



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



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute of Finance & Development



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

李刚

鹏扬基金副总经理

李刚：中美信用的分化

感谢第一创业证券和实验室的邀请，去年我也参加了债券论坛，当时的题目是关于“中美信用的分化”，当时有两个结论：一是美国呈流动性紧缩、信用宽松之势，美国经济下行、十年期美债收益率继续下行，2018年12月份十年期美债收益率在3.3%到3.4%，今年是长时间的大牛市，甚至超过了2018年中国债券市场的牛市；二是中国情况与之相反，信用利差维持在高位，当时认为在2018年底转向宽松，信用利差将压缩。今年债券市场可转债收益大于信用，信用的收益大于利率，因为今年信用利差整体下行了50个BP。

站在2019年12月份的时点，怎么看2020年的走势？刚才三位老师提了“一高三低”——全球高债务、全球经济低增长、全球低利率、全球低通胀，我的题目“利率短期震荡、长期下行”也是沿着三位老师的宏观思路展开。主要分享三方面的内容：首先看美国的情况、二是展望中国的情况、三是为何利率短期震荡，长期下行？

第一，美国货币政策与总统选举。美股今年涨了很多，但年初大家对美国股市、经济很悲观，为什么出现超预期的上涨？很重要的一点是美联储货币政策出现了新范式。美联储的货币政策从被动式、滞后型降息变为预防式、主动式降息。从历史上观察美联储货币政策往往是根据美国的失业率，然而 2019 年美国失业率没有上升，继续维持低位或者下降的水平，美联储却在 2019 年进行了降息。这次降息跟 2001 年、2008 年的降息完全不同——非常明显的是这两年失业率大幅上升，所以有两轮大幅的降息。这次降息非常像 1995 年以及 1998 年的货币政策操作，当时失业率仍然维持在低位，美联储依然降低了基础利率。所以说，美联储货币政策范式从之前的滞后式降息回到预防式降息。这也是美国整个资本市场资金充裕，并且估值不断上升的一个很重要的原因。

美国虽然在 2019 年经历了经济下行、企业盈利压缩，但美国高收益企业债利差（美银美国高收益企业债期权调整利差）仍维持在较低水平。美国金融市场的政策传导能力较强，如果高收益企业债利差出现上行，就代表了经济、金融条件非常紧张，“春江水暖鸭先知”，小企业最先感知到融资收紧。从 2018 年 12 月到现在，美国高收益企业债利差保持低位，也就是其整个金融环境非常宽松，中小企业融资仍然是非常便利的。在美国经济下行的过程中，中小企业仍然保持着较低的融资成本，这也是跟前面李扬老师提到的民企融资成本在经济下行的时候比较高，形成了鲜明对比。

政治周期和经济周期有的时候是高度相关的。我们统计了过去近 100 年间的美国总统大选，在过去 12 次总统连任历史中有 11 次股票市场上涨；如果不连任，股票市场会出现很大的波动。因为人的变动会带来政策市场预期的不确

定性。同时在总统选举年，货币政策是中性的——不会太紧，也不会太松，这意味着债券市场不会有明显的倾向。所以明年美国市场债券市场利率很难出现大幅下行。

第二，全球制造业弱复苏。半导体市场向来非常受关注，我们发现半导体指数（费城半导体指数）和全球制造业走势有比较强的相关性，当半导体指数上涨，未来制造业就有企稳的可能，半导体指数的上涨让我们从寒冬中看到未来的一丝曙光。

从中国制造业的情况来看，明年可能是逐步趋稳的态势，对明年的经济预期就是三个字——“弱企稳”；从全球经济角度来看，长期内全球经济仍然没有摆脱经济下行趋势。明年来讲，短周期的天平对经济来讲是以稳为主。2019年我们的信用总量市场“虎头蛇尾”，我们一季度社融增速较快，增加了8.2万亿，4月份之后逐季回落，2020年可能不再是虎头蛇尾，转向循序渐进的走势。

第三，利率短期震荡、长期下行。前面三位老师提到了全球高债务、全球经济低增长、全球低利率、全球低通胀的情况，这些背后的主要因素来自于什么呢，为什么会出现这四个现象？从经济学中的柯布-道格拉斯生产函数来看，其中有三个符号，A代表技术、L代表劳动力、K代表资本，目前钱是不缺的，技术、创新正如前面朱部长所提到是百年不遇的，人是比较长期的因素。

我们透过美国、日本、中国的人口走势和利率走势之间的关系，做了一个长周期的历史分析（分别约30-60多年左右）。我们发现，无论是美国、日本还是中国，利率走势跟人口是高度相关的，当然这是一个期限很长的周期。之

所以美国的利率一直下行，也包括前两年出现了上行，利率走势跟人口走势有很强的相关性。我们知道有劳动力可以用于生产，有储蓄经济增速自然会高一点；如果没有劳动力，我们更多靠消费，但消费的增速慢于投资的增速。所以日本从 90 年代开始到现在，30 年间的经济增速持续下行。

从 2007 年 4 月份到 2008 年 4 月份，一年的时间内我国十年期国债收益率水平保持在 4.5% 左右的高位，当时我们也用提前用人口判断了 2006、2007 年的高通胀，最早将人口因素应用于债券市场的分析和判断。同样在未来一段周期中，我们人口是不断下行的，将来大概率会处于长期低利率的情况。这种背景之下，固定收益理财背后投资的债券市场，在未来意味着“固收+”，或者全天候策略的使用可能会成为明年产品市场的主流。所以从长期的走势来看，劳动力下降的背景下，利率一定是长期下行的，很可能到了 2023 年或者 2027 年之后中国的十年期国债收益率会回到 2% 时代，现在还是在 3% 时代。

长期投资期限可能是 3 年或五年，但是从短期走势来看，我们投资期限或为一个月至一年。从短期来看，根据我们看到的领先的指标，明年经济状况可能是弱企稳。站在一年内期限的维度，利率继续下行的空间越来越小，很可能成为利率振荡的走势。从央行的流动性情况来看，央行流动性总体稳健，从 10 月份之后，由于信贷社融增长放缓，政策边际转松，代表性事件是资金市场的宽松，还有下调市场化基准利率与 LPR 的下行。

从信用债的情况来看，2019 年信用债利差整体收窄，信用债 beta 行情非常之好。只要拿到信用债，从年初到年尾可以稳定地获得票息和资本利得的收益。但是 2020 年，我们认为信用债会从 beta 策略转变为 alpha 策略，很难期望信

用逆差再继续大幅度压缩，但是 alpha 平稳的票息可能会成为 2020 年信用债收益的主要的部分。还有一点，目前贷款和信用债的利差还处在比较高的水平，未来信用债的利差会维持稳定，贷款的风险溢价还有可能会继续下行。

同时 2019 年债券市场涨幅最好的是可转债。我们也回顾了过去 7 年可转债的历史情况，2019 年可转债市场扩容是这 7 年中最高的一年，发行量为 2672 亿元；同时我们看到目前可转债无论同估值、分位数，仍然处在市场的中等、或者中性偏下的水平，历史上其估值和分位数则处于偏下水准，所以我们说明年可转债仍然是一个供小于求的市场，会有比较好的表现。

2019 年债券市场的情况是“可转债大于信用债、大于利率债”，也许 2020 年我们还要继续延续这种市场的走势。对于 2020 年，我们继续归为两句话：第一句话是投资端，“得转债者得天下”；第二句话是产品端，2020 年随着净值化产品的出现，“得产品者，或者得绝对收益型低波动型产品者得天下”。随着资管的转型，资产管理公司尤其是头部公司都会走向一个快车道，背后投资的债券市场仍然会继续快速蓬勃发展。