

# 未来宏观经济走势对大类资产风险收益的影响

规划研究部 党力

宏观经济形势对大类资产的风险收益影响很大。长期来看，企业盈利影响股市的走向，利率和通胀则影响债券市场的方向。因此，对宏观经济形势的把握有利于判断大类资产收益的长期变化。

## 一、未来国内外经济形势

长期实际 GDP 增速取决于劳动增长、资本增长和技术进步等因素；而名义 GDP 增速则由潜在经济增速和通货膨胀水平决定。

### （一）中国经济步入结构调整的关键时期

未来中国经济仍处在调整期，这不仅与支撑经济增长的生产要素相关，也受短期中国财政政策、货币政策、金融监管政策和国际经济形势影响。

一是人口红利逐渐减弱。从历史的经验看，过去 50 年，一个经济体在劳动力人口不断下降的情况下，很难维持高增长。据联合国统计数据显示，2014 年中国劳动力人口（16 岁到 59 岁）出现了三十年以来的首次下降，这种趋势预计

还会持续较长一段时间。未来人口老龄化的加大、人口结构的调整对中国经济持续增长提出了巨大的挑战。

**二是全要素生产率 (TFP) 回落。**全要素生产率 (TFP) 指除劳动、资本之外影响经济增长的因素，比如制度改革、技术创新等。在中国经济发展不同时期，TFP 的贡献不同 (如表 1)，影响其变动的因素也不一样：1979-1988 年，经济体制改革解释了 TFP 变化的 84.5%；1989-1998 年，基础设施解释了 TFP 变化的 70%；1999-2007 年，经济体制改革和对外开放两者解释了 TFP 变动的 90%；2008-2016 年，研发贡献凸显，成为 TFP 增长的主要因素。尽管如此，TFP 对中国经济增长的拉动一直处于低位，远低于发达国家。根据中国人民银行的研究<sup>1</sup>，1979-2012 年，TFP 对中国经济增长的贡献仅为 30%，远低于投资的 55%。2012 年后，TFP 对经济增长的贡献出现了下降的趋势。未来中国经济要有所突破，需要依靠 TFP 的增长，而 TFP 作用的发挥依赖于中国经济结构的调整和创新能力的提升。这两者的是一个系统性的工程，长期会促进经济增长，但短期内难免有阵痛。

**表 1 中国经济增长核算<sup>2</sup>**

	<b>1979-1988</b>	<b>1989-1998</b>	<b>1999-2007</b>	<b>2008-2016</b>
实际增长率	10.06	9.59	9.72	8.42

<sup>1</sup> 中国人民银行 2014 年工作论文《我国全要素生产率对经济增长的贡献》。

<sup>2</sup> 参考王小鲁、樊纲和刘鹏 (2009) 年文章的测算方法。

要素贡献	7.18	5.54	5.78	6.02
TFP	2.85	3.95	3.84	2.32
误差	0.03	0.10	0.10	0.08

三是投资、出口受阻，增长动力面临转换。改革开放以来，中国经济保持年均近 10% 的增长，主要依靠的是投资和出口的快速增长。1992-2008 年，中国固定资产投资保持了年均 30%-40% 的增长，成为推动中国经济增长最重要的动力。2008 年金融危机后，政府强有力的刺激将经济拉回投资驱动的老模式，但 2012 年之后，这种模式难以为继，随着实体经济回报率下降，投资尤其是民间投资出现了严重下滑。预计未来投资对于中国经济的拉动效会持续减弱。此外，出口也面临着巨大的挑战。2015 年以美元计，中国外贸出口同比下降 2.8%，出现了 2008 年金融危机以来的首次收缩。虽然中国出口外贸的收缩与危机过后国际经济整体的疲软相关，但从中国经济自身来讲，劳动力、土地等资本价格的快速上升削弱了中国在制造业方面的优势，降低了出口对中国经济增长提振作用。

因此，不论从长期生产角度，还是短期需求方面，中国经济将在未来一段时间内仍处在“调整期”。

## （二）国际经济处于复苏分化期

金融危机之后，发达经济体整体进入复苏调整期，多空因素并存。金融危机后，美国经济复苏较好，但受制于特朗

普上台带来的不确定性，未来发展不确定性增大；欧洲经济遭受英国“脱欧”的影响，呈现波动式复苏；日本经济复苏虽然开始启动，但依然处于低位。据 IMF 预测，未来几年美国、欧元区和日本的经济增速或将维持在 2.5%、1.6% 和 0.6% 左右。

美国未来经济增长动能较强，但受制于美联储加息、缩表、特朗普基建政策的不确定性，不会出现大幅度增长。首先，美国家庭和企业的资产负债表调整接近尾声，有助于消费稳定增长。其次，代表企业设备投资的朱格拉周期将替代库存周期持续助力美国经济中期增长。从历史经验看，目前美国企业设备投资与私人房地产投资实际水平均处于低位，未来依然有较大增长空间。但随着美国经济不断持续好转，美联储启动加息和缩表程序，再加上特朗普的支持率持续下降导致减税、基建相关政策承诺实现存疑，未来美国经济难以实现大幅增长。

欧洲经济基本面良好，但受债务危机和英国脱欧影响，未来增速将维持目前水平。虽然，一方面欧洲经济存在很多积极的因素：欧洲家庭与企业资产负债表修复效果明显，资产负债率已恢复至危机前水平；家庭消费和企业投资中期对 GDP 贡献均在提高；主动补库存周期或将开启，营业收入和库存剪刀差持续走阔，制造业产能利用率回升至 82%；银行信贷增速均出现持续增长。但另一方面欧洲经济也存在很多

不利的因素：英国“脱欧”的不确定性没有完全释放；希腊债务和意大利银行坏账等问题悬而未决。这些都为欧元区经济的中长期复苏增添了很多不确定性。

**日本经济企稳向好，但增速仍然处于低位。**首先，日本经济基本面较弱，虽然企业资产负债表已超过危机前水平，但家庭资产负债表仍在修复之中，消费对经济拉动略显不足。其次，受益于全球经济走暖，日本未来有望进入主动补库存阶段，净出口将进一步改善。预计未来，日本经济虽然企稳向好，但不会有很抢眼的表现。

与发达经济体不同，新兴市场则步入复苏分化期，总体表现分化大于复苏。一方面，以印度和中国为代表的人口大国，在改革不断推进、内需不断增强的情况下，呈现较高的增速；另一方面，受国内政治动荡，美联储加息的影响，以巴西为代表资源型国家经济疲软进一步加剧，未来有可能陷入持续的低增长。据 IMF 预测，未来 5 年，新市场经济增速将整体回落到 4.9% 左右。

**印度经济形势相对乐观。**首先，印度目前经济持续回暖，基本面向好。从 2009 年开始，机械设备投资增速大幅回升，2016 年莫迪政府有力地解决了通胀问题，短期内印度经济出现高速的增长。其次，莫迪政府不断推进税收改革，调整经济结构，规范国内市场，为中长期经济增长创造了动力。最后，印度作为人口大国，在改革不断推进下，内需不断增强，

国内消费增长抢眼。这些都将使印度有望成为新兴市场的领军者。

**巴西未来经济形势不容乐观。**首先，受政治因素与通胀困扰，巴西从 2014 年陷入增长困境后难以恢复。其次，美国已经开启加息进程，将在未来 3-6 年内限制巴西的降息空间。再次，在目前降息模式下，巴西经济增长，可能会引发通胀回调。最后，受制于巴西国内政局变化，政治动荡或将导致经济增长乏力。

## **二、企业盈利变化**

宏观经济走势决定了企业盈利的方向，随着全球经济整体缓慢恢复，企业盈利逐渐改善，但有明显分化。具体来看，中国企业盈利随着经济增速中枢下移，增速放缓；发达国家企业盈利缓慢恢复；新兴市场国家企业盈利分化加大。

### **（一）中国企业盈利增长整体趋缓**

宏观经济与企业盈利水平密切相关。2008 年以来，中国企业盈利如同宏观经济一般整体下落后回调。从工业增加值来看，2010-2016 年工业增加值增速从 15% 下降到 6%。从企业盈利来看，2010 年以来上市公司和工业企业盈利水平不断下降；受供给侧结构性改革的影响，2016 年至今，工业企业利润总额累计同比增速由负转正。经济的基本面已经不能支撑企业盈利的高位增长，缓慢趋降是大概率方向。

**受宏观经济基本面的影响，中国企业盈利增速中枢下移，**

**呈现波动的态势。**一方面，受中国经济增速中枢下行、去杠杆等因素影响，中国企业的利润增速大概率将跟随经济下行；另一方面，我国经济结构正在转型升级，不同行业分化明显，企业盈利差异较大。以能源、原材料为代表的传统行业盈利增速下行，但以服务业和科技业等新兴产业的利润增速提高或保持在较高水平。产业结构的调整带来行业盈利的分化使得企业整体盈利会呈现一定的波动。

## **（二）发达国家企业盈利复苏好转**

过去十年，发达国家企业盈利从大幅亏损转变为逐步改善，主要得益于发达国家宏观经济基本面好转和量化宽松政策的刺激。目前，考虑到美联储加息和缩表、英国“脱欧”的后续影响逐步释放等不确定性因素，预计发达国家企业盈利改善的路程会较为曲折和漫长，整体温和复苏。

**美国企业盈利有望进一步改善。**一方面，美国家庭资产负债表调整已接近尾声，经济处于设备支出周期起点以及库存周期上升期，企业盈利还会改善；另一方面，如果特朗普推进的减税、基建等刺激政策能够得到落实，预计美国企业盈利增长有望进一步提速。从行业角度来看，受益于消费升级，医疗保健行业和日常消费行业增长可观。

**欧洲企业盈利或呈现前高后低的走势。**企业盈利预计在2018年达到高点。这是因为一方面目前欧洲家庭与企业资产负债表修复效果明显，银行信贷增速和制造业产能利用率回

升，德国有望开启新一轮设备制造周期；另一方面英国“脱欧”存在较大不确定性，又令经济前景承压。分行业来看，以电信、信息技术产业为代表的高科技行业盈利较为乐观，这主要得益于 5G 网络技术发展将深刻影响传统通信产业，为行业带来技术红利；受国际环境的影响，以能源、房地产行业为代表的传统行业前景不容乐观。

日本企业盈利受经济增长形势、汇率大幅度波动的影响，预计也将呈前高后低走势。企业盈利增速预计在 2018 年达到高点。其中，尤其以新能源和电信行业表现最好，这主要得益于日本产业结构调整 and 5G 网络技术的发展，将不断巩固日本在新能源、电信电子行业的优势。但由于汇率波动的影响，部分传统行业企业出口会面临较大不确定性，影响企业盈利增速的稳定。

### **（三）新兴市场国家企业盈利分化**

2008-2016 年，新兴市场国家企业盈利增速均经历短暂的复苏，随后分化。金融危机后，各国纷纷采取宽松的货币政策，随后由于政局稳定性、经济外部依赖等差异，新兴市场国家企业盈利出现了结构性分化。具体表现以印度为代表的人口大国企业盈利增长强劲，2016 年上市公司净利同比高达 14.3%；以巴西为代表的资源型国家，身陷通胀和政局不稳泥潭，上市公司企业净利增速下滑。

预计未来新兴市场国家企业盈利将继续分化。从新兴市



场国家 GDP 同比和归属母公司净利同比增速看，两者走势基本一致。一方面，受经济增速提升、短期不利因素的消除、产业结构升级和政策体制改革的影响，印度企业盈利增速中枢水平有望提高；另一方面，受政局稳定、经济发展模式、汇率和未来国际大宗商品价格波动的影响，巴西等国企业盈利将难以恢复，有可能继续下跌。新兴市场国家企业盈利水平结构性分化不断加剧。

### 三、资产风险收益表现

#### （一）中国大类资产风险收益表现

中国经济整体步入结构调整的关键时期。经济增速逐步放缓企稳，呈现 L 型；通胀水平保持低位；金融监管和货币政策维持缓中趋紧。未来中国经济增长水平将逐步探底，增长中枢下降，企业盈利水平也将受宏观经济的影响，维持较低增长。未来中国大类资产的收益具体表现为：

从收益的角度，股票市场未来长期收益将低于历史长期收益，债券市场将与历史长期收益相接近，另类投资的长期收益虽然会高于股票市场和债券市场，但相比历史长期收益有所降低。

从风险的角度，由于金融监管的加强影响，未来中国 A 股市场、债券市场和另类投资的波动率将呈现逐步降低的态势，长期的波动率将处于历史低位。

#### （二）发达市场国家大类资产风险收益表现

从收益的角度，虽然近年来低利率的市场环境使得发达国家股票市场收益率出现了迅猛的上升，但随着经济复苏和货币政策转向中性，股票市场的未来长期收益不会高于历史长期水平，并且有可能低于近期的表现。美国债券收益率可能会持续领跑，欧洲会随后跟上，而日本债券未来的收益率可能较其他两国要弱一些。各国另类资产收益稳定，表现高于股票市场和债券市场，将与历史水平接近。

从风险的角度，各类风险资产的波动会加大。长期来看，由于英国“脱欧”和日本经济复苏不确定性，欧洲、日本股市的波动水平明显高于美股；但由于美联储加息和缩表预期，以及特朗普基建政策存疑，美债的波动水平将会高于欧债，也高于日本债券。

### **（三）新兴市场国家大类资产风险收益表现**

新兴市场国家由于国际分工、产业结构、资源禀赋的不同，经济和企业盈利出现结构性分化，并有加大趋势。印度会继续保持高速的增长，而巴西等国家由于政局不稳，经济增速可能保持在较低水平。预计未来新兴市场国家各类资产的收益和风险也将呈现出分化的趋势，具体表现为：

从收益的角度，新兴市场股市的收益将大概率整体高于发达国家的股市收益水平，接近甚至高于历史长期水平，但内部会出现结构性分化。其中印度市场受宏观经济强势支撑表现值得期待；巴西股市未来则可能收益大宗商品价格上涨

存在一定投资机会，但受经济和政治风险影响，波动性会加大。债券收益率整体与历史水平相当，但巴西等国受到国内政治局势的影响，波动性较大。另类资产收益将保持较高收益率，尤其随着 5G 技术发展，印度 PE 和 VC 投资可能会产生高额回报率。

从风险的角度，新兴市场股票波动率整体上高于发达国家，且分化严重。以印度为代表高增长国家将出现高收益与较高波动并存，以巴西为代表的资源型国家将呈现低收益与高波动并存。