

SHI=D  
上海金融与发展实验室  
SHANGHAI INSTITUTION FOR FINANCE & DEVELOPMENT



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

# 2020上海国际金融中心论坛

后2020时代的全球格局和上海国际金融中心建设

2020年8月·中国上海

## 2020 上海国际金融中心论坛

后 2020 时代的全球格局和上海国际金融中心建设

国家金融与发展实验室

2020 年 8 月 1 日

## 胡志浩

上海金融与发展实验室  
理事

国家金融与发展实验室  
副主任

### 胡志浩：美股运行蕴含的信息

各位专家大家下午好，很高兴有机会把我们对于市场的一些观察给大家做一个汇报，汇报前说一个体会，这次疫情冲击确实让金融市场更加复杂，也让我们研究者对于金融市场底层问题看得更深入。如果要观察全球资产市场，从次贷危机以来有两个市场最值得关注，那就是中国房地产市场和美国股市，这两个市场长达十几年来都是“牛气冲天”。美国股市是全球化程度最高的国际市场，观察这个市场的运行，对于理解全球金融的变化很有价值，今天用很短时间回顾一下美国股市次贷危机以来的特点和蕴含的信息。

一共有三个方面：次贷危机以来美股运行的特点、背后的原因、深度金融化黑洞。

次贷危机以来，仅仅说美股一个字“涨”是不够的，其背后的结构性特征更值得关注。把美股运行的主要表现特点归纳为两方面，第一是美国成长股远远跑赢价值股。如果把美国最强五百公司中的成长股和价值股相对收益作对比，十年前指数为1，到2020年2季度，投资价值股是两倍，投成长股大概是十年的四倍。二是成长股中大市值科技公司优于中小市值科技公司，同样

2010 年开始为 1，如果买标准普尔 500 指数，现在是 3，如果把大市值科技股单独拿出来，选择纳斯达克 100 指数，现在的收益是 6。

2019 年年底到 2020 年 2 季度末，如果当时买美国最强公司 Facebook、亚马逊、苹果、微软、谷歌这些美国大市值公司龙头的股票，现在盈利是 35%，而如果只买了标普 500 剩下的 495 只股票，收益率是-5%。可见，美股涨不是什么都涨，有一点像中国房子，北上广深确实涨，有些地区就不一样。目前纳斯达克 100/标普 500 收益率倍数已经超过 2000 年科技股泡沫的时候，背后原因是什么？为什么成长股会占优？我们觉得有三方面因素：第一，次贷危机以来长期低利率环境。成长股最主要的特点是营业收入和未来利润预期增长非常快，未来现金流占比会更高，这就意味着成长股具有更明显的长久期特征，利率不断下降情况下，长久期资产更占优。第二，宽松货币环境下，中央银行美联储成为风险最后买入者，当市场风险偏好持续维持一定水平，市场资金就会买 ROE 水平最高资产，因为科技股的这一特点更加明显，因此资金的资产配置自然会更向这一方面集中。第三，成长股代表下一轮长周期的发展趋势。现在进入新一轮长周期的准备阶段，人类下一步必然是面临数字时代和信息时代，这五家公司其实是代表了未来发展方向，即使五大公司未来不一定还是龙头，但是他们绝对代表着未来的发展方向。次贷危机以来，成长股每股盈利增速绝大部分时间都高于价值股。前面提到五家最好公司，有很多公司已经兼具成长股和价值股特点，微软、苹果不仅仅对未来预期高，现在也可以分红，但是成长股是一个显性基因，只要具有成长特征我们都将其归入成长股。从成长股和价值股相对估值变化可以看到，每当遇到冲击时，价值股估值受到的冲击更大，因为

价值股本身是受经济周期波动影响更大的企业类型，比如可口可乐，金融企业肯定是受冲击更大。本次疫情引发的危机，成长股的占优特征更加明显了。

大市值科技公司占优有两大原因：第一，新时代科技巨头企业的自然垄断属性更加突出，比以前汽车、石油寡头更加突出。现在 Facebook、谷歌这些企业不仅仅在某一个产业里面有影响，可以全方位影响你的生活和生产形式，因此大家给它的溢价和付出更高。同时，这些科技巨头带有很强的金融属性，这五大金融企业在美国海外美元和境内美元投资头寸非常大。2019 年整个美国股权回购额达到一万亿，这是首次回购总量比所有企业的自由现金还多，回购过程自然会推高自己的股价。第二，被动投资策略的流行强化了马太效应。被动投资开始于上世纪 90 年代，但是从次贷危机以来，尤其是跟踪指数 ETF 被动投资已经成为 2010 年以来的绝对主流方式，资产管理者不采取这种措施就可能被市场淘汰，目前五大科技巨头占整个标普 500 指数的 20%，占纳斯达克 100 指数的 40%，哪一个基金不会投资这样的公司。企业本身又用大量现金流回购，基金又加仓这些企业，所以马太效应特别严重。

我们通过本次疫情重新评估金融市场，其实在这次疫情发生之前我们已经开始持续关注国际金融市场，尤其是关注美国股市，当时看市场问题很大，现在回过头来理解这个市场，才发现当时看到的问题只是冰山一角，因为从次贷危机以来我们已经进入金融化过程，本次疫情冲击让金融化进入 2.0，即深度金融化，并且已呈现出黑洞趋势，越靠近原来金融特征就越来越消亡。因此，我们以前进行观察或是使用的很多工具和方法、视角都需要进行改变。深度金融化有四个特点：

第一，实体经济对金融市场影响更为疏远。以前观察金融市场发展变化时会看实体指标发生什么变化，这种变化和市场的预期是否匹配。现在市场考虑这个问题多了一重金融因素，所有投资者在定价过程中首先想到有一个非常重要的坐标，就是现在金融坐标流动性宽松程度，中央银行对这个看法和其他投资者对金融看法怎么样，坐标轴上再看实体经济和我的预期发生什么变化。金融政策棘轮效应更加突出，金融政策只能放水不能收缩，美联储 2016 年开始加息逐渐缩表以后，2017 年美国发生海外流动性紧缩，2018 年美国股市调整，2019 年美国货币市场又发生重大变化，在本次疫情之前，2019 年已经美国停止缩表并进行了三次降息。

第二，这种环境下金融决策部门必须观察金融市场因素，因为以前美联储货币政策目标就是物价稳定和促进就业，现在必须关注金融市场因素。原来两个目标的时候工具也就那些，量化宽松的工具也是万变不离其宗，现在多了一个目标，政策工具够用？多元目标的矛盾将更加突出。

第三，金融科技巨头深度参与金融市场，成为影子银行重要推手之一。原来没有注意这个问题，现在回看从次贷危机以来科技巨头成长过程对金融市场产生了深远影响。这些科技巨头手里有大量的现金，成为离岸美元和在岸市场的重要参与者，在货币市场进行交易时大家需要抵押资产，这样就催生了大量的影子银行创造的资产用作为货币市场的抵押品，长期的流动性充裕让科技巨头成为大资金的集中投资者，这对市场结构也产生了重要影响。

第四，市场本身均值方差偏离很大，基于历史的概率分析可靠性在下降，极值被不断突破。我们之前做过国际金融市场风险指数，现在为什么不做了，

当时没有搞明白为什么做的指数效果这么差，这次对于深度金融化的研判让我们理解更深刻了。以前做任何指数都是回溯历史和历史均值比较，之前分析时，在历史极值的 95%分位已经风险已经很大，但是风险没有爆发，且情况还在继续恶化，为什么？因为美联储成为市场风险的最后买家，这就导致了各发达经济体央行资产负债表不断扩张，全球债务不断扩大。今年年底再看二季度 BIS 的债务率数据，全球会超过 270%，因为债务速度高速扩张，GDP 还在收缩，这个值增长特别快，而且已经是人类历史上最高值，以这个概率偏差来讲，已经偏离历史均值很多，但是这个问题一直在延续。

最后，我们能否摆脱黑洞。今年二季度美国市场上有一个热议问题，前面讲的美股风格，成长股大幅跑赢价值股，巨头公司跑赢小公司，价值股特别便宜，大家讨论美股风格会不会切换。结合我们前面的分析，切换的可能性就没有。市场从新转入价值股的重要条件就是收益率水平要上来，以美国为代表联邦基金利率要持续高于 1.5%。但是因为现有金融结构已经如此，首先科技股要进行大幅度调整，整个金融市场波动带来的冲击对于保持金融稳定来讲，是难以承受的。科技股的营收和增长预期短期内不能被证伪，即使现在成长股的赔率已经很低，但市场的确难以找到更好的出路。

深度金融化下我们已经形成大量资产，金融对应很多实体资产，这些资产的边际收益非常低，但是我们没有办法通过危机或是其他暴力的手段消化这些冗余资产。次贷危机以来，我们一直处于后危机时代，感觉后危机时代一直没走出来，新的危机又来了。疫情发生之前我们研究长周期的特征，历史长周期过程中如果有新的效率增长点，其实可以逐步消化原来存量冗余。全球接下来

面临数字经济和信息经济，如果拥抱这个我们就可以走出来，但遗憾的是，中美对抗状态其实对于全球提升效率有非常大障碍。出路在哪里，现在还看不到。总的来说我们觉得深度金融化很难摆脱，希望我们这些视角对大家思考这些问题时会有所帮助。谢谢大家。