



中国债券论坛
CBMF 2019
China Bond Market Forum

变革 变局 变通

全球经济新常态与中国债券市场

2019年12月27日 · 北京



主办



第一创业
FIRST CAPITAL

承办

第一创业债券研究院

2019中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2019年12月27日

2019中国债券论坛

朱民

清华大学国家金融研究

院院长

朱民：后危机时代：全球债市和股市的分离

感谢李扬院长和第一创业证券股份有限公司的邀请，很高兴有机会和大家做一个沟通和交流，把我对世界金融，特别是对债券市场的观察做一个汇报。我觉得今天的会议集中于债券市场还是挺有意思的，2020年债券市场、股票市场将“分道扬镳”，会是很有意思的一个年份。我想就我的观察跟大家做一个汇报，题目是“后危机时代：全球债市和股市的分离”。

为什么是后危机时代？在我看来，美联储降息是标志性事件，意味着世界经济进入后危机时代。我们看过去70年来所有的危机，主要有两种模式。第一种模式是经过两次下跌与上升，即危机导致经济下跌后先有一次强劲的反弹，反弹以后货币政策开始上升，然后会有第二次下跌，这是一个微幅的下跌，之后开始逐渐健康，进入新的周期；第二种模式是在大幅下跌以后，开始缓缓上行，但还没有走到强的地方，经济就又开始走弱，又开始降息，从此经济开始了一个漫长的弱周期、弱增长的徘徊阶段。这两种模式都存在，但更多的是第一种模式，而我们今天在全球经济金融上看到了第二种模式

出现的可能，这就是我讲到的“日本式衰退”的模式，所以这是一个典型的后危机时代。

大家可以看到，在 2008 年危机时，美联储将 6%左右的利率一下降到 0，到 2015 年才开始逐渐提升，但是刚刚提升到 2.5%-2.75%左右就再度下降，完全没有到我们理想的至少 5%左右的水平。而利率达到 5%才有足够的空间，也意味着经济的足够强劲，所以现在开始降息其实意味着美联储对经济走弱已经有很强的预判，这是一个提前的行为，是一个被迫的行为。美联储降息本应增加市场的流动性，结果却引起了市场巨大的动荡。从各国股指变化看，美联储降息后 2 天内，美国股指下跌了 1.4%、欧洲股指最高下跌了 2.9%、中国股指下跌了 2.2%，这在以前几乎是不可想象的事情，降息增加了流动性，反而股市会崩盘，大规模地下降，为什么？因为市场很敏感，市场知道这是美联储的预防性降息，美联储已经预测到经济在走弱，且降息的空间、刺激的力度是极其有限的，所以市场下滑了。

2008 年全球金融危机以来，全球经济（特别是发达国家）并没有出现强劲反弹，而是一直保持在中低位。2008-2018 年的 10 年平均增长速度低于 2008 年以前的 10 年平均增长速度，低于 2008 年以前的 30 年平均增长速度，这是危机以后的全球经济增长速度第一次出现慢增长。2018 年是全球金融危机后增长的高点，现在全球对明年的预期普遍还是看好的，但我觉得经济还在低位，这是美联储降息间接地告诉我们的一件事。

联合国对世界经济增长的预测也显示，2022 年美国的经济增长率会下降到 1.48%、日本的经济增长率会下降到 0.52%，中国的经济增长率会在 6%左右的位

置平衡。在未来几年，整个外部环境还是在走弱的，经济处于一个低弱的阶段，这又是一个典型的后危机时代特征。

近年来，全球通胀水平一直保持在较低位置。新兴市场和发展中经济体原先通货膨胀率通常都在 6%-12% 之间，现在都降至 3%-4%，发达经济体的通货膨胀都降至 2% 以下，欧洲、日本都在 1% 左右，达不到央行 2% 的标准。通货膨胀低、增长放慢，这就给了央行降息的理由和空间，所以央行可以把利率水平继续维持在低位。因此，当增长放慢，通货膨胀处于低位，央行的货币政策目标难以实现的时候，全球都将进入降息通道。据统计，今年以来，各国央行已有上百次的降息行为。在全球金融危机十年后，全球经济并没有完全恢复，利息水平整体仍然处于低位，但目前又一次进入到全球性的降息通道和低利率阶段，这是一个重要的后危机时代特征。

不但降息，负利率现象也尤为明显。日本、欧洲、丹麦、瑞士等国家均进入负利率阶段。全球大约有 17 万亿美元的负利率资产，这在以前几乎不可想象，表明金融市场对未来的预期极其悲观。

负利率表明了两件事，第一，资本市场对未来极度悲观，以致于哪怕是负利率仍然要投资，因为没有其他的安全资产可以持有，我觉得这是金融市场影响实体经济的一个特别重要的指标。第二，当实行宽松的货币政策时，会产生大量的现金流，而十年的经历表明现金流到不了实体经济，这是危机发生以后最大、最根本的问题，即宽松货币并没有把货币引导到实体经济而是影响了金融市场，推高了股票市场，同时压低了债券市场。此次全球金融危机后，宽松

的货币政策产生的负利率现象是以前完全没有出现过的事情，所以，我们正在进入一个“日本式衰退”的后危机阶段。

日本从上世纪 90 年代危机以后，利率降至零附近，通货不断地紧缩，只是在强大的财政刺激下有所波动，现在是 0.3%-0.4%左右。经济增长速度也在零和负之间，只有在安倍政府的财政刺激下有所反弹，现在是 0.8%-0.9%左右。整整 15 年，保持着零利率，0.5%左右的通胀甚至通缩，低于 1%左右的经济增长，没有危机，但是也没有活力，我们称之为“日本式衰退”，这是一个特别奇特的现象。

2012 年欧元危机以后，欧洲也进入这个状态，利率从零到负，通货膨胀水平在 1.5%左右，增长速度也一直维持在 1.5%左右，这又是一个典型的“日本式通胀”。

美国的利率则从 0 开始上升，但无论如何还是只有 2%左右，通货膨胀水平也一直达不到 2%，在特朗普政府的两次刺激后经济增长可以达到 2.8%-2.9%左右，预计今年会降到 2.3%，明年会低于 2%，后年会继续下滑。美国距离“日本式衰退”或许仅有一步之遥，而且这是很可能发生的。

整个世界都面临进入“日本式衰退”的状态，这是一个根本的结构性的变化，对中国的影响也很大。在这个大格局上，因为经济弱增长、通货膨胀水平低，我们认为，未来两年利率水平会继续下滑。然而，宽松的货币政策必然会继续推动股票市场。与十年前相比，美国的投资占 GDP 比下跌了 3%，日本的投资占 GDP 比下跌了 2.7%，货币进不了实体经济，只能进入金融市场，就一定会推高股市，所以美国的股市不断创新高。

从美国金融市场的估值看，按 Shiller 市盈率指标测算，在过去的 20 年里，美国股市估值的长期平均值是 17 倍左右，现在已经高达 30 倍。美国的公司盈利水平远低于金融市场估值水平，公司盈利与市场估值之间存在缺口，就是流动性支撑缺口，导致美国股市从公司盈利增长支持，走向流动性支持。

我们发现了一个有趣的案例，去年 10 月份，特朗普政府一宣布要加关税美国的股市就大跌，跌得美联储出面发表官方言论，表示利率会宽松，股市就迅速回升。今年 6 月份，特朗普政府又宣布加息，导致股市下跌，美联储再一次通过舆论干预市场。当股市上升时，由于利率水平在下降，而且没有大规模降息的空间，所以发达国家的债券利率水平、收益水平都在下降。

2020 年将会“股市债券两重天”。展望未来，债券市场中收益率为负的部分从 2016 年开始大规模上升，占整个债券市场的 20%；收益率在 1%-2% 的部分占比会大幅度上升，达到 50% 以上；收益率在 3% 以上回报率的债券几乎会完全消失。在此期间，美国债券市场 3 个月期和 10 年期国债利率出现倒挂而在美国的历史上，利率倒挂出现在 1980 年代末、1990 年代亚洲金融危机时期、2008 年全球金融危机时期，然后是今年再度倒挂。大家知道，利率倒挂是未来衰退的先期指标，美联储降息改变了市场的预期，所以现在倒挂有所改善，但是空间还非常小。美国国债利率倒挂不但反映了对未来的悲观预期，而且反映出未来衰退的概率可能会上升，这是一个在股票市场、债券市场上都特别受关注的指标。

从美国的百年利率周期来看，美国利率水平从 1929 年危机以后逐渐下降到零，1945 年左右经济逐渐恢复，通货膨胀上升，上世纪 80 年代利率曾高达

18.6%，一直到保罗·沃尔克控制了通货膨胀，以后逐渐下降为零。之后每次危机下降后总会迅速反弹，这是为了维持经济的平衡，控制通货膨胀，也为了下一次危机留出政策空间。现在利率又开始下滑，说明我们还处于这100年的下周期之中，还没有走出来。从现在看，由于“日本式衰退”的特征，我们有把握说这个下行的阶段也许还会维持相当长的时间，这就是后危机时代“日本式通缩”。

究其原因，我们现在财政和货币“恐怖”地平衡，把所有方面都滞压住了。财政政策和货币政策的死结在于政府债务和付息占GDP的比重，2007年所有发达国家的国债占GDP的比重为71.6%，到2014年因为危机上升到104.6%，增长了40%左右，但是付息水平一直保持2.9%。日本的政府债务占GDP的比重从2007年的183%上升到2014年的246%，上升超过60%，日本政府的付息水平从1.9%下降到1.8。我们都知道，要维持债券的可持续性，核心不是其占GDP的比重，而是其付息成本有多少。我们发现在过去的十年里，债务扩张了，但政府的付息成本没有上升反而下降，这几乎是不可想象的事情。而我们的财政和金融是如此密切地结合在一起，低利率、零利率使得政府几乎可以无限地借贷，债务如此之高的同时，利率水平却不可能上升，因为利率每上升一个百分点，政府就会减少相应的财政支出，在日本的案例中是2.5个百分点的财政支出，没有哪一个国家的政府能够承担瞬间的成本。

总体看，美联储降息预示着世界正在进入后危机时代，这是一个低通胀、低利率、低增长的“日本式衰退”的时代，存在流动性宽松、股市上升、波动、债券下压等现象，而由于利率使得财政和金融密切地连在一起，我们仍然处在

一个大的利率周期中，而且可能会延续相当长的时间，这给各位债券市场的朋友提供了巨大的挑战，也提供了巨大的机会。因为当世界如此的时候，中国的债券市场、中国的利率水平会变得非常有吸引力。明年会是外资进入中国资本市场的“大年”，所以祝各位有一个成功的发财的 2020 年。

谢谢大家！

（本文根据会议现场速记整理，未经本人审阅）