

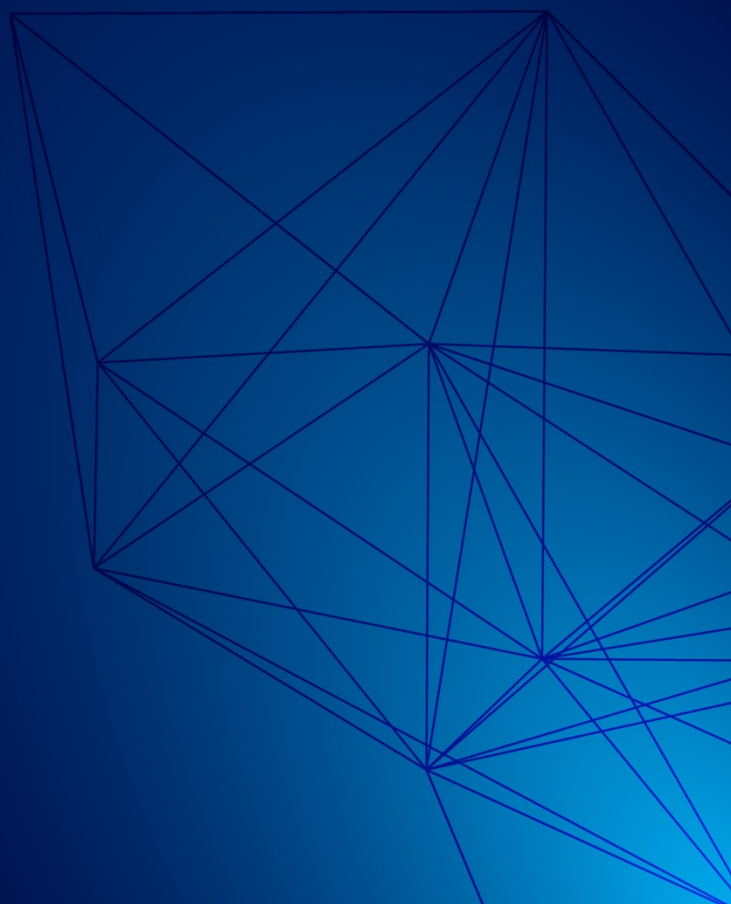


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2020年第30期 总第77期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 曹明明 方垵豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

# 从美联储货币管理框架的演变分析 2020 年危机的独特性和未来货币体系的可能演变路径

## 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

## 【特邀嘉宾】

郭胜北（天风证券有限公司副总经理）

### 一、美联储货币政策回顾

首先回顾一下 2018 年时的判断，帮助理解货币体系的结构和以此为铺垫讨论以后的演变。2018 年 10 月份时，几乎所有人员包括美联储前主席耶伦在内，都认为美联储 2017 年夏天的缩表和加息路径没有问题，经济情况非常好，但我当时做了一个截然不同的判断：美联储形成了以 IOER（超额准备金率）和 Overnight Reverse Repo 分别为利率上限和利率下限的双底结构，在这样的结构下难以进入高利率空间，而且会出现利率突变的情况。当时预判在不久的将来会出现停止加息，停止缩表，把 IOER 利率调整到利率区间的下端，并引入正回购，因为如果不引入正回购的话，无法确保利率区间的上端不被突破，假如出现极度危机时可以再进行 QE。

### 美联储货币政策对经济和金融的影响点

- **利率水平**：2016年底开始的快速加息过程可能已经进入后期，利率上行空间非常有限
- **利率曲线形态**
  - ✓ 美联储加息带来的曲线扁平化上移，以及缩表带来的阶段性陡峭化
  - ✓ 但现在的货币管理结构，即使在经济减速的情况下，也很难轻易出现倒挂
  - ✓ 目前管理结构存在利率曲线突变的可能，一旦倒挂，对全球经济的危害也将大幅上升
- **货币政策前端的复杂性**
  - ✓ 商业银行对IOER、短期国债利率和联邦基金利率的需求曲线非常复杂
  - ✓ IOER最有效的使用，是在QE的低利率阶段
  - ✓ 在出现风险大幅上涨、资金回流的情况下，前端IOER和ONRRP都有明显抑制货币扩张的作用
- **财政部和央行**：财政部在财政赤字持续上升的情况下，会继续大量发债；央行加息和财政部发债使短端利率形成螺旋式上行的结果
- **央行资产负债表规模直接影响全球流动性**：在欧央行和日央行可能减缓或停止宽松的情况下，流动性会受到更大影响，也影响商业银行流动性覆盖率、资本充足率等指标
- **美元的储备货币地位**：美元作为对外支付的工具，美国能源逐步走向的自给自足，对石油美元有长期影响。过于强调贸易平衡对全球境外美元供给产生负面影响，对境内债券市场供需产生负面影响

图 1

### 未来美联储政策可能出现的新变化

#### 2016年底开始的快速加息和2017年底开始的缩表是一体化的操作，但未来两个操作可能会相对独立

- ✓ 央行资产负债表过大带来利息负担
- ✓ 在加息和缩表操作的初始阶段，平坦为主的利率曲线环境可以保持足够的陡峭，并辅助信贷扩张
- ✓ 缩表对未来的再QE留下空间
- ✓ 但这两个操作在进入利率相对中性区间后可以独立

#### 目前风险管理方式过于复杂，难以进入高利率空间

- ✓ 前端和利率曲线都存在从扩张到收缩突变的可能性
- ✓ 财政刺激政策带来的短期国债发行，和现有的货币管理工具已经产生矛盾

#### 提前结束加息

- ✓ 未来美联储将大概率放缓加息速度。过去以较快的方式加息是合理的，有利于刺激经济，但加息上限可能比目前市场普遍预期的要低得多
- ✓ 在这种情况下，曲线将呈陡峭化变动，支持美国经济，部分抵消外部冲击，对股市也有一定程度帮助；美元维持强势，通胀上升；但是对全球流动性造成持续压力，新兴市场受益相对有限

图 2

### 未来美联储政策可能出现的新变化

#### IOER制度的改变

- ✓ 将IOER设置在联邦基金利率区间的下限附近
- ✓ 边际上增加银行的信贷扩张需求，和降低前端的货币收缩力量
- ✓ 抑制短端国债利率的过快上涨
- ✓ 用OMO（或类似方式）确保联邦基金利率不会突破区间上限
- ✓ 可以维持利率曲线形态的相对陡峭

#### 提前结束缩表

- ✓ 美国金融体系流动性过紧是可能促发的原因
- ✓ 这种情况下，收益率曲线将平坦化变动，M2增速上升，美元指数见顶回落，流动性状况改善，对美国股市有明确的帮助，对新兴市场也将带来支持

#### 再QE

- ✓ 理论上可以在利率相对高位时进行
- ✓ 只有在美国经济环境非常恶化时才有可能发生，而且也应该在尝试了停止加息，停止缩表，或者是降息等步骤后才有可能尝试
- ✓ 当然如果央行资产负债表收缩带来的无风险资产过度收缩的情况下或许会有微调的可能，但这种情况和以前的QE有本质的不同

图 3

这里需要澄清两点，首先 IOER 指 Interest on Excess Reserve，很多人也称为 Interest on Reserve，严格意义来说两者之间的区别非常小，所以一般两者都可以用。还有一点需要补充的是，以前的银行理论认为信贷可以准备金为基础进行扩张，但实际中是有问题的，很多央行已经没有 Reserve 的要求，如美联储在 2020 年 3 月份将存款准备金率降至零。

## 二、EuroDollar、FX Swap、Repo 和 LCR 的相互作用

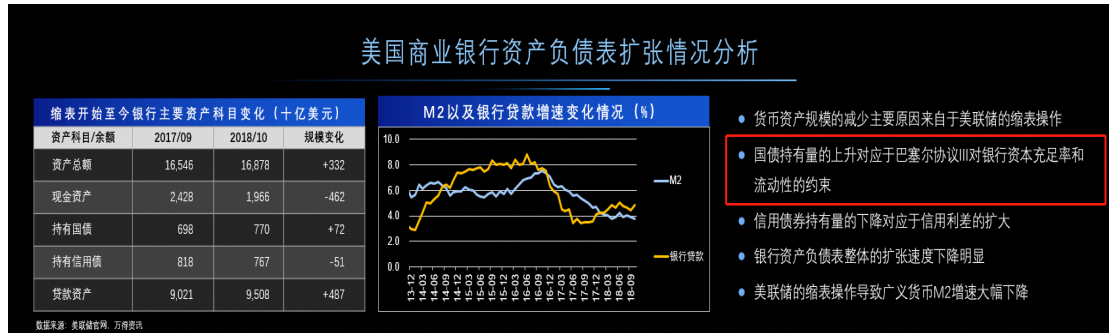


图 4

图 4 中红框的部分指的是商业银行的 LCR (Liquidity Coverage Ratio), 这个比率实际上是对银行流动性的控制因素, 银行的流动性资产只有 Reserve 和 Treasury 两种, 但是在美联储缩表时, Reserve 下降形成了一些后续问题, 包括 2020 年的流动性紧张都与之相关。

简单说一下几个概念, 首先是 Eurodollar 海外美元市场, 是全球最重要的资金市场。Eurodollar 中的 Euro 并不是欧元货币, 而是指海外美元市场是在欧洲最早建立, 同理, 金融术语的 Euroeuro 也指海外欧元市场。Eurodollar 的规模远远高于 Euroeuro (海外欧元), 或者 Euroyen (海外日元), 估算全球 90% 国际贸易资金通过 Eurodollar 市场, Eurodollar 也占海外货币市场的大约 75%, 这和美元的全球交易货币、全球储备货币地位匹配。早在布雷顿森林体系 (Bretton Woods) 的第一阶段, 整个国际金融体系还在和黄金挂钩, EuroDollar 市场就已经成为了重要的金融市场工具, 而后 Eurodollar 更成为国际美元的主要框架, 它不直接受到美联储管理, 也不直接受到美国监管管理。这里的 Leverage 非常高, 理论上而且实际可以提供的货币体系杠杆

大幅高于受到监管的体系。市场关注的美元 LIBOR(伦敦银行同业拆借利率)就是 Eurodollar 市场的产物，关于流动性紧张程度和同业风险的重要指标 LIBOR-OIS spread 也来自于此。2008-2009 年金融危机和后续主要经济体的央行 QE 政策和货币体系管理结构的调整已经影响了 Eurodollar 市场的常态，全球范围阶段性爆发的美元短缺问题都和 Eurodollar 市场和各主要央行、政府的政策影响相关。

另一个概念是 FX Swap、Currency Swap(外汇互换)，一个以货币 A 为本币的投资者想投资货币 B 的资产或者需要一段时间货币 B 做贸易和公司运营，最常用的方式是 FX Swap。FX Swap 市场非常巨大，存量（当然包括很多互相可以抵消部分）对应的货币量大约在 80 万亿至 100 万亿美元。它的理论定价模式是 Covered Interest Rate Parity，也就是两个货币在兑换时间段的利差。美元作为全球最重要的国际交易和储备货币，加上美国的巨大金融市场，和美元相关的 FX Swap 是最重要的市场，美国的银行、金融机构、拥有美元的外国机构都可以是提供美元 FX Swap 的主要参与者。由于 Money Market Fund 通常投资国债或是有国家信用担保的资产，美国在上一轮金融危机以后，一些对 Money Market Fund 的改革使得市场结构产生了变化，资金市场的供应方开始减少，包括日本在内的投资者开始需要花更多的钱才能 Swap 到美国市场。

Repo（回购）是主要通过抵押品（collateral）做短期融资的金融交易，可以从隔夜到定期几个月，甚至更长周期，Repo 市场规模巨

大，2018 年统计的美国平均每天存续的回购（Repo）和逆回购（ReverseRepo）总额在 3.9 万亿美元。现代央行理论之父 Walter Bagehot 在 1873 年的巨著 *Lombard Street* 一书中奠定了央行为最后贷款人地位的理论基础，最初的商业银行货币创造主要依靠可以自我形成闭环的商业票据或者短期商业贷款作为商业银行货币的基础，而美国银行和金融体系的发展路径更依靠可交易的金融资产为货币发行基础，所以美国的金融体系从建立初期就形成了一个以置换或者说是以交易为基础的金融架构，银行和金融机构所拥有的金融产品需要通过置换和交易手段获取流动性，这个高度复杂的体系最终要通过回购市场把各类抵押品（Collateral）和货币进行交换，最重要的 Collateral 是短期国债 T-Bill。这种结构使得美联储不仅是最后的贷款人，也是最后的交易人。对该结构的有效控制也成了美联储的实际重要职责。

LCR（流动性覆盖率），优质流动性资产（High Quality Liquid Asset-HQLA）对未来 30 天资金净流出量之比，是银行和金融机构的重要流动性指标，这项指标在 2008 年金融危机后成为巴塞尔 III 中控制银行和金融机构的重要手段。对于国际主要金融机构，优质流动性资产的最主要部分是准备金和国债（短期国债为主）。商业银行在央行的准备金（Reserve）和自己拥有的国债量如果不足，直接影响商业银行的负债能力。

2019 年在连续的 QT 后，银行的 Reserve 下降，美联储也意识到这个问题，2019 年夏天开始减缓甚至停止缩表的进程，但依旧爆发了

19年9月份的Repo Crisis。这里提一下TGA(Treasury General Account)即财政部在美联储的存款账户和Foreign Central Bank Reverse Repo即外国央行在美联储的存款账户。第一轮QE刚结束时，银行存款基本零利率，而存到央行会有25个基点的利率，所以美国政府的存款账户和外国央行的存款账户都从商业银行转到了央行，这使得央行在以后的缩表过程中，对Reserve的控制能力大打折扣。因此当时出现了一方面美国在大力发短期国债，另一方面银行Reserve不足，同时报税导致很多商业银行的Reserve转入了TGA，外国央行也面临他们的钱一直在进入Reserve Repo的过程，使得Reserve继续下降。简单理解来说，整个美联储的资产端在这些操作中都不会动，只有负债端在属于政府和其他之间进行交换，所以Reserve下降以后，使得商业银行的LCR下降，出现流动性挤兑。为了解决这个问题，美联储提出Liquidity Management Program，不是QE而是流动性管理工具，通过购买短期国债补充商业银行在美联储的准备金。但是这项操作产生了另一个问题，美联储的操作实际上把市场中商业银行和金融机构所持有的T-bill逐渐买到美联储的资产负债表里，造成关键时刻机构Collateral的量不足，不能形成市场的正常运作，从而产生2020年3月份时的市场流动性匮乏。

接下来介绍下2020年2月底的时候，我们如何判断会出现系统性风险级别的流动性冲击。疫情出现后美国整个经济受到巨大冲击，导致很多美国企业或家庭去银行取现金或是申请获得授信额度，整个



体系的货币供应量不足，贸易结构放缓，大家变成相互欠款，货币流通速度急剧下降。在当时条件下要获取资金只有两种方式，一是变卖金融资产，二是通过负债的形式获得新的流动性，这就潜藏一定问题。2月底时意大利疫情非常严重，美国刚出现疫情，欧洲和美国的股票大跌，欧洲股票跌幅超越了美国，但有意思的是，欧元相对美元在升值。一般来说，疫情刚出现时美元是避险资产，所以在中国刚出现疫情的时候美元涨，但2月份时出现了相反的结果，美元对欧元、日元贬值了一小段时间，但是对其他货币比如英镑、澳元都在升值，出现了短暂的分化。

这种分化在我看来很清晰，是由于货币流通速度下降欧元区货币量不足，触发整个信贷体系收缩，联动出一系列问题。前面提到过海外美元市场的杠杆可以很高，无论是贸易资金的不足，还是大家需要额外的现金来做流动性保护，以及缺少抵押品的问题，都导致大家急需额外的流动性，所以开始抛售资产，形成价格螺旋下降。海外美元市场获得美元的重要渠道是 **FX Swap**，面对疫情美国开始迅速降息，但降息以后出现了下一个问题。首先是银行之间对手方的风险开始积聚上涨，美国利率迅速向零靠拢，使得利差对于美元提供方变得没有什么意义，商业渠道向海外输出美元的路被切断，同时金融机构包括中小银行也都面临同样问题，他们无法获得新的资金，虽然美联储当时提供了无限量 **Repo**，但它只能是美联储和 **Prime Dealer** 之间的操作，大量的普通客户、金融机构或者是企业难以获取资金。**Repo** 的

路径被切断等于市场最终只能寄望于抛售资产，而由于 LCR 指标限制，银行承担风险能力下降，最终大家发现所有的资产都不值钱了，包括黄金、中长期国债，唯一安全、最好的 Collateral 就是短期国债。

我们认为当时的市场面临的是三个不同的危机，一个是经济危机和疫情相关，一个是金融市场危机，包括大家说的 **Passive Investment Credit Risk**，但真正让危机无限量放大的是流动性问题，而流动性问题最终得到解决的方案之一是无限量 QE，因为无限量 QE 本质上是跳过了中间的 **Prime Dealer** 和银行结构，配合财政政策的直升机撒钱过程，直接投放在市场中。另外为了缓解国际上的流动性不足问题，美联储启动了 **Central Bank Swap Lines**，实际上某种程度也可以认为是美元霸权的分层结构。在整个系统中处于中央位置的当然是美联储，有几个重要的伙伴——**BoE**、**BoJ**、**ECB** 和 **BoC** 几家是可以无限量互相提供流动性，这是第一层，3 月份的时候又提供了 9 个新的央行，包括新加坡、巴西、墨西哥、瑞典等一批央行做了有限量的 **Swap Line**。这些政策组合打通了流动性趋紧的过程，向国际提供美元，解决了商业渠道不畅通的问题，同时又跳过 **Prime Dealer** 结构，直接把钱投放到金融市场。我们当时正是看到了这一点，所以建议大家转向做多黄金、做多股票。

### Fed's Balance Sheet

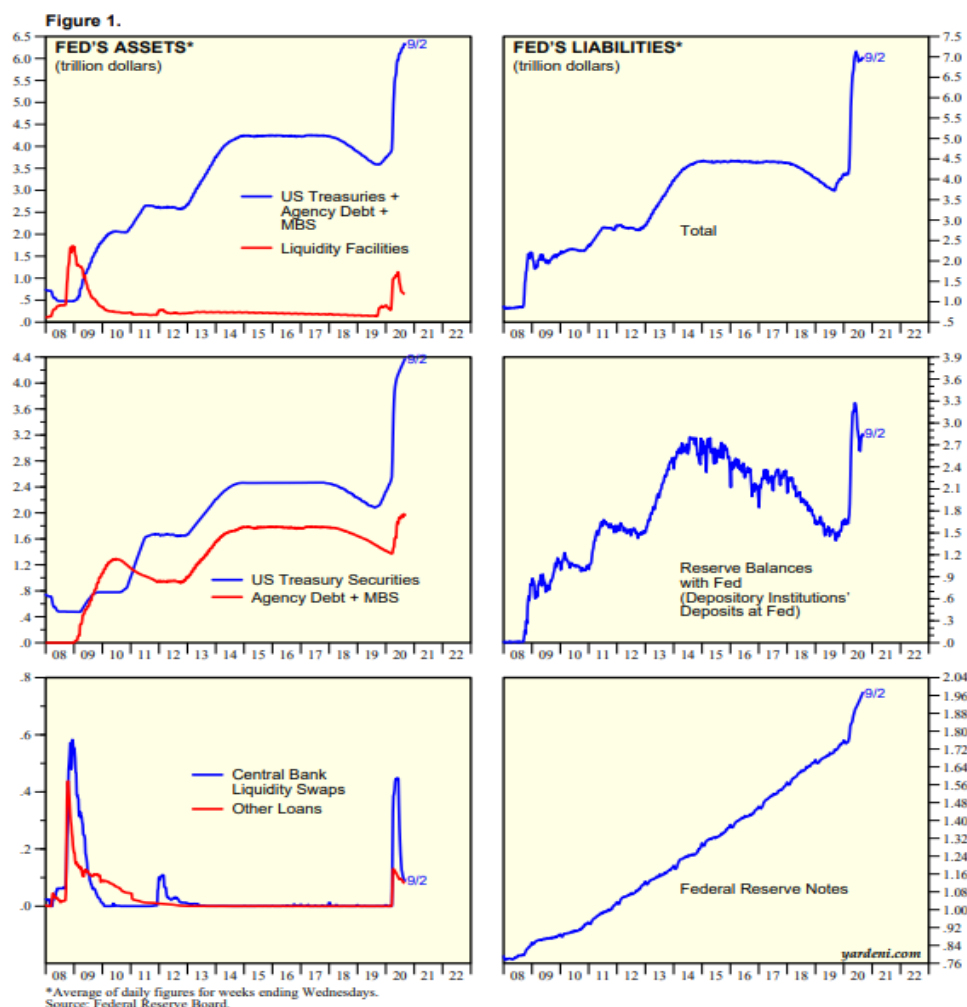


图 5

图 5 是美联储资产负债表的情况，从 2017、18 年开始下跌以后，有一段小幅上涨，主要是由于 2019 年的 Liquidity Management Program，2020 年初直线上涨很多，主要是由于这轮 QE 和财政政策匹配的操作。最近美联储的资产负债表有些收缩，有两个主要的原因，一是市场对 Repo 需求下降，同时外国央行的 Liquidity Swap 需求量也下降很多；还有一点是美国国债和 MBS 的持有量从 40 多亿涨到

60 多亿，但准备金规模涨的少一些，最近也有下降的趋势，这可能主要与商业银行 Repo Program 结束有关。

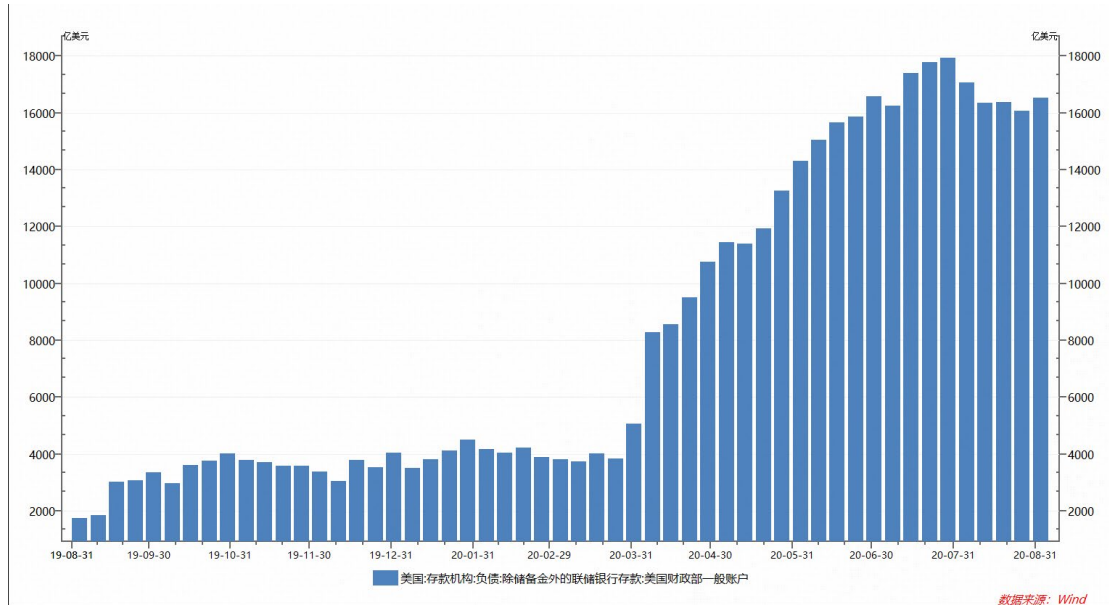


图 6

解释一下 TGA 账户的操作过程，如同是美国财政部发国债，美联储购买后，资产负债表的资产端就会增加对应的国债，但是如果这部分资金在 TGA 账户中，就属于美联储的负债。这部分资金从 4000 亿左右增长到 1.8 万亿，很大一部分与 Payroll Protection Plan (PPP) 相关。PPP 的运作方式实际上是商业银行提供给小微企业的贷款，规模约 6000 亿左右。这些贷款在特殊环境下会被豁免，所以将来 TGA 账户资金的规模会下降，商业银行的贷款被置换成在央行的准备金，而央行资产负债表中资产端的债仍存在，负债端的 TGA 账户会下降，所替代的准备金也就是未来 Reserve 肯定会大规模上升。随着准备金规模的上升，加上银行持有的 T-bill 规模也上升，LCR 不再构成限制

问题，反倒是另外一个指标 SLR（Supplemental Liquidity Ratio）可能成为限制，SLR 本质也是巴塞尔协议 III 中限制银行资产过于庞大的指标，它的分子是银行的 Capital，分母是总资产规模。美联储在 2020 年三、四月份时决定，所有的 Reserve 和 Treasury 都不计算在总资产规模内，这理论上代表商业银行可以无限量购买国债，银行资产负债表可以急剧膨胀。

### 三、关于未来走势的几点观察

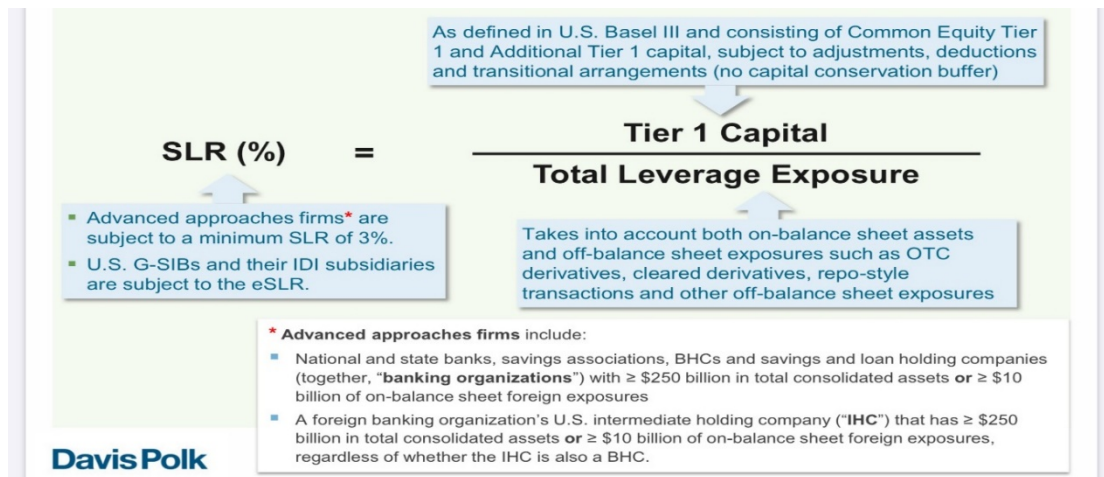


图 7

首先看一下各央行的资产负债表增速的对比，图 7 中红线是美联储资产负债表增速，远高过其他国家，从货币增量角度来说，解决了以前的流动性问题。在流动性有问题时，美元当然是强货币，但流动性没有问题的时候就出现了相对增速问题，所以美国的增速快于其他国家，某种程度上构成导致美元贬值的原因之一。另外欧洲除了大规模 QE 以外，5 月份推出联合刺激计划，第一次由欧盟发债来支付欧

州各个国家的财政支出，让大家感觉到欧洲的货币和财政分割问题，至少短期有向好的迹象，这也是欧元能够走强的重要因素之一。

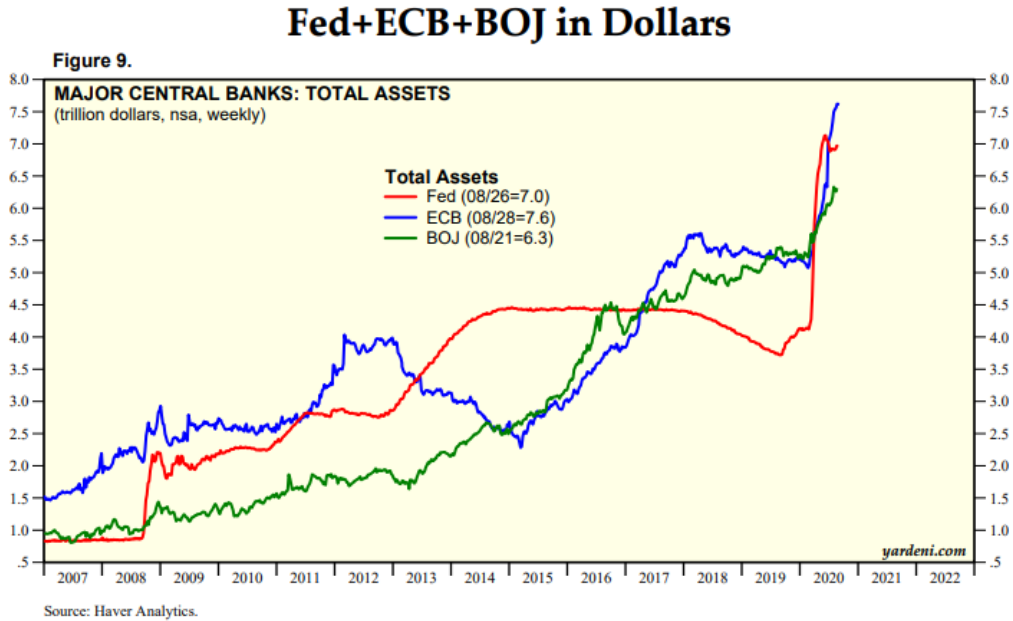


图 8

黄金方面，负利率环境下肯定会利好黄金，实际负利率现在也开始出现，毕竟通胀还有一些，也利好黄金。如果经济真的有潜在问题，对于没有信用风险的黄金，客观来说也是利好的。最近的一段时间美元开始走弱，黄金反倒下跌了一些，这跟美元走弱不完全相关，但利好黄金的因素可能是长期的。

再谈几个别的角度。这次的政府财政、央行救助和以前有些不一样。首先是财政政策的作用，有人预测美国的财政赤字到 9 月 30 号截止是 3.3 万亿，总量远超过去。其次是在这轮救助中财政政策为主导，毕竟现在 MMT 理论有很大的基础，包括 TGA 账户的使用都能

看到财政的作用非常重要。财政政策的效果非常直接，对通胀和通缩的影响很大，有些金融渠道无法达到的解决方案，财政政策往往能做到，但财政有它的问题，有时候带来的副作用也很大，包括通胀在内。

第二个值得思考的角度是商业银行的作用。2008年金融危机时，商业银行其实算是危机的罪魁祸首，但这次在市场反弹的时候，几乎没有任何金融机构出现危机，本质上是巴塞尔 III 包括一些强监管的措施，使得金融机构的资产负债表相对稳定。无论是2020年的3.3万亿，还是2021年预计的2万亿赤字，光凭央行是不够的，如果外国央行购买美国国债的量不足，可以利用商业银行渠道来扩张。还有一点也很重要，就是前面提到的IOER结构问题，在双底结构下它之所以能成为利率的上限，是因为只要实际利率在IOER以下，大家就会把钱放在银行收取利息。但经过前一段时期的调整，IOER处于目标区间中下部的位罝，利率结构有潜在扩张的可能。从这个角度来看，无论商业银行认为可能存在市场风险而购买国债，或是纯粹为了利差，都可能扩表。另外未来为了获得通胀，几乎肯定会有金融压抑政策，这个过程也会使得商业银行扩表。

最后是通胀和通缩的问题。杰克逊霍尔会议后，美联储发出信号想让 Inflation Run Hot，过去认为2%的 Inflation 当做上限，但现在可能最多是平均值，甚至可能是个基础的目标，它会形成非对称操作。当通胀在2%以下的时候会刺激，超过以后暂不干预，所以提供了 Inflation 的信号。问题是以目前的情况能否达到这项目标？我觉得美

国实际上有几个有利条件，第一是理论布局很早，2019年夏天 Stanley Fischer 主写的一份报告，当时就提到财政和货币政策配合的 Go Direct 方式。这种方式实际和 MMT 方法很类似，当然 MMT 有争议。在 Go Direct 的思路，美国有事前的思想准备和方案布局，所以财政启动非常快，以后可能会出现一些金融压抑政策，这些政策都会使财政的效果更加明显，所以我倾向于认为这是有利于 Inflation 最终克服目前 Deflation 的力量。还有就是美国国际储备货币的地位，尽管在危机中它会受到质疑，包括中国俄国在内的石油交易都开始有脱离美元的潜在迹象，但美元依旧是储备货币，在此刻这是不可能改变的。只要能够利用商业银行和美联储的一起扩表，提供很好的流动性，维持零利率或者是微弱的正利率，只要基础曲线有陡峭，美元在超发状态下保持或者有序下跌甚至有时反弹，可能性非常高。美元的操作空间非常大，这种情况下，我倾向认为 Inflation 最终会到达，这是未来的主要方向。另外商业银行在二季度的扩表主要跟 PPP 项目相关，其实商业机会不多。随着 PPP 项目开始在四季度实现豁免，商业银行就面临准备金急剧上涨，这时就取决于实体经济的投资需求是否充足。这段时间有选举的未知数，但经济数据确实有点让人吃惊的好，如果数据是真实的话，经济本身的恢复就可能带来增长机会和商业银行贷款规模扩张，当然未来 4 个月未知数太多，疫情有没有可能再度爆发，这些都不可预知。如果只从货币体系结构来看，我倾向于认为短期还是有一些通缩力量，随着时间推移，一定是朝通胀方向靠拢，目前大概处



于过渡阶段。

#### 四、问答环节

**Q1:** 美国的疫情，甚至经济数据受到政治影响较大，不知道根据你的分析框架，如何看待未来美元走势？

**A1:** 按照我前面说的理论框架，美国货币量超发超过其他国家的可能性非常高，这基本构成了中长期的劣势，但是如果美元能保持利率曲线优于其他国家，那最终的超发结果还会有一些阶段性回流，这是个有序过程，除非出现政治因素使美元失去储备货币地位，出现急剧下跌很难，我觉得美国能够控制利率基本有序下跌。在我看来明确受益的货币是欧元，欧盟现在财政和货币不能说一体化，但分割化的程度下降，这件事情本身就利好欧元。人民币能否达到那个位置，需要从金融以外的博弈角度来考虑问题。

**Q2:** 关于黄金价格走势，是否注意到有些大的机构在前一段时间价格迅速上涨后，获利了结，影响走势？如果有的话，这个量有多大？

**A2:** 至于有没有人大规模获利了结我不知道，我认为如果国际美元流动性分布不均，比如有些国家央行可能手里有美元有黄金，但是美元获得能力不够，在这种情况下抛售一些黄金来获利是可以理解的，也是非常合理的操作。但这在我看来可能不会影响大趋势。如果通胀预期真的出现或者明确在上涨，黄金就会走高，因为通胀下如果压制

利率就等于实际利率是负的，当实际利率持续为负，显然非常利好黄金这种天然的负利率资产。当然也有另外的问题，就是有没有可能货币体系重塑，美元信用多少会受到一些冲击，这种情况下我也倾向于认为是黄金的利好因素之一。但是最近确实涨得猛一些，所以可能会有一些短线回调，但是方向非常难以改变。

**Q3:** 中资银行现在在美国或者美元的资产配置上多少都有些担心，不知道您有什么建议。

**A3:** 中资银行的美元资产计价是美元，并不是人民币计价，如果考虑自身货币、财政体系的配合能力和灵活性，我依旧还是相对看好美国体系。当然在这个体系之内，我倾向于认为如果未来的转变方向是通胀，债券就没有那么诱人了，最终取决于标准的股债、大宗商品之类的交易方式。

**Q4:** 因为通胀预期，美联储的货币政策会是怎样的？商业银行扩表，美联储自己会缩表吗？

**A4:** 未来从政策方向看，美国制定财政、货币或者监管政策，本质上是刺激商业银行扩表，我觉得这个方向应该还是比较明确的。当前环境下，美联储绝对不会缩表，购买 MBS 和国债的计划已经明确会持续很久。如果疫情过去了，商业银行出现真正的投资性扩表机会，可能财政赤字也没那么高，也就是说对于美联储和商业银行支持联邦政府的扩表行为要求都不高了，经济好也会让 Inflation Run Hot，这种情况下商业银行和美联储扩表都是大概率事件，美联储肯定会扩表，

商业银行是不是扩在国债上取决于市场的机会。

**Q5: 中美关系紧张会延伸到金融领域吗？**

**A5:** 中美关系延伸到金融领域的可能性非常高。2018 年时我就推荐给大家一本书，叫 *Capitalism without Capital*，本质讲的是无形资产这方面，我当时就判断中国将来走的也是这条路。当时最重要的判断是科技成长为主的一轮机会出现了，这某种程度跟传统经济不一致。金融冲突的可能性肯定是有的，但难以在短时间内判断，香港地位的逐渐下降，科技上进行割裂都是发生概率极高的事件，我们只希望它以可控的速度发生。我在 2018 年左右推荐大家看了另一本书 *Carnage and Culture*，看完这本书就会对西方体系的全面战、冲击战思路有一个理解，它的战争方式、理解方式非常深刻、系统、全面。任何有利的地方都能发掘出来，而且会在动态中获得优势，所以不要低估对手的能力。

**Q6: Inflation Run Hot 以便美联储加息？**

**A6:** 不是，就是设立目标更高的 Inflation。

**Q7: 对美国股市怎么看？**

**A7:** 对美国股市我觉得涨得可能过猛了，一直没有技术调整，因为确实没有仓位，考虑没有那么多。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百三十二期（2020年9月7日）内容整理而成，特邀嘉宾为天风证券有限公司副总经理郭胜北。

郭胜北现任天风证券有限公司副总经理。拥有超过二十年华尔街投资银行和对冲基金领域的管理和投资经验，以及在国内券商投资和交易部门的管理和投资经验。拥有丰富的宏观、量化、技术交易等多方面的国际和国内交易经验。2017年至2019年任华菁证券副总裁，负责公司自有资金投资。2015年至2017年任中信证券另类投资业务线负责人，董事总经理，负责公司在中国境内和境外的对冲基金类自营投资与交易；2016年期间接管权益投资部任负责人，负责中信证券的境内股票自营交易。在2010至2015年间，曾创立了美国GSB奖台基金（GSB Podium Advisors）并担任总裁和投资总监。在创立GSB奖台基金前，2006年至2009年担任加林基金和宽街资本公司董事总经理并管理德意志银行帮助设立的各项基金业务；1997年至2006年任职德意志银行担任董事总经理，负责德意志银行证券部自营技术交易组，管理全球期货和全球股票交易；之前任摩根斯坦利副总裁，负责在证券自营部门开发和交易期货及股票的自营模型。获得美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院MBA学位；美国哥伦比亚大学理科硕士；北京大学计算机学士。

**【免责声明】**

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和居姍博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

