

日期：2021 年 02 月 19 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

货币、资产“双充裕”和泡沫理性化

■ 主要观点

西方世界的资产、货币“双充裕”时代

资产市场早已取代了商品交易、实体经营借贷，成为资金主要吸纳场所，商品期货化、资产证券化、收益资本化等金融创新行为，亦创造了一个资产的充裕时代，除了楼市、实物商品、标准化金融产品的大扩容外，大量新兴金融产品也被创造了出来。货币持续扩张的结果，都已使得“流动性陷阱”的经典经济学教条发生了改变——西方世界经过数轮“大放水”后，货币已进入了充裕时代，负利率已从探讨变成了事实，主要经济体要么已实施了负利率政策，要么是准备了此项工具。

中国“双充裕”时代也即将到来

中国货币环境是“存量过多、增量不足”。就资产端而言，楼市的供应显然也已处饱和状态——当住房成为类似女人“钻石”的典藏品时，再多的供应都将被消化，市场将因“收藏”而显得供应不足。注册制下，监管部门早已不将调控上市节奏作为维护市场平稳的手段，上市型公司组织制度将逐渐普及化，这意味着股市上的股票资产富足时代即将到来，或者已经到来。在商品期货领域，不仅传统大宗商品期货品种已基本健全，越来越多农产品期货品种的引入，还催生了农产品的资本化。中国资产的充裕时代，显然正在快速到来中。

“双充裕”时代带来泡沫理性化

泡沫的持久性、坚韧性和成长性，带来了“泡沫理性化”的市场认识，金融平稳取代经济增长成为西方宏观调控政策核心关注点，以及央行政策作用途径转向资产价格渠道，是“理性泡沫”时代到来的基础，资本市场上金融投资的“交易拥挤”现象成为常态。

“泡沫理性化”加剧金融和实体分离、波动率上升

“理性泡沫”时代的背景是金融和实体的持续背离，金融资产价格日益脱离实体基础，扩张的货币都流入了“身份商品”市场，“去股权化”趋势又使得传统的估值不能反映这一变化。各种组合因素变化的综合结果，必然是金融市场上波动性的上升，波动率本身的变化也增大。

“双充裕”和泡沫理性化时代的投资变化

资产、货币“双充裕”时代的最显著变化，是市场结构分化，市场分化取代了板块轮动，对这种市场交易特征中国称“抱团”，西方称“拥挤交易”；市场运行复杂性日益提高，投资日益成为一门专门技术，投资的门槛在悄然提高。投资者需要在各自市场上，分析各自的政策环境对市场影响；对投资者而言，经济全球化和金融一体化下，市场运行的独立性和分化反而提高了。对普通投资者来说，投资代理人选择成为了投资决策中心。

目 录

一、货币、资产“双充裕”时代来临	3
1. 西方世界的资产、货币“双充裕”时代	3
2. 中国“双充裕”时代也即将来临	5
二、“双充裕”时代带来泡沫理性化	8
1. “理性泡沫”时代来临	8
2. “理性泡沫”时代的前景	10
3. “泡沫理性化”加剧金融和实体分离、波动率上升	10
三、理性泡沫时代如何投资	11
1. 负利率下金融机构仍存正利差	11
2. 永久分化成为资本市场普遍特征	13
3. 面对“双充裕”，投资者如何选择？	14

图

图 1 美国上市公司家数变化和市值比重	3
图 2 美国企业保守主义的兴起	4
图 3 欧洲央行基准利率的变化	4
图 4 国际货币深化比较 ($F=M2/GDP$, 年)	5
图 5 中国楼市供应永远不足、“抢”房持续上演的逻辑.....	6
图 6 中国 A 股上市公司家数	7
图 5 中国资产充裕化的逻辑	7
图 8 标普 500 的席勒市盈率持续位于高位 (月)	8
图 9 “理性泡沫”时代来临	9
图 10 金融危机阶段变化带来理性泡沫	9
图 11 美国股市波动率的整体上台阶态势.....	11
图 12 欧元区利率体系比较 (月)	12
图 13 FED 资产规模的变化 (万亿 USD,月)	12
图 14 美国股市的严重分化格局	13
图 15 美国股市的指数构成	14
图 16 中外股市走势独立性上升	15
图 17 双充裕时代投资由“选股”转向“选人”	16
图 18 中国股市投资方法的转变	16

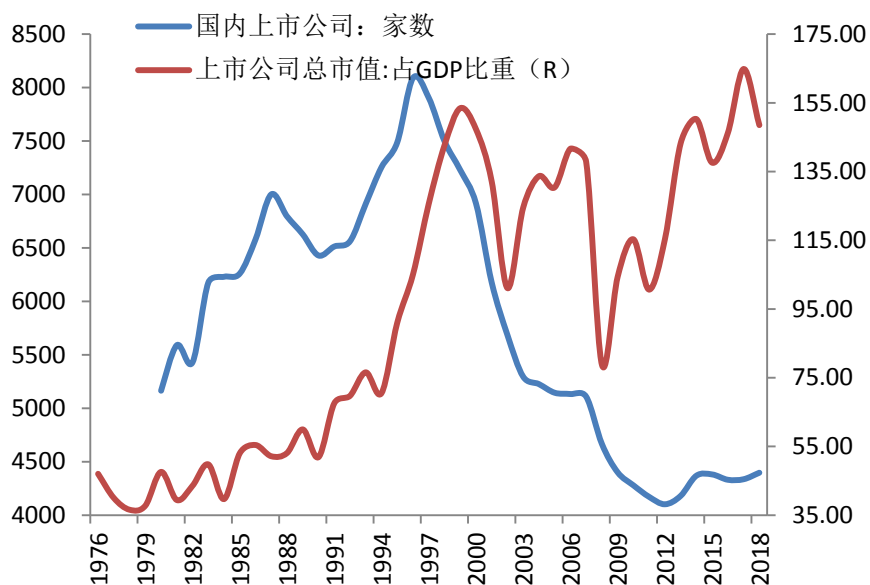
一、货币、资产“双充裕”时代来临

1. 西方世界的资产、货币“双充裕”时代

从货币流向的角度，资产市场早已取代了商品交易、实体经营借贷，成为资金主要吸纳场所，商品期货化、资产证券化、收益资本化等金融创新行为，亦创造了一个资产的充裕时代，除了楼市、实物商品、标准化金融产品的大扩容外，大量新兴金融产品也被创造了出来。显然，我们正处在一个资产和货币的双充裕时代。

资产充裕时代应该不难理解。在西方，作为虚拟经济主要存在的金融市场发达，金融资产供应自然不会短缺。一般来说，增长拐点后时期的状态是富裕状态，增长达到顶点前的过剩或为周期性的阶段过剩，或结构性充裕；但当增长越过拐点后，市场的绝对充裕状态就会到来。例如，美国股市上市公司家数年度最高为 1996 年的 8090 家，随后就进入了下行趋势，2018 年只有 4397 家。

图 1 美国上市公司家数变化和市值比重

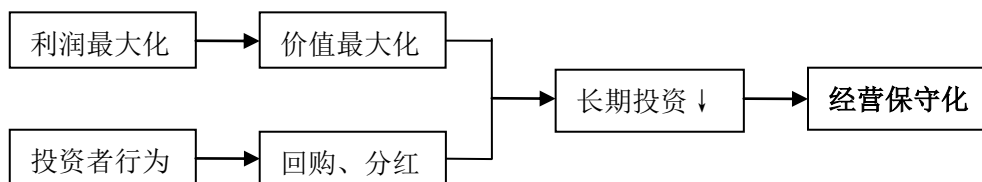


数据来源：Wind，上海证券研究所

显然美国股市的股票供应是充裕的，美股的上涨并非股市供应不足，即绝非中国市场上一种解释资产价格上涨的“资产荒”逻辑。2003年后，欧美股市进入“去股权化”时代，股市规模（股份数量）持续下降，其中一个重要基础就是股票供应过分充裕，使得大部分公司股价低下，由托宾 Q 理论、MM 理论等财务微观金融理论可知，此时上市公司将倾向于进行回购注销、甚至直接私有化等缩股行为，倾向于减少投资等经营保守主义行为，这些实际上正是西方企业近

十几年的行为特征！

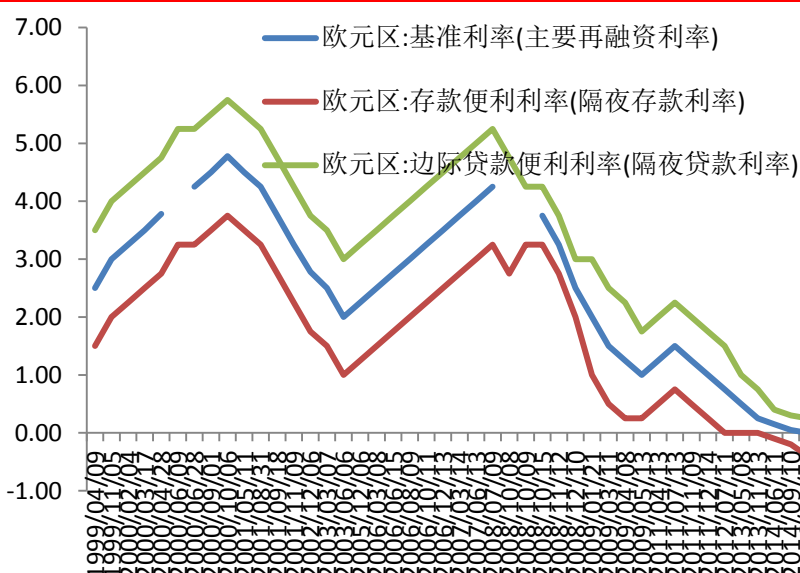
图 2 美国企业保守主义的兴起



货币充裕在西方也是显见的。货币持续扩张的结果，都已使得“流动性陷阱”的经典经济学教条发生了改变——货币当局为促使商业银行等金融机构扩张信用，将基础货币投放的准备金利率不断下调，直到零值下方，并通过量化宽松的货币政策措施，推动了市场基准利率的无限下行，并进入负利率状态。

西方世界经过数轮“大放水”后，货币已进入了充裕时代，负利率已从探讨变成了事实，主要经济体要么已实施了负利率政策，要么是准备了此项工具。负利率并不是指居民的实际储蓄或贷款利率（名义利率-通货膨胀），而是指中央银行在基础货币调控领域，对商业银行实施的、影响准备金变化的各种工具利率。从宏观调控的角度，负利率是一种非正常的货币政策。

图 3 欧洲央行基准利率的变化



数据来源：Wind，上海证券研究所

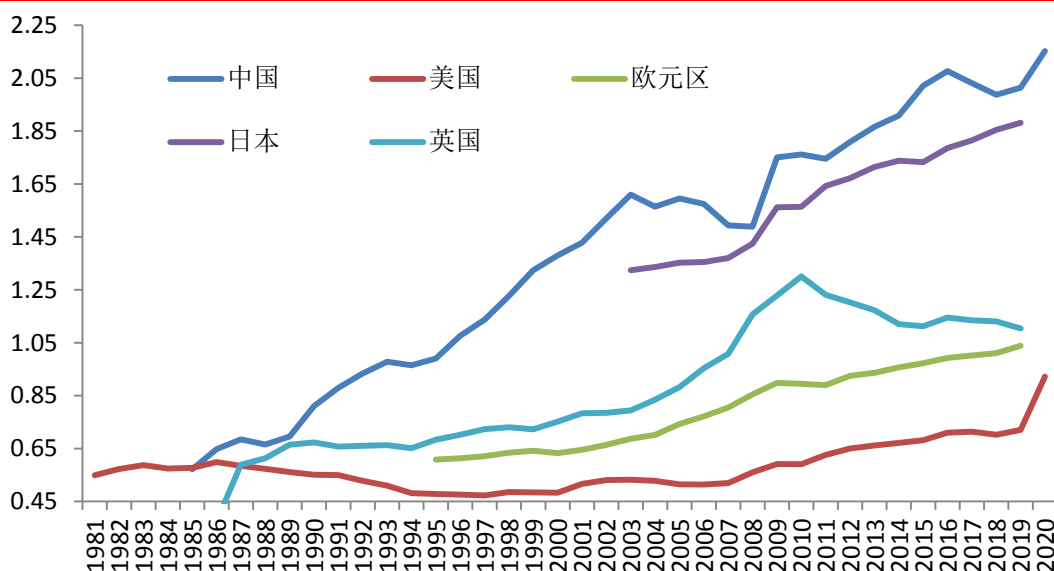
按照欧元准备金市场主要基础货币利率指标存款便利利率（隔夜存

款利率)看,2014年6月欧元区就进入了负利率状态。2014年6月11日,欧洲央行(ECB)将存款便利利率下调至-0.1%。日本虽然很早就进入了流动性陷阱,金融市场利率持续处于近乎为零的低位,但也直到2016年才实行负利率政策;2016年2月16日,日本央行将政策目标利率(无担保隔夜拆借利率)下调至-0.1%。这是迄今为止,明确实行负利率政策的2个全球主要经济体。其它几个或先或后(如2012年7月的丹麦和2015年1月的瑞士)实行负利率的国家,应其经济和金融体量在全球经济和金融格局中占比微小,因而影响不大。

2. 中国“双充裕”时代也即将来临

中国货币环境是“存量过多、增量不足”。存量过多是指中国货币已处过分充裕状态,增量不足是由于高杠杆引起高财务性周转需求,从而引起对增量货币强劲需求的结果。衡量一个经济体货币充裕程度的常用指标是货币深化度($F=M2/GDP$),虽然不同国家并无一致标准,但中国这一指标在最近20年快速上涨,超过了被公认为因货币过多而最早陷入“流动性陷阱”状态的日本,差不多是美国3倍,欧元区的近2倍。

图4 国际货币深化比较 ($F=M2/GDP$, 年)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

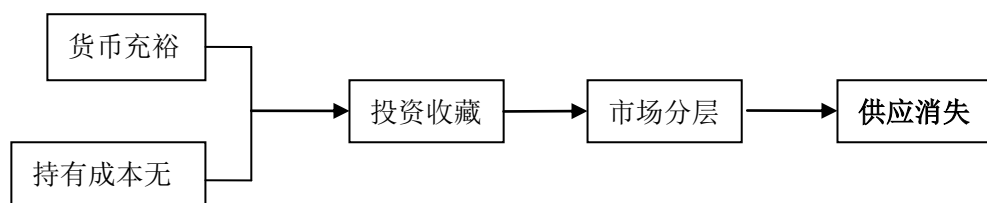
如此多的货币之所以并没有引起超低利率,或负利率,除了跟“增量不足”的另一货币环境有关外,更为重要的原因,是中国央行坚持了货币政策的正常化,即并没有实行超低利率政策,而是一直坚持

请务必阅读尾页重要声明

持将利率维持在正常的一定水准之上。利率体系的核心是基础货币利率；按照笔者的货币“二分法”分析框架——央行的基础货币数量和基础货币利率是可以分开控制的，借助合适的政策工具，货币当局对货币扩张完全可以实现“增量、提价”的组合效果。导致货币环境“增量不足”的高杠杆基础，主要在于资产泡沫，特别是楼市泡沫，显然泡沫生长和货币需求增长间是互相促进的，故笔者一直认为“楼市泡沫不除、货币利率难降”！这也是货币空转的基础，任何不以治理楼市泡沫为目的引导资金“脱虚向实”措施，实际上都是“耍流氓”——资金是流动的，不控制楼市泡沫，最终必定无效。

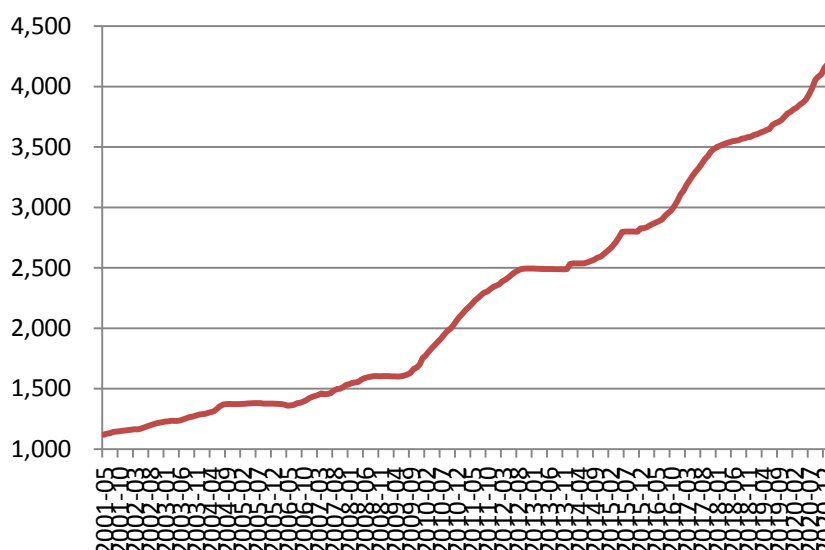
就资产端而言，就房地产市场而言，根据中国央行于 2020 年 4 月份时发布的《中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》，中国城镇居民户均拥有住房 1.5 套。显然，除了个别城市外，楼市的供应显然已处饱和状态——不足的原因是很多住房被“典藏”，一些投资者、特别是灰色地带的投资者，其住房既不出售、也不出租，而是用作财富贮藏手段。当住房成为类似女人“钻石”的典藏品时，再多的供应都将被消化，市场将因“收藏”而显得供应不足。

图 5 中国楼市供应永远不足、“抢”房持续上演的逻辑



2020 年 12 月，中国 A 股上市公司家数为 4233 家，比上年底增加 376 家，2021 年 1 月份又增加了 32 家，达到了 4265 家。相对于美国 2014 年后基本平稳的上市数量，中国上市公司总数预计 2021 年底将超越美国。

图 6 中国 A 股上市公司家数



数据来源：Wind，上海证券研究所

注册制下，监管部门早已不将调控上市节奏作为维护市场平稳的手段，上市型公司组织制度将逐渐普及化，这意味着股市上的股票资产富余时代将到来，或者已经到来。在商品期货领域，不仅传统大宗商品期货品种已基本健全，越来越多农产品期货品种的引入，还催生了农产品的资本化。中国资产的充裕时代，显然正在快速到来中。

图 7 中国资产充裕化的逻辑

农产品
资本化

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18001

