



赵建谈风险、避险资产全崩溃的原因：杠杆塌缩与流动性黑洞



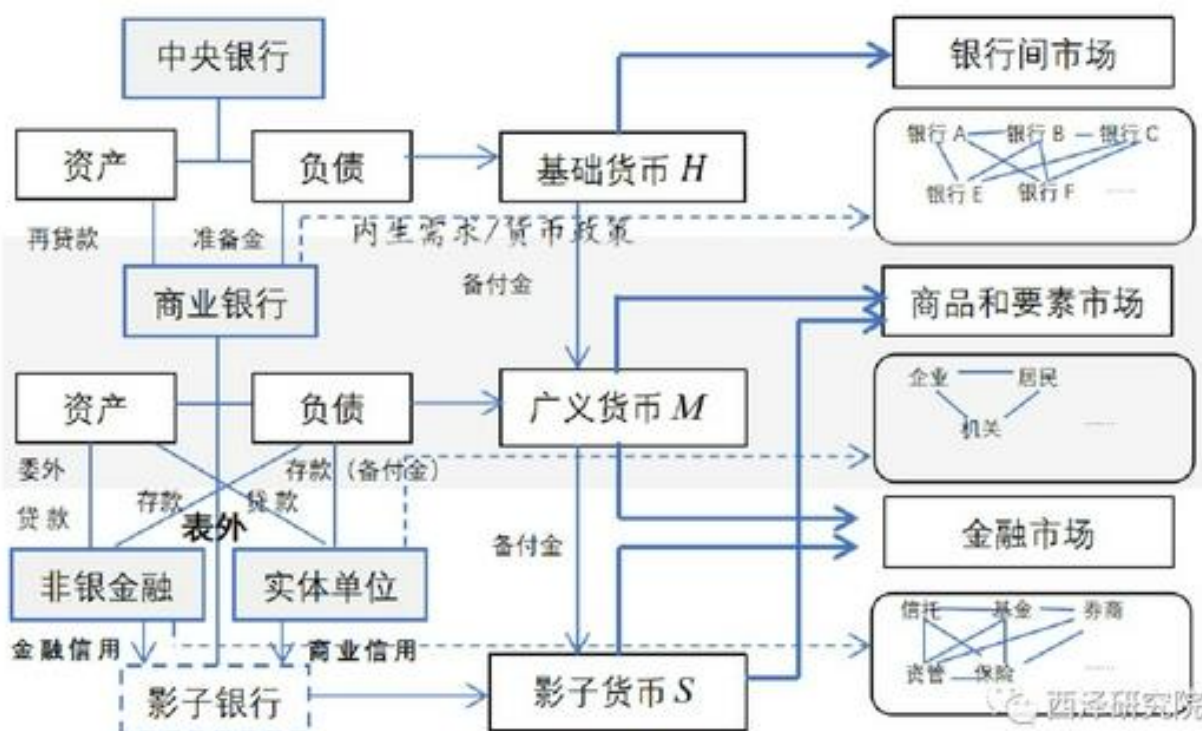
文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建

在金融海啸里,不止一个朋友问我为何所有的资产,无论是风险资产,还是无风险资产,甚至传统的避险资产,都在崩盘。资产抛售后,钱都去哪了?



问这样的问题,表现出两三个方面的知识匮乏:

一是,不了解现代信用货币的供给结构。我们用的货币,都是银行负债。实际上是银行(包括央行)资产负债两端的薄记,可以看做银行资本保证下的“无中生有”,阴的一方计入存款(M2),阳的一方计入贷款。所谓“一(资本)生二(货币和信贷)”。对应的,则是实体经济(企业和个人)的杠杆或债务。所以,每一笔货币背后都是杠杆。

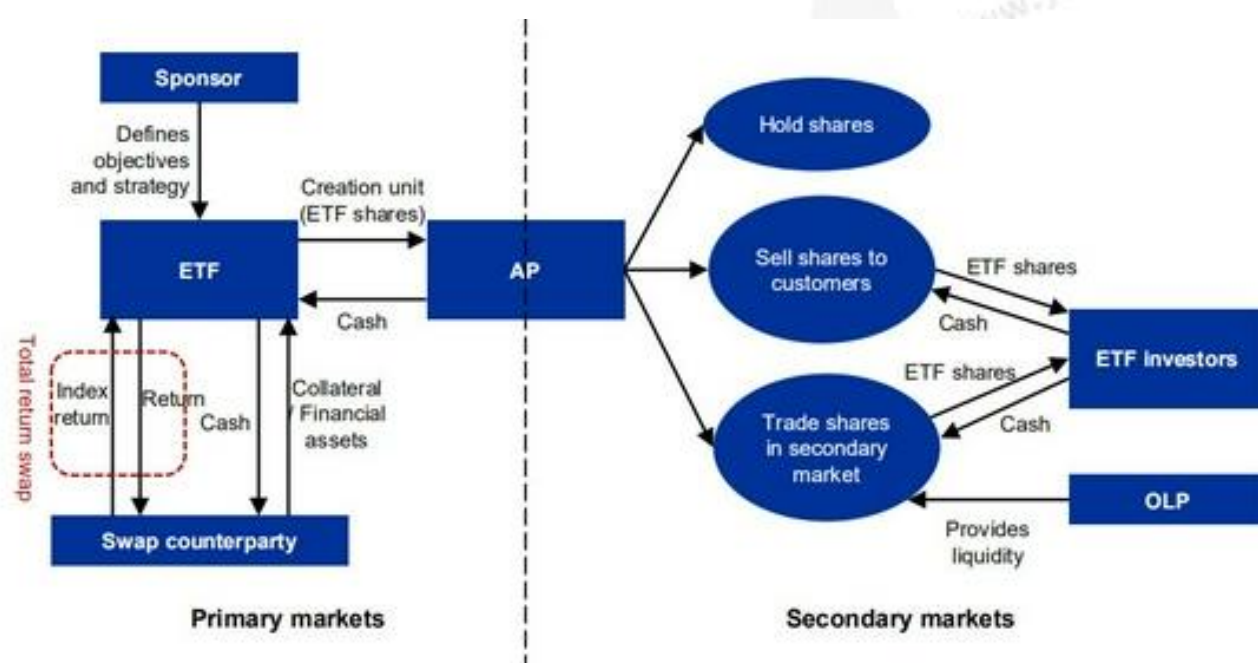


现代货币体系的基本轮廓（作者制作）

二是，不懂现代金融二级市场的资产定价结构。二级市场定价是边际定价，大量的存量资产的公允价格，是由一小笔流通盘集合竞价交易决定。举个不恰当的例子，假如你小区 100 套房子，99 套自住，一套不断交易。原来一万一平，现在这一套房以十万一平成交，这个十万一平是仅有可参考的价格，但是市场价格，那么剩下的不流通的 99 套房的公允价值是不是涨了十倍？当突然有人开始以 5000 一平抛售，价格是不是跌了 95%？那么跌去的钱去哪了？哪里也没去，因为本来就是账面游戏，钱从来就没有（交易量）。这样的例子，港股不经常发生吗。

三是，不懂现代货币和信用体系的分层结构。有些杠杆不创造货币，但会大量消耗货币。比如催生美股大牛市的被动管理工具 etf，九成有 3—4

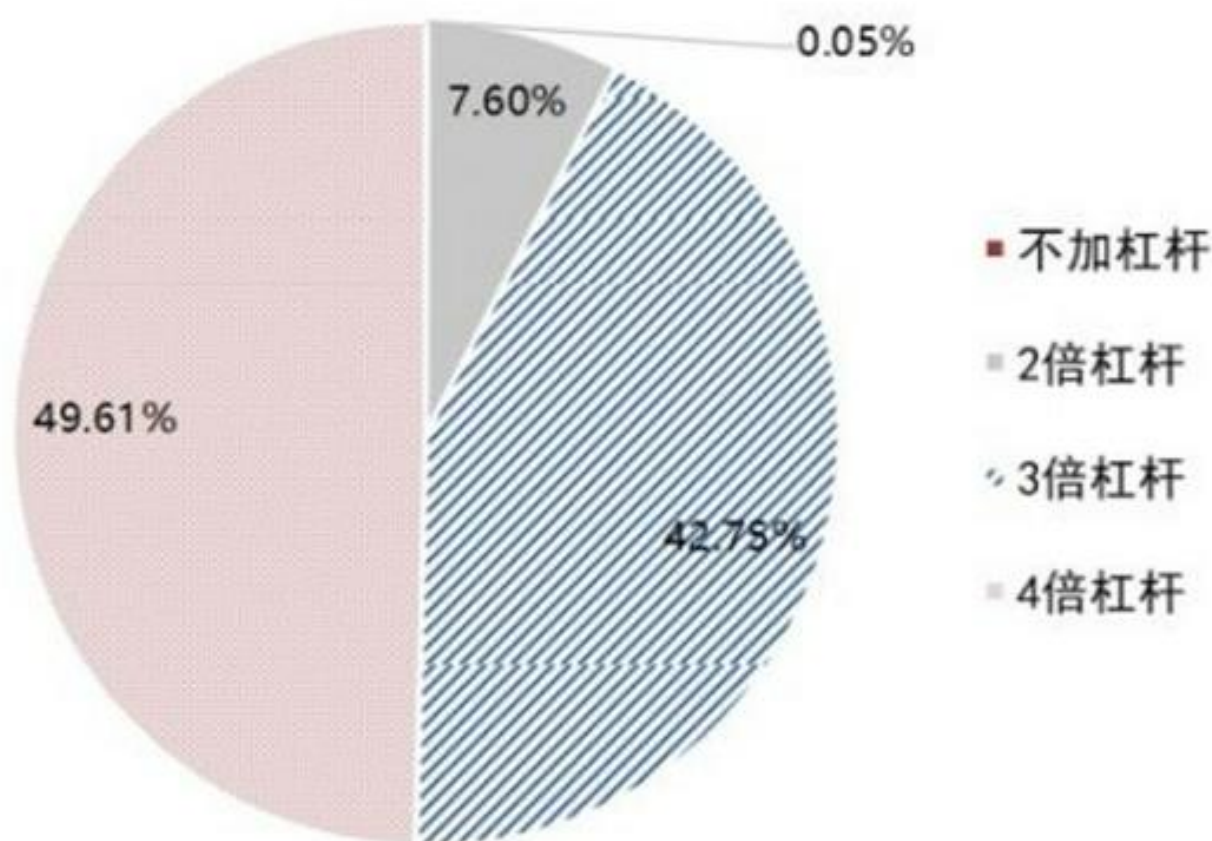
倍杠杆。还有一些投资美元、美国债和黄金等避险资产的对冲基金，也都有很高的杠杆。这些杠杆大部分是同业信用或金融机构信用，或资管产品的优先劣后，通过扩大规模来增厚收益，但是并不创造货币，流动性很差。一旦出现连环去杠杆，就必须抛售所有资产换取货币。拿黄金来说，只有美元可以用来补充保证金或偿还杠杆，黄金本身不能用来还债，所以需要先抛售黄金获取流动性，再用美元补充保证金或还债。



Sources: own calculations, based on Kosev and Williams (2011), Autorité des marchés financiers (2017) and Turner and Sushko (2018).

Notes: AP refers to Authorised Participants and OLP to Official Liquidity Providers. Figure 2 shows the case of an unfunded swap agreement, where the synthetic ETF take full ownership of the collateral. In funded swap agreements, which are more frequent than unfunded, the collateral is pledged to a third-party custodian.

ETF 的复杂结构

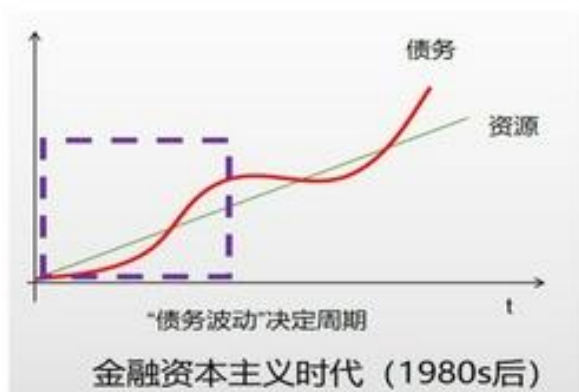


ETF 的杠杆分布（按规模）

所以，债务型经济的膨胀和收缩是不对称的，也就是加杠杆和去杠杆的两个过程是不对称的。加杠杆购买资产的时候，通过结构性协议和边际定价，吹起了金融资产的泡沫（上面小区房产价格的例子），但并没有相应的创造货币或流动性。但是，当去杠杆的时候，如果价格不下跌，所需要的货币会严重不足，所以会导致所有的标的资产都崩溃式下跌以实现再平衡。这跟弗里德曼和伯南克认为的，美国大萧条的直接原因是货币供给不足是相似的逻辑。

我去年曾经在多个场合做报告和讲课，一直在讲一个主题叫“债务型

经济”（参阅文章赵建：世界进入债务型经济 我们该如何“债务化生存”（万字长文））。我认为次贷危机以来全球经济最主要的特征是债务型经济，我论证了很多模型和例子，比如债务的指数级膨胀与经济和流动性的线性增长之间的矛盾，美国次贷危机以来有三成以上的 GDP 是债务贡献的（消费信贷和公司杠杆回购、股市大涨造成的财富效应），中国天量 M2 背后的地方和地产债务等。可以说，中美两国的两大核心资产，美国的股和中国的房，都是靠债务支持的，前者是公司加杠杆回购及杠杆 ETF，后者是开发贷和按揭。



债务型经济的根本矛盾：指数级债务与线性级资源（作者制作）

当时我借物理学的几个概念，恒星踏缩和债务黑洞，来形容债务型经

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_33067

