

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

2020年宏观利率年报

章左昊
2019年12月

- 由于本人能力和精力有限，本篇利率年报没法向优秀的同行一样洋洋洒洒写出上百页的内容，但我们坚持独立研究，不追求内容的完满，而追求角度的新颖和找寻问题的关键。
- 以下内容均是针对过去一年和未来一年中最关键的一些争论点中我们觉得被市场所忽视的一些信息和逻辑，当然由于我们力求“与众不同”，难免“剑走偏锋”，如有不足或是谬误之处，还望各位读者朋友指正。

目录

01

OPTION

基本面十问

02

OPTION

政策观察

03

OPTION

海外经济

01

PART 01

第一部分 基本面十问

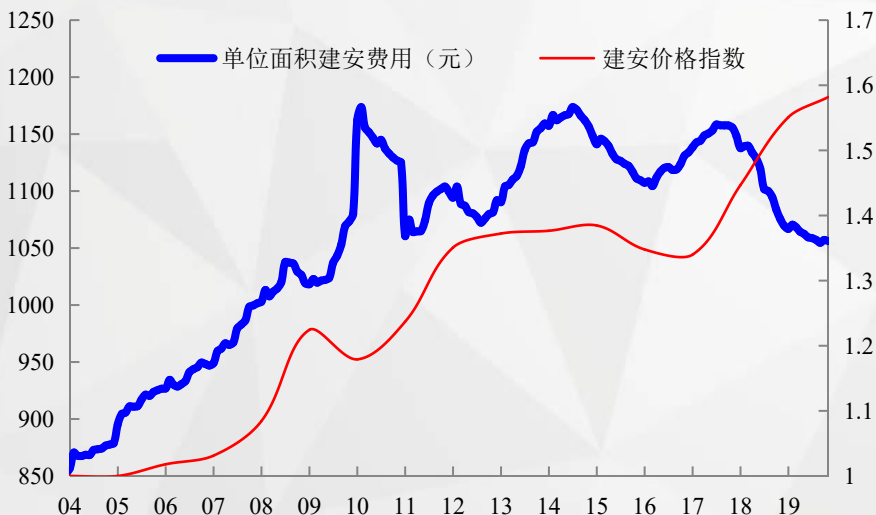
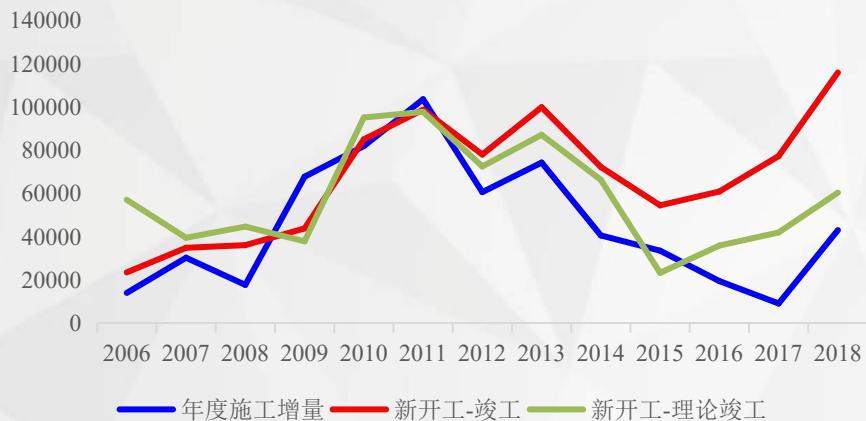


Horizon Insights
弘 则 研 究

TYU division					
GHT	254	550	254	274	154
RDW	550	320	754	273	825
TRG		450	144	364	954
RTG		650		657	276
WEF	784	145	124	752	741
HRT	453	784	954	241	0941

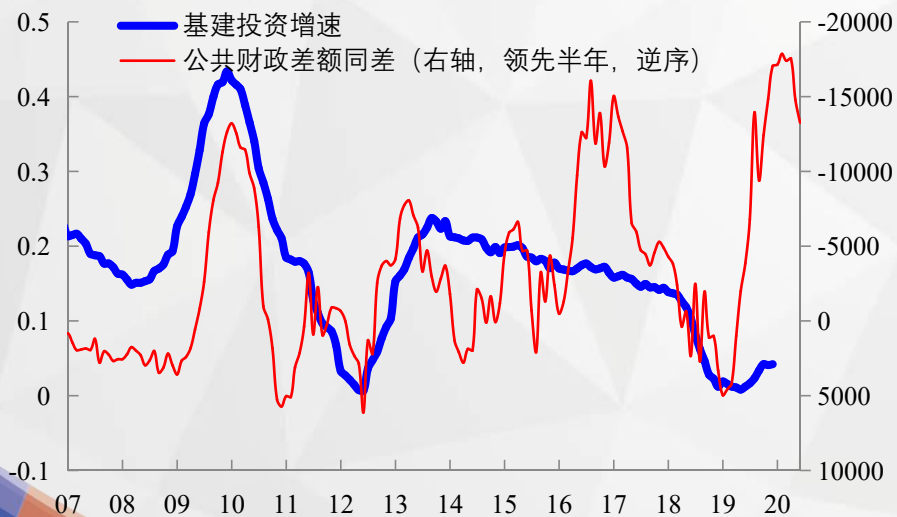
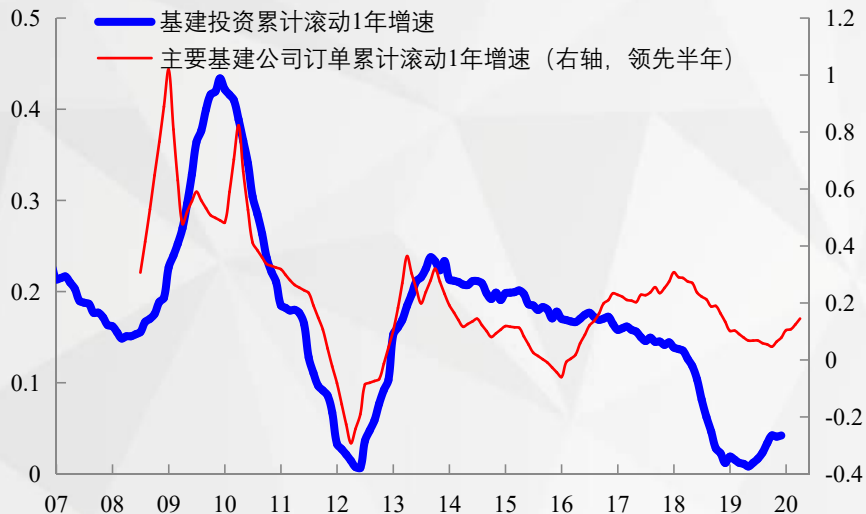
► Q1: 地产施工会不会崩

施工面积流量测算

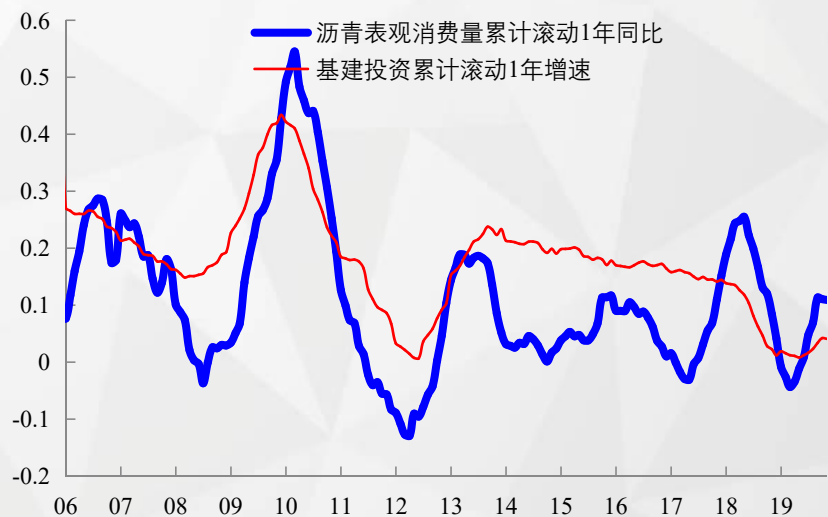


- 第一个问题是，地产明年会不会崩。这个问题有很多线索，大部分我们都在地产年报当中分析过了，这里就分析其中最关键的一个结构性问题，即地产施工的停缓建现象。
- 左上图可以证明施工面积低于合意水平（具体数据计算方式和逻辑参见地产年报），也即存在停建。
- 左下图可以证明存在缓建。用建安投资费用/施工面积，得到单位施工面积建安费用；再与统计局公布的建安投资价格指数（将同比转化为绝对值）作比较，可以发现17-19年出现了非常明显的背离，在建安价格指数理应大幅上行时，却出现了实际建安支出的走低，意味着存在非常显著的缓建。
- 综合而言，地产施工部分的停缓建拖累了过去的地产投资，但将对未来的地产投资形成支撑，也即明年地产不会崩。

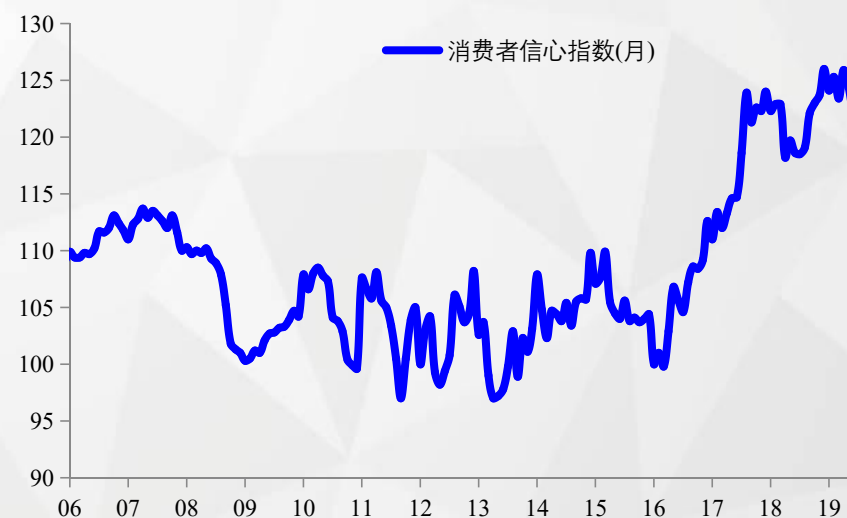
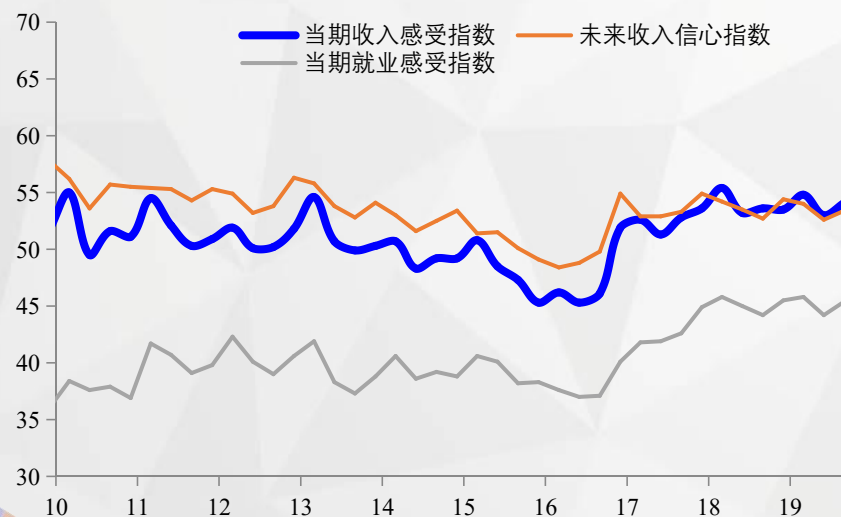
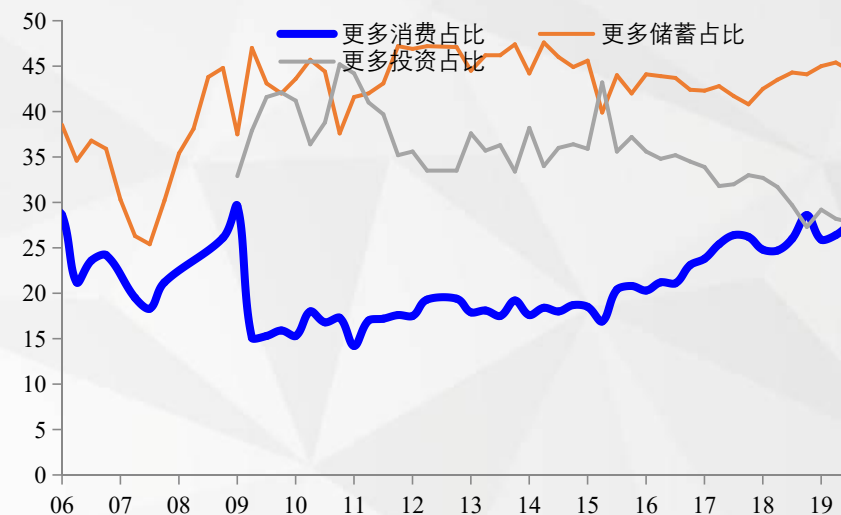
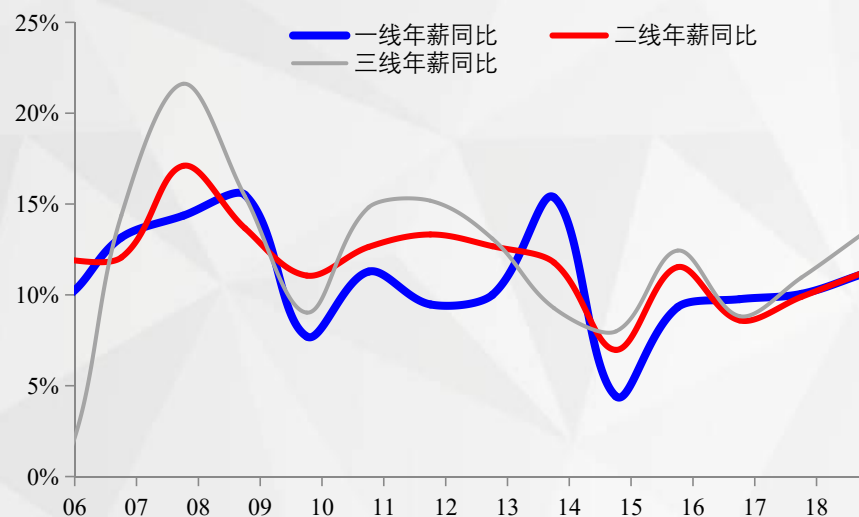
► Q2：基建能不能起来



- 第二个问题是，基建能不能起来。回答这个问题之前，先要回答为什么今年起来的这么弱。原因是时候未到，从领先指标基建公司订单来看，今年Q3才是基建投资真正落地的拐点，所以今年基建一直不及预期是因为钱投下去了但还未到位（如财政赤字扩大了，但订单迟迟未起）。而从目前的领先指标和同步指标综合来看，基建明年继续改善毋庸置疑，幅度也不会太低。

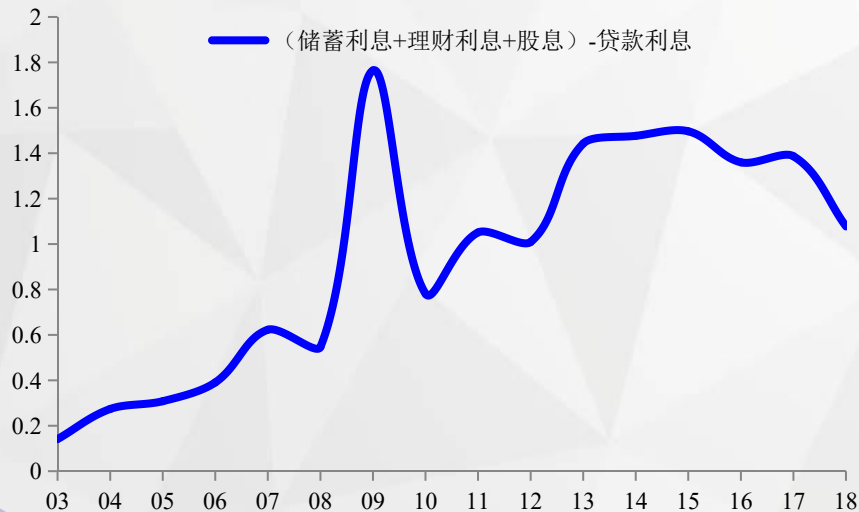
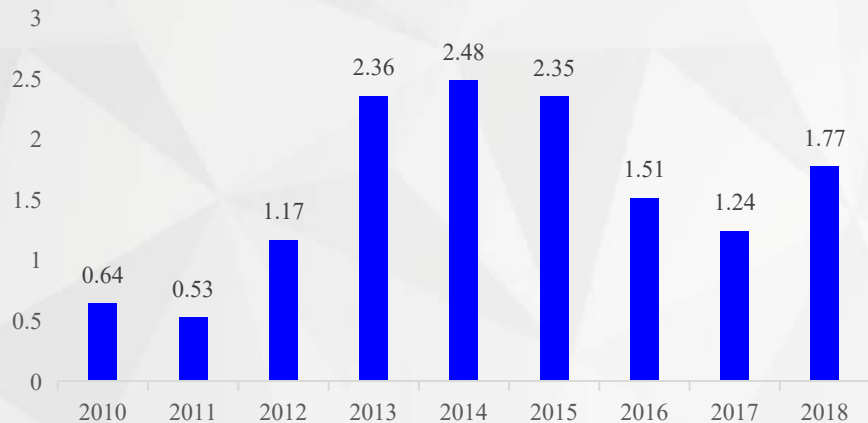


► Q3: 居民消费意愿和能力几何



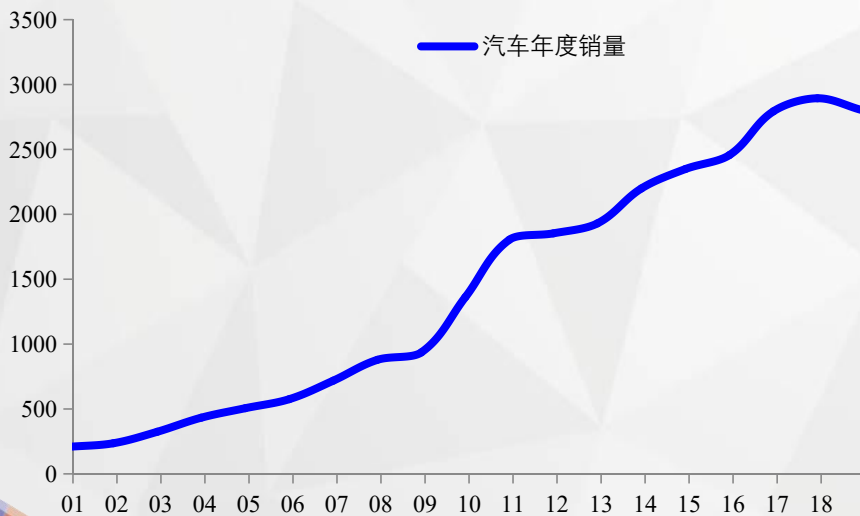
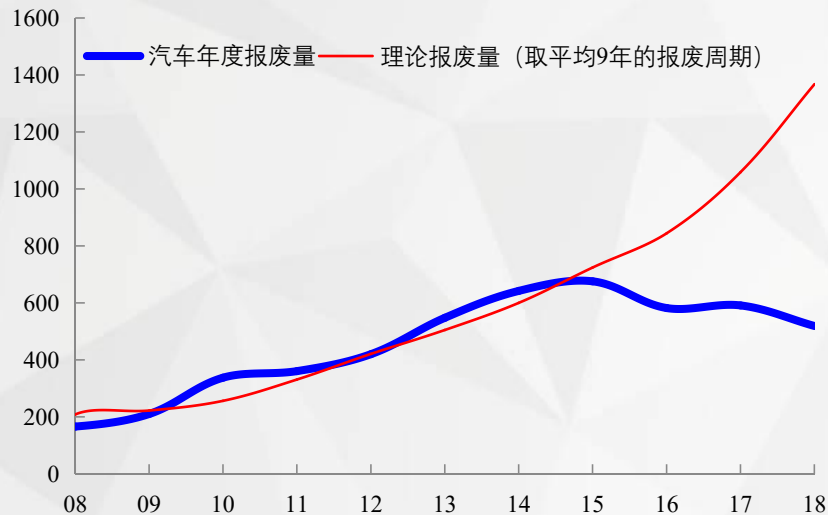
► Q4: 居民高杠杆是否开始制约消费

居民现金流量结余(万亿)



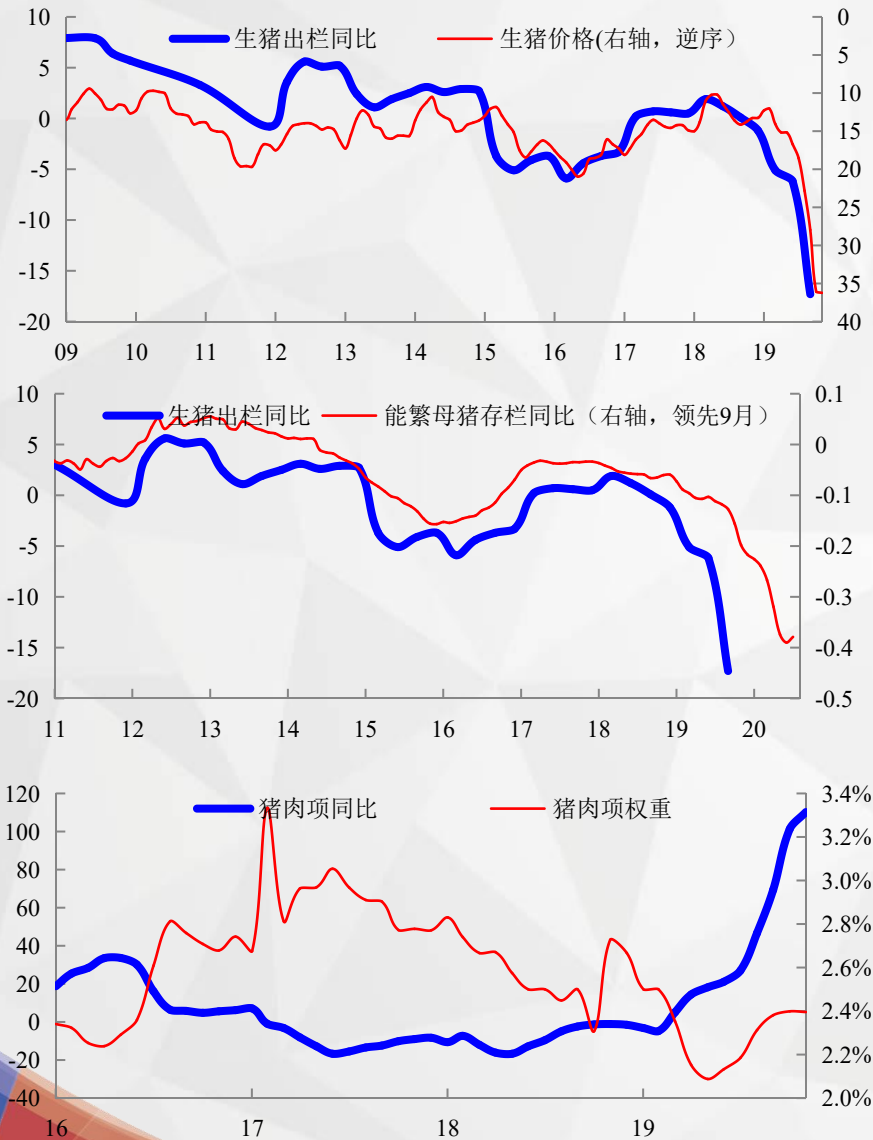
- 第三和第四个问题是关于消费的。在上一页中，我们看到居民工资增速17-18年非但没有下行反而是小幅反弹的，这证伪了居民收入下滑导致消费下滑的逻辑；其次，从央行的问卷调查和消费者信心指数来看，17年至今居民的消费意愿也丝毫没有受到整体经济下行的影响而下滑，反而是有所改善的。
- 那是不是因为杠杆过高抑制了消费呢？也不是。杠杆率的绝对值并无意义，要看的是杠杆率的边际变化速率或是杠杆率乘以负债利率之后的偿债压力（杠杆率本身是个很奇怪的定义，总债务/名义GDP，既不是资产负债率也不是利息收入比）。
- 更完整的衡量方式应是刻画居民现金流量表，从我们计算的居民现金流量表看，总结余量18年并没有恶化，利息结余确实有所减少但也远远高于0值，从这个角度看，居民现金流也不是抑制消费的原因。

► Q5: 汽车消费为什么那么差



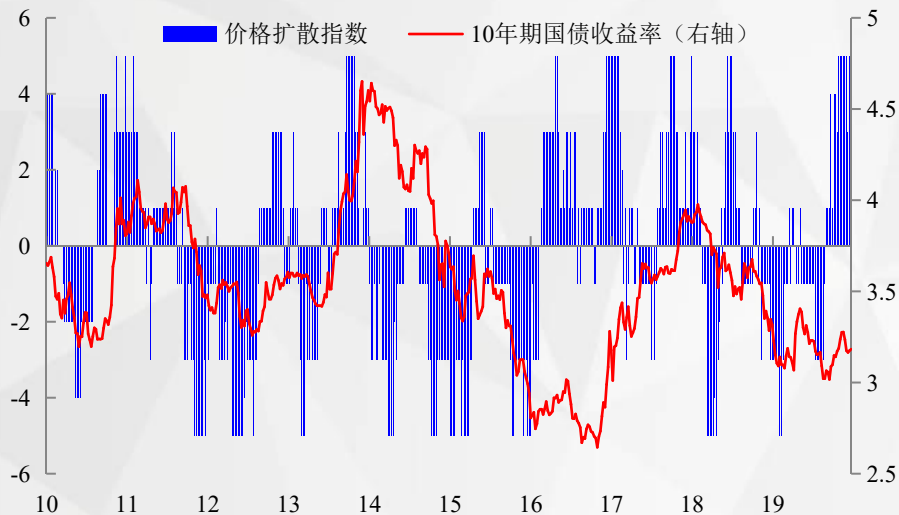
- 接着第三第四个问题，那为何消费那么差？自下而上来看，主要就是汽车特别差，自上而下来看主要是地产销售被政策按住之后，财富效应和消费活动均受到显著压制。
- 对于汽车为何特别差，我们认为除了地产被限制以外，主要还是行业政策也不友好导致了一个极其异常的情况——报废量显著偏低。
- 计算汽车销量和保有量增量之差即可得到年度报废量。拿9年的平均报废周期去拟合实际报废量，可以看到在08-15年之间两者基本完美拟合。但从16年开始，实际报废量绝对值居然开始下行，且显著低于理论报废量，18年单年低了近800万辆。
- 报废行为显然不会在一两年之间发生突变，除非有外部重大变化，这个外部冲击我们认为就是购置税政策和国五切国六政策导致的换车行为的滞后，而车早晚得换，再考虑上09年开始汽车销量爆发，后续新增的报废量也会迎来爆发，两者的合力可能将推动汽车消费在未来两年迎来大爆发，当然前提是需要一定的政策刺激。

► Q6: 猪对cpi的影响

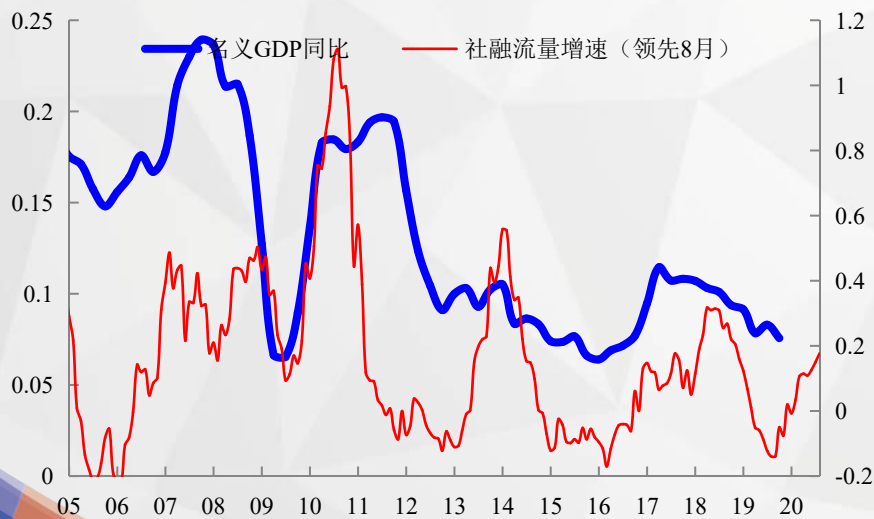


- 第六个问题是猪对于CPI的影响有多大？在绝对价格方面，很有可能会在明年1月份创出新高，并在明年年中之前都居高不下。从同比上看，读数最高的时候应该就在明年1月份。但是往后走，猪肉项同比也会掉的非常快，所以CPI前高后低是毋庸置疑的。
- 但还有一个细节是，猪肉的权重不是固定的，市场上有一种说法是随着猪肉价格走高，它的权重也会被动走高，从数据上看，这一说法并不成立。所以在假设猪肉项权重变化不大的情况下，明年CPI高点可能在5附近，之后一路回落，全年中枢可能在2-3之间。

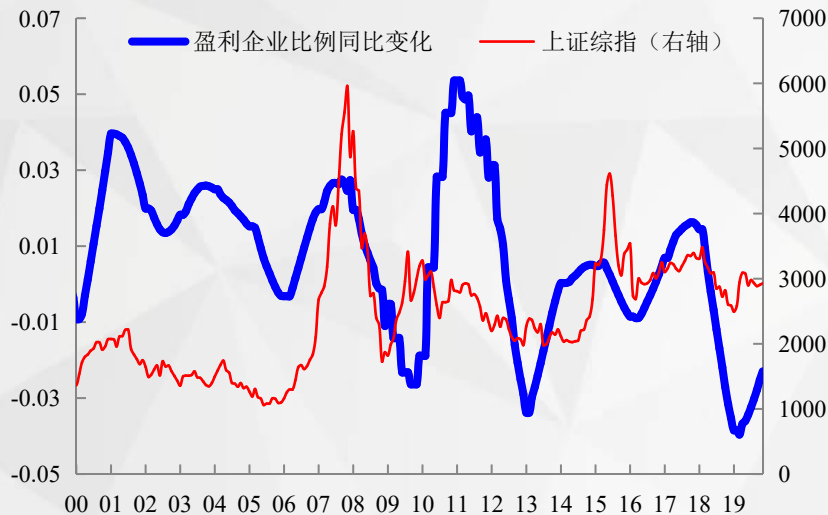
► Q7：名义增长是否触底



- 第七个问题是，名义增长是否已经触底？这个问题答案很明确是肯定的。
- 从社融对名义GDP的领先性，从ppi对名义增长的解释性等等都得到相同的结论——名义增长已在今年Q3见底。
- 另一方面，从我们跟踪的实体经济价格扩散指数来看，今年9月份以来也持续处于正值区间，历史上这就意味着利率下行周期结束，即将转为上行，也意味着名义GDP筑底完成。



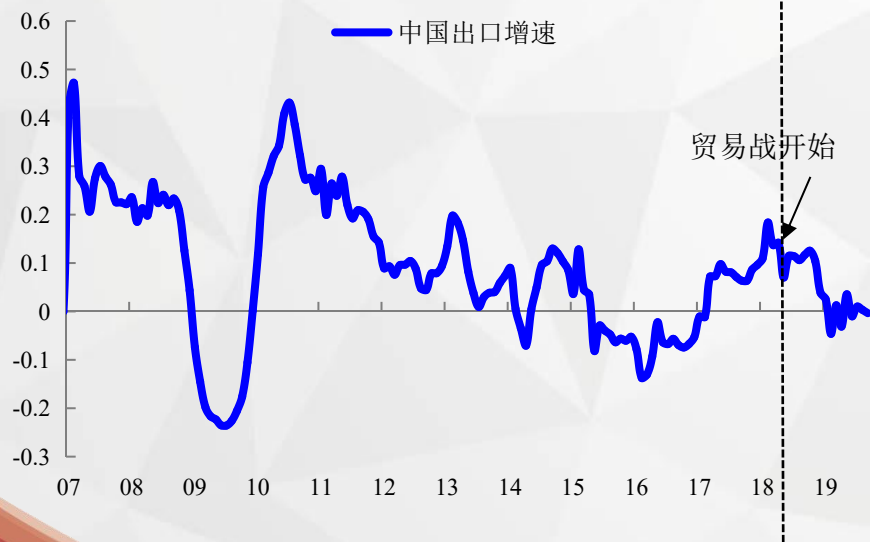
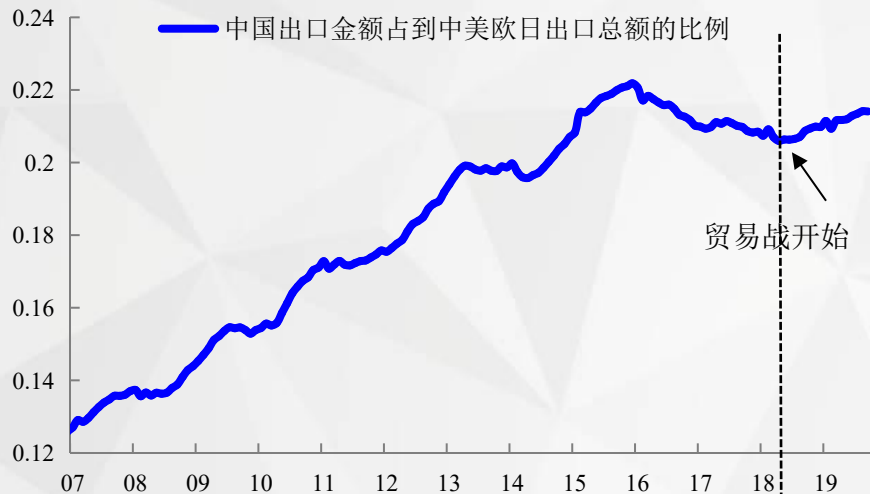
► Q8：企业盈利是否见底



- 第八个问题是，企业盈利是否见底？这个问题是上一个问题的延伸问题，在绝大部分时候企业盈利周期同步于名义增长周期，但总有人会觉得这次不一样，所以我们正面回答一下。
- 从盈利企业占比的同比变化趋势来看，这轮盈利周期已然筑底完成，且历史上看连续性都比较强，这就意味着明年A股仍然有不错的性价比。

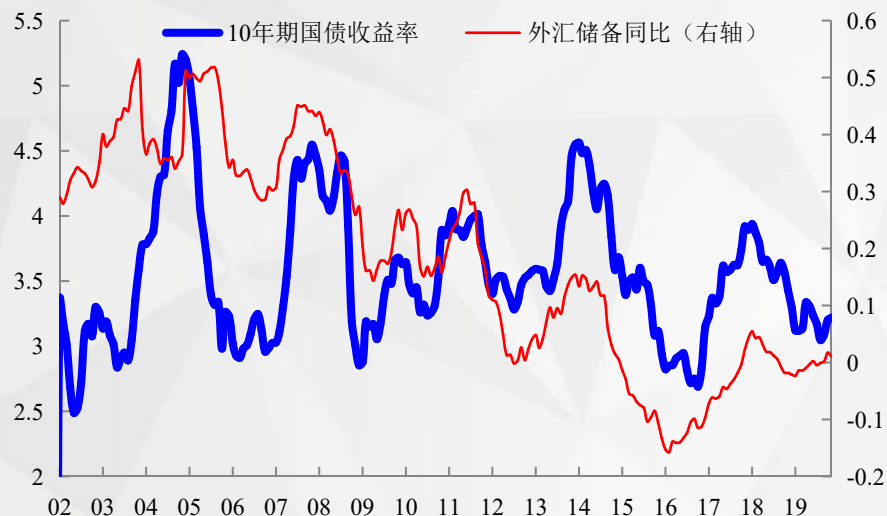


► Q9: 出口形势怎么看

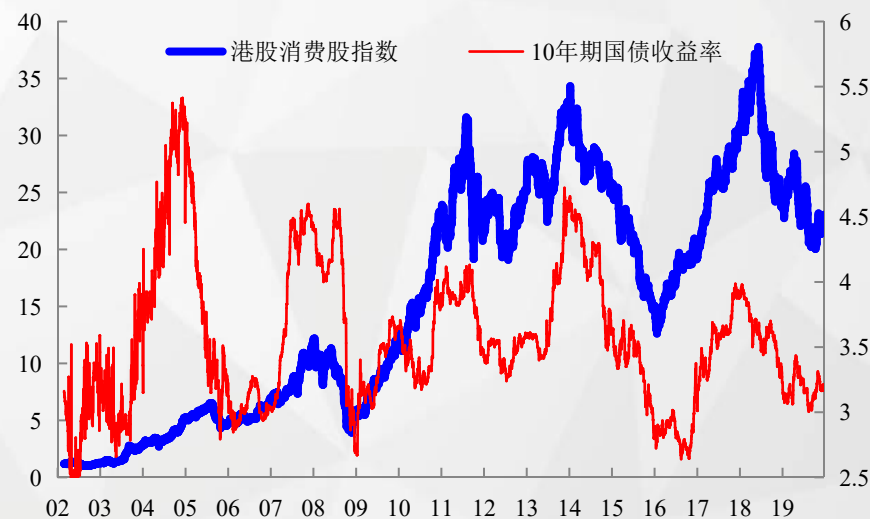
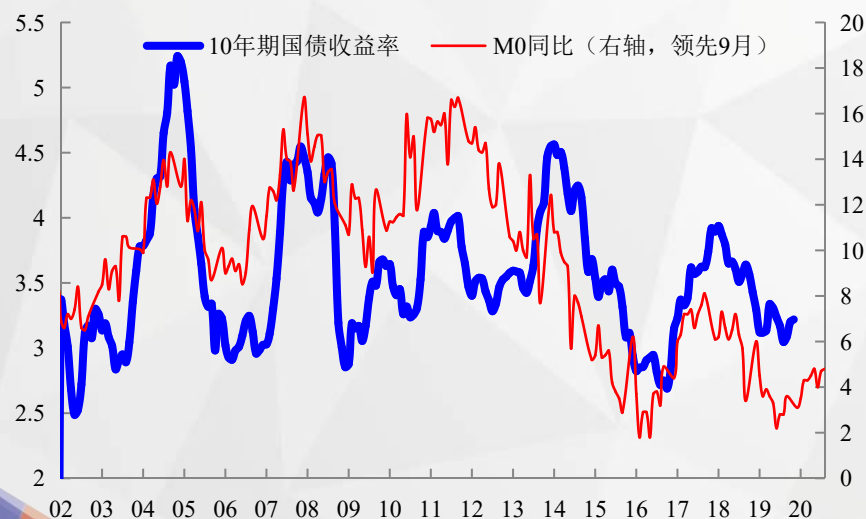


- 第九个问题是，出口形势怎么看？想当然的是，贸易摩擦使得中国出口受到了巨大影响，所以现在贸易局势缓解了，明年出口会有所改善。
- 事实上，我们确实看到18年中以来出口增速见顶回落，但同时如果我们看中国出口金额占到主要贸易国家的出口比例，却看到自贸易战开打起，中国的份额反而结束了下行趋势，转而开始上行。
- 这就意味着真正导致中国出口下滑的原因可能是全球经济的放缓，而非贸易摩擦。所以反过来，贸易局势缓解也并不一定带来中国出口改善。
- 更重要的可能还是外需，从目前各个主要国家PMI走势来看，可能也接近于周期底部了，意味着出口增速有望企稳。

► Q10: 杂图



- 这一页，没有什么主线内容，主要是展示几个相关性非常好的指标，这些指标大都指向利率周期也在底部了。



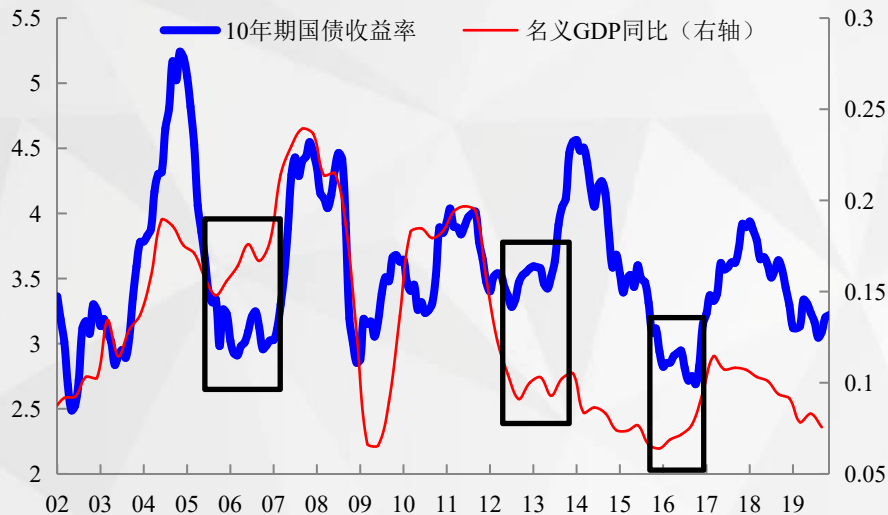
02

PART 02

第二部分 政策观察

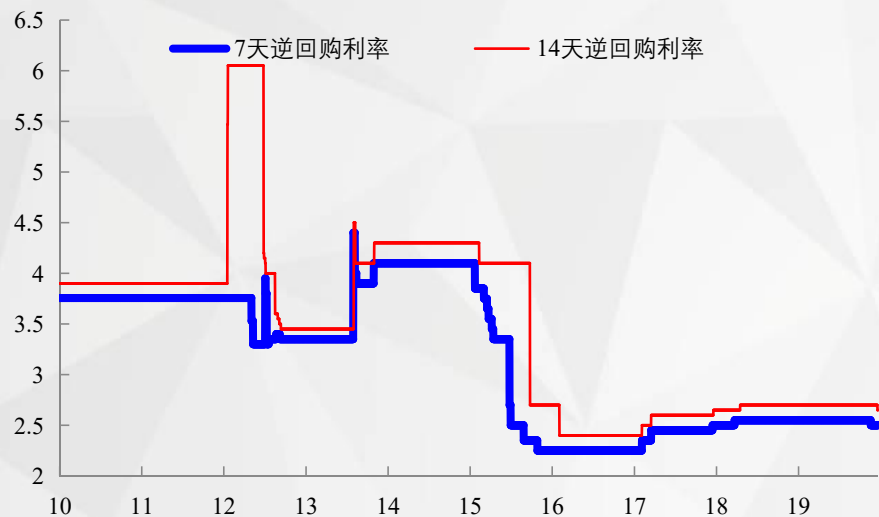


► 在经济底到利率底之间往往会有时滞

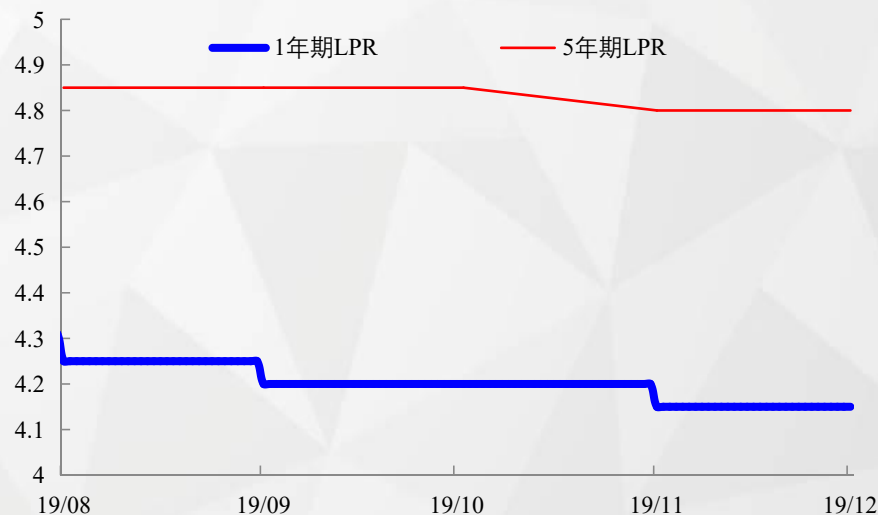
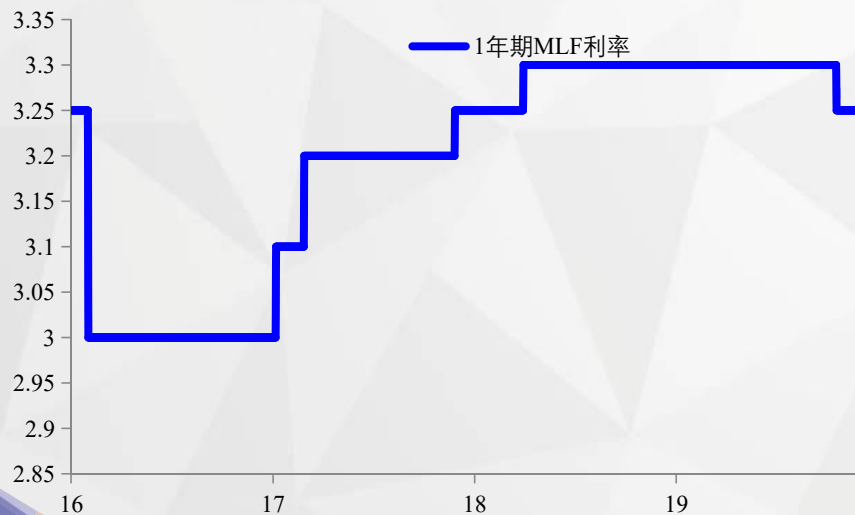


- 虽然从基本面出发，我们认为经济已经找到阶段性底部，名义增速的反弹是非常确定的事情。历史上看，大周期下利率基本同步于名义增长周期，而需要注意的是在名义增长和利率的周期底部时，两者往往存在时滞，具体表现为：名义增长先见底，利率后见底。
- 事实上，这个特点不仅在中国存在，海外也普遍存在，感兴趣的朋友可以去复盘一下历轮美国经济底和利率底之间的时间顺序关系，和中国如出一辙。
- 背后的原因是，首先绝大多数人都是希望经济更好而不是更坏，所以在经济底部时，需要更长的观察期和更多的呵护，以确保经济能起来；反之在经济过热的顶部时，则“下手”可以更果断一些。同时，过去30年的长周期中，整体全球经济增速和利率是同步下行的，这就导致对反弹持怀疑的人会更多一些，总体而言造成的结果就是利率底往往会晚于经济底。

从年底一系列的政策行为来看，至少未来一到两个季度还将维持偏宽松的货币条件



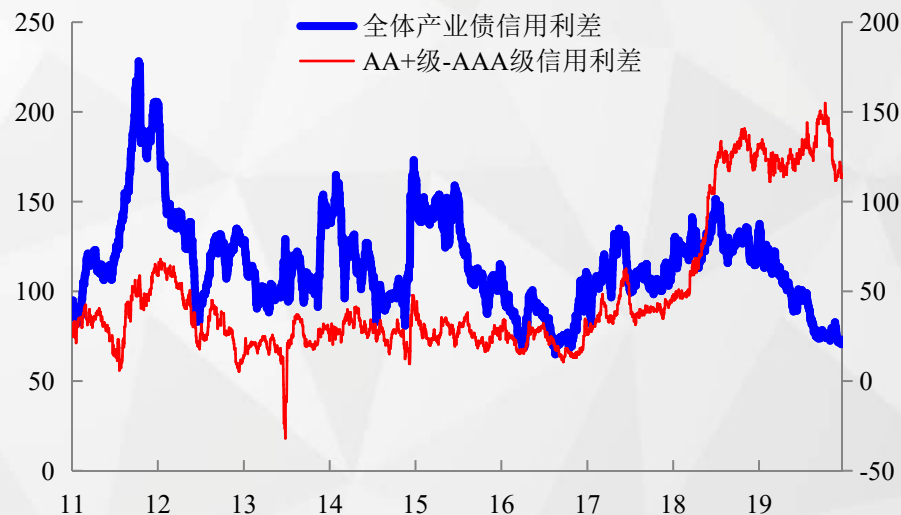
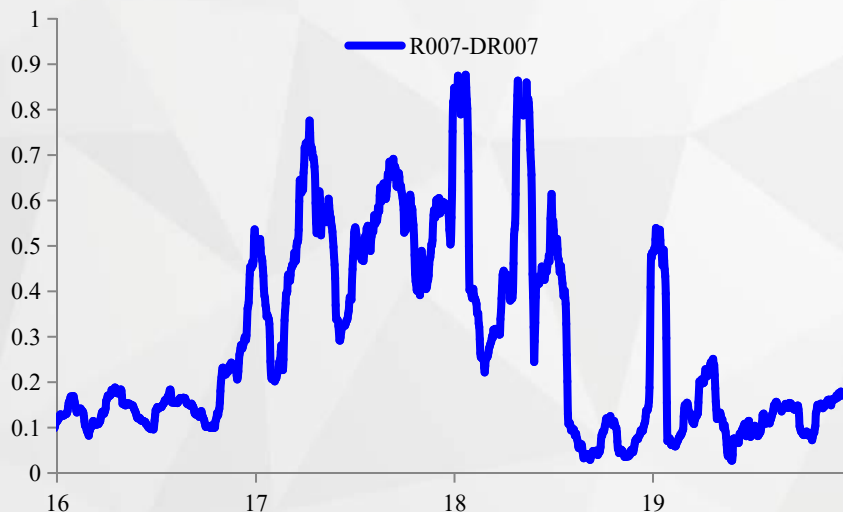
- 从今年底一系列的政策利率调降的行为来看，至少短期内不可能立刻转为加息，哪怕是不再降息转为横盘可能也会持续较长的时间。回顾上一轮底部反转期，15年底16年初基本上是政策最后的宽松时点，而直到17年初才重新转为收紧，利率是在16年9-10月份才见底的。
- 从这个角度看，可能未来一到两个季度，在政策的保驾护航下，利率还不会出现显著的上行趋势。



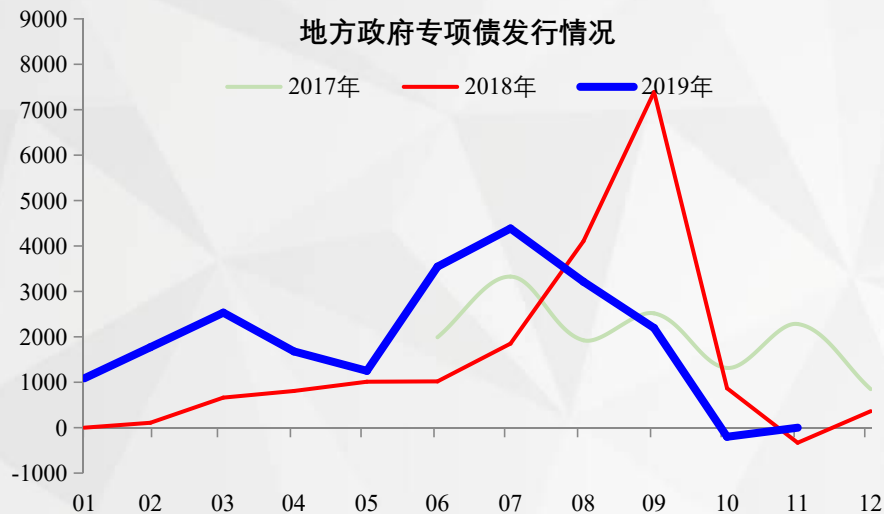
► 19年大体上可以认为是宽货币宽信用，2020年需观察两者何时转向



- 从R007与7天逆回购的差（越高说明越紧），以及R007-DR007（反应金融市场整体流动性）来看，19年货币端是偏宽松的。而从全体产业债信用利差来看，信用端也是偏宽松的，这造就了利率的震荡市。
- 展望2020，除了货币政策基准的变化以外，观察这些市场面指标的变化会更为及时。



► 财政政策方面，专项债仍是核心变量

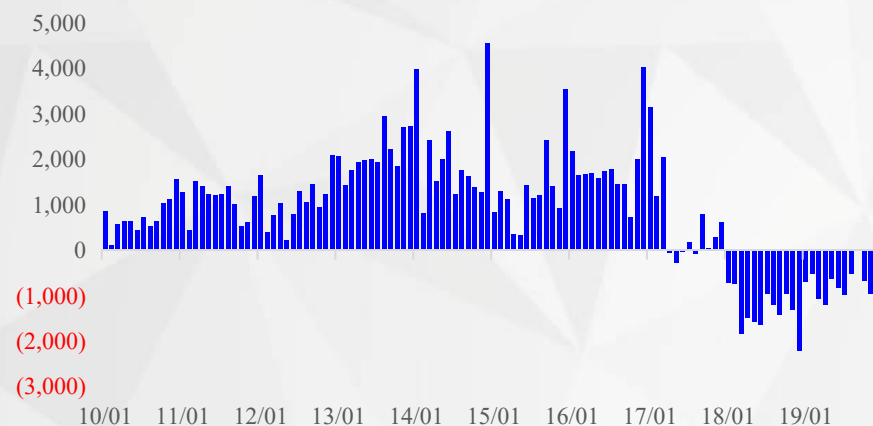


- 对于财政政策而言，专项债仍是未来一段时间的核心变量。今年前9个月，我们看到不论是公共财政还是专项债都是较为积极的，但进入4季度以来，并没有延续下去，专项债连续两月没有新增量，财政赤字也有所减小。
- 目前已知的是，财政部于11月底发文称明年的1万亿专项债额度已提前获批，将尽快落实。考虑到截止到目前为止，Q4新增专项债仍然为0，意味着这1万亿基本上全都将在明年1季度释放，甚至可能大部分都集中在1月份。
- 如果配合上明年1月继续偏宽松的货币政策（如果有降准就更好了），整体上明年1季度的社融很有可能将会超预期，也就意味着名义增长的反弹持续性可能会超预期。

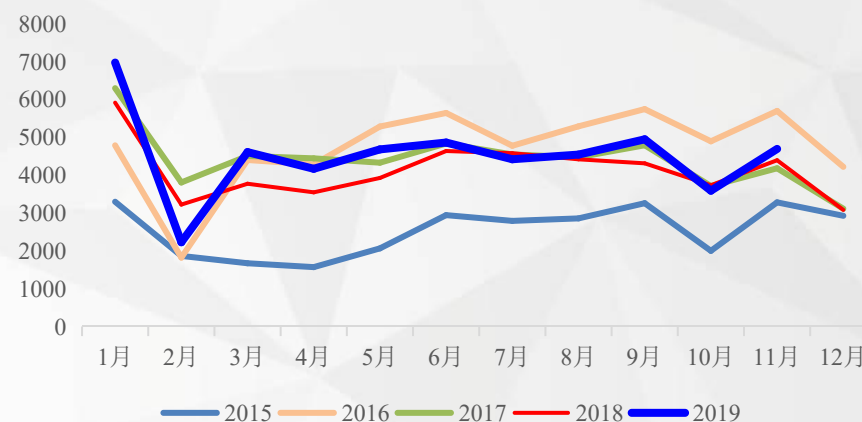
▶ 除专项债外，非标平稳+表内改善，合力将让社融保持稳定

单位：亿元

新增委托贷款

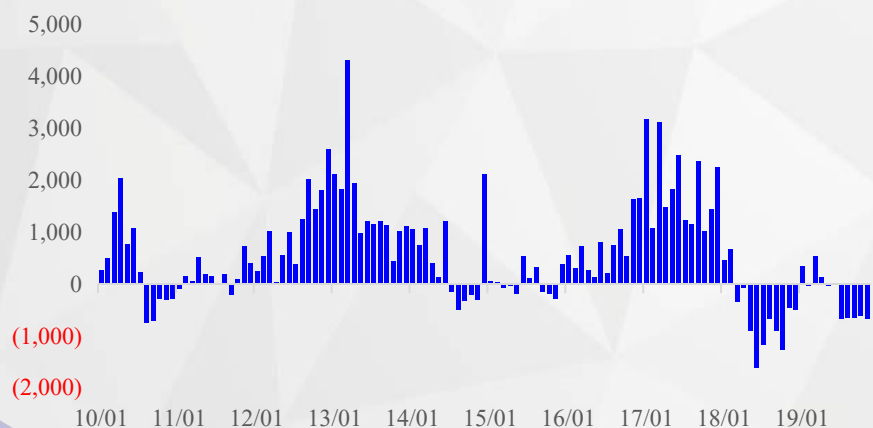


居民中长期贷款季节性

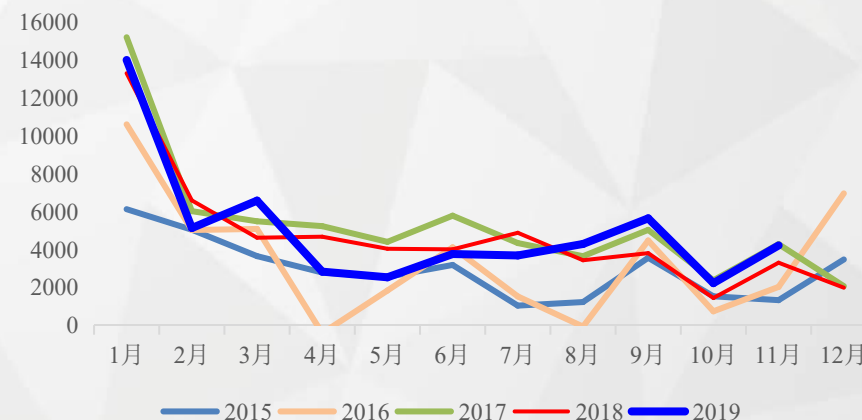


单位：亿元

新增信托贷款



企业中长期贷款季节性

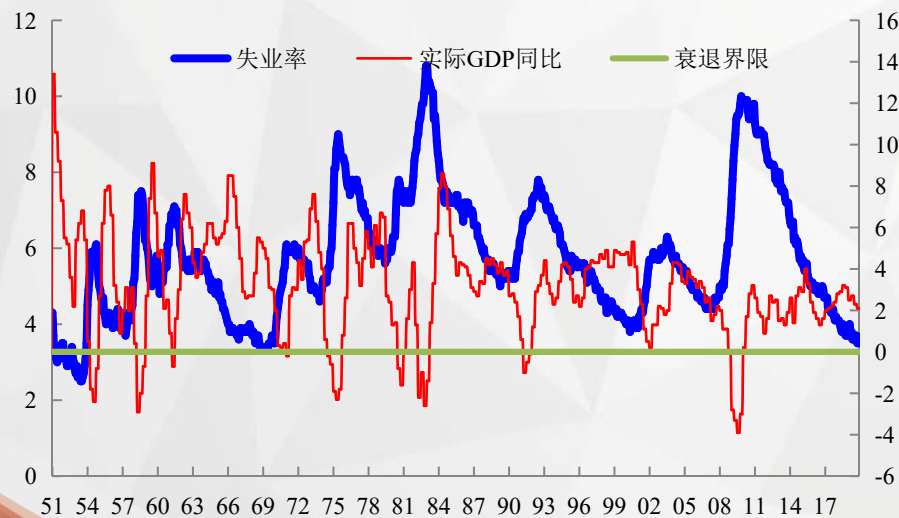
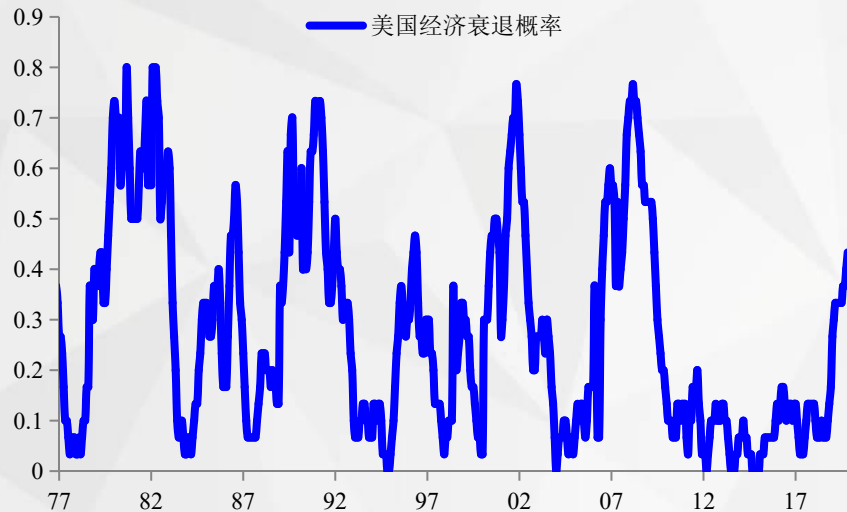


03

PART 03

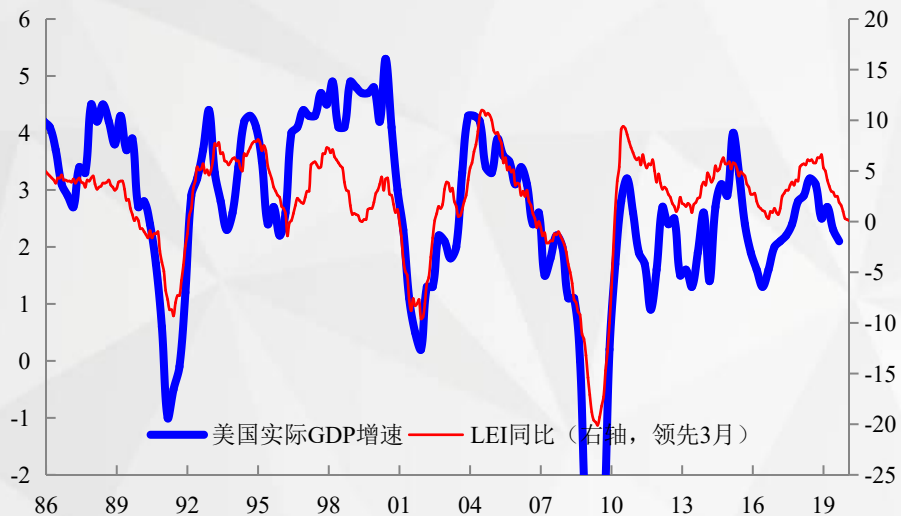
第三部分
海外经济

► 证实证伪美国衰退风险仍是海外最重要命题

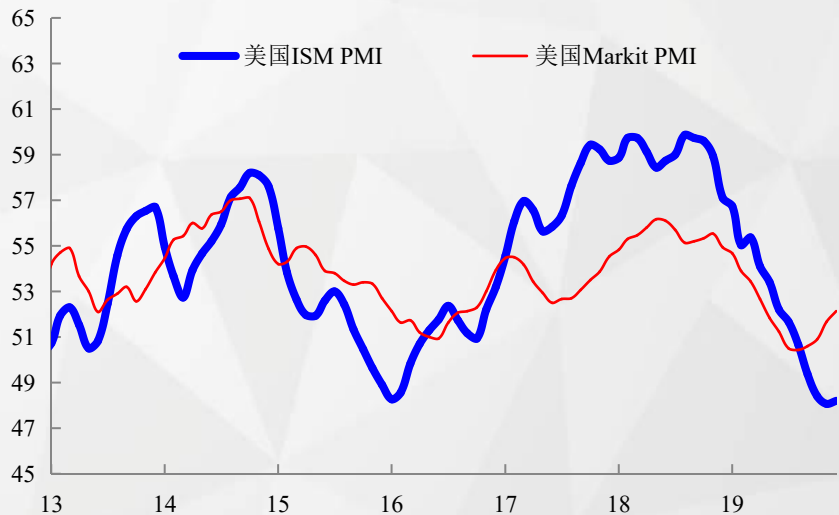
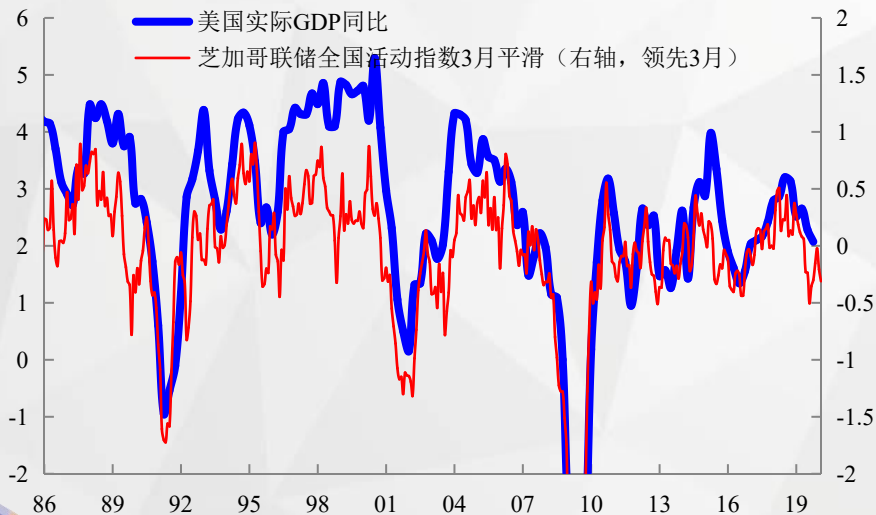


- 海外方面，最重要的问题毫无疑问还是美国衰退的风险有多大？
- 从我们检测的美国经济衰退概率指标来看，过去1年仍在上升通道中，目前读数为43%，历史上超过50%则基本衰退难以避免。
- 从失业率来看，目前还是处于接近历史最佳水平，证明了短期无虞的同时也告诉我们想继续改善的难度是很大的，而历史上失业率不会出现横盘的走势，如果无法继续改善只能恶化，而一旦拐头向上则意味着衰退接踵而至。
- 当然如果只讨论明年的话，衰退发生的概率还是不高，只是想要彻底证伪掉衰退风险也不容易。

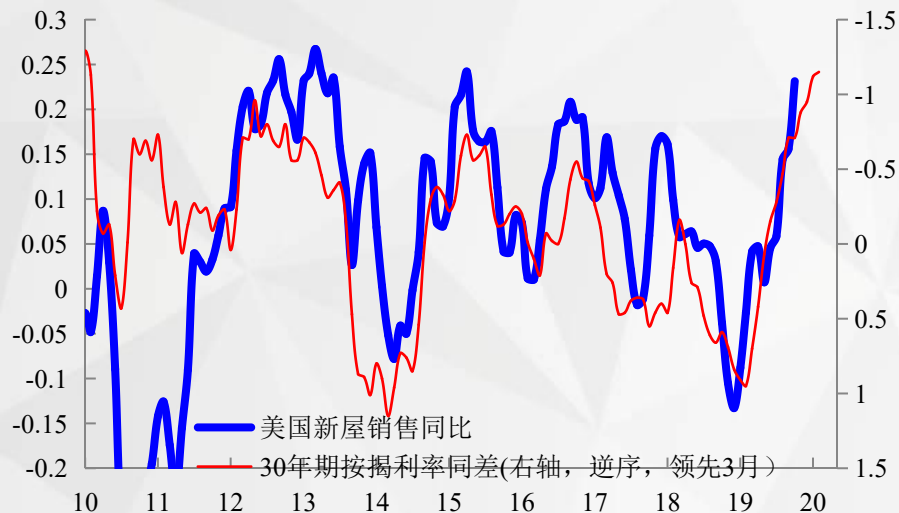
► 美国经济增速下滑速度可能放缓，时间还没走完



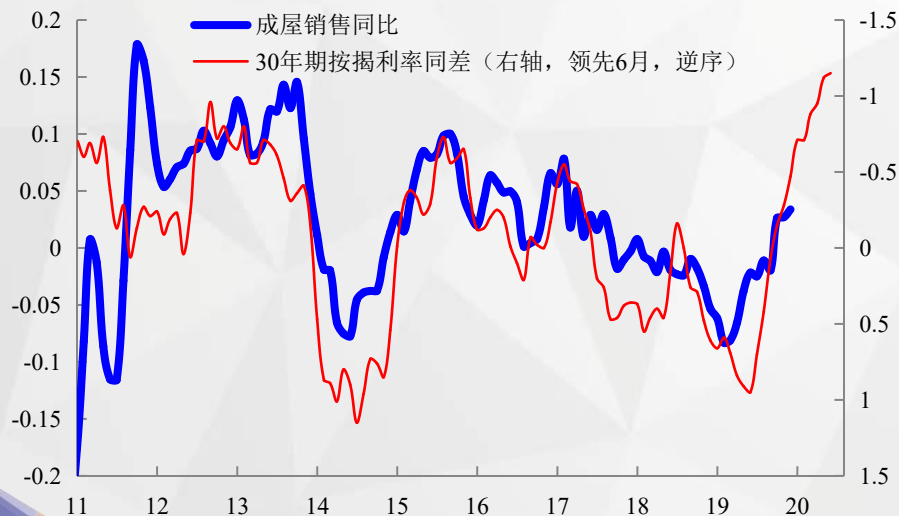
- 从美国经济领先指标看，近期出现了一些下行过程中的“犹豫”，但也不能确认下行已经结束，意味着美国经济增速大概率还将继续向下，只是下行速度可能会放缓。



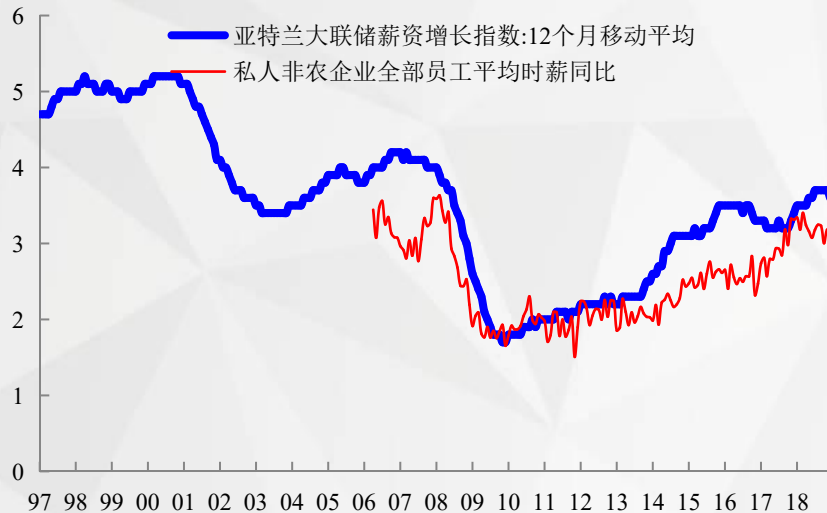
► 好消息是伴随着利率大幅下行，房地产市场率先回暖



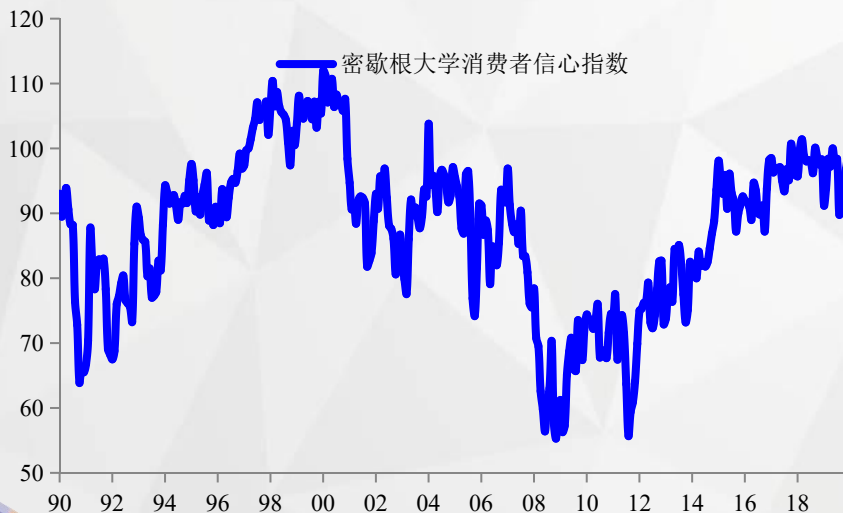
- 分部门看，伴随着18年Q4以来的利率大幅下行，房地产市场不出意外的出现了复苏，目前新屋和成屋销售增速均在持续回升通道中。
- 历史上美国经济衰退，必然伴随着新屋销售的负增长，而且是领先的。目前的新屋销售水平预示着短期内还不会衰退。



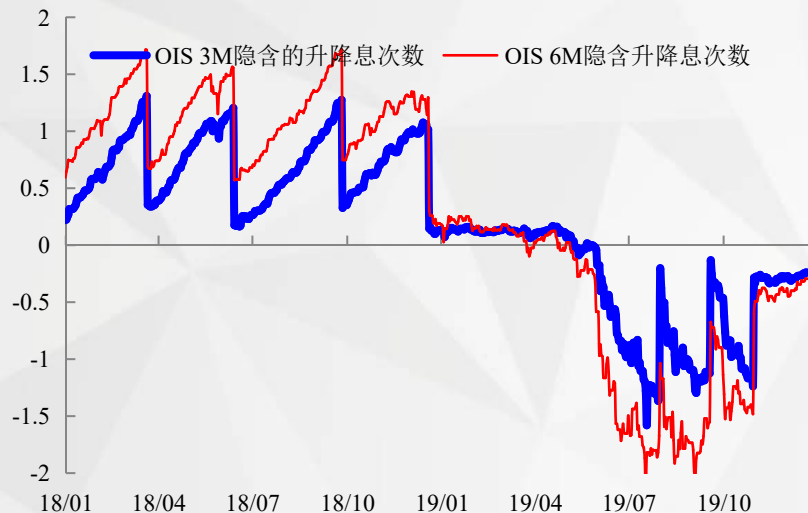
► 同时居民工资增速和消费情况仍然稳定



- 另外，从居民部门来看，工资增速仍然稳定偏强，消费者信心指数也于高位横盘，代表消费的问题也不大。
- 当然其中的工资增速是一个滞后指标，不能拿它来判断衰退的概率大小，消费者信心指数是一个相对可靠的同步偏领先指标，目前也未见恶化迹象。

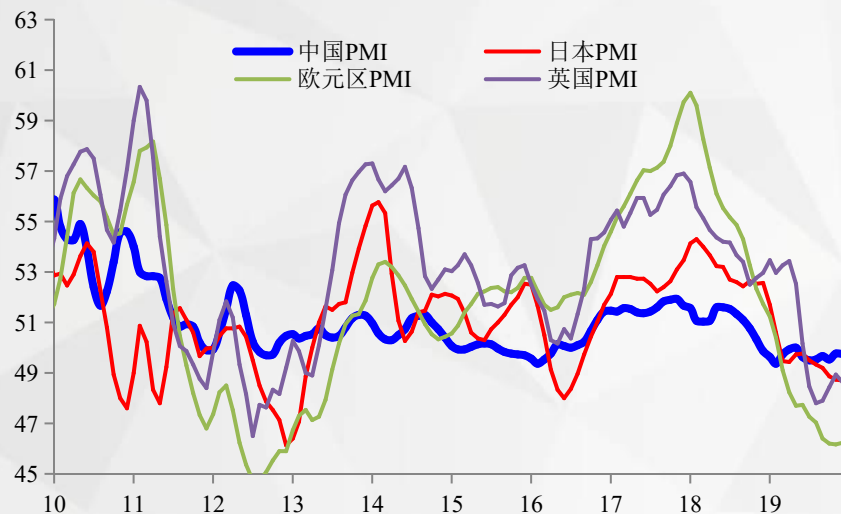


在经济前景不明朗的状态下，未来一到两个季度联储可能持续保持观望态度，直到向上或向下的拐点出现



- 在经济趋势可上可下的背景下（上则印证中期调整结束，下则走向衰退必然），联储还需要更长的观察期来确认经济形势，在这个过程中，大概率将持续保持按兵不动的状态。
- 从目前OIS市场的定价来看，未来一到两个季度降息的概率也是很低的，大概率还将维持现有利率水平，直到经济数据出现更差或更好的变化。

全球其他主要经济体大多为中国的跟随变量，只要确认中国企稳，大概率他们也会企稳



- 全球其他主要经济体，欧洲、英国、日本在2010年之后与中国经济周期的关系十分密切，大体上滞后于中国经济周期，从16年的底部和18年的顶部可以看到这个特征。
- 所以如果能确认中国经济见底，也就意味着这些经济体将见底，反过来也将支撑中国的出口增速。
- 说到底，全球经济的引擎还是在中美手上，目前中国的权重更大一些，伴随着中国企稳，全球经济明年应该不会太差。



谢谢观赏！

本报告仅供弘则弥道（上海）投资咨询有限公司正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责任，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。