

# 经济转型周期中的大类资产配置思维

林采宜 时伟翔

## 研究结论：

1. 通过国际比较，我们发现在转型期的各类资产价格通常表现出以下规律：
  - **辛苦的牛市：**企业盈利能力触底并逐步恢复是股票估值见底的标志。此后股市整体向上，呈现出 5-7 年的恢复期，平均年化收益率 7%。在转型期，企业盈利重塑主要依靠技术创新赶超国内外同行，在开放经济条件下，重大产业创新力量的形成将引起全球产业结构调整 and 竞争格局的改变，虽然这个过程可能非常缓慢。
  - **波动下行的利率：**无风险利率下行是总体趋势，但期间可能受制到通胀风险、信用风险以及流动性风险的影响而出现短期上行的波动特征。
  - **房地产价格走平：**价格走平，工业盈利提高到一定水平后才会出现下一轮上涨。
2. 工业化后期转型是经济增长旧动力的逐步消失和新动力的成长。旧增长动力的衰减带来的经济下滑将倒逼企业重塑盈利模式和经济出清。这种出清长期来看有助于企业盈利改善，但短期可能会出现信用风险（从目前看刚兑和高于银行贷款成本融资的信托是最大的风险点），在这个过程中，金融改革将是化解系统风险和优化资源配置的主要手段。
3. 在传统的以信贷为核心的周期波动下的大类资产配置投资时钟将逐步被以盈利能力重塑为核心的投资新时钟所替代。

## 配置建议：

1. **增加股票和权益类资产配置比例。**转型阶段中国经济将主要依靠效率提升，企业盈利重塑将是一个比较缓慢的过程，股票市场也将相应呈现为一个周期较长的震荡上行的牛市；因此，股票资产配置较低的投资者可以逐步提高股票的配置比例，建立长期头寸；
2. **增持利率市场化创新产品。**从居民理财角度看，利率市场化就是一个财富再配置的过程，在这一进程中无风险收益率逐步下行，而信用风险和流动性风险的溢价将会逐渐提高，居民从存款向利率市场化的理财产品搬家带来的收益空间仍然较大。在谨慎权衡风险的前提下，可适当提高此类金融产品的配置比例，如货币基金、银行理财、信托（经风险评估）产品等包含一定风险溢价的理财产品，分享利率市场化的收益；
3. **降低现金和储蓄存款类资产配置比例。**债券市场前期上涨已经反映了经济下滑带来的放松预期，无风险存款利率下降将是中长期趋势，且经济出清之后，资产价格下跌空间较小，持有现金的机会成本较高且收益较低，因此可适当减持。
4. **降低房地产类的资产品种配置比例。**房地产市场需求面临着人口拐点和利率市场化的双重压力，房地产价格上涨周期已经结束，其价格的中长期趋势平稳，考虑通胀、资金成本和交易成本，投资价值降低，可考虑降低配置比例。

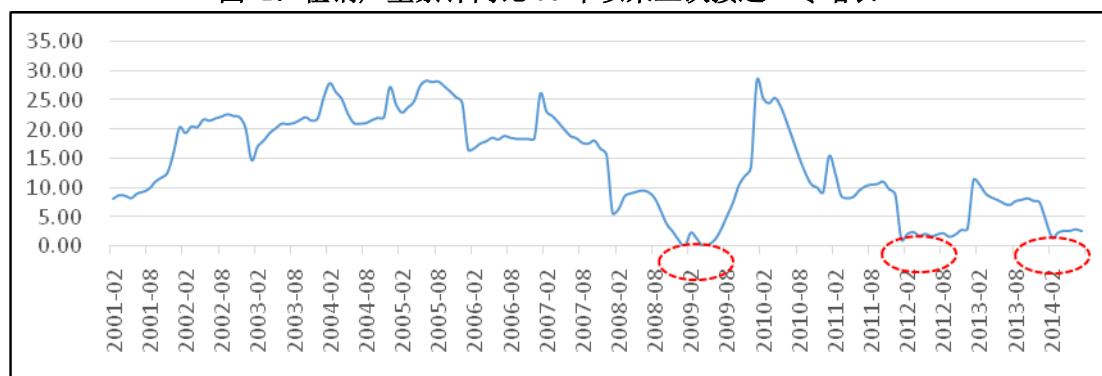
## 目录

前言：第三次拐点出现，经济发展和改革呈现新特征 .....	3
一．从国际经验看转型期大类资产风险收益特征 .....	3
1. 美国：股市估值取决于企业盈利能力 .....	3
2. 日本：工业生产能力和盈利能力决定了大类资产运行特征 .....	5
3. 韩国：工业生产持续增长，股票逐步走高，利率缓慢下行 .....	6
4. 企业盈利能力是决定权益类资产价格的核心与关键 .....	7
5. 转型时期大类资产价格走势的主要特征 .....	7
二．目前大类资产配置的宏观环境：改革、市场出清和企业盈利重塑 .....	7
1. 三次钢铁产量零增长实际上确认了我国投资驱动增长模式的终结 .....	7
2. 宽松信贷下企业经营效率持续回落 .....	8
3. 经济出清带来信用风险：高于银行贷款利率的融资加刚兑的信托 .....	8
三．大类资产配置建议 .....	9
1. 转型期资产配置需要以企业盈利能力为主要关注变量 .....	10
2. 金融改革背景下资产配置既表现为结构变化也表现为新的产品组合 .....	10
3. 大类资产配置建议 .....	11

## 前言：第三次拐点出现，经济发展和改革呈现新特征

2008 年以来，随着房地产销量的下滑，钢铁产量先后三次出现了接近“零增长”的现象（图 1），每一次调整对中国经济和政策方向的认识都会形成新命题：从“保增长”到“稳增长”再到现在的“强改革”。

图 1：粗钢产量累计同比 08 年以来三次接近“零增长”



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

2014 年，钢铁产量第三次拐点的出现意味着中国经济进入了经济增长旧动力加速衰退的拐点期。在这样一个宏观经济背景下，各类资产的风险收益特征将发生变化。本报告通过比较转型国家的资产价格运行特征和分析中国目前大类资产配置的环境，对中国现阶段各类资产运行的特征和配置新思维给出观点。

## 一．从国际经验看转型期大类资产风险收益特征

不同经济发展阶段增长动力和模式不同，大类资产的运行特征也有本质区别。从各国的历史实践来看，工业化发展的阶段性与大类资产的运行特征具有非常明显的类似性。

### 1. 美国：股市估值取决于企业盈利能力

历史数据显示，美国的利率、股票估值、房地产实际价格的周期都非常长。1880 年以来利率总共经历了两轮周期，股票市场估值经历了四轮周期，房地产市场经历了三轮周期。

**利率受制于通胀、经济趋势和货币政策。**1900-1920 年的工业化赶超时期，盈利提升和工业化水平提高带动资金需求上升，利率持续提高；1920 年后的大繁荣时期，随着财富积累提高和生产稳定化，资金利率下降；而后由于大萧条带来的经济下滑，利率持续下降。第二个利率周期受 70 年代到 80 年代的全球通胀影响，利率持续提升；在 1970 年代利率市场化过程中，货币类基金产品从无到有，在基金产品结构中的比重从零逐步提升到 63%，客观上也推升了利率水平（图 2）。进入九十年代后，美国知识经济发展带来利率持续下降，次贷危机以来定量宽松带来利率低位运行。

表 1：美国转型和利率市场化过程中基金资产类别的变化

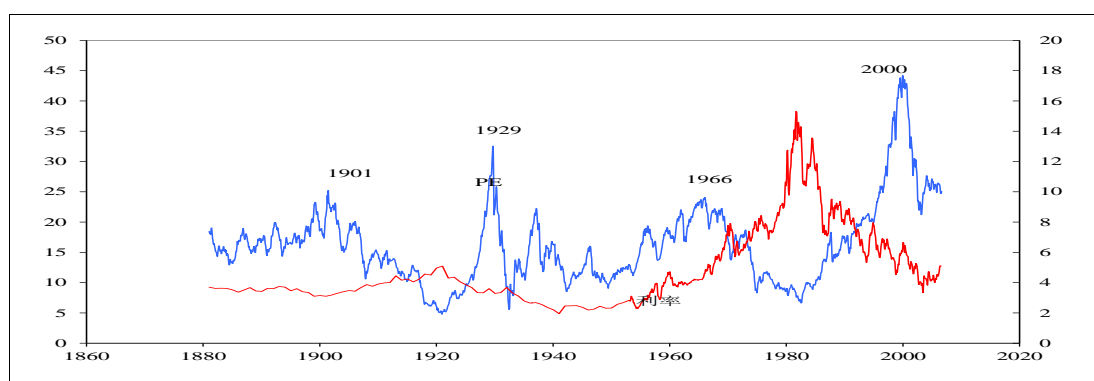
单位：十亿美元，%

时间	净资产总额	股票基金占	债券基金占	混合基金占	货币市场基金占
1970	47.6	94.75	5.25		
1974	35.8	86.37	8.94		4.75
1980	134.8	32.94	10.39		56.68
1984	370.7	21.5	12.46	3.02	63
1990	1065.2	22.48	27.35	3.39	46.78
1995	2811.3	44.43	21.3	7.48	26.78
2000	6964.7	56.89	11.65	5.23	26.5

资料来源：国泰君安证券研究，WIND

**股票估值受制于企业盈利。**从股票市场估值看，利率的顶部往往是估值的底部，反之亦然。股市的估值和企业盈利的长期趋势相对应，估值底部如果是一个长期盈利的底部，那么此后上涨的基础会非常牢固。

图 2：美国长期利率和股票市盈率走势

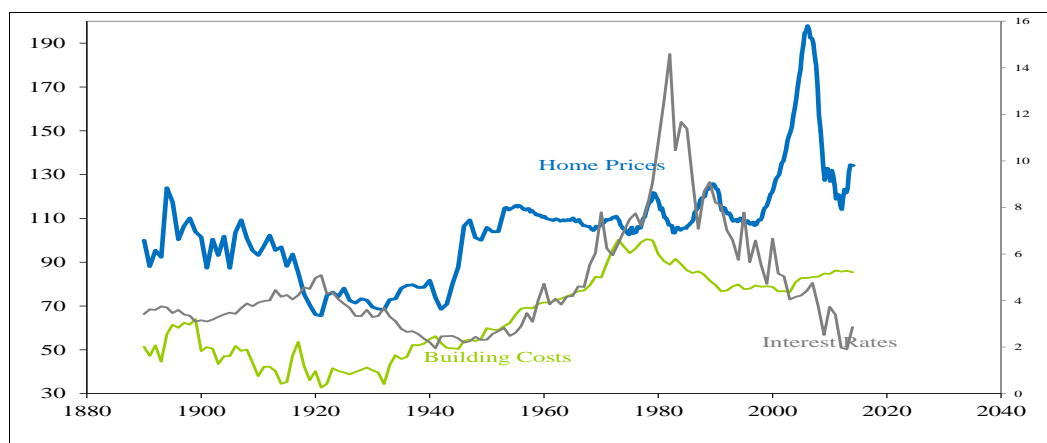


资料来源：国泰君安证券研究，《非理性繁荣》

房地产价格上涨的基本宏观环境是流动性充裕，以及在此基础上对房价走势的乐观预期。房地产价格跑赢通胀发生仅发生在 1940-60 年代、2000-2008 年两个阶段（图 3）。整体来看，现在实际房价水平和 1950 年代差不多。

通过观察美国数据，我们发现：从长期来看，资产价格的变化反映的是一个增长阶段的特征，与工业化的发展阶段相对应。

图 3：美国房地产实际价格、实际建筑成本和长期利率走势



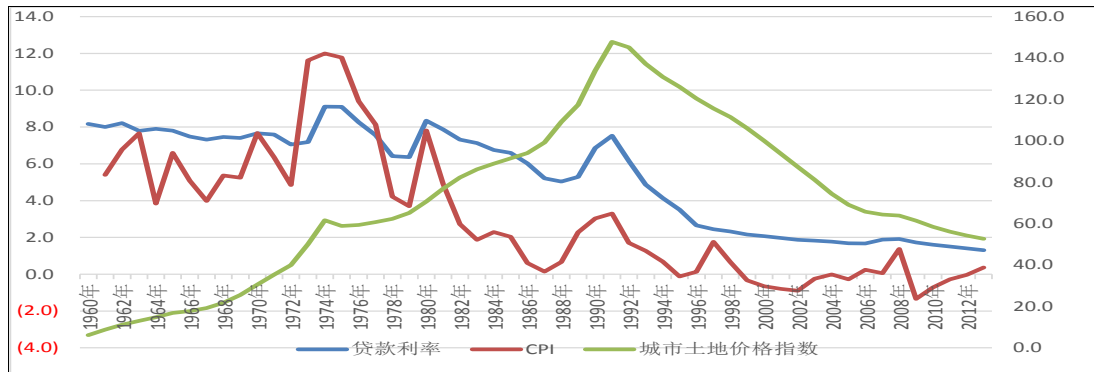
资料来源：国泰君安证券研究，《非理性繁荣》

## 2. 日本：工业生产能力和盈利能力决定了大类资产运行特征

1970 年代初期，日本进入了工业化和城镇化的成熟阶段；在这之后，随着汽车、精密机械、电子工业的全球竞争力增强，日本进入了全球化时代<sup>1</sup>，并对美国经济产生了较大的冲击。工业化中后期，随着财富管理时代的到来，贷款利率持续下行<sup>2</sup>，日本的全球竞争力快速提升，这是金融资本、产业资本和经济体制关系重塑的结果。利率市场化、金融准入和管制放松是保证顺利转型的制度基础。

从房地产市场的表现来看，自 1970 至 1980 年代，随着全球竞争力提升，外贸带来国内流动性的大幅增加，日本国内的房产、地产成为居民和企业的投资对象，房价大幅上升。1990 年代后泡沫破灭，房价一直持续下跌到现在。日本的房地产价格上涨集中在 1965 年-1974 年、1985-1990 年两个时间段，其他时间段和通胀水平类似。日本房地产价格的上涨是特殊经济阶段流动性充足、企业盈利增长和居民财富增长的结果（图 4）。

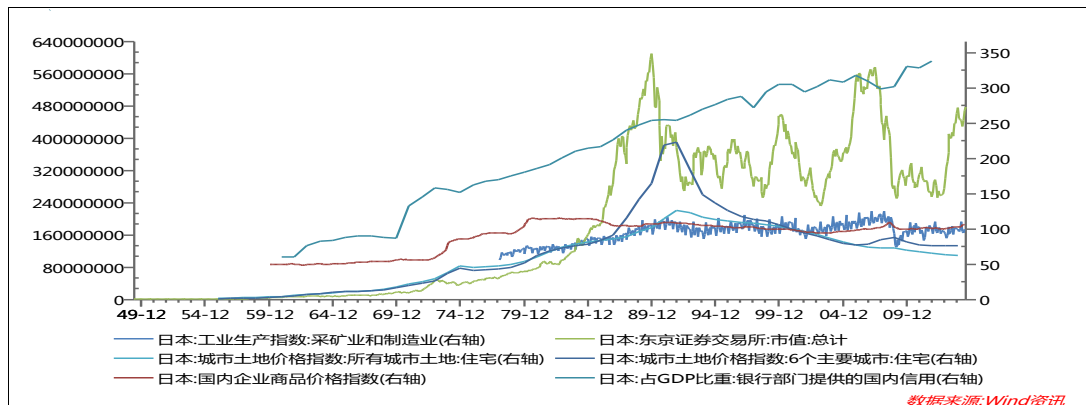
图 4：日本贷款利率、通胀和城市土地价格指数



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

从股票资产来看，工业生产指数上升伴随着股指的上涨，当工业生产能力和盈利能力见顶以后，股市整体呈现震荡格局，表现为结构性行情，与国内的产业结构调整高度相关。而国内企业商品价格指数在城镇化和工业化进入成熟期后，除受两次石油危机影响外，呈现出持平状态。

图 5：日本工业生产决定了大类资产价格的运行特征



<sup>1</sup>从工业化发展阶段看，中国类似于日本 1970 年代的日本转折期。

<sup>2</sup>第二次石油危机和 1990 年代初期泡沫经济破灭带来流动性紧张的利率上涨除外。

资料来源：国泰君安证券研究，WIND

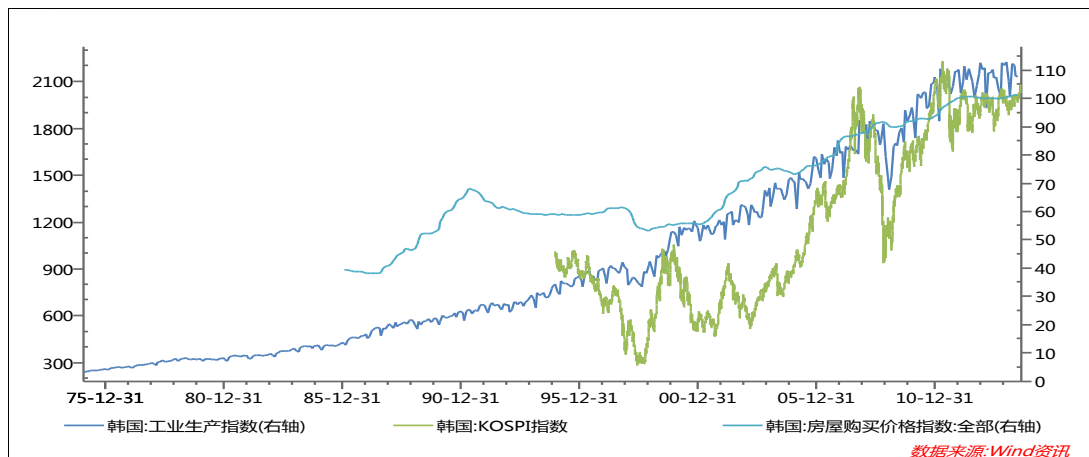
在工业化和城镇化成熟后，由于日本工业企业的国际竞争力快速提升，整个工业生产的全球化使得日本直接进入发达国家行列。当成本优势、技术优势逐步丢失与被后发国家追赶后，其产业结构面临巨大调整压力，房地产市场泡沫破灭，经济步入“失落的 20 年”。

### 3. 韩国：工业生产持续增长，股票逐步走高，利率缓慢下行

从上个世纪 70 年代开始，韩国的工业生产能力和股票指数整体上呈一路走高趋势，房地产价格也持续提升。与中国现阶段可比较的是韩国在 1990 年代初的转型期。在这一阶段韩国国内企业开始全球化运营，以反腐败为主的体制改革推动转型期的经济和社会发展。

在 1990 年代的转型过程中，由于金融市场改革滞后，使得转型的压力最终对金融系统形成破坏性影响，出现了 1997 年的金融危机。但这场危机并没有影响企业的全球竞争力，实体经济很快就恢复增长。产业结构的调整使得转型成功的企业获得了全球竞争力，股票、房地产价格继续上涨。

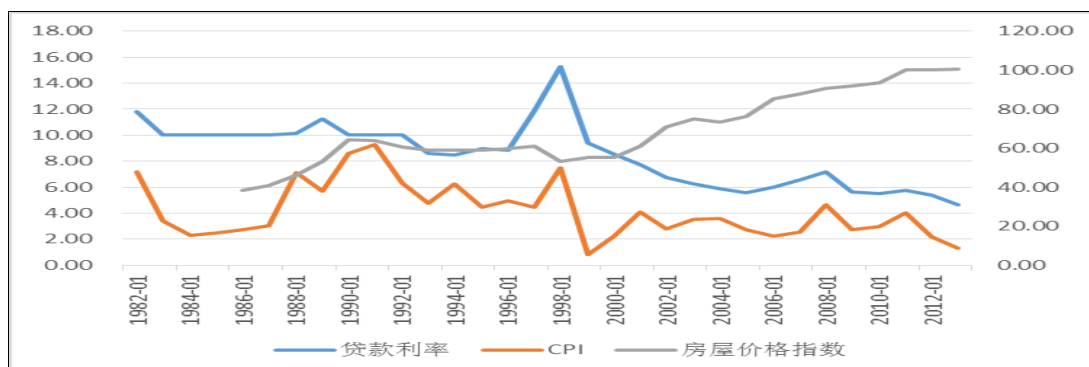
图 6：韩国工业生产能力和房价和股价持续上涨



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

从利率走势看，工业化和城镇化成熟后的财富管理时代伴随着利率的下行（1997 年金融危机期间出现的流动性危机产生利率提升除外）。

图 7：韩国贷款利率、通胀和房地产价格指数



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

总体而言，转型阶段与转型成功后资产价格上涨之间有一个较长的时期，在这期间房地

产价格走平、股票缓慢上涨和贷款利率缓慢下行。

#### 4. 企业盈利能力是决定权益类资产价格的核心与关键

通过上面的分析我们发现，在工业化后期的转型阶段，一些行业面临全球化竞争压力，企业盈利能力的重塑是带动国家经济实力再上新台阶的核心动力。

从上世纪 70 年代到 90 年代的主要工业化国家竞争模式来看，追赶国家依靠成本优势和技术创新，继续在高层次和高技术领域冲击领先国，而领先国则实行防御策略。这种情况下，谁也不会主动收缩产能，反而都竞相扩张产能，从而造成全球范围内的产能过剩。然后，国际、国内通过产业竞争拼刺刀的方式去产能。无论是上世纪 70 年代日本在汽车、电子对美国的追赶；还是上世纪 90 年代中国台湾、韩国在汽车、电子等领域对日本和美国的追赶，都形成产业结构的剧烈调整。这个过程对当时权益资产风险收益的波动造成了一定影响。

#### 5. 转型时期大类资产价格走势的主要特征

- 1) 企业盈利能力触底并逐步恢复是股票估值见底的标志。此后股市整体向上，呈现出 5-7 年的恢复期，平均年化收益率 7%。在转型期，企业盈利重塑主要依靠技术创新获赶超国内外同行，在开放经济条件下，重大产业创新力量的形成都会引起全球产业结构调整 and 竞争格局的改变，虽然这个过程可能非常缓慢。
- 2) 无风险利率在波动中下行，但期间可能受制到通胀风险、信用风险以及流动性风险的影响而出现短期上行的波动特征。
- 3) 房地产价格走平，工业盈利提高到一定水平后才会出现下一轮上涨。

## 二 . 目前大类资产配置的宏观环境：改革、市场出清和企业盈利重塑

工业化中后期，总劳动人口见顶、城镇化进入放缓阶段，基建投资需求及其相关行业也相继见顶；而市场开放使得中国工业企业必须面对全球范围内的产业竞争，尤其是汽车、电子、通信、精密制造、高端装备等产业，如果企业（产品）不能具备国际竞争力，那么盈利能力下降是必然的结果，在这种情形下，产业升级换代和经济结构转型将陷入困境。所以，改革环境下国际竞争力的形成是制造业企业重塑盈利的核心。相对而言，服务业等非贸易部门由于无需面对全球性竞争和产能过剩的压力，其盈利能力会提升会相对容易。

### 1. 三次钢铁产量零增长实际上确认了我国投资驱动增长模式的终结

中国经济在转型过程，钢铁产量出现了三次“零增长”时期：2009 年 1 季度、2012 年前 3 季度和 2014 年，这三次钢铁产量零增长实际上确认我国投资驱动增长模式的终结。2008 年第一次出现钢铁产量零增长时，大家认为投资驱动潜力仍然很大，中国工业化增长还有很长的一段路要走，于是有了四万亿的投资规划；2012 年开始对经济转型和增长速度换挡有了新的认识，逐步接受 7-8% 的增速，新型城镇化是这一时期的政策重点；2014 年虽然定向宽松，但房地产行业由于供求关系逆转引起的销量下滑和社会投资总规模的下降，再次确认投资驱动模式难以为继。

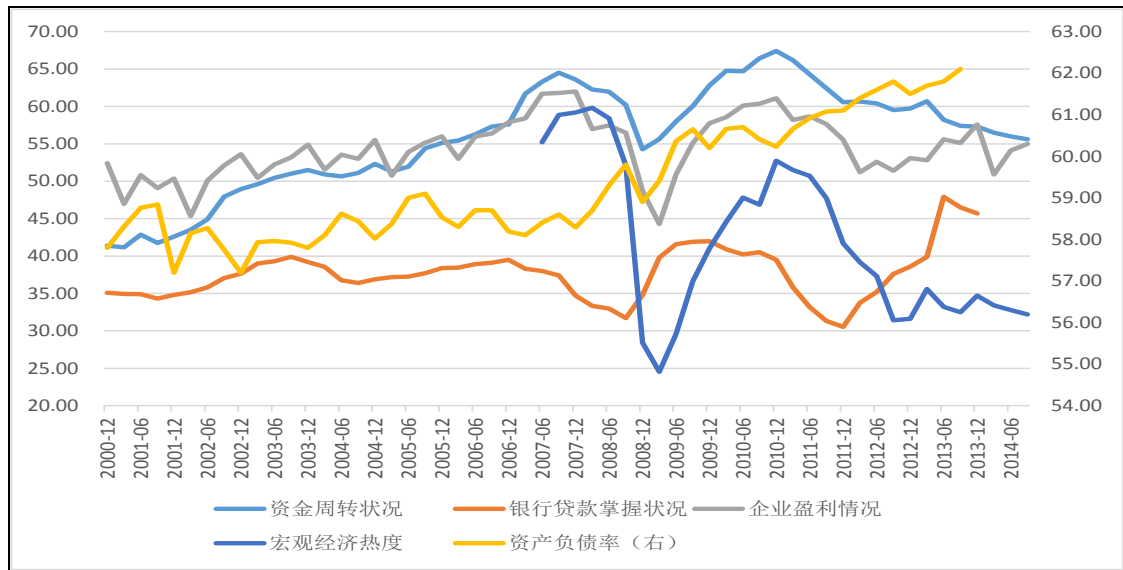
三次保增长和稳增长政策形成的直接和间接效应，使得社会各界对刺激政策的有效性递

减逐渐达成共识：只有加快改革和调整战略才能扭转困局。短期所有的稳增长措施归根到底还是为了实现中长期经济和社会体制改革和产业结构调整，宏观经济调控三个主要任务的地位和相互关系日益清晰。

## 2. 宽松信贷下企业经营效率持续回落

2014 年以来，房地产行业下行引起了投资增速下滑，外贸、消费也由快速增长期向平稳期过渡。为了稳定经济增长，政府先后采取了放松限购、出台区域规划、刺激新兴产业、促进国企改革以及过剩产能行业限产等措施。货币政策方面实行定向降准、定向融资等定向刺激政策，但融资总规模并没有因此而增长。

图 8：5000 户企业的资产负债率持续提升，盈利下滑，资金周转下滑



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

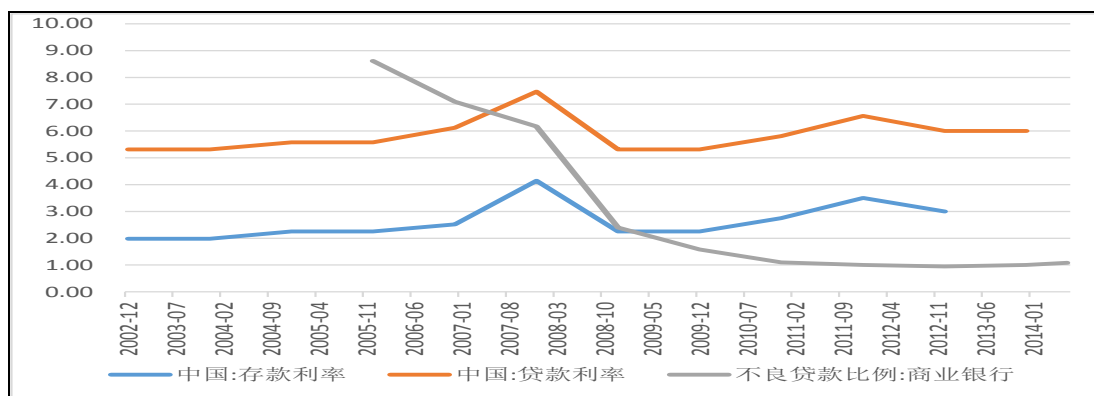
上图数据显示，2008 年以来，企业一直处于加杠杆的过程，资产负债水平持续提升，而资金周转持续速度和盈利能力却逐渐下降，银行通过放贷和展期带来的“低坏账率”使得银行的账面盈利虚假繁荣，“借新还旧”成为维持这种弱平衡的唯一途径。刺激政策加速了工业盈利能力恶化，经济绩效的改善需要结构性调整 and 改革。而市场出清是结构调整和绩效改善的前提，这就意味着过剩产能行业（房地产产业链）必须以去产能的方式实现结构调整。经济出清成为旧的增长动力的衰减和新增长动力上升的过程，在这个过程中，经济整体增速放缓，但过剩产能行业的经营效率会有所提升。与此同时，由于人口结构和产业结构的变化，产能调整不构成就业压力和收入预期改变，经济增长的稳定性相对较高。房地产行业需求见顶后价格维持平稳走势将成为常态。

## 3. 经济出清带来信用风险：高于银行贷款利率的融资加刚兑的信托

在市场出清的过程中，丧失竞争优势的企业将退出市场。企业杠杆率下降（至少不会上升）造成局部信用风险的暴露。在这个过程中，信用风险将对金融体系产生冲击。过去几年商业银行的坏账率一直维持在 1% 的水平。这与实体经济盈利水平较高的 2006、2007 年银行坏账率在 7% 左右的情况相反。企业不断加杠杆与不断的借新还旧是造成企业盈利水平下降和银行的坏账率极低并存的主因。



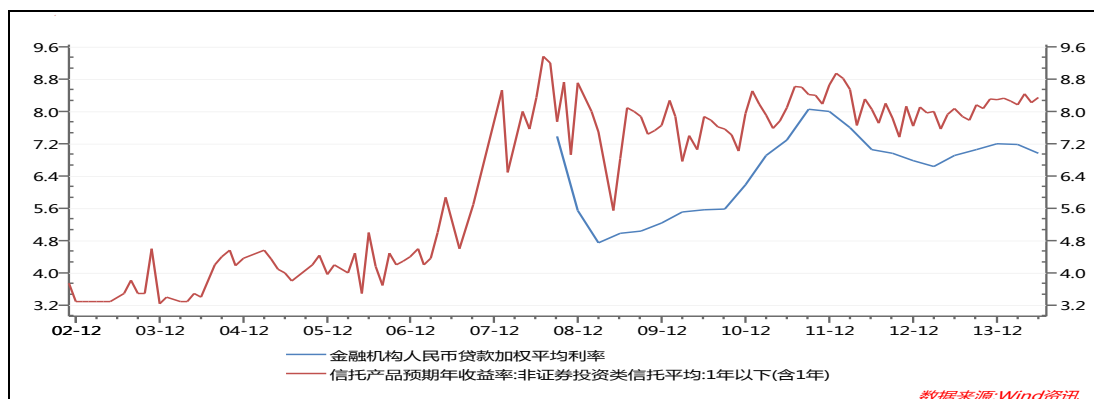
图 9：不良贷款率在杠杆率提升过程中持续低位



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

另外一个原因是其他融资尤其是信托的发展使得低质量的贷款被移出表外，信托的融资成本已经高过了银行的平均贷款成本<sup>3</sup>。通过这种比较，我们可以看出，本次经济出清的最大风险点在于信托高成本融资所叠加的信用风险，尤其是持续“刚兑”形成的信用风险拖延。一旦出现转型期的成本在金融行业体现时，信托的高成本和相对于银行的资本弱势，将使其最先受到冲击。而信托的风险将直接由理财方承担，所以这种风险更容易向投资、消费传导，造成的恐慌度也比较大<sup>4</sup>。

图 10：高于银行贷款成本且刚兑的信托隐含较大的信用风险



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

### 三．大类资产配置建议

随着经济、社会、人口结构的阶段性变化，改革逐步理顺发展机制。中国的资产运行特征与经济发展模式将发生根本性变革。在这个变革中，随着人口结构变化，中国将从创富时代走向理财社会，居民资产再配置与代际传承是这个时代的必然要求。2014 年房地产市场所表现的拐点现象和海外资产配置需求的大幅上升表明中国式的财富管理已经进入新的历史阶段。

<sup>3</sup>而 2007 年以前仅类似于银行的存款成本。

<sup>4</sup>类似的情况我们在韩国 1997 年的金融危机中看到过，由于转型期的韩国金融体系改革一直非常落后，信托形式也成为重要的融资方式，在转型期的风险爆发后，个别信托公司发生兑付危机并没有引起注意，但这种兑付危机其实是全行业风险，在这种情况下，韩国企业觉得信托合约下拒绝兑付对自己有利，很快就形成了系统风险。

## 1. 转型期资产配置需要以企业盈利能力为主要关注变量

通过国际比较，我们发现，转型后期产业结构转型和增长基础有着明显的规律。从政府主导向市场为基础的差异化发展再到熊彼特创新；产业发展战略从出口导向，向自主崛起再到全球化布局。整个工业化后期经济发展的节奏也是由企业盈利能力的重塑来决定的，企业盈利重塑的效率对股票的估值和融资的质量都有着直接的影响。

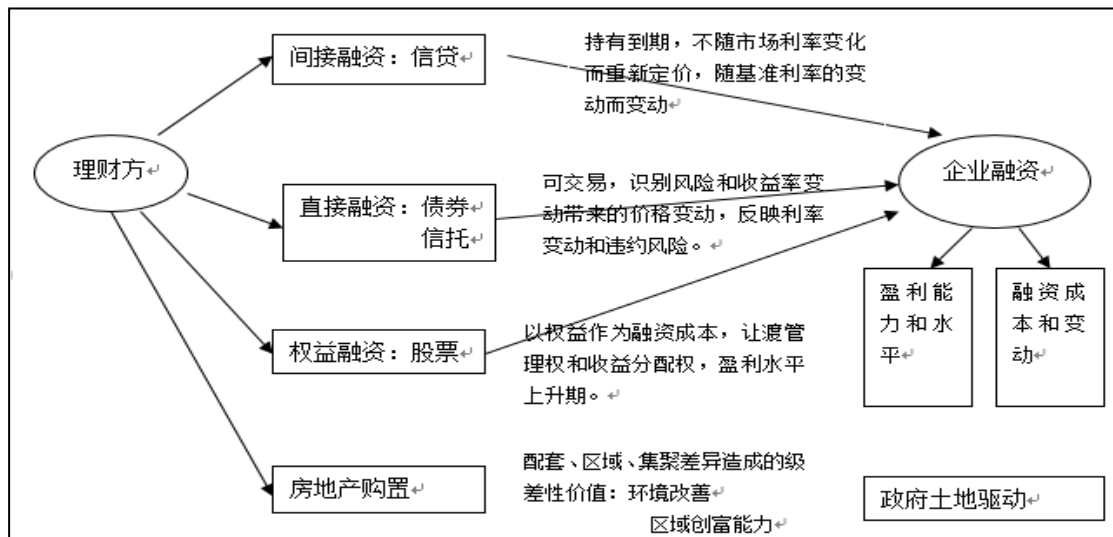
表 2：工业化转型的行业、增长因素、升级机制和发展战略规律

变迁	劳动密集型	规模经济、资源密集	资本和技术密集	技术密集	技术、知识密集
代表行业	纺织服装	钢铁、化工	汽车	电子	信息技术
行业类型	轻工业	重化工业	重工业	高科技行业	网络产业
增长因素	生产要素驱动	生产要素、投资驱动	投资、创新驱动	创新驱动	创新驱动
升级机制	低劳动成本	政府主导无差异	市场为基础有差异	熊彼特式创新	熊彼特创新
发展战略	进口替代	出口导向	高级进口替代	全球化	全球化
代表国家	越南、印尼	中国	韩国、德国、日本	中国台湾、韩、日、德	美国

资料来源：国泰君安证券研究

而在居民理财行为方面，表现为居民各类资产的再配置。资产配置的关注变量将从投资主导下信贷（决定论），向企业盈利能力重塑和辨识金融体系风险转变。

图 11：工业化后期金融市场化下的资产配置思维



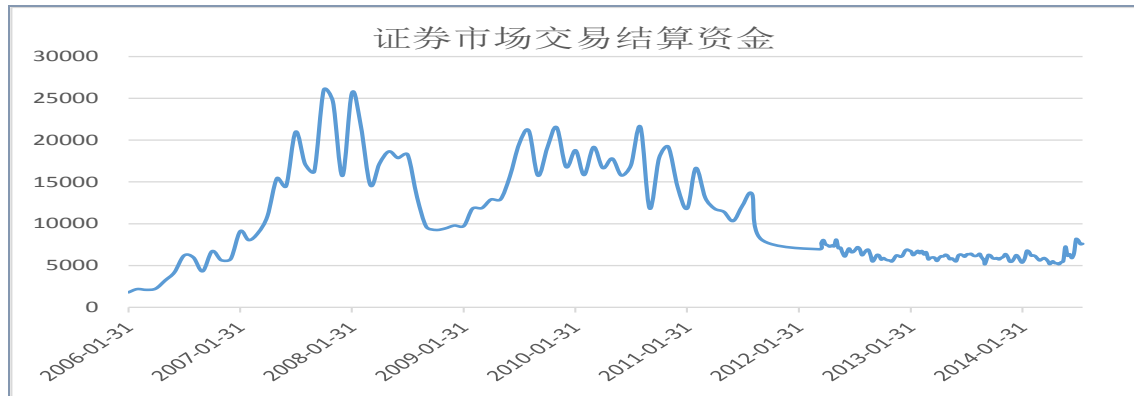
资料来源：国泰君安证券研究

## 2. 金融改革背景下资产配置既表现为结构变化也表现为新的产品组合

从工业化后期转型看，一些行业将从创富成长到产业整合背景下的结构性退出，这也是一代人的变动，社会将进入 90 后与 60 后的财富传承与管理阶段。所以转型期，战略上的资产配置与财富管理更具有实质性的意义。另外转型期各类资产的风险收益特征变化后，必然会冲击金融机构的业务结构，增加金融产品的创新。所以资产配置既是资产比例的调整，也是新的金融产品的组合构建。

从 2012 年底开始，股票市场已经出现“出清”特征。从股票市场的交易结算金额看，从 2007 年整体回落到 2012 年底，然后基本维持不动，股票市场已经出清，成为坚定投资者的场所。这意味着看空市场的人都已经撤离市场，留守者即使看空也会做多。所以从股票市场来说，看空对投资者的意义很弱，即使下跌对留守投资者来说，看空的策略也没有实质的意义。所以战术上寻找投资机会是必然选择。

图 12：股票市场已经出现出清特征

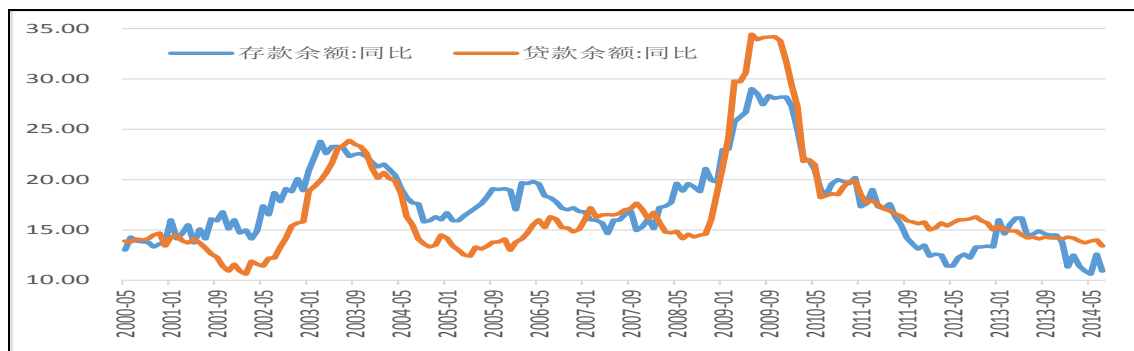


资料来源：国泰君安证券研究，WIND

利率的拐点形成后将逐步下行并伴随以波动性的增强。利率市场化变革过程中，利率上升的过程取决于银行的存款向理财的转换进程。在这个转换过程中，银行贷款增速大于存款增速产生内在的吸取资金的要求，这加剧了金融机构通过存款端利率竞争。当贷款增速开始接近和低于存款增速时，银行的压力减弱；而随着贷款增速放缓，实体经济需求平稳化，利率将整体下行。资金供需平稳化与企业盈利能力重建的顺序不同决定了利率波动的形态。

存款端利率市场化整体抬升间接融资的成本，但随着经济逐步出清，直接融资成本将逐步降低。而在这个过程中，信用风险和可能的流动性风险将使得利率波动性提高。

图 13：存贷款增速变动对利率产生直接影响



资料来源：国泰君安证券研究，WIND

### 3. 大类资产配置建议

- 1) **增加股票和权益类资产配置比例。** 转型阶段中国经济将主要依靠效率提升，企业盈利重塑将是一个比较缓慢的过程，股票市场也将相应呈现为一个周期较长的震荡上行的牛市；因此，股票资产配置较低的投资者可以逐步提高股票的配置比例，建立长期头寸；

- 2) **增持利率市场化创新产品。**从居民理财角度看，利率市场化就是一个财富再配置的过程。在这一进程中无风险收益率逐步下行，而信用风险和流动性风险的溢价将会逐渐提高，居民从存款向利率市场化的理财产品搬家带来的收益空间仍然较大。在谨慎权衡风险的前提下，可适当提高此类金融产品的配置比例，如货币基金、银行理财、信托（经风险评估）产品等包含一定风险溢价的理财产品，分享利率市场化的收益；
- 3) **降低现金和储蓄存款类资产配置比例。**债券市场前期上涨已经反映了经济下滑带来的放松预期，无风险存款利率的下降将是中长期趋势，且经济出清之后，资产价格下跌空间较小，持有现金的机会成本较高且收益较低，因此可适当减持。
- 4) **降低房地产类的资产品种配置比例。**房地产市场需求面临着人口拐点和利率市场化的双重压力，房地产价格上涨周期已经结束，其价格的中长期趋势平稳，考虑通胀、资金成本和交易成本，投资价值降低，可考虑降低配置比例。