

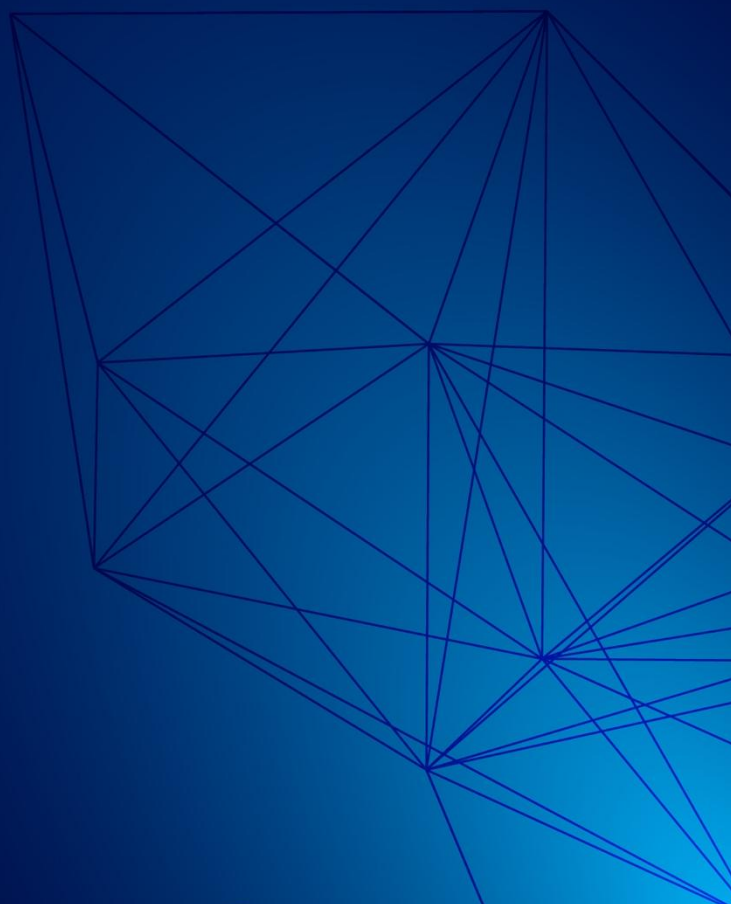


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2018年第5期 总第5期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行）叶静 曹明明 鞠琳琳 方堉豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

2018 年第四季度海外市场配置策略

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长，中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：李婷（综合性金融集团云锋金融 CEO）

一、 全球经济增长更加分化

海外市场 2018 年前三季度的主题从协同增长到逐渐分化。市场情绪从对风险的偏好非常激进，到现在转向偏保守，这一主题预计在第四季度仍将持续。

首先是经济增长更加分化，2018 年距离上一次金融危机恰好十年。金融危机从美国开始蔓延到全球，全球在协同解决危机的时候，基本上各国的方向大致一致，包括财政政策和货币政策，无论是发达市场还是新兴市场，全球处于一个非常统一的步调，降息和财政刺激。而最近这几个季度以来，经济增长分化，各国开始步调不一致了。美国还处于加杠杆的周期，但是其他市场表现得非常不一样。

经济增长基本上可以概括为：美国一枝独秀，欧日不温不火，新兴市场明显降速。从 PMI 指标来看，美国的 PMI 在 2017 年 12 月份达到了 55.1，过去差不多一年的时间只有两个月低于 55，9 月份为 55.6。

发达国家的平均 PMI 在 53 以上，新兴市场平均 PMI 只有 50。所以从过去的十年来看，最近新兴市场的增长相对于发达国家非常缓慢，而且有些新兴国家 PMI 处于荣枯线的非常纠结的地段在徘徊，没有一个爆发的趋势。经济增长分化反映到全球财政政策和货币政策发生了比较大的分化。

经济体来看，美国的债务周期实际上还在加杠杆。美国家庭部门在危机以后去杠杆，债务占 GDP 的比重从 2008 年的 95% 以上，下降到现在的 80% 以下，目前进入尾声，杠杆率基本持平，没有继续下降。企业部门虽然杠杆增长比较快，但是综合考虑盈利和偿债能力，杠杆率实际上尚未达到警示区，从 2008 年的 70% 现在基本回到了 2007 年的水平。政府的杠杆率增长比较快，从 60% 上升到 100%。由于经济增长非常迅猛，接下来加杠杆的区间并不是完全没有。

美国经济周期处于扩张的中后期。主要的亮点在于 GDP 的增长，第二季度的数据为 4%。从美国这样的一个体量来看，GDP 增长 4% 是一个非常强悍的数字。而且美国各个政策对于这个数字都有支持，政府、消费、企业各个方面对 GDP 增长的贡献都是比较均衡的。

劳动力市场方面，失业率达到了 1969 年以来的新低，在 3.7% 左右，危机以来累计新增就业超过 1000 万，基本上达到了经济学上充分就业的水平。无论是 GDP 的增长还是失业率，都是非常完美的状态。企业投资处于大幅回升的状态。领先指标，包括 PMI，处于非常高的位置。资本支出、支出意愿和投资也在一个非常高的水平。这也得益

于美国各种政策的刺激，包括减税措施等，使得资本回流得非常迅猛。战后以来，在美国经济没有处于衰退和危机的状态下，现在美国政府对经济的刺激力度非常大，GDP 才能有 4% 这样一个惊人的增长。

从美国经济危机后的这十年来看，美国经济持续向好，企业营收持续报喜。在这种状况下，美国政府还是对经济施加非常大的刺激，这是比较罕见的。因为美国通常在经济不好的情况下才会出台各种刺激政策。但是这一次美国经济处于一个非常好的状态下，美国还是通过减税和其他手段对私人部门施加刺激。这直接导致了美国经济的持续扩张和全球经济增长中美国一枝独秀的状态。而且税收与美国企业的现金充足率、股票回购，对于资本市场的支持都是非常相关的。

欧洲基本上处于不温不火的状态。欧洲的工业产出和贸易增速放缓，GDP 增长放缓，制造业领先指标 PMI 从 2017 年年底到 2018 年一整年实际上是下跌的。但欧洲并没有进入衰退，因为就业在改善，失业率从 2013 年的高位 12% 降到了危机之前 8% 的水平。房地产市场房价一直在上升，零售的消费和消费者信心指数都维持在一个比较健康的状态。

日本的经济增长有所放缓，但是日本的消费水平、工业产出水平维持了比较长期的稳定状态，这是非常不易的。就业和物价都有所改善，失业率非常低，并且持续下行，但是劳动者参与率在持续上升，这与美国在就业率提高而劳动参与率没有恢复到较高水平不同，这可能与日本步入老龄化社会有关。日本的通胀也保持了一个比较好的

上升趋势。所以日本政府过去这些年的经济政策达到了比较好的效果。

新兴市场则相反，与中国的周期比较吻合。中国目前在债务上处于去杠杆和稳杠杆的阶段，此前企业杠杆高，而且近年居民杠杆上升比较快，从2016年占GDP的40%到现在接近50%，所以需要降杠杆和稳杠杆。周期和美国发生了比较大的改变。第一是降杠杆传导到实体经济引发了信用收紧。第二，零售消费的增速也在持续下滑，第三贸易摩擦冲击了信心，这是我们面临的挑战。但是我们也存在一些优势，外部脆弱性比较低，外债不算高，外汇储备充足，经济体量大，还存在宏观审慎政策操作的空间。第三季度的货币和财政政策已经及时做了一定的微调，预计第四季度国内将维持中央政治局会议提出的六个稳，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳外资、稳预期”，大的政策方向保持不变。

二、 通胀压力逐渐积累，全球流动性收紧

美国联储一直盯住的通胀指标——核心PCE已经达到了目标的2%，但是联储对于通胀目标有“对称性”的表述，并认为核心通胀压力依然可控。美国工资的增速达到3%左右，总体来看上涨比较温和。但现在有一个不确定因素是能源，尤其是石油价格，可能对通胀造成额外的压力。另外和中国的贸易摩擦，如果大幅减少从中国的进口以及关税的大幅上升，对通胀也会有一定的影响，但是目前市场还没有对这

些信息真正地做出反映。欧洲的通胀压力上升，日本希望有通胀，并且效果比较明显。

美联储第三季度如预期加息，美联储对经济增长非常有信心，预期第四季度还会有一次加息，并且 2019 年预期还将发生三次加息。现在主要的发达经济体的利率水平和走势开始分化。美国从 2016 年开始有一个持续升息的预期，英国虽然稍微有一些升息，但趋势不显著。日本和欧元区基本还处于低利率模式，并且预计短期内趋势不会改变。

美联储的缩表还是按照之前宣布的计划实施，从开始缩表到现在，资产负债表缩减大约 3000 亿美金。欧洲央行从 10 月开始把资产购买的规模从每月 300 亿欧元减少到每月 100 亿欧元。虽然利率上欧元区没有加息，但是实际上也在缩表。日本央行还是保持收益率曲线控制和资产购买，但是也增加了操作的灵活性。全球流动性的拐点将继续考验金融市场。因为在金融危机后的 10 年里，全球已经非常习惯了流动性极为充裕的状态，但是现在的拐点发生了，资金不再充裕，很多资产的价格，除了利率外，资金的稀缺度也开始提到了议事日程上来。

在美国加息和通胀的双重压力下，新兴市场的一些国家也开始加息，但是分化较大，不能按整个新兴市场来分析。发达市场的经济整体状况不错，但是新兴市场分化较大，不要将新兴市场按照一个市场来分析，而是按照国家去分析。

三、 主要资产类别投资价值

第一，美股屡创新高，从基本面看美股的盈利非常强，这是 2018 年以来股市上涨的主要原因。标普 500 的成分股二季度财报每股盈利增长是 18%，现在已经公布的第三季度财报仍然显示出非常强劲的盈利增长。所以美股整个股市的增长并不是资金驱动型的，虽然美国在缩表和升息，但是股市表现非常好主要还是因为盈利强。但是美股 2018 年和过去有所不同，二月份有一次调整，七月份科技股又一次比较大的调整，上周美国有一天跌 1000 点的情况。但是调整都只是调整，后续的立刻反弹都非常强劲，这说明市场情绪存在一定脆弱性。从财务指标上来看，美股的财务指标非常好，但是人们认为美股已经持续涨了 10 年了，是否还能持续，大家始终觉得有一只靴子吊在空中，不知何时会坠落，所以一旦发生恐慌，市场情绪会一下子从非常乐观转变到非常悲观。

这里面存在几层因素：第一，大家对美股增长是否可持续存在担心，毕竟有 10 年市场没有发生过真正深幅的调整。第二，大家的持仓非常集中，不光美股的基金，包括全球投资的一些基金，持仓都集中在行业龙头企业，所以一旦发生调整会发生踩踏，这也是为什么每次调整的幅度都很大。因为很多投资基金用量化模型或者指数基金，十年前指数基金对市场的影响力还没有现在那么大，但是现在积极投资的数量和规模都在降低，而指数投资的规模过去十年迅猛增长，一旦发生赎回，大家卖股票就会发生交易非常集中，出现踩踏，这是 10

年前市场很难发生的现象。市场择时实际上非常困难，应该从多个角度观察美股，虽然美股和其他市场相比，各个指标都比较贵，但是值得平配而不是低配。

结合货币政策来看，通常在加息末期，股市才会见顶。但是美联储的点阵图终值显示 12 月加息后，2019 年还有 3 次，距离加息末期还有一段时间。在经济形势这么好的情况下，尽管特朗普说美联储是他最大的敌人，但是从联储的独立性和审慎的角度来讲，在经济非常好的情况下，没有必要停止加息。因为无论是经济发展的基本面还是整个金融市场的状态，美联储不会因为市场 10% 或者更多的调整就改变货币政策的大趋势。

美债的收益率曲线陡峭倒挂与美股见顶常常被联系在一起，目前美债 10 年与 3 个月的利差有所扩大，处在 100 个基点左右，与二季度末水平基本相当。10 年与两年的利差在 35 个基点左右，曲线离倒挂还有一段距离。曲线的形态归根到底还是反映经济增长预期和货币政策。预测曲线的形状仍然要回到经济基本面的评估上，而经济基本面是非常好的。

从资金层面看，美股的资金流入仍非常充裕，ETF 持续流入美股。回顾 2 月份美股发生调整时，ETF 的累计流入有一个比较大幅的下滑，而在 7 月份科技股调整的时候，基本上 ETF 的资金流量没有太大改变。另外，减税带来的资金也推动了美股的上涨。另外，全球其他市场的情况没有这么乐观，所以美股被普遍认为是应该配置的资产类别。

所以美股的资金层面非常强劲。减税方面，过去 12 个月美国公司的股票回购将近 1 万亿美元，美国公司自己也在不断支撑自己的股价。减税的一次性效应会逐渐消退，但是现在企业的资金非常充裕，在这个季度对于美股有非常强劲的支持。

从估值角度来看，美股的估值处于一个比较高的水平。绝对估值方面美股的各个维度，PE、价格、现金流和 PB，美股都是比较贵的。历史的相对估值也比较贵，市场上风险回报预期也变得比较差。因为第二季度美股盈利报告公布后，高于盈利预期带来的股价提振小于低于预期带来的下跌，即认为高于预期是理所应当的，但是盈利没有达到预期则会使市场情绪非常不好。投资者增加了对美股下跌的保险，对于价外看跌期权的追捧显示出了避险需求。很多人觉得虽然整体认为美股好，但是都会选择买一些保险，包括 VIX。

综合上面这些考虑，我们认为美股的基本面依然非常强劲，资金流入支持，预期风险回报变差，但是还没有到需要低配的程度。

再看新兴市场股市，新兴市场 2018 年经历了几轮大跌，美元流动性的衰退潮对新兴市场带来风险。但是对于新兴市场的观点非常分化，对新兴市场的低迷，很多全球资管巨头有些认为是暂时的，有些则非常悲观，目前还没有形成统一的观点，但统一观点后，悲观的情绪可能更大。新兴市场无论是从实体经济的关联还是从流动性的影响，还是看中美这两个大的引擎都不太乐观。刚才讨论了美国和中国的实体经济情况，美国经济处于中后期，而中国经济则面临挑战。两大经

济体从合作到竞争的格局变化，使得市场的不确定性陡然上升，不利于新兴市场。从配置的角度，尽管新兴市场的估值较低，但是应该保持谨慎，保持低配。

在增长和通胀的推动下，美国 10 年期国债收益率突破 3.2%。考虑到美国经济的强劲增长，10 年期美债还有一定上行空间。另外美国的减税和增支会加大财政赤字和债务负担，中长期来看不可持续。因此 10 年期美债的收益应该不会回到危机前的那种比较高的状态。

最后来看黄金，作为不升息而能抗通胀的资产，其机会成本应该是名义利率减通胀，即真实利率。美国经济现在非常好，美债的真实利率上行，黄金从资产配置的角度并不看好。但是最近有一波涨幅，主要和市场的风险情绪相关。以前黄金主要是和通胀和美元相关，但是过去两年数字货币的发展形成了影响黄金定价的新的因素。

四、 四季度资产配置策略

总结以上，全球经济和市场围绕三个主题，一个是增长分化，并伴随风险资产表现分化；二是通胀压力温和，主要央行货币政策收紧或边际收紧；三是中美合作竞争格局的不确定性加大。我们认为，四季度市场仍将围绕这三个主题。

基于上述分析，资产配置方面，我们进一步减少风险，将新兴市场股票调为低配，相应调高现金比例。原有的偏淡政府债、偏重多资产的策略，取得了不错的效果，继续保持这一头寸。

五、中美竞争合作的格局

之前的分析实际上还是基于全球大的经济格局的投资的策略逻辑。美国副总统彭斯的讲话，这是很多年都没有的一个严厉的讲话。如果中美关系从现在的量变到质变，对全球金融市场和全球整个经济体的影响很难评估。

现在的港股或者 A 股，已经对这个风险进行了定价，年初大家觉得贸易战或者贸易摩擦影响有限，十一长假后市场的进一步下跌可能反映了中美合作的格局发生大的改变导致的风险的进一步释放。

从美股的角度来看，美股现在还没有把中美关系发生质变会对美国经济产生的影响的风险定价涵盖进去。这是对于美国股市和全球市场有一个特别大的不确定因素。刚才的整个投资逻辑都没有完全将这个风险进行新的锚定。过去十几到二十年，整个市场无论是经济发展还是投资的逻辑，都是锚定在全球逐渐变成一个统一体，尤其是在对抗上一次金融危机时，全球政府基本上处于一个合作无间的状态。

这样一个平衡被打破后，整个市场需要一个新的锚定体系，但现在并没有完全建立起来。港股和 A 股现在对于这个风险释放得比较多，而美股和欧洲对这个大的风险没有进行锚定。这将是未来 12 个月投资的最大不确定性。

六、问答环节

Q1: 您认为导致中美两国市场在评估中美关系上出现较大偏差的

原因是什么，是两个国家对中美关系走向的评估不同，还是对这个问题可能对中美造成的影响不同造成的？

A1: 中国对于海外市场的信心比较敏感，而且大家的风险偏好也不太一样，各种信息对于市场的灵敏度不同。在美国，无论是和华尔街的精英还是和普通的老百姓沟通，大家对于跟中国产生的摩擦对于美国本身造成的影响并没有一个比较深入的分析。中国改革开放 40 年从世界工厂变成最主要的消费市场，包括投资的资本输出国。这一转化我们自己可能看得比较明显，但从欧美市场投资的角度来看，大家对于中国作为美国人的消费市场，对于美国企业的营收造成的影响还没有一个特别合理的预期。很多人认为中美贸易摩擦只会对中国有伤害，而美国将毫发无损。美股市场没有进行风险定价成为了一个比较重要的风险。

Q2: 您刚才提供的四季度策略对新兴市场还是比较回避，对于新兴市场有没有进一步的分析看法，比如哪些新兴市场的风险比较高。

A2: 新兴市场经济总体的基本面大部分还可以，从领先的 PMI 指标来看，新兴市场增长应该比较快的，但实际上它的增长已经落后于发达国家了。另外一个不确定性因素是货币贬值压力。如果用本币投资再换成美元会承受比较大的贬值压力。还有就是美元流动性的抽走使得很多资金回流到美国，包括特朗普的很多政策促使各种资本回流到美国国内，造成货币和资产双杀，这是整个新兴市场都面临的问题。具体到哪个国家，对那些可能从中美贸易摩擦中受益的国家会表现得

稍微好一点，但和商品（commodity）相关的国家可能受到的影响会比较大。但整体并没有看到哪个新兴市场能逃离整个新兴市场的大的概念。

Q3: 最近美国家庭负债比较高，美国国债收益率走高会不会对企业和家庭负债负担增加比较重。美国作为一个储蓄率比较低的国家，国债收益率走高会使美国的资金成本上升，会不会对经济产生负面影响，会不会压缩美联储的加息空间。另外美国现在的经济周期是一个库存周期上升带来的还是一个中周期的上升带来的？美国经济增长的可持续性到底是短期的复苏还是一个比较长期的复苏？

A3: 美国家庭的杠杆已经降到了上一次经济危机之前的状态，相对可控。金融危机后加杠杆的更多的是政府和企业，家庭的杠杆处于相对比较温和的状态。加息从另外一个角度也有通胀，包括工资的增长，差不多 3%。上一次的危机主要是居民的杠杆因为低息买房地产，把杠杆加得非常高，但是金融危机后一直在降，目前已经到了一个非常稳定的状态，所以会有影响，但不绝对，因为收入也在增长，就业率上涨，工资上涨是其中的核心。

第二个问题经济扩张的周期，虽然这次周期持续了 10 年，但是相对于美国历史上的经济复苏是相对温和的，并不是大刀阔斧加杠杆造成的复苏。因此这次复苏的可持续性是相当好的。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百三十一期（2018年10月18日）内容整理而成，特邀嘉宾为综合性金融集团云锋金融的CEO李婷女士。

李婷女士为香港上市的综合性金融集团云锋金融的CEO。加入云锋金融之前，她就职于道富环球投资。14年里历任风险经理，债券投资基金经理，产品经理，市场开发以及亚洲日本以外总经理。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

