

当货币过剩遇到资产过剩 结构性机会将如何分布

◇ 李迅雷

不同经济体制下似乎都有这样一些特征，计划经济体制下均无一例外地形成了“短缺经济”现象，而市场经济体制下的大部分经济体都出现“过剩经济”特征。中国经济从上世纪70年代末开始改革开放以来，逐步走上了市场经济之路，短缺经济特征慢慢消失，过剩经济特征越来越明显。在我看来，2000年之后，中国经济先后出现了商品总量过剩、货币总量过剩和资产总量过剩的三大过剩现象，但是，结构性短缺现象同时并存，从投资的角度看，只要发现“短缺”的领域，便是获利的机会。

商品过剩下的资产短缺，回顾历史让我们看得更清晰，80年代中期我大学毕业分配的时候，最好的工作是去物资部门，因为那个时候我国尚处在短缺经济时代，几乎什么商品都短缺。大约到了90年代末，我国才告别长达40年的以商品短缺为特征的短缺经济时代。但是，直到现在为止，人们依然对恶性通胀非常担心，因为货币总在大规模增长。那么，为何从1995年之后，中国的CPI就再也没有出现过两位数的上升呢？回看历史，有利于我们认清趋势和阶段性特征，但身处时代大潮中，往往就迷糊了，正所谓不识庐山真面目，只缘身在此山中。

1987年的时候，经济理论界讨论最热烈的话题就是居民储蓄达到3000多亿元的规模是否会导致金融体系崩溃。当时，3000多亿居民储蓄被视为“笼中虎”，一旦这只“笼中虎”冲出来，不仅会导致恶性通胀，而且会导致恐慌性挤兑，金融体系就可能崩溃。如今，我国居民储蓄已经超过90万亿元，却再没有人担心“笼中虎”问题了。

当时中国的GDP只有1.2万亿元左右，M2只有8200多亿元，M2占GDP的比重只有68%（如今早已超过200%），都这么小的体量，有什么可担心的呢？可当时却没有一个经济学家能前瞻性地得出这样的结论，说明在当时经济欠发达条件下，学者们大多孤陋寡闻，缺乏想象力。

上世纪90年代，中国大部分居民家庭都没有什么资产，只有冰箱、彩电、洗衣机等耐用消费品。而当时的美国居民家庭，都早已配置了房子和股票。所以，当中国告别了商品短缺时代之后，有多少人能认识到中国正处在一个资产极度短缺的时代？资产短缺就意味着资产具有大幅增值的空间。

然而，90年代A股是一个非常典型的袖珍市场，但90年代中国股民最担心的事情就是股市扩容，即发行新股。每次股市大跌，个人投资者们都会要求监管当局暂停新股发行。明明是一个资产短缺的时代，为何人们那么担心资本市场扩容呢？因为大部分投资者都缺乏长期投资理念，喜欢短炒。但90年代

初的投资者如果能长期持有股票，其累计收益率一定非常可观，以老八股为例，1991-2016年这25年间，平均股价上涨了230倍，即每年平均涨幅超过24%，远胜巴菲特。

资产短缺时代，绩差股演绎着乌鸡变凤凰的故事，因为绩差股成为珍贵的“壳资源”，2017年以后，这样的“好事”就很少发生了，因为随着股市规模的不断扩大，壳不那么值钱了。我是在2000年左右才认识到资产短缺时代的巨大投资机会，建议自营部门构建绩差股组合，事实证明，在那个资产短缺时代，业绩差的公司被赋予的更高的估值水平。

2006年总量资产短缺与货币短缺并存，A股的流通市值大约只有3万亿元，是一个典型的袖珍市场，而楼市的规模也非常小。故那个时期是楼市和股市投资加杠杆的黄金时代。

中国式货币创造与过剩：增长模式使然

在二战之后76年长期和平的环境下，全球性的市场化的游戏规则基本不变，于是商品短缺变为商品过剩，货币短缺变为货币过剩，资产短缺变为资产过剩。对中国而言也不例外，这也是改革开放40多年我们经历过的、非常合乎逻辑演绎的过程。

大家都习惯于用货币超发这个词，货币超发实际上就是货币过剩。美联储货币超发是人们一致公认的，因为从2008年的次贷危机到这次的新冠病毒

带来的衰退，都迫使美联储大规模扩表。

如在 2008 年的次贷危机中，美联储实施量化宽松可谓是不遗余力，美联储的总资产规模从 08 年 8 月末的（雷曼倒闭前夜）约 0.9 万亿美元，急剧膨胀至 2015 年末的 4.5 万亿美元。



而在 2020 年开始的本次扩表中，美联储总资产由 2019 年末的 4.2 万亿美元飙升至 7.4 万亿美元，扩表了 3.2 万亿美元，增幅高达 76.8%。无独有偶，欧洲和日本的宽松也同样由央行驱动。2020 年欧央行总资产增长 49.5%，折合美元 3.3 万亿美元；2020 年日央行总资产增长 22.6%，扩表折合 1.5 万亿美元。

尽管中国央行的扩表节奏非常缓慢，如 2020 年人民银行总资产仅较 2019 年增加了 1.7 万亿元，增速只有 4.5%，因此，我国央行从来没有承认过货币超发。但是，为何中国的广义货币 M2 几乎等于美国加欧盟的 M2 之和呢？这似乎与体制和经济发展模式有关。

中国的货币乘数远大于这些发达国家，因为我国的货币超发主要靠商业银行驱动，而欧美靠央行驱动。正是因为欧美央行的驱动能力有限，商业银行基本上都是顺周期放贷，故需要央行持续不断地实施量宽政策。例如，去年美联储大肆扩表，但商业银行的现金资产竟增长了 86.4%，可见，美国的商业银行把这些货币中的很大一部分存放起来，并没有用于放贷。

那么，中国的商业银行为何敢大量投放贷款呢？那是因为中国经济中，政府与国企为了实现稳增长的目标，经常逆周期投资，商业银行有了政府部门的信用背书，自然敢放贷。根据国家统计局数据，2020 年我国民间固定资产投资只增长 1%，而非民间则增长 5.4%；2020 年中国非民间固定资产投资占 GDP 比重约为 23%，美国政府的固定投资占 GDP 比重约为 4%。

不过，与前几年相比，我国固定资产投资额占 GDP 的比重已经显著下降了，过去的占比一般在 80% 左右，如今已经降至 60% 以下，与之相关的，是拉动中国经济的三驾马车中，资本形成的占比也从过去的 40% 以上（大约是全球平均水平的两倍），降至 35% 左右。

上述是为了论证两个判断，一是中国货币规模为何能成为全球第一，二是为何当前中国的货币总量已经过剩了。中国货币规模全球第一，实际上与中国经济增长模式有关——高储蓄、高投资产生高货币乘数。而从出口顺差、FDI（海外直接投资）、政府逆周期投资与房地产长期繁荣等四个方面、三个阶段来解释中国式货币创造的过程。

而欧美国家虽然央行很激进，不断扩表，但货币规模总量的增长并不快，并没有出现“大水漫灌”的现象。原因在于这些国家都是消费主导，以简单再生产为主要特征，低储蓄率决定了低投资增长率，货币创造能力较弱。

中国的 M2/GDP 水平已经达到 216%，M2 总量几乎等于美国加欧盟之和——但不少人认为这样的对比有瑕疵，那么，我们也可以中国银行业的总资产与美国银行业总资产进行比较，美国银行业总资产大约为 20 万亿美元，占其 GDP 比重 90% 多，中国则为 48 万亿美元，占其 GDP 比重为 310%。又有人说，美国直接融资占社会融资额 80% 左右，故不能用商业银行总资产作比较。但 2020 年 A 股的 IPO 规模全球第一，也超过了美国。所以，中国货币规模全球第一的地位无需争议。

那么，当这些年中国的投资增速也出现大幅回落时，已经创造出来的巨量货币中，有一部分就脱实向虚，中国的楼市连续 20 年牛市，就是因为货币在不断扩张，而土地的增值又创造更大的信贷、实现更多的货币创造。这也可以解释为何国内有定价权的资产，如 A 股和住宅的估值水平显著高于国际定价的资产。例如，美国的利率水平大大低于中国，但美国住宅平均租金收益率大致是中国的两倍；同时很多 H 股对 A 股的折价率在 50% 以上。



在几乎没有私人资产的年代里（如计划经济时代）货币过剩会导致高通胀，如今，商品过剩早已发生，故货币过剩时也没有引发显著通胀，不仅美国如此，中国也不例外，如今年 1 月份我国的核心 CPI 甚至仍在下行，但资产泡沫则长期存在，甚至已经成为“刚性泡沫”。有人估算，国内房地产的总市值大约为 400 万亿元，是 GDP 总量的 4 倍，其市值等于美日欧三大经济

体房地产总市值之和。

当货币过剩遇到资产过剩：结构性机会将如何分布

A股市场在经历了2015年这场短暂而疯狂的牛市之后，迄今都没有在出现过普涨的牛市，很多股票不仅没有上涨，而且还不断下跌。以曾经成为A股最大市值的中石油为例，2007年最高价达到过45元，2015年那轮牛市中最高价也上涨至14.58元，如今只有4.2元，即便如此，仍比其对应的H股价格高出一倍。

2017年可以视为权益类资产步入过剩阶段的开始之年。因为那一年绩差股、不少中小市值的股票开始下跌了，其长期高估值的刚性开始被打破。有人说，中国权益资产的总规模仍小，到2020年底，A股总市值占GDP的比重接近80%，并不算高，但如果加上香港中资股和美国中资股，则总市值达到118万亿元，占GDP比重（证券化率）达到116%，在全球范围内属于较高水平。尽管如此，中国的直接融资占社会融资的比重不到20%。

除了A股之外，还有新三板市场及区域性股权交易市场，如果把这些市场的股权市值加总起来，则证券化率还会更高。随着注册制的推进，今后股票上市规模会快速增长，因此，权益资产的过剩将是长期趋势。

楼市的过剩现象与股市也有异曲同工之处。90年代初，经常坐飞机的我，晚上坐飞机往下看，中华大地几乎都是黑漆漆的，如今，再往下看，下面大部分地方都灯火闪烁。事实上，中国的城市化进程已经放缓，中国的东部沿江的农民工已经出现返乡现象，2018年以来，全国大部分中小城市出现了人口净流出，全国流动人口数量从2015年开始下降。因此，各地的楼市不再呈现普涨现象，2020年以来，房地产基本上呈现一二线强、三四五线弱的格局。

这几年来，房价指数下跌的城市数量不断增加。如按国家统计局数据，2019年70个大中城市中有54个城市二手房是上涨的，下跌的只有16个；到2020年，则有43个城市二手房上涨，一个持平，26个城市出现下跌。

当然，无论是商品过剩、货币过剩还是资产过剩，都是相对概念，即属于结构性的过剩。从总量上看，全球大部分国家都表现为物价上涨幅度远低于货币供应量的增速，货币超发导致利率下行，甚至出现负利率，而资本报酬率也不断下降。从结构上看，则问题更大，全球性的结构失衡现象愈演愈烈。

例如，收入分布出现了极端分化现象，过去称之为二八现象，如今可能已经成为了一九现象，即10%的富人拥有全国90%的财富。据美联储预测数据显示，美国最富裕的10%的家庭持有超过88%市值的股票，而最富有的1%家庭持股比例甚至是美国最底层50%家庭的两倍以上。根据美国政策研究所和美国税收公平协会公布的数据，疫情期间，美国亿万富翁们的财富总共增长了1.1

万亿美元，很多亿万富翁的处境要比疫情之前好很多。与此相反的是，美国有超过800万人的收入水平因疫情跌落到贫困线以下。

收入差距的扩大，必然会体现在供需关系的失衡上，如商品和服务领域上，高端的往往供不应求，低端的往往供过于求。高端商品如奢侈品、高端品牌类商品，服务方面如热门城市的某些五星级酒店住宿和用餐、三甲医院的专家门诊、名牌中小学的教学等。2020年，我国奢侈品消费占全球的份额估计达到40%，虽然人口才占全球18%，人均GDP的全球排名在第70名左右。另据报道，今年春节三亚最贵的别墅套餐的房费一晚超过10万元。

今年春节由于鼓励就地过年，客流量大幅下降，出现了高铁“过剩”、普快“短缺”现象，因为农民工成为客流量的主流，他们为了省钱，往往选择便宜的普快，虽然旅途时间被大大延长。因此，中低端商品和服务的总体过剩格局很难扭转，根本原因还是有效需求不足，即有需求但缺钱。如我曾在2019年初做个推算，我国大约有10亿以上的人没有坐过飞机。

从资产端看，既然货币总量和资产总量都过剩，那么，全面牛市就很难形成。而且，随着资本市场双向开放度的提高，资产的估值水平将越来越趋向于国际定价，而且市场热点的切换，也会越来越与全球主流市场同步。例如，2020年以来，互联网交易平台、新能源、电动车、芯片、新冠疫苗等热门赛道与美国股市热门赛道都非常类似。

从当前到今后，全球性的经济减速恐怕难以避免，但经济的新旧替换却每时每刻都在进行中。例如，金融是现代经济的核心，传统金融企业的市值很大，但金融科技的应用正在改变金融业态，于是，资本市场给了金融科技应用前景广阔的新金融企业更高的估值，而给传统且难以转型的金融巨头越来越低的估值。

同样，互联网交易平台也没有让中国的消费额增加，2020年社会消费品零售总额同比下降3.9%，而美国却是正增长。但是，我国网购零售额却增长11%，可见线上零售在逐步替代线下零售，属于存量经济下典型的此消彼长，这或许属于经济下行趋势互联网平台的逆势增长带来的结构性机会。

目前，中国的线上零售交易额已经占到社零总额的四分之一，但如此之大的份额却被几家互联网巨头所独占，这是传统经济模式下不可能想象的事情。类似的颠覆性发展模式，才是估值水平大幅提升的根本原因。

汽车行业也是如此，如今特斯拉的市值已经达到7833亿美元，是全球最大汽车企业丰田的四倍，因为新能源、人工智能、云计算、机器学习等使得传统驾车理念都被颠覆，在不久的将来，传统的燃油车或许会像过去的胶卷相机那样被数码相机取代。因此，未来能够做大的企业，才是稀缺的，供不应求，资本市场给

予了高估值。

有篇与2006年相呼应的文章，标题叫《买自己买不到的东西》，买不到的东西，是指即便你再有可能会也不会卖给你的东西，例如，很稀缺的民族品牌、尖端的科研成果、青春和岁月等，但你可以买它们的股票（如果有的话），这些权益资产就是核心资产。当时这篇文章的封面图是赤水河，仅隔了两年多时间，赤水河边上那家企业的市值增加了近4倍，同期特斯拉更是上涨了11倍多。

因此，虽然进入到资产过剩的时代，但核心资产依然是短缺的；虽然连货币总量也过剩了，但大部分货币被少数机构和个人占有，他们不愿去配置供过于求的普通资产，而是相对稀缺资产。那么，哪些资产是稀缺资产呢？除了我前面提到的那几类资产外，若以房地产为例，则可以借鉴发达国家房地产的定价原理，即核心地段的土地价格与非核心地段的土地价格之差会不断扩大，呈现强者恒强的趋势。

如今，在商品、货币和资产都过剩的时代，包括中国在内主要经济体的生育率却在下降，人口老龄化成为当下最突出的问题，尤其在新冠疫情下，全球确诊病例超过1亿人，因此，健康和长寿已经成为当前人们最大的需求。因此，能够让人们延缓衰老、延长寿命、保持青春或健康的医药产品，将会供不应求。

93年前，英国微生物学家亚历山大·弗莱明发现了青霉素，使人类的平均寿命至少延长15岁，成为现代医学史上的一个里程碑。如今，危及人类健康的主要是心血管疾病、癌症以及各类病毒入侵，只要其中有一种有效的产品问世，都会带来巨大的、不可限量的需求。因此，有理由相信，未来全球资本市场最大市值的公司，不是苹果、不是特斯拉，很有可能是医药股。

回顾2020年，确实是令人难以忘怀的百年不遇的一年。在新冠病毒肆虐下，全球经济出现了严重下降，但新经济涉及的行业却朝气蓬勃，其市值大幅上升，成为全球性牛市的引领者。当然，这与全球性的货币超发有关，但超发的货币还是青睐新经济及大消费领域。

2020年是港股开通的第7个年头，但AH溢价指数却持续走高，最高达到54%。在2018-2020这三年里，南向资金净流入港股的金额约9000多亿元人民币，超过北向资金净流入规模（约7000亿元人民币），但AH溢价指数不降反升，这是值得回味的。因为H股的所属行业多为传统产业，虽然估值水平比A股便宜一半，但却是国际定价的，在全球货币超发的背景下，无论是国际资金还是内陆资金，都不去谋取沪深港通下的巨大套利机会，北向和南向资金均去追逐如茅台、美的、腾讯、美团、小米等热门股，可见，权益资产的总量过剩和结构性短缺之严重，令人瞠目结舌。

未来10年，中国经济结构将朝两个方向转型，一个是投资主导向消费主导转型，因此，大消费肯定还是一个长期热点，正如巴菲特也长期配置大消费股票一样；另一个方向则是传统经济业态向新经济业态转型，与过去历史一样，能打造成百年老店的企业并不多，大部分企业都将服从生命周期，从繁荣走向衰落。因此，没有一成不变的资产配置策略，必须与时俱进，虽然好赛道上跑的大部分都不是千里马，但在没有水落石出之前，似乎没有必要去纠结谁是真正的王者，选对伟大的企业，永远是一种概率。但如果选择差的赛道，则意味着大机会的旁落。

来源：新浪财经