

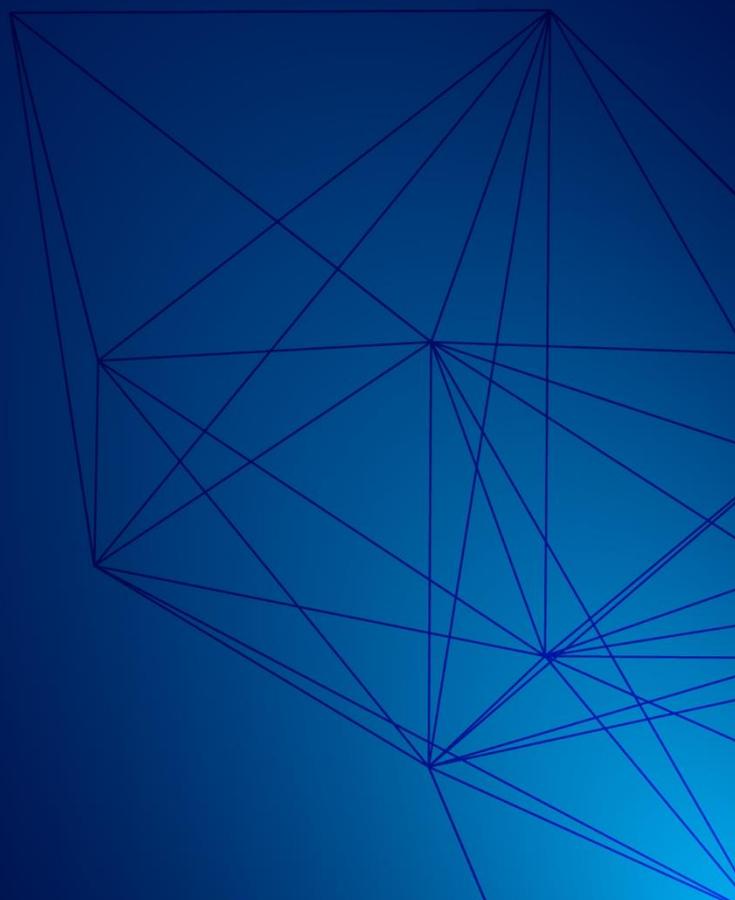


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 13 期 总第 99 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：钟龙军（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。

2021 年财政工具、货币工具和金融市场的 配合、矛盾与博弈

【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（天风证券股份有限公司副总裁、天风证券股份有限公司上海证券自营分公司总经理）

一、如何运用极端的财政货币政策对抗中长期通缩

今天主要探讨美联储的货币政策，以及货币政策和财政政策的互动，大致分为以下三个部分。

第一部分是中期趋势分析，探讨在全球长期积累的通缩压力下，如何用一个非常极端的通胀财政货币政策与之对抗，这个过程预计会持续一段时间；第二部分是分析财政工具、货币工具和金融市场之间的配合、矛盾甚至对抗和博弈；第三部分是 2021 年的总判断，既包含容易判断的大宗商品、美国国债，也包含一些短期、中期的变化，市场内部结构的博弈可能会成为主导。

首先是通胀和通缩的相对关系。2008 年全球金融危机以来，市场

经过一波三折的反弹后，全球整体经济结构从 2020 年开始发生了巨大变化，成为一个以通缩为主的结构，或者是彻底的通缩（**Outright Deflation**）。有的时候是格林斯潘（**Alan Greenspan**）当时希望的 **Disinflation**（反通胀，指通货膨胀率的下行）的力量，这个力量是一个结构性的、极难以打破的力量。

需明确的是，我们一般说的通胀（**Inflation**）或通缩（**Deflation**）主要是指物价，但真正意义上对市场影响更明确的是信贷紧缩（**Credit Deflation**）。信贷体系如果收缩，那这个结果是难以想象的，所以很多政策也都围绕这一点。为了简化，我在有些地方将这两个问题看成一个话题，但在很多方面它们的区别较大。

压制通胀的力量中包含了许多非常长期的因素：1、科技进步本身就是一个相对通缩的力量；2、国际化贸易、坏账、大宗商品价格长期被压制；3、贸易项产生的资本积累的项目，对本地也会形成一些相对压制物价上涨的力量；4、贫富差距，过去一段时期的几乎所有政策都会导致贫富差距扩张；5、老龄化；6、金融市场危机。尤其是，金融市场危机对体系的伤害极大，它能极快地把一个看似有通胀力量的市场迅速打成一个信贷通缩，而信贷通缩要转成物价通缩是非常快速的。在这种背景下，央行和政府会用多种手段来对抗通缩的力量，尤其是不能发生资产负债表相关的通缩，因为其后果不可想象。

再来看美联储资产负债表扩张和 **QE**（量化宽松政策）的相关问题，这两个词很多时候看似一致，但实则不同。

标准的资产负债表扩张过程，其实就是流动性支持，一般是相对短期的流动性支持。比如在 2020 年 3、4 月份，美国很多支持方案本质上就是金融机构可以把一些抵押品抵押给美联储获得短期的流动性支持，这会导致美联储资产负债表扩张，但它并不是一个标准的 QE。

标准的 QE 是在 2008 年伯南克时代进行的，一般是主要购买两个产品，国债和 MBS（抵押支持证券）。目前美联储每个月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS，这将直接作用于金融市场。美国的金融市场与其他地方不同，基于其庞大的金融市场，央行可以跳过整个银行体系直接在市场上投放货币，投一块钱的基础货币将直接导致一块钱的广义货币扩张，数量上一般是“一对一”的关系，这个过程能同时改变金融定价，所以它对市场影响巨大。但 2008 年的 QE 和现在又不一样，因为当时的 QE 是在金融机构、企业和居民普遍要降杠杆的过程下，央行通过金融市场购买金融产品扩张货币，而当时的财政政策也并没有那么强大的持续性。

此次 QE 不同之处在于，它是财政类的 QE。现在，很多央行的 QE 实际上跟财政是匹配的，目的就是用财政手段向市场完成投放。比如现在超级大量的失业救济（Unemployment Benefit）和薪水保护计划（PPP, Paycheck Protection Plan），这些都是非常标准的财政类 QE，而财政类 QE 对金融市场和通胀的影响与标准的金融类 QE 是不一样的，这就是这次一个核心的变量。

另外，美联储在 2019 年、2020 年完成了一个重要的政策方向转

变。2018 年底，美联储实际上对政策存在误判，因为当时处在缩表和加息的过程中，基于利率的双底结构，上底就是超额准备金利率（IOER, Interest on Excess Reserves），下底是逆回购利率（Reverse Repo Rate），我判断它是无法在高利率环境下运转的，因为会带来商业银行的信贷扩张机制和央行管理机制之间的矛盾，形成明确的全球美元枯竭现象。实际上美联储在 2019 年就改变了方向，包括降息、停止缩表、IOER 向下调整、引入正回购等，但依旧发生了 2019 年 9 月份的回购危机（Repo-crisis）。从那个时候起美联储政策开始转变，但 2020 年在疫情冲击下，货币流通速度下降，形成信用体系基础货币不足，导致金融资产抛售，引发欧洲美元系统出问题。当美元利率与其他货币比较接近时，商业渠道向国际市场投放美元的渠道自动关闭，此时巴塞尔协定 III 的流动性覆盖比率（Liquidity Coverage Ratio）和各种流动性的再回购（Repo）之间的传递过程就会垮掉。这就是为什么我们当时就判断这个过程会出现一个巨大危机。解决方式主要是通过央行对全球投放和无限 QE，从而基本完成了一个流动性缺乏所带来的危机管控。

二、财政工具和货币工具配合以及与市场的博弈

美联储前副主席、以色列央行前行长 Stanley Fischer 在 “How to Deal with the Next Downturn（如何应对下一轮经济低迷）？” 一文中指出：如果出现危机，独立的货币工具是不够用的，甚至是无效的，独立的财政工具效果也是有限的，它需要一个新的过程。首先就是如

何跳过利率渠道 (Interest Rate Channel), 即“直达 (Going Direct)”, 更极端的情形就是“直升机撒钱” (Helicopter Money)。他建议要有一系列把财政和货币高度连接的控制过程。为什么美联储一直在劝政府增加财政政策, 美联储和央行、商业银行的这种配合, 以及改进巴塞尔协议 III 的规则, 都跟这个理论体系相关。理论体系的另一个角度, 现在也非常火的是 MMT (现代货币理论)。Stephanie Kelton 曾是 Bernie Sanders 的经济顾问, 她最近出版了一些书, 在全世界收获了广泛的关注, Stephanie Kelton 就在研究 MMT, 而这个理论很大的一部分是财政货币化的过程, 这就构成了目前的总体思路。

所以, 无论是 2020 年 3 月份的 2 万亿刺激、2020 年 12 月份的 9000 亿刺激、现在正在讨论的 1.9 万亿的刺激, 还是以后的基础设施投入的过程 (有可能未来会有几万亿的投入, 虽然还没有一个明确的数据), 都明确地把财政的力量放大了很多倍。这是 2009 年奥巴马上台以后的财政刺激规模所不可比的。央行也改变了通胀的思路, 过去认为 2% 就是通胀, 现在则设定为平均通胀目标 (Average Inflation Target) 2%, 通胀不足需要用时间来弥补。这些概念在 2019 年底开始被提到, 但是 2020 年变成政策, 这就是目前的政策为什么会有通胀的倾向。这个话题是在已有的金融结构的思路讨论, 没有讨论可能改变结构的变化, 包括加密货币 (Cryptocurrency)、数字货币 (Digitalcurrency)、ESG (企业在环境、社会、治理方面的绩效)。还有更大的话题, 可能包括我们所看得到的这种自由金融市场的理论,

或者股东资本 (Shareholder Capital) 是不是有可能会发生根深蒂固的改变, 我认为会的。因此, 我们很可能处在时代的拐点上, 未来会有大量跟现在完全不一样的思路, 但是我们现在进行讨论的话题肯定还是基于目前的金融框架。

基于财政、货币和市场的关系, 美国显然要发行巨额的国债, 而美联储肯定是潜在的最大买家, 当然也包括商业银行、外国投资者和国内传统的投资者。最大的边际增量是美联储, 但商业银行是潜在增量, 国外投资者比较尴尬, 因为大家都能看到实际利率逐渐为负, 所以大概从 2014 年美国 Taper (放缓资产购买) 开始, 海外边际买家就很少了。

在这个过程中, 第一个问题就是如何使商业银行配合美联储和国债的操作。2020 年 3 月, 补充性杠杆率 (SLR, Supplemental Leverage Ratio) 暂停使用, 这个指标是一级资本除以总资产规模, 本质上是防止银行资产过大, 而总资产规模中, 当美联储投放货币, 会导致银行准备金的量上升, 同时负债端一般是存款项的上升, 只要投放是有效的, 一定会导致商业银行的资产规模扩张。所以 SLR 暂停使用, 理论上就使得美国商业银行可以无限量地买入国债和无限量地接受 QE 所导致的准备金的上升。同时, 美国商业银行起步就大量买入 MBS (抵押支持证券), MBS 供需关系肯定比国债好, 但随后也买了很多国债。

SLR 的暂停使用也存在问题。第一个问题, 2021 年 3 月 31 日是

到期日。随着日期临近，相关政策就会出来——是把这个例外性的安排（Exception）无限期延续，还是把准备金部分继续不计入或者都不再计入。如果美联储做了停止这一例外性安排（Exception）的决定，对债券市场肯定是不利的。市场目前的下跌跟前段时间的下跌，这也是个边际的变量。第二个问题，商业银行的债券资产是以盈利为目的的，买入过程跟央行不一样。所以一定要把商业银行的空间打开，让他们可以支持国债的发行，从长期看，商业银行国有化的程度应该越来越高，因为很难找到巨大的资产负债表空间来承接这么大的国债发行量，这是第一个配合商业银行和国债的关系。另外央行将发行久期缩短，所以美国存续国债目前的久期在迅速下降。前一段时间国债利率长端利率很低，但是依旧不会大量发行长端国债，因为供需关系一旦失衡，长端难以控制，如果有通胀力量带来利率上涨，将形成巨大的财务负担。通过通胀、降低实际利率来突破长期巨大的宏观杠杆率计划，经不起长端利率的大幅上涨，所以会大量发行短端，这种情况下即使利率上涨，也不会产生过大的财政负担，因为短端是可控的。

2020 年在国际上进行的中央银行流动性互换（Central Bank Liquidity Swaps Plan）和临时回购协议工具（Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility），其目的也很清楚。因为美国是一个巨大的债务国，美国的净债务量相当于 GDP 的 40%，国外拥有的美元资产要远多于美国拥有的国外资产。因此金融危机发生时，就会出现美元短缺，美元短缺的解决方案之一是让外国投资者抛售美

国资产，这对美国是非常不利的。因此不能让国外的美元出现过度的流动性短缺，如果发生，就会导致美国国内金融体系崩盘。所以，美元的央行流动性互换工具是为美国自己设计的。

另一个工具就是现在讨论较多的利率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）。我们在上世纪 40 年代、60 年代用得非常多，因为财政类 QE 和大规模刺激很明显是有通胀力量的，这个通胀力量就是解决长期通缩压力的核心手段之一，但是市场利率一定会上行。在这种情况下，如果发行的国债超越了美联储可买的量，就形成了供需关系的不平衡，利率肯定是要上涨的，就会考虑 YCC 的可能。因为真的通胀发生后，经济问题、金融问题、资产泡沫问题、财政更恶化的问题就会连轴转。

因此，结论是实际利率不能大幅上行，只能压制住，但压制的方法比较复杂。目前还没有到需要的时间，但我认为可能一年左右时间就会认真讨论这个话题。毕竟美国可以用动态的方式，逐渐解决每一个出现的问题，没有必要直接设计到最终目标。一种过渡方式就是控制整个利率曲线的逐个点，比如现在澳洲银行的做法，这样做，缺点是虽然能压制住长端利率，但是压制住以后就会导致货币大幅贬值，不稳定性也比较大，因此大家轻易不愿意去做。另外一种过渡方法是在短端发行国债，短端发行国债就会使得长端发行量相对少，这也是一种变相的控制方式。但这两种方式对金融市场的影响是不一样的，因为利率曲线一个陡峭，一个锁定。当然我们还没有到这一步，到这一

步可以再讨论。

财政部一般账户（Treasury General Account, TGA）也是一个很重要的工具。在奥巴马之前，TGA 余额可以理解成是美国财政部在美联储的财政存款项目，但这个财政存款在历史上并不高，大概在 0 附近。奥巴马时代一般保持在三、四千亿美金，但在 2020 年，特朗普的财政刺激使其一度到了 1.8 万亿美金。TGA 可看做是财政部可调用的资源，很可能是未来几个月对市场的最大边际变量。美联储负债端的 1.7 到 1.8 万亿的 TGA 对应了资产端 1.7 到 1.8 万亿的 MBS 和国债，负债端除了 TGA 外，还有准备金（Reserves），一般来说 QE 会导致准备金上涨。

了解美联储的理论框架对我们判断未来也有帮助。我个人对美联储的几位主席的判断是这样的：格林斯潘的理论框架有严重的问题，他可谓是史上最差央行行长；伯南克（Ben Shalom Bernanke）理论框架非常深，操作能力也很高，所以基本上当时的 QE 政策跟他都直接相关；现在的财政部长耶伦（Janet Louise Yellen）也是前任美联储主席，我认为她并没有显示出她宏观框架的理论基础，所以我对这个人是有疑问的，她毕竟是个劳动经济学家；鲍威尔（Jerome Hayden Powell）并不是传统的经济学家，但是他是个快速的学习者。从大的管理框架上，这点某种程度上与当前中国国内相反，中国国内的很多政策是有明确的前瞻性和预判性，这可能是思维方式的差别，也将是我们未来想问题需要关注的重要之处。

三、对 2021 年市场的判断

2021 年，我们比较好判断的是：大宗商品价格的上涨，铜锌镍铝锂这些资产的扩张、石油在疫情管理下的反弹；美国国债利率上涨，这一点几乎所有的人都看到了，但这并不代表人人可以挣钱，因为本质上市场是以结构的或短期的分析为核心点；科技等板块的股票都得益于疫情的扩张，如果疫情如预期恢复，全球股市在利率上涨的环境下会有明确的将“成长”转为“价值”的风格切换。

难判断的是什么？首先，“成长”“价值”切换，可以通过价值上涨来完成，同样也可以通过成长下跌来实现，因为成长和价值的估值方法不同，成长如果跌，可以跌很多，这个过程不清晰。其次，美国作为储备货币的拥有国，用类 MMT 的这种方式来超发货币，其承受力远超其他国家，不会在很短期内变成津巴布韦。美国是个正利率国家，而且利率曲线即使在最近的超级陡峭之前，也一直比其他发达国家陡峭，因此在这个结构下美元下跌的力度是有限的，它当前的下跌是因为超发，但同时由于利率结构有利，所以并不会太糟糕。如果美国经济真的好于别的国家，美元可能会上涨；如果美国真的出现通胀，市场担忧美国在全球没有恢复之前，就出现一个利率上涨，可能推动美元加速上涨，这个潜在的隐患是明确在 2021 年会存在，因此这件事看似利好的同时也有明确利空的因素，这使我们对市场更难以预测，因为存在 Taper 的可能。还有一个问题是美国经济快速恢复，疫苗效果很好，对经济利好的同时也有对应的负面问题，就是高估值。综合

这些因素，理论上是慢牛，但是我们更倾向于回到我们的下一个观点，即市场结构博弈的观点来讨论这个问题。短期从年初开始看依旧处在上升通道，但是我们开始重点关注另一个思路的原因是，市场也都知道 Robinhood 在 2020 年年初开始赚很多钱，规模越来越大，而且这个市场结构也产生了下一个变化。

美国的期权定价跟以前完全不一样了，Put-Call Ratio（认沽期权成交量/认购期权成交量）比以前低很多，这个结构说明了大量的投机基金在市场上能产生巨大的变化。Cathie Wood 发行了规模巨大的 ARK ETF，还有以前的 SoftBank，买这些认购期权，以及 GameStop 事件等，都在改变市场结构。期权市场的变化导致做市商倾向做空伽马，这个过程会产生巨大的市场潜在波动，客观来说 Gamestop 事件也是这么一个过程。比如 Gamestop 暴涨时，整个市场特别是对冲基金去杠杆，我们可以看到量化基金做得非常不好，这都跟市场的结构变化相关。如果市场结构产生问题，宏观会把市场结构参与者的博弈力量因素放大，所以我们倾向于目前的情况是以这个为核心。

关于中国，在 2020 年年底时，多数人还在讨论“不急转弯”这个思路，其实总体来说中国经济好过全球、疫情管理好过全球，外资持续流入中国，这实际上是一个对中国明确利好的因素。但中国主要的宏观思路相对前瞻和保守，防通胀、防宏观杠杆率上涨的意图比较明确。从这个角度看，中国的总思路有点逆全球周期，这是一个主要变量。但中国在 2019 年和 2020 年期间做了一个重要调整，就是以科

技为中心，科创板的创立、科技股的崛起和定增释放都打开了市场的活力。这个力量中有一个很大的边际变量，就是中国股市为主的直接融资量在急剧上涨，这也是中国的一个重要的金融结构转向。公募基金是一个重要手段，量化基金也做得非常好，也跟这个相关。在这个结构下，金融结构相对于全球比较紧，但是又告诉我们“不急转弯”，同时市场直接融资手段的扩张，整个过程实际上是一个标准的慢牛过程。我们预计年初不会是慢牛，而会是一个快速上涨市场，但会有政府干预，这个过程就是一个博弈。金融公募基金的抱团是合理的，而且长期来看，退市制度和注册制的实施对这些绩优股、龙头股非常有利。

同时，量化基金的量太大，还有场外期权的量都比较高，它间接压制中小股票的波动率，使得资金朝龙头和沪深 300 拥挤，这就会形成一个潜在的隐患——市场极端分化。而一旦分化完成，导致参与者严重受伤离场的时候，这是个博弈过程，可能会出现严重的问题。政府显然看到了这一点，目前包括 2021 年 1 月底央行的超预期紧缩，央行前官员对金融资产泡沫的担忧、近期对房地产的担忧等，都和这个思路相关。政府需要前瞻性地控制这个过程。这会导致博弈的力量发生一些变化，出现一些新的市场行为。

再来看最近的一些变化。

大宗商品价格上涨，在通胀压力下，长端美债利率暴涨，除了上文提到的经济因素外，还有一些相对技术性的因素，一个就是债基赎

回。前一段时间，债基赎回在美国挺严重，债基赎回会产生局部流动性冲击，进而变成一个加速器。

3月31日，SLR对准备金或国债的例外处理就到期了，美联储尚未明确是免掉准备金或者国债或者两个都免掉，或者长期免掉，个人倾向于认为美联储只能免，只是现在还不知道是否发生。如果不免，对债券不利，上述很多结论可能就会由此改变。

现在最主要变量的是TGA。2月1日，美国财政部公布了新的TGA缩减计划，预计3月底缩减至8000亿美元，6月底缩减至5000亿美元。以PPP（薪水保护计划）为例，作为一个企业去银行拿了100万的政府未来可免除掉的贷款，商业银行等于增了100万的资产，企业增了100万的存款就是商业银行的负债，为了应对未来的冲销（Write Off）和免除，财政部也发了包括企业的100万在内的国债，然后央行买了，所以在央行的负债表中会有资产端的所谓的1.7、1.8个亿，负债端有TGA对应的量。当去冲销的时候，本质上企业的存款是不会变的，变化是在商业银行的PPP贷款会被免除，会并入100万美金的准备金，也就是准备金量上涨，但商业银行规模不上涨，这是一个标准的对资产负债表规模不变的操作。而在央行的负债端是TGA的量会下降，对应的是准备金量的上升，央行资产负债表也是不变的，但这只是一部分，因为这个操作比较漫长，冲销需要几个月的时间，总量预计为五、六千亿。因此这部分扩张不大，但改变了准备金和其他的结构。因为PPP冲销不改变规模，所以是二阶变量，一

阶变量是规模扩张，大规模的财政投放中，通过 TGA 释放除了 PPP 冲销部分会导致银行存款的上升和准备金的上升。这两个变量会引发下一个变量，就是短期在美国的货币市场会出现短期国债的量不够，而准备金量过大的一个变化。这个变化就会出现短端国债，主要指两年之内的所有的国债都可能是零利率或者是负利率。

在我们采用 YCC 之前，财政投放直接可以改变供需关系，长端利率大概率在这个时间不会上涨，流动性会极度宽松，但是问题就出现了，作为储备货币的利率，如果变负很不好，所以，除了 SLR 豁免不延期外，如果操作不当还有几个可能的问题，一是为了避免负利率，美联储可能不得不把超额准备金率 (IOER) 和逆回购 (Reverse REPO) 的利率上涨，但这个操作存在着被市场理解成为加息的风险，但即使如此，美联储可能不得不上调，使得其多少有一点回收的力度，利率不至于负。

还有一个美联储可能要做的是“卖短端、买长端”扭转操作 (Operation Twist)，而这个过程可能会对长端利率也起到阶段性的压制作用。如果利率真的是负的，可以通过操作，放大逆回购 (Reverse Repo) 量。现在规定一家金融机构的逆回购是有上限的，但如果真的扩大的话，是有潜在隐患，可能会出现流动性的收缩。TGA 释放的量特别大，对流动性极度利好，很可能是个股、债、大宗商品都利好的一个市场。但如果 SLR 控制不得当或者是逆回购量放大太多，就可能会出现一个反方向作用。我倾向于认为这个失误不应该出现，所以

目前可能会阶段性出现流动性非常宽松的情况。在这个过程中，我们看到 PPI 明显增长，企业能否成功转嫁成本，就可能变成一个重要的社会通胀因素。这里面可能会出现惊喜（**Burning Surprise**），事先进行判断也可能意义不大。

总之，我们认为通胀的力量和美国的管理可能是有问题的，但目前突然间出现了一个流动性宽松阶段。这个过程中，很明确的不断出现短期、中期的矛盾，不断出现每一个预期的现象，而副作用就把预期希望的现象打破，而且这个过程非常快。所以，市场内部结构的博弈还是可能会成为主导。

四、问答环节

Q1:如何看待市场对美联储上半年加息的预期，以及中国隔夜拆借利率政策收紧？

A1:美国提高利率的可能性几乎没有，而且很长时间不会有提高利率的可能性。顶多是上述的技术性调整 **IOER** 和逆回购利率，这个如果被理解成提高利率，那很可能是这个月就会发生。我认为这不是调整利率，它是一个改变市场不合理结构的操作。美联储如果真正加息，还不如做 **Taper**。我倾向于认为加息比大家想的要晚得多。因为这是个博弈为主的市场，美联储倾向于耐心。中国国内肯定是担心资产泡沫的，所以目前各种政策都在压制资产结构，但它不可逆的方向是整个市场以公募基金为主带来直接融资的力量，这个力量对中国市场高度利好。所以长期的力量是明确的。短期就回到了与公募基金的

流入过程相关。如果这个过程管的太紧，会破坏市场的规则和规律。

Q2: 如何看待中美信用市场？

A: 我 2019 年看空信用债，2020 年也看空，2021 年也不看多，主要的原因是：一个从中国角度讲的直接融资结构的方向性变化比较明显，边际变量明确利好股、对信用相对不利好的过程。另一个在目前的新经济结构，尤其是在疫情以后的经济结构演变过程，信用债在性价比上不好。因为信用债的收入结构是赚钱赚利息亏钱亏本金的结构。

Q3: 美联储会用什么工具去进行收益曲线控制（YCC）？

A3: 现在还没有到收益曲线控制的时间。目前 TGA 形成了对美债阶段性有利的供需关系。这个过程中完全可以增发短端国债，随着时间的积累，长端国债逐渐久期缩短，短端国债逐渐发行上涨，就形成了两个关系的变化。美联储可以未来再决定，因为这个操作中必须维护的是让整个政府发债的费用得到严格管控。如果真的到了不得不做收益曲线控制的时候，首先金融市场可能会大涨，而且美元会狂跌。但事实是还没有到真正的收益曲线控制的时间，因为还有多条可走的路径。

Q4: 参议院民主党可以用一次预算的临时调整，可以用在 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案上，也可以用在后面的基建刺激上，基于目前情况，哪一种概率更高？

A4: 谁先就谁用，最终的方向就是美国货币理论的改变，无论是

Fisher，还是美联储的政策，还是 MMT 的理论，都是朝这个方向靠拢。其实，特朗普当选之处也推出了巨大的基础设施支出计划，但没有执行就回到了传统的减税思路。这个过程中，贫富差距的问题就会越来越大。客观来说，美国的政策某种程度上可以理解成是政府的财政管理色彩。这方面中国财政货币相对统一，确实优于美国。

Q5: 中美两国针对疫情采取了不同的政策，这会对未来三、五年经济产生什么影响？MMT 会有什么副作用？

A5: 先说 MMT 问题。美国通过通胀政策，尤其是基建相关的政策，某种程度可以理解成格林斯潘时代金融化的逆过程，这个政策对美国是明确合理的，也就是说制造业回流的一部分，使得政府的管控力度增强。这个方向肯定是有通胀的因素在，但毕竟美元是全球的美元，理论上这是一个全球不得不买单的过程，这个力量我估计还会是未来几年的主要力量。更长期的力量来自于，现在火热的加密货币（Cryptocurrency），以及以中国央行为主的 DCEP（央行数字货币），央行数字货币出现会改变广义货币和基础货币的关系，改变央行和商业银行的关系，改变央行对社会的关系。这在某种程度对金融结构复杂的市场、对美元的市场是不利的。因此我们在未来的长期讨论中一定要把这个放在一个重要环节。

至于中国国内的情况，中国有一个潜在隐患，资本账户（Capital Account）是一个半开放的状态，并由此带来波动。这不是一个宏观能够决定的方向，最终过程一定是一波三折的，很可能 2021 年会有大

跌。如果市场结构出现了冲击或者是管理过度，市场很可能会大跌，只是目前市场还没有被破坏到那一步，市场本身的力量是向上的。

Q6: 美国 M1 乘数自 2008 年以后掉下来就迟迟没怎么上去，这是否跟美联储通过银行放水的操作有一定关系？

A6: 对，因为这个过程改变了基础货币、广义货币的关系。在货币投放过程中，IOER 机制实际上变成了一个叫足量存储（Ample-reserve）的规模，理论上提供的是央行无限量对货币市场的投放权，也即任何利率位置上都可以做任意量的投放，是无上限的。这个过程的核心角度是有一个回收机制。现在我们是在新的框架下，除了 2008 年开始的 IOER 所引起的 QE 投放，现在又引入了一个新东西，就是财政投放过程。财政投放过程就必须有一个货币管理工具的支持，会把以前那种高度收缩的力量减缓一些，实际在做的一个更复杂的变化。

Q7: 如何看待加密货币和比特币未来走势？

A7: 首先要明确一个概念，央行发的数字货币对市场影响是深远的，改变了央行、商业银行和社会的关系，而且过程是高度可控的。在这个情况下，央行数字货币和大家已经广泛接受的加密货币之间存在潜在矛盾。对央行来说，加密货币是不可控的，确实会危害到央行的权力。目前加密货币一般几年一个周期，现在仍处在周期过程中。我觉得还有待观察，观察下一步的政策，因为数字货币逐渐会越来越多，可能起步是对加密货币好，但未来不一定。

Q8: 国内金融市场的外资、机构化等结构变化会怎样影响市场

的调整？

A8: 首先春节之后出现了一个大小股票的风格切换，我们发现，前期很多不被看好的股票，突然间复活了，而前期抱团股出现了一些下跌。这个过程可能短期对市场是利好的，因为相对明确的基金一路向上的动力阶段性被打掉了。但是我觉得很难完全改变。只要直接融资的比例越来越高、越来越强调金融市场的财富效应，资金就会不可避免的朝集中度高、少数基金经理管更多钱的方向靠拢，公募规模是需要增量的流入来维持的。另外，量化基金交易量比较高，实际上 2019 年的定增政策释放了整个科技成长股的一次性机会，量化供需关系改变了，但市场的波动率并没有足够大的上升，由此带来结构博弈。结构的转变有可能 2021 年会发生，而一旦发生，可能市场就变得不好。

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”第一百五十四期（2021年03月03日）内容整理而成，特邀嘉宾为天风证券股份有限公司副总裁、天风证券股份有限公司上海证券自营分公司总经理郭胜北。

郭胜北先生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。

郭胜北先生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】

“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

