



失控的博弈

——没有信用的守夜人



均衡博弈公共研究

二零一六年三月

关于作者

一遵：均衡博弈（北京）研究院 首席研究员

赵建：均衡博弈公共研究 首席金融研究员

王昭：均衡博弈（北京）研究院 院长

柯挺：均衡博弈公共研究 宏观战略研究员

晓峰：均衡博弈公共研究 产业经济研究员

如果您想与我们深入探讨这一议题，请联系：

heiziwo119@126.com

liuxfwjj@hotmail.com

wangzhao798@163.com

目 录

关于作者.....	I
目 录.....	I
序言.....	1
1 逼到墙角的全球政府——G20 前后的市场回顾	3
1.1 大卫的战争：政府与市场的博弈.....	3
1.2 政府的意图：宏观政策的回归测试.....	4
1.3 市场的逼宫：春节期间的大崩溃.....	5
1.4 动荡的结果：被逼到墙角的央行.....	7
1.5 音乐的响起：全球市场套利再起.....	9
2 苟且的守夜人们—— G20 会议以及后续	10
2.1 用政治泡沫掩盖核心问题.....	10
2.1.1 被回避的结构效率问题.....	11
2.1.2 难触碰的有效需求问题.....	16
2.1.3 要等待的技术进步问题.....	19
2.2 本次 G20 会议的临时妥协.....	22
2.2.1 中美货币政策的短期妥协.....	22
2.2.2 全球央行利率-汇率的竞争.....	24
2.3 中国经济政策的变脸大戏.....	25
2.3.1 中国宏观调控政策的三次反复.....	26
2.3.2 战略雄心无法掩盖战术的粗糙.....	28
3 回光返照的市场——滞胀预期的回归	29

3.1 央行托起市场出清的风险.....	29
3.2 货币造就大宗 “天师” 的幻觉.....	33
3.3 中国的“房”避险与“铜”汇率.....	35
3.4 不仅是“金油比”更要预防“农周期”	38
4 历史的经验与教训——经济理论的再验证.....	41
4.1 费雪的债务-通缩——2014 到 2015 流动陷阱.....	42
4.2 凯恩斯的再爆发——2015 负利率的央行共识....	43
4.3 弗里德曼的货币现象——2016 滞胀预期回归....	45
4.4 哈耶克的未来预言——2016-? 更大的政府更少的自由.....	47
4.5 我们希望的未来——1945 凯恩斯爵士的政治妥协	50
5 失控时期的策略建议——与守夜人的博弈.....	52
5.1 基本逻辑.....	52
5.2 债市——与货币政策的对赌.....	54
5.3 股市——不看复苏看水位.....	55
5.4 汇市——开启全球比烂模式.....	56
5.5 房地产——从避险到出险.....	57
5.6 大宗商品——汇率之外还需学习地缘.....	57
5.7 小结.....	58

序言

均衡博弈研究团队没守住自己的信用，承诺年前完成的八篇报告依然只到了第四篇。而且，过去的一个月我们没有发布任何研究成果。因为：我们开始怀疑继续发布既定研究报告的价值。和市场中绝大多数的无效研究一样，作为经济学者的我们，如果仅仅是对最热的经济事件进行一个所谓专业的事后解释；抑或只是对短期的交易获利、多空的布朗运动做一个自己都不确信的算命先生，那么，市场中的经济学家真是太多了。我们希望自己的研究对这个动荡的世界多少有些帮助，想给这个世界一些建议，或许只是我们的自作多情。我们以下这份报告就是这种尝试的开端，也是我们对研究进度失信的解释。

比均衡博弈更没信用的是：全球经济的守夜人们——各国的央行与政府。

对于过去几个月宏观经济的总结，乃至对于未来一段时间的宏观经济走向抑或逻辑，我们有了清晰的判断与结论，以下是本篇真正的序言——我们的结论框架。

1 逼到墙角的全球政府——G20 前后的市场回顾

- 大卫的战争：政府与市场的博弈
- 政府的意图：宏观政策的回归测试
- 市场的逼宫：春节期间的大崩溃
- 动荡的结果：被逼到墙角的央行

-
- 音乐的响起：全球市场套利再起

2 苟且的守夜人们—— G20 会议以及后续

- 用政治泡沫掩盖核心问题
 - 被回避的结构效率问题
 - 难触碰的有效需求问题
 - 要等待的技术进步问题
- 本次 G20 会议的临时妥协
 - 中美货币政策的短期妥协
 - 全球央行利率-汇率的竞争
- 中国经济政策的变脸大戏
 - 中国宏观调控政策的三次反复
 - 战略雄心无法掩盖战术的粗糙

3 回光返照的市场——滞胀预期的回归

- 央行托起市场出清的风险
- 货币造就大宗 “天师” 的幻觉
- 中国的 “房” 避险与 “铜” 汇率
- 不仅是 “金油比” 更要预防 “农周期”

4 历史的经验与教训——经济理论的再验证

- 费雪的债务-通缩——2014 到 2015 流动陷阱
- 凯恩斯的再爆发——2015 负利率的央行共识
- 弗里德曼的货币现象——2016 滞胀预期回归
- 哈耶克的未来预言——2016-? 更大的政府更少的自由
- 我们希望的未來——1945，凯恩斯爵士的政治妥协

5 失控时期的策略建议——与守夜人的博弈

- 基本逻辑
- 债市——与货币政策的对赌
- 股市——不看复苏看水位
- 汇市——开启全球比烂模式
- 房地产——从避险到出险

1 逼到墙角的全球政府——G20 前后的市场回顾

在 G20 会议前后的一个多月里，一场没有硝烟、但堪称史诗级的大决战，在全球金融市场和各国政府的会议室里悄悄而又惨烈的展开。这是自次贷危机以来，双方长期积蓄力量的一次集中释放：市场以“死给你看”的姿态向政府逼宫，而被逼到墙角的政府则不得不一再失信和退让。这是一场失控的博弈，这是一场看不到胜利的战斗。

1.1 大卫的战争：政府与市场的博弈

政府与市场，有形之手与无形之手，是经济学永恒而又经典的话题；两者之间的关系，有时相濡以沫，有时相忘于江湖，有时甚至会兵戎相见、短兵相接。在美国次贷危机发生后的八年里，全球央行与市场之间有过一段相濡以沫、共度难关的和谐时光，但是当政府企图“相忘于江湖”的时候，市场露出了狰狞多变的真相，政府则只能背叛自己，重新拾起多次想放下的货币之盾：大卫与巨人的战争一触即发，只是我们看不到最后究竟是谁胜出。

历史的戏剧性超过戏剧本身，事件以碎片化的形式发生却在背后呈现出近乎完美的逻辑。从 2015 年 12 月底到 2016 年 2 月末这两个多月的时间里，全球金融市场的动荡不安，各国政府的出其不意，恐怕是任何一个伟大的编剧都想象不出的一一我们在短短

两个多月的时间窗口里看到一场长达 8 年矛盾和积怨的集中爆发，剧情的基本逻辑简单明了，市场以动荡向政府逼宫，政府则以失信向市场反击。本章下面几节我们将复盘一下 G20 前后政府与市场之间博弈的几个回合。

1.2 政府的意图：宏观政策的回归测试

年末岁首，随着市场复归平稳，政府开始酝酿减缓或者退出货币宽松，并启动面向长期发展的结构性改革。这意味着，政府开启了货币政策的回归试探：

——2015 年 12 月 3 日，欧洲央行决定降息 10 个基点，扩大购债范围，宽松延至 2017 年 3 月，降息和购债规模均不及预期；随后美联储在国会证词中发布鹰派言论。

——2015 年 12 月 16 日，美联储宣布加息 25 个基点。
——2015 年 12 月底，中国中央经济工作会议召开，供给侧改革成为核心议题，提出不再进行大规模的宽松刺激。

——元旦假期后的第一天，人民日报发表权威人士答记者问，表露出不再大规模宽松而推进供给侧改革的决心；人民币汇率脱钩、注册制改革等不断被提及并逐步提上议程。

——2016 年 1 月上旬，美联储副主席 Fischer、旧金山联储主席威廉姆斯、莱克等人对美元加息继续吹风。

——2016年1月13日，OPEC减产会议不欢而散。

——2016年1月17日，国际原子能机构（IAEA）宣布，伊朗根据7月份协议销毁了核材料和产能，欧盟、联合国和美国对伊朗的制裁同时解除。

……

2016年春节前，面对宏观调控政策的转向，准备不足、信心疲弱的市场情绪在全球蔓延，宏观政策与市场的博弈全面展开。

1.3 市场的逼宫：春节期间的大崩溃

面对政府宽松政策的收紧和流动性“断奶”，市场开始发动了反攻，以大崩溃的姿势向政府逼宫：从北美、欧洲、日本到新兴国家，从能源债债券、股票、外汇到大宗商品，空头对全球的大类资产进行了闪电式+地毯式的绞杀，不到两个月的时间，全球金融市场迎来一场史诗级的大动荡。

——2015年12月3日，欧洲宽松不及预期后，欧元巨震200基点，欧洲各国股市跌幅普遍超过3%。

——2016年1月4日，人民币汇率加速贬值，在岸汇率跌幅400基点；当日13:34分，熔断机制开启首日便熔断。沪深300指数跌幅扩大至7%，触发二次熔断，全天交易提前结束；统计局发布公告，2015年12月外汇减少1079亿美元。

——1月7日，A股二次熔断致使恐慌再次蔓延，原

油、亚太股市、全球股指期货集体跳水。截止上午 10 点，香港恒生指数暴跌 2.8%，最低至 20335 点创两年半新低；美国三大股指期货、欧洲斯托克 50 股指期货、日经 225 指数大跌；WTI 油价扩大跌幅逾 3%，创 2009 年以来新低。

——1 月 13 日，布伦特原油 12 年来首次跌破 30 美元，欧美股市继续重挫，道琼斯指数大跌 364 点。1 月 20 日，美油暴跌 6.7%，收报 27.55 美元，创 12 年最低，布伦特原油也跌至 27.10 美元。

——1 月份美国股市市值蒸发总值 2.5 万亿美元，仅次于 2008 年 10 月；欧洲和美洲诸多市场跌进“熊市”，MSCI 全球指数较去年高位下跌超过 20%；日本股市日经 225 指数 1 月份累计跌去 7.96%；印度股市敏感指数和澳大利亚股市也分别下跌 4.77% 和 5.48%。

——2 月 8 日，德银暴跌近 11%，截至 2 月 11 日跌幅已经达到 36%；欧洲银行业危机情绪蔓延，雷曼时刻传言四处游荡，瑞银等银行也一度暴跌 20%。

——春节期间，不到一周时间，全球股市原油等风险资产价格大跌，道指跌 3.4%，日经 225 大跌 9.4%，德国 DAX 跌 5.7%，澳大利亚印度香港等股市纷纷创多年以来新低，美原油价格逼近 26 美元。

——经济动荡开始向地缘风险传染，1 月份，朝鲜核试验，叙利亚难民危机，英国公投退欧，中东乱局等；美国的军事介入东北亚及南海，在中东沙特与土耳其联手逼宫，地缘政治骤然紧张。

.....

以上种种事件，背后是市场对政府收紧宽松政策的反击和逼宫。

1.4 动荡的结果：被逼到墙角的央行

面对市场的逼宫，以央行为主的全球政府被迫妥协，在墙角开始实施绥靖政策：

——1月7日，22:35分，中国股市熔断机制在仅实施了4天后，证监会宣布熔断机制8日起暂停实施，成为中国政府有史以来最为短命的监管政策。同日，中国央行被迫再次进入汇市维稳。

——1月7日，坚定鹰派的美联储副主席 Fischer 对于加息的口风开始软化，日本央行也发出加大宽松措施的公告。

——1月9日，美联储 Lacker 关于美联储 QE4 与负利率是否实施的新闻传出。

——1月中上旬，中国央行强力打击人民币离岸市场空头，香港离岸人民币市场拆解利率飙升。

——1月18日-2月4日，16天国内外发生7次关于人民币汇率的中外对话，中国有保留的做出了“继续保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，与“中国无意通过货币竞争性贬值刺激出口”的承诺。

——1月29日，日本中央银行意外宣布降息至-

0.1%，负利率第一次在亚洲实行；继续积极购买日本国债和风险资产，预计使货币基础每年增加 80 万亿日元（约合 6640 亿美元）。

——2 月 20 日，多次陷“下课传言”的证监会主席肖钢正式离职证监会，刘士余同志为中国证监会主席。3 月 5 日，注册制推进被放缓。

——2 月 26-27 日，G20 财长及央行行长会议中，关于避免竞争性贬值，运用各种工具刺激需求，货币政策须保持宽松，清晰沟通政策行为，减少负面溢出效应，启动全球基础设施建设等达成了妥协；李克强总理指出适度扩大总需求，周小川提出“稳健略偏宽松状态”的货币政策，楼继伟建议“货币政策应当适度宽松”并指出“基础设施投资是推动经济复苏的重要引擎”……

——2 月 29 日，中国央行决定普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

——3 月 10 日，欧洲中央银行 10 日宣布，下调欧元区主导利率 5 个基点至零，下调欧元区隔夜贷款利率和隔夜存款利率分别至 0.25% 和负 0.4%，同时进一步扩大资产购买计划。决定从 4 月份起，将资产购买计划(QE)规模由每月 600 亿欧元扩大至 800 亿欧元。

被逼到墙角的央行展开了近似无底线的妥协和失信。

1.5 音乐的响起：全球市场套利再起

全球政府的被迫妥协和绥靖政策，又一次刺激了市场，全球大类资产套利又起：

——黄金自发动连续上攻态势以来，短短一个月时间涨幅超过 20%。

——布伦特原油从最低价 27.10 美元/桶上涨至最高的 41.48 美元/桶，涨幅超过 50%；

——铁矿石、小麦等大宗商品都展开了一波幅度在 20%左右的上攻，国内铜价的上涨最高超过 30%。

——欧洲、美国和日本等国的金融市场展开了修复式反弹，相继几乎收复前期失地。

——受益于原油的反弹，原本充满危机传言的能源债也暂时企稳，垃圾债收益率价差收窄。

——中国一线和部分二线城市房价 2 月份疯狂上涨，上海市住宅成交均价为 36374 元/平方米，同比上涨 23.92%；深圳新房住宅均价 48095 元/平方米，同比大涨 72.1%。

但是，此次盛宴的音乐在疯狂中似乎听到了微弱的颤音，市场在强劲中开始有点强弩之末的味道：大宗商品的反弹力度开始变弱；日本股市对负利率仅仅高兴了 3 天，国债期货发生熔断；欧洲股市对负利率仅仅兴奋了一个小时……

因为，在这次疯狂的宽松交响乐里，敏锐的市场

似乎已经嗅到了一种可怕的味道——滞胀！

2 苟且的守夜人们—— G20 会议以及后续

被市场逼到墙角的守夜人们别无选择，只能透支最后的信用不断的让步和妥协。在原本被寄予厚望的 G20 央行和财长会议上，仍然没有一个政府有足够的勇气和担当去引导一次面向新增长的“创造性破坏”和结构性改革，取而代之的是继续以信用透支和货币超发的方式，企图通过暂时的战术妥协来维持不断衰弱的“旧复苏”。然而，面对有效需求不足、分配结构扭曲、人口结构老化、债务周期见顶等根本性问题，超级货币宽松的效果已经难以维系，政治泡沫也无法掩盖结构性危机。

2.1 用政治泡沫掩盖核心问题

基于政治家的本性，守夜人的任何政策目的都出自于自身的政治考量：选票、支持率、政治博弈、社会稳定、社会舆论等。正是基于政治利益的考量，各国政府才会做出超出本国经济承载能力的选民利益承诺；正是基于政治利益的考量，才会使得美联储轻松突破国会所划定的央行独立性的红线，开启史无前例的货币大宽松；也正是基于政治利益的考虑，欧洲央行才不断的救助原本该破产的希腊诸国，开启从来没有过的 QE 和负利率。因为，债务的周期长过执政的周期，因此政治家们才敢说“我死后，哪怕洪水滔天”。我们清醒的看到，由于货币债务

周期与执政周期的错配造成的政策套利空间引发了政治泡沫，而政治泡沫又是其它一切泡沫的根源。

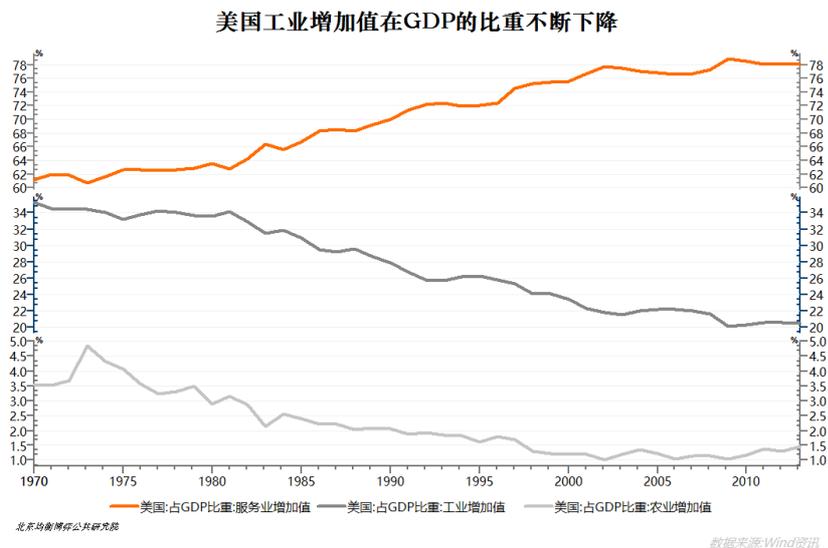
因此次贷危机以后，面对全球暴露的结构效率缺失、有效需求不足、技术进步迟缓等问题，各国政府并没有从根本上对治理机制进行改善，而是继续依靠执政期间的政治权力，不断突破政策底线采用政策刺激的方式掩盖根本问题。

2.1.1 被回避的结构效率问题

首先，是全球分工结构的失衡。八年之后，失衡的调整依然缓慢，国际政治的博弈，调整成本的分担使整个失衡的改善变得遥遥无期。

从全球分工结构来看，旧有的消费-生产-资源三层结构产生的极化现象，从而导致了全球性的分工异化与分工结构失衡，并进而成为经济失衡的逻辑起点。消费国过度的借贷消费并催生债务泡沫，生产国过度的投资和生产形成产能过剩，而资源国则在债务泡沫拉动的产能周期中形成了对本国单一资源的过度依赖，深陷几百年来逃不开的“资源的诅咒”。随着时间的推移，消费型国家开始饱受高杠杆高债务之苦，产能型国家则陷入出口的恶性竞争，资源型国则面临大宗商品的幻灭。而危机爆发后，利用在全世界的货币和金融优势，消费型国家依然利用货币来维持债务、并对外剪羊毛，产能型国家则通过汇率武器和市场圈地来维护出口增长，资源型国家正不得不陷入成本战的绞杀与市场份额的比拼。

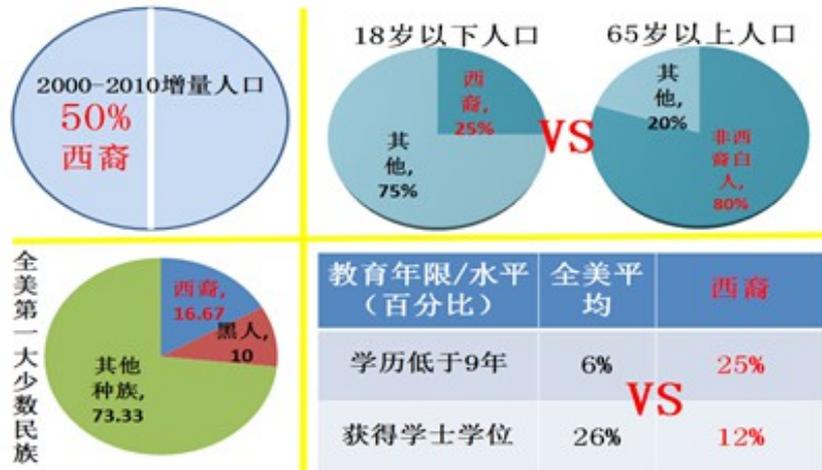
从各国具体情况来看，世界主要国家都在用政治上的过度承诺和政策透支，掩盖根本的结构性问题：



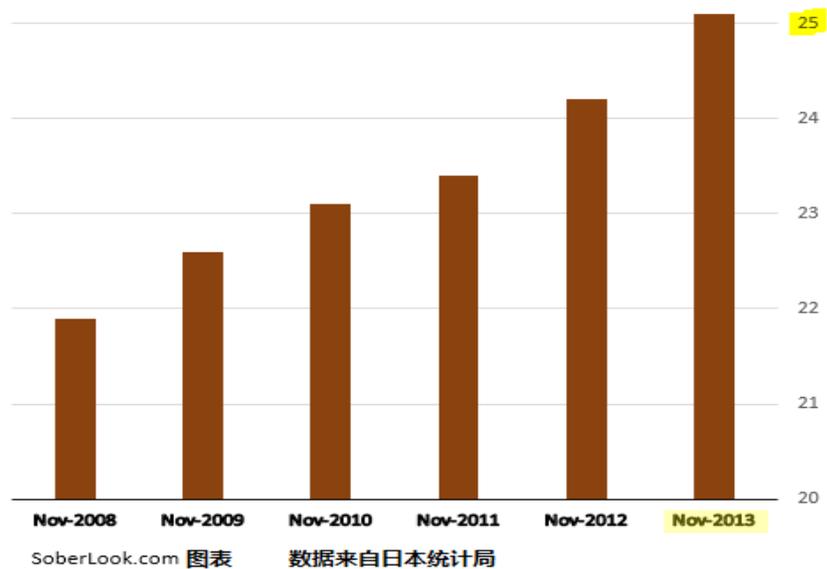
量化宽松与财政赤字对于失衡的美国经济结构不是救赎，更像鸦片。美国以再工业化平衡过渡消费问题，遭遇国内拉丁裔崛起下人口结构的变化及劳动力素质的下降。白人占比快速下降（到 2040 年，白人占比将跌破 40%），拉丁裔（西班牙语裔）迅速上升（比重将超过 31%），以服务业为主的产业结构已经无法吸纳更多的低端劳动力。以再工业化的生产平衡过渡消费的战略，却遭到了紧缩债务及去杠杆的痛苦所引发的民意反弹，进退维谷。过去八年来，除了继续膨胀的财政赤字、国债规模以及美联储资产负债表之外，人口结构、就业结构与国际收支结构的改善进展迟缓，甚至局部恶化的风险敞口还在加大。大选年，美利坚人民又将迎来新一轮的政治信用账单大比拼，至于即将离任的奥巴马团队，撰写一份艰难应对危机、力挽经济狂澜的完

美谢幕词已经比解决麻烦来得更加重要了。

西班牙语裔在美国人口中的比重（2010年）



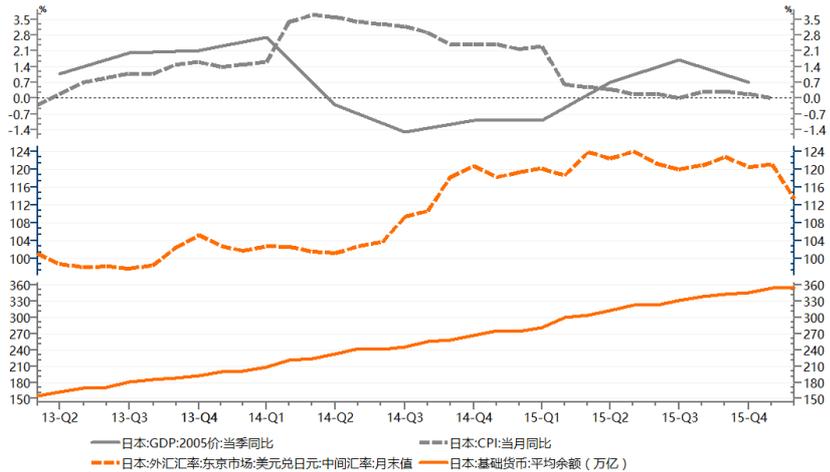
% of Japan's population over 65



安倍经济学不仅无法激活老龄化的日本，对于未来的透支已经到了无以复加的境地。人口老龄化、产业结构升级滞后、技术结构迭代缓慢、债务僵尸化严重，导致日本长期锁入通缩周期不能自拔。为了掩盖这些问题，原本中派保守的自民党鹰派化倾

向明显，安倍在自民党中一人独大，安倍经济学大行其道，在“三支箭”发射未取得明显效果后，开始采取极端的负利率政策。

日本在经济放缓、CPI同比接近于零以及基础货币持续增加，汇率反而升值

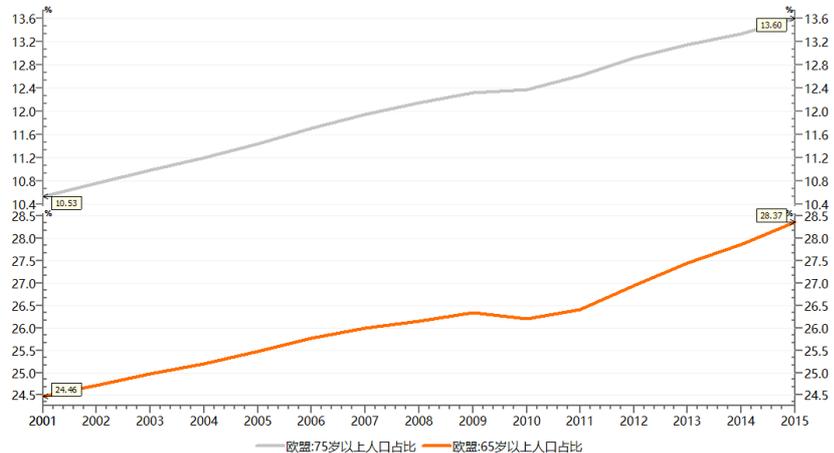


北京均豪博经公共研究院

数据来源:Wind资讯

欧元区人口老龄化持续上升

——01年以来65岁以上人口占比提升了3.89%，75岁以上人口占比提升了3.07%

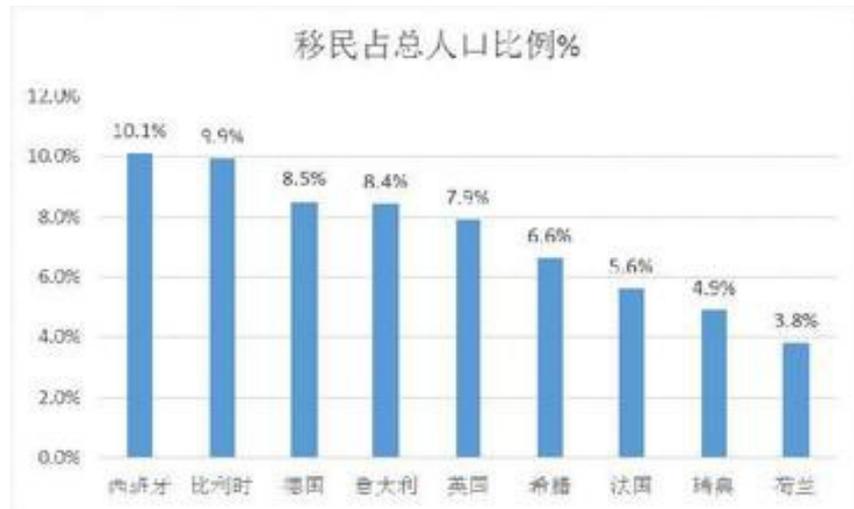


北京均豪博经公共研究院

数据来源:Wind资讯

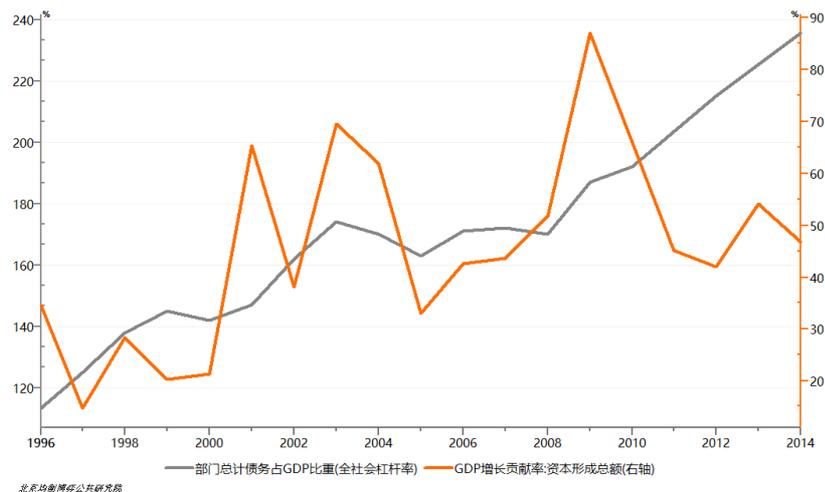
强悍的默克尔与德拉吉都没能守住欧洲的底线，拧巴的欧洲治理体系改革举步维艰。国别间的政治经济文化差异造成超主权治理结构的扭曲，人口结构的改善被巴黎枪声和难民危机打断，欧元构建的第一天就充满了财政、货币、政治、经济间的结

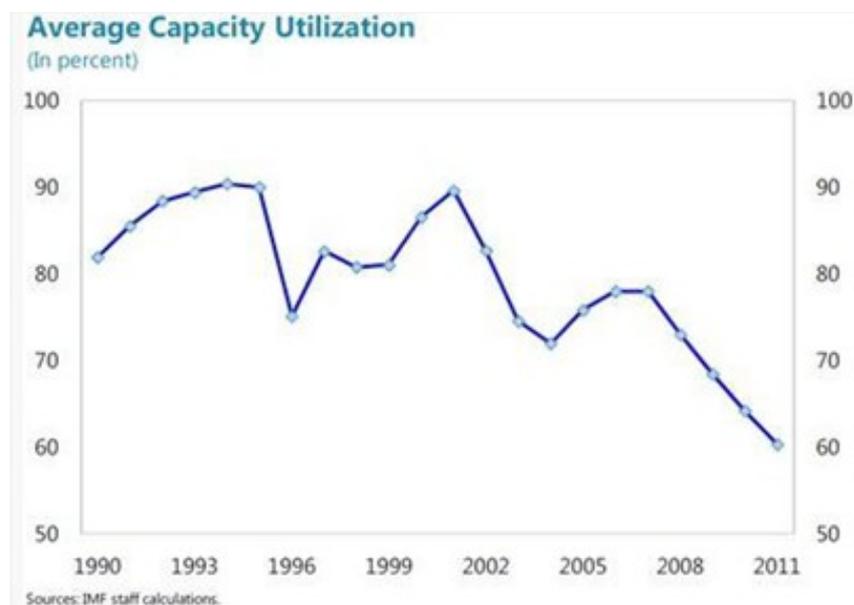
构扭曲；默克尔对欧洲改造的退缩、英国计划公投决定是否脱欧，都是欧洲结构顽疾的表现。



错失改革良机的中国结构转型或将再次向维稳妥协。人口结构迅速老化，人口红利已经迅速切换为人口负债。动力结构过于依赖出口和投资，以成本竞争为主的竞争力结构造成制造业的低端化，以政府和国企为主导的投资则导致效率缺失和产能过剩；产业结构升级缓慢，低附加值产品仍然占主导；债务结构扭曲，非金融企业和地方政府债务率已超国际警戒线。面对上述问题，中国政府以社会稳定为目标，采取了财政投资维稳和债务货币化为主的兜底措施，旨在解决长期结构性问题的供给侧改革收

以投资为主导的增长模式，全社会杠杆率不断上升



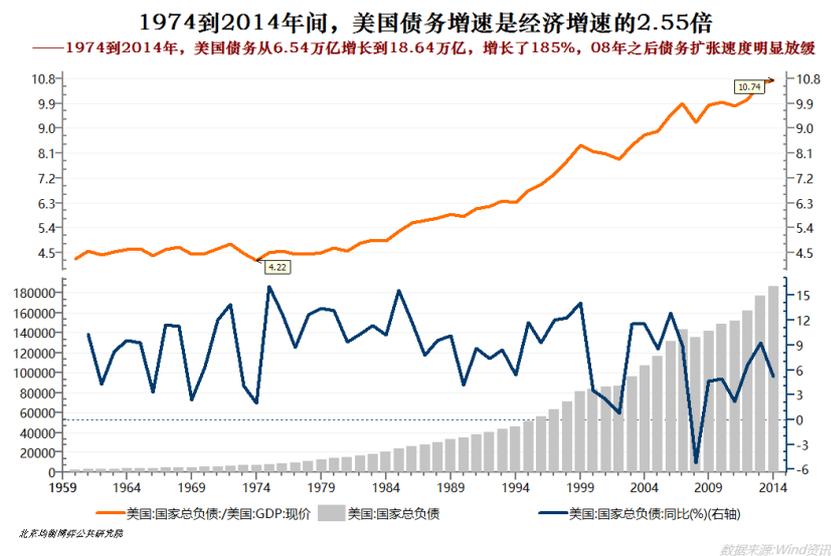
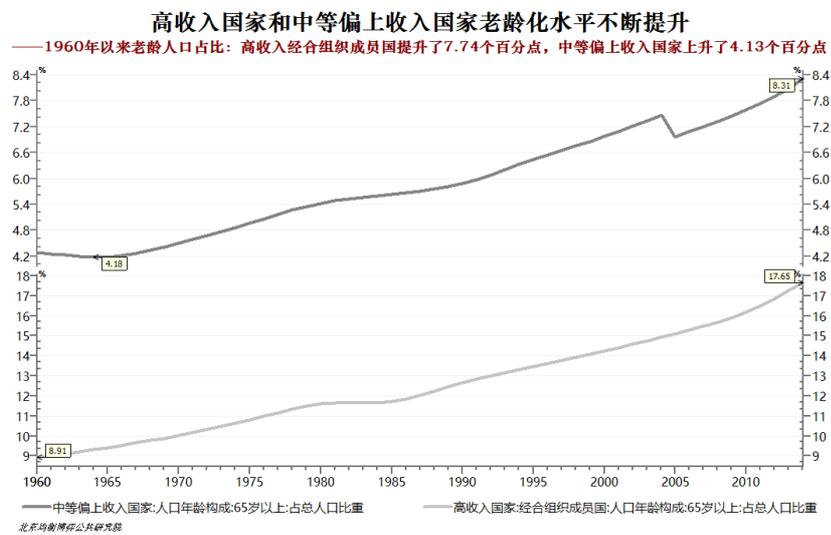


2.1.2 难触碰的有效需求问题

首先，发达国家的人口老龄化抑制了传统的需求来源。

如果不考虑民族和文化的偏好，仅从经济学视角——加快全球人口的迁徙，是解决老龄化问题可能的途径之一。在欧洲，我们看到了以德国默克尔政府为首的类似政治意图，但是一场“难民危机”和“中东地缘”使这个进程草草的画上了句号。而日本，作为全球最老龄化的国家，受困于岛国的

资源限制以及文化传统，对于劳动力的引进依然停留在口头讨论的阶段，当然与之相对的是日本企业的亚洲化，提供了部分资本与技术向人口迁徙的可能。但是，如果没有自由贸易区，甚至类似欧洲一体化那样的深度政治架构，国别间的劳动替代依然会是一个艰难的路径。

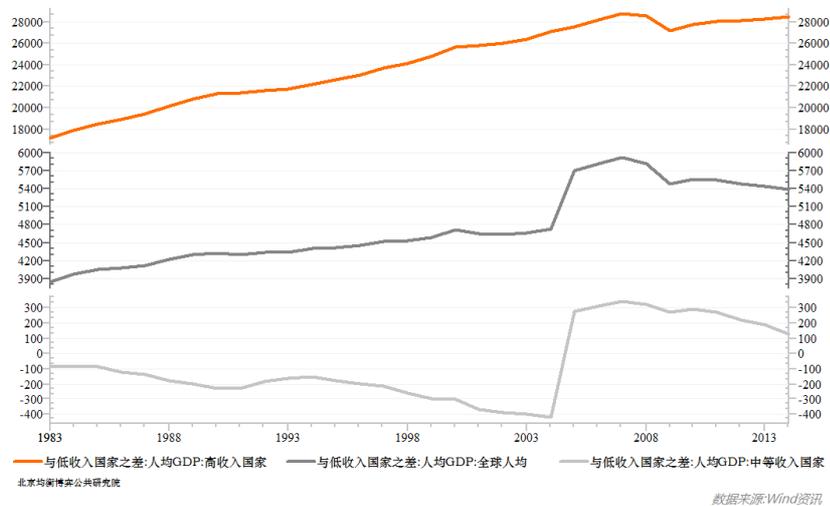


近30年来贫富差距的不断扩大。

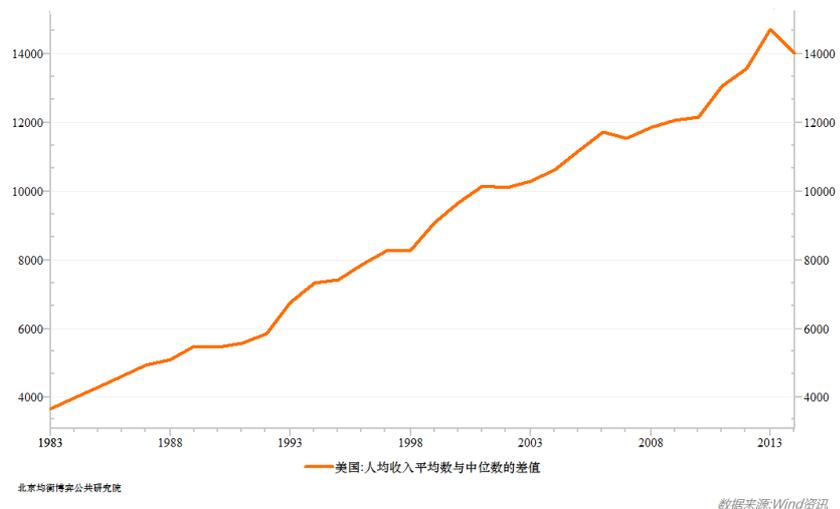
这种贫富差距体现在两个方面：第一，是国别间、

地区间的贫富差距，一方面发达国家的泡沫需求、债务消费，已经形成了虚幻的繁荣景象；另一方面，落后地区、落后国家在基本医疗、基本教育和基础公共设施上存在着严重的供给不足，这其中隐含的不仅仅是竞争的失败，甚至是当下国际经济治理结构的深度溃瘍。第二，在各个国家内部，不同阶级间的贫富差距不断拉大甚至固化，全社会财富向少数人高度集中的现象，彻底压缩了整个社会的消费边际，从而使有潜在需求的产能处于强大的缺口状态。小时候课本上的寓言“他们将牛奶倒入大海”，变成了“我们还没有房，他们却在关钢厂与水泥厂”的真实当下。

全球贫富差距继续放大



全球化30年美国贫富差距不断加大



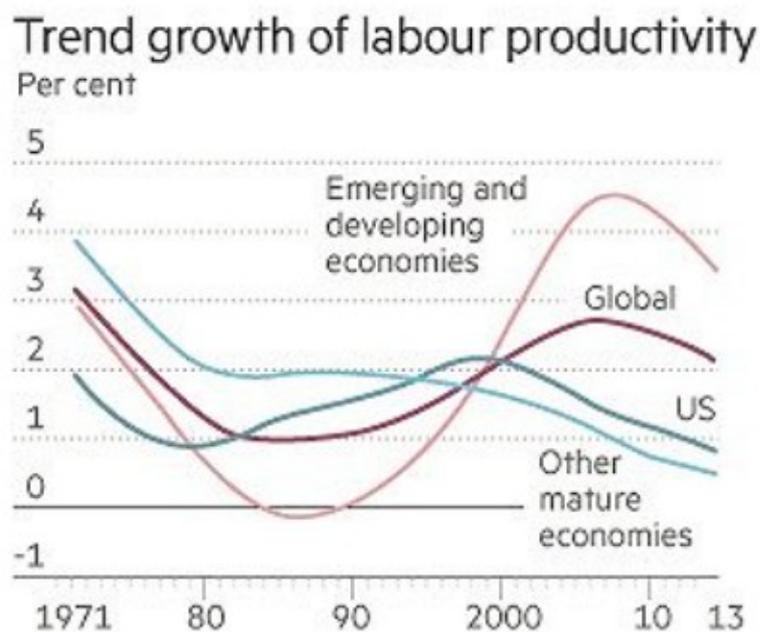
福山说“历史已经终结”，他认为现行的资本主义制度是最后的完美，而我们却认为历史或许正在打开，没有从制度层面做最根本的社会改革，我们看不到需求常态复苏的迹象。但是，又有多少个政治家会从根本上挑战现有的利益体制呢？或者说，又有多少政治家不是现有利益体制的一员呢？

2.1.3 要等待的技术进步问题

首先，从人类历史上看，技术突破带来的繁荣周期是小概率事件，文明史的 7000 年以来，技术对潜在增长率的高密度爆发也是近 400 年间的事。

我们都期盼着技术能给人类带来一次又一次的福利，而那些具有根本性、颠覆性的技术创新也许在来的路上，但是很难成为解决本次全球危机的可靠途径。技术的进步需要周期的等待，而我们的债务危机已经到了最后的尾部，也许我们都没有那么幸运。旧技术周期已经见顶，但新技术周期无法有效衔接，新旧技术周期之间存在较大的空挡，从而导致技术进步无法在全世界范围内真正实现。而旧增长周期下的产品和能源价格深度下探，也对新技术的产业

化造成极大的阻碍，如果旧产能无法实现有效出清且价格一直在底部徘徊，那么基于新技术的生产模式则显得不经济。比如，曾经一度号称颠覆旧能源体系的页岩气，在石油价格深度下跌后无法盈利，造成整个页岩气的研发和生产活动停止。



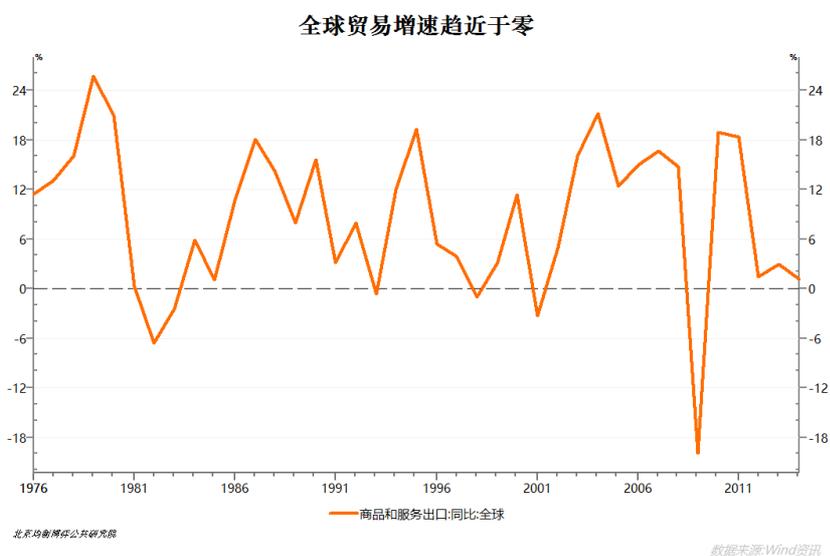
Source: The Conference Board Productivity Brief 2015

FT

其次，技术对经济增长产生影响的另外一个途径是——技术的扩散，分工的深化，效率的迁移。

但是危机的时间，各国政治家们所体现的竞争意识远远大于合作的意识，除了我们耳熟能详的贸易保护外，这个世界有另外一种保护，正阻碍着经济的发展，那便是技术的封锁与壁垒。当然，知识是有代价的，知识产权应该是可定价的，而当下的世界，我们很难界定一个在边际上最好的技术贸易规则、产业转移方式。我们只看到了，中国在

呼吁希望引进更多的高新技术，美国在指责知识产权一而再的被侵犯，当然，那些没有发出声音的沉默大多数，不管是南亚还是非洲，我们这一代的政治家里面需要有人站在全球的系统效率，去考量人类技术资源的分配。这或许是，眼前看得见的技术引发增长的有效路径。



技术进步在国别间的扩散也存在差异，发达国家在技术研发、发明专利、新技术产业化等方面存在较大的优势，而一些发展中国家则因为科研、教育、培训等方面的落后，造成对于新兴技术周期面临着人力资本断层。在这种情况下，技术进步反而会拉大国别间的经济增长和贫富积累的差距。面对阻碍技术进步以及由技术进步引发的种种问题，各国政府并没提出基于全球视野的制度性解决方案，仍然采取有利于自身政治利益的短期政策。TPP 协定中对于知识产权和企业治理机制的限定，实际上就是在通过制度和技術壁垒建立新型的贸易保护主义。

2.2 本次 G20 会议的临时妥协

次贷危机以后，G20 会议曾一度成为世界经济体系重构的希望所在，无论是 2008 年的 47 条全球金融改革方案，2009 年的世界银行和国际货币基金组织体制改革，还是 2010 年对发达国家债务赤字和货币宽松的约束，都显示出 G20 会议在解决全球性金融问题的方向和决心。但是，随着守夜人的反复失信，市场的动荡逼宫，G20 会议在体制和结构性改革方面所做出的努力越来越少。本届 G20 会议，对于维护旧需求、培育新需求、推动科技进步，加大结构性改革和提高潜在增长率等核心问题上并未达成一致协议，只是在战术方面达成了临时性妥协。

2.2.1 中美货币政策的短期妥协

自 2013 年美联储决定不再量化宽松，2015 年决定步入加息周期，全球金融市场的动荡就不断加剧。中国去年 6 月份开始的股灾，不仅是国内金融市场的系统性风险爆发，而且还向全世界扩散蔓延。在中国股票市场大跌的几个月中，美国、欧洲和日本等国的股市也纷纷大跌，衡量投资者恐慌程度的 VIX 指数曾一度接近甚至突破次贷危机高位。

从某种程度上说，本次 G20 会议以及以后的中美货币政策之间的妥协，可以看成是去年以来两国面对市场逼宫的合作和妥协。G20 会议之前，屡屡传出新广场协议的传闻，虽然在会议上并没有达成公开的妥协，但在会议上，无论是中国承诺的人民币汇率稳定，还是美国对需求刺激政策的倡导和

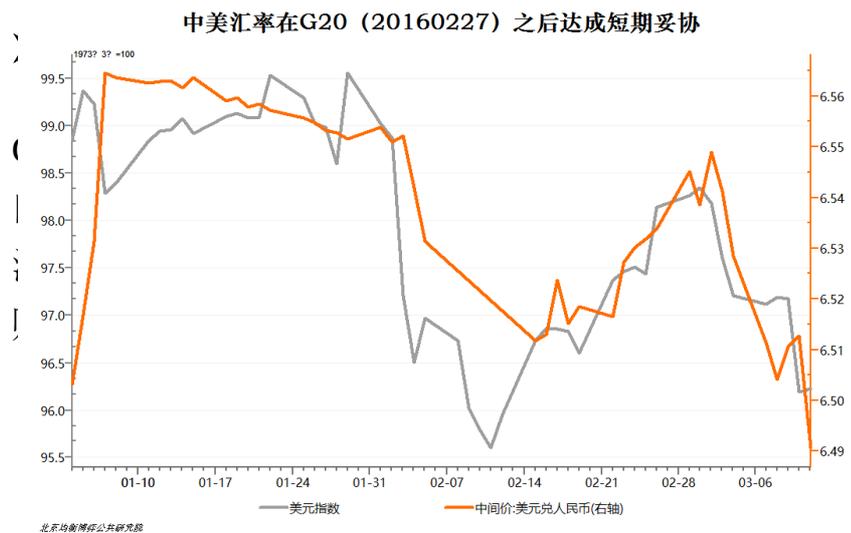
支持，以及其他国家各自心怀鬼胎的表态，都显示本次 G20 会议对全球失控的经济金融局势的无奈和无力：没有战略性和结构性重建，只有战术性和临时性妥协，全球经济依然群龙无首。

特别是，G20 会议结束的第二天，中国央行就宣布全面降准，此次降准与之前扭扭捏捏的结构性降准完全不同，表明了一种公开采取积极货币政策的态度，也是对 G20“会议精神”的一种反应。而降准政策宣布后，人民币汇率并未出现太大波动，也从侧面反映了市场对中美政策默契合作和妥协的解读。

中美货币政策博弈在 G20 前后存在重大的转折：

➤ G20 会议前：利率反向，中美对抗

G20 会议前，中美之间采取的是对抗的经济政策，美联储加息升值，引起中国国内资本外逃、投资逆转和货币反向套利，造成中国流动性紧缩和利率攀升，进而打乱国内债务置换的进程和对资产泡沫施加更大压力；中国则采取人民币脱钩美元的策略，通过汇率贬值扰动货币竞争格局，并通过去产能向全球输出通缩，在一定程度上阻碍了美国经济增长的复苏和金融市场的稳定。



2.2.2 全球央行利率-汇率的竞争

全球政府借助利率平价机制打通利率与汇率之间的关系，通过调整利率来压低汇率，从而达到变相贬值的政策目的，因此，全球央行陷入了以降低利率为手段，以贬压汇率为目的的货币乱战。

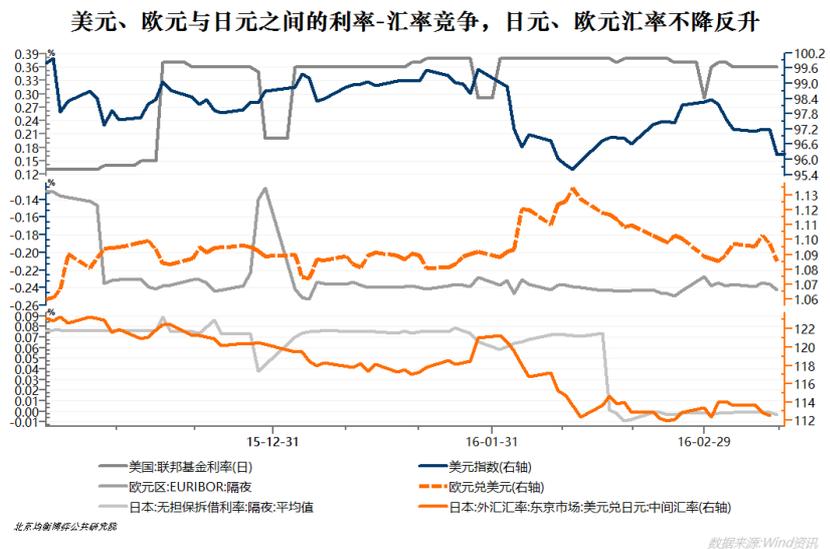
——**美联储**不断放出加息放缓的信号，并屡屡在某些场合暗示负利率的可能性，有意无意的引导美元指数走弱。

——**欧洲央行**继续采用负利率大招，将隔夜存款利率调降 10 个基点至 -0.40%、基准再融资利率调降 5 个基点至史上最低的 0%、边际贷款利率自 0.30% 降至 0.25%。

——**日本央行**当然也不敢落后，1 月份引入三级利率体系，将金融机构存放在日本央行的部分超额准备金存款利率从之前的 0.1% 降至 -0.1%，以鼓励金融机构借出更多资金，并表示如有必要将进一步降低

负利率。

但世界各国通过利率来打汇率战的牌似乎失算，拿日本为例，在实施负利率的一个月里，日元兑美元不仅没有贬值还相对美元升值了 7%，还在一定程度上破坏了央行的可信度。



2.3 中国经济政策的变脸大戏

从 08 年以来，中国宏观经济调控政策已让市场眼花缭乱，彻底的打乱了市场稳定预期，造成了多次的市场混乱；最终在多次的政策反复和失误教训后，宏观政策调控的政府信用正在慢慢的失效，宏观调控政策的权威对市场正在慢慢免疫，从某种程度上甚至宏观调控政策已逐渐成为市场逆向博弈与反向套利的对象。

2.3.1 中国宏观调控政策的三次反复

经济危机以来，中国的宏观政策总共经历了三次

反复：

第一阶段（四万亿）：08年-2010年，财政政策和货币政策双宽，以房地产为主的固定资产投资快速扩张，同时信贷和广义货币迅速增长。

第二阶段：2013年-2015年，十八届三中全会后，政府实施了逐步双紧的政策，货币政策上改变过去大水漫灌的形式以结构性宽松为主，财政政策上对地方债举债规模收紧，并开始启动供给侧改革。在人民日报权威人士“七问”供给侧改革中，明确提出了双紧的经济政策。

第三阶段：G20会议后，以全面降准为标志，货币政策开始放松，加快大型基建项目的审批投放，加快地方债置换，同时收紧对股票市场和对外资本项目的管理，整个政策风向步入需求侧与供给侧同时发力的基调。

我们看到，三次经济政策的变化，给国内经济带来了不同的影响：

首先，推出以四万亿为标志的需求刺激政策时，国内经济迅速回暖反弹，但反弹周期及其短暂。而且由于错判了当时的国内外形势，并开启了地方举债投资的潘多拉魔盒，导致了现在过剩产能和过度负债的危机。并且伤害了市场与政府之间的关系，市场开始对政策调控失去信心。

其次，政策开始逐步走向双紧，出现钱荒、股灾、汇贬、资本外逃、信用债违约高企等连环动荡，

信用收敛的预期越来越强，市场风险在迅速积聚。市场和经济学界对政策收紧引发的通缩风险倍加担忧。

最后，超预期的政策反转，在没有任何征兆的情况下，政策再次 180 度大调整，在答记者问中周小川行长明确提出稳健并适当宽松的货币政策。在流动性陷阱的约束下，政府对财政政策的依赖也越来越强。李克强总理在 G20 峰会视频讲话中，多次提及需求维稳的政策意向，暗示财政部将采取更加强有力的刺激政策。而在之前 1 月份出现的 2.5 万亿信贷天量已经显示出政策反转的迹象。

在短时间内，在市场毫无预期的情况下，政策的突然逆转，对于市场心理和预期都构成了强烈的干预和扰动，并导致政策当局的声誉受到损害，市场对宏观调控政策的信心大打折扣，并可能导致市场将宏观政策作为反向指标，在政策实施和市场效果的预期差之间进行反向套利。

2.3.2 战略雄心无法掩盖战术的粗糙

次贷危机后，面对全球经济的再平衡，中国政府制定了富有雄心的战略宏图，包括通过产业升级推动价值分工上移，通过供给侧改革提高潜在生产率，通过一带一路完成产能的全球化输出，通过金融市场化改革实现要素资源的有效分配，通过注册制改革建立以直接融资为主导的金融体系，通过汇率脱钩美元实现汇率市场化和人民币国际化……

但是，战略的雄心无法掩盖战术的粗糙：股灾引发的改革牛幻灭、8.11 汇改引发的汇率崩盘、恐慌购汇引发的资本大逃亡、去产能导致的群体性事件、东施效颦下的股市熔断……这一切近似于闹剧的事件意味着，战略上的旷达雄心，无法代替战术上的精致构思；中国当然需要强大的战略引导，但成败的关键却是战术上的执行策略和分寸拿捏。

而这种战略和战术上的错配，源自于经济长周期与政治短周期的错配。中国的长期根本问题与全球主要经济体问题相似，是结构性失衡和有效需求不足的问题。在当前产能过剩的情况下，信用扩展周期见顶，债务-通缩效应已经非常显著。这种形势下的信用收敛和去杠杆，将遭遇极其痛苦的过程，而对于执政者，由于短期的执政任期，将很难采取长期的战略性调整，缺乏在本届任期内担当的勇气，依然继续采取信用扩张的策略，导致全社会在庞式骗局的路径上越走越远。

由此我们看到，2016年，中国政府宣布了历史上最大的财政赤字规模，计划采取近4万亿的地方债务置换，开启普遍性降准的通道，说明了在全球失控的局势下，政府仍在用治标的办法进行拖延。今年的春晚，我们看到了浓浓的好意，但也感受到了由于害怕“失控”导致的舆论收缩。

3 回光返照的市场——滞胀预期的回归

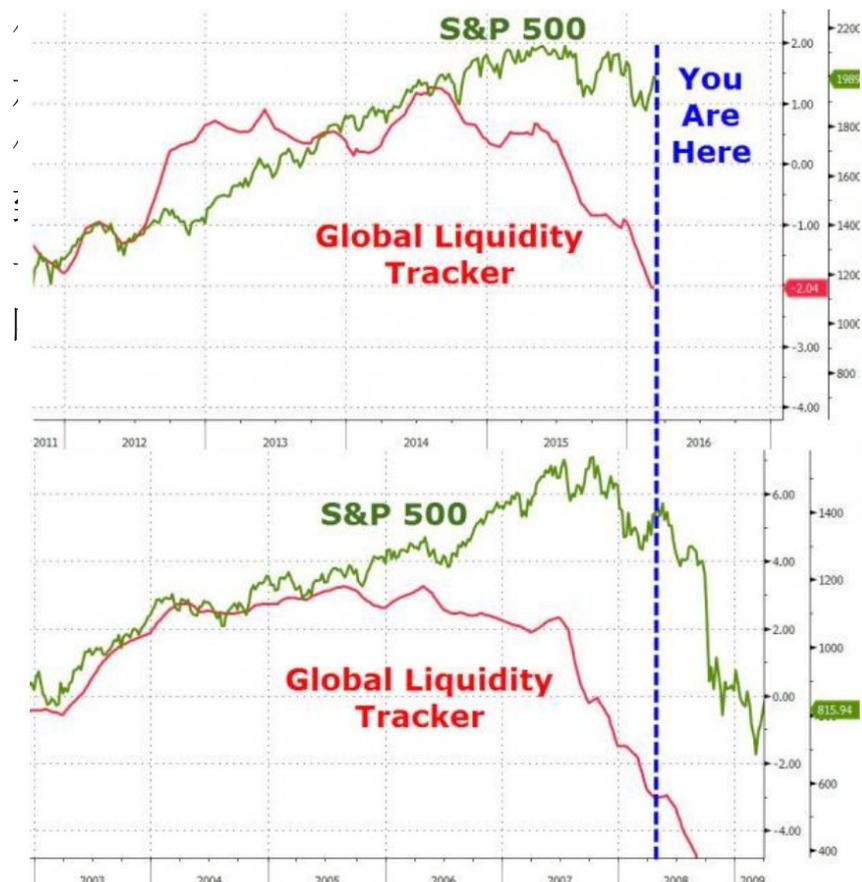
史无前例的货币宽松，没有带来明显的经济复苏，却不可避免的带来滞胀预期的回归。货币主义的预

言并非无效，而是传导时滞在各个国家有所不同。虽然通胀在欧洲和日本仍然遥不可及，但大宗商品的反弹、部分城市房价的疯狂、不断走高的CPI，首先对中国经济发出滞胀风险的警告。

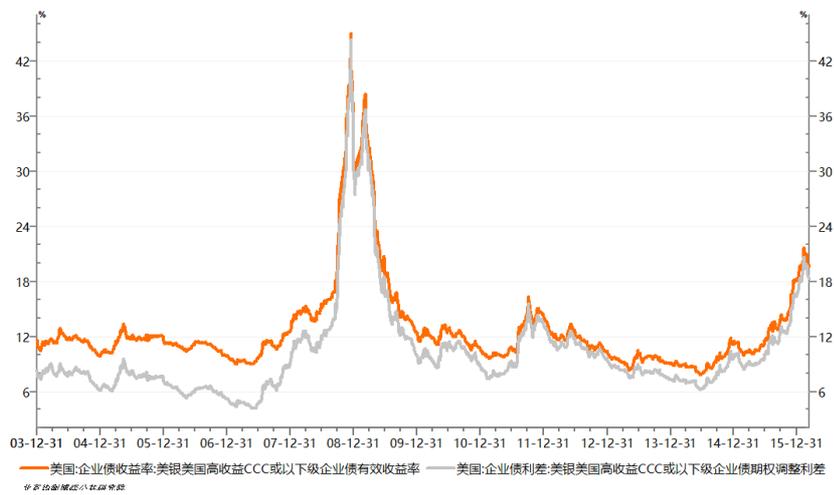
3.1 央行托起市场出清的风险

在货币超发、资本流窜、负利率绞杀的环境下，市场的出清方式已经无法和风细雨，而是代之以崩溃动荡。面对这样的市场逼宫，央行只好继续将债务浸泡在超发货币的大水里，封住风险爆发的燃点，托住市场崩溃的底线。

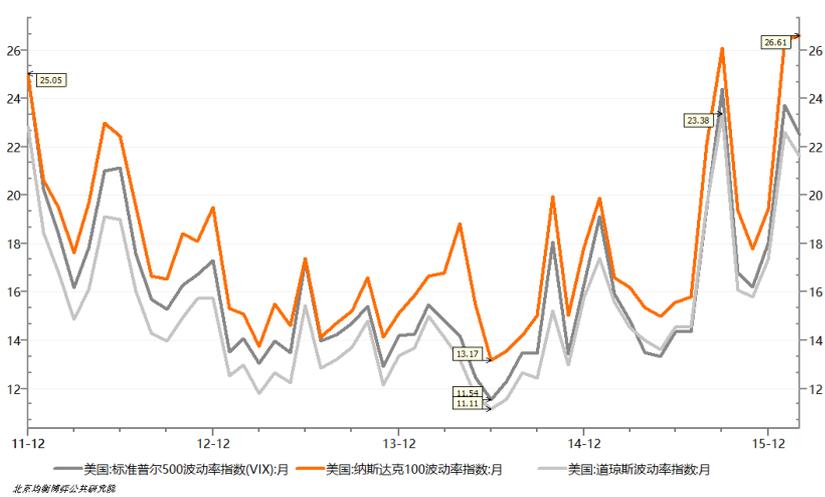
美国：能源和原材料企业的垃圾债（约6000亿美元）曾一度处于违约风险大增、资金链断裂的崩溃边缘；房地产价格泡沫迹象愈加明显，有些地区的



美国垃圾债利率飙升

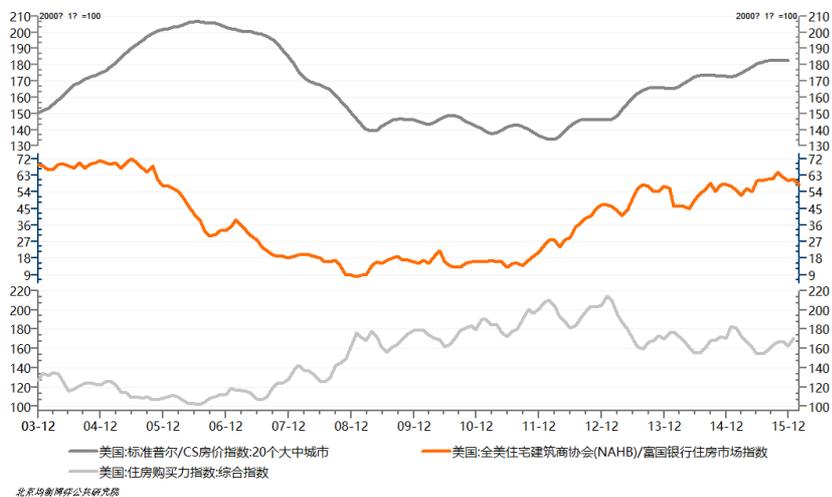


美国三大股指波动率指数大幅波动，纳斯达克波动率指数创出11年以来新高



数据来源:Wind资讯

美国房价指数处于高位，住房购买力指数低位徘徊



欧洲：经济紧缩的境地不但没有改善，还可能受到银行危机和金融风险的冲击。由于经济通缩持续、大宗商品下跌带来的风险敞口扩大，以及负利率对利润的挤压，德银、瑞信等大银行开始出现大幅度亏损，欧洲银行业一度处于危机的边缘；同时欧洲股市也风雨飘摇、动荡不安。为了托住金融风险，欧洲央行在负利率的基础上继续下调三大利率、加大资产购买力度、并启动 TLTRO2。在这种政策环境下，欧洲出现了零利率的金融债（Girozentrale 银行）和负利率的企业债（Berlin Hyp AG，5 亿欧元，三年期资产担保债券，利率为-0.162%）。

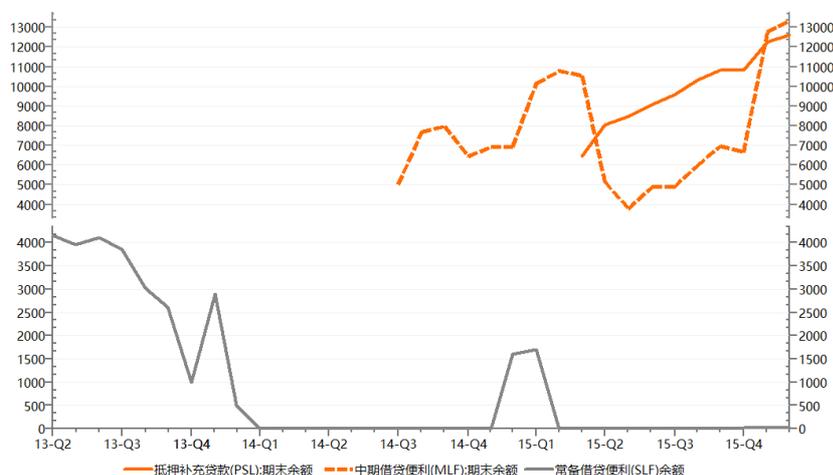
欧洲三大股指波动加剧



日本：虽然经济仍然低迷，但由于日本央行货币宽松态度坚决，曾一度成为重要的资产避险港湾，导致日元不断升值。在量化宽松方面，日本央行继续扩大资产购买范围，并在负利率的道路上越走越远。今年1月，日本央行首次以-0.03%的负利率买入公司债，当前日本负利率国债的规模已经超过600万亿日元。

中国：面对经济下滑加快、信用债违约增多、股市汇市波动加大等系统风险，人民银行超预期降低存款准备金，释放大约5000亿左右的流动性；财政部等加快、加大地方债置换速度和力度，初步估算今年将置换地方债券3.8万亿；通过多种公开市场工具组合维护利率走廊，防止发生流动性危机；多部委联合发文支持投贷联动，逐步放宽银行的股权类投资；允许商业银行债转股，从而一箭双雕同时降低企业的杠杆率和商业银行的不良率。

中国央行新型政策工具的期末余额持续增长



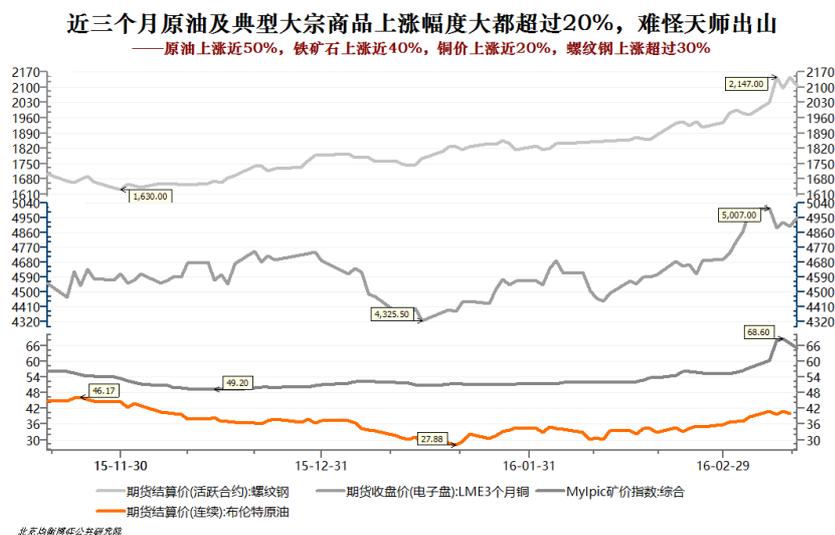
北京均勤博研公共研究院

数据来源:Wind资讯

3.2 货币造就大宗 “天师” 的幻觉

在各国央行对货币政策采取一致性宽松后，大宗商品市场首先展开了一次庆祝政府绥靖政策的狂欢盛宴。从原油到铁矿石，从嘉能可到巴西淡水河谷，从国外到国内，大宗商品市场上曾经盛气凌人、不可一世空头，却一遍遍被长期饱受压抑的多头蹂躏。黄金、原油、铁矿石、螺纹钢、铜等屡屡突破前期高位和关键阻力关口，交易员们不禁欢呼大宗商品的周期复辟、王者归来，以周期分析见长的某分析师也在这次狂欢中收获了预测成功学的荣耀，被冠以“尼古拉斯”的称号。

但是，经过经济周期、货币交易、大宗商品定价等理论的理性分析，我们认为本次大宗商品的价格反弹不过是一种货币现象，而不是“尼古拉斯”所号称的产能周期复辟。



第一，终端需求依然严重不足，过去长期积累的过剩产能出清压力依然可以毫无悬念的碾压小库存周期，如当前国内铜的库存量已经超过“四万亿”时期，要知道当时的需求端巨大无比。第二，货币超发造就了价格的虚幻，投资者对大宗商品的多头超配并不是基于产能端的拉动，而是对滞胀预期的本能对冲（美林时钟下商品是滞胀时期较好的配置选择）。第三，地缘风险的暂时缓释构成了石油价格的短期回归，美俄在能源价格方面也达成了新的妥协，毕竟美国需要能源价格上涨以缓释垃圾债风险，俄罗斯等能源国家也需要石油天然气的上涨来补充亏空的财政，经济和财政利益的需求让位于政治和地缘的冲突，于是叙利亚“万国战争”忽然降噪停音，这也在很大程度上提振了石油价格。但这些都无法构成大宗周期级反弹的逻辑支撑。

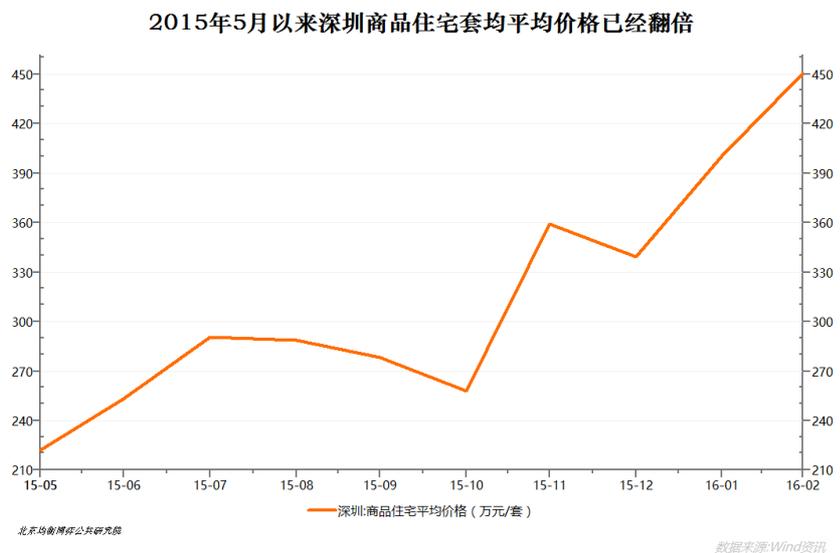
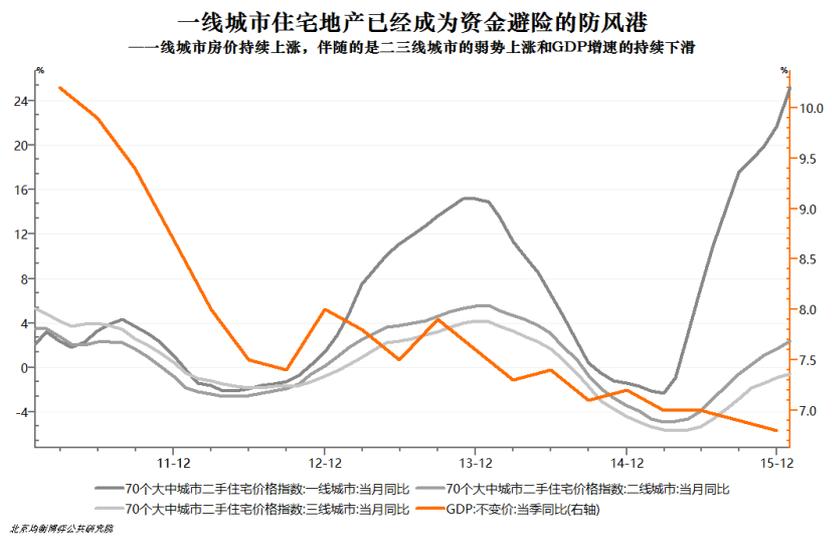
因此，我们需要清醒的认识到，货币幻觉与产能复苏下的大宗价格上涨逻辑有巨大的不同，当大宗的定价基于政策当局货币的吐纳以及市场与政府之间的博弈预期，货币幻觉便会衍生出集体臆狂与乌合之众式的焦虑，那么其价格就不可避免的呈现出巨大的波动和震荡，振幅之大足以多空双杀，这种交易环境历史罕见。因此，盲目听信某些大师的预言而建立趋势性交易头寸的后果是危险的。

3.3 中国的“房”避险与“铜”汇率

市场与政府间的失控博弈产生让人困惑的金融异像，房地产价格的分化加剧与国内大宗的疯狂上

涨，已经无法用传统的定价理论和交易逻辑进行解释。对于失控时期的经济现象，需要我们找到一套全新的解构范式。

房地产在滞胀预期下的避险属性，我们称之为“房避险”。

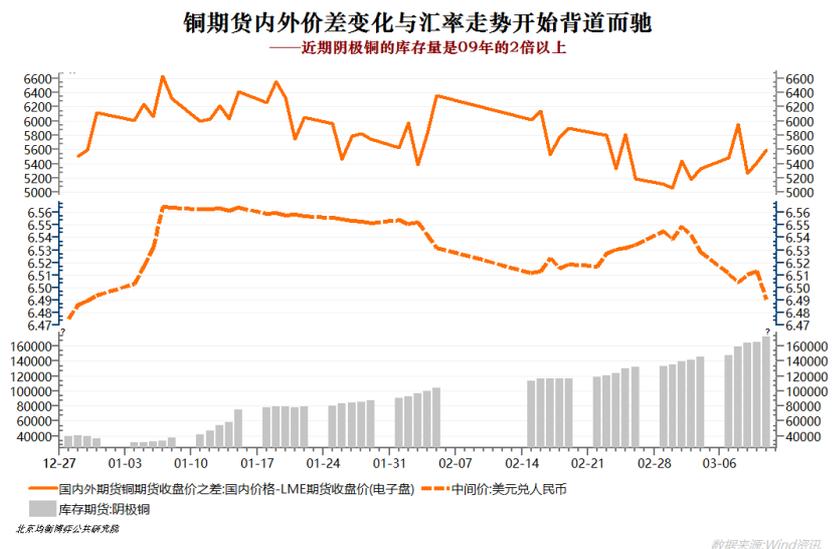


在其它城市房地产库存依然巨大、价格依然低迷的情况下，一线和二线部分城市的房地产价格却一度

出现了让人近乎绝望的上涨。对于此怪相，有人从大类资产轮动、房地产供需、人口新增变化、资产荒等角度进行解释，我们认为这些解释都没有抓住问题的关键。

我们认为，本次房地产价格的结构性癫狂，并不是主动的资产配置行为，而是投资者看到政策风向转换后，由于对通胀的忧虑而引发的被动避险行为，是对货币的看空情绪而不是对复苏的看多预期。这是一场投资者被货币政策逼空的博弈：积极的投资会被经济的停滞套牢，被动的空仓则会被货币的通胀侵蚀，再加上去库存政策支持 and 银行信贷的杠杆支持，在滞-胀之间，融合投资和消费属性的夹层资产——一线和二线部分城市的房地产，成为财富最后的诺亚方舟。

铜的融资属性成为汇率套利的“影子筹码”，我们称之为“铜汇率”。



国内有色金属、化工原料等大宗商品的上涨，在一

段时间内竟令人诧异的超过了国际大宗商品，尤其是铜的表现，价格和库存同时创阶段性新高。我们认为，在没有真实需求复苏拉动的背景下，国内大宗价格的超常表现带有更加明显的货币和融资属性，是在国内资本被部分管制和汇率对币值调整不充分的情况下，投资者对人民币贬值预期在大宗商品上的 **price in**。即由于资本项目管制和汇率的肮脏浮动，人民币的货币超发，只能通过在国内外大宗市场上涨（原料市场通胀）的方式进行自我校准，这是购买力平价下人民币贬值的另一种体现。

进一步，滞胀、贬值预期的回归、大宗市场的“煤飞色舞”、基于贬值预期下的补库存，都可以看作是市场对人民币未来贬值空间预期下的一种新的套利和对冲（大宗商品的生产属性逐步让位于货币和融资属性）。一种可行的套利结构是，通过大宗商品贸易融资获取人民币贷款，然后建立美元多头以形成货币错配，从而在人民币贬值通道上获益。

由于国内外市场的制度缺陷，投资者可以利用国内外大宗和在离岸人民币的价格-汇率差进行套利。据此套利结构，按照购买力平价理论，如果市场分割条件成立，则应该近似满足公式：国内大宗价格－国际大宗价格 = 在岸人民币汇率－离岸人民币汇率。根据此公式，我们可以得到，国内外大宗商品的价格差，实际上蕴含着人民币贬值的预期贴现。

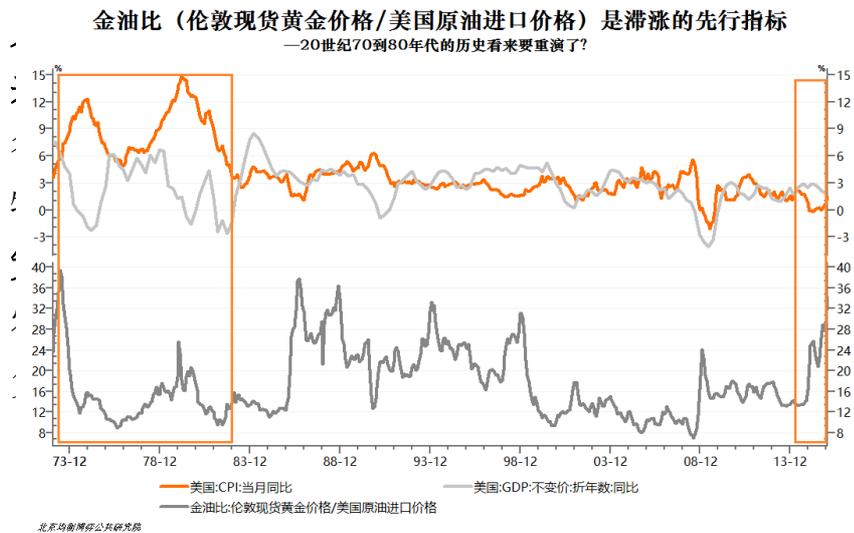
让人忧虑的是，如果将此套利逻辑应用到消费品市场，那么就会引发通货膨胀，这是需要引起我

们注意和警醒的地方。

3.4 不仅是“金油比”更要预防“农周期”

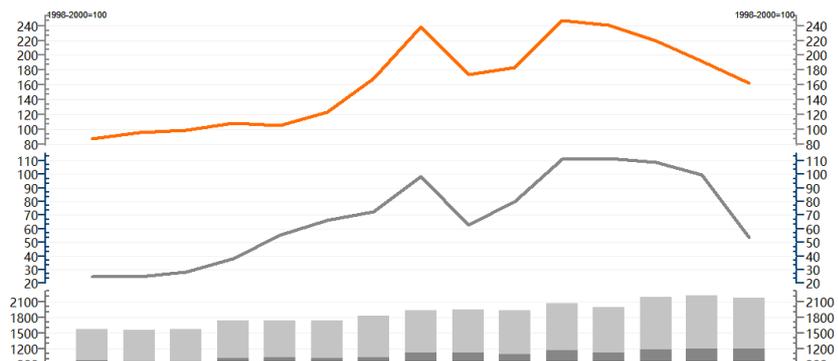
黄金-石油的比值是地缘风险和金融危机的经典指标，在最近一多月时间里出现了巨大的波动，2月份一度攀升到35.8的高位，创1974年1月以来最高水平。而2008年金融危机全球最恐慌的时刻，金油比也不过是20左右。金油比处于历史高位，说明了当前失控、动荡的局面，也暗示着人们对未来的滞胀预期达到一定的高位。

除了让人心惊肉跳的金油比，农周期的回归也让

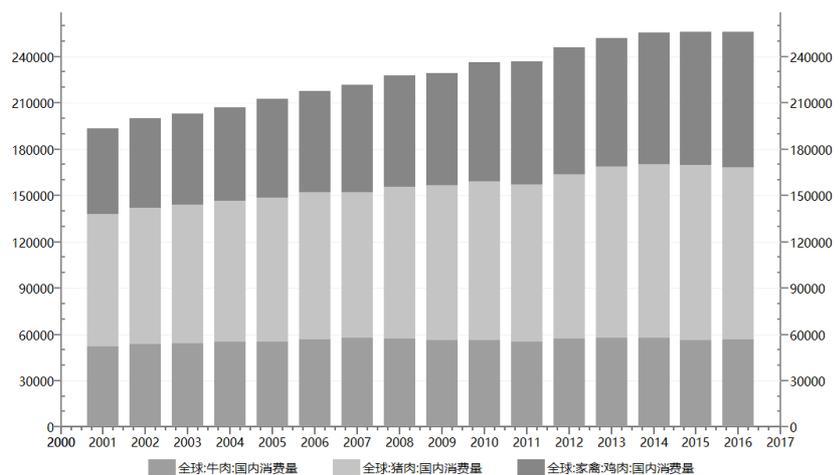


当然，08年以来全球超发的滔天货币堰塞湖不知会从那个地方冲向大宗农产品。近期我们已经看到了小麦、大豆等大宗农产品价格的上涨，我们担忧的是，在货币超发的推动和通胀预期的引导下，2010年左右的“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”等物价上涨游戏可能在近期重演。2月份消费者物价指数（CPI）超过2.3%，创19个月新高，虽然有季节性和偶然性因素在里面，但并不能完全排除持续上涨的担忧。如果农周期一旦启动，食品原料价格的上涨可能会从成本端推动通货膨胀在高位运转，中国经济的滞胀问题将真正显现。

全球三大主粮产量开始下滑，谷物价格指数和原油价格创下了近十年新低



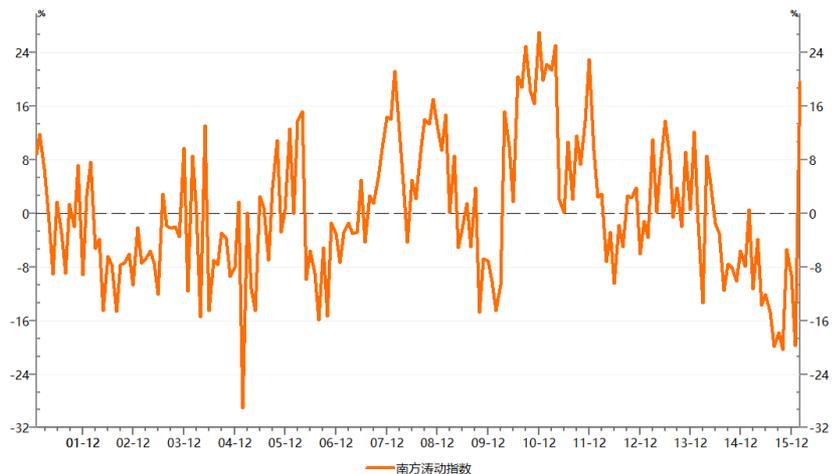
近三年全球肉类国内消费总量相对稳定，消费刚性水平提升



专栏：世贸组织 (WTO) 取消农业补贴的决定

2015 年 12 月 19 日在肯尼亚首都内罗毕举行的 WTO 部长级会议，达成了一项关于农业出口竞争政策的大会“决定”：发达和发展中成员首次承诺全面取消农产品出口补贴，并须按照清晰的时间表遵照执行。

南方涛动指数快速由负转正，厄尔尼诺与拉尼娜的快速切换？



北京海通证券公共研究院

数据来源:Wind资讯

4 历史的经验与教训——经济理论的再验证

对于当前复杂失控的经济局面，有学者认为宏观经济学理论是缺失和滞后的。但我们的观察是，理论依然有效，只不过是局部单一的理论无法解释全面失控的现实，当我们消除门户之见将经济学理论组合在一起的时候，便会惊奇的发现，四位开创性大师对 1929-1944 年 15 年间的大危机和大动荡所做的理论反思，在当前短短 15 个月的时间内几乎全部得到了验证：2014 年全球经济真正陷入费雪先生的债务-通缩陷阱，2015 年负利率的流行开启了凯恩斯勋爵的刺激之路，2016 年滞胀阴影的显现正在印证着弗里德曼先生的货币预言，而大政府体制的兴起虽然离哈耶克的警示尚远，但没有人可以保证历史重复过去的错误道路。

——历史虽然不是简单的重复但却踏着相同的节奏，理论虽然不能完全预测未来但能不屈的接近真相。

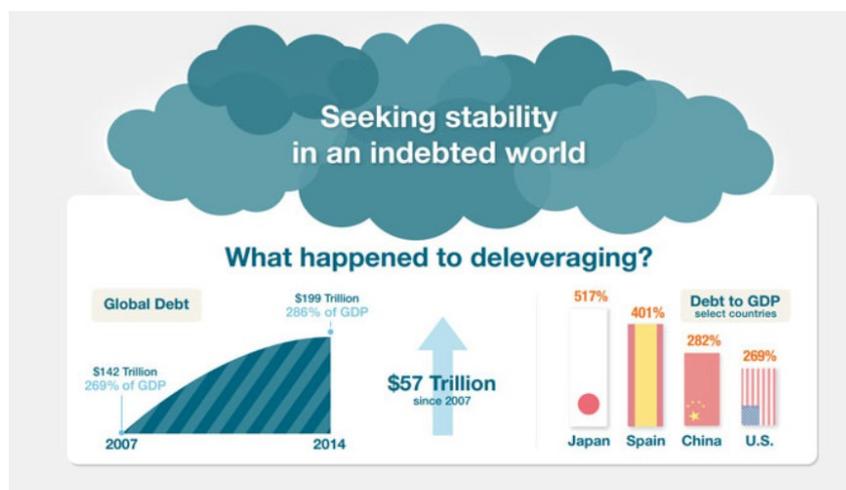
4.1 费雪的债务-通缩——2014 到 2015 流动陷阱

1932 年，西方发达国家依然深陷 1929 年大危机引发的大萧条中不能自拔，GDP 较危机前已经降了约三分之一、失业人口增加了三倍。费雪先生深刻反思大危机爆发的原因，提出了经典的“债务-通缩”理论，该理论认为过度负债造成的财务负担和资产清偿，会引发资产负债表衰退、货币坍塌、货币流通下降，从而引发工资、价格和产出等落入紧缩通道，而需求的紧缩又进一步加重债务的清偿风险，如此

往复循环。1929年危机引发的大萧条，很大程度上印证了费雪先生的债务-通缩理论。

大约80年后，2009年美国次贷危机的全面爆发同样引起了债务-通缩效应，由于当时的美联储主席伯南克先生熟知此理论，美联储毫不犹豫的通过下调利率和量化宽松稳住了需求的塌缩，支撑住经济没有立即陷入债务-通缩的陷阱。但**随着2013年美联储停止QE，且2014年进入加息通道，全球经济真正进入产出收缩+债务膨胀的双周期叠加阶段：**一方面，全球经济增长快速放缓，国际贸易总量急剧萎缩，数据显示2014年全球GDP增速为2.5%，远低于预期；世界商品贸易基本处于停滞状态，商品出口仅增长了0.6%；2012-2014年三年间的贸易增速均值仅为2.4%，被视为历史上最低水平的贸易增长期（除了增速为负值的1975年和2009年，而众所周知这两年处在严重的经济危机期）。

另一方面，各国债务水平也在这一年陆续抵达顶部，历史警戒线不断突破且没有任何停止的迹象，全球央行似乎陷入超级债务的鸦片中不能自拔。据麦肯锡的数据统计，自2007年以来到2014年，全球47个国家的政府、企业、家庭和金融公司债务共增长了57万亿美元至199万亿美元，增量相当于他们GDP总和的17%；将影子银行考虑在内的中国债务，较2007年的7万亿美元翻了3倍至28万亿美元，是其2014年GDP的282%。但令人遗憾的是，自2008年以来，全球央行共实施了600余次降息，超过12万亿美元的QE，却仍然没有办法带来新的增长，全球经济于2015年真正陷入了流动性陷阱。



去杠杆化过程开启后各国主要债务变动图片来源：麦肯锡

4.2 凯恩斯的再爆发——2015 负利率的央行共识

对于 1929 年的大萧条，1932 年费雪先生提出了理论解释，凯恩斯勋爵提出了解决方案，他于 1936 年写下了《就业、利息与货币通论》，为政府实施需求刺激政策提供了理论基础。

然而，面对债务-通缩的不断加重和流动性陷阱的日益加深，传统的凯恩斯主义政策已经基本失效，全球央行为了走出通缩的困境必须使用超常规的政策武器，于是发轫于北欧的负利率政策开始广泛流行，全球央行从传统的凯恩斯 1.0 时代步入凯恩斯主义 2.0 时代。我们可以想象，就连如此看重政府调控的凯恩斯勋爵，恐怕也不敢想象如此大范围的负利率政策竟然成为全球央行的共识。

负利率政策的本意是为了解决流动性陷阱，即将商业银行囤积在央行超储账户内的流动性驱赶到信贷市场。据统计，日本金融机构存在央行中的准备金规模超过 250 万亿日元，大约是法定存款准备

金的 30 倍，而近几年日本央行每年的量化宽松规模大约在 80 万亿日元左右，这表明日本央行 QE、QQE 所放的水又回流到了自己的资产负债表，这会让货币政策完全失效。负利率政策的便是想通过对商业银行过高的超储收取罚金，来打通货币市场与实体经济的通道以走出通缩。另外，在汇率完全浮动的国家，负利率政策也可以通过利率平价机制压低汇率，从而起到刺激出口的效果。

但从实施的效果来看，负利率政策并没有起到如期的效果，反而挤压了商业银行的利润而造成银



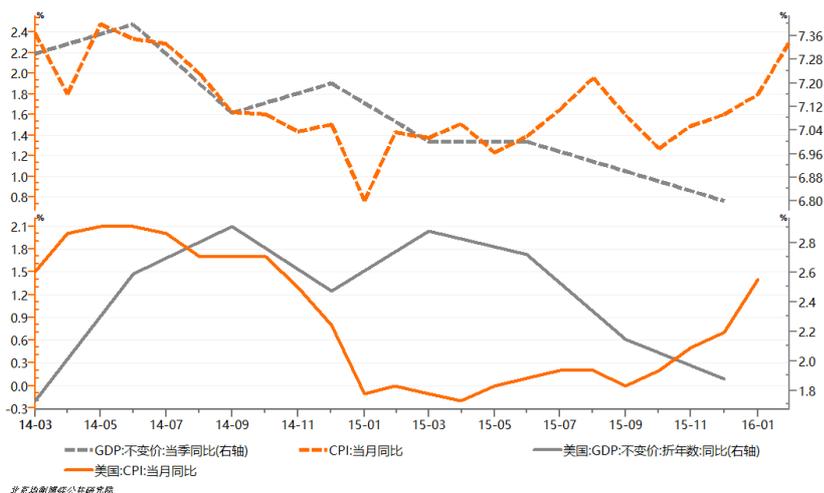
4.3 弗里德曼的货币现象——2016 滞胀预期回归

我们曾经在一篇报告里写道，面对用债务维系债务，用泡沫催生泡沫的全球央行，“出来混的迟早要还”——凯恩斯勋爵放的“水”，需要弗里德曼博士的“滞胀”来还。超发的货币不会永远乖乖的趴在账户里，金钱永不睡眠，只要出现一个合适的交易环境，冬眠的流动性将会蜂拥而出可以在任何一个市场中兴风作浪。2016 年，虽然欧洲和日本央行仍然在为通缩苦恼，但在中国和美国的经济体系中，却嗅到了滞胀的味道。

➤ 中美滞胀预期的回归

美国近期强劲的作业率和 GDP 增长率，仍然无法掩盖由于人口结构变迁带来的增长瓶颈，但 1 月核心 CPI 已经升至 2.2%，创下近 4 年以来新高，其 1 月 CPI 也大幅跳升至 1.4%，而在 4 个月以前 CPI 还在 0% 左右。而中国 2 月份的 CPI 已经跃升至 2.3%，PPI 的下降幅度也逐步企稳，虽然存在季节性的扰动因素，但从猪周期和“农周期”的后期走势来看，通货膨胀仍然可能维持在高位。这说明经过一段时间的时滞，货币主义预言的滞胀正在全球最重要的两个国家蛰伏并有可能随时“化茧成蝶”。

2015年3月以来，中美两大经济体的滞胀苗头似乎露出端倪



➤ 货币主义理论的再理解

由于经济和金融环境的变化，货币主义的传统理论需要重构，比如关于货币流通速度，货币主义认为只要不发生制度和结构方面的变化，货币流通速度便是稳定的。但是，在当前的经济金融环境下，货币已经不是简单的商品交易媒介，而是逐步异化为套利的手段；大宗商品也不再仅仅是形成产能的原材料，而越来越多的演变为融资的工具。根据传统的 $MV=PV$ ， $P=MV/Q$ ，在产出短期内基本稳定的条件下，商品和资产的价格就取决于货币量 M 和货币流动速度 V 。在博弈失控的时期，交易、套利、投机盘横行，货币流通速度 V 处于不稳定的放大状态，再加上货币大宽松 M 的支持，即使产出没有明显改善，大宗商品和资产的价格也会大幅波动。因此我们说“一切都是货币现象”是理解当前大宗商品和房地产价格变化的根本逻辑。

4.4 哈耶克的未来预言——2016-? 更大的政府更少的自由

费雪之后是凯恩斯，凯恩斯之后是弗里德曼，弗里德曼之后是谁？当停滞让守夜人失信，当通胀让货币主义终结，那么这场市场与政府间的失控博弈，很可能在将历史推向哈耶克博士关于“道

路”的预言——我们都知道 1944 年，在目睹了极权体制的诞生和两次世界大战的爆发后，他写下了名著《通往奴役之路》。当经济和市场走向混乱和危机，如果我们继续依靠政府对市场的干预与救赎，那么公权力也将会不断膨胀和异化，我们很可能因此会牺牲掉个体自由，换取大政府的救赎。这种教训曾经在历史上层出不穷，一个极端的案例是希特勒和墨索里尼对德国和意大利的法西斯化。

➤ 政治泡沫是经济泡沫的根源

公共政策是衰退周期的最后依托，政府信用是宏观风险的终极屏障。然而在当下，这两大终极武器已经成为世界各国营造增长脉冲、维稳系统风险、获取政治利益的常规手段。这种扰动对全球经济金融生态造成的后果是，不仅严重阻碍了内生增长动力的周期性出清，牢牢压制了新的康德拉季耶夫长波的诞生，而且让各国经济深深地陷入了对公共政策“毒瘾式”的路径依赖。在短政治周期选票利益和维稳诉求的诱惑下，基于长经济周期的体制扭曲、规则败坏和底线突破，当然就显得不值一提。

这种经济长周期与政治短周期的错配，所产生的直接后果便是产出紧缩与债务膨胀的背离，由此引发的直接表象便是泡沫经济的长期存在。这实际上是一个关于谎言和泡沫的故事：为获取选票而做出的经济承诺诱发需求泡沫，需求泡沫通过库存和投资乘数诱发供给泡沫，供给泡沫通过金融加速器和财务杠杆诱发债务泡沫，当债务泡沫走向明斯

基拐点难以维系、当庞氏骗局面对信用约束行将崩溃的时候，政治家们为了掩盖当初的政策失误，不得不采取货币大宽松的方式将风险进行分摊和递延，这就诱发新的、更大的金融泡沫；而当新的泡沫也难以维系的时候，新一轮更大的货币宽松政策就将开启，循环往复，直到难以维系。

如果明白这一真相，我们就清醒的看到，经济泡沫归根结底来自于政治泡沫。于是，泡沫风险的拖延和转嫁，便让位于对社会大众利益的关怀和呵护，成为各国政府苦心钻营的功课。这一技术无非就体现在两个方面，一方面在时间上，通过货币刺激、信用兜底、杠杆置换、资产重配，以拉长和钝化债务周期，继续满足超级债务怪兽的贪婪胃口；另一方面在空间上，通过汇率博弈、政策施压、贸易保护、规则争夺，抢占最后的产出释放空间，从而将通缩输出给他人。当所有的国家都陷入这种低效率竞争陷阱的时候，劣币驱逐良币的“比烂”模式便将开启——“看到祖国这么流氓，我也就放心了”，这恐怕不仅仅是中国人的心声。

➤ 经济失控向政治失控的溢出

当失控的局面无法得到有效控制，债务的坍塌和经济的崩坏，将使得大部分的普通人为少数精英买单，大多数的发展中国家为少数的发达国家兜底。皮凯蒂在《21世纪资本论》里看到了资本对劳动的价值占有以及贫富分化的裂口扩大，并对继承制资本主义引起的阶层固化发出警告。

经济的失控将会向政治的失控溢出，国内的超级债务问题引发的阶层冲突，国别间债务问题引发的地缘摩擦将会越来越严重。在某些国家我们已经看到，为了维持债务的存续和加强对经济混乱局面的控制，政治左派化日益明显。上一轮的经济大萧条，从地缘上引发了二次世界大战，政治体制上迎来了极权统治。如果到了这个局面，那么对于整个人类而言将是最高成本。我们不想拿着历史的极端案例来危言耸听，我们也不认为也不希望这样的人类悲剧会再次发生。

然而我们也不得不警醒，毕竟我们看到了中东地缘的摩擦依然在继续，针对朝鲜的制裁才刚刚开始，南海星条旗军舰依然在游荡，中东的冲突正在石油价格战之下变得此起彼伏。

我们也看到了全球化进程似乎正在倒退，过去建立的全球普惠型贸易体系正在分裂，贸易保护主义、意识形态等非技术壁垒、贸易的块块化和碎片化等，正在撕裂由关贸总协定演变的WTO体系；而美元的特里芬难题仍然没有解决，美元作为货币政策的主权属性和作为世界货币的超主权属性之间的矛盾，是造成本次全球金融大动荡的重要原因，全球货币治理体系亟待重建但由于国别间的政治博弈而困难重重。

➤ 失控的年代，更应该学会宽容和倾听

经济的波动不可避免的带来不同的声音，毕竟在这个近似失控的时期，对于制度的变迁、政策的

选择、市场的演进，很多人充满了困惑和迷茫。因此我们看到了政府与舆论之间的博弈，党媒姓党、大 V 收紧、账户监控等可能并不适应当前的信息生态和思想市场，毕竟知识在累积，技术在迭代，文明在进步，既然城市的墙壁可以拆掉，那么声音的篱笆当然可以移除。在经济波动和噪音不断的时期，我们或许更加应该学会宽容和倾听。

4.5 我们希望的未来——1945，凯恩斯爵士的政治妥协

► 凯恩斯计划与二战后的世界秩序

全球经济更大的失衡顽疾在当前这种治理模式下看不到修正的希望，资本主义制度在边际上，正验证着皮凯蒂在《21 世纪资本论》里对继承制资本主义的警告。但在解决方案方面，似乎除了资本税，皮凯蒂并没有给出更加务实的政策建议。

因此我们不禁又想起了凯恩斯勋爵。对于他，我们可能只记得凯恩斯主义，但却很少人记得凯恩斯计划，虽然这个超越国家边界的世界货币计划没有取得胜利，但正是其与怀特计划的战略性妥协和合作，才顺利实现了英、美两个帝国时代的秩序交接，并以此为基础建立了打下全球金融体系基础的国际清算银行、后来发展为 WTO 的关贸总协定、以美元挂钩黄金为核心的布雷顿森林体系、以区域性扶贫开发为主的世界银行。这样放弃国别冲突、威斯特伐利亚式的妥协和谅解，造就了人类近百年的文明进

步。

站在当前全球失控的边缘上，遥望过去凯恩斯勋爵等伟人对人类普世命运而非一国之私利的历史关怀，再看当下的碎片化格局则只能无奈唏嘘。当前的经济通缩和金融风险，已经演化为类似气温变暖的全球问题，通缩的蔓延、风险的传导，正在像雾霾一样向全世界污染。当世界各国只能依赖政府公共政策托底和刺激，那么我们这个时代缺乏的不仅仅是经济学拯救增长周期的智慧，更多的是政治家自我革命的勇气。毕竟谁都知道，我们不能将所有的问题都推向无法解决，把所有的困难都赶入穷途末路。

➤ 未来需要聆听制度与技术之间的经典对话

终极的反思带来新生的希望，制度的变迁滞后挡不住技术的迭代飞跃。从这个意义上来说，对资本主义制度失望的皮凯蒂，当然逊色于看到互联网技术对制度反噬的瑞夫金，他以更加辽阔的视野看到了技术周期对制度结构的冲击。我们正进入一个全新的互联网时代，在这个时代下我们看到了颠覆生产模式的零边际社会、突破成本约束的共享经济、挑战组织边界的线上社区，这一切正在这个失控时代给我们带来希望的暖流。

然而，对于互联网技术所带来的一切，我们或许正在实践但终究没有完全理解，技术和制度之间的经典对话需要我们用智慧和真诚去聆听和解构。

（均衡博弈研究团队也在进行一场互联网时代的组

织试验——均衡博弈群友会，我们分享知识、自我服务、众筹思想，我们出品了完全由群友组成的义务协同编辑的每日万言群日志。如有兴趣欢迎参与我们的思想试验。)

5 失控时期的策略建议——与守夜人的博弈

在政府与市场的失控博弈中，我们将面临一个“高风险，低收益，大波幅，短周期，多扰动”的高危交易环境。在这个环境下交易逻辑需要深度重构、套利模型需要快速调整。在失控的时代，唯一确定的是不确定，已有的经验将不再适用，过去的成功将可能成为今天的失败。乱拳打死老师傅的事情将时有发生，但菜鸟终将成为专业操盘手的鱼肉。

5.1 基本逻辑

➤ 周期间机会

利用旧产能周期的成本重置机会与新技术和需求周期进行置换，获取产能底部周期的成本优势和新技术初始周期的市场份额优势。利用债务周期相对于资产周期的相对钝化优势，在资产负债表和现金流量表的错配间进行套利。

➤ 市场间机会

运用货币市场的资金成本置换资本市场的资产收益，用标准券市场的周转率置换非标市场的重定价空间（资产证券化和债务置换），用一级市场的重置成本置换二级市场的资本溢价（或者相反）。

➤ 政策间机会

关注货币政策与财政政策之间的错配空间，利用货币宽松提供的低成本负债，置换财政政策创造的高收益资产。关注产业政策对不同行业的支持力度，寻找政策补贴与市场效益之间的重配空间。

➤ 国别间机会

利用全球货币政策分化，在不同货币间和国别资产间进行套利，比如通过利率互换在负利率债券上获取正收益。利用大宗商品的周期波动在资源货币、产能货币和消费货币之间进行套利。

➤ 资本间机会

轻资本与重资本之间，产业资本与金融资本之间，短久期资本与长久期资本之间，都会因为交易和投资环境的变化产生套利机会。

➤ 规模间机会

具有规模优势的大资金与零散的小资金之间存在一定的套利机会，关键是对渠道尤其是互联网和移动端资金积聚能力的构建。

5.2 债市——与货币政策的对赌

➤ 利率债

从短期全球货币宽松和滞胀预期来看，利率债在短期内的机会已经越来越小，甚至会由于前期杠杆和

仓位超配，还存在进一步走熊的可能。但从中期来看，如果大宗商品重新进入下跌通道，衰退性通缩又起，则利率债的避险和流动性优势又将凸显。

➤ 信用债

在供给侧改革、去产能、去杠杆的语境里，加上汇率波动对流动性的冲击，一旦宽松的货币政策变脸，信用债的违约风险便会突然放大。尤其是短期内，非国有、民营、不会引发系统性风险的信用债将面对巨大的破刚兑风险。

商业银行债转股对信用债的影响需要我们进一步观察，因为除了其影响有两个方面：一是对企业杠杆率的释放效应，能够实现银行债转股的企业，资产负债表将获得改善，杠杆率会进一步降低，信用能力会提高，有利于信用债；二是对银行杠杆率的挤占效应，当银行对企业的债权转换为股权后，按照规定需要完全占有资本，会造成杠杆率的收缩，造成银行本身的购债能力削弱，不利于信用债。最终的效应取决于两者效应的叠加，我们认为短期内对企业杠杆率的释放效应，好于对银行杠杆率的挤占效应，再加上投资者所产生的“银行和政策兜底信用债”的心理效应，总体有利于信用债。

5.3 股市——不看复苏看水位

时间结构上，在“资产相对稀缺+货币依然宽松”的资产荒周期内，股票依然是相对较好的投资品种，可能会有一次估值修复和宽松预期推涨的过程；而

且从政策面上看，新换帅的政策层当然不希望股市出现过大的泡沫，因为债务置换在三季度前，依然是政策的重点。但从中期看，中国股市需要一次价值重构的过程，对垃圾股的大浪淘沙和去伪存真，将是一个伴随着波动加大、风险升高的泡沫出清过程。

空间结构上，供给侧的改革将会给部分蓝筹创造炒作的可能性，但价格波动变大、风险溢价上升。注册制的销声匿迹，全场壳资源又将会被重新泡沫化。滞胀周期内，医药、公共事业、刚性消费品等抗滞胀板块成为优选品种。需要警惕“金三胖”板块的逆势上涨，其可能是股市价值中枢再次下移前的疯狂。

风险控制上，核心关注三个指标：**一是**宽松政策的转向信号，代理指标是CPI，超过3%将可能引发货币政策收紧；**二是**股市泡沫的监管态度，经历了去年的泡沫破灭，监管层不希望大跌，但也不希望泡沫式疯涨。**三是**美元加息进程的超预期，当前市场普遍认为美联储上半年加息的可能性不大，但如果美国通胀超预期，美元加息的节奏可能会加快。以上三者，如果有一项出现，我们建议投资者离场。

5.4 汇市——开启全球比烂模式

利率的尽头是汇率。全球主要央行貌似回避汇率竞争的表述，但是利率比低的竞争却是真正扰动汇率的价格因素。美元的加息周期大概率放缓，但美元指数走弱却需要看欧元和日元的脸色，当然，中

国央行人民币贬值的扰动，成为美联储对通缩再临的最主要担忧。现在没有一个国家希望强货币，包括美国。而货币间的强势就是相对不滥的比较。

如果全球主要货币的足够滥发能够引动一场滞胀的话，那么作为资源货币的回归，将成为理所应当，澳元、加元、纽元，甚至包括俄罗斯卢布都是值得关注和跟踪的品种。

人民币大概率进入一个短周期维稳的阶段，不仅是上一次汇改引发的国内动荡，同样 G20 期间中美的兑价里面也包含了以人民币不贬值来支撑全球需求，或至少不进行通缩输出的国际承诺。但是，从国内目前的宏观经济趋势来看，我们依然认为在人民币在中周期的贬值是大概率事件。

全球货币汇率的动荡，只是进入了一个相对平静的暴风眼，只要任何一个主要国家的经济发生抑制不住的下滑风险，或许是中国，或许是中国，或许是中国，汇率狼烟立马再起。

5.5 房地产——从避险到出险

我们前面已经提到，“房避险”是构成此次部分城市房地产价格疯狂上涨的主要原因。对于居民来说，拥有消费、投资、融资和避险四大属性的一线及部分二线房地产，在当前优质资产稀缺的环境下，当然是首选的配置资产。但是，如果因为避险和融资需求造成资产超配和过于“拥挤”的杠杆化交易，原来基于避险目的而进行的投资，反而会形成更大

的泡沫风险，那么“房避险”就会向“房出险”演化。

我们仍然需要密切关注政府的态度和政策风向，毕竟供给侧改革下政策去库存的目的主要是释放三四线城市的库存压力。如果政策持续异化，一线城市继续虹吸社会资金，那么政策层肯定不会犹豫的采取调控措施，比如收紧房贷，房产税和房产税又提上日程等，那么疯涨的房地产价格可能会停滞，一些杠杆超配的投资可能会引发风险。因此基于房地产为资产的负债扩张，应该是一件极为谨慎的事情。

5.6 大宗商品——汇率之外还需学习地缘

大宗商品市场，未来一段时期将在货币扰动的交易周期和预期扰动的库存周期中快速切换，在这一过程中由于产能周期依然没有起色，价格的震荡将会明显放大，在杀完多头杀空头的超级振幅中，趋势性交易已经不可取。

而我们怀疑的是，在涨价的预期下，所有的产能都不会轻易的退出市场，一个小库存的反弹往往死于大产能的周期碾压。更值得注意的是，宏观政策的转向，将会是随时发生的风险，无论是美联储，还是对通胀抱有严重警惕的中国政府。

再次提示，中国的铜市场和黑色大宗市场，最近一段时间表现出了完全异常的反应，中国的铜储备已经超过了08年历史高位；黑色大宗系列价格与全球价格背离，全球微跌但国内暴涨，这一背离在本质

上反映的是货币中的汇率现象，这是货币资源错期配置的新方式，也是对贬值预期的一种曲线套利。

如果全球货币一直超发下去，补完库存之后的大宗商品价格波动的逻辑只能有一种，地缘风险引发的投机套利。关于这一点，均衡博弈一直把目光聚焦在中东地区。石油价格的再次波动，霍尔木兹海峡的风浪将是关键因素。

5.7 小结

最后，对于所有的交易，我们提示的是：**比利润更重要的是本金，比跟风更重要的是节奏**。对于普通的投资人来说，我们一定要清醒的认识到，在高风险高波动的市场中，大多数人博弈的对象是那些专业的选手。这是一个与政策交易、与货币博弈的时代，我们需要在反反复复的政策变动中争取套利机会，在一轮一轮的货币大潮中抓住交易窗口，在压缩而又快速动荡的周期中踩准节奏，在这个失控的时代守住一颗平和的心。



知识产权声明

本研究报告所涉及全部内容，仅供学术研究参考使用，不作为投资依据。本研究院对报告享有完整版权，对于任何未经授权擅自复制、转载、使用、编译、摘编、出版、发行、演示或以其它非法方式利用本报告的行为，本研究院有权依据相关法律适用条例追究责任。相关版权适用《中华人民共和国知识产权法》、《中华人民共和国版权法》和《中华人民共和国著作权法》以及有关国际条约。