

# 市场利率水平为何难以回落



李迅雷 海通证券首席经济学家

唯有让市场多出现些“违约”事件，打破“刚性兑付”的神话，才会在短期内起到一些抑制融资需求、降低利率的效果。

利率是资金的价格，从长期看，同样也是资产的价格。利率上行，表明社会资金成本上涨，同样也会使社会对投资品的回报率预期上升，投资品价格下跌。

近日财政部招标发行250年期固定利率附息债，中标利率为5.31%，而上一次同期限品种的发行是在5月17日，中标利率为4.24%。也就是说，仅仅半年该品种国债利率就大幅上行了107个基点。尽管50年期债券利率不代表主流利率，但无论是好上海银行间拆借利率(Shibor)还是债券市场的收益率，今年以来均呈现上升势头。尤其是6月份钱荒之后，资本市场上频现“股债双杀”的现象。

从我国金融市场历史上看，利率上行一般都是由经济过热或通货膨胀引起的。因此，即便利率上行，实际利率水平也在接近零或负的水平。但今年的利率上行明显出现持续的“正利率”：居民消费价格指数(CPI)应该在3%以内，PPI迄今为止仍为负，且一年期以上的国债收益率水平平均上涨到4%以上，一年期银行理财产品的利率水平目前均在5%以上。至于市场利率

水平，由于我们还没有形成一个统一的资金市场，故存在多重市场利率，但今年以来多重利率上行是普遍趋势。

因此，导致今年利率水平上行的诸多因素中，通胀应该不是主要因素，那么，主要因素是什么呢？笔者认为，主要有三大主因。金融改革中的利率市场化是一大主因，从美国、日本及韩国等国利率市场化的过程看，都曾出现过利率上行的阶段，尽管利率市场化的后期会出现利率下降趋势。外汇持续流入也是一大主因，由于美国的量化宽松货币政策迟迟不愿退出，外汇流入规模再度激增，10月份新增外汇占款超过4000亿，迫使央行持续紧缩货币。

整个社会负债率水平快速上升、经济加杠杆或是最大主因。尽管国内生产总值(GDP)增速下行，但社会融资需求却在不断上升，固定资产投资中，制造业投资增速上行，反映了经济仍在加杠杆，表现为企业债务水平不断上升。同时，地方政府的投资规模不减，但由于投资项目与过去比，现金流回报大幅降低，意味着还本付息压力加大，借新还旧的融资需求又导致

市场资金成本上升。统计显示今年保险资管的新增利率债投资为零，资金主要增配了高收益的非标资产。今年以来，四大行的存款份额出现下降，原因在于其他中小银行普遍采取上浮储蓄利率及发行较高收益的理财产品方式来吸纳资金。银行理财主要配置的标的也是非标资产和高收益债。而由于政府的隐形信用担保被泛滥使用，到期债券绝大部分都是刚性兑付的惯例，投资人的信用风险意识被抛之脑后，导致了信用利差的大幅下降。

据海通证券宏观团队统计，2008年至今年三季度，中国企业及政府债务占GDP比重增长45%，远超日本(1985-1989年)、美国(1975-1979年、2004-2008年)发生金融危机前5年35%的债务增速。前车之鉴，不能不引起我们的重视。

利率的上行，对于淘汰落后产能、推动产业升级和抑制投资冲动应该是好事，但目前的高利率与央行有意调控的利率目标是有所不同的，它反映出很多方面的隐患：一是高息债受追捧说明政府隐形信用的泛滥，会导致债务风险的集聚；二是融资期限

错配，借短还长的模式容易导致流动性风险；三是负债所对应的资产主要是房地产，一旦房地产价格出现大幅下跌，会导致银行坏账大量出现，金融危机爆发。

那么，该如何来降低利率水平、化解金融风险呢？对策应该非常多，但不妨借鉴美国而非日本模式。一是企业去杠杆，让僵尸企业破产重组；一旦有企业债券到期不能兑付，则信用风险利差马上扩大，低风险产品的收益率水平下降；二是地方政府去杠杆，削减地方政府事权，地方政府只能承担有限责任，划清政府与企业间的边界，对地方政府实行资产负债表考核；三是改变接近90%的社会融资渠道依赖银行的畸形金融体制，积极发展多层次资本市场。这样才能有望降低利率水平，但由于这些对策大多见效慢，故明年一季度也很难指望出现利率回落局面。

十八届三中全会也提出要“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”，这就应该让信用利差回归正常水平，唯有让市场多出现些“违约”事件，打破“刚性兑付”的神话，才会在短期内起到一些抑制融资需求、降低利率的效果。

## 比特币能接棒房地产吗



朱平 广发基金副总经理

将来中国最富有的人，可能不是拥有最多房子的人，而是数字资产最丰富的人。

十八届三中全会终于以一波三折的方式大超市场预期，股市也以同样的一波三折演绎着对最终决定的解读。毕竟至少到2020年以前，市场的方向已经确定了，所以明年的机会投资者心中也大略有方向。但也有坏消息，那就是房地产问题仍没有解决。每年1000多套的住房供给中国肯定无法消化的，因为将来城市人口可能也就10亿左右，4亿套住房足够，如果按70年更换一次，每年有600万套供应就够了。也许这一天不会在3年内到来，但5年后就难说了。所以在这一天到来之前，市场全面上涨看来是有难度的。实际上从8月份之后，大盘就踟蹰不前，看似热闹，但3个月下来，也不过是你方唱罢我登场，一会手游、一会自贸、一会土改、一会北斗，转圈圈，整体上大家都没赚钱。

不过有一个市场却一直没闲着，那

就是比特币，比特币是一种数字资产，由民间网络人士设计出的一种数字货币，可以通过在网上运算获得，但供应量是有限的。这其实和纸黄金非常相似。不同的只是没有实物对应，没有政府专营，而且全球通用，无法伪造，今年以来比特币已上涨超过90倍。

其实除了比特币，数字资产至少还有以下几种。首先虚拟货币，如Q币，随着移动互联网对经济的颠覆，传统大规模生产精细化分工的经济结构，会转变成以网络门户为入口的网上生态圈经济，在每一个生态圈中都会出现类似Q币的数字货币，这些货币就像不同生态圈的美元或人民币；其次是每个网络生态圈的特权，比如游戏中的道剧、身份，为了获得一个国王的身份，一个玩家1年的投入可达千万元之巨；最后一种数字资产则是用户或粉丝，在微博中一个大

V身份可能给博主带来不菲收益，以至于像薛蛮子这样的大V会有做国王的感觉；而随着移动互联的发展，脱口秀、教育以及演艺明星都可以拥有自己的粉丝群，这些粉丝群完全可以给拥有者带来收益，据说陈坤的微信群首先开始收费。当然最大的数字资产则是拥有入口的网络门户，像百度、腾讯、阿里巴巴、京东商城这样的综合门户，以及像去哪儿、58同城、唯品会等二线专业门户也同样价值连城。有了这些门户入口，就像在最繁华商业街拥有楼宇一样，而最先入驻的商户则相当于购买了最好地段的数字楼宇资产。

全球经济在科技的进步下正以一种不受传统经济学规律约束的方式发展，因为传统经济学的基本假设是供给约束，理性的人只能在有限的供给中选择。而当转基因技术的发展

带来粮食的丰收、人造牛肉等人造食品的工业化制造、以及智能机器人的出现，也许有一天，食物像空气一样可以充足供应，大部分家务都由机器人来完成，甚至可以晚上在电脑上3D打印一个第二天陪伴自己的新鲜机器人女朋友。其实这20年来全球的货币不断地在增长，但美国、日本这样的发达国家已完全没有通货膨胀，主要原因是这些国家的人均收入已达四五万美元，人们的基本物质需求受经济波动影响很小，虽然货币资产在膨胀，却少有流向CPI的组成部分，所以货币资产对于人们满足物质需求越来越不重要。而每个人的需求只有在精神层面才是无限的，数字资产恰好与精神最相关联。所以，数字资产的膨胀很可能是经济增长的货币资产归宿，将来中国最富有的人可能不是拥有最多房子的人，而是数字资产最丰富的人。

## 资本市场中速甜点区即将到来



归江 信璞投资管理合伙人

中国以股养老的养老金革命以及资本市场中速甜点区即将到来。

中国像一个已过青春期的小伙子，成长速度慢下来，智力发育却在加速，老百姓口袋里的钱包开始鼓起来。好日子刚刚开始，我们谓之“中速甜点区”。甜点(Sweet Point)，也称甜蜜点，是指在网球、羽毛球和高尔夫球运动中，在拍面中央附近最佳的击球点。

我们研究发现，工业化国家成长历史中，在经济从高速增长逐渐过渡到中速增长的时期，资本市场会一致地出现迟到的资本市场高收益期，我们不妨称之为资本甜点区现象。

不过，在中速甜点区到来之前，往往要忍受较长时间的煎熬。

1964年到1982年间，美国道琼斯指数在1000点附近徘徊18年之久，随后18年出现了10倍的飙升；1960年到1968年，日本实际年均GDP增速高达15%，而同期股指年均涨幅仅2.54%；1993年到2003年，韩国经济10年高增长，伴随的却是股指

负回报，但在随后经济增速放缓的7年里，股指年化回报却达到15%；德国在全球经济中应属常青树了，股指同样也是在经济高增长的上半场11年内颗粒无收，而在下半场的18年里却高歌猛进。

现在，全世界都担心中国GDP增速下滑，老百姓也疲惫于上证指数多年的胶着。只要把后视镜调到更广的视角，我们就会发现，随着新政府执政纲领出台，中国的中速甜点区即将到来：居民消费将实质性改善，资本市场会达到最佳回报，国民自信心也会逐渐确立。

那些最早向民营和外资开放的竞争性行业已经率先进入了甜点区。比如家电行业的格力、美的，纺织行业的申洲国际，都体现出显著的行业增速放缓后，行业龙头盈利加速的甜点区现象。

以空调行业为例，在1994年到2006年间，空调销量增速达到年化

31%，但期间龙头企业盈利年增速只有18%。而最近6年空调销量增速降到9%，龙头企业年化盈利增速却提高到46%。这与欧美经济体的中速甜点区现象一致。

总体而言，经济增长放缓后，资本和劳动者都将过剩，资本利率和劳动者工资占GDP比重也将下降。过多的资本和劳动力在追逐各个行业剩下的少数赢家企业，导致这些企业的资金和人力成本下降，盈利加速提升。这些赢家企业，构成了各个国家股票市场中的成分指数。

无论是职工储蓄还是企业留存利润，早期是通过银行信贷进入企业产业部门投资。但在经济增速放缓后，固定资产投资大幅下降，这些社会留存资本就像中年人的过剩脂肪一样，不得不堆积到少数赢家企业手中。随着更多的资本追逐更多的赢家企业，这些企业将步入盈利和市盈率双升的愉

悦中年期。

大量数据证明，工业化国家在高增长长期结束后，劳动者收入占GDP比重一般会从60%下降到50%左右，而企业和居民的收入增长将越来越依赖于证券市场的财产性收入。美国非金融部门持有的金融资产从早期的一无所有逐渐上升到总资产的三成，自美国实施401K政策后，职工拥有的养老金资产占证券资产的比重已经超过五成。德鲁克在上个世纪70年代出版的《养老金革命》一书中就预言了以股养老的必然性。中国将进入老龄化，而单纯的工资收入和基本储蓄难以覆盖通胀下的养老成本。

新政府的政策指引已经基本明确了中国将选择以股养老的道路。我们相信，凭借国家社保过去10年的前瞻性探索，中国以股养老的养老金革命以及资本市场中速甜点区即将到来，中国经济亦将走向更加稳定健康的发展通道。

易纲(央行副行长)：

比特币“很有特点”，具有“启发性”；比特币交易作为一种互联网上买卖行为，普通民众拥有参与的自由。但从人民银行角度，近期不可能承认比特币的合法性。

李山泉(美国奥本海默董事总经理)：

美国的注册制是靠集体诉讼来保障的。企业注册文本就是诉讼的根据，只要有证据能证明企业在注册中没说实话，经济代价巨大。这应该是一种保障，再加上监管部门的处罚和罚款，才能使注册不敢撒谎。

朱海斌(摩根大通中国首席经济学家)：

中国地方债规模到底有多大？个人估计，审计署公布的数据在15万亿到16万亿之间，如果加上地方政府以公司名义投资的数据，大概估计20万亿。

胡立峰(中国银河证券基金研究中心总经理)：

债券基金很失败，收益率不如货币市场基金，流动性也不如货币基金。债券基金产品太复杂，基金经理操作追求激进与杠杆。这就是我一直以来的观点，“债券基金不债券”，迟早会毁

掉这个品种。为什么就不能像货币基金那样老老实实做债券呢？有多少收益就多少吧。

康晓阳(天马资产管理公司董事长)：

投资努力的方向有三：一是提高每年的收益率，这是很多人花精力最多的地方，但提升空间不大，因为世界顶级高手也只有年化20%；二是提高收益的稳定性，减少失误和向下波动其实比赚多少更重要；三是提高收益的持续年限，一年20%不难，难的是你能有多少个？活得久才是关键。

张云逸(上海鸿逸投资总经理)：

今年年底的行情我不太看好，这跟中国的财政体制包括经济管理体制有很大关系，中国财务结算的周期就是年初放钱年底收钱，从过往市场表现来看也是这样的，每年到了年底就不行；明年肯定有行情，中国每年一季度都有一波行情。

任志强(华远集团董事长)：

小产权房不能买，三中全会也没说小产权房可以买，如果政府允许小产权房合法化，那就等于允许其他犯罪也合法化，想都别想，小产权房最大问题不是产权问题，是安全问题。(陈春雨 整理)



微论