



流动性过剩时代的金融投资

○ 潘福祥

潘福祥

1983年进入清华大学经济管理学院学习，获得学士和硕士学位后，1990年留校任教，讲授《证券投资学》。1992年投身创设初期的证券市场，现任诺德基金管理有限公司董事、副总经理。作为中国证券市场20年发展历史的亲历者，他积极探索中国资本市场理论前沿和实务操作的结合，1995年与《上海证券报》发起“寻求证券市场大智慧”讨论，1998年推动关于高科技产业与风险投资的实践，2001年在中央电视台《中国证券》上市公司分析节目中倡导“价值投资”理念等，均得到了资本市场的高度认同，形成了独特的市场影响力。

人类进入21世纪尽管只有短短的十年，但是世界经济和政治环境却发生了根本性变化。如果说2001年美国的“9·11事件”在某种程度上意味着整个世界政治格局的变化初露端倪的话，那么由美国次贷危机引发的全球金融危机则彰显出经济运行的模式开始发生改变。新的变化的环境会使世界呈现出与上个世纪截然不同的面貌。这种新格局有很多新特点，可以从不同的角度加以概括。我们有理由相信，面对这种挑战与机遇并存的局面，无论从任何维度来勾勒这些变化对人类社会产生的影响，我们都不能无视的一个观察问题的重要视角和判断，就是我们开始进入了流动性过剩的时代。

何谓“流动性过剩”

什么是流动性？经济学的这一名词，最早源于金融市场。是指一种资产通过买卖转换成另外一种资产的难易程度，这种转换不会造成价格的显著波动且造成的价值损失最低。在金融市场中，流动性是一个非常重要的概念，这种概念反映了资产的变现能力，反映了资产在运用过程中即流通中具有的价值。

Hicks（约翰·希克斯）把流动性的资产分成三类：一是交易者维持其活动所需要的运营资产；二是为了对经济冲击中难以预见的变动保持灵活反应而持有的储备资产；三是为获取收入而持有的投资资产。在宏观经济层面上，流动性通常被定义为经济系统中不同统计口径的货币信贷总量，即经常说的M0、M1、M2。现金是M0，变现能力最强、流通性最好。差一点的是狭义的货币供应量M1，等于M0加上企业的活期储蓄。最宽泛的口径就是现金加社会机构的定期和活期存款加上居民存款的M2。



物价上涨的海洋

图：陈林士

毫无疑问，一个社会要实现经济的顺畅运行，必须保持良好的流动性。而流动性过剩，指的是实际货币存量对理想均衡水平的偏离。那么货币的理想均衡水平是什么？理论上说，是：

$$\text{货币存量} \times \text{货币流通速度} = \text{价格} \times \text{实际产出水平}$$

即货币流通的价值量要和社会物质的产出量相等。当然，这是理想的状态。现实情况下，每个国家的中央银行最重要的职责，是监督整体社会货币投放的速度和整个经济增长之间是不是保持良好的平衡，要做到整体货币供应量的增长速度和社会GDP的增长速度保持一致。如果出现货币投放增长超过经济增长，意味着投出的钱并没有完全转换成整个社会最后GDP的产出，说明钱投多了，出现了流动性过剩。流动性过剩意味着过多的货币追逐相对有限的产品或资产，必然会导致产品或资产价格的上升。流动性追逐产

品（包括原材料、中间产品和最终产品）将会导致通货膨胀；流动性追逐资产，将会导致资产泡沫。

流动性过剩对世界经济的影响

流动性过剩并不是从现在开始出现的，但是全球流动性泛滥的加剧确实与本世纪美国两大经济事件的影响密切相关。2000年美国的互联网泡沫破灭之后，按自身规律，美国经济应该进入一轮调整期。但是2001年发生的“9·11事件”，对美国的世界霸主地位形成重大的威胁。政治上的空前挑战需要美国政府通过强力启动经济来体现美国的强大，使美国人民增强信心。格林斯潘领导下的美联储试图通过一系列的连续降息措施来刺激经济。但是在实体经济难以有效启动的情况下，过剩的流动性进入房地产市场，以催生出一个新的房地产泡沫的办法来挽救互联网泡沫崩溃造成的恶果。2008年由次贷危机引发的多米诺骨牌效应蔓延全世界金融市场的紧要关头，以美国为代表的主要国家和经济体政府联手，为遏制这种百年不遇的金融危机可能对世界经济造成的毁灭性影响，采取的最重要方法，依然是向市场输入大量流动性。

效果如何？世界经济是否会出现二次探底的疑虑不绝于耳，美国第二轮量化宽松政策匆忙出台的潜台词意味着实体经济走出衰退、步入复苏仍然是一个曲折的过程。然而与刺激措施并没能产生实际的提振经济作用相伴而生的是投资市场的繁荣景象。

从表1中可以很清楚地看到，美元保持了贬值的态势，原油整体价格基本平衡，全球股票市场价格稳步上扬，黄金价格在过去一年中上涨了25%，出现历史上少见的大幅度飙升。大量的资金为规避实体经济风险而进入美国国债市场，导致国债价格大幅度上涨，收益率骤降。

同时流动性过剩造成资产价格膨胀的态势还出现了一个新特点。如同图1所显示出来的，以“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度、中国）为代表的新兴经济体的整体增长明显高于发达经济体，吸引世界上的热钱开始从发达市场转向新兴市场，造成后者的股票价格上涨程度超过前者。

在这个过程中，很多新兴市场国家的货币升值显著，汇率纷纷创出新高。同时很多新兴市场国家对美贸易盈余的快速增长导致新兴国家央行

表1 全球金融市场价格变化数据（截至2010年10月25日）

类别	单位	本期	变化				
			一周来	两周来	一月来	三月来	一年来
CRB期货指数		297.2	0%	1%	7%	11%	5%
美元指数		77.5	1%	0%	-3%	-6%	3%
原油	美元/桶	81.7	1%	-1%	9%	3%	1%
黄金	美元/盎司	1328.5	-3%	-1%	3%	12%	25%
美国十年期国债收益率	BP	255.4	-0.6	16.2	-0.4	-44.0	-85.9
MSCI世界指数		1223.0	0%	1%	4%	9%	5%

图1 2010年世界主要国家GDP增长图

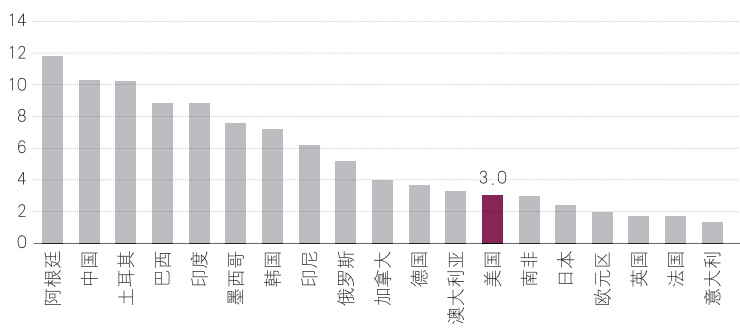
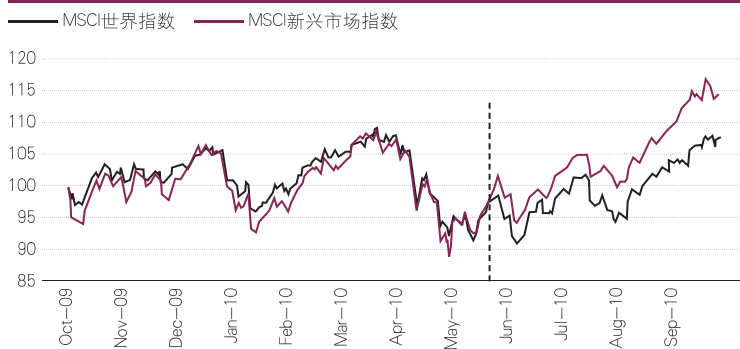


图2 2009年10月至2010年9月的MSCI指数



注：MSCI(Morgan Stanley Capital International)指数为摩根斯坦利公司编制的证券指数

储备增加，导致对国债和黄金的配置需求也相应增加，进一步拉高了国债和黄金的价格水平。

全球流动性过剩对世界经济形成了非常复杂的影响，近年来很多经济变量之间呈现出的矛盾冲突、因果循环倒置等难题也对传统经济学理论提出了挑战。正如温家宝总理在2010年3月的全国“两会”上指出的，如果说2009年中国经济面



抗击通胀

图：陈永平

面临着最困难的局面的话，2010年我们则是面临着最复杂的环境。单纯透过现在每月以惊人速度激增的外汇储备及其由此给整个经济运行带来的牵一发而动全局的影响这一个角度，从某种程度上已经可以一窥这种复杂局面的严峻性。

我国经济运行环境面临持续挑战

历经30年改革开放的中国经济迅速崛起，是举世公认的21世纪世界经济发展奇迹，当然为此我们也付出了非常大的环境、资源代价。近年来积极转变经济增长方式的呼声越来越高，由过去粗放式的以数量型投资扩张拉动GDP，转向内涵式以新兴产业带动下的投资和消费驱动经济发展模式的转变逐渐成为国家的既定政策。遗憾的是，2007年以后的全球金融危机使这种转型的进程受到干扰。危机当头，我国政府被迫和其他国家政府一样，强制向市场输入流动性以刺激经济回升。正是靠4万亿投资拉动，使得中国经济在全球金融危机后率先走出谷底，步入复苏的轨道。然而需要正视的是，这种主要依靠政府投资拉动带来的景气既难以持续，又会加剧经济结构失衡的矛盾，同时在全球流动性过剩的大背景下，一枝独秀的中国经济对国际热钱形成巨大的诱惑，使得我们的流动性在原来已经异常充沛的情况下进一步加剧。

仔细分析不难发现，中国的流动性过剩有一个突出的特点，就是我们货币供应量的增长和

GDP的增长，两者之间在相当长时期内是不均衡的。到2010年底，我国的M2基本上保持69万亿的水平，而我国GDP今年预计是38万亿左右，即流通中的广义货币量M2是GDP的180%，也就是说，我们社会经济流通的广义货币量是经济总量的1.8倍。用同样的指标对比，M2和GDP的比值，美国是60%，即美国的流通货币量是经济总量的0.6倍。这意味着在某种程度上，中国面临着比其他国家更强的流动性过剩形成的压力。除了总量外，从增长率角度进行分析，相当长的时间里，我们把M2的增长速度控制在17%左右，我国GDP的增长则保持8%的名义水平，考虑通货膨胀一般是4%至3%，所以我国货币投放总体速度比GDP增长的速度加通货膨胀多出5%至6%，这五至六个百分点就是过剩的流动性。

理论上来说，这么持久的超量货币投放会带来社会的恶性通货膨胀。因为过多的货币追逐有限的商品，必然会导致商品价格的上涨。但是在现实中，我们并没有发现CPI出现显著的变化。那么多余的钱跑到哪里去了呢？非常著名的麦金农“中国货币之谜”（注：美国经济学家麦金农认为，中国广义货币长期高于GDP总额的原因是中国的银行体系中有一个神奇的“黑洞”，这个“黑洞”能够非常迅速地吸纳超额货币，所以超额货币没有在中国引发恶性通胀）的命题探索的就是这个问题。结论很有趣，一般商品价格并没有出现太大的变化，但是大家看到了房子价格在大涨，股票市场在大涨，黄金、珠宝、艺术收藏品等各种投资品价格在发生巨大的上涨。就是说，大量的钱跑到各种资产里去了，出现了巨大的资产价格泡沫。

从这样一个角度出发，在这个特殊的流动性过剩时代，我们今后在相当长的时间内面临着通货膨胀和资产泡沫局面的困扰，可能会不可避免地成为一种常态。如果抛开对“泡沫”语义的是非判断和道德评价，现代人要逐渐学会与泡沫共舞，适应泡沫化环境下的生存方式，恐怕就不是一句玩笑话了。

流动性过剩时代的投资分析

前不久报纸上刊登了一个很有趣的新闻，一位老太太1977年在银行存了400元钱，33年后的2010年把钱取出，本息合计850元！如果我们考虑一下今天850元和33年前400元的货币购买

力的天壤之别，就可以深切体会到通货膨胀这个恶魔是在怎样不知不觉地吞噬着我们的财富。尽管三十年来我们国家并未发生严重的恶性通货膨胀，但是从下面列出的通货膨胀率5%的情况下的货币贬值数值来看，就不难理解造成上述老太太境遇的原因了。

持续年数	100元的购买力
10	59.87
20	35.85
30	21.46
40	12.85
50	7.69

在流动性过剩的情况下，既然通货膨胀和资产泡沫如影随形，我们应当如何应对？胡锦涛同志在中国共产党第十七次全国代表大会的政治报告中指出“创造条件让更多群众拥有财产性收入，保护合法收入，调节过高收入，取缔非法收入。逐步扭转收入分配差距扩大趋势”。这里提到了一个新的名词叫财产性收入。什么是财产性收入？“财产性收入”一般是指家庭拥有的动产（如银行存款、有价证券等）、不动产（如房屋、车辆、土地、收藏品等）所获得的收入。它包括出让财产使用权所获得的利息、租金、专利收入和财产营运所获得的红利收入、财产增值收益等。

现在统计中常用的“人均可支配收入”，由四部分构成，按照占比大小分别是：工资性收入（工资等）、转移性收入（养老金等）、经营性收入（商业买卖收入等）和财产性收入。在“人均可支配收入”中以“工资性收入”为主，大约占到70%左右。财产性收入占比位置较小，占比大约在2%左右。

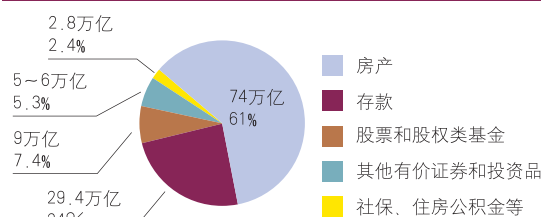
在流动性过剩的情况下，通货膨胀和资产泡沫的存在，使社会财富创造和增值的规律发生了根本性的改变。财产性收入伴随着通货膨胀和资产泡沫水涨船高的特性使得它在现实上超越工资性收入，成为社会财富保值增值的主要载体和价值创造的重要源泉。

杰里米·J·西格尔在《投资者的未来》一书中通过对1802年至2003年200年间美国各类资产收益率的对比计算，为我们提供了一个以历史视角进行投资价值分析的良好参照：

	收益率指数	年收益率
股票	597485	6.88%
债券	1072	3.55%
票据	301	2.89%
黄金	1.39	0.16%
美元	0.07	-1.32%

应该说200年是一个相当长的时间跨度，漫长的历史岁月变迁足以熨平大量风调雨顺与天灾人祸造成的偶然扰动，而呈现出必然的因果循环的规律特征。从上表中，我们可以非常清楚地看到，股票以6.88%高收益率一骑绝尘，远远超越其他投资品，成为在现实中实现财富增值的最佳工具，显示出通过分享一个社会长期的经济发展和企业成长过程实现价值创造的独特魅力。美元作为现金，在通货膨胀的长期吞噬下成为不折不扣的价值毁灭者，也印证了我们直观的理论分析的结论。不过出乎意料的是黄金，这个在一般人心目中最可靠的保值避风港，特别是近年来凌厉的价格涨势让很多热钱争相追逐的直观印象，其实竟然和长期实践中的真实价值走向相背，耐人寻味。从某种程度上讲，近期黄金价格的上涨，与其说是资金寻求投资保值的驱动，不如说是美元日渐式微情景下的避险举措。

图3 我国居民按市值分布的财富结构



来源：中金公司研究报告

需要指出的是，流动性过剩带来的通货膨胀和资产泡沫特性是和中国目前特定的经济发展阶段和社会财富结构相关联的，绝非一成不变。从中金公司的研究报告提供的示意图不难看出，目前我国居民按市值分布的财富结构过度依赖房产价值的特征非常明显，这是十年来房地产市场迅猛发展带来的房产价格大幅度持续暴涨的真实反映，它既昭示出政府取得房地产市场调控短期成效的复杂性和难度，也从某种意义上预示了未来社会财富结构面临的调整压力的可能突破方向。