面的讲了国内的问题，我们这个研究主要是针对国际市场的观察。当时做这个也是从一个中国的研究者角度看局势的变化，以及国际市场有可能对我们产生影响。其实我们在做这个研究之前，我们跟殷老师开始没有做细致的沟通，但是今天沟通的时候发现其实很多观点是非常契合的，我们后面我的这个东西主要是图表比较多，如果说的不是特别清楚的话，也请大家原谅。

从三个角度展示我们的研究成果，第一是简单看一下全球经济目前经济金融大的情况。第二，也恰好像前面两位老实说的一样我们也在思考周期问题，尤其是在长周期下金融运行会有怎样的特征。

殷剑峰

国家金融与发展实验室副主任
浙商银行首席经济学家

胡志浩

国家金融与发展实验室副主任

最后我们对全球市场近期的走势进行了回顾，主要从中间解答了几个重要的问题，就是全球的市场会怎么变化，流动性会呈现怎样的趋势，包括会对中国的汇率和资本造成什么样的影响。

我们当时为了概括全球主要的经济形势，我们选取了几个重要的风险指标。当要来回顾这段时间以来全球经济形势尤其宏观形势怎样有很多指标，我们选取了方法把三十多个跟宏观经济有关的指标提取了第一个主成分，从风险的角度来考察当前宏观经济形势，全球的主要经济体处于怎样的情况，如果指标越往下，说明风险越小，指标越往上说明风险越大，2009 年全球的宏观经济主要经济体，这是用的美国欧元区和日本。可以看到当前尤其是今年的一二三季度以来我们的宏观风险和全球主要宏观形势应该是次贷危机以来最好的。全球的消费者信息，还有美日欧三季度的增长都比二季度出现一定的下降，所以我们宏观经济的风险有所上升，但是这个上升没有提示意义，因为现在处于宏观经济形势非常好的状态。流动性指标，金融体系也是美日欧经济市场的金融体系状况，现在也是次贷危机以来相当好的状况，今年 2 季度倒数第三个指标略有提升，是因为美国股票市场出现波动，它的隐含波动率有点提升，导致指数有点上升，因为这个指标是到三季度，10 月份的没有体现，四季度这个指标会再度提升。

这是主要经济体的信用风险，次贷危机之前的时候基本上信用风险是处在最低的水平，目前信用风险仍然是处在次贷危机以来信用风险最好的情况。新兴经济体，其实在次贷危机的时候对发达经济体的影响非常大，新兴经济体的风险涵盖了中国在内的指标考核，新兴经济体其实从去年的中旬以来，新兴经济体的风险也出现明显抬升的趋势。今年像阿根廷、土耳其爆发的危机，在这

个图上都没有显现。同时我们对中国的金融条件，银行间的利率走势，包括汇率，其他各种风险因素综合形成中国的金融条件指数发现，我们的金融风险压力在今年以来有所放缓，放缓的主要原因因为有三个影响群众最重要的指标，一个是七天回购，还有收益率的斜率，在今年第三季度还有一个是 ME 的增速，前三季度出现明显的下降，如果考察第四季度，因为今年 ME 下的特别快，中国的金融风险指数在下一季度有明显的提升。

中国金融外部压力指数，考察的是中国的一些指标和国外的一些指标会对中国的金融压力产生怎样的压力。这个压力指标的选取里面主要是包含汇率、外汇储备和资本流动的压力。我们现在来看因为这个指标的选取也只有到了 2018 年三季度，因为三季度我们人民币离岸和在案的 12 个月减 3 个月的汇差是在下降，如果我们看 10 月份的数据出来，四季度的指标中国的外汇压力有所上升。

其实我们也从思考长周期的角度考察全球金融体系发生怎样的变化。因为长周期是针对现实经济情况可以用滤波的方法找出不同的波长运行的特征，现实经济是各个波段混合在一起，你可以找到最长的波。但是我们总的发现来看，经济周期的波动和金融周期，不是同步的，我们选取最基本的长周期，长周期往上不一定是金融好，往下也不一定是金融差，因此经济周期和我金融周期不是同步的，我们在具体介绍金融周期的时候会说到这个问题。另外周期的分析如果对于分析市场尤其对于投资来讲，有参考意义。周期的具体时间不好确定，到底是 40 年、45 年，中间很短时间的差距对市场价值统计分布产生影响。第二个即使周期往下的时候，并不是所有的市场都出现趋同的因素，会在不同的市场有不同的表现。

长周期现在研究上是最具有代表性的，是康波的研究，但是基于两个最主要的因素，一个是技术，还有一个是制度和范式的调整。这个是康德拉季耶夫对长周期的总结，他认为，这也是很多学者都引用这个文献，包括有很多研究康波周期的人，认为第五次长周期的阶段是起于 80 年代之初，止于次贷危机。从演化经济学，积累的社会结构和调剂学派换了一个视角看长周期的问题，不一定是一上一下，分为四个阶段，其实是契合的。它认为影响长周期的因素是三个，一个是技术，第二个是金融的安排，第三个是制度范式的调整。在最开始的爆发周期最小的周期是上一周期结束，也是新技术产生的时候，在社会和行业中没有得到广泛应用，但是已经出现了，但是回过头来看这个周期是因为这个技术出现。狂热阶段，是金融资本起到极大助推作用，这也是我们讲如果看最后一次周期，狂热阶段实际上就是在 2000 年之前的互联网泡沫时期，最后一次长周期在这个时候是由金融资本来推动产业的变化，出现一个转折点，这是一个大的转折，大的转折进入协同阶段，主要是范式起到主导。金融助推技术变化以后，需要对整个生产模式、社会运行模式发生根本性的变化，只有在这个阶段，整个社会的范式接受了，新的技术，以及在这个技术上产生的生产分配的行为的话，这个时候我们的经济和金融才会一起协同发展，到最后阶段，金融和技术已经没有什么创新了，把最先进的东西向外围扩散，这是一个成熟阶段是一个扩散周期，如果我们以康波周期的角度来看，就是成熟阶段和爆发阶段是下行期，狂热阶段和成长阶段是上升期。

这是五次技术革命，演化经济学分了五次技术革命。最后一次技术革命是从 1971 年开始算，代表性就是微处理器的出现。当时在七十年代没有人想到会对接下来长达五六十年产生巨大的影响。八十年代的时候甚至到九十年代是狂

热阶段，九十年代以后包括中国加入 WTO，其实都属于整个全球的范式调整，就是一种成熟的技术和金融推广模式在美国实验过以后，会向其他外围地区扩散，这里也提到核心国家五次，分别是哪一些，可以看到美国参与了这五次产业革命的后三次。最有代表性的因素，从最开始工厂的设立到蒸汽机，到因特尔的出现，这些革命事后看才发现是最有价值的，包括基础设施建设，还有范式常识的出现，现在我们已经觉得互联网的生活生产消费和分配的方式，成为我们生活不可缺少的一部分，可以想象现在已经到了我们这次长周期的最后的扩散阶段，已经成熟了，没有拓展阶段就等新技术出现，可以看到每一次技术更迭的常识的变化，跟上一轮的长周期有很紧密的联系，包括电报、电话并不是这次出现下次就没有，只是技术的更替和范式缓慢演进。

这张图结合长周期来看，这是美国的就业率的图，并且做出了美国的自然失业率长期的缺口。黄色的线是自然失业率，蓝色的线是真实的失业率的情况。当蓝色的失业率状况下到自然失业率长达时间，灰色的线就是衰退的线，可以看到这五次之前这一次长波周期的五次衰退的过程中就是九十年代，也就是最契合那个时间，当它的失业率下窜自然失业率 50 个月以后。而现在美国当前是最近的数据，当前的失业率已经下窜自然失业率 19 个月，如果说这个周期能够呈现这个周期出现的话，如果长周期中最黄金的时间到 50 个月，其他的时间一般不会超过 30 个月，现在已经 19 个月，可以预计如果美国下次有衰退的话，这个衰退在一年以内。

首先从固定收益市场来看，债券市场是关系到利率最基本的市场，利率市场也是决定外汇股票衍生品的核心市场，现在来看肯定是美国的债务率是最高的，跟美国利率和汇率有关的市场，在债券市场上，在债券市场的交易上有充

分的体现。看发达国家的收益率水平，主要是考虑无风险收益，可以看到日本和欧元区的收益率水平，这个收益率水平可以从三个月到十年期的收益率按照加权算出来的水平值，可以看到从 2015 年以来，从次贷危机以来欧洲和日元区的利率一直在呈下跌趋势，到 2015 年以来接近了零利率的水平。这个零利率的水平跟债务的扩张，我们也在考虑这个问题，因为从一个国民收入的角度来讲，它是从收入和支出两个角度来说的，收入包括利息收入、资本收入和劳动的报酬，支出方面有消费和投资，但是是同一本账，是契合的。现在债务水平不断增长，但是针对债务每年要付利息，付利息的值在 GDP 里面，每年 GDP 里面应付利息的额度跟你的收入，因为这是收入的成分，要对应支出的成分，收入的结构，也就是说最后一次我们说的范式调整，必须要在长周期中得到调整。如果说大家假设日本和欧洲要提高利率，那提高利率意味着什么呢？GDP 当中利息占比要大幅度提高，日本的负债占 GDP 的比重大概是 360%，如果它的利率提高一个点，你整个 GDP 当中利息的占比非常高，意味着收入结构要变化，但是支出结构，消费、投资是固定的，这笔收入怎么转移到支出上，要有一个收入和分配的调整机制，也就是一个范式的调整。所以这也是前面殷老师讲的如果这个范式你这个收入结构没有调整的话，你再次应对下一次的危机，子弹不多，因为你现在利率水平比较低。第二你没有结构性的调整，像日本为什么会增长乏力，它没有提高利息的能力，债务存量太大，你债务不断累计，一定对应的结构性的调整，经济范式的调整，才可以形成新的动力。

下面是斜率，大家如果做固收的话就知道，收益率的斜率对于考察经济的增长周期非常有用的。从次贷危机以来我们的斜率下的非常快，美日欧的斜率下的非常快。在 2006 年次贷危机以前，美国的斜率呈负斜率，肯定意味着衰

退。其实就是说，都说经济学家是比较悲观的，其实如果从经济学分析长期周期角度来看，很多市场的演变，经济结构的变化是昭然若揭，只是经济学家不知道下次市场变化是什么时候出现。目前来看这次的复苏，第一张图看到全球经济形势宏观是好的，我们的收益率斜率一直在下降，前面那个图美国的次贷危机好的时候蓝色图斜率那么高，是有强劲的增长，跟这个长周期的周期是非常契合的。

新兴经济体收益率水平，选取了金砖主要国家包括中国在内。新兴经济体的收益率水平很高，都是新兴经济体在近期遇到问题，被动调整。像土耳其、阿根廷、巴西，这都是很典型的，遇到问题，为了防止资本流动，被动提高利率。收益率的斜率也可以看到中国蓝色的线，中国收益率斜率已经在往上，我们现在是水平往下，斜率在往上。

引导出一个问题，对于我们来观察全球经济的市场来讲，最重要是关注美国，因为美国第一是发动机，第二是在所有的金融市场中是具有资源配置最重要的作用，我们看到中美的利差情况。虚线是三个月中美的利差，红色是十年期的中美利差。中美利差的虚线，三个月短期，应该是十年前第一次出现倒挂，就是美国的利率比中国的利率还贵，短期利率，而且十年期的长期利率马上接近零的水平，上次出现这种情况是十年前。

这是政策利率的比较，也就是用中国的政策利率和美国联邦经济利率，绿色是他们的差值，无论是市场走势还是市场利率，说明中美两国利率都在收窄。基本面是最重要的，喇叭口很明显。目前来看美国经济增长势头不错，中国因为我们主动去杠杆，调结构，导致我们经济形势出现了调整，这个时候这是一个客观现实的情况。

人民币兑美元的汇率情况，人民币兑美元和美元指数是高度趋同的。接下来我们会分析美元指数可能会影响怎样的变化，也可以分析到这样的变化会对我们人民币的汇率形成什么样的影响。可以看到人民币兑美元的中间价和人民币的一揽子汇率是典型的负相关，但是只有画圈 2008 年的第二季度，出现了背离，背离时间不多，也就意味这美元当时这段时间快速升值，即使人民币兑美元贬值了，但是对一篮子货币还是升值的，这是人民币离岸汇率和在岸汇率的差，2015 年汇改之前，包括往前延长，人民币是一直处于升值预期。到 2015 年汇改以后，首次出现了汇率双向波动，不仅是意味着人民币只有升值预期，贬值预期包括现在的贬值预期一直存在，这对于我们人民币汇率市场有效的机制形成，是件有意义的事情，虽然这个过程中对于居民甚至有一些企业会有有一定的影响，但是在这个过程中大家如果加强汇率风险管理的意识，我们有更具弹性的市场，我们应对国际变化会更主动一点。

前面讲到离岸人民币汇率，这是离岸人民币的存量，如果在海外形成人民币汇率，现在主要是这些量的交易。大概之前有过一段时间的结转，现在略微增加，现在是控制在一万亿人民币左右。这个图也可以看到这是对个人客户零售，纯零售的，当人民币出现贬值预期的时候，我们跨境资本流量，就是零售外汇市场非常多，这个线在下面，水平线以下。去年 2017 年人民币有所，贬值预期停止的时候，这个线往上出现过，现在又重新往下。回头我们简单看两个，美元兑日元的汇率，和美元兑欧元的汇率。如果像欧元和日元这两个重要的国际货币，它们的汇率基本上一年以内兑美元出现 10%到 15%的波动，我觉得非常正常。先不说下一步美元走势的变化，如果我们人民币想成为一个像欧元甚至日元一样重要的市场，我们的汇率市场，甚至我们的居民和企业必须

要学会承受汇率在一定水平内的波动，而不是把汇率管理的重任都压在货币当局的身上。新兴经济体到 11 月 5 号我们总结了一下汇率变化的情况，人民币汇率到 11 月 5 号贬值 4%。其实主要经济体，包括欧元、日元都产生了更大的波动。

股票市场的情况，首先是大家非常关注美国市场会不会发生变动，针对美国市场是不是估值会有变化，我们做过对企业做过认真的比较。针对上一次纳斯达克的风险，我们看到当时的纳斯达克的总市值的是 6.6 万亿，2017 年年中总值 4.5 万亿，市盈率比当时低很多，上市公司的数量略微减少。但是有一个特点，科技公司美国增长最多的是科技信息类还有包括生物技术的公司，他们的利润情况跟纳斯达克的时候比是完全不同了，这也是符合长周期的。因为纳斯达克的时候是技术产生，金融资本去追逐这个技术，但是随着十几年过来以后，进入黄金时期以后，这些技术已经逐步深入到我们的生产和生活中，这样这些企业产生利润也可以看到在 2017 年纳斯达克的分红也是很高的。美国股市可能是估值比较高，但是有一定利润基础，但是风险在哪我们可以往后看。

这些是全球主要经济体股市换手率情况。红色和蓝色是沪深换手率，这是月均换手率，可以看到每一次牛市的时候我们的换手率跟国际市场比那简直是一个在天上一个在地上。随着我们这波市场调整，我觉得无论中国市场的估值还是我们交易习惯，逐步向全球发达市场靠拢，但是我们交易结构还是以散户为主，包括我们机构投资者并没有实现像他们那样穿越周期的长期配置，下次牛市再来的时候会不会换手率再上来不知道，但是如果我们的交易结构和我们的投资结构逐步向发达经济体靠拢，我们的估值和我们的市场是能够符合国际平均水平。这个可以看到全球主要股市估值情况。左边这个图是市盈率，右边

是市进率，红色是沪深 300 的指数，前面标普 500 是仅次于印度，在市进率标普 500 全球现在最高的。创业板对美国纳斯达克，沪深 300 对标普 500，红色是中国的估值，蓝色是美国的估值，可以看到创业板的估值比美国高，但是其他市场美国市场尤其是市进率来讲显著高于中国。

这张图是股市的历史分位图，红色的点代表现在所处的历史分位，最上面是历史最高的 90%，最低蓝色的线是历史最低 90%，现在来看美国的标普 500 处于历史最高水平，接近 90%。而中国的估值现在处于历史最低的 10%的水平。这个我们看的是全球股市风险溢价，把市盈率倒算过来。中国的水平明显是，按照道理来讲越高投资的风险越低，而且长期来看投资的趋势越好。可以对中美股市的风险溢价看历史序列上面的图，什么时候是进入股市最好的时候呢？从配置的角度来讲，就是红色指数的线越往下越好，因为指数越低越安全。蓝色越高越好，风险溢价越高越好。无论是从美国和中国都可以看到这个特点，中国最典型是 2014 年年中，但是我们风险溢价非常高，这时候进入市场是安全的。美国的股市是倒过来，现在是风险溢价特别低，股市特别高。现在的图现在还在趋势过程中，但是在长期配置角度来讲风险溢价上面，配置在下面，但是到底有多长，这个图是不能告诉大家的。

蓝色的线代表美国居民资产占的比重，是 72%，还有 60%是股票。把美国的净资产，美国居民的总资产减负债，净资产比可支配收入的比重是几倍，目前来看是接近 7 倍。红色的线坐标是在右轴。之前出现三次泡沫和市场调整的时候，都是在历史高点的时候。第一次是 1999 年，这个值是 6 倍。第二次值是 2007 年，值是 6.7 倍，现在这个值超过 6.7 倍了。这也意味着美国是一个消费驱动的国家，消费驱动的原因来自两个，第一个是就业，就业产生现金流，第

二个是居民财富存量，也就是财富效应。这两者来看如果这个东西发生变化，像前面的如果就业发生变化，前面最开始的图，就业发生变化，股市如果出现调整的话，带来的显性结果就是它的上市公司的盈利不断下降，前面也说到美国这次的股市增长不完全是资金推动的，具有一定的企业盈利的表现主要是有领先的科技股，把美国有限的消费增长都刺激了，它的高估值对应净利，导致净资产比收入下降，消费下降，美国的这些股现在从长周期来讲技术储备没有了，就是技术的使用变成消费公司了，就会进入恶性循环，无论是经济结构还是市场本身表现来讲，美国市场有可能在一年以内出现比较重要的调整。

在延伸品市场看一下前面讲的问题，全球的延伸品市场，到目前为止我们估计现在目前是 500，到今年上半年为止是 500 多万亿美元，估计今年衍生品规模要超过 1100 万亿美元，民意本金这么高。全世界所有企业居民和投资者都用这个市场第一管理风险，第二用这个发现价格。所有前面的价格反映都在衍生品市场里面得到明显的反映。利率市场是外汇市场的 5 倍，绝大部分产品是利率产品。外汇产品主要是左手的图，利率的衍生品靠利率调期，分析这几个市场，金融市场在短期对全球经济的预期对金融市场下一步有怎样的变化。

这张图是蓝色的线是美国十年期国债的隐含波动率的图，VIX 是标普 500 的波动值，这两个高度相关。当债券发生变化的时候，它汇集大影响权益市场的变化，变化的原因我们当时查了资产配置的主要几个依据，第一个最主要的依据就是投资人要为了维护自己投资风险的均衡，一旦出现，因为最主要的配置是在债券上，如果债券隐含波动率出现变化，为了控制投资组合风险的稳定，首先会卖掉流动性最好，波动最大，不是卖债券，是卖股票，债券市场隐含波动率上升的时候，会引起股票市场大量的卖出股票，要维持整个投资组合的风

险稳定，这是第一点。第二还有国外很多是机构的长期投资者，对应要长期支出，像美国的保险公司和一些年金企业，投资对应支出的久期，利率市场上升的时候，最近比较典型是美国的债券收益率不断上升的时候，带来的久期减少，支出久期是固定的。现在来看蓝色的线就是我们债券的隐含波动率，目前是比较低的。但是其实从我们前面的分析和债券市场近期的表现来看，大家对美联储未来的加息预期分歧越来越大，就是因为前面讲到这个问题，大家也预计到明年的股票会不会调整，明年的美联储约定的三到四次的加息会不会实现，如果这个预期发生变化，会直接反映在 TYVIX 上，像 2008 年、2009 年出现那么大的变化。这时候做多的话，会加大美国股市的波动率，现在来看越临近我们市场进行调整的时候，也许我们下一次发布报告的时候 TYVIX 和 VIX 会出现明显的变化。

美国 10 年期利率掉期与国债收益率基差，目前来看从 2016 年到现在机构间的信用风险，机构与机构之间进行交易的信用风险已经明显上升了。这其实是对这个信用风险有可能会下一步，你看在危机前的水平一般是在 3，机构间的信用利率下一步要传导到机构和客户之间的信用利率。还有一个图是我们看了一下信用溢价，这个信用溢价是市场对国债的溢价比上金油价格，除去特别时期，一般在长周期来讲具有很强的相关性。金油价比我们剔除了，黄金比石油的价格，因为都是用美元计价，我们看看是什么情况。一般金油价格比很高的时候，黄金贵，油便宜，经济形势不好，用油少，油便宜，经济形势不好肯定是风险溢价高，所以从现在来看金油价格比应该是在历史上相对比较低的情况，下一步要么就是黄金涨的特别快，要么就是油跌的特别快，美国已经从 2008 年年初开始，市场上的风险溢价有抬头的趋势，如果形成共振的话，大家

可以看到在明年如果股票市场出现重大调整的话，这个信用溢价很可能会直接反映在银行间市场，甚至是反映在债券市场里面。

还有一个是看人民币兑美元的汇率。按照道理讲影响汇率最重要的因素是利率，除了我前面画圈的图，只有极个别的情况下中美的利率，如果呈趋势运动的话，毫无疑问长期来看汇率肯定呈反向运动。只有这样一种情况，这段时间利差相对稳定，利率不再成为影响汇率的主导因素的时候，2017 年是这样的情况，汇率是由自身预期的影响产生变化。从前面我们利率走势图也可以看到，中美利差在接下来一段时间还会呈现缩窄的情况，甚至倒挂。这种情况讲有可能对人民币汇率形成很大的影响，包括资本流动，但是这时候我们可不可以进行干预呢，其实我觉得对汇率进行干预一个基本原则，你干预汇率是维护资本稳定，维护整个体系的稳定，你干预的效率是比较高的时候，假如说预计美国未来 12 个月以内美国本身资产价格和流动性会出现变化，加息的周期会受到影响，有可能那时候会自然出现中美利差，不会出现明显的倒挂，这时候我们进行干预。未来有一个时间窗口，我们的汇率可以稳定，这个时候我们可以进行一定的干预去维护市场相应的情绪的稳定，假如说中美利差继续扩大，而且这个趋势美国继续经济向好，这时候我们进行干预，有点肉包子打狗，从前面的判断来看美国明年出现经济转折和市场变化概率比较大，这时候进行相应的调整，取决于货币当局怎么看这个问题。

我们看到人民币汇率的隐含波动率和创业板收益率指数的变化，我们也可以看到如果说人民币汇率的隐含波动率结合明年的情况。一我们会不会干预，第二中美利差会怎么变化，取决于美国明年的形势怎么样，因为我们国内要坚持我们这种结构性调整，去杠杆的措施，短期不会转变。外部的变化可能会成

为影响我们决策重要的依据，无论怎样的情况，人民币的隐含波动率明年会显著上升，对我们创业板的收益率波动率会产生显著的影响。

最后说一下美元的流动性会不会紧张，BasisSwap，你要锁定汇率成本就是蓝色的线，这是日元兑美元。很明显的日元的 basisSwap 和 VIX。欧元和日元的利率长期以来处于很低的水平，很多人借欧元、日元套利，所以一旦发现美元兑日元重大的变化，美元很稀缺，这个时候必然意味着美国的 VIX 指数有极大的变化。下面这张图可以看到从 2015 年开始，红色的线表示大部分的线从欧元流出，红色的线表示通过债券的形式这个钱从欧元区流到境外。对应右边的图，意味着这个时候美元的剔除掉用前面做息差付出成本，这时候十年期国债的收益率基本上吃没了，就是前面左边这个欧元区套利交易形成的。

最后一个看看美元流动性的变化对全球股市的影响，我们选取美国对日本和欧洲的加权平均，和世界上综合指数 30 日波动率来看，呈现极大负相关，在全球市场上如果美元趋紧的话，全球市场都不会好。现在我们来看美国的 BasisSwap 并不高，但是预计美国自身的利率市场和股票市场出现这种变化，美国的 BasisSwap，很可能在明年出现显著的往下，现在的全球市场的波动率已经体现出对市场不确定性的预期。