

2019年10月25日 星期五



## 资本流动的规律

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn  
电话 021-68556039

### 资本流动的规律

凯恩斯在宏观经济学的开山之作《就业、利息和货币通论》中提出了“边际消费递减规律”。这个规律的意思是，随着人们收入的增加，用在消费的部分会越来越少。通俗的来说，普通的工人增加收入后，可能会用大部分新增收入去买点衣服或者下个馆子，而一个亿万富豪多赚了一百亿，很难用同样的比例投入消费。换言之，这个规律揭示的是，收入的增加未必导致消费的增加。

放在宏观经济领域，这个规律阐述的是，当国家经济高速增长的时候，如果大部分新增收入只流向少数人，那么这部分新增收入并不会有多少投入消费领域。而同时，经济高速增长对应的是供给迅速增加，而分配高度不均会导致需求增速远远落后于供给增速。这种矛盾发展到一定程度，将会爆发大萧条（工厂生产出的物品无法卖出去）

而且，这种矛盾爆发之前，还有一个自然不过的推论。由于新增收入的大部分流向了最顶层的 10%的人口，而这些收入又难以流入消费领域。自然而然的，大量资本流向了股票，房地产等资产领域。1929 年美国大萧条前的美股牛市就是重要例证。

凯恩斯继续在《通论》中提出第二大规律。“资本边际效率递减规律”。意思是，厂商新增投资的预期利润率是逐步减少的。不妨反过来想——如果新增投入的利润率逐步增加，那么这门生意将迅速吞噬世界！引起资本边际效率递减的原因主要有两个：一是投资的不断增加必然会引起资本品供给价格的上升，而资本

品供给价格的上升意味着成本增加，从而会使投资的预期利润率下降；二是投资的不断增加。会使所生产出来的产品数量增加，而产品数量增加会使其市场价格下降，从而投资的预期利润率也会下降。资本边际效率的递减使资本家往往对未来缺乏信心，从而引起投资需求的不足。

这个规律有两个方面。一方面客观的来看，每一次技术革命的诞生，都能够释放大量的生产效率红利，而随着如互联网革命、移动互联网革命的普及，利润率越来越低，Facebook 开始把目光转向非洲，拼多多把视角锁定农村。资本边际效率的提高，需要等待新一轮的技术革命。以过往十年一轮的技术革命视角观察，现在世界正处在上一轮技术革命的末尾，资本边际效率极低的时刻。

一方面主观的来看，资本边际效率是能够被直接影响的。如减税等动作可以直接拉高资本边际效率，而环保政策乃至社保压力以及金融管制，可以拉低资本边际效率。当资本边际效率足够低的时刻，资本必然撤离。

这时候必然的，在资本边际效率递减，以及消费不足之后，政府为了刺激经济，一定会不断增加货币的投放量。也就是宽松政策的出台。而这种货币的宽松，必然在市场有所表达。这就是中国迅速上涨的楼市，美国迅速上涨的股市，日本迅速上涨的债市。

为什么货币的宽松在三个国家表达为不一样的资产呢？首先，我们从边际消费递减规律中明白，上涨的资产必然是和消费没有直接相关的资产。无疑就是股债楼三种。可是为什么在三个国家都有所不同呢？凯恩斯揭示的第三大规律就在此刻登场。“流动性偏好理论”指的是，人们会宁愿牺牲持有生息资产（如各种有价证券）会取得的利息收入，而把不能生息的货币保留在身边。流动偏好表示人们喜欢以货币形式保持一部分财富的愿望或动机。

直接的来看，我们可以观察，流动性都从哪里来？在中美共同体的黄金贸易年代，中国增加了巨额的外汇储备，美国企业从产业链中得到了巨额的利润。人民币以美元为抵押，通过银行渠道大量发行信贷。由于体制的风险偏好等因素，这些资金更情愿流入地产和国企等有直接抵押品的领域，由此带来了中国房地产牛市。而在美国，企业的大规模利润回流，带来大规模的回购推高股价。甚至美联储量化宽松的货币先是流入债市，最终也变成了企业回购的筹码。由此带来美股的牛市。

这里我们会注意到，流动性偏好可能会在骤然出现巨大的转向。这时候，由

于边际消费递减规律的存在，资本是无法流动到消费领域的；同时，由于资本边际效率递减规律的存在，资本在此刻同样无法大量流动到实体经济领域的。那么只剩下大宗商品和贵金属了。这两者的主要不同在于，在经济高速增长时期，大宗商品类似于生息资产，人们可以通过大宗商品创造利润。但是在经济低迷的时期，大宗商品类似于无息资产，这时候并不优于贵金属。——那么，在凯恩斯揭示的三大经济规律的作用下，无论流动性偏好是否发生改变，贵金属都将要承接来自新增资本或是其他资本的流入。贵金属的牛市不容小视。

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

### 上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号  
1803、2104B 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

### 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

### 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

### 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。