



NIED

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融专报

2021 年第 12 期 总第 101 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2021 年 3 月 24 日

全球资产或面临调整风险

郑联盛

- 全球资产价格上涨是主要发达经济体货币政策极度宽松的催化结果，是投资者风险敏感度降低和风险承受度提高的综合效应，是全球经济和国际金融市场风险系统性低估的表现。
- 全球资产市场波动性将加大。美国国债收益率抬升的影响可能还未真正显现，将对此前以宽松政策作为支撑的资产价格上涨带来较大的“重估效应”，全球资产市场可能进入一个更加嬗变的阶段。经济能否有效复苏、宏观政策的有序调整以及疫苗普及度和有效性是妥善处置资产价格

泡沫的关键因素。

- 最需要警惕的是全球资产市场暴跌引致与国内风险因素的共振，甚至引发系统性金融风险。改革和开放是最有效的应对手段：一是继续科学防控新冠疫情，有效促进经济复苏；二是强化系统性金融风险管控，构建具有冲击缓释功能的现代化金融体系；三是实施高水平对外开放，提高应对外部风险的弹性与韧性，进一步强化内外市场互动功能。

一、全球资产市场呈现泡沫化趋势

全球资产市场呈现加速上涨态势。从 2020 年 11 月以来，全球资产市场呈现加速上涨的态势，尤其是 2021 年 2 月份以来，较多品种的资产价格加速上涨。美国股票市场在 2 月中下旬再创历史新高，比特币更是一举冲破 5 万美元大关，最高达 5.75 万美元，原油价格一路上涨创出新冠疫情以来的新高，大豆价格则是连涨 10 个月涨幅超 70%。2 月底以来，股票、黄金、比特币等资产价格有所回调，但全球资产市场整体仍然保持高位震荡，原油、大豆、铁矿石等价格仍继续攀升。同时，全球主要经济体房地产价格指数也创出新高，其中，欧元区房价指数从 2014 年底约 98 暴涨至 2020 年末逾 200，美国 20 个大中城市房价指数从 2012 年至 2020 年也上涨超过 1 倍。

全球资产价格创出历史性高点与全球实体经济陷入历

史性衰退形成鲜明对比。2020 年全球经济陷入百年一遇之衰退，国际货币基金组织预计 2020 年全球经济将衰退 4.4%，大型经济体中只有中国实现正增长，而全球最大经济体美国则萎缩 3.5%，是自 1946 年以来最严重的衰退。由于新冠疫情下总需求和总供给的双重冲击，2021 年全球经济虽“涨数”很高，但经济较难从疫情中实质性恢复过来。在如此恶劣的现实经济中，全球资产价格则屡创新高，这是一种不正常的实质性偏离。全球资产价格上涨是主要发达经济体货币政策极度宽松的催化结果，是投资者风险敏感度降低和风险承受度提高的综合效应，是全球经济和国际金融市场风险系统性低估的表现。

二、宽松政策是资产泡沫的重要推手

大家所熟知的超级量化宽松政策是推升资产价格暴涨的政策因素。为应对新冠肺炎疫情的冲击，全球主要央行再度祭出超级宽松的货币政策，如美联储加入零利率阵营并推出无限量资产购买计划，欧央行和日本央行维持负利率的同时也纷纷扩大了资产购买规模。2020 年美联储资产规模提升 75.88%至 7.41 万亿美元，欧洲央行资产规模提升 49.50%至 7.01 万亿欧元，日本央行资产规模提升 22.60%至 702.58 万亿日元。主要发达经济体的中央银行作为新冠疫情冲击的“最后贷款人”俨然成为国际金融体系的“大地主”，其极速扩张的资产对应着极速扩张的负债，即货币投放。走向零

利率甚至负利率的政策利率体系则使得无风险利率下滑，微观主体的风险承担效应极大地凸显出来。特别是美国自 2020 年 8 月开始实施平均通胀目标制，采用盯住平均物价水平的方式进行物价弥补或跨期调整，将通胀跨期平稳视为货币政策的基本目标，其核心政策逻辑是考虑过往、削峰填谷和跨期超调，政策工具以低利率和非常规政策作为基础，并更多以相机抉择作为其策略。

美国货币政策是全球资产价格走势的关键变量。美联储主席鲍威尔近日表示，美国仍将维持目前的超宽松政策。圣路易斯联储主席布拉德指出，近期较长期限美国国债收益率的上升没有出现令人担忧的收益率水平，他甚至欢迎通胀率持续在 2% 以上的情况出现，如果一段时间内通胀率比美联储的目标高（比如达到 2.5%）也是可以接受的。这无疑是平均通胀目标制物价跨期平均的直接表现。这可能代表美国货币政策宽松持续时间也许会比想象中更长，但是，也可能意味着未来物价的走势不确定性更大。尤其在疫情冲击下，全球产业链断裂风险仍然显著，短期供应紧张可能使得大宗商品价格继续上行。

政府职能尤其是货币政策职能扩大是引起本次资产价格暴涨与此前历史上资产价格泡沫最为重大的区别。资产泡沫肯定不是政策当局特别是货币政策当局的政策初衷，但是，资产泡沫确实是货币政策当局等史无前例救援举措的政

策结果。中央银行近乎成为应对新冠疫情危机的“救世主”，货币政策则成为应对所有困难的“万金油”。这种政策框架、政策工具和政策逻辑的变化可能将会带来更加深远的影响。

三、三大“扎实泡沫”值得重点警惕

全球资产市场波动性将加大。2021 年 2 月 25 日，美国十年期国债飙升并突破 1.5%。2021 年 3 月 5 日，美国十年期国债收益率盘中升至 1.63%，市场预期美国国债仍可能继续上升。随之而来的是美国股票市场、比特币以及黄金等价格的大幅下挫和宽幅波动。回顾过往一年左右的时间里，在疫情冲击、大规模流动性刺激和主要经济体市场预期变化的综合作用之下，全球商品和股市价格呈现出“过山车”式的剧烈震荡。部分商品和股市经历了疫情初期的巨幅下挫之后，在 2 月份甚至频创历史或近年新高，但是在美国国债收益率上升后又面临大幅下挫风险。美国国债收益率抬升的影响可能还未真正显现，将对此前以宽松政策作为支撑的资产价格上涨带来较大的“重估效应”，全球资产市场可能进入一个更加嬗变的阶段。

全球资产市场三大“扎实的泡沫”值得重点警惕。一是美国屡创新高的股票市场，二是日本超乎想象的国债市场，三是中国开始结构分化的房地产市场。美国股票市场屡创新高是由宽松政策的估值驱动以及大型科技企业的头部效应所导致的，是流动性宽松下的一种抱团行为引致的资产价格

自我强化的上涨。日本国债市场是由一个市场近乎封闭、交易近乎枯竭、坚决持有到期的交易行为等因素所引发的市场固化效应而导致的。中国房地产市场是一个所有参与者均获利而可能引发系统性冲击的重大风险环节，并且像股票市场头部效应一样呈现出极强的资金吸纳效应和资源极化效应。全球资产价格屡创新高及三大“扎实的泡沫”能否妥善处置，最为重要的决定性因素是全球经济能否从新冠疫情大流行中迅速有效地实现恢复以及宏观政策有序调整，当然也取决于新冠疫苗接种的普及度和有效性。

除此之外，国际社会对于超级债务周期的风险性同样存在系统低估的可能性。过往 10 年，全球主要经济体得以高杠杆运行，主要原因是量化宽松政策使得国债收益率长期处于低位甚至是历史性低位。在这种财政赤字货币化操作中，不仅填补国债融资需求缺口，而且降低了国债融资成本负担，为此，发达经济体的债务负担压力并没有因国际金融危机或新冠疫情大流行而明显上升。但是，规模不断攀升的超级债务周期最大的系统性风险隐患是美国国债收益率上升。2020 年全球债务水平将升至 275 万亿美元，全球政府债务与 GDP 之比将升至 98%，其中发达经济体杠杆率约 116%。这意味着，如果相关经济体国债收益率提高 1 个百分点，那 GDP 增长的 1 个百分点将用于额外的利息支出。新冠疫情中的杠杆转移效应是主要发达经济体政府杠杆率飙升的基本驱动

力，但是，非金融部门杠杆保持相对低位未必就能有效提振固定资产投资或生产效率，这使得债务负担从中长期来说可能会持续加重。以经济增长和效率提高来缓释债务负担在短期内可能不太现实。

四、谨防内外共振的系统性风险

在以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局中，内部资源要素匹配的重要性在提升。但是，身处一个全球化的时代，哪怕有逆全球化的政策举措和新冠疫情大流行等阻碍，中国经济已深刻地融入到全球经济及其分工体系之中，同时，中国金融系统与国际金融体系紧密地关联起来。这不是一个容易独善其身的时代，但这仍然是一个以邻为壑的时代，发达经济体政策以及全球资产市场波动的外溢效应是双循环新格局下的一个重大风险。更为重要的是，国内重大金融风险的应对处置仍然任重道远，**最需要警惕的是全球资产市场暴跌引致与国内风险因素的共振，甚至引发系统性金融风险。**

改革和开放是应对包括全球资产市场风险在内的最有效手段。一是继续科学防控新冠疫情，有效促进经济复苏，夯实经济金融基本面。在总需求方面，强化需求侧管理，继续实施积极财政政策和稳健货币政策，有效引导市场预期，提振家庭和非金融企业部门的积极性。在总供给方面，深化供给侧结构性改革，注重疫情对微观主体和供给体系改变的

长期效应，优化产业链关联，缓释资源配置的供给冲击，顺畅要素流动和资源配置机制。

二是强化系统性金融风险管控，构建具有冲击缓释功能的现代化金融体系。继续完善系统性金融风险防范化解机制建设，重点加强对主要发达经济体政策外溢性、短期资本流动性、资产市场估值重构、汇率大幅波动以及宏观杠杆率过高等环节的风险防控。强化外汇、房地产、股票、债券、大宗商品等主要资产市场的风险跟踪和有效处置，着重强化房地产市场风险管控，重点整治房地产金融化、泡沫化风险。最后，继续保持适度的资本项目管控。保持有效资本管理，守住“最后防火墙”，重点防控国际短期资本大进大出的风险以及汇率贬值背景下的大额资本流出或外逃。

三是实施高水平对外开放，提高应对外部风险的弹性与韧性，进一步强化内外市场互动功能。完善沪港通、深港通、沪伦通等机制，强化资产市场关联风险处置，进一步提高金融开放水平，注重提高外资金融机构在华的商业存在和业务关联，提高金融系统应对外部风险的弹性和韧性。全球经济一体化和内外市场互动持续深化仍是不可逆转的趋势，只有实施更大范围的经济开放，实现更深层次的内外互动，市场在资源配置中的决定性作用才能更好发挥。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）