



2020 年 3 月 16 日 星期一

全球市场动荡的深层次原因

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要内容:

- 美国降息导致套利资金流出，高负债下的流动性匮乏导致资产被抛售。机器学习、指数投资和公司回购又强化了价格涨跌的幅度。

最近几周，美股，美债熔断。大宗商品也大幅动荡。今天清晨美联储紧急降息 100 基点，降利率降为零。市场发生如此动荡的深层次原因究竟是什么？

本质上，近来全球市场剧烈波动的原因是流动性问题。而人们往往对流动性的概念有很深的误解。

我们在 2018 年 2 月 5 号的宏观周报《流动性“溢价”之辨》中曾讨论过这个问题。当时市场有一种看法，认为大盘股具有所谓“流动性溢价”，并以这种理由解释大盘股过去领先上涨，及以此逻辑继续推荐大盘股。我们指出了这个看涨逻辑的错误，之后不到五天，中国股市暴跌超过 10%，大盘股跌幅更甚。

回顾一下我们的逻辑：流动性指的是合理价格的变现能力，换句话说，指的是出售时折价的幅度。与“溢价”并无关系。从这个角度看，市场显然把成交量与流动性混为一谈。甚至把蓝筹股的高市值与成交量混为一谈。成交量对多空的影响是相等的，如果能给多头“溢价”那么也能给空头“溢价”。这时候所谓“溢价”就自然而然陷入了逻辑的悖论。某些情况下，成交量是流动性的必要条件而非充分条件。危机时很容易观察到，流动性好的资产更容易被甩卖（折价），并且成交量迅速放大。可知成交量高而流动性未必好。

换言之，在大多数时候，市场上存在着大量的成交量，也看似存在着大量的流动性。但是，一旦市场出现同向的卖出或者买入，流动性几乎荡然无存。

这层流动性的含义只是第一层，这层逻辑解释的是市场暴跌暴跌的幅度为何如此之大。以美股为例，美国资本市场在这些年开始崇尚所谓的被动投资。被动投资的起源逻辑是市场有效理论。当主动投资者买入好股票，卖出坏股票的时候，本质在不断的把优秀的股票送到指数基金的列表中，因此被动投资者能够远远领先大多数主动投资者。这其中最出名的例子莫过于巴菲特赌约——巴菲特和一些有名的基金经理对赌，认为十年之内，那些主动管理的基金的收益率一定会低于标普 500 指数。最终巴菲特赢了。

指数投资变得热门，在美国市场上，被动投资的基金占据的份额几乎要超过主动投资基金。这时候，被动投资的逻辑本质上是改变了。因为被动投资之所以成功的逻辑是依赖主动投资者选股，而被动投资占据主导时，ETF 只会不分好坏的买入指数中所有股票。索罗斯的“反身性”理论开始发挥作用——因为指数投资的成分股入选指数，所以资金买入这些股票，从而这些股票价格上涨，从而导致更多资金被吸引到指数是投资中，从而令非成分股的公司被大量抛售，进而不断加强这个逻辑。

这还不够，美国股票市场上还有另外两个自我加强的反馈。一个是我们在 2018 年 6 月 19 号阐述过的，美国公司不断发债回购股票的逻辑。还有一层逻辑，是全世界今年来使用人工智能交易的流行——而可供机器参考学习的交易数据，往往在最近的十年。实际上人工智能出现了过度拟合，不断强化牛市中的逻辑，成为另一个自我加强的正反馈。

换言之，这三个逻辑，是美国股市强烈的同涨同跌的重要因素。但是这三个逻辑只能解

释全球市场涨跌的幅度为何如此之大，无法解释另一个现象——市场为何在此刻暴跌，尤其在今天清晨美联储降息 100 个基点之后，反而再度下跌熔断？

疫情不会让降息后的股票暴跌。一般经济学家的逻辑往往是，降息让更多人借钱，从而令市场流动性增加。实际上的逻辑恰恰相反。主要因为过去十余年，大量低息的日元和欧元流入美国市场套利。而一旦美国市场降息，这些日元和欧元套利者将无利可图，不得不撤回资金。由此导致美国流动性缩减，欧元日元升值。

美国流动性缩减导致了一个新的问题——从资产负债表的角度看，资产的总量可以萎缩，但是负债是不会减少的，是刚性的。那么资产价格下降以后，负债就会被打爆。这时候就出现了全球壮观的景象，各大机构不得不大量的抛售资产——当所有人集体行动的时候，流动性是不存在的，反而让资产下跌得更多，更多人的负债被打爆。

于是，我们看到香港的股市大幅下跌（美国机构持有大量香港资产），甚至黄金也被抛售（东南亚金融危机时，总体黄金是上涨的，但是当韩国缺乏资金不得不抛售黄金时，黄金暴跌）。同样的，我们也看到资金在 A 股的撤离，资金离开后人民币贬值，资本回流美国去填补负债的损失（显示为美元指数短暂的升值）。但这个由于填补负债的短暂的资本流动结束之后，必然出现反向的过程，也就是黄金的重新上涨，A 股的重新上涨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。