



人大重阳

研究动态

第 40 期

2014 年 3 月 26 日

中国转型期面临六大弯道超越

中国人民大学重阳金融研究院联席理事长

裘国根

上海重阳投资管理有限公司董事长兼首席执行官

当前，正值我国全面深化改革的关键时期，也是经济增速和发展方式的弯道期。与此相伴，居民财富增值方式和分配格局也将经历弯道，一如赛车、速滑、径赛等竞技体育项目，弯道相对直道而言，不仅需适度降速，而且充满了各种不确定性。面对弯道，无论是竞技体育还是财富管理，原有格局极有可能发生深刻变化。由此，无论是领先者还是落后者，都需洞察弯道属性，优化弯道技术，争取保持领先或超越对手。



弯道变革

中国经济发展亟待的变革是全方位的，而资本市场最为关切的变革主要体现在六个方面，包括利率市场化、房地产调控方式转变、人民币资本项目可自由兑换、股票发行注册制改革、国企改革、移动互联运用。对于投资者而言，变革既是严峻的挑战，又是不可多得的机遇。

1. 利率市场化进入下半场

在市场无形的手和政府有形的手的合推下，我国利率市场化实质上已经“赛程过半”。贷款利率已基本实现市场化，各商业银行依据风险定价原理确定贷款利率，目前不同信用级别借款人之间的贷款利率价差之大是空前的。

尽管政府没有完全放开存款利率管制，但在形式各异的影子银行和互联网金融的冲击下，我国存款利率目前也已经实现准市场化，商业银行负债端即存款成本的上升趋势也从侧面佐证了这一点。当前我国信用债的市场化程度低于银行信贷，其主要障碍在于刚性兑付预期未被完全打破，如果刚性兑付预期能被有序打破，我国信用债市场将迎来一个崭新发展期。

当前社会普遍反映的所谓“流动性紧张”的现象恰恰是我国利率市场化深化的体现。近期反映无风险利率水平的银行同业拆放利率、回购利率，都较去年年底大幅回落，一年期国债收益率也大幅回落近 100 个 BP。所谓“流动性紧张”，大多是面临转型压力企业的切肤之痛，而这个现象的另一面则是商业银行依据风险定价原理，来理性投放信贷的体现。相比之下，那些财务稳健、现金流良好的企业，或有灿烂前景的创业企业，不仅不存在所谓“流动性紧张”压力，反而对商业银行有一定的议价能力，因为它们可以借助资本市场获取比信贷更有效率的



资金。由此，当前的“流动性紧张”是结构性的，是我国利率市场化走向深入的标志，也是我国金融去杠杆过程中，部分有转型压力和处于创业初期的风险企业必须面对的挑战。

2. 房地产调控因地制宜

房地产调控方式正在悄然发生变化，因城因地实施分类调控将成为未来几年房地产调控的主基调。房地产尽管是特殊商品，但只要是商品，就不会只涨不跌。经历十余年的牛市，随着各种因素的变化，我国房地产系统性牛市已告终结，未来房价走向的结构化特点将进一步显现，房价在不同区域不同城市间，有涨有跌的均衡局面将维持一段时间。

同时，全面深化改革需要稳定的经济环境，而房地产及相关行业在经济和金融领域的直接影响范围广、程度深。只要我国经济发展方式尚未有突破性进展，相关房地产政策包括房产税的推进进程，就不支持也不会容忍房价全面大幅调整。

3. 资本项目开放稳中求进

作为金融改革的核心领域之一，我国资本项目开放相对谨慎，明显慢于利率市场化进程。但从维护金融安全 and 经济稳定的角度出发，资本项目开放不确定性大，因此通过稳中求进的方式实现人民币资本项下的可自由兑换无疑是正确选择。

最近，央行宣布扩大人民币汇率波动区间至 2%。上证所理事长桂敏杰在“两会”期间也表示，证监会已批准上证所今年筹建面向国际投资者的上海自贸区国际金融资产交易平台。种种信号表明，政府相关部门正在积极稳妥地推进资本项下可兑换。

实现人民币汇率真正市场化，资本项目开放是必要条件。在人民币资本项目开放上，社会上有疑虑，更有争议。对于未来改革，《中共中央关于全面深化改



革若干重大问题的决定》中已经明确了方向，要“完善人民币汇率市场化形成机制……推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换”。

4. 股票发行注册制改革渐行渐近

如各项铺垫准备工作进展顺利，预计明年下半年 A 股发行将实施注册制。注册制的核心是监管者行使有限权力，监管权力主要体现在发行者事前信息充分披露和事后严格监管上，把市场还给市场，让发行者和投资者进行充分博弈，使市场充分发挥其融资和投资功能。

注册制改革是继股权分置改革以后，我国资本市场又一重大制度变革，注册制的实施将基本出清 A 股市场自身制度缺陷，为资本市场和实体经济的良性互动奠定制度基础。放眼长远，只有实现股票发行市场化和资本项目开放，A 股市场才能真正融入全球资本市场体系。

5. 国企改革分类推进

十八届三中全会首次提出，将对国企进行分类监管，准确界定不同国企功能，从而进行更有针对性、更有效的监管改革。国资委副主任黄淑和去年 12 月 19 日在国新办介绍深化国企改革等有关情况的发布会上表示，混合所有制是当前及今后国企改革的“重头戏”，要加快国企母公司层面的改革，优化国企股权结构。国企股权结构优化有四种方式：第一，涉及国家安全的国企，采用国有独资形式；第二，涉及国民经济命脉的国企，保持国有绝对控股；第三，涉及支柱产业和高新技术产业的重要国企，保持国有相对控股；第四，国有资本不需要控制并可以由社会资本控股的国企，可采取国有参股形式或者全部退出。



笔者认为，社会资本参与国企改革，有两点需要特别注意：一是要有理性负责的预期，不要期望我国出现类俄式国企的私有化改革；二是要结合自身技术、管理、商业模式、品牌等优势参与国企股权结构优化改革中的第三类和第四类方式，尤其是第四类国企改革。

6. 移动互联的科学运用

当前，在经济社会层面，中国进入全面深化改革时代，而在信息技术层面，中国与全球同步进入了移动互联时代。

正如每一次新技术的诞生和应用都会对社会经济格局带来相应变化，移动互联必将对当今中国经济社会产生全面深远的影响。同时，移动互联时代带来的机会和挑战也需客观地区别分析。

移动互联对不同行业的影响各异。有些行业因移动互联而诞生并发展壮大，如腾讯的微信创造了一个崭新的市场。有些行业将因移动互联网的出现产生颠覆性的变化，如苹果手机对诺基亚的革命。而对另外一些行业，互联网和移动互联的运用将使行业竞争格局发生变化。不少传统行业应归于此类，如金融业，互联网和移动互联对金融业的影响是深远的，但它是“定语式状语式”的影响而非“主语式”的影响：互联网将大大提升金融业效率，但不会改变金融业的本质属性，如不会改变银行业对风险管理和风险定价的要求，不会改变保险（放心保）业对精算的要求，不会改变投资银行、资产管理、信托等金融行业极强的专业属性。

弯道超越

面对充满诸多挑战、机遇和不确定性的弯道，我们如何实现弯道超越？



在思考这个问题时，笔者想到了杠铃策略。杠铃策略在投资上的运用，是不主张中庸之道，不主张均衡用力，而是把全部力量分布于两端：一端是极度的风险厌恶，以防范罕见风险的发生；一端是极度的风险偏好，用于积极进取。就像一个人如有 10 分力，不是把 10 分力平均分布在整条线上，而是把全部力量分布在这条线的两端，5 分用于防范极端情况下的风险，5 分用于出现机会时的果断出击。

在全社会金融去杠杆化的今天，机遇与挑战并存，杠铃策略的实施可从两方面入手：一方面要保持资产负债表的稳健，并时刻防范资产的流动性风险；另一方面，越在主流预期悲观的时候，越要紧盯可能出现的投资良机，敢于果断出击。

结合前面对利率市场化、房地产调控方式转变、人民币资本项目开放、股票发行注册制改革、国企改革和移动互联的分析，笔者认为，在弯道期，投资策略需以杠铃策略为基础，按以下思路调整大类资产组合：

首先，要适度降低资产组合中的房产比重。尽管我国房产的刚性和改善需求依然强劲，房产的居住属性不可替代，但考虑到房价已居历史高位，加之居民资产组合中房产占比已高达 60% 以上，因此房产继续升值的空间有限，其投资属性在未来相当长的一段时期内将逐渐弱化。

其次，要牢固树立理性的股权定价理念，提升资产组合中优质股权资产的比重。我们切不可忽视股票发行注册制改革和人民币资本项目逐步开放对 A 股市场的深远影响，目前是逐渐调整投资组合买入被严重低估的优质股票和股权资产的绝佳时机。

再次，需提升对债权资产的风险识别和风险定价能力。在利率市场化快速推进的今天，刚性兑付正在被打破，只要深入研读目前市场上各类所谓“无风险资



产”的合约，不难发现其畸高的“无风险收益”是伪的。对于低风险偏好的资金，要回避风险收益不匹配的高风险资产，吸纳在短期利率高企背景下被低估的优质资产。对于有一定风险偏好的资金，可使用主动型投资策略。主动型债权资产投资策略需做好两方面的功课，一是预测利率，二是发现被错误定价的债权资产。

综合前文观点，笔者认为，我国经济已进入全面深化改革的转型期，而居民财富增值和分配格局也将再次步入历史关键期。如何在变革时代洞察机遇与风险，稳中求进地积极布局，将最终决定我们是弯道的超越者还是被超越者。

中国人民大学重阳金融研究院

电话：010-62516305

官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn

邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：[@人大重阳](#)

公众微信号：[rdcy2013](#)