



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

胡志浩

国家金融与发展实验室副
主任

胡志浩：2019 灰犀牛会不会来？

尊敬的各位嘉宾，女士们，先生们，大家下午好！

我通过一些数据把我的主要观点跟大家汇报一下，我们关注的问题主要是全球的经济形势在接下来的 12 个月内会不会出现反转。我们也知道灰犀牛这个词描述的是大概率会发生并且影响会非常大的事件。其实从 2017 年、2018 年开始，全球金融市场就对美国经济衰退乃至全球经济衰退都有预期反应。对于灰犀牛事件我们从哪个方面入手呢？今天我们主要分析全球经济的火车头——美国的经济会不会面临衰退。

我们先从三个角度看，**第一个角度是最近大家关注特别多的，也就是美国的长期利率的倒挂，即美国的十年期国债收益率减去三个月的国债收益率。**在过去 30 年间的几次危机出现的时候是什么情况？收益率曲线倒挂意味着长期的利率比短期的利率还要便宜，而这种情况下为什么会**导致衰退的出现？**因为金融机构大量的资金的来源是短期融资，而资产的久期更长，如果资产的收益率比短期负债还要低，我想不会有人愿意把钱借出去让企业进行长期信用扩张。我们可以看到在前两次的衰退过程中——2000 年互联网泡沫和 2007 年次贷

危机的时候，长短期利差出现倒挂的平均 12 个月以后，美国出现了衰退的情况。目前的长短期利率倒挂只是刚出现，美联储的官员说对这个问题不用过度关注，因为他们还有更多的操作空间，是不是这样？我们后面会提到。

我们接下来看美国信用环境的情况。美国 AAA 级债券的减去国债的收益率的利差可以分解为水平、斜率和曲率三个因子，可以看到 2018 年最后时间段中，斜率因子在上升，表明十年期国债收益在下降的同时，信用溢价没有下来，也就是长期利率的宽松并没有带来信用的宽松。

另外一个重要的指标就是就业。这个指标很有代表性，从 50 年代一直到 2009 年的历次危机，如果美国的劳动力市场过于紧张，失业率低于长期自然失业率的时间特别长，往往接下来一段时间会出现经济衰退。可以看到前几次衰退之前，美国失业率低于长期自然失业率的持续时间分别是 21 个月、32 个月，其中最长的的是美国 90 年代的新经济时期，持续时间长达 50 个月；而当前美国的失业率低于长期自然失业率已经 24 个月。

考察美国是否面临衰退还有一个角度，就是美国的股市。金融市场也许不能预测每一次经济衰退的出现，但是其中蕴含着很多的信息。从次贷危机以来，虽然新兴市场的 GDP 产出占全球的比重越来越大，但美国的标普 500 的涨幅远远超过新兴市场，但是资本市场的表现没有美国好。

为什么关注美国的股市？前面我们说到了收益率曲线的倒挂，说到了美国就业市场过于紧张，另外我们为什么会关注美国资本市场？因为美国是一个消费主导型的经济体，而居民是消费的主体。在美国的家庭资产负债表中有 40% 是权益资产，包括直接持有股票或者是通过共同基金、养老金或是其他工具持有的股票。2008 年以来股市的领涨板块主要是可选消费和信息技术，这和消费转型关系很大。其中有一个有意思的特点，在 2000 年互联网泡沫的时候，整个纳斯

达克股票的分红只有 141 亿美元，而到 2017 年的时候，整个纳斯达克的分红已经超过 1500 亿，意味着美国的这些科技型公司已经由原来的一个概念，慢慢变成了依赖于消费去创造价值、创造利润的公司，这个时候我们再看美国的居民净资产比例，就是美国居民的所有资产减去负债，得到净资产再比上可支配收入的比例。这个比例三次出现过峰值，第一次峰值出现在 2000 年，就是纳斯达克泡沫的时候；第二次出现在 2007 年，很显然在 2007 年，美国的居民资产净值的快速增长是因为房地产市场的增长，房地产增长导致资产净值增长很快，从而导致了极大的财富效应；最近一次是出现在 2017 年，2018 年四季度美国股市大跌，但是 2019 年一季度美国股市反弹，这个值现在又回到 6.7 左右的水平。就是说美国现在居民的资产净值比上可支配收入的比重仍然是处于历史的高位，这个时候往往也是预示着经济过热的现象。再看美股的市净率，可以看到美股标普 500 的市净率在全球所有市场中是最高的，现在来看美国标普 500 的估值是处于历史 85% 分位，最近跌了一点，但处于历史最高的 85 和 90 之间。

从 2013 年以来，标普 500 的盈利增速已经明显放缓了。在次贷危机以后，最低落的时候是 2009 年，整个标普 500 的盈利大概从 8000 多亿美元迅速降到 3000 多亿美元，2009 年、2010 年开始逐步回升，到 2013 年的时候，整个标普 500 市场的企业的盈利大概已经达到 9000 亿美元。从 2013 年到现在是一万亿美元，也就是相对于 2009 年而言，这几年只增加了不到一千亿美元，但是美国股市从 2013 年到现在持续强劲上涨。我们的报告里面也提到，次贷危机以来，美国的总体产出、劳动生产率明显低于历史平均水平，也就意味着这一次的复苏的主要原因肯定不是供给面，需求面可能起到了更重要的作用。事实上量化宽松政策使美联储成为市场上波动率最大的空头，波动率最大的空头意味着什么？当美国股市的隐含波动率上升的时候，美联储必定是释放大量的流动性，无论是 QE 还是降息，这个方式实际上相当于向市场大量卖出波动率，美联储成

为波动率的空头，它卖出波动率把波动率打下来，波动率下来意味着市场风险偏好上升，所以量化宽松实际上是使美联储成为波动的最大的空头。我们接下来会有更多的讨论。

我们接下来回顾美元的 Basis Swap 和 VIX 指数和世界指数的关系，Basis Swap 是什么意思？就是全世界的金融机构如果需要融入美元进行投资，借美元的时候就需要要付出这个 Basis Swap，这就是他要付出的成本，付出的保险金；其次看 VIX 指数，历史数据表明当 Basis Swap 和 VIX 出现偏离的时候，也就是说当全球对美元流动性需求增加的同时 VIX 反而变小，这个时候意味着下一步 VIX 肯定要增长，全球的风险偏好实际上是已经被扭曲了。我们看到现在 2019 年最新的这次，明显的 Basis Swap 是在扩大，但是现在 VIX 一直在持续降低，这是明显的背离，意味着美国股市很有可能在接下来三个月内面临 VIX 大幅增长的局面，这是任何时候在金融市场上做资产配置的时候都需要考虑的问题。

我们再看考虑对冲成本后的美国 10 年期国债收益率。任何一个国家的投资者要去持有美国十年期国债，首先要换成美元，购买美国十年期国债，然后再换回自己的货币来考察最后收益。汇率风险对冲完以后的收益率是多少？2018 年、2019 年，经过欧元和日元汇率对冲后的两个主要套利货币持有美元资产已经没有什么收益了，是零收益。为什么大家还要去持有美元资产呢，持有美元资产有可能不是为了配置绝对收益，更多的是一种避险的需求，这实际是一种金融市场本能的反应。有可能在接下来出现流动性收缩的时候，就像张明讲的一样，大家会更对美元趋之若鹜。

结合这个图，回到最开始提到的问题，**第一**，美元的长期利率倒挂不是一个重要问题，因为美联储还有手段，可以再重新降息，把美国国债收益率曲线的

倒挂重新抹回去；**第二**，美元长期利率倒挂可能要持续很长时间才会出现金融危机。看历史数据，在前两次危机的时候，美联储面对衰退时采取的措施是迅速降息，但是降息能改变资本市场下跌的趋势吗？我觉得这是没法改变的，美联储认为快速的政策调整能够扭转衰退的趋势，实际上这是很困难的，一旦真正危机性的衰退形成的时候，需求面的政策作用都非常有限。如果衰退预期加大，长期利率快速下降会使得倒挂持续，从而真正步入衰退。

总体来看，现在市场对于风险资产还有一定的偏好，偏好的主要原因实际上是当前的这次衰退与宽松政策之间的赛跑，就是看谁跑的更快。从长期需求面来看，无论是劳动生产率的提高，还是新技术的出现，甚至是生产范式的变化，在短期内，恐怕都难以形成一个非常有支撑力的供给。**因此我们现在看市场反应最重要的就是看需求面**。美国现在联邦基金利率政策调整的空间非常小，而且全球的利率水平现在都非常低，有几个原因，第一，确实长期增长乏力、衰退，生产效率很低；第二，2008年次贷危机以后，全球都通过信贷扩张的形式形成了大量的债务，债务的过程中，当增加一点利率，用债务存量乘以利息率得出总利息，这个总利息都要侵占GDP，因为利率成本是从GDP里面扣除的，所以这块来看，未来全球经济有可能会处在一个时间很长的衰退过程，我们要来化解这个问题。

最后说这个问题，如果美国经济不行了，我们灭他人的威风能不能长我们的志气？看2007年次贷危机的时候我们的反应，根据我们实验室自己的数据，正常的情况下，当没有危机时，国外的形势好有可能对我们会有压力，但当一旦处于大危机，出现全球性的衰退和危机，中国是不可能从中幸免。近几年出现过，当全球的风险偏好比较高，问题不大的时候，我们有可能和美国出现一个相反的镜像情况，就是美国的风险偏好很高、我们风险偏好很底，什么原因

呢？因为这个时候我们自主的进行了供给侧结构性改革，包括金融供给侧结构性改革，所以这个时候是可以分离的，而一旦出现全球性衰退，我觉得全球经济体恐怕都要面临共同的严峻挑战。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。