

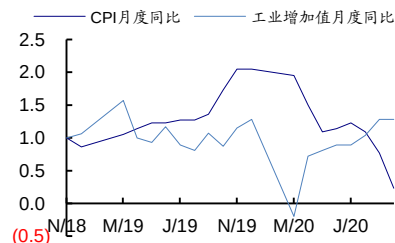
证券研究报告—深度报告

宏观经济

利率市场专题报告

2020 年 11 月 20 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.50

相关研究报告:

《2019 年三季度就业数据: 就业压力虽增加, 但企业薪酬仍加速上升》——2019-10-25
 《2020 年宏观经济展望暨固收策略报告: 新旧动能切换的曙光!》——2019-12-06
 《宏观经济深度报告: 海外投行怎么看? —美国大选对于资本市场的影响》——2020-11-01
 《2019 年二季度就业数据: 企业平均薪酬明显增加》——2019-07-19
 《2019 年一季度就业数据: 失业率走高, 稳就业压力有所加大》——2019-05-10

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观深度

长期利率趋势何在?

● 如何看待长期利率的趋势?

我们在定义资产价格趋势时, 主要是看价格的中枢变化情况。如果认为利率趋势上行或下行, 一般是指利率中枢上行或下行。

● 各类影响长期利率趋势走向的理论

人口结构: 人口结构对应了不同年龄段人口的资金供需属性, 不同人口结构特征对应着社会资金供需力量的相对变化。简单来说, 当 35-64 岁年龄段人口占比逐步上升时, 社会整体资金供给高, 长期利率趋势倾向于下行; 而当 35-64 岁年龄段人口占比逐步下降时, 社会整体资金需求高, 长期利率趋势倾向于上行。

经济增长: 从长期经济增长来看, 生产要素驱动长期经济增长, 其中技术要素的地位不断提升, 这是大势所趋。而且, 社会对各类要素的需求程度决定了这类要素的价格。如果技术要素可以取代资本要素, 那么资本要素的需求会降低, 长期利率将趋势下行。

人口老龄化: 人口老龄化对长期利率的传导路径有两个角度: 1. 随着老龄人口比重增加, 劳动力供给不足, 将拉动经济增速, 最终拉低利率水平。这一路径可归结为经济增速与利率趋势的关系, 但是应提高的是劳动力要素回报率 (工资)。2. 随着老龄人口比重增加, 会降低对投资和消费信贷的资金需求, 而增加养老金的储蓄规模并增加资金供给, 进而拉低利率水平。这一路径是对人口结构假设的条件修改, 但是要取决于社会富裕程度和社会保障体系的完善性。

利率市场化: 利率市场化对于长期利率影响的说法本质是脱胎于麦金农的“金融抑制”和“金融深化”理论。金融抑制是指: 发展中国家实际利率太低, 甚至为负。这可能是由于政府执行了错误的政策, 人为的压低利率; 也有可能是由于通货膨胀, 或者两者兼而有之。金融深化是指: 放松政府部门对于金融体系的管制, 尤其是对利率的管制, 使实际利率提高, 充分反映资金供求状况。

● 如何看待中国的长期利率趋势

我们倾向于选择名义经济增长影响长期利率趋势的理论, 在这一理论中, 我们更加倾向于技术要素会取代资本要素, 但我国追求的技术产业可能是一种“高技术+高资本”的产业模式, 这种情况下资本的需求依然保持旺盛, 这对于利率趋势并不意味着长期下行。

我们认为中国长期利率的中枢可能无法出现趋势性下行态势。

以 2015 年为分界线, 供给侧政策取代了传统的需求侧刺激政策。2015 年前, 10 年前国债利率的均值中枢在 3.60%, 之后的利率平均为 3.20%。3.20% 可能是未来很长时期内, 中国 10 年期国债利率的中枢。

而利率中枢建立的主要意义有两点: (1) 对于配置型资金来说, 如果利率超过中枢, 则可以越跌越买 (越上行越买), 在利率上行的过程中, 债券的安全性、价值性会不断增强; (2) 对于交易型资金来说, 虽然利率超过中枢不能指明可以马上买入, 但也能够说明需要对债市加大关注了, 整体上依然需要审时度势。

内容目录

如何看待长期利率的趋势?	4
如何定义长期利率的趋势?	4
各类影响长期利率趋势走向的理论.....	5
人口结构对于长期利率趋势的影响	5
经济增速对长期利率趋势的影响	7
人口老龄化对长期利率趋势的影响	11
利率市场化进程对长期利率趋势的影响	12
如何看待中国的长期利率趋势.....	14
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 美、日、英、德利率长期中枢下行.....	4
图 2: 巴西、俄罗斯和印度的利率始终保持在箱体	4
图 3: 中国近 20 年来的长期利率也没有呈现趋势性特征.....	5
图 4: 中国各年龄段人口占比变化	6
图 5: 中国净借入者和净储蓄者人口结构变化	6
图 6: 联合国对中国人口结构变化的预测.....	6
图 7: 中国名义、实际 GDP 增速与 10 年期国债利率.....	7
图 8: 美国名义、实际 GDP 增速与 10 年期国债利率.....	7
图 9: 经济增长要素.....	8
图 10: A 股 ROIC.....	8
图 11: 美国资本市场“龙头”行业的变迁（1917-2017 年）	9
图 12: 中国资本市场市值前列“龙头”公司的个数变迁（1998-2018 年）	10
图 13: 人口老龄化对长期利率趋势的传导逻辑.....	11
图 14: 联合国对于中国老龄化人口比重的测算与估计.....	12
图 15: 美国的利率市场化阶段.....	12
图 16: 德国的利率市场化阶段.....	13
图 17: 日本的利率市场化阶段.....	13
图 18: 中国的利率市场化指数.....	14
图 19: 长期利率的趋势影响理论	14
图 20: 中国 10 年期国债月均值	15
表 1: 中国资本市场市值前列“龙头”公司的个数变迁（1998-2018 年）	9

如何看待长期利率的趋势？

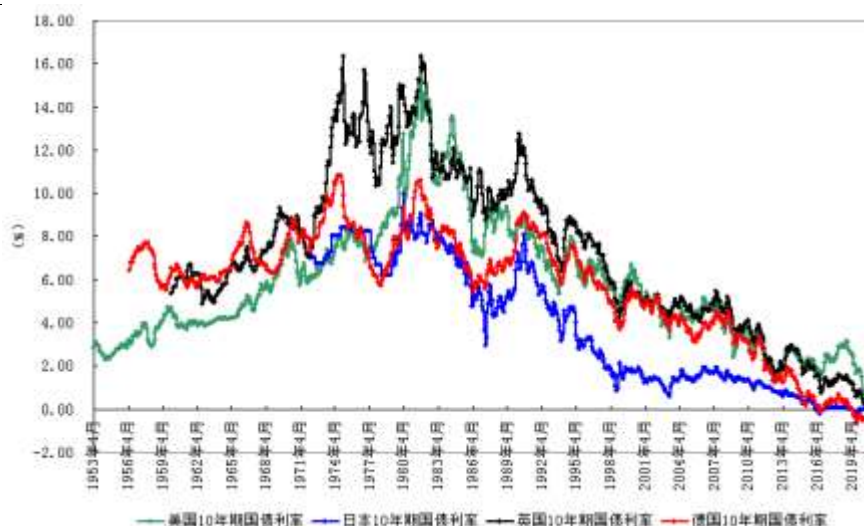
如何定义长期利率的趋势？

我们在定义资产价格趋势时，主要是看价格的中枢变化情况。如果认为利率趋势上行或下行，一般是指利率中枢上行或下行。最直观的理解就是：

- (1) 趋势并不意味着没有波动；
- (2) 趋势上行是指一个高点比前一个高点高；一个低点比前一个低点要高；
- (3) 趋势下行是指一个高点比前一个高点要低；一个低点比前一个低点要低。

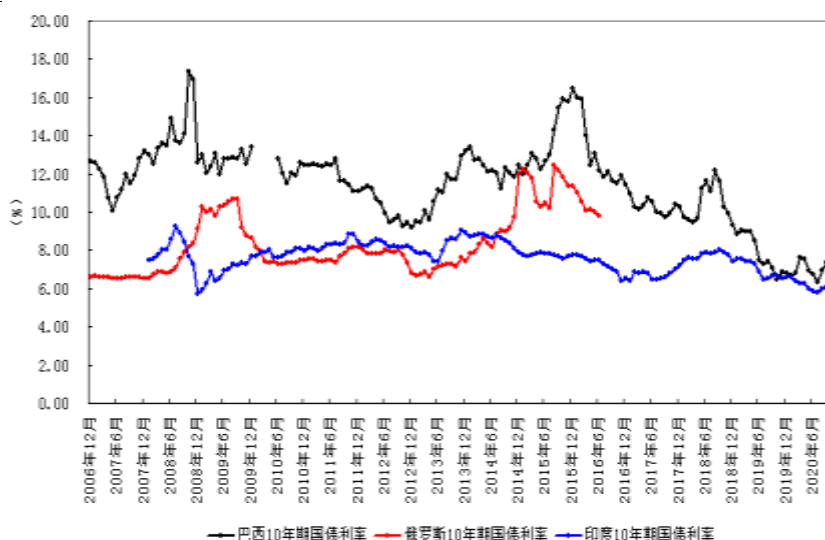
从全球各大经济体的长期利率走势来看，他们并没有显示出普遍性的趋势特征。美国、日本、英国和德国从 70-80 年代以来，长期利率趋势下行；而巴西、俄罗斯和印度的利率始终保持在箱体，甚至处于高位。

图 1：美、日、英、德利率长期中枢下行



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

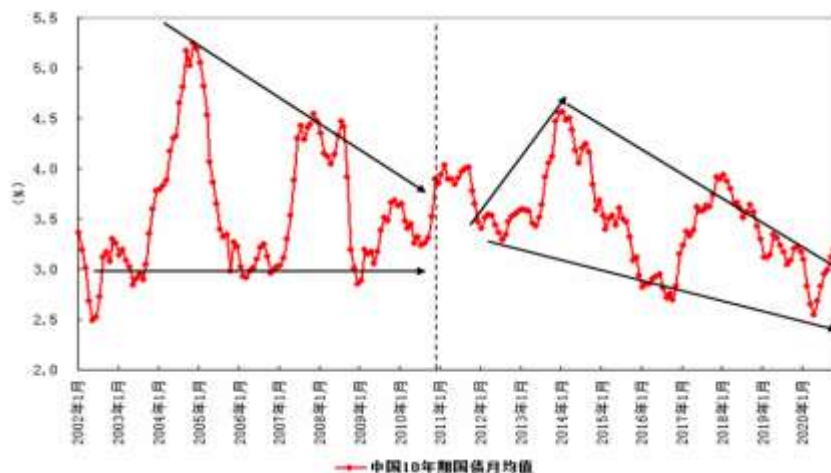
图 2：巴西、俄罗斯和印度的利率始终保持在箱体



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

而从中国利率走势来看，中国近 20 年来的长期利率也没有呈现出明显的趋势性特征。近 20 年来，中国每轮利率变化的低点较为稳定，在 2.5% 附近；而每轮利率变化的高点也没有形成趋势性特征。

图 3：中国近 20 年来的长期利率也没有呈现趋势性特征



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

各类影响长期利率趋势走向的理论

在本节中，我们讨论几类影响长期利率趋势走向的理论，包括人口结构、经济增长、人口老龄化、利率市场化对长期利率趋势走向的影响。

人口结构对于长期利率趋势的影响

人口结构对于长期利率的影响逻辑主要在于：人口结构对应了不同年龄段人口的资金供需属性，不同人口结构特征对应着社会资金供需力量的相对变化。

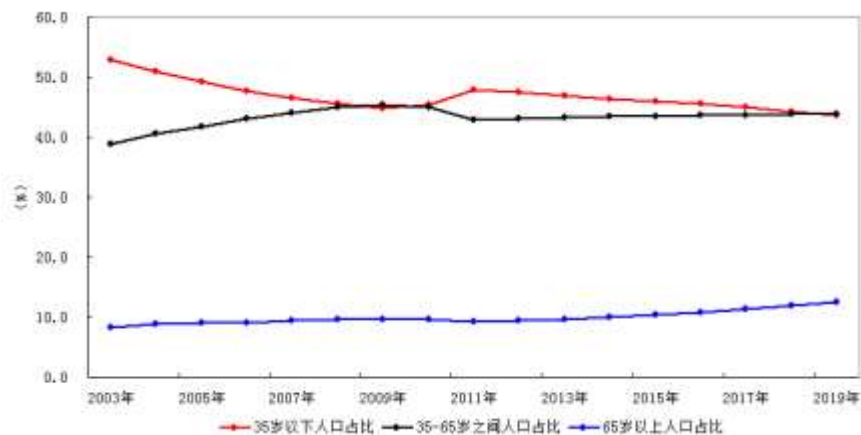
人在年轻时期（35 岁以下时），收入较低，属于“净借入者（net borrower）”；人在 35-64 岁时期，收入超出支出，成为“净储蓄者（net saver）”；人在 65 岁退休后，基本没有了收入，又作为了“净借入者（net borrower）”。而净借入者（net borrower）是资金需求的力量，净储蓄者（net saver）是资金供给的力量，两股力量的相对变化，决定长期利率的方向趋势。

简单来说，当 35-64 岁年龄段人口占比逐步上升时，社会整体资金供给高，长期利率趋势倾向于下行；而当 35-64 岁年龄段人口占比逐步下降时，社会整体资金需求高，长期利率趋势倾向于上行。

从中国过去的人口结构来看，按照国家统计局数据，2010 年前，净储蓄者（net saver）占比提高，中国的资金供应不断提升，资金需求不断降低，应该对应了利率趋势的下行；2010 年后，中国的资金供应者比重和资金需求者比重都趋于平稳，应该对应了利率的无趋势。

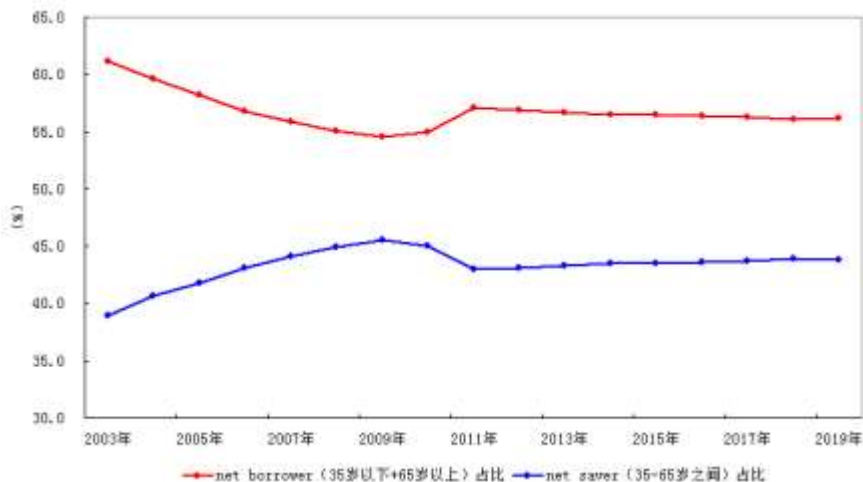
后续来看，根据联合国人口司的预测，按照中性条件估计，2030 年开始，中国的净借入者（35 岁以下+65 岁以上）人口比重将不断提升；净储蓄者（35-65 岁之间）人口比重将不断降低。按照人口结构对于长期利率趋势的影响来看，长期利率趋势倾向于上升。

图 4: 中国各年龄段人口占比变化



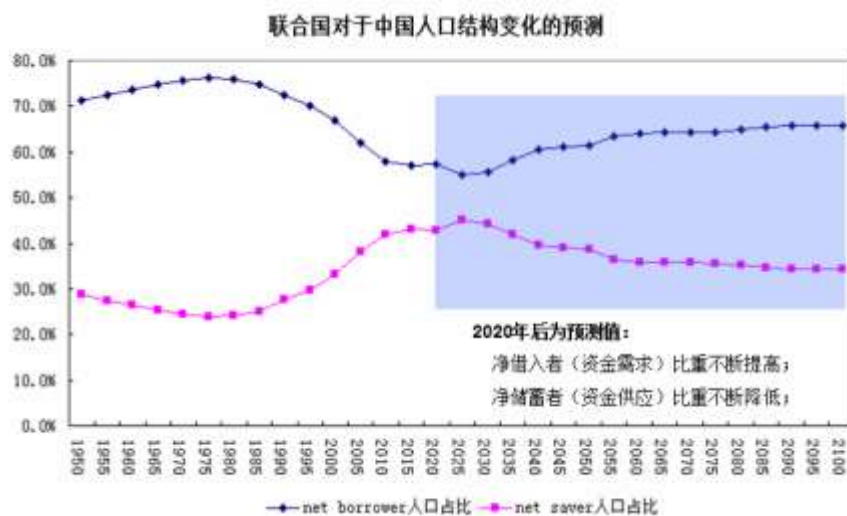
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 中国净借入者和净储蓄者人口结构变化



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 联合国对中国人口结构变化的预测

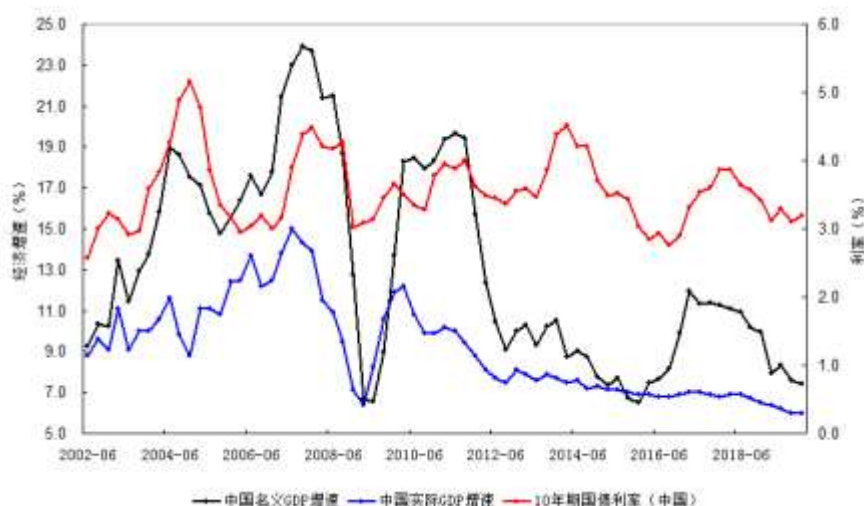


资料来源: 联合国、国信证券经济研究所整理

经济增速对长期利率趋势的影响

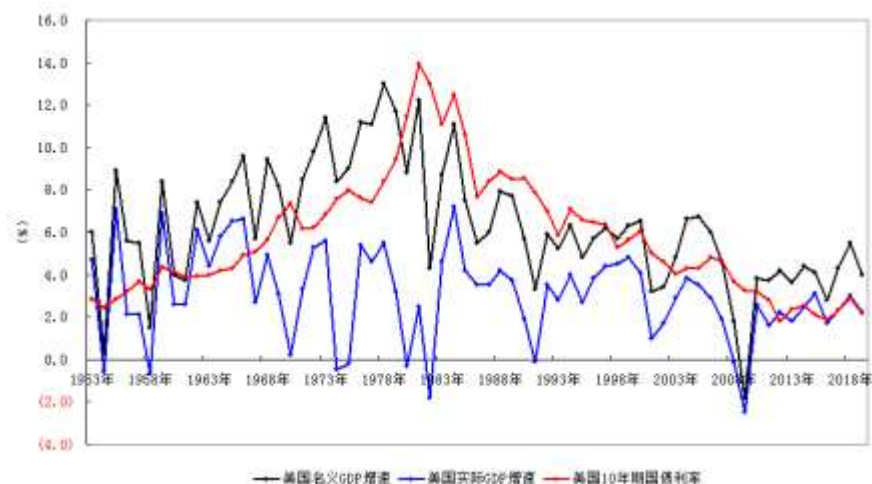
实际上，经济增速趋势与长期利率趋势无必然联系，中国近 20 年的现实告诉我们，利率的高低趋势和 GDP 增速（无论是名义值还是实际值）关系模糊。美国近 70 年的现实告诉我们，利率的趋势与名义 GDP 更相关（这事实上是通胀因素所决定的）。因此，从长期维度来看，我们需要从构成名义 GDP 增长的细化要素角度来进一步拆解对利率趋势的影响因素。

图 7：中国名义、实际 GDP 增速与 10 年期国债利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：美国名义、实际 GDP 增速与 10 年期国债利率

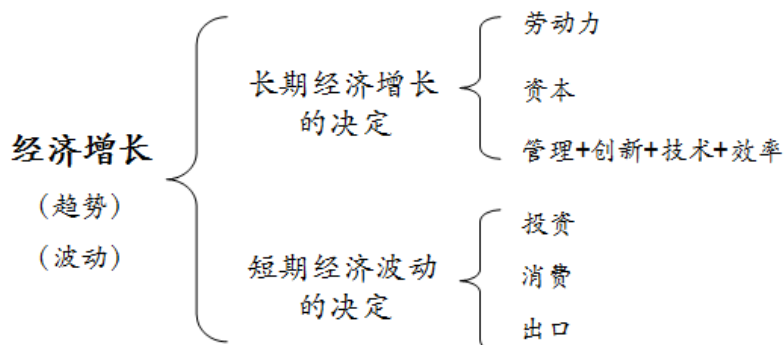


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

经济的长期驱动要素是来自于各类生产要素：劳动力（工资）、资本（利率）、管理（企业家利润）、技术（高科技人才的收入、科技专利转让费用）。

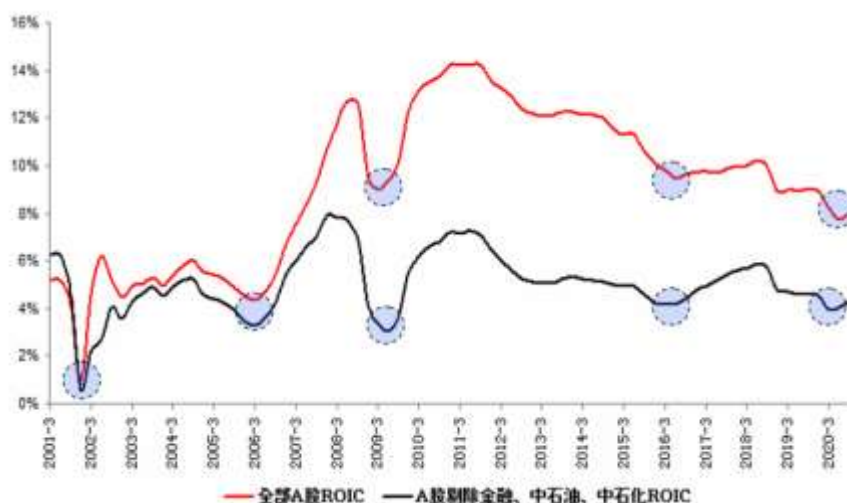
近 20 年实践回顾，中国企业的资本要素回报率没有出现大幅度的回落下行趋势，这在很大程度上解释了中国长期利率没有出现趋势性下行的现实。

图 9：经济增长要素



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 10：A 股 ROIC



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从长期经济增长来看，生产要素驱动长期经济增长，其中技术要素的地位不断提升，这是大势所趋。而且，社会对各类要素的需求程度决定了这类要素的价格。如果技术要素可以取代资本要素，那么资本要素的需求会降低，长期利率将趋势下行。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1321

