



2018 中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2018 年 12 月 22 日

2018 中国债券论坛

李刚

鹏扬基金副总经理

主持人 陈剑平：

现在开始本次论坛的第二环节，这一环节主要是经验分享。下面有请鹏扬基金副总经理李刚博士，他有着15年以上的投资经验，掌声有请。

李刚：

今天我给大家分享的题目是“宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来——中美信用市场展望”。有人说2018年中国债券市场是牛市，我觉得这句话不准确，确切地说是利率债和高等级信用债的牛市，是低等级信用债的熊市。

对于中美信用市场，我主要向大家汇报4个观点。

第一，美国流动性紧缩向信用传导。2018年以来美联储加息4次，LIBOR不断走高，10月份之前美国低等级信用债的利差持续维持在低位，也就是中小企业的融资成本非常低。因此，美国在2018年是流动性紧缩，但是其低等级的信用债市场，包括融资市场在快速扩张。10月份之前，美国股票市场一直处于涨势，但之后股票市场出现了波动。很重要的一点是因为10月份之后美国低等级的信用利差开始快速扩大。所以，美国从流动性紧缩走向信用紧缩。

在美国流动性紧缩期间非常明显的情况是，随着美元指数不断上升，新兴市场国家债务增速不断下降，美元回流到美国本土，收缩了美国之外的流动性。这对新兴市场国家，尤对中国产生的冲击最大。但是，美国收缩完境外的流动性之后，开始影响境内市场，美国国内信用市场收缩的概率在逐步加大。随着美国信用市场的收缩压力增大，其投资、消费，尤其是私人投资和住宅投资都明显下滑，而这仅仅是开始。

第二，中国信用紧缩进入下半场。美国从2018年10月份之后开始进入信用紧缩，此时中国的信用紧缩进入下半场。从中国金融市场的利率来看，3个月SHIBOR自2018年以来一直在下降，中国的流动性是宽松的，但是我们低等级信用债的利差在扩大。所以2018年前10个月中国和美国的情况是相反的，美国是流动性紧张、信用宽松，中国是流动性宽松、信用紧张。

为什么说进入下半场？从金融机构的其他存款性公司对其他金融机构债券来看，目前仍在持续减少，中国的金融机构仍然处于去杠杆化的进程之中，只不过缩表速度放缓。同时，在一系列宽信用政策出台之后，信用利差仍然维持在高位，也就是在信用利差维持高位的时候，企业的流动性资金处于低位。只要信用利差持续维持在高位，中国的信用紧缩就还没有结束，后续还可能会出现一些滞后效果。

第三，未来要警惕美国信用利差走扩的风险。利差的扩大可能伴随美国权益市场波动的加大。随着美国经济高位趋缓，以及美国两年、十年期国债利差收窄，美国银行业也将收紧信贷标准。未来美国可能会出现信用收缩，或者说信用收缩的概率在逐步加大。

这种情况下，之前大家看多美元和看好美国的10年期国债利率，在美国信用收缩的情况下，实际上美国10年期国债利率上升空间非常小，甚至不排除会出现一些阶段性下降。美国的债券净空头持仓已经创历史极高水平，接下来空翻多的概率会上升。

第四，等待中国信用利差压缩。中国到期收益率在 10%以上的信用债余额从 2018 年 5 月份到现在维持在 4000-4500 亿元之间，既没有继续上升，也没有下降。假设二级市场定价非常有效率，这 4000-4500 亿债券都是蕴含着违约风险的，目前这类债券规模既没有上升，也没有下降。在主体的债券规模没有下降之前，我们还不会看到信用收缩的结束。所以，我们认为信用收缩会进入下半场，2018 年信用市场风险偏好下降可能在 2019 年上半年还会持续。

2019 年信用债到期量很大，这会对市场形成一定的压力。同时，2019 年上半年由于信用的收缩还在持续，所以整个资金的供需缺口仍然会有所恶化。也就是说金融市场的资金仍然宽松，但是实体经济的资金仍然偏紧。到了 2019 年下半年，如果一些政策的出台起到效果，随着美国信用收缩出现一些大的端倪，下半年资金的缺口可能会有所收窄，也就是 2019 年上半年整个实体经济资金的紧张状况还可能会持续。

我们也做了一个测算，考虑到明年信用主体的偿债压力，如果要使明年整个实体主体的偿债压力不变，我们还需要更宽松的货币政策和更积极的财政政策的支持。平均来看，2019 年在保持整体企业的融资压力不变，或者偿债压力不变的情况下，我们至少需要企业的平均融资成本下降 40-50BP，这样才能对实体经济的改善和未来复苏起到重要效果。

总结来看，“宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来”，今天是冬至，冬至之后时属寒冬，未来还会经历一段困难时期，我们也希望明年下半年会出现一些转机。