

大转折

证券投资宏观视野 逻辑与理念

MACRO VIEW OF SECURITIES INVESTMENT

杨 辉◎著



 团结出版社

大转折

证券投资宏观视野 逻辑与理念

杨 辉◎著

图书在版编目(CIP)数据

大转折：证券投资宏观视野逻辑与理念 / 杨辉著
— 北京：团结出版社，2015.6
ISBN 978-7-5126-3681-1

I. ①大… II. ①杨… III. ①证券投资—研究 IV.
①F830.53

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第130280号



出版：团结出版社
(北京海淀区东直门内大街84号 邮编：100006)
电话：(010) 65228880 65244790
网址：<http://www.tjpress.com>
E-mail: 65244790@163.com
经销：全国新华书店
印装：北京艺堂印刷有限公司

开本：170mm×240mm 1/16
印张：18.25
字数：334千字
版次：2015年8月第1版
印次：2015年8月第1次印刷
书号：978-7-5126-3681-1
定价：39.80元

(版权所属，盗版必究)

自序

记得一位专家讲过：在空气污染、饮水污染、食品污染的环境中，个人良好的生活习惯对于养生已没有太大意义。如果套用一下：在金融生态恶化的市场环境中，例如2001—2005年股权分置改革时期，投资者再努力，恐怕也很难取得令人满意的投资回报；反之，在不断改善的金融生态中，投资者可以分享到改革和发展的红利，例如2014年以来的资本市场。因此，必须从大局中审视个人投资可能的成败。

被称作史上最伟大基金经理的彼得·林奇讲过，投资要有大局观。在中国，一代红顶商人胡雪岩也讲过：“贵乎盘算整个大局势，看出必不可易的大方向，照这个方向去做，才会立于不败之地。”他们都强调了大局观在成败中的作用。

强调投资要有大局观，是因为我们正处于大变局中。金融海啸尽管过去数年，但尾部风险依然存在。金融危机提醒我们，现代资本市场已偏离实体经济太远，市场自己正在不断制造危机“魔鬼”；金融危机提醒我们，风险不是独立存在的，而是相互耦合、相互影响，在复杂的金融市场中，“蝴蝶效应”更加明显；金融危机还提醒我们，市场并非完全有效的，现代金融理论、金融模型、套利交易，会遭遇流动性冲击等现实难题。个人理性很可能导致“合成谬误”。金融危机更提醒我们，危机后各国复苏缓慢且不平衡，中央银行正失去独立性，货币战争激战正酣，何去何从尚不明朗。

强调投资要有大局观，还因为我国正发生着深刻变化：当前宏观经济从高速增长时期进入中高速增长的“新常态”。中共十八大以来一系列重大改革措施正释放着巨大的“制度红利”。经济改革尤其是金融改革步伐加快，金融市场化、国际化趋势更加明显。同时，各国政策的溢出效应对我国的影响也在加大，汇率问题、资本流动问题更加令人关注。

这些变革必然导致投资思维和投资理念的深刻变化，身处变革期的投资者在自下而上制定投资策略时，有必要静心想一想一些宏观和全局性问题。正如毛主席所说：“学习战争全局的指导规律，是要用心去想一想才行的，因为这种全局

性的东西，眼睛看不见，只能用心思去想一想才能懂得。不用心思去想，就不会懂得。”投资也是如此。

大局观强调要跳出短期纷乱迷局，拨云见日，把握事物发展的趋势和真相。大局观，有时需要潜心钻研而得之；有时需要以史为鉴，吸取前人智慧；有时则可能是一些被淡忘或忽略的常识，需要被人提醒。

作为资本市场的参与者，我经历了金融海啸前后资本市场的波动，到美国进行过交流和讨论，参加过一些重要课题的撰写和研讨，在不同阶段也曾提过一些有一定影响力的观点。

本书记录了金融危机爆发以来，我对一些宏观热点问题，例如金融危机、货币战争、经济转型、金融变革等的持续跟踪与研究；对影响资本价格波动的重要变量，例如汇率、利率、流动性、信用等进行的系统分析和研判；也记录了我对证券投资理念、投资策略等的思考。通过研究，我们比较成功地对资本市场的发展趋势、影响资本市场的一些主要矛盾进行了准确判断，对投资具有较强的指导作用。

过去几年，我们成功地预言了金融危机的传导过程，尤其是向新兴市场国家的传导，并且指出当前仍处于危机新阶段，危机的尾部风险依然值得关注。我们密切跟踪了美元走势，成功地预言了美元短期贬值与中期升值的变动趋势，对国际货币变局始终保持高度警惕。同时，我们提出了货币战争三目标论，指出尽管中国成功应对了几轮货币战争，但是未来的挑战依然很大。

过去几年，我们指出金融发展不能陷入美式“金融繁荣与社会衰落”的局面，强调了金融改革的迫切性；我们从货币化向金融化转变的角度，成功预言了中国金融的拐点和金融市场的繁荣。随着一系列重大金融新政的出台，市场也迎来了爆炸式发展的繁荣期。

过去几年，我们从理论和实证两个角度论证了流动性脆弱性、信用重要性，强调了在资本市场中利率最重要的观点。这些观点在2013-2014年的实践中反复得到验证。2012年中期我们还指出中国面临经济改革、地缘政治经济、金融危机传导等大关，这些难题如果不能得到有效化解，资本市场很难有大的上涨，事实也确实如此。中共十八大以及十八届三中全会以来，顶层设计和改革路线图的明确、一路一带战略的提出，标志着双重转型进入下半场，改革红利不断释放；也标志着中国开始了新的闯关之旅。预期的明朗，使资本市场终于迎来了久违的、气势如虹的大牛市。

在本书中，我们还对中美投资理念差异进行了比较，指出当前宏观经济金融

迎来人口周期拐点、房地产长周期拐点、大宗商品周期拐点，以及中国从货币化向金融化发展的拐点，资本市场的成熟和繁荣也必将导致金融资产大类配置从以房地产为主向以证券为主的战略性转移；在证券投资中，投资者的风险偏好将显著上升，对投资理念、投资策略也将产生长期、深远的影响。

上述研究成果有的曾被新华社“新闻采编”录用，有的发表在国内一些报刊和网络专栏中，有的则是最近一段时期的新观点。为了客观、真实地反映不同阶段的思考和观点，对以往研究内容、结论基本保留原貌，尽管有些观点事后来看未必准确。本书的主要目的在于通过回顾、追踪一些热点问题的研究背景、分析思路和分析框架，起到抛砖引玉的作用，供大家参考，如果能对读者的思考和未来的投资分析有所裨益，那将是作者最大的欣慰。

本书中一些报告的写作曾得到过韩冬博士、傅雄广博士、杨丰博士、赵潇潇先生等朋友的支持和帮助，在此对他们的付出表示衷心的感谢。当然无论观点对错，文责由本人自负。限于个人水平，文中肯定存在谬误之处，希望能得到同仁和读者的批评指正。

本书的写作是在异常艰难的环境中进行的。过去两年我深切地感受到爱情的伟大、亲情的伟大和友情的伟大。正是在家人和亲朋好友们的关爱、支持和帮助下，我才度过那段艰难的时光，并完成本书的写作。

因此，谨以此书献给我的妻子、家人和提供过无私帮助的朋友们！

杨 辉

2015年2月23日

目 录

第一章 货币新变局.....	1
1.1 危机并未远去	1
1.2 美国政策再宽松与我国政策选择	13
1.3 QE2 之后利率与汇率可能的变化	21
1.4 QE3 彰显美国战略从容与我们的困境	36
1.5 强势美元的挑战与机遇	39
第二章 金融大繁荣.....	52
2.1 金融发展要避免美式“金融繁荣与社会衰落”	52
2.2 金融开放路径选择：日本的教训与启示	58
2.3 从货币化到金融化：中国金融走向拐点	64
2.4 利率市场化：经验比较与我国未来政策选择	69
2.5 充分利用资本市场化解地方政府融资压力	76
2.6 金融新政与市场繁荣	81
第三章 流动性脆弱.....	90
3.1 流动性与流动性风险	90
3.2 货币本位与流动性	95
3.3 货币当局与流动性	102
3.4 金融中介与流动性	114
3.5 流动性与金融市场波动的国际经验	134
3.6 流动性与金融市场波动的中国实证	142

第四章 信用是金	159
4.1 信用风险	159
4.2 信用风险与风险定价	174
4.3 信用风险与金融危机	185
4.4 构建信用风险的识别与应对机制	199
第五章 投资要有大局观	210
5.1 我们仍需闯大关	210
5.2 而今迈步从头越	220
5.3 投资要有大局观	236
第六章 债券投资大局观	248
6.1 融深化与债券投资理念变化	248
6.2 债券业务模式创新与转型	252
6.3 投资时钟在债券市场的应用——国际经验与中国实践	256
结 语 风雨十年投资路	273

第一章 货币新变局

1.1 危机并未远去

金融海啸爆发之后，在各国政府积极救市措施下，全球经济似乎开始走出危机阴影，并呈现出复苏性增长，投资者的乐观情绪逐渐高涨。在此背景下，2009年底迪拜债务危机的爆发，并未引发投资者的关注；2010年初希腊债务危机的爆发也被认为是一个区域性事件，对全球经济复苏以及资本市场不会产生太大的问题。尽管如此，我们在2010年2月9日的评论中曾明确指出：“尽管初期人们对此没有引起足够的关注，但是随着时间的延续，其潜在的严重效果可能会逐步显现。”

近期欧元区主权债务危机的负面影响已经显现，引起全球股市暴跌，美元大幅升值。然而，国内一些研究报告仍认为希腊危机是区域性的、对世界经济复苏以及资本市场的影响仍较小。我们认为可能低估了债务危机的严重冲击，因此对债务危机问题进行了持续跟踪探讨。希望通过分析，能更加深入地探讨主权债务危机的根源，危机未来的演化方向，以及主要经济体未来经济增长面临的问题。本章节就是其中一份研究成果。

一、金融危机转向债务危机：危机仍在延续

2008年以来的金融危机，从性质上讲不仅是严重的流动性危机，而且是一次典型的资产负债表衰退危机。

危机之前，主要经济体都经历了较长时期的低利率政策和宽松的货币融资环境，低利率使私营部门的融资成本降低，在推动实体经济增长的同时，也导致了金融部门和私营部门信用膨胀与高杠杆化，促进了投资和消费，使全球进入了一轮较长的繁荣周期。但私营部门的过度自信、过度的金融创新、高杠杆以及金融监管的缺位，终于形成了严重的资产泡沫，全球房地产价格、大宗商品价格也快速上涨，最终推动经济走向过热，资产价格泡沫和高通胀阴影笼罩全球经济。在

这一背景下，各国央行开始实行紧缩性的货币政策以打击高通胀和资产泡沫。紧缩政策首先导致了流动性收缩、资产价格下跌、融资环境恶化，进而导致了包括金融机构、居民部门等出现了严重的资产负债表严重衰退。危机通过贸易、资本流动等渠道传染到世界各国，世界各国的经济衰退互相影响，最终引发了全球经济危机。

危机之后，伴随着实体经济的萎缩，金融部门去杠杆化趋势明显，金融机构杠杆率低于过去 15 年的历史平均水平。而随着资产的缩水，主要经济体居民的去杠杆化意愿也增强，例如美国居民储蓄率在明显地上升，个人储蓄占可支配收入的比重从 2007 年的 1.5% 上升到 2009 年的 3.1%。同时，私人部门的融资直到 2010 年 5 月初仍未恢复到危机前的水平，如图 1-1 所示。

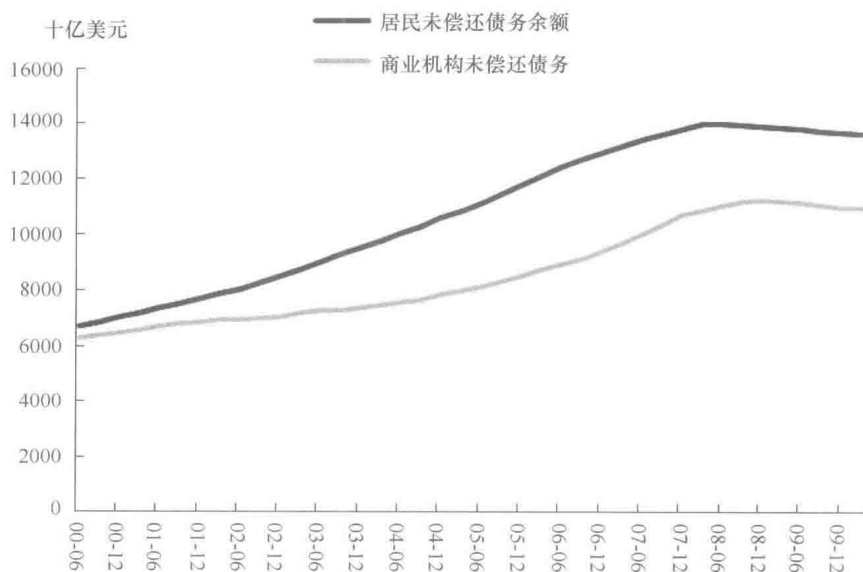


图 1-1 美国私人部门债务融资仍未恢复
(数据来源: BLOOMBERG)

金融部门和私营部门的去杠杆化进一步削弱了总需求的增长，加重了危机的深度。为了扩张总需求拉动经济走出危机，政府部门采取积极的财政政策参与救市。以往的经验表明，在资产负债表衰退中，财政政策比货币政策更有效。本次危机中，主要国家政府开展的大规模救市行动也的确为各国经济复苏发挥了积极作用，避免经济走入类似 20 世纪 30 年代的大萧条。

政府救市与加杠杆一方面拉动了经济的复苏，另一方面公共部门债务的不断积累也使政府债务占比不断增加，政府面临的风险不断加大。如图 1-2 和图 1-3 所示。正因为如此，2010 年以来不断有机构对债务风险进行警告，例如美国太平洋投资管理公司（PIMCO）的格罗斯先生在最近的报告中非常明确地指出要远离英国。据《香港经济日报》2010 年 2 月 8 日报道，穆迪此前再度警告，若美国不能消减财政赤字或经济没有明显反弹，可能会失去 AAA 评级。

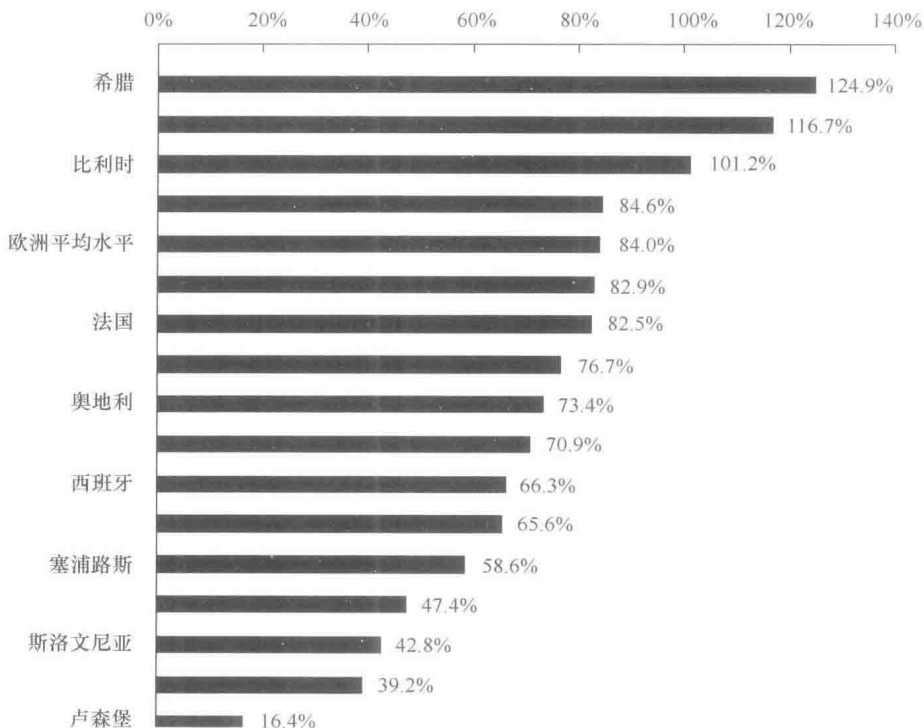


图 1-2 2009 年欧洲国家主权债务占 GDP 比重
(数据来源: BLOOMBERG)

这种变化表明，金融危机并未离我们而去，只是变化了存在形式：以政府债务危机的形式代替了原来的私人部门的金融危机。

二、主权债务危机演变：危机再度冲击波

1. 欧洲主权债务危机的根源

次贷危机后，欧元区国家最早爆发了主权债务危机。2009 年 10 月，鉴于希

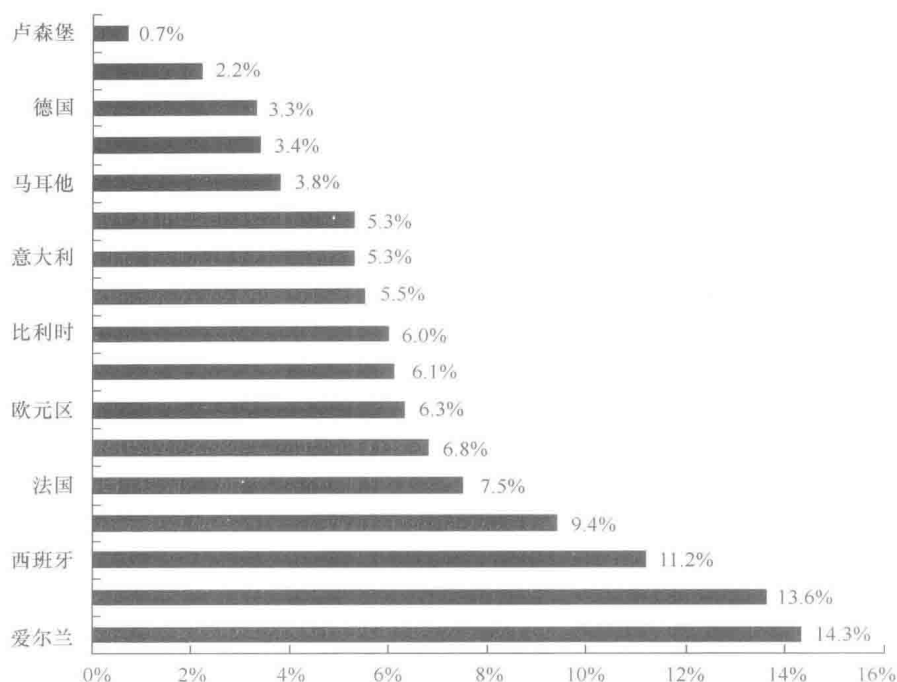


图 1-3 2009 年欧洲国家赤字占 GDP 比重
(数据来源: BLOOMBERG)

希腊政府财政状况显著恶化,全球三大信用评级机构惠誉、标准普尔和穆迪相继调低希腊主权信用评级,希腊债务危机正式拉开序幕。希腊主权债信用危机爆发后,债务负担较重的 PIIGS (葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙) 五国迅速成为重点关注对象,各国的主权信用受到投资者广泛质疑,市场对欧元区国家主权信用风险的担忧迅速扩散,如表 1-1 所示。

表 1-1 希腊债务危机演变过程

时间	希腊债务危机演变过程
2009 年 10 月 20 日	希腊政府宣布 2009 年财政赤字占 GDP 超过 12%
2009 年 12 月 8 日	惠誉评级将希腊主权信用评级由 "A-" 降至 "BBB+"
2009 年 12 月 16 日	标普宣布将希腊长期主权信贷评级从 "A-" 降为 "BBB+"
2010 年 3 月 3 日	希腊政府宣布财政赤字削减方案,该方案将节省 48 亿欧元支出
2010 年 4 月 11 日	欧盟宣布向希腊提供为期 3 年,规模为 300 亿欧元的贷款援助

续表

时间	希腊债务危机演变过程
2010年4月23日	希腊请求启动欧盟—IMF救助计划
2010年4月27日	标普将希腊主权评级下调三档至BB+,降到了垃圾级
2010年5月2日	欧盟通过了1100亿欧元的援助计划(欧盟承担800亿,其余由IMF承担),该计划要求希腊执行更为苛刻的赤字削减计划(3年削减300亿欧元),在2014年将赤字占GDP比重降至3%以下
2010年5月3日	鉴于银行业在欧洲债券(特别是希腊债券)的风险敞口,欧洲银行决定,暂时取消用于欧洲央行和其他银行流动性操作的那些债券在抵押品资格要求方面的最低信贷评级门槛
2010年5月4日	希腊工会不满财政削减计划,开始罢工;5月5日罢工升级为暴力形式,导致3人死亡和4栋建筑被烧毁
	市场情绪依然悲观,希腊10年期国债与德国利差扩大至730BP,欧元兑美元一度跌破1.29,大宗商品出现了全面下跌
2010年5月10日	欧盟批准了价值7500亿欧元的巨额救助计划,用于救助那些面临金融困境的欧元区经济体。

欧元区国家之所以率先爆发主权债务危机,与其制度缺陷有很大的关系。欧元区自成立起,就存在一个内在的缺陷,即只有统一的货币政策(包括汇率政策),而没有统一的财政政策。欧元区的货币自主权由欧洲中央银行统一控制,欧元区各国国家只能通过财政政策来调控本国经济。而为了避免欧元区各国过度使用财政政策刺激经济的短期增长,欧盟各国同意对各自的财政政策进行限制,即实行统一的财政纪律,以保证和维持欧元的稳定和欧元区经济的发展。这就是各国签订《稳定与增长公约》的背景。理论上,货币区内各国的经济结构相似度越高,经济周期同步性越强,货币区也越稳定。欧盟也希望欧元区的建立将促使成员国经济相似度逐步提高,从而形成良性循环。但由于欧元区各国劳动力市场弹性较差,经济增长有一定的分化,一些国家依然存在利用财政政策刺激经济的冲动,《稳定与增长公约》约束力值得质疑。

欧洲央行执行货币政策时考虑的是整个欧元区的经济情况,而由于德国、法国和意大利的经济总量占比较高,欧元区货币政策实质上主要关注德国、法国和意大利的经济情况。同时由于使用统一的货币,一般情况下外汇市场上的欧元汇率也主要根据德国和法国的经济情况波动。在统一的货币政策下,欧元区边缘国家实际上复制了德国和法国的货币政策,而边缘国家劳动生产率相对较低,一方

面出口竞争力较弱，出现了大量的贸易逆差；另一方面，不符合本国情况的低利率政策可能刺激资产价格泡沫，给经济造成巨大隐患；相反，过高的利率则限制了本国经济的增长。这种货币政策的不匹配使边缘国经济波动过大。此外，财政政策方面，尽管有统一的财政政策标准，但对各国约束力较弱。同时各国的经济增长率不同，财政收入差异较大，《稳定与增长公约》严格实施起来有一定的困难，相应的处罚也是不可信的承诺，处罚反而会更加恶化一国的财政状况，不利于该国财政赤字的削减。

由于欧元区存在这种先天的缺陷，金融危机前低利率导致了希腊等边缘国家资产泡沫严重；而金融危机爆发后，边缘国家无法通过汇率贬值来刺激出口拉动经济，经济增长的大幅下滑导致债务规模急剧扩张，因此欧元区边缘国率先爆发了主权债务危机。

2. 救市方案治标不治本

近期欧元区主权债务危机有愈演愈烈的趋势：首先，随着希腊危机的爆发，市场环境的恶化使希腊政府的借款成本不断上升，面临无法支付的高额到期债务。除了希腊之外，危机可能进一步蔓延到葡萄牙、西班牙、爱尔兰、意大利等。西班牙债务的评级从 AA+ 级下调一个等级至 AA 级；葡萄牙从 A+ 调至 A-，融资成本也明显升高。其次，由于上述国家的债务主要是被德国、法国和英国的商业银行持有，如表 1-2 所示，因此，如果债务违约，危机是否从主权债务再度转移到金融危机，成为一个新的问题。第三，罗杰斯、索罗斯等金融大鳄再提欧元末日论；顶尖对冲基金大举狙击欧元，赌欧元兑美元跌到 1：1，这就意味着如果放任债务危机的发展，很可能对欧元的稳定产生重大的冲击，如图 1-4 所示。

表 1-2 欧洲银行外债风险

	银行业（10 亿欧元）							
债务发行方	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	德国	法国	英国
希腊		9.7	8.5	1.3	6.9	45	75	15
葡萄牙	0.1		5.4	86	6.7	47	45	24
爱尔兰	0.8	22		16	18	184	60	188
西班牙	0.4	28	30		31	238	220	114
意大利	0.7	5.2	46	47		190	511	77

（数据来源：中信证券）

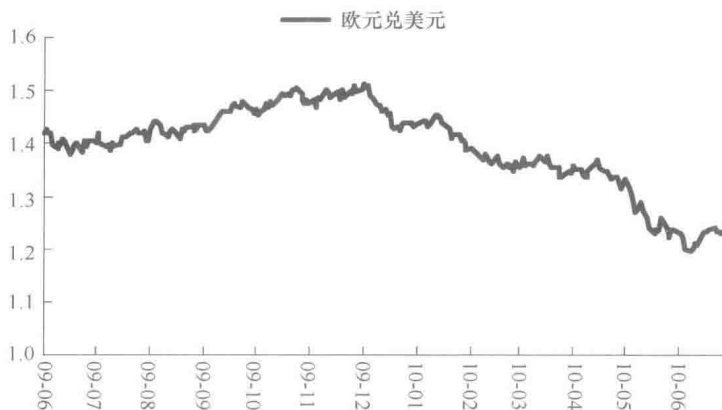


图 1-4 欧元兑美元走势
(数据来源: Wind)

为此,其他欧元区国家同意向希腊提供为期三年规模达 1100 亿欧元的救助,希望藉此帮助希腊修复公共财政、改革经济,并使其可以重新进入国际债券市场进行融资。紧接着在 2010 年 5 月 10 日欧盟成员国财政部长达成一项总额 7500 亿欧元的救助机制,以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国,防止希腊债务危机蔓延。考虑到欧洲银行拥有大量的风险敞口,主权危机有可能再度导致银行危机;而且风险主要集中在德国、法国和英国。可见欧盟成员国采取救助措施也有利于金融稳定。救市政策推出后,短期内稳定了市场情绪,股票市场有所反弹,CDS 利差大幅回落。

但由于市场对救市方案效果存在较多的担心,负面评论不绝于耳,例如“末日博士”鲁比尼认为希腊将预算赤字从占 GDP 的 13% 降低到 3%,是一项不可能完成的任务。希腊进行的财政紧缩将造成经济衰退,最终仍然可能需要进行债务重组。在接下来几年里,可能会有某个或某几个相对落后的欧元区成员国被迫退出共同货币体系。克鲁格曼认为希腊最终将进行债务重组,并可能退出欧元区。Pimco 则担心欧盟和国际货币基金组织宣布的一篮子贷款并未解决希腊的债务负担问题,只是解决了希腊的流动性问题;希腊债务危机问题将向其他国家蔓延,甚至影响美国;希腊债务危机有演化成类似 2008—2009 年金融危机的风险。

正是由于市场对救市政策以及未来趋势的普遍质疑,市场出现了较大的反复——股市大幅下跌,CDS 利差的再度上升,如图 1-5 和图 1-6 所示。

市场的担心是有理由的。尽管救市政策能够解决短期的流动性问题,但是仍无法解决各国政府面临的债务偿还问题。长期来看,要实现债务规模的减少需要

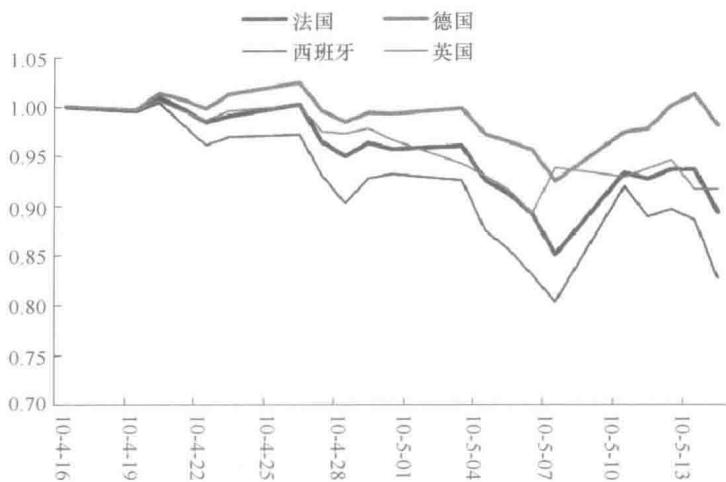


图 1-5 救市方案推出后的主要国家股票市场表现
(数据来源: BLOOMBERG)

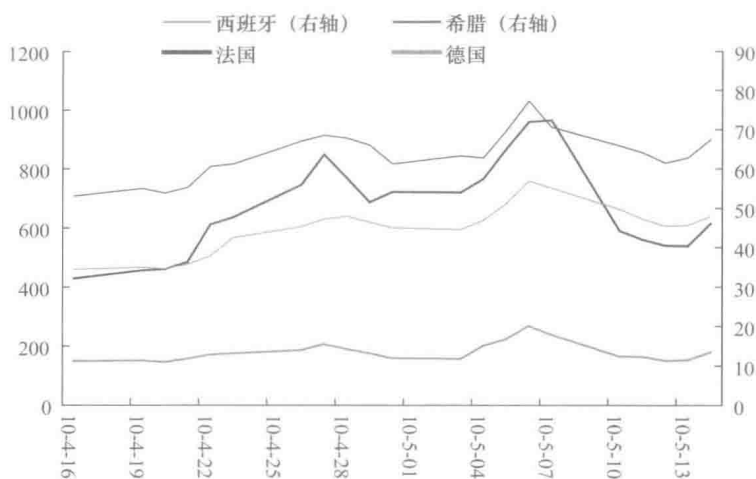


图 1-6 救市方案推出后的 CDS 市场表现
(数据来源: BLOOMBERG)

有一定的条件,如果要保持债务占 GDP 的比重不变,则每年财政盈余占 GDP 的比重需要大于一定的规模,即:

$$\frac{P_t}{GDP_t} \geq (r - g) \frac{D_t}{GDP_t}$$

其中 P_t 为每年的财政盈余, D_t 为每年的政府债务规模。在国家融资成本 (r) 大于经济增长 (g), 即 $r > g$ 的情况下, 每年必须有一定的财政盈余; 而如果 $r \leq g$, 则每年不需要财政盈余也能保证债务占 GDP 的比重不变甚至减少。

希腊等面临债务危机的国家融资成本 (r) 相对较高, 而固定汇率的限制使经济增长 (g) 缓慢, 未来几年甚至可能为负, 因此每年需要一定的财政盈余才能保证债务占 GDP 的比重不变, 而财政盈余只能通过削减支出来实现, 财政支出减少又导致经济增长放缓, 造成恶性循环。

总体来看, 主权债务危机也是资产负债表危机, 而不是流动性危机, 危机的真正解决只能靠经济增长动力的恢复, 这将是漫长的过程。

3. 债务危机不仅仅是欧洲人的麻烦

从全球角度看, 债务危机不仅是欧洲的麻烦, 主要发达经济体都面临相似的困境。根据国际货币基金组织 (IMF) 2010 年 5 月的研究报告, 预测 G20 国家在 2015 年债务占 GDP 比重较 2008 年将增加 39.1%, 从构成情况来看: 由于危机导致政府收入的减少将导致债务增加 19.2 个百分点, 刺激政策、救助金融机构以及融资导致债务增加 11.7 个百分点, 融资成本高于经济增长将导致债务增加 8.2 个百分点。一方面, 由此, 席卷全球的金融危机逐渐演化为了主权债务危机, 主权债务风险已经成为影响未来经济增长的非常重要风险。

导致全球债务压力增大的主要原因包括了:

首先, 人口老龄化因素将导致政府支出压力在不断强化。随着全球范围内各地区总生育率持续下降, 在 2010 年之后全球老龄化将呈现加速的趋势, 这就意味着与老龄化相关的财政支出将不断扩大, 并导致各国公共债务占 GDP 的比重将不断扩大, 债务压力将持续强化, 如图 1-7 所示。

其次, 救市政策导致的债务膨胀。根据 IMF 的测算, 目前发达国家的金融救助方案 (包括资本注入、资产收购等) 已经总共耗费 GDP 的 13.2%。与此对应, 各国财政状况全面恶化, 过去三年债务水平上升了 20%—30%。Reinhart 和 Rogoff 的研究表明在一个典型的银行危机三年后, 公共债务水平比危机前上升 86%, 在危机严重的国家债务水平几乎翻了三倍。目前, 几个国家超越了历史平均水平: 爱尔兰的公共债务从 2007—2009 年上升了 98%, 根据预算计划, 到 2011 年英国上升 111%, 而美国和西班牙分别增长 75% 和 78%。已有的研究估计, 考虑人口因素, 欧洲国家在 2050 年前每年需要产生占 2005 年 GDP 大致 8%—10% 的财政盈余才能还清财政债务。

第三、债务扩大与经济增长放缓。政府债务扩大一方面意味着更多的资源用