

本期内容

>>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

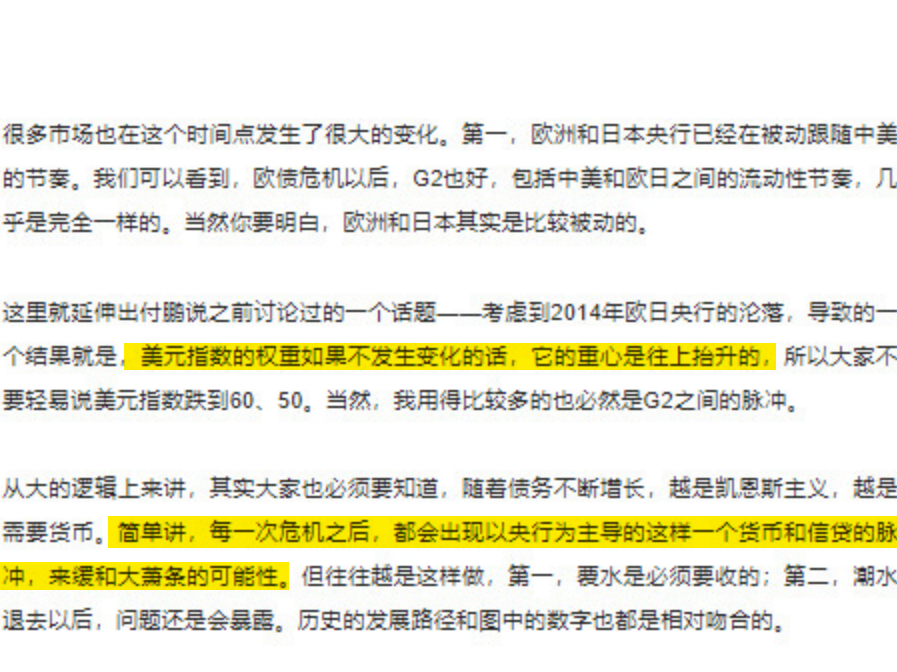
交易桌前看天下，付鹏说来评财经。

今天聊一聊全球流动性的情况。因为大家在讨论金融市场时，除了微观上的供应、需求，以及企业基本面等等因素，对于全球流动性，讨论得也是比较多的。我在之前的日记里也写过相关内容，今天，我再通过付鹏说跟大家详细聊一聊。

首先，**全球的流动性，本质上来讲就是看央行进行的货币性投放。**

这里我做了一些分项处理：第一，我把中美放在一起；第二，我把欧日放在一起。为什么进行这样的划分？**2008年金融危机以后，全球流动性的增量主要源自中国和美国**，日本和欧洲其实是在逐渐沦落的，尤其是欧洲。

在下面这张图中，我们可以比较清楚地看到，在2014年的欧债危机中，表现得比较明显。换句话说，那是欧洲央行的最后一次坚持。大家如果记得的话，当时有一个德拉克舍跌期权。自那之后，**欧洲央行的货币政策已经沦为了和日本央行一样的情况。**

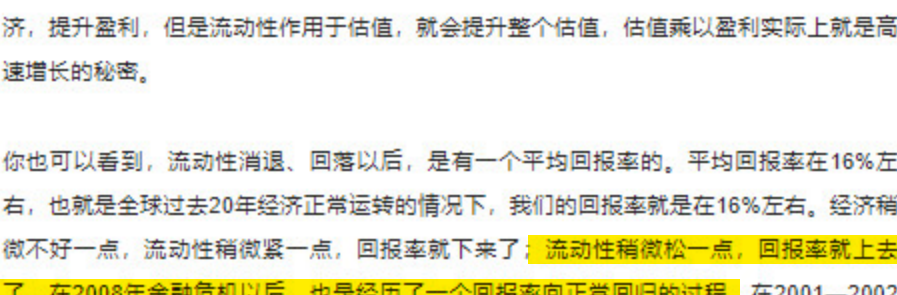


很多市场也在这个时间点发生了很大的变化。第一，欧洲和日本央行已经在被动跟随中美的节奏。我们可以看到，欧债危机以后，G2也好，包括中美和欧日之间的流动性节奏，几乎是完全一样的。当然你要明白，欧洲和日本其实是比较被动的。

这里就延伸出付鹏说之前讨论过的一个话题——考虑到2014年欧日央行的沦落，导致的一个结果就是，**美元指数的权重如果不发生变化的话，它的心心是往上抬升的**，所以大家不要轻易说美元指数跌到60、50。当然，我用得比较多的也必然是G2之间的脉冲。

从大的逻辑上来讲，其实大家也必须要知道，随着债务不断增长，越是凯恩斯主义，越是需要货币。**简单讲，每一次危机之后，都会出现以央行为主导的这样一个货币和信贷的脉冲，来缓和大宗商品的可能性。**但往往越是这样做，第一，覆水是必须要收的；第二，潮水退去以后，问题还是会暴露。历史的发展路径和图中的数字也都是相对吻合的。

关于流动性和权益端，图中的数字表现得就非常明显了。简单讲，全球权益端的回报率和流动性之间的增速，其实是高度关联的。流动性的增速要领先回报率大概6个月，所以数字经过拟合处理以后，你就会发现流动性对于回报率存在非常明确的6个月左右的前瞻性指引。



这里我用的是回报率的同比变动，为什么这样处理？它不是一个简单的涨和跌的问题。我之前跟大家解释过，**股票市场其实有一根斜线，这根斜线就是实体经济通过上市公司创造出来的股息、分红、回报率。**换句话说，我们在讨论市场的时候，第一是在讨论波动率，第二是在讨论这样一个节奏，我们把它转化一下，就转化成了这张图。

从这张图上你可以看到，第一，**每次危机之后，比如2000年互联网危机之后的两年，股市的超额回报率是非常高的。2008年金融危机之后的两年，超额回报率也是非常高的。**这次疫情之后，我们可以看到这一两年的回报率也是非常高的。

这种高回报率，**从微观的角度讲，是说经济最差的时候过去了，企业的盈利增长、增速都可能会抬升；从宏观的角度讲，就是流动性作用的推升。**当然，你可以说流动性作用于经济，提升盈利，但是流动性作用于估值，就会提升整个估值，估值乘以盈利实际上就是高速增长的秘密。

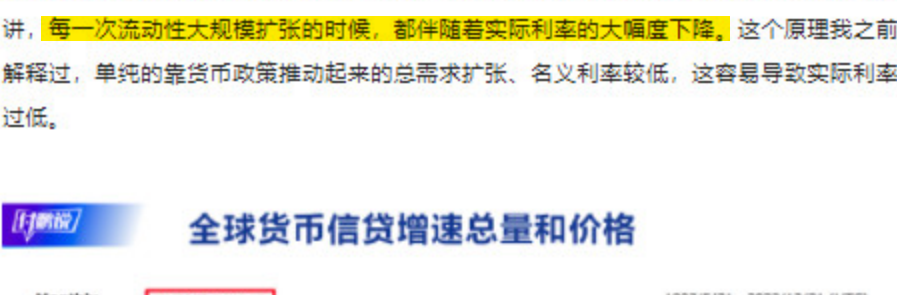
你也可以看到，流动性消退、回落以后，是有一个平均回报率的。平均回报率在16%左右，也就是全球过去20年经济正常运转的情况下，我们的回报率就是在16%左右。经济稍微不好一点，流动性稍微紧一点，回报率就下来了，**流动性稍微松一点，回报率就上去了。**在2008年金融危机以后，也是经历了一个回报率向正常回归的过程。在2001—2002年互联网泡沫破裂以后，也是一个回报率向正常回归的过程。

但是我们要注意几个细节。第一，2018年是一个很有意思的分水岭，因为从2018年到这场疫情之前，市场的回报率实际是下降的，增速可能就不到5%了。

为什么会出现这种情况？**想想2018年美联储开始降息周期，也就是说降息和背后的经济增长放缓以及股票投资回报率下降是吻合的。**当然，因为这场疫情，增速上来、流动性上来以后，这两年的超额回报率是很好的。但是从指引上来讲，我觉得回报率是要回归的。

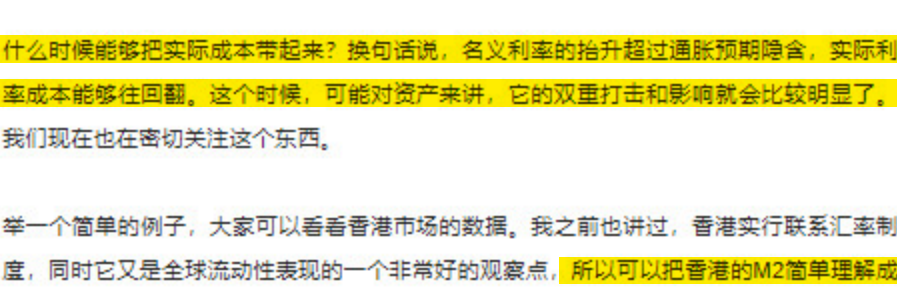
如果在全球后疫情时代，经济能够稳住，回报率大概还有百分之十几。但如果这场疫情并不改变任何结构性问题的话，一旦流动性消退、经济回归，可能我们还会回到疫情前的增速水平。这是大家需要留意的。

如果放到商品里，**我用的指标就不是商品价格，因为用商品价格是看不出变动关系的。**因为中国是全球重要的生产环节，**所以我们用的是PPI的上游的原材料价格指数**，从图中可以看到它跟经济和流动性之间的关系。



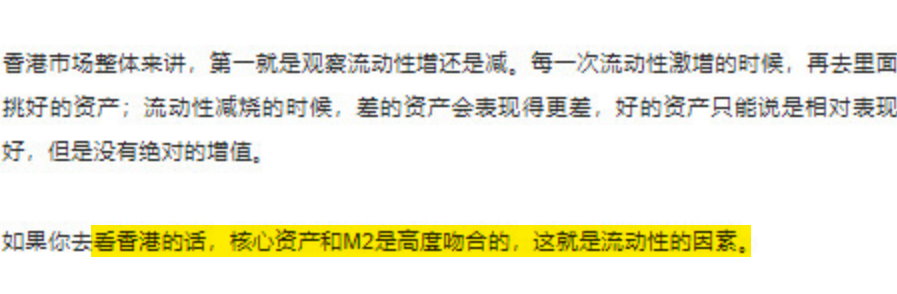
这里需要注意的是，2002年到2008年金融危机前，PPI的上游原材料价格是很高的，而下游的流动性，尤其是G2的流动性，是在减弱的。

如果看后边的话，我们可以看到G4，就是包含欧洲和日本，其实流动性还是不错的。你可以简单地说，**经济增长带来的需求对于价格的支撑作用，可能要大于流动性对于价格的支撑作用。**但是在2008年金融危机以来的历次危机之后，经济增长也好，价格也好，都是由**流动性推动的**。比如在2016年，除了流动性以外，还有政策性的托底，也就是全球供给侧改革。2020年疫情前的情况也类似。



现在去看的话，流动性消退了，理论上原材料价格应该逐步回归了，但是事实上，这几个月还是存在一个剪刀。这个时候我们就要琢磨琢磨价格背后的供给因素的影响。

除了流动性总量以外，**要考虑的还有价格，价格就是我们讨论最多的实际利率。**事实上来讲，**每一次流动性大规模扩张的时候，都伴随着实际利率的大幅下降。**这个原理我之前解释过，单纯的靠货币政策推动起来的总需求扩张、名义利率较低，这容易导致实际利率过低。



2000年那一次、2008年那一次，包括这次疫情，都出现了同样的情况。你可以想想货币和信贷的总量增，成本更低，自然价格受到的影响就会更大。这就是从流动性因子去看。

现在来讲，我觉得第一，增量已经在减弱了，所以我们已经进入一个后疫情的货币政策时代，**全球正在从增速放缓进入逐渐收缩的阶段。**

什么时候能够把实际成本带起来？换句话说，名义利率的抬升超过通胀预期隐含，实际利率成本能够往回翻。这个时候，可能对资产来讲，它的双重打击和影响就会比较明显了。我们现在也在密切关注这个东西。

举一个简单的例子，大家可以看看香港市场的数据。我之前也讲过，香港实行联系汇率制度，同时它又是全球流动性表现的一个非常好的观察点，**所以可以把香港的M2管理理解成全球流动性的变量。**

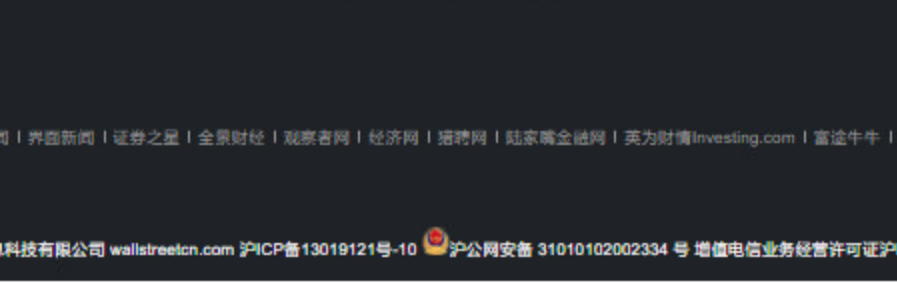


香港市场整体来讲，第一就是观察流动性增还是减。每一次流动性激增的时候，再去里面挑好的资产；流动性减烧的时候，差的资产会表现得更差，好的资产只能说是相对表现好，但是没有绝对的增值。

如果你去看香港的话，核心资产和M2是高度吻合的，这就是流动性的因素。



从图上来看，你会说过去的一年多，香港还是受到大陆政策性因素的影响。但是如果去看流动性，**我觉得同样不可忽视的是流动性因子其实也在影响回报率，应该说宏观之间形成了共振。政策可能会导致它的跌幅加深，但大的环境还是流动性逐渐递减、收缩。**



—— END ——

风险提示及免责声明

市场有风险，投资需谨慎，本文不构成个人投资建议，也未考虑到个别用户特殊的投资目标、财务状况或需要，用户应考虑本文中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

写评论

请发表您的评论

表情 图片 发表评论

联系我们

广告投放

意见反馈

关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

违法和不良信息

或以其他方式使用本网站的内容。

免责声明

举报电话：021-60675200（周一至周五9:30-11:30，13:00-18:30）

举报邮箱：contact@wallstreetcn.com

网站举报：点击这里

违法和不良信息举报受理和处置管理办法

清静 财经违规内容专项整治公告