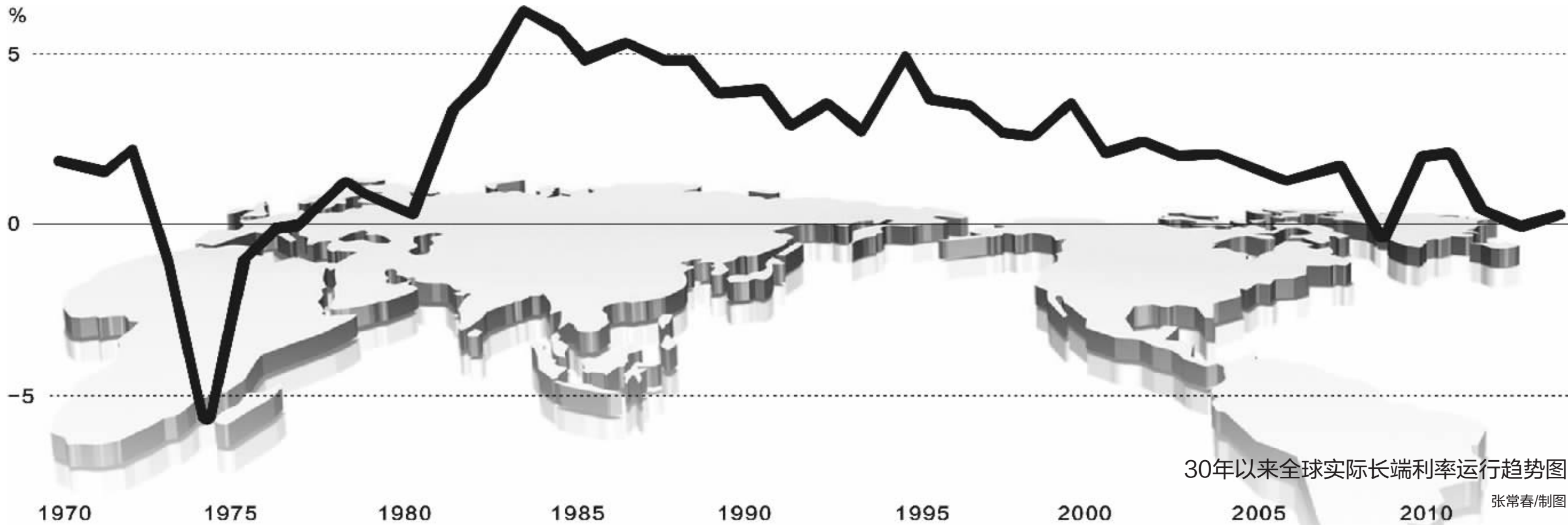


30年实际利率下降趋势接近尾声,全球债市30年牛市行情走向尾声

全球实际利率长期上行趋势确立



30年以来全球实际长端利率运行趋势图

张常春/制图

徐高 崔峰

1983年以来的30年间,全球实际利率处于下行态势。扣除通胀因素的影响,全球实际利率自1983年的6%下降至上世纪90年代的3.5%,2001-2008年下降至2%,2012年则下降至接近零的水平。与此同时,全球债市这一时期也经历了长达30年的牛市行情。

多重因素致全球实际利率30年处于下行

影响过去30年实际利率趋势下行的因素是多方面的,首先可以排除政府财政赤字即政府储蓄对1980年以来全球实际利率走势的显著影响。

据经济合作发展组织(OECD)统计,1980年以来全球发达国家政府债务占国内生产总值(GDP)的比率一直处于上升态势,2014年全球发达国家政府债务占GDP的比率有望升至历史峰值的120%。过去30年中,政府债务扩张意味着政府储蓄一直处于下行态势,但政府债务的增加并没有提升政府借贷的成本,没有导致全球实际利率的上行。显然,政府储蓄的变化并不能解释过去30年来实际利率的下行。虽然实证研究证实了政府债务与实际利率的正相关性,但是在过去30年这一正相关性并没有出现,相反却是强负相关性。原因在于其他变量在这一时期有显著不同,经济体中其他部门的储蓄变化抵消了政府储蓄下降对实际利率的影响。或者说,其他因素的变化更加主导了过去30年实际利率变化趋势。

货币宽松、新兴市场过剩储蓄以及发达国家投资率下降主导了过去30年实际利率的下行趋势。大量学术研究分析了过去30年实际利率下行的主要驱动因素:1983-1990年,沃尔克紧缩(1979-1982年)之后的货币宽松政策主导了实际利率下行;上世纪90年代前期,货币宽松依然是主导因素;90年代后期,财政状况的改善也在一定程度上压低了实际利率;2000年之后,实际利率下行的驱动因素主要来自两个方面。

第一,新兴市场国家储蓄率的上升带来了“全球储蓄过剩”

(2000-2007年)。

发达国家上世纪80-90年代金融自由化浪潮以及2000年后资产证券化的大力发展,导致这些国家的家庭和企业部门储蓄率不断下降——金融市场的发展降低了信贷约束,增强了储蓄资金的流动性,提升了资源配置效率和风险管理能力,进而降低了家庭部门的储蓄率,即金融自由化和深化与储蓄率负相关。相反,2000-2007年期间,新兴市场国家、主要是亚洲国家及石油出口国的经济高速增长,家庭收入增长较快。再加之普遍存在人口结构年轻、社会保障制度不健全等问题,导致这些国家储蓄率大幅攀升。这一时期新兴市场的储蓄率普遍高于投资率,即新兴市场表现为全球资金的净储蓄国。整体来看,新兴市场国家的过剩储蓄抵消了发达国家、包括私营和政府部门的储蓄下滑。

据国际货币基金组织(IMF)测算,2000-2007年全球储蓄率(储蓄占GDP)增长了1.7个百分点。其中,1.5个百分点来自新兴市场储蓄的增加;0.8个百分点来自新兴市场在全球GDP占比的提高;而发达国家储蓄率则下降0.6个百分点。伯南克提及的2000-2005年“全球储蓄过剩”因素就是指,这一时期新兴市场的过剩储蓄,尤其是中国和石油出口国大量的经常账户盈余流入美国,推升美债需求,压低长端利率水平,即资金的供给曲线右移,降低全球实际利率水平。

第二,发达国家投资需求下降拉低了全球总投资需求(2007-2013年)。

2008年金融危机导致发达国家经济陷入大萧条以来最严重的经济衰退,包括房地产在内的固定资产投资需求快速萎缩。尽管这一时期新兴国家的投资有所上升,但日、欧、美等发达国家投资需求下降占据全球总投资需求的主导地位,全球资金总需求下降,即资金的需求曲线左移,降低全球实际利率水平。事实上,2000年以来美国企业利润率不断创下历史新高——2012年底达到10%以上,但是投资占GDP比例却下降至70年来的低位。2012年底-2013年初随着美国房价企稳回升、欧元区走出欧债危机困扰,发达国家需求才开始走上缓慢复苏的道路。

此外,导致长端利率下行的其他因素还包括资产配置行为在这一时期更加倾向于将投资组合由股票转移到债券配置。John Campbell认为2000年科技泡沫破裂后,股市波动率上升,加之因货币政策公信力提高导致通胀风险溢价下降,增加了债券等安全资产的配置需求,压低长端利率水平。

未来全球实际利率将长期上行

过去30年全球实际利率下行的驱动因素未来是否会逆转是我们判断未来实际利率走势的关键。我们认为,伴随着全球人口老龄化趋势、发达和新兴市场国家经济结构调整、新兴市场国家更多的金融自由化发展,未来全球实际利率大概率将处于长期上行趋势。

首先,新兴市场国家经济增速下滑和金融市场发展将一定程度上降低之前的过剩储蓄。

Desroches和Francis 2007年的研究表明,储蓄更多受一国人口结构、收入预期变化、金融市场发展及社会保障等因素的影响。新兴市场国家储蓄过剩的时期对应着其经济的高速增长时期。2008年危机之后发达国家经济内需疲弱,周期性因素导致新兴市场国家出口增速下滑,经常账户顺差下降,经济增速下滑带来收入预期下降。同时,这些国家长期依赖过度投资刺激催生了信贷泡沫,经济普遍面临向消费转型的结构性调整压力。此外,正如上世纪80-90年代发达国家经历的金融自由化浪潮一样,新兴市场国家(如中国和印度等)的金融市场化(自由化与深化)进程加快将一定程度上降低之前的过剩储蓄。再加上部分国家的人口老龄化趋势已经出现,之前导致过剩储蓄的这些周期性以及结构性因素未来逆转的可能性较大,对全球实际利率水平构成上行压力。

其次,发达国家经济投资需求可能逐步回升。

2012年底以来,随着欧元区走出债务危机困扰、美国房地产持续复苏以及日本安倍经济学发力,发达国家需求开始走上缓慢复苏的道路。包括制造业在内的投资需求的

扩张是本轮发达国家经济复苏的重要驱动因素。从金融资本与产业资本套利的角度来看,根据托宾Q理论,发达国家的量化宽松政策有助于资产价格上涨,估值提升,进而实现产业资本再造效应,刺激投资增长。资产价格的高估值意味着低成本,有利于刺激企业发行更多股票进行融资。比如,2013年底美国企业的托宾Q比率升至1.1倍,如果考虑20%-50%的平均收购溢价,企业市值是重置成本的1.32-1.65倍。这意味着企业倾向于通过发行更多股票来重新购置资本进行生产投资。数据显示这一过程确实已经开始,股市被推向新高,股票发行额较2010年有所增加。无论从高利润率还是低重置成本来看,目前情形都有助刺激企业加大投资。此外,发达国家普遍面临就业市场疲弱以及经济结构性调整压力,未来更多通过财政刺激投资增长是大概率事件。

再次,货币政策最宽松的时期已经过去。

首先是发达国家经济最差的时期已经过去,其再度货币宽松的必要性和边际效应在持续降低。其次是,虽然欧洲和日本央行未来仍有再度宽松的可能性,但是欧洲央行一贯谨慎的作风以及日本央行面临宽松是否有效的质疑,这意味着欧日央行再度货币宽松的规模不会超过其在2011-2013年时的水平,也不会超过美联储三次QE的规模。再次,美联储和英国央行已经或者即将启动货币正常化进程。因此,我们认为,边际上来看全球货币政策最宽松的时期已经过去。

全球实际利率虽然长期趋势上行概率较大,但是短期上行空间有限,甚至仍将维持在相对较低的水平。尽管上述因素趋势上将推升全球实际利率水平,但是实际利率的上行幅度和节奏依然存在很大的不确定性。本轮全球经济复苏的特点在于周期趋势向上,但向上的幅度和弹性偏弱。未来全球资金供需曲线的变化可能并不像上世纪70-80年代石油危机和高通胀时的供给冲击一样显著,而是处于长期缓慢的变化过程中。短期来看,无论是新兴市场国家过剩储蓄,还是发达国家的投资需求都不太可能发生显

著的逆转。新兴国家经常账户仍保持巨额顺差,过剩储蓄下降将是一个非常缓慢的过程;尽管发达国家的储蓄率开始温和上升,但发达国家投资需求短期(1-2年)仍将保持在危机前的水平以下,投资需求短期内大幅回升的幅度有限。此外,金融监管加强意味着对安全资产的配置需求可能增加,这些限制了短期内实际利率大幅上行空间。

IMF在最新的经济展望中认为,未来全球实际利率将从目前的0.5%上升至2018年的0.5%-2%(中值1.25%)之间,全球利率在近2-3年的时间里仍将低于全球实际GDP的增速,目前尚无明确理由支持长期实际利率迅速上行至2008年之前2%的水平。

全球债市牛途已尽 货币政策收紧力度有限

我们对全球实际利率的判断意味着债市长期将步入熊市,但短期收益率上行在幅度上是有限的。长期来看,全球实际利率趋势上行概率较大,但考虑到新兴市场的过剩储蓄不会很快消失以及发达国家需求仍然偏弱,我们认为短期实际利率上行空间有限,甚至仍将维持在相对较低的水平,这就意味着债市收益率的上行空间有限。

我们认为,这一结论对于资产配置的意义在于:1、在通胀预期稳定的假设下,全球实际利率的上行趋势意味着名义利率长周期的上行趋势,即债券市场长期来看将逐步步入熊市。2、如果按照IMF的测算,全球实际利率2018年仅上升至1.25%的水平,则均衡名义收益率(考虑2%的通胀率)将仅升至3.25%,这意味着短期内任何债券市场收益率上行将在幅度上是有限的。今年年初以来全球债市收益率的普遍下行实质上是去年下半年以来收益率快速上行预期的修正,但是长期来看,全球实际利率趋势上行的概率较大,债券收益率将重回上行趋势。由2014年年初美国和中国PMI低于预期、美股企业盈利预期下修、美国房地产市场放缓,到欧元区通胀低迷和中国经济减速,市场逐渐认识到这一轮全球经济复苏的力度并没有想象中强劲,因而对实际利率快速上行的预期产生了修正。3、实际利率抬高意味着持有黄金的机会成本增加,不利金价走势。历史数据显示,黄金价格与实际利率负相关:当实际利率上升时,持有货币和债券的收益增加,而黄金不能带来利息收入,实际利率抬高增加了持有黄金的机会成本,黄金吸引力下降;反之亦然。2013年初以来随着美国经济复苏日趋明朗,全球实际利率水平开始回升,未来黄金投资需求也将减弱,不利金价走势。

4、短期内实际利率的水平将低于2008年之前常规货币政策下形成的2%的实际利率水平预期,这意味着2018年前央行货币政策收紧的力度将是有限的。低利率意味着央行利用利率政策调整经济的效力下降,增加了货币政策制定的难度。

中国的宏观风险为何上升



浦永源

年初迄今中国股市的表现一直令人失望:截至5月20日,MSCI中国指数下跌6.2%,H股指数下跌8.6%。相比之下,标普500指数和Euro Stoxx 50指数上涨2%,MSCI亚洲指数上涨2.9%。

什么令我们担忧

房地产行业全面疲软最令我们担忧。官方数据显示,2014年1至4月全国房地产销售额同比萎缩9.9%,销售量同比萎缩8.6%,而2013年第四季度这两项指标分别同比增加13.7%和7.7%。房地产数据疲软反映出真实需求低迷,部分原因在于对房价潜在下跌感到担忧。其它利空因素还包括中国二、三线城市存量房创新高以及信贷条件收紧等。随着抵押贷款优惠的消失,开发商的融资成本上升。

展望未来,中国房价将达到拐点。官方的70个大中城市房价指数显示,最近几个月房价涨幅走弱,预计4月份的数据也不例外。私人数据供应商CREIS调查的中国100个大中城市中,4月份有45个城市的房价环比下降,较3月份的37个城市增多。北京二手房市场也出现更多降价现象,部分原因在于反腐运动迫使包括政府官员在内的一些业主抛售房产。

另一个明显信号是新开工建筑面积急剧下降,今年前四个月同比萎缩24.5%,创纪录低位,较之前强劲增长急剧逆转。2014年第一季度新开工建筑面积降至2.9亿平方米,为2009年第四季度以来最低。

为什么房地产投资如此重要

房地产建设占中国全社会固定资产投资的近1/3,而社会固定资产投资对GDP增长的贡献高达40%-50%。整体上,中国经济总量中约20%-25%与房地产业直接或间接相关。建设量每下降10个百分点,将直接导致GDP增速下降1.3个百分点。

如果考虑房地产建设和销售量下降对汽车、家电和重工业等其它产业的连带影响,对GDP增速的负面影响将超过2个百分点。此外,金融业也可能因房贷敞口以及开发商、企业和其它以房屋和土地作为抵押品的借款人的资产负债表恶化而受到冲击。

房地产对中国GDP的重要性还体现在土地出让收入是地方政府重要融资来源之一。今年前四个月开发商购地金额同比萎缩7.9%。由于地方政府承担了大约80%的中国基础设施投资任务,因此土地出让收入下降导致地方项目的融资风险增加。

由于现有项目的延续效应,2014年前四个月房地产投资仍实现16.4%同比增速,但低于2013年的20.3%。预期政府将放松限制,以支持房地产市场。

去年11月以来,中国接连出台重大改革措施但解决地方政府债务高企、工业产能过剩及房地产泡沫等结构性问题,将对中国经济增长前景产生不利影响。我们已将2014年中国GDP增长率预测从7.5%下调至7.3%,2015年的预测从7%下调至6.8%。在地区股票策略中将中国股票评级由“加码”下调为“中性”。

(作者系瑞银财富管理北亚大区首席投资总监)

1980年以来全球实际利率变化的主要驱动因素		
时间	全球长端实际利率变化(bp)	主要驱动因素
1983年-1990年	-250bp	美联储保罗·沃克尔的高利率和紧缩政策之后的货币宽松政策;
上世纪90年代	-150bp	货币宽松政策(1990-1994年)+ 财政整固盈余改善(1992-2000年);
2000年-2007年	-50bp	新兴国家储蓄过剩+ 投资组合配置由股票转向债券;
2007年-2013年	-150bp	发达国家投资需求下滑+ 量化宽松QE + 投资组合配置由股票转向债券;
2013年-2018年	+0-150bp (IMF预测)	新兴国家储蓄下滑+ 量化宽松QE 结束+ 发达国家投资需求可能回升

数据来源:光大证券 制表/崔峰

(作者系光大证券宏观研究员)