



# 赵建：全球经济的“相变”



文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建



所谓宏观经济“相变”，是指经济运行的内在机理和结构发生了重大的变化。在不同的“相”之间，是不同的经济运行逻辑和投入产出结构。如果说总量的变化称为周期，那么结构的变化就称为“相变”。虽然从周期上看，宏观总量指标并没有发生多大的变化，但是总量背后的动力结构却已经发生了迁移。”相变“的本质就是一次巨大的结构性变迁，比如改革开放后的中国经济，和改革开放前的中国经济，就是两种完全不同的状态，两种状态之间的转换，就称为“相变”。

有深度和洞见的宏观研究，必须能察觉到经济的这种“相变”，通过纷繁复杂的数据指标感知到背后的结构性位移。而结构性位移的驱使力量，

则是结构的扭曲和错配，这是“相变”的内在驱力——演化的力量。演化的内生“相变”往往都是巨大的，一个量变带来质变的过程。

但多数时候，每一次中型“相变”的背后，都是巨大的外部冲击带来的运行机理的“变异”。就像一个地方发生过一次大地震，整个地质结构发生了变化。比如去年发生的大疫情，导致中国经济增长模式的“相变”是，全球重新主要依靠中国出口物资来保障供应，净出口为主导的外循环重新成为中国经济增长的主要动力；再比如美国大疫情后，先后发生了大锁定、大宽松，以及今年的“大辞职 (Great Resignation)”。发生的这些事情，很难用趋势性、周期性视角来解释，都是百年未有之大变局，都是一种相变。



## Number of Americans quitting their jobs



Chart: Andy Kiersz/Insider • Source: Bureau of Labor Statistics via FRED

这样在加总的宏观层面，按照路径依赖形成的趋势性力量，“资本和库存过剩-不足”表现的周期性力量，与相变形成的结构性力量交织在一起，构成了今日宏观运行之大势。大类资产的价格，则在这三大力量的交织下发生潮汐变化。如果不理解这种相变的实质，依然停留在过去的分析范式里做预判和决策，难免会犯刻舟求剑的错误。如，如果我们看不到疫情发生后引发的相变是供给体系的破坏，则就很容易得出宏观位置所指向的区域，是需求下滑引发的通缩而非供给收缩引发的通胀。

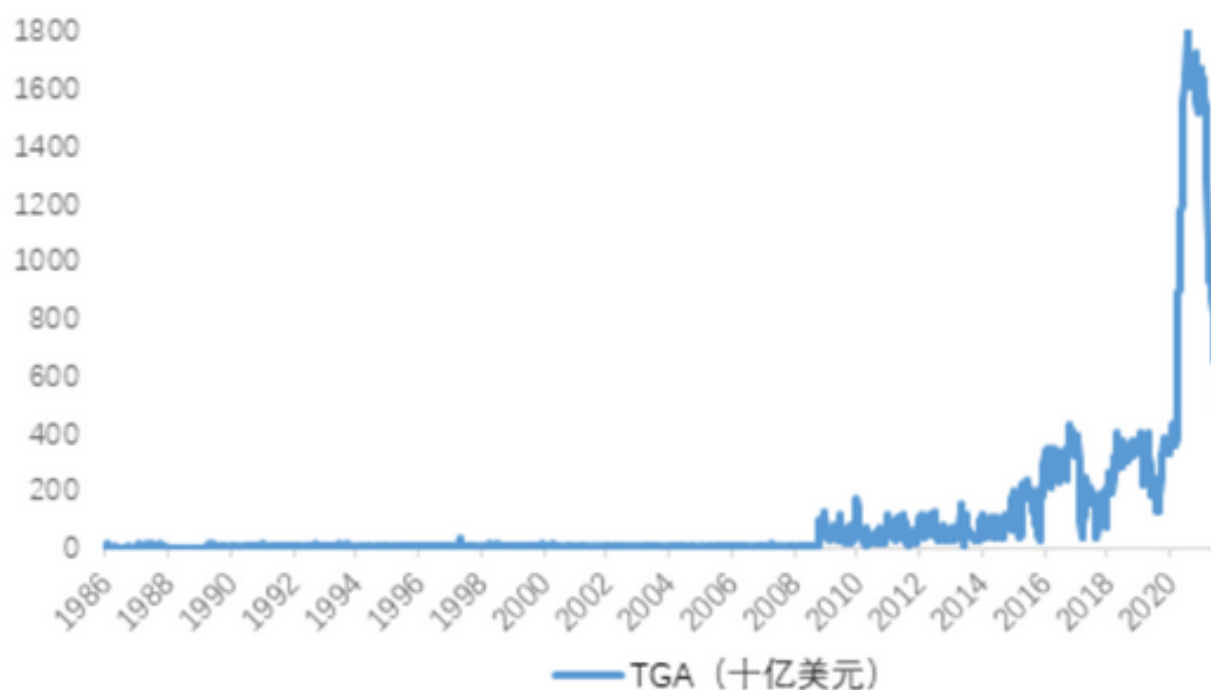
“相变”对投资实践造成的后果是，传统的、线性的、平面的美林时钟几乎失效，投资实务层面必须建立以新趋势投资为主体的，周期性与结

构性框架交叉的多维立体结构。这种非线性的分析和预测框架，其难度在于无法可视化，很大程度上也难以言说。一切根据线性思维和传统分析框架及过往经验进行的实务操作，都会被现实打脸。比如我一直提到的，价值投资在这十年频繁“相变”的时间里，相对收益率大不如从前，甚至比不上大盘的基准收益。（参阅文章《赵建：金融市场已经恶性通胀，印钞者们摧毁了价值投资体系》，《赵建：价值投资已老，能做周期的只有趋势和周期》）

对于频繁“相变”的世界，除非采用可以深度学习的人工智能和复杂算法，依靠机器复杂计算的力量，否则为现实世界构建模型是困难的。但这样的形而上学努力或许是另一种理性的自负——人类世界可以精确的被算法模拟——所谓的元宇宙。但问题的根本是，模拟和虚拟再现相对简单，困难的仍然是预测。预测的基础是一个随机过程的概率分布函数。但同时，基于历史数据的参数估算，本身又有很大的偏差（置信区间）。如果状态发生了“相变”，那预测模型本身也成了风险的一种来源。有多少量化模型是因为市场发生“相变”后，没有及时做出结构性修正而导致自身崩溃的。

应对相变复杂性有两种思路，一是你的策略比它更加复杂，这是同一维度的“内卷”。可惜，仍然不可能有比现实经济世界更为复杂的经济学模型。二是上升到更高一阶的维度，站在更高的思维高度俯瞰“相”，就像在迷宫的上方俯瞰路径和出口。其实很多情形，只要能够升维，从高空鸟瞰，就可以做到删繁就简。

那么该如何升维？关键是认清并抓住事物变化的主要矛盾，根据这个主要矛盾对复杂的非线性做线性化近似，一切就变得简单起来。如同美股，次贷危机后十几年，其实可以傻瓜化操作，那就是坚持跟随美联储做多。能做到这一点，首先需要认识到欧美等发达经济体的主要矛盾，不再是产业资本生产过剩与产业工人购买力不足的矛盾，也不是金融资本无序扩张与基础资产支撑不足的矛盾，而是货币资金无底线宽松与核心资产供给严重不足的矛盾。这是美国次贷危机这样百年一遇之金融大地震引发的“相变”，表现出的深刻变化是美联储的一再宽松，债务上限的一再提高，以及对股市强势上涨的一再漠视。



TGA 账户压降将继续向市场投放美元性 (Via FRED, 天风证券)

这就是大趋势的力量。通过大趋势进行投资来获得宏观周期红利的  $\beta$ ,



比自己折腾赚取高风险的  $\alpha$  性价比高多了。美国经济最近半个世纪产生了三次“相变”：

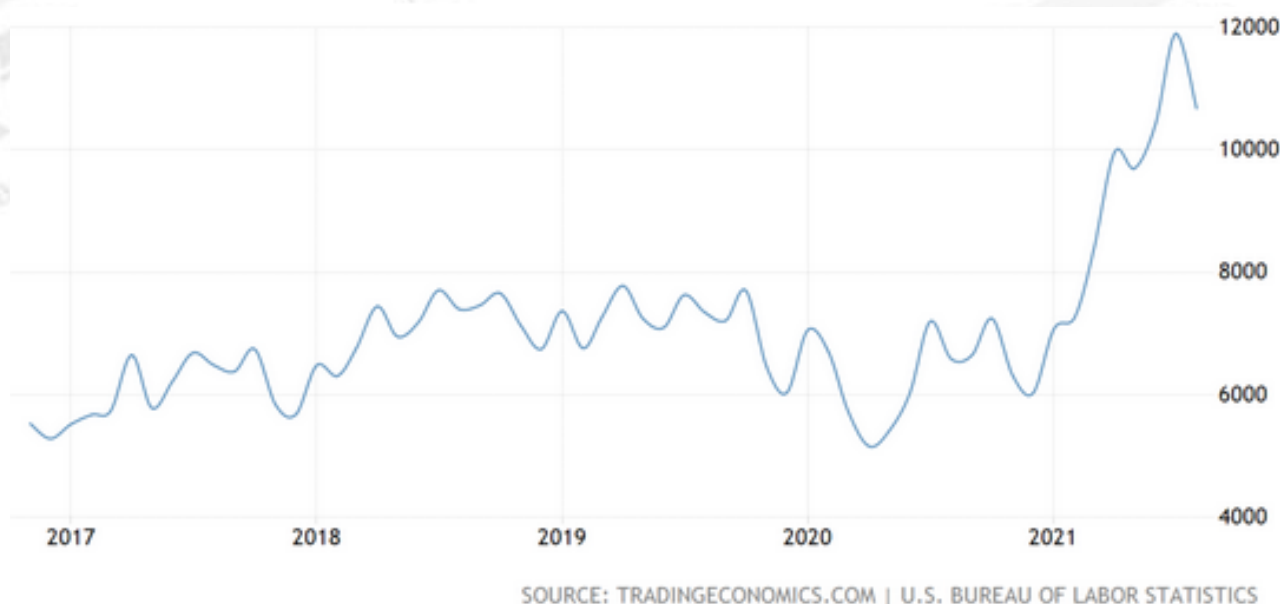
第一次，上世纪八十年代，从产业资本主义进入金融资本主义（明斯基命名的“基金经理资本主义”），实体产业外移，利用金融资本可以全球自由流动的优势，以及自身的世界货币信用做大金融业，日渐衰落的铁锈地带与日夜笙歌的华尔街形成鲜明的对比。

（推荐阅读：《数字时代的散户革命与全球金融风险的新特征》、《货币理论的演变与金融创新的“中国范式”》）

第二次，次贷危机对金融资本主义造成沉重的打击，金融资本主义从基金经理资本主义转变为央行行长资本主义，主导金融体系以及整个经济体系的力量不再是华尔街的投行和基金经理，而是美联储等各国央行行长和主席，金融周期继而经济周期的潮汐，几乎由央行行长和联储的主席们牵引。

第三次，大疫情的发生让美联储们爆炸式的宽松，但与以前状态不同的是，或者说这里引发“相变”的关键点是：供给体系开始出现问题。这是继上世纪 70 年代以后，市场经济为绝对主体的美国第一次开始出现严重的供给问题。我们知道，市场经济最不怕的是供给不足或者说需求缺口，市场经济最怕的是需求不足。然而，大疫情后产生的情形则不一样，全球供给体系正在遭受前所未有的破坏（参阅《赵建：全球供给体系正在遭受巨大的破坏》）。这可以看做是大疫情后货币过度创造需求，并引发物价工

资通胀螺旋，以及贫富极化引发的劳动力不满。未来数年，如何修复供给体系，维系供应链的稳定性，将成为美国政府的新命题。但显然，美联储在这方面几乎难有作为。



### 美国近五年来职位空缺变化 (Via TradingEconomics)

新中国成立以来，大的相变有三个：第一个，新中国成立，国民政府七零八落的市场经济，被社会主义改造后成为计划经济；第二个，改革开放后，计划经济变为市场经济，决定社会发展的主要矛盾是人民群众日益增长的物质文化需求与落后生产力之间的矛盾。总的来说是总供给和总需求

**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\\_29108](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29108)

