中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

国家金融与发展实验室

2017 年 12 月 23 日

中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

李刚

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

鹏扬基金管理有限公司副总经理

李刚：

感谢国家金融与发展实验室和一创搞这个论坛。今年债券市场有三个非常重要的因素：

1. 金融去杠杆和强监管对市场产生深刻影响。

2. 供给侧改革使得大家对下半年宏观经济的预期更加乐观。

3. 受供给侧改革影响，今年过剩产能信用债利差出现大幅下降，跟整个企业利润好转有关系。

我今天给大家汇报题目是“供给侧改革对大类资产配置的影响”。

第一，美国从 2009 年开始，企业产能利用率持续了八年的复苏。制造业产能利用率回升会推动实体经济和基本面的改善，在美国制造业的利润率回升、产能回升的同时，带来美国制造业长达九年非金融企业的利润增长。美国的企业，尤其以制造业为主，产能利用率持续回升，带来的是企业利润的增长，以及上市公司盈利长达八年持续的改善。同时，美国也出现了上市公司企业资产负债率持续下降。从美国过去九年情况中看到，美国制造业经历了九年产能利用率的回升、资产负债率

下降和利润的增长，由此带来了美国股市在长达九年慢牛的走势和股市波动率下降。美国经济复苏也是由制造业的出清和实体经济的改善为推动的。这里面跟供给侧改革密切相关。

第二，美国房地产市场，“成也萧何，败也萧何”，美国房地产市场周转率恢复到了危机前正常五个月左右出清的水平。美国经济复苏是以制造业的出清和房地产的出清为代表，同时带来上市企业利润的持续好转和资本市场的改善。当然，美国由于过去连续推行的宽松的货币政策，美国资本市场的估值水平也上升到了一个较高的水平，未来的走势取决于货币政策正常化和盈利增长的博弈。

既然美国过去九年也经历了制造业的出清和房地产的出清，目前仍处在增长过程中，这期间带来了那些结构化变化呢？我们做了一个研究，发现美国在过去九年里有两个行业：信息技术、健康医疗，市值占比不断上升的趋势，跟技术进步、产业结构的改进有关系。我们的“十三五”中提到互联网、人工智能、通讯设备、机器人和生物医药等行业，因此这些行业未来是否能出现快速增长，值得大家去期待。

同时看到非常明显的现象，在这几个产业市值提升过程中，前 5 名企业市值在所有行业的市值又进一步上升。这跟中国今年出现“二八”现象非常类似，也就是说在它所属行业市值上升同时，里面所属行业前几名大公司市值也出现上升。也就是说，在美国的制造业供给侧调整的同时，利润向大的行业和大的企业集中，这个现象在过去持续了八年时间。

在美国制造业、房地产库存出清过程中，伴随的是利率维持在中性水平。美国在过去八年里，十年期国债利率在 1.5%到 3%之间，维持在 2-2.5%的中性水

平，这个利率既不能太低，也不能太高，这样会保证制造业和房地产业持续出清。

从中国情况看，一是制造业方面，从去年三季度开始，产能利用率出现持续回升，目前产能利用率处在过去五年里最好的水平，今年为什么上市公司利润出现好转，不是需求发生了明显改善，而是因为生产的人更少了，技术要求更高了。企业利润的好转并没有伴随着制造业投资的增长，因为我们不需要这些低端过剩产能的投资，企业利润的好转是伴随着高产能利用率、低投资和高利润这些基本面的增长，也就是高质量的增长。

二是房地产库存也出现了非常明显的出清，也就是说房地产库销超过了2007 和 2011 年的最低水平。2013 年，有一波房地产上涨，当时整个房地产库存处在非常高的水平，但这一轮房地产的调整使得我们也出现了制造业和房地产库存双低的情况。从这个角度来讲，我们对中国经济未来发展比较有信心，因为以制造业和房地产的供给侧改革为动力，推动了经济长期韧性的发展，这个发展过程中，以大的行业和大的企业利润改善为前提。

今年 PPI 上涨超出市场预期，供给侧改革是推动 PPI 上涨的主要因素，也就是说在未来供给侧改革会持续深入推进，利润增速虽然会有所放缓，但仍然会保持一定的增长，供给侧改革是我们在未来考虑大类资产配置，分析市场时非常重要的因素，需要我们从之前的以需求分析为主，向以供给侧改革推动的供给驱动的逻辑框架转变，从而判断供需预期差异对市场价格走势的影响。

虽然有一些去产能指标完成了，有一些没有完成，这次经济工作会议、政治局会议，提出供给侧改革会继续推进，去产能工作尚未结束，去产能会从之前的简单以量为指标的去库存向以环保为主的高质量方向发展，其影响在明年或未来一段时间仍然会继续体现。

金融去杠杆对整个市场出现一定利率上升推动作用，从美国过去八年市场复苏情况来看，利率需要维持在中性或中性偏高的水平，反而有利于制造业和房地产业等实体经济的持续恢复。从供给侧改革对大类资产配置影响来看：供给侧改革使实体经济增长更为长期、更为有效；供给侧改革会带来企业利润和企业利润中大企业利润持续的增长和 PPI 的超预期增长；供给侧改革会客观上需要利率维持在相对中性或中性偏高水平，有利于整体去杠杆的进程。在明年中国债券市场发展中，供给侧改革仍然是市场，无论是债券市场，还是资本市场，还是商品市场的一条主线，这条主线将会继续伴随我们未来的发展。

谢谢大家！

总结：

李刚：

回到刚才说的，我那个框架里面也说到供给侧改革对大资产的影响，时间关系，没有讲太多。

下面我说一下债券，短期企稳，中期有压力，长期看好。

短期企稳，今年三季度持续去杠杆，我们发现社会融资总额增速从 13.7%回落到 12.5%，M2 基本上维持在 9%，货币的供需缺口出现了明显的改善，所以 12 月份以来债券市场出现了明显的企稳迹象。

中期有压力，主要是三点，一是供给侧改革对经济预期的影响，2017 年大家对今年经济增长、企业利润增长都是低估的，后来我们发现比预期的好。二是监管和一些政策的落实或者出台按的冲击。三是来自于外部的冲击在减少。

长期看好，为什么长期很看好呢，目前中国信用债，上周刚发了一个 3 年期的债券，非常好的国企，收益率已经达到 5.9 到 6 的水平。对于广大的持有人来讲，在 6 或者 6 左右的水平，具有了一个比较好的风险回报收益特征。我们觉得明年信用利差会大分化，随着供给侧改革推进，整个信用利差会出现很大的分化。现在中国高等级信用利差和美国市场比相当，低等级的还是比美国市场低一个百分点以上。高等级信用债券具备较好的投资交易机会，并可能受益于未来杠杆率的持续下降，但部分低等级信用债券可能继续扩大，反应对其未来增长的担忧和投资者风险偏好的下降。