

可能大家都覺得，現在談危機是在危言聳聽——金融市場無比繁榮，全球風險資產大牛市，比特幣已經漲到了天，一切都是欣欣向榮，帶有瘋狂色彩的欣欣向榮。而此時賺錢的策略也變得簡單：一門心思加槓桿做多貝塔資產。這是一個前所未有的「咆哮的時代」，何來危機之言？

# 「瘋牛」是金融危機前奏



以危機經濟學的思維去審視資產泡沫的整個過程，才能在這個市場波動不斷加劇，未知風險不斷湧現的市場上抓住機會並全身而退。

澤被萬物  
趙建

西澤研究院院長  
但過去的歷史經驗告訴我們，泡沫瘋狂的最後時間，是金融投資的「傻瓜操作時間」，被動管理暴富的時間，「靠運氣賺錢但會被實力賠光」的時間。大洪水來了，泡沫在迅速膨脹，投資者所做的唯一事情就是，「上車，然後躺賺」，不要被泡沫和通脹甩到後面。在這樣的環境中做投資，重要的並非是不斷膨脹的賬面價值，而是如何在泡沫發生變化的時候全身而退，否則一切財富和盈利都不過是幻覺。危機經濟學的視角，能提供一個更加冷靜和理性的視野——因為這一切都是在一個市場失靈和動物精神的市場環境裏。

上述流程不過是「資產為王」還是「現金為王」的二元轉換。在全球央行大放水的年代，將資產轉化為現金，可能經受的風險更大——資產價格泡沫是對現金侵蝕更大的一種「通脹」，這也是當前人們瘋狂搶購資產尤其是核心資產的原因。

## 泡沫氾濫市場失靈

從歷次大危機的形成機理和演進過程來看，瘋狂的泡沫本身就是危機的一部分，或者說「大泡沫時代」、「咆哮的時代」，就是「前危機時代」——一場大危機的上半場。認識到這一點，是入門危機經濟學的前提。

危機不僅只是一種果，還包含着一種因。朱格拉說：繁榮是蕭條的唯一原因。其實道理很簡單，沒有泡沫的瘋狂，就不可能有泡沫破裂後的慘烈。而這時候，卻往往就是瘋狂賺取超額收益的時候。泡沫瘋狂的時候，危機的過程已經開始，實際上是在這個時候，市場處於一種失靈狀態。動物精神、羊群效應，在貪婪和焦慮的情緒驅使下，人們開始盲目又瘋狂的加槓桿，害怕在一次次貨幣大洪水中，找不到財富的容身之處。

貨幣大寬鬆，債務大爆炸，資產大泡沫，接着就是如期而至的商品大通脹。當這四個要素同時疊加在一起的時候，恰恰就是一個金融周期的末

端，泡沫最瘋狂的時間，也是宏觀結構最扭曲，金融體系最危險的時間。所以有充足的理由，將瘋狂的泡沫作為危機自身的一個組成部分。泡沫是危機的緣起階段，可以說沒有泡沫，沒有瘋狂到一定程度的泡沫，就不會有嚴重的經濟金融危機。歷次大危機，概莫能外。如果說泡沫破滅是危機的果，前提的因當然是泡沫的形成。

從17世紀的荷蘭鬱金香，18世紀的英國南海公司、法國約翰勞事件，到19世紀美國的鐵路大躍進，20世紀的美國大蕭條，日本大衰退，到21世紀的美國次貸、歐洲債務和新興國家的債務和貨幣，最後到新冠疫情引發的全球金融海嘯。從泡沫的緣起、膨脹、瘋狂，到泡沫的分化、裂縫、破滅，構成了一個完整的危機閉環。

但每次在泡沫的瘋狂階段，學者、投資者和監管層，都一致認為「這次不一樣」。《八百年金融危機史》的作者萊茵哈特總結了八百年歷史所有金融危機的過程，發現的一個基本規律就是，每次大危機發生之前，泡沫破滅之前，絕大部分學者、投資者和監管層，都一致認為「這次不一樣」，問題不會發生。萊茵哈特稱其為「不一樣綜合徵」（注意不是「症」）。理由是，不一樣的技術創新、生產率提高和產業結構，不一樣的金融產品、投資策略和市場形態……總之是一切都不一樣了，傳統的估值指標比如市盈率等已經不再適合，這次金融市場沒有泡沫，一切不過是杞人憂天。

更致命的是，唱空的、認為危機即將發生的學者和投資者，都會逐漸被市場送上「十字架」。前者的言論往往會因為不斷被市場打臉，被瘋狂的投資者尤其是散戶所「唾棄」，被認為是傳播「負能量」，影響人們發財。而後者，即空頭投資者，很容易被瘋狂的多頭逼空爆倉，直到最後滅絕。

因為此時的多頭有瘋狂的泡沫撐腰。金融資產的價格上漲是指數級正反饋的，也就是一個動態的不斷自我強化的過程：上漲是繼續上漲的動力，泡沫是更大泡沫的理由。因此最近流傳着一個並不虛構的故事：一個

基金的董事長嚴厲的警告投資經理——禁止買市盈率50倍以下的股票。

此時市場已經失靈，價格已經反映不出供需和風險收益信息，資產價格唯一反映的是被放大的人性：貪婪，焦慮，市場越來越貴越來越難上車的恐慌。本來多頭和空頭這兩個物種相互依存、相互平滑的金融生態被打破，空頭被不斷絞殺，直到生態性滅絕。而市場的失靈，主要原因是政府的介入，金融利維坦——央行對貨幣市場的干擾。人為壓低的低於自然利率（資本收益率）的政策基準利率，與實體經濟貨幣需求無關的「直升機撒錢」，流動性大洪水下，人們恐慌的已經不再是實體經濟的衰退，而是尋找不被泡沫和通脹侵蝕的財富安身之處。

## 刺激政策進退失據

當然，市場失靈的時候，往往就是賺取超額收益的時間，否則在市場「有效」的時候，一切超額收益都將會被套利均衡消解掉。別的不說，在實體經濟下滑，資產收益率不斷下降的2019、2020年，A股基金的收益率中位數都超過了40%。試問，實體經濟有何支撐，使得金融市場有如此高的收益率。

答案其實很簡單，股市已經完全不是經濟的晴雨表，而是貨幣和債務的晴雨表。2019年為了抵禦經濟下滑，2020年為了救助疫情危機，中國的債務和貨幣快速擴張，無論是社融還是廣義貨幣的增長率，都創了幾年來新高，兩年平均增長率都超過了近幾年最高水平。其中社融規模2020年末達到近35萬億元人民幣，廣義貨幣增速也持續保持在兩位數。這些錢如果集中流向股票市場及有吸引力的幾個板塊，造就A股基金經理連續兩年平均40%的收益率也是完全可能的。

這是貨幣大放水導致的市場失靈的現象之一。泡沫對經濟並非完全是負面的，適度的泡沫是創新的溫床，是對新一代企業家的獎勵，有利於權益市場的變現和改善企業的資產負債表。但悲劇往往在於，泡沫無法保持適度和均衡，它總是會繼續膨脹，而且是加速膨脹下去，直到最終破滅。

然而，政府的有形之手對危機的救助，無論是財政政策還是貨幣政策，也是無奈之舉。實體經濟的危機，失業，蕭條，衰退，是急性病，政府當然不可能坐視不管。「危機——救助——新的危機」，將成為無限循環的莫比烏斯環。至於刺激需求的貨幣和財政政策產生的副作用和累積的慢性病，可以以後再說。

因此應該轉換理念，以危機經濟學的思維去審視泡沫的觸發、形成、膨脹、分化、破裂、冷寂的整個過程，才能在這個金融市場波動不斷加劇，未知風險不斷湧現的市場上抓住機會並全身而退。

# 誰來刺破美股泡沫？

深度清解  
宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

美股當前存在泡沫，但不是最極端的時候。美股結構性的風險要大於整體的風險，美股中佔比較高的成長股面臨着過於樂觀的風險，價值板塊還有機會。導致泡沫破裂的主要原因是流動性收縮，市場的重要利空因素不是通脹回升，而是實際利率回升。由於中國國內政策保持了相當的獨理性，市場整體受外部波動的影響較小，高估值壓力將大於低估值，消費壓力將大於成長周期。

美股的估值泡沫是美聯儲歷史性擴張創造出的超寬鬆美元流動性堆積起來的，因此導致泡沫破裂的最主要原因是流動性收縮。全球產能過剩的時代，通脹不是核心問題。短期由於大宗商品的供求錯配，上半年全球通脹會階段性衝高，下半年隨着供給恢復，通脹壓力會逐漸消退。去年8月美聯儲引入了「平均通脹目標制」，意味着通脹即使高於2%也不會立即收緊貨幣，而是以勞動力市場的恢復情況作為行動的依據。因此市場普遍預期美聯儲不會因為年中較高的通脹水平就立即退出貨幣寬鬆。

當前通脹預期上升伴隨的是全球經濟進入復甦狀態，周期類行業普遍補庫，之前受疫情影響較大的行業業績預期普遍修復，因此通脹預期上升也不全是股市的負面因素。根據實證結果，通脹預期和標普500盈利和市盈率都只是弱相關。

真正對股市有負面影響的是利率回升超過了通脹回升，即實際利率回升。從實證來看，美債10年期名義利率從去年8月的0.56%上行至當前的1.34%，同時階段5年期實際利率從-1.24%下降至-1.86%，目前反彈至-1.7%。實際利率回升的原因可能是多方面的，例如美聯儲退出寬鬆，或者國際投資者決定減少對美債和美元資產的配置。

當前考慮退出寬鬆的時機尚未成熟。美聯儲想要立即縮減QE（量寬）並不容易，財政赤字會拖累美聯儲縮減QE的計劃。拜登剛剛公布了一個1.9萬億美元的經濟紓困方案，中期還將提出一個以新型基建和氣候變化為重點的投資計劃，財政政策也需要貨幣政策的配合。預計美聯儲最快可能在2021年底開始出現關於縮減QE的市場溝通和預

期指引，從2022年上半年開始縮減QE。在此過程中，美聯儲可能通過延長購債期限、轉為到期購買、鴿派講話等形式控制利率上行速度，避免對金融市場造成衝擊。

另一個更大的風險來自於寬鬆的終點。上一次歷史性的貨幣寬鬆之後，美聯儲起碼嘗試了回歸正常化，即加息和縮表，並且提前很久開始熱身（用預期指引的方式），結果是2018年下半年美元流動性溢價大幅上升、美股進入技術性熊市，貨幣政策回歸正常化的嘗試最終以美聯儲重新開啟降息為結局。但是這一次，即使美聯儲未來（可能）開始逐步退出寬鬆，也很難回到疫情前的狀態。疫情之後，經濟處於長期低需求、低通脹、結構性矛盾突出的狀態，貨幣政策的常態就是寬鬆，區別無非是無限量QE的超常寬鬆和低利率的一般寬鬆。

## 警惕美債利率急升

由於沒有貨幣能替代美元，美元的實際利率依然很低，因此資產價格越來越貴，貧富差距越來越大，政治動盪和階層分裂持續，社會矛盾越來越突出。危機的頻繁出現成為常態，每一次危機都會帶來一次沒有改革行動但規模龐大的支出承諾。到了某個時點，比如政府債務比GDP到了150%或200%，海外投資者對美元資產的興趣將會出現動搖，會要求更高的風險補償，美債利率出現快速上升。這將是市場萬劫不復的催化劑，但是在短期內還看不到。

由於泡沫的臨界點難以預測，我們只能從靜態和動態兩個維度來模糊判斷當前的風險和應對。靜態來看，上半年全球經濟復甦、財政政策和貨幣政策的配合等方面出現問題的概率較低，美債利率和美股可能共同上行，標普500可能繼續上行到3900至4200點區間。按照美股的動態估值計算，當標普500在4200-4300點附近、10年期美債收益率在1.5%附近時，美股可能會發生較大回撤。一旦美股出現回撤，對於當前全球市場而言都將是波動性上升。

對於A股市場，政策上保持了相當的獨立性，第一點（債券極貴）和第三點（流動性溢價極低）與美股不同，因此整體受外部波動的影響較小。外部波動對於高估值板塊的壓力更大，與海外流動性關聯度較高的消費板塊的壓力將大於成長和周期。



# 樓市暢旺 因錢多息低供應少

樓市新態  
汪敦敏

祥益地產總裁

香港住宅樓市顯然進入了「小陽春」狀態，成交也量價齊升。公眾普遍關注下，評論樓市

的工作也忙碌了不少，執筆當天正是一日走了三場演講會及網上節目。在「Q&A」問答時段，觀眾都很熱烈地作出提問，其中一條是每一場演講都有人提出的問題：「汪生，在失業潮和結業潮日益嚴重之下，為何仍未拖垮經濟，反而樓市近日更趨暢旺呢？」筆者如何令他們釋除疑慮？今天想和大家分享一下。

地產代理的功能是「市場證人」。進入資訊「爆炸」階段，垃圾資訊充斥，真假黑白難分，具公信力的地產代理充當了「解籤佬」角色，可以說是本業提升價值的良機，寄語地產代理必需有良好和專業的紀錄，才會得到人們尊重的。

筆者認為，失業潮和結業潮從來都是在經濟結構崩潰和泡沫爆破下發生，不過今次並不是，只是個別行業上出現了蕭條現象。經濟結構比兩年前更強壯，與兩年前比較，香港擁有更多的資金：總存款量M3這兩年屢創新高達

16.8萬億（2020年10月），負債卻更少；最新貸存比率在去年底只是72%左右。住宅供應量更加不足，建屋量和落成量也大減。在低借貸下香港樓市的市值持續上升，2020年香港住宅樓市的仍然有輕微升幅，香港金融中心日益受國際認同及重視，股票市場日益活躍。

## 「金融亂世」仍未完

純粹從地產角度看，失業率增加，買家沒有大幅減少，有錢人一年比一年增加。第一，根據統計數據，平均工資保持上升的，2020年一季度至三季度數據分別是：上升2.2%、上升1.3%和上升1.0%。第二，千萬富翁人數按年上升22%，由2019年41.3萬人上升至2020年的50.4萬人，即15個港人中有1個千萬富翁。第三，家庭月入8萬港元或以上，五年間增長50%，由2015年三季度的20.6萬個上升至2020年三季度的30.8萬個家庭。

香港窮人多了，有錢人亦增加。香港的問題不是經濟不景，而是貧富懸殊，請對症下藥。筆者同意無資產的窮人是更辛苦，但想提醒的就是，量化寬鬆始終會帶來「滿瀉效應」，令樓價和物價急升。

「金融亂世」仍未完，經濟衝擊仍不斷。

## 通脹的傳導路徑

