

中国资本市场海外吸引力为何持续上升

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

市场对明年美股盈利增长过于乐观

2017年是金融危机以来全球经济复苏最好的一年,这背后是新兴市场 and 发达经济体危机以来的首次同步复苏。从历史上看,虽然全球经济同步复苏往往意味着全球经济复苏进入尾声,但一般都会持续2-3年,这意味着本轮全球经济复苏至少会持续到2019年,甚至2020年,因此市场普遍对今年全球经济持有乐观的态度。鉴于经济复苏加速会带动企业盈利继续改善,因此虽然预期中的美联储加息会持续收紧全球流动性,但投资者风险偏好依然较高,对风险资产维持乐观态度。结果是看到这样奇怪的景象,一方面反映全球流动性状况的LIBOR节节攀升的同时,另一方面反映投资者风险偏好的VIX指数除了偶尔因为美联储鹰派言论而短期内出现跳升之外,大部分时间却一直在低位徘徊。

进入2018年全球流动性收紧的负面效应,首先在新兴市场经济体中发酵,在资本持续外流的情况下,阿根廷、土耳其等国国内经济结构失衡、经常账户赤字、且外债水平较高的国家率先出现了货币危机。之后其他基本面较高的国家逐渐开始面临本币贬值和通胀高企的压力,进而被迫加息应对,这反过来又拖累了本身复苏乏力的经济。在货币贬值和经济增长下行风险上升的背景下,投资者开始撤离新兴市场,导致新兴市场开始持续下行。而这时候美国经济依然一枝独秀,全球流动性回流美国进一步推升了美股,使得已经长达10年的美国牛市得以延续。

虽然美股依然强势,但部分投资者已经开始探寻压垮美股的最后一根稻草。美联储在强劲的经济数据和通胀持续反弹的背景下依然维持鹰派立场,在9月份如期加息之后,根据点阵图显示:年内还会在12月份再次加息,此外在2019年加息3次和2020年加息1次。市场对此的反应是10年期国债再次突破3%并且持续上行,流动性大幅收紧和融资成本大幅攀升导致短期内流动性不能覆盖所有风险资产,从而前期涨幅过大的风险资产出现抛售,例如科技类股票。

目前美联储加息缩表是市场流动性收紧的根本原因,但流动性真的只会越来越紧,最后把美股拖入熊市吗?笔者发现今年6月份美联储把联邦基金利率目标区间提升25个基点至2.00%-2.25%的同时,并没有像以往那样同步把超额准备金利率提升25个基点,而是仅提升20个基点至2.20%。美联储此举的目的应该是在发现持续加息缩表导

致国内流动性和融资成本开始出现明显上升,反映在联邦基金利率开始贴近目标区间的上部。因此美联储通过放缓提升超额准备金利率的措施,来推动2万亿美元超额准备金进入金融市场来补充流动性。

笔者在此前曾指出,美联储三轮QE释放的超过4万亿美元的流动性中有超过2万亿美元(2014年顶点时达2.8万亿美元)以超额准备金的形式,存在于美联储账上并没有进入金融体系和实体经济,而这部分流动性会在美联储加息缩表过程中,持续流出来对冲流动性紧缩和抑制利率过快上涨。事实上,过去两年超额准备金也的确在缓步下降至目前的1.92万亿美元的水平。如果因为加息缩表导致市场流动性过紧或者市场利率上升过快,美联储可以在未来上调联邦基金利率的同时,继续降低超额准备金率的上调幅度来推动超额准备金入市对冲。因此,美联储手中依然握有管理流动性的有效工具,而真正的问题是美联储加息带来的融资成本上升。

笔者认为,未来会导致美股持续下跌或者进入熊市的真正原因,是在美联储持续加息推升融资成本的同时,公司盈利前景却变得不如预期的乐观。从成本角度看,产出缺口弥合导致劳动力成本持续上升、能源原材料以及运输成本的上升、企业融资成本的上升等导致产业链环节成本上升等一系列因素,都将推高企业的运作成本,进而导致利润率下降。从需求角度看,前期的减税效应在逐步下降,如果共和党在中期选举中丧失对参众两院的控制权,则未来减税2.0或者大规模基建投资计划将会难产,这些都会导致需求明显下降进而影响企业通过提价来消化成本上升的能力,进而降低企业的盈利水平。

摩根士丹利美国股票研究团队对2019年美股盈利增速预测为5%,显著低于consensus的10%水平。在成本持续上升而已需求疲软背景下,笔者认为目前市场对明年美股盈利增长过于乐观,未来市场可能会持续向下修正的盈利预期。美股上行空间在显著收窄,但下行幅度取决于美联储利率和企业盈利的相对水平,如果在美联储加息缩表导致市场利率上升的同时,企业盈利不及预期,则会导致美股会明显承压;反之,则美股可能依然能在高位震荡。因此,未来伴随着“全球经济同步复苏”逐步淡出的过程中是否会出现“全球市场同步下跌”,依然有待观察。

中国资本市场吸引力持续上升

在美股下行风险持续上升的背景下,笔者认为中国资本市场的吸引力反而在持续上升。最近两个季度,在国内投资者相对悲观的时候,海外投资者却持续看好中国市场,无论是股票和债券市场基本都是维持净流入态势,这背后是中国经济平稳的基本面和较高的确定性。

美联储利率正常化导致中美利差持续收窄,在跨境资本流动和人民币汇率层面造成一定的压力。但相较于其他新兴市场国家,中国在诸多方面有显著不同。中国目前维持较高经常项目顺差和较低的外债水平,以及2016年以来的供给侧改革在有效推动中国经济转型的同时,降低了金融体系的系统性风险。虽然今年上半年受全球经济复苏不及预期、外贸不确定因素增加,以及宏观政策偏紧的影响,中国经济增速略有放缓,但高层调整修正了上半年偏紧的宏观政策,使得下半年中国经济下行风险整体可控。同时,央行通过对远期购汇征收风险准备金和重启逆周期因子,以及准备在香港发行央票等政策有效管理市场预期,避免了外汇市场“羊群效应”对人民币汇率的负面冲击,使得人民币汇率在重新回到了合理均衡水平和双向宽幅波动的轨道上来。在当下全球经济和资产价格不确定性持续上升的背景下,经济基本面和人民币汇率平稳带来的确定性成为中国最大的优势,也是构成海外投资者看好中国的最根本的原因。

笔者对中国经济相对乐观的原因,除了国内基本面和人民币汇率的确定性较高之外,而且对美国经济强劲增长的可持续性,以及伴随

推进和深化改革是当务之急

笔者认为,当前中国经济在转型过程中,伴随着服务和消费占比不断提升。服务业平均劳动生产率低于制造业,其在经济中占比提升会导致潜在GDP增速的下降,但由于大部分服务业的业态都倾向于劳动密集型,因此对提升就业有很大的帮助。这就是为何在过去几年中,中国经济增长持续下台阶,但就业也一直没有出问题。此外,潜在GDP增速在不断,因此通过调整宏观政策来稳定GDP增速,可能会导致实际GDP增速高于潜在增速,结果一方面是实际GDP增速即使在刺激力度加大的情况下也很难明显提升,另一方面是很可能引起通胀和资产价格泡沫问题。

因此,在就业平稳的前提下,通过提升对经济增长放缓的容忍度来推进和深化改革才是当下政府需要考虑的问题。在改革开放40周年之

的加息路径和强势美元保持相对谨慎态度。美国经济持续走强,美国二季度GDP增长4.2%创近四年来最佳表现。在美联储持续收紧货币政策的背景下,美国大规模减税的财政刺激是助推美国经济持续改善,因此未来美国经济复苏是否能持续很大程度上取决于财政刺激的可持续性。但笔者认为共和党在今年底的中期选举中继续同时控制参众两院的概率较低,民主党大概率会重新夺回众议院多数党地位,这意味着特朗普政府要明年要推行减税2.0和推行大规模基建投资的议案将很难获得议会的支持,因此特朗普政府未来财政刺激政策难产可能会导致美国经济复苏动能减弱。届时外贸对中国经济的负面影响也将逐步显现,因此笔者认为,当前市场对外贸不确定因素对中国经济的负面影响存在过度悲观估计的倾向。

摩根士丹利全球宏观团队测算在考虑中国政府适当调整货币和财政政策对冲的情况下,外贸不确定因素所造成的影响整体可控。鉴于美国经济复苏已经持续了将近10年,美国国债收益率曲线再次面临倒挂的风险,这预示着未来美国经济再次陷入衰退的概率显著上升。鲍威尔在上个月的采访中就明确表示在极端情况下,美联储可以考虑“放缓加息甚至可能降息”。在美国经济前景看淡的情况下,并非所有资本都有意愿回流美国,部分全球资本也在美国市场以外寻找机会。在全球新兴市场横向比较下,中国经济的确定性和A股市场较为合理的估值成为吸引全球资本的重要因素。

际,我国再次推出扩大改革开放的重大举措,一方面是世界展示中国沿着改革开放的道路坚定不移走下去的决心,有助于为开展平等互利的协商创造有利条件;另一方面也是供给侧改革深入推进的需要。

在过去的两年时间里,供给侧改革在“去产能、去库存、去杠杆”的方面成绩显著,为中国经济在未来深化改革中轻装上阵提供基础。未来供给侧改革的焦点会逐步转向“补短板”。在此过程中,除了通过中国企业自主研发来推动产业升级之外,引入更多的国际先进企业来参与市场竞争,也是增强国内企业竞争力的有效手段。在过去的十年中,一大批中国企业在对外开放中逐步成长并走向世界,充分说明扩大开放是中国实现可持续发展的必由之路,因此中国会坚定的沿着这条道路走下去。

国际资本料将逐步增持中国债券

□招商证券研发中心总助、首席宏观分析师 谢亚轩

从债登和上清所最新公布的债券托管数据来看,2018年9月境外所购买人民币债券的规模出现显著下降。当月,境外机构增加持有国内人民币债券51亿元人民币,较8月的增持716亿元环比下降93%,较6月高点时的增持1104亿元下降95%,较前8个月月均671亿的增持规模下降92%。不论从哪个角度来比较,9月境外机构的购债规模都属于明显收缩。从结构看,9月境外机构仅对政策性金融债券加大了增持的力度,当月增加持有115亿元,较上月的减持2亿元出现明显回升。9月境外机构继续增加持有国债247亿元,但持有国债的规模环比减少192亿元。境外机构9月减持了190亿元的银行同业存单,与上月的增持145亿元相比呈现较大的反差。

未来境外机构在中国债券市场中的持仓量会不会出现明显的下降,“佛系”的债券投资者会不会“猴性”大发,显著外流?笔者认为,有两个支撑国际资本持续流入中国债券市场的制度性因素不容忽视,一是人民币国际化的稳步推进,有助于吸引更多国际投资者投资中国债券市场。二是中国债券市场积极扩大对国际投资者的开放程度和投资便利度。

OE,抬升利率水平。第二,9月下旬以来布伦特原油价格快速由78美元/桶最高涨至86美元/桶,油价的快速上涨刺激了通胀预期,推高长债利率。第三,美国的减税政策造成美国政府需要进行更大规模的国债发行,供给冲击推升利率,也凸显了积极的财政政策与紧缩的货币政策之间的矛盾。从以上三个原因推断,本轮美债收益率的上行并非偶然,美债收益率在可预见的未来仍将保持在高位。这也就意味着,境外机构持有人民币债券的积极性也会上升,这应该是8月其持有中国债券积极性下降的最直接原因。

二是美元有效汇率年初以来的回升,同样影响国际投资者持有中国债券资产的积极性。与美债收益率作为机会成本的影响机制相同,美元有效汇率上升会增加以美元衡量的美债吸引力,降低以美元衡量的人民币债券吸引力,从而抑制境外机构购买中国债券资产的积极性。国际清算银行的研究报告发现,强美元(美元广义有效汇率的上升)和美元计价的跨境银行贷款存在负相关关系(美元强,新兴市场资本外流;美元弱,资本流入)。

笔者的研究表明,美元有效汇率的强弱会对国际投资者购买中国债券资产的积极性产生明显的影响,只是这个影响有3-6个月左右的时滞。平移5个月后的美元有效汇率与国际投资者购买中国债券资产的变化呈明显的负相关关

系,美元有效汇率从2015年第三季度开始的高位回落对于国际资本从2016年第二季度回到中国债券市场,逐步加大购债规模是重要的周期性推动因素。反之,2018年初以来美元有效汇率开始反弹,从2018年1月31日低点的113.3上升到8月15日高点126.9,创下2011年以来的新高,升幅达12%。截至10月16日美元有效汇率仍处于125.88的高位,保持较强的走势。据此推测,滞后5个月,境外机构购债积极性从7月开始回落也就不为奇。

除了以上两个主要因素之外,6月以来人民币汇率呈现比较明显的贬值压力,央行拟发行央票调控离岸人民币市场的流动性等因素也对9月境外机构的购债行为产生重要影响。

国际资本持续流入具备支撑

境外机构购买国内债券的投资行为,目前遭受到明显周期性因素的“逆风”。未来境外机构在中国债券市场中的持仓量会不会出现明显的下降,“佛系”的债券投资者会不会“猴性”大发,显著外流?笔者认为,有两个支撑国际资本持续流入中国债券市场的制度性因素不容忽视。

首先,是人民币国际化的稳步推进,有助于吸引更多国际投资者投资中国债券市场。人民

币国际化对于国际投资者投资中国债券市场的促进作用表现形式多样,这里举一个主要例证:以人民币持有的外汇储备。人民币纳入SDR后,国际货币基金组织从2016年12月开始公布各个其他经济体以人民币持有的外汇储备。数据显示,2018年上半年,各经济体增持持有699亿美元人民币作为其外汇储备,较2017年同期的92亿美元增长660%。

简要说明一下,其他经济体持有人民币作为其外汇储备,一般会选择人民币国债这种资产,以确保其储备资产的安全性和流动性。因此,其他经济体持有的人民币外汇储备资产的变化与其持有的中国国债余额的变化密切相关。2018年上半年其他经济体增持持有等值4500亿元的人民币作为外汇储备,高于同期境外机构增加持有的人民币债券余额总计3983亿元。据此可以推测,2018年上半年其他经济体的央行等外汇储备管理当局是增持中国债券的主力。

截至2018年6月末,人民币资产在全球外汇储备中的占比为1.68%,而日元资产的占比为4.55%。从一个较长的时间维度来看,人民币在外汇储备中的占比仍然有进一步上升的空间,也就意味着境外机构未来仍将稳步增加持有中国的债券资产。

其次,是中国债券市场积极扩大对国际投资者的开放程度和投资便利度。2016年以来中

国扩大债券市场开放的几个标志性事件包括:一是2016年2月,中国人民银行发布《关于进一步做好境外投资者投资银行间债券市场有关事宜的公告》,允许被央行认定为中长期投资者的境外金融机构,包括商业银行、共同基金、养老金、保险公司和慈善基金等投资中国银行间债券市场,取消投资规模的额度限制。

二是2016年5月,发布《国家外汇管理局境外机构投资者投资银行间债券市场外汇管理规定》,允许境外机构投资者在符合外管规定的前提下,自由汇出和汇入投资银行间债券市场的资金。

三是2016年5月,发布《国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》,允许境外机构投资者进入国内银行间外汇衍生品市场,通过买卖外汇远期、掉期和期权等产品对冲汇率风险。

四是2017年5月中国人民银行与香港金管局发布联合公告,宣布拟开通“债券通”。2017年6月,中国人民银行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》,7月“债券通”正式开通。

五是2018年3月,彭博宣布从2019年4月开始将人民币计价的国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数,分20个月逐步完成。此外,中国还在债券市场引入外资信用评级公司,税收减免等多方面采取措施便利外资投资,增强对外的吸引力。

笔者预计,未来随着中国债券市场更进一步与国际债券市场接轨,国际配置性资金将逐步增加持有中国债券。2018年9月末,国际投资者在中国国债市场中的占比为8.08%,通过国际比较保守估计这一比例应升至10%以上。

综合上述以上分析可以推测,2018年下半年到2019年上半年,受人民币国际化和中国债券市场开放等制度性因素的推动,国际资本仍将净流入中国债券市场;但受美国长债收益率上行和美元有效汇率走强的负面影响,国际资本净流入债券市场的规模可能出现比较明显的收缩。2017年7月至2018年6月国际资本涌入中国债券市场的情况下,月均净流入规模为586亿人民币。据此估算,2018年下半年到2019年上半年中国债券市场的月均流入规模可能下降到290亿至350亿元,将对国际长债收益率下行的幅度以及国债与其他有关债券之间的利差产生一定的影响。

境外机构持有人民币债券规模出现回落

虽然具体的券种有一定的差异,但整体来看,9月境外机构对多数国内债券的增持规模均出现下降。而且,在2018年6月境外机构增持国内债券规模达到历史高位的1104亿元之后,可以说7月、8月和9月,其购债规模呈现一个连续回落的趋势。这背后的原因有哪些,未来境外机构还会继续增加持有国内债券资产吗?

笔者认为,导致9月境外机构国内购债规模下降的主要是两个周期性因素:一是,中美利差的收窄抑制国际投资者持有中国债券资产的积极性。其他情况不变,中国国债收益率可以视为国际投资者持有中国债券资产的收益基准,而美国国债收益率可以视为这一投资的机会成本。因此,中美国债收益率的差可以作为国际投资者投资中国债券市场的一个风向标。

中美利差走阔,境外机构购债积极性上升;反之,中美利差收窄,境外机构购债积极性下降。从过去的经验看,中美10年期国债收益率之差从2014年中高位的180BP回落到2016年初低位的40BP左右,叠加2015年811汇改等因素的共同影响,国际投资者购买中国债券的规模从2014年第三季度的净买入748亿元,下降到2016年第一季度的净卖出717亿元。

相反,中美利差从2016年第四季度低位的55BP左右开始回升,到2017年底回升到160BP左右的高位。在此期间,国际投资者购买中国债券资产的规模,也由2017年第一季度的净卖出224亿元,上升到三季度和四季度的净买入2120亿元和1946亿元。不过,一个有趣的现象是,2018年前6个月,中国国债收益率之差由高位的160BP回落至第二季度的60BP左右,但国际投资者增持中国债券资产的积极性却有增无减。这表明,除了利差之外,还有其他周期和制度性因素同样在产生显著的影响。

但美债收益率的上行和中美利差的收窄对境外机构购债行为的负面影响最近似乎重新出现。本轮美债收益率飙升始于8月下旬,从低点上升近40BP,短期快速显著上升。10月5日,10年期美债收益率曾经升至3.23%,创2011年中以来的新高。当前美债收益率的上升主要受以下三个因素的影响:第一,发达国家货币政策紧缩形成共振。美联储持续收紧货币政策,缩表规模逐季持续扩大;预计欧央行将在四季度削减