

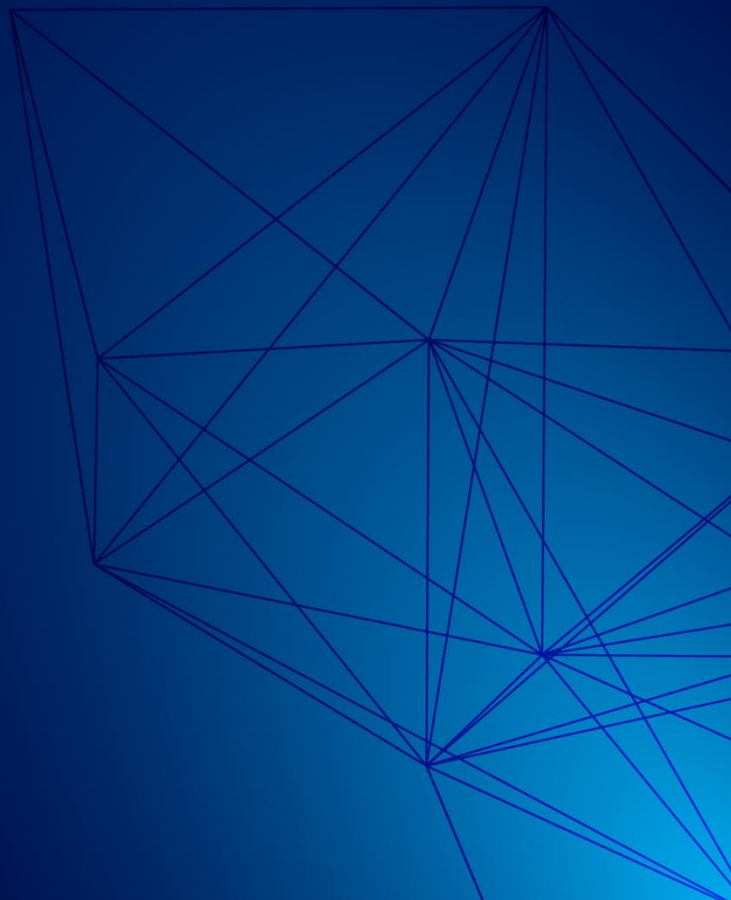


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 14 期 总第 100 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：鞠琳琳（执行） 曹明明 方培豪 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。

美国通胀率前景及其对资本市场影响之展望

【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】

胡刚（WinShore Capital 首席投资官）

通胀是当前全球市场比较关注的问题。本文内容主要有五个方面：第一，市场对美国通胀的预期；第二，华尔街经济学家对美国通胀的预期；第三，我对美国中长期通胀的看法；第四，如果通胀真的来临，资产配置应该怎么做？第五，通胀对金融行业的产业模式的影响。

一、当前金融市场对美国通胀的预期

当下市场对美国近期通胀的预期可能太高了，但是市场却对美国长期的通胀预期没有太多的看法。先说一个小插曲，美国通胀有两种衡量方式——CPI 和 PCE，联储看的是 PCE，在市场上主要交易的是 CPI。CPI 和 PCE 非常相似，但是并不太相同。为了简化，我把市场的通胀预期转换为 PCE，这样跟联储 2% 的目标比较好对应。

现在市场对 6 个月到 12 个月甚至到 18 个月的预期是，核心 PCE 会到 2.5-2.75%，但是，对于 18 个月到 2 年、2 年到 5 年、5 年到 10

年、10年到20年、甚至一直到30年维度的通胀，市场其实并没有一个非常清晰的概念，基本上把通胀定价在了联储的2%的目标左右。

也就是说，市场现在的想法是这样的：不论是民主党推进财政政策刺激，还是疫苗复苏，都会有一年到一年半的时间，产生一个通胀的脉冲。在那之后，市场对联储还是没有完全失去信心，认为联储还是能够控制住通胀。

二、华尔街经济学家对美国通胀的预期

看完了市场的预测之后，我们再看看华尔街的经济学家认为通胀如何走。以高盛的报告为例。高盛日前发布报告，认为在一年到一年半之内，基本预测是核心PCE到2%左右，同时也做了上行和下行情况的考虑。高盛的经济学家认为，疫情结束之后，对通胀最大的影响其实是在于那些在疫情中受损失比较大的行业的恢复，比如航空、度假。高盛认为，假设在一年时间内，受损行业全部能够恢复正常（一年之内这个时间段，我反而认为稍微有点乐观，至少大家在家办公这么长时间，不一定在一年之内就能完全回到以前的水平，比如我认为酒店行业就不一定能够很快恢复），核心PCE大概能达到2-2.1%。再做一个更大的假设，假设有报复性消费，这显然会对通胀产生一些影响，乐观情形下，一年到一年半之内核心PCE应该达到2.3-2.35%。也就是说，市场现在对通胀的预期大概超过了25个基点到50个基点。市场对经济重启相当乐观，这是当前市场对短期通胀的看法。虽然在市场上还没有表现出来，但是市场现在其实也对中长期通胀有一

些想法。

市场对短期通胀的预期为什么高？我认为有几个原因：

第一，疫苗的快速推进，经济逐步重启。

第二，拜登总统的 1.9 万亿财政刺激也开始要落地，1.9 万亿是印钱给社会发的。

第三，大宗商品的价格最近一直在往上走，无论是食品、铜还是能源，似乎目前不涨的是黄金。大家都认为大宗商品价格上涨也在助推通胀。

第四，美国的财政刺激是针对社会底层百姓的救济。这涉及到社会财富结构的问题。美国是一个富有国家，但 2019 年联储做了一个调查，发现美国大概有 40% 的人存款不到 400 块钱。这么大的一个国家，这种财富分配不均衡会对通胀有什么影响呢？举个最简单的例子，比如说现在政府把 1 万亿全都给了一个人，比如给了巴菲特，你给了巴菲特这 1 万亿，他能干什么？他还是把那 1 万亿全都投到股市。如果像现在这种情况，给每人发 1 万块钱，这些人就拿着这个钱出去买包、买鞋、吃饭、看电影、旅游，甚至买个车。这样的话，消费就起来了。所以当社会财富总量是一定的情况下，财富分配越均衡，普通消费者的消费对通胀的影响越明显；如果财富越集中，资产价格就会走高。这也是这么多年来各个央行都印了那么多钱，但是始终没有产生真正通胀的原因。相反是资产的增长，是股票越来越高，是房地产越来越贵。

第五，通胀预期。通胀预期是最可怕也是最重要的。一般通胀的情况是：当大家都不觉得有通胀，甚至认为有通缩的时候，谁也不会花钱；但是当大家觉得通胀要来了的时候，大家都会去花钱，反而推升了实际的通胀。所以通胀本身作为一个正反馈的动态系统，不是线性的，而是会越走越快。一旦通胀预期失控，是非常可怕的，但现在其实没有到这个程度。不过现在这么多人参与讨论通胀，本身就反映了大家对通胀的预期关注。

三、我对中长期通胀的看法

我认为美国中长期通胀上不去。回头看，从1980年到现在40年的时间里，我们经历的是一个通缩的过程，而非通胀。也就是说，通胀是越走越低的。在经济学理论里面，有一个很有名的理论叫菲利普斯曲线，它把就业跟通胀联系起来，越多的人就业，更多的人有钱花，通胀就能起来；就业少，大家都不花钱或者没钱花，通胀就往下走，这个讲起来非常合理，也非常直观，但是经济运行的事实似乎证明这个理论出错了。大家发现，最近十年甚至二十年，菲利普斯曲线越来越平，就业对通胀的影响越来越小。到最后发现，当就业非常好的时候，大家都有工作的时候，通胀也不往上走；但大家都没有工作的时候，通胀也没有往下走太多。

我认为影响价格最主要的还是供需关系。当需求超过了供给，那价格就往上走，供给超过了需求，价格就往下走。大家想一想，如果很多人都有工作，有了收入大家会去花钱，但是当你有收入的时候，

你确实对需求端做了贡献，但收入不是白来的，你一定也为供给端做了贡献。

所以菲利普斯曲线其实解释的是社会结构，主要反映的是美国上世纪六七十年代的社会结构。那时收入对需求端的影响要比对供给端的影响更大。现在再看一看美国甚至于全世界的就业和劳动力情况。上世纪六七十年代的时候，美国的就业市场像一个橄榄球，两边比较小，最大的就是中间的中产阶级。而现在像一个杠铃，两边的压力都很重，一边是像高科技或者金融这种比较高收入行业的从业者，另一边是大量没有文化的底层从业者，他们虽然有工作，但是挣的很少，根本就没有消费能力。在这种情况下，普利普斯曲线就变得越来越无效。

这四十年来，最重要有两件事情改变了通胀和供需关系，一个是全球化，一个是科技。首先是全球化。对美国市场来说，全球化不仅提供了供给，还“拿走了”需求。很多工作都没有了，转移到有廉价劳动力的地区，这些地区生产的东西更多更便宜。供给增大，需求萎缩，自然是通缩的过程。第二是科技。科技提高了效率和规模，以前需要 10 个人做的活，现在可能只需要一个人做，其他都被机器替代。科技的进步也使得供需关系产生了根本上的改变。

上述的五点短期通胀影响因素全都对，但是通胀最终是一个供需关系决定的变量，经过疫情之后，全球化的趋势改变了吗？科技的趋势改变了吗？我觉得都没有改变。如果全球化和科技的趋势没有改变，

当年那些美国的穷人会变得更有钱吗？我觉得可能也不会。比如现在拜登要实行财政刺激，给每个人发 1400 美元，这 1400 块钱花完了不就又没了吗？消费完之后，这 1400 块钱还不是蓄积到了亚马逊的股东那了吗？所以整个社会结构不改变，我不觉得会有中长期通胀的问题，我现在还看不到这个结果。换句话说，从现在的全球游戏规则来看，我不认为会有长期的通胀。

可是话说回来，疫情确实在试图改变这个规则。虽然我们还没有看到会怎么改变，但是有可能游戏规则会有一些改革。比如我前几天看到新闻说谷歌内部要成立一个工会。如果都这么搞，资本的回报和劳动力的回报比例可能在全世界会产生一些改变，但这个其实很难说。但如果真有这种改革，那可能就会有通胀，而且是长期的通胀。不过实际上我现在还是没有看到。

为什么我认为这些事情很难做到？很多人认为，如果美国变得“社会主义”了，情况会不一样，但如果你把美国和欧洲相比，欧洲要比美国“社会主义”得多，基本上把个人的医疗教育都安排好了，但欧洲也没有通胀。所以为什么会有人认为社会结构能够这么快地改变，然后产生通胀呢？不一定。

四、通胀对资产配置的影响

世界在变，结构在变，我们还是需要说一下如果通胀的尾部风险真的发生了，会有什么影响。

从资产配置的角度来说，在通胀的环境下，资产配置非常艰难、

非常痛苦。

第一，不能持有现金。在通胀的环境里，持有现金，就是自寻死路。

第二，也不能持有资本。通胀一旦起来，全世界所有央行或者财政都会想把通胀打下来，因为通胀会带来很多社会问题。世界上很多的革命爆发，通胀都是引爆点。在美国来看，联储主席鲍威尔出来讲话，其实他是想出来表达鸽派，告诉市场不要把加息预期打得这么高，完全没有必要。但是当问到他通胀如果真的来临怎么办的时候，他非常严肃的说，我们一定会把通胀控制下去，通胀是一个非常可怕的恶魔。我曾记得有一个央行副主席跟我讲过一句话，他说在央行的天平里，没有鸽派全是鹰派。如果通胀来临，央行一定会去解决。怎么解决呢？就是加息缩表，让整个经济衰退来解决通胀。能不能解决是另一个问题，至少央行会这么做。我认为也许真的到经济衰退的时候，反倒可能会有通胀。但是联储不会这么想，肯定会控制通胀。在这个过程中，就可能是股债双杀的局面。这也是我们看到这个月为什么资本市场会走成这样的原因。市场对1年期通胀的预期已经打到2.5%-2.75%，已经超出了联储能够容忍的限度。联储对市场说，通胀可以超出2%，但是现在最高达到2.5-2.75%。联储很多发言人都讲了，2.25%的水平还是可以容忍的。但是预期到了2.75%，联储是不是要管？如果这样的话，联储会有加息的可能，这也不是特别过分，但是市场受不了。无论是债市还是股市，其实都一样。因为估值起来很大程度

就是因为钱多，联储一旦加息，局面就全都不一样了。

所以在这种通胀的环境下，你既不能持有现金，又没有办法持有资本，几乎没有什么办法能够赚钱。除非你能够非常专业的操盘，来赚波动的钱，因为通胀会提高波动性。

其实通胀是不会在全球发生的，但是通胀很有可能在一个地区、一个国家发生，你只是不知道这个国家是美国还是英国还是日本罢了。

通胀发生的原因是什么？主要因素应当还是货币。历史上最高的通胀基本都是由于货币泛滥，现在全球没有一个造成通胀的货币氛围，但是完全有可能会有某些国家对疫情处理不到位，印了太多的钱，救了太多的市，然后货币在这个国家或地区泛滥。

那么，在这个通胀出现的国家或地区，所有的资产全部都没法投资了。如果你很倒霉，把所有的钱都压在这个国家，你的资产一定会大幅缩水。

所以在可能出现通胀的情况下，我觉得资产需要跨国配置，不要把所有的钱都放在美国，也不要把所有的钱都放在欧洲，也不要把所有的钱都放在中国，一定要跨国配置，因为你不知道通胀会在哪个国家产生。

五、通胀对商业模式的影响

当通胀来临的时候，金融市场可能会股债双杀，那么在这个情况下，对商业模式会有什么影响呢？我这里谈的是对金融服务业的影响。金融业其实最主要是提供服务，无论是去银行发债发股，还是让基金

管理人管理资产，都是金融服务。金融服务业最重要的一点是什么？是规模。

规模在金融服务业有多重要呢？金融服务业的主要成本是人的成本。比如一个基金经理原来管 100 亿，你给他加到 500 亿，有可能他一个人也就基本上做下来了。但是他为什么能做下来？是长期持有。如果大家去真正探讨这个问题，你会发现金融服务业的规模全都是建立在一件事情上，那就是能够长期持有，一定要为投资者挣钱，才可以做出规模。当长期持有不再成立的时候，金融服务业的规模就不是它的优势，而是它的劣势。

六、问答环节

Q1: 什么会有这么多人关注数字货币？

A1: 大家最初看好比特币时，是认为央行不能发钱，它不是信用货币。其实黄金基本上也是这样，我曾经算过一次，直到现在，把历史上所有挖出来的黄金放在一起，大概也只能够放两个奥林匹克的游泳池。

黄金从 2020 年 9 月份到现在，其实一直在下跌，而比特币现在一路走高。如果把黄金和美国 30 年实际利率放在一张图上，会发现，二者的趋势一模一样。也就是说，其实黄金是一个非常长期的实际利率产品。当通胀真正来临的时候，市场担心联储会缩表的时候，黄金是下跌的。因为当联储缩表加息的时候，黄金是会跌的。这就回到刚才所说的，如果通胀真的来临，很少有资产能不跌。

那么比特币为什么涨呢？以下是我的猜想：如果通胀真的在某一个地方发生，比如说在美国，美国 40% 的人没有 400 块钱的存款，现在这 400 块钱的存款本来可以用两个月，但现在只能用一个月。你觉得美国会发生什么事？肯定是大家上街游行对吧？美国人还能持枪。你要买黄金，那么多黄金能带着跑吗？能跑到哪去？所以看来，在这种极端情况下，比特币可能是唯一一个可以轻松在全世界带着跑的资产，其他没有一个资产能够做到这样。比如你买了股票，你只能在这里持有。如果你持有比特币，你人可以在美国、在中国内地、在中国香港、在欧洲，资产也不会出问题。我猜测比特币上涨，可能是因为它真正的国际化资产。所以最终反而变成了像上文说的，资产必须要国际化，比特币就是国际化，其他资产可能都没有办法做到。

Q2: 如果真的发生通胀，股债双杀，房地产是不是一个好的投资类型？

A2: 因为我不是房地产的专家，所以也只能跟大家探讨一下。

我有一个朋友就是在土耳其做投资，土耳其大家都知道，其实经历过相当严重的通胀问题。他的说法就是，在通胀过程中，如果你用土耳其的货币来衡量土耳其的房地产，确实涨了很多。但是如果用美金来衡量的话，在整个通胀过程中，它其实是跌掉了 40%。曾经有人跟我说，世界上回报最好的是股市。但是很多时候，如果你用其他货币，比如美元或者欧元来衡量，股市的回报也是很遗憾的。

Q3: 目前市场对通胀的预期比较高，但是中长期通胀又不会大

幅上升,这是否意味着目前美债收益率上升的幅度过快过高?股票是否也跌得过快过大?未来有什么变化能够导致市场转向?

A3: 我的大概看法是:

第一,美债的收益率确实上升了很多,但正如联储讲的,现在再高也只有 1.5%,历史上很少有更低的时候。目前担心是因为美债利率上升的速度很快,但是从真正的价位来说,其实并不是很高。

第二,2021 年年初到现在事实上已经产生了一个股债双杀的过程,那为什么到现在联储还是没有发言来控制形势?因为联储也知道这次的衰退跟以前非常不一样。这次是疫情带来的外生冲击。如果疫苗推出全民免疫,经济的反弹速度将会非常高。我现在问一个问题,比如如果 2021 年 7 月美国社会基本上开放,也就是说美国社会完全回归了正常,在一个完全回归正常的社会里,需要那么低的利率吗?需要那么多的流动性吗?联储必然要把流动性回收。

如果联储真的回收流动性,利率还是会往上走的。当利率往上,其他的金融产品以利率为标准在定价,那这些金融产品其实也会继续跌下去。

那么有什么催化剂可能导致市场转向呢?我认为资产跌得差不多,自然也就不跌了。但是我对这件事情比较悲观,就是说市场在寻找一个平衡点的时候,一定会走过头。因为如果市场不走过,大家就不知道它已经走过了。等到股市暴跌,市场才会发现原来已经走过了。这个过程一定会来来回回发生好几次,这就会产生很大的波动性。

所以联储鲍威尔的讲话也表明，联储不担心利率上行，只是不希望市场出现混乱的情况。那么市场会不会出现恐慌呢？我觉得一定会，只不过在什么样的情况下会恐慌，恐慌多久，还不好说。

Q4: 如果中美关系在未来发生一定程度的变化，会不会对通胀有一定的影响？如果中美关系和之前一段时间相比，发生结构性的改变，这种情况会不会导致通胀大幅上升？

A4: 我个人的判断是，中美关系现在无论怎样发展，都应该比特朗普时期要好，至少拜登用的是一种比较温和的方式，虽然在大方向上没有什么区别。如果中美关系继续这么发展，我觉得基本上不会产生太大的影响。至少对美国来说，继续全球化还是一个抑制通胀的过程。而全球化对中国来说应该是一个通胀的过程。

那么回过头来，如果要打贸易战，美国要完全反全球化，我觉得这对美国来说有可能是一个推动通胀的作用。而对中国来说，由于中国的产业被迫要出清，那么有可能是一个偏通缩的过程。

但是我个人的判断是中美关系会往好一点的方向前进，至少我认为在当前的环境下应当说是什么都可以谈，但是这并不代表中美会谈得非常顺利。因为从经验来看，这一届的美国总统可以非常容易地联合欧洲、日本和其他国家来跟中国谈条件。上一届政府我认为基本上是有勇无谋。闹闹腾腾 4 年，中美贸易逆差几乎没有改变。但是这一届政府有可能会倒逼中国进行一些改革。

Q5: 人口老龄化和过度储蓄对通胀有什么影响？怎么看待大宗

商品对通胀的影响？

A5: 先聊大宗商品。我只是一个大宗商品的观察者，不敢说是一个参与者。大宗商品最近确实涨了很多，我觉得有几个原因。一是大宗商品的上涨表现了全球经济重开、需求增加的预期，二是表现了市场对通胀的预期。

就像我刚才说的，现在有很多钱，要投到股市不一定行，投到债券市场也不一定行。但是可能投到大宗商品上反而稍微好一点，最起码大宗商品对防通胀还是会有一些帮助。

一般来说，美联储对通胀的研究分为三个部分，一个部分是就业，一个部分是进口，一个部分是通胀预期，这三个部分是美联储研究通胀最重要的项目。

大宗商品的价格改变了什么？改变了进出口或者是原材料价格。对美联储来说这种冲击都是短暂的，经常会有。比如石油在 2000 年初从几十美元一路涨到 140 美元，到 140 美元后，价格是停不住的，比如页岩油就出来了。所以要在中长期保持长期持久的通胀，仅靠大宗商品本身是不够的，它基本上是一个引火的引子，要让火真正烧起来，一定要有干柴，干柴就是通胀预期。当大宗商品价格上涨，使得社会的通胀预期改变，这样通胀才会真正起来。

老龄化这个问题其实很难讲是通胀还是通缩。我们知道，老龄化本身既改变供应，也改变需求，两边都会影响。假设这世界上基本都是老人，他们出去吃顿饭，这顿饭就很贵，因为这世界上只有不多的

一帮年轻人能给你做饭。但是，老年人的很多开销相对来说可能比较低，所以不太好说。

Q6: 当通胀来临，长期持有不再成立，为什么规模会变成劣势？

A6: 以我自己来做个比较。当年我在另一家公司做投资的时候，当时我们三个人管理了大概 1000 亿美元的基金。1000 亿美元的基金是什么概念？当时美国的发债利率大概 15%，为什么当时我们能够募资 1000 亿，商业模式是什么？关键就是我们是主动基金，如果被动基金那就很难说了。主动基金要为客户做什么呢？要给客户带来回报，这个非常重要。当时美国的主动债券基金收益，要比这个数（发债利率）多大概 20-50 个基点，我们就跟客户说要多 100 个基点。100 个基点就是 1 个百分点。你看着一个百分点很少，但 1000 亿的量，我每年就要为客户赚 10 亿美金。就算是再高明的交易员，你要让我一年挣 10 亿美金出来，我到哪去做？这是很难挣的，几乎不太可能。我们三个人得看多少东西，得有多忙才行？那这个收益怎么挣呢？其实就是加杠杆去持有有一些风险比较小但是又有回报的资产，然后长期持有。当然长期持有的过程中还有一些技巧，但最主要的还是长期持有。

但是当长期持有不成立之后，我对客户的承诺就做不到了。其实我可以做到，但是需要更多的人协助。我后来去了一个对冲基金，这个对冲基金一年大概盈利 20 亿美金。但是需要 130 个人的团队，而且基本上是最好的团队。130 个人的团队，一年要付多少钱呢？你赚

20年，你就要付4亿美金的人力成本。当年我们三个人做，赚10亿，我们的成本连一个零头都没有。

所以如果不能够长期持有，真的要像我后来去对冲基金那样去做交易，我的团队最起码要增加100-150个人，成本最起码要翻10到25倍。这样一来，整个的商业模型就全部改变了。因为你在客户那边也收不了费，如果不能长期持有，我们的商业模式是亏钱的，不可能赚钱。如果仔细去想一想，PE、VC很多都是这样。比如，你投PE，10年里你的钱是拿不回来的，锁在一个公司里面。如果在持有的这10年之内，大势是跌的而不是涨的，你觉得做PE的人得有多大的能量才能够在大市跌的时候赚到钱？而且还得养他的团队，养分析员。这个商业模式，PE、VC也做不成，对人的要求太高。再加上有这种能力的人对薪酬的要求肯定也非常高。

所以在整个金融行业，如果把规模做起来了，但是不能长期持有，成本就会暴增。

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“连线华尔街”第一百五十五期（2021年3月5日）内容整理而成，特邀嘉宾为 WinShore Capital 首席投资官胡刚博士。

胡刚博士，WinShore Capital 首席投资官。曾就职于兰冠基金 (BluCrest Capital) 管理基金。之前任职瑞士信贷董事总经理主管全球通货膨胀业务，及美国线性利率交易业务。也曾在太平洋资产管理公司 (PIMCO) 任执行副总经理，共同管理规模高达 1000 亿美元的通货膨胀资金群。胡刚博士持有清华大学应用数学学士，美国加州理工学院应用数学博士学位。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，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“连线华尔街”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

