

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。

我们来说一下目前疫情的情况。首先第一点，疫情其实是一个导火索，它只是起因，如果导火索消退了，情况是不是会好转呢？这有点像新冠肺炎，病毒本身是一个诱因，观察它的死亡率会发现，如果本身就存在基础病的话，那么新冠肺炎会影响到基础病，进而导致老年人的死亡率比较高。这个道理其实放在目前肺炎对经济的影响层面上，我觉得是一样的。

我一直强调各个国家经济结构的基础病，还有这些国家之间分工合作协同的机制，实际上在2008年之后就出了问题。新冠肺炎疫情的迅速扩散会影响到各个国家，使得它的基础病表现得非常明显。除了直接冲击以外，其实对于经济结构更多的是一种间接性的冲击。在直接冲击上会看到比较类似的情况，比如说对于旅游业的影响、零售的影响、居民收入的影响、生产制造的影响、物流的影响等等，这点上没有什么太大的不同，无论是中国、美国还是大部分的國家，这个层面是一样的。但是后面间接层面是不一样的：比如说欧洲要考虑的是居民端、消费、经济、债务；对中国主要是消费端的影响，对资产价格的影响可能比较有限；对于美国来讲，要考虑的是零售阻断是不是会进一步加深它原有的贫富矛盾等等。

我们讨论的这一侧很多都是经济问题，在另一侧再加一个金融市场会理解得比较清楚。如果我们加一个金融市场的话，这边是经济的问题，无论是由于疫情本身还是由于基础病都会对金融市场造成巨大的影响。对金融市场的影响会裂变出两个问题，第一是跟基础病相关，实际上就是经济的问题；另外一个金融危机，实际上指的是流动性的问题。

金融市场的剧烈波动、高波动率隐含着什么呢？疫情对于经济的伤害，通过经济正常反应，发生下修盈利、下修股息分红、下修市值、下修估值等等，这种状况属于正常的经济情况对于证券市场、金融市场的调整。另外一个层面是引发流动性的问题，流动性的问题其实是跟金融机

构，包括金融机构的资产负债表等等有关系。

在这个图上，我们把央行放在这边，一般说央行有效的时候，是说央行的货币政策可以起到两个作用：第一是可以对市场的流动性进行影响，第二是通过利率水平对经济、对基础病、对消费产生直接的作用来缓解金融市场的疼痛。传统中间是这么去看的。另外，这边应该有财政帮忙。财政的作用跟流动性没关系，财政的作用实际上是对经济、对消费者、对于可能破坏的产业进行一个支撑，理论上应该是这样一个框架。

2008年是金融危机，我解释过，所有的危机一定具备这样的一个特征，就是金融监管的大规模放松导致有毒资产侵占到金融机构资产负债表，而这些资产负债表在风控的条件下形成这种冲击导致流动性短缺，进一步影响到各大金融机构之间的拆借行为，货币市场停滞，如果此时央行还不出手，就进入到真正意义上的流动性危机。

流动性危机产生的关键是在于央行是否及时的去处置这个问题。2008年很有意思，如果去看《大而不倒》的话，大家会发现，不管是博尔森还是伯南克，在对于华尔街的流动性危机的处置上面都是有点滞后的。一开始央行并不想直接介入，很多人说当时美联储是没手段，这话其实不对。当时的美联储是有手段但是不愿意用，或者说用得晚，这个在电影《大而不倒》里面也讲得很清楚。

因为央行的滞后，所以流动性危机产生了非常高的波动率。当时如果去看VIX的话，高波动率基本上达到了80的水平，这样的高波动率也进一步加剧了市场的波动，这就是2008年的流动性的连锁反应。当时并不是美联储一出手市场马上就停滞了，美联储出手以后，第一波是波动率先降下来了，虽然这个时候市场还在跌，但是波动率开始降了，降到50~70的近月水平在波动，然后结构开始慢慢的扁平化，大概过了10来天，流动性危机开始得到缓解，然后市场开始平稳下来，波动率开始降下来，至此为止整个金融危机得到控制。但2008年的经济问题实际上一直持续了好几年，这是一个路径。

这就是说，原则上没有央行做不了的事情，只有央行愿意做不愿意做的问题。那么现在这个情况是怎么回事？我之前解释过，因为央行大量的去动用货币政策，本身短端利率水平已经很低了，所以利率水平利率一定要有一个contango结构，否则长端配置是没法配的。这一点在上周

五的纽约联储声明中也讲到了，就是说目前市场的一个大问题是在于这种基础病引发了对于经济的担忧，而对于经济的担忧迅速地转化到了债券市场上，对债券市场的长端有大量的买入和配置，使得长端收益率快速的下行。在下行过程中，长端实际收益率接近零以后，就得考虑这些金融机构配置的问题。早期金融市场的影响还是来自于经济层面，这个时候波动率还OK，其实在经济层面引发的时候波动率大概还有5，近月才50多一点；但是当金融机构的微观传导开始进入以后，从债券市场到互换利率、掉期、离岸美元，这都是联动的。

关于这个过程中债券的详细配置，我在日记里面也写到过，比较复杂——为什么债券收益率不断下行的过程中，由于凸性的问题，由于金融机构资产负债表的问题，为什么没法进一步的配置，这里就不多讲。就像纽约联储讲的一样，因为债券市场的这种结构性的问题导致了金融市场上出现了整个投资组合的调整，股债双杀在这种情况下进一步蔓延。联储讲的话是对的，这是债券市场的流动性问题，而不是金融市场本身流动性的问题，但是因为它进而导致了金融市场波动率的放大，波动率放大以后进一步的传导回金融市场，这就是后边这几天大家看到，当流动性出来以后它就会形成一个连锁性的反馈，不是涨停就是跌停的，而且是整个指数级别的熔断。

当然了，这个时候最关键的其实不是在于基础病的阻断，而是在于央行还有没有手段以及愿不愿意用这个手段。当然，不用去担心央行有没有手段，它可以创造无限的工具，它可以创造无限的资产负债表去做，尤其是美联储。其他央行不一定能这么做，但是美联储不用去担心有没有手段。另外一个层面是在于它愿不愿意做、什么时候做的问题，及时阻断很关键。

我们看到，5个交易日左右产生这样的反馈，美联储在周五也就是它的周末迅速做出了行动，不光是短端利率的降息，包括长端债券的购买，包括回购市场等等，它的一篮子手段的核心目的是给短期内由于债券市场引发的流动性问题进行了一个阻断。他做了吗？他做了，做了以后，我们应该是去怀疑央行，还是去相信央行能够做到？

我以我在2008年的经验告诉你，真的不用去怀疑美联储，它只有早做晚做的问题，还有做的够不够的问题，不存在所谓的能不能做到的问题。从目前的状态判断，我认为它解决事情根本矛盾的手段应该是做了，根据以往的经验，在未来的5~10天之内，市场的相关矛盾点应该会解决，第一步应该看到波动率水平有所下降，当然了VIX是一个一篮子的期货结构组成的，所以还

要考虑到移仓等等，所以整体来讲准确的形容是VIX的高back结构可能会往回回拢一点。进而我们应该会看到金融市场会稍微平稳一下，大家不要以为是涨跌的平稳，这里是指波动率的相对平稳。

央行解决不了基础病和经济的问题，并且当下这种极低的利率政策，对于解决经济层面的作用已经不是很大了，所以说之后还需要美国财政部进行大量的配合，这个时候财政部对于解决经济问题的作用可能会更大一些。简单讲就是，该永久性减税的减税，该发钱的发钱对吧，刺激经济增长的各种特殊性的债券该发行就发行，这个时候要看美国财政部的特征了。而且也不用去担心钱，紧急法案下大不了就是央行和财政部结合在一起提供资金。

所以说现在我觉得第一层面的担心已经稍微缓解一点，后面真正需要评估的是第二层面。

— END —

(戳)不错哟！我要订阅《付鹏说》





《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻
wallstreetcn.com

猜你喜欢



ETF玩家攻略

第一海外金融COO，ETF专家

¥99.00/起

1029 人在学

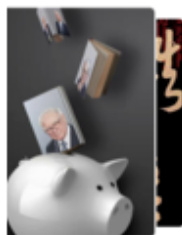


量化小学

均值资管首席投资官，畅销书《乱世华尔街》

¥399.00/起

2395 人在学



巴菲特的私人投资书橱

极速走进投资大师的阅读世界

¥9.90/起 ~~原价9.9元~~

156 人在学



干货帮：PPT速成手册教你轻松变身PPT大神

70节视频教你轻松掌握大神技巧

¥99.00/起

23 人在学

