

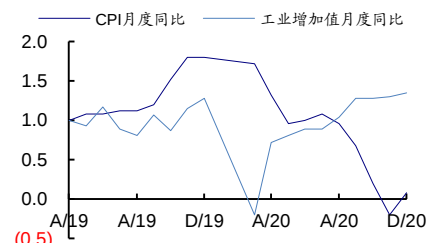
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021年04月08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	35.00
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	60.60
M2	10.10

相关研究报告:

《“利率-利差”轮盘下的“风林火山”配置策略(一)》——2021-03-15
 《宏观专题报告:拜登基建,道阻且长》——2021-03-17
 《宏观专题报告:油铜“轮盘”》——2021-03-29
 《2021年度春季中国宏观经济与债券市场展望:复苏中继与债熊三段》——2021-03-25
 《宏观专题-后疫情时代稳杠杆的内涵》——2021-03-26

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

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

理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?

宏观专题

理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?

● “是什么”“为什么”“会怎样”的逻辑线条

从“是什么”出发,总结“为什么”,最后做出“会怎样”的预测,是一个基础的认识世界、做出未来预测的逻辑线条。

● 利率“是什么”

人们当下生产出来的产品,可以选择立刻消费掉,也可以选择储蓄起来,留待未来再消费。人们当下不消费其实会损失当下的效用,对一个正常追求效用最大化的人来说自然是不情愿的,我们将这种不愿接受当下不消费导致效用损失的现象定义为“不耐”。

既然存在“不耐”,那为何会有储蓄行为的发生呢?当然是因为储蓄行为有奖赏。储蓄的奖赏来自何方?答案是投资。人们将储蓄的产品进行投资,对当前的生产系统进行改造,可以增进生产能力,由此未来产出的产品会变多,多出来的这些产品就是储蓄(或投资)的奖赏。

利率(或投资报酬率)就是用来衡量对储蓄(或投资)行为的奖赏大小。从全社会总量角度看,储蓄的奖赏(利息)与投资的奖赏(投资报酬),二者是完全相等的,即储蓄利率与投资报酬率完全相等。

因此,利率是基于时间衍生的概念,它既可以表征储蓄的利息,也可以表征投资的报酬。

● 利率变动的“为什么”以及“会怎样”

由于人的“不耐”比较难观察,但与生产系统改造密切相关的经济增长数据统计很多,所以从生产系统改造(即经济增长)的角度去看待利率更加方便一些。

从生产系统改造(即投资报酬)角度看,利率变化的原因是生产系统改造的难易程度发生改变。若生产系统改造变得容易,即生产系统改造的效率提升,相同的投资投入会有更高的产出回报(经济增速上升),这时利率会上升;反之利率会下降。

从上述逻辑来看,利率与经济增长应当同向运行,如果我们可以判断出经济增长的变化方向,那我们就能确定利率的变动方向。当然,如何判断生产系统改造(即经济增长)的变化亦是一个不简单的事情,但我们至少能直接观察与感受经济增长的变化,因此先判断经济增长变动方向,再判断利率变动方向,更符合我们的认知习惯。

值得注意的是,理论往往需要做很强的简化处理,我们在上述对利率“是什么”进行分析时,假设只有一个人、只存在一个利率,但在现实世界中存在非常多的不同的债权债务主体,也存在不同期限的利率,这些结构性尚未纳入上述逻辑分析框架中。

由于我们没有考虑这些结构性,因此我们不太可能使用上述逻辑框架精确计算出现实世界的利率水平。但考虑到不同主体在享受生产系统改造成果(经济增长成果)时,不同主体在增加或减少的方向上大体是一致的(虽然多寡不一定一致),与此同时,不同期限利率在变动方向上亦基本一致,因此使用上述简化的逻辑框架分析现实世界中利率的变动方向应是可行的。

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。

内容目录

“是什么”“为什么”“会怎样”的逻辑线条	4
从一个简单的经济运转模型出发理解利率“是什么”	4
利率的“为什么”和“会怎样”	5
从理论到实践	6
中美名义经济增速与名义利率走势基本一致，理论和现实大致匹配	6
理论实践：如何理解债券供给对利率的影响？	7
理论实践：如何理解一季度债券市场“利空钝化”	7
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

图表目录

图 1: 三种情形下的产出与消费量示意图.....	5
图 2: 中国季度名义 GDP 同比与季度平均国债收益率走势.....	6
图 3: 美国季度名义 GDP 同比与季度平均国债收益率走势.....	7
图 4: 2021 年春节后国内十年期国债利率呈现震荡下行趋势.....	8
图 5: 1-2 月固定资产投资同比增速明显回落.....	8
图 6: 1-2 月消费同比增速继续回落.....	9

未找到图形项目表。

“是什么”“为什么”“会怎样”的逻辑线条

在日常生活中，我们经常需要做出预测，而对未来的预测，即是对未来事物“会怎样”的一种思想推演。

对未来事物“会怎样”的推演基础必然是事物“为什么”会发现变化，我们只有找到了事物变化的原因，才可能推演未来的演变。

很自然地，我们要总结事物“为什么”会发现变化的原因，首先需要做的当然是好好观察事物到底“是什么”。

因此，从“是什么”出发，总结“为什么”，最后做出“会怎样”的预测，是一个基础的认识世界、做出未来预测的逻辑线条。

从一个简单的经济运转模型出发理解利率“是什么”

人们当下生产出来的产品，可以选择立刻消费掉，也可以选择储蓄起来，留待未来再消费。

人们当下不消费其实会损失当下的效用，对一个正常追求效用最大化的人来说自然是不情愿的，我们把这种不愿接受当下不消费导致效用损失的现象定义为“不耐”。

既然存在“不耐”，那为何会有储蓄行为的发生呢？当然是因为储蓄行为有奖赏。

储蓄的奖赏来自何方？答案是投资。人们将储蓄的产品进行投资，对当前的生产系统进行改造，可以增加生产能力，由此，未来生产出来的产品会变多，多出来的这些产品就是储蓄的奖赏。

利率（或投资报酬率）就是用来衡量对储蓄（或投资）行为的奖赏大小。

我们可以建立一个简单的经济运转模型，从中理解利率的经济含义。我们在思维层面构建只有一个社会人（类似鲁滨逊的经济世界）、经济增长只取决于消费与投资行为的简单世界。在这个世界里只有一个社会人，也只有一种可用作各种用途的产品。社会人安排自己的消费量和储蓄量，同时安排投资（投资即是使用储蓄来改造生产系统）。

我们考虑这个简单世界中的三种情形：

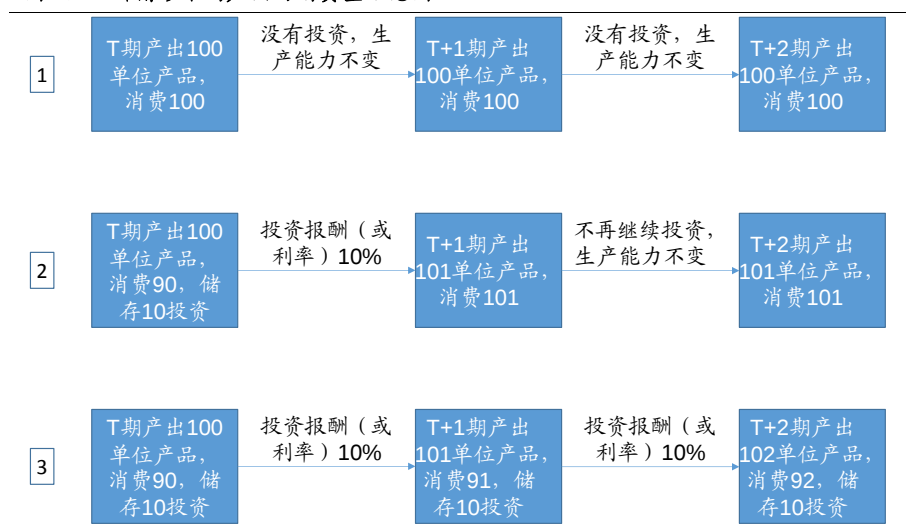
1、没有储蓄行为，相应也就没有对生产系统改造的投资行为。这种情形下，随着时间流逝，每一期的产出和消费量均稳定在 100 单位。

2、仅存在一期的储蓄和投资行为。这种情形或许是因为在 T 期某种原因导致社会人的“不耐”突然下降，也可能是某种原因使得 T 期社会人可以更加容易改造生产系统，由此社会人选择调低自己的消费量，将储蓄的产品用以投资。我们假设在 T 期，社会人的消费量减少至 90，储蓄的 10 单位产出用以改造生产系统。我们再假定投资报酬率（或利率）是 10%，按 10 单位基数计算，下一期增加的产出为 1，因此 T+1 期总产出增加至 101。从 T+1 期起，一切又归于平静，社会人不再进行储蓄和投资。由于对生产系统改造的效果是永久的，因此虽然社会人从 T+1 期起不再有储蓄和投资行为，但从 T+2 期开始，每一期社会人的产出和消费均会稳定在 101。

3、每一期都存在储蓄和投资行为，每一期储蓄的量以及投资报酬率（或利率）

均不变。这种情形下，在 T 期，社会人的消费量减少至 90，储蓄的 10 单位产品用以改造生产系统，假定投资报酬率是 10%，按 10 单位基数计算，下一期增加的产出为 1，因此 T+1 期总产出增加至 101。T+1 期社会人的消费从 90 增加至 91，储蓄则仍然是 10 单位，按照 10 单位投资基数，T+2 期会比 T+1 期多产出 1 单位产品，因此，T+2 期总产出增加至 102。以此外推，以后每一期社会人都储蓄 10 单位产品进行投资，消费量则会每一期都增加 1 单位，最终社会人的消费量会明显超过 100 单位。

图 1：三种情形下的产出与消费量示意图



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在我们构建的简单世界中，对社会人来说，不管是从储蓄角度看奖赏（利息）还是投资角度看奖赏（投资报酬），二者是完全相等的，即储蓄利率与投资报酬率完全相等。

这意味着我们可以从储蓄人的角度看待利率，也可以从投资人的角度看待投资报酬率，二者是同一个硬币的两面，数值上完全相等。

利率的“为什么”和“会怎样”

从上述分析我们知道，利率是基于时间衍生的概念，它既可以表征储蓄的利息，也可以表征投资的报酬。

从储蓄的利息角度看，利率变化的原因（即“为什么”）是人的“不耐”发生了变化。若人的“不耐”变大，利率会上升；人的“不耐”变小，利率会下降。

从投资的报酬角度看，利率变化的原因是生产系统改造的难易程度发生改变。若生产系统改造变得容易，即生产系统改造的效率提升，相同的投资投入会有更高的回报，这时利率会上升；若生产系统改造变得困难，即生产系统改造的效率降低，相同的投资投入带来的回报下降，这时利率会下降。

因此，我们要判断未来利率“会怎样”变化，一个方法是判断人的“不耐”会如何演变，另一个方法是判断生产系统改造的容易程度会如何变化。

由于人的“不耐”比较难观察，但与生产系统改造密切相关的经济增长数据统计很多，所以从生产系统改造（即经济增长）的角度去看待利率更加方便一些。

从上述逻辑来看，利率与经济增长应当同向运行，如果我们可以判断出经济增

长的变化方向，那我们就能确定利率的变动方向。当然，如何判断生产系统改造容易程度（即经济增长）的变化亦是一个不简单的事情，但我们至少能直接观察与感受经济增长的变化，因此先判断经济增长变动方向，再判断利率变动方向，更符合我们的认知习惯。

值得注意的是，理论往往需要做很强的简化处理，我们在上述对利率“是什么”进行分析时，假设只有一个人、只存在一个利率，但在现实世界中存在非常多的不同的债权债务主体，也存在不同期限的利率，这些结构性尚未纳入上述逻辑分析框架中。

由于没有考虑结构性，因此我们不太可能使用上述逻辑框架精确计算出现实世界的利率水平。但考虑到不同主体在享受生产系统改造成果（经济增长成果）时，不同主体在增加或减少的方向上大体是一致的（虽然多寡不一定一致），与此同时，不同期限利率在变动方向上亦基本一致，因此使用上述简化的逻辑框架分析现实世界中利率的变动方向应是可行的。

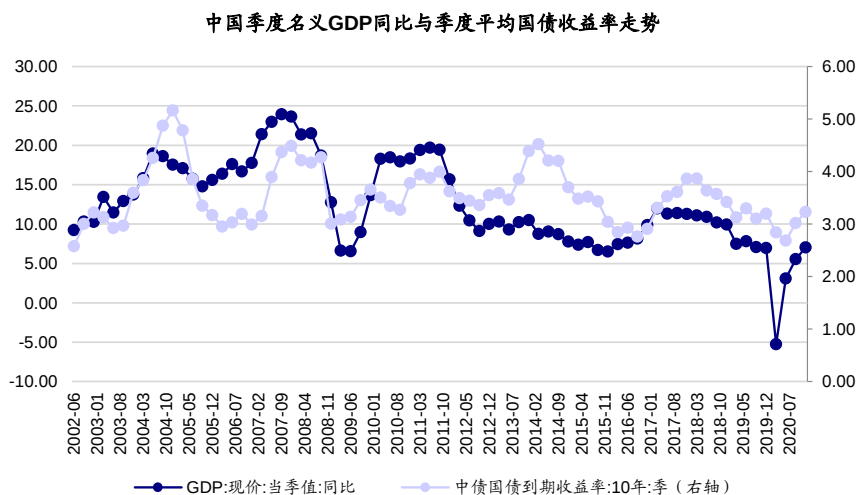
从理论到实践

中美名义经济增速与名义利率走势基本一致，理论和现实大致匹配

我们从中、美国两国的名义 GDP 增速与名义利率的走势比较来看，二者确实很明显地呈现同向运行态势。

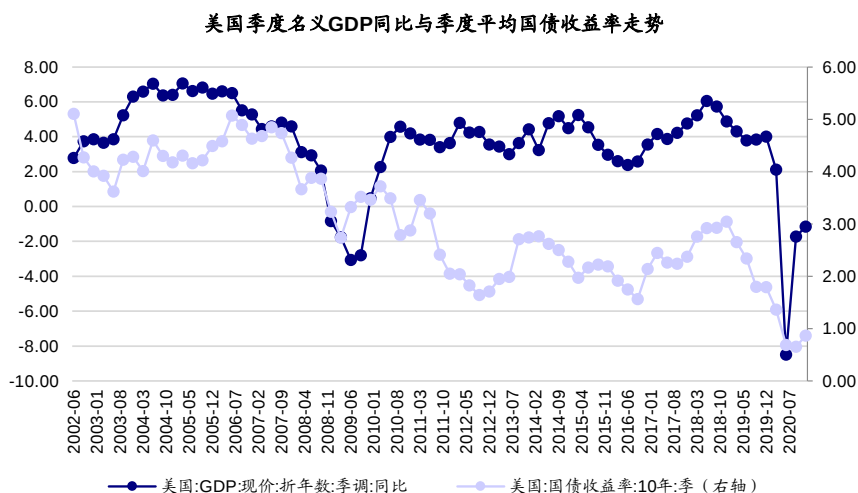
这表明当生产系统改造效率提升、名义 GDP 同比增速上升，则利率也上升，反之则下降，理论和现实大致匹配。

图 2：中国季度名义 GDP 同比与季度平均国债收益率走势



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 3: 美国季度名义 GDP 同比与季度平均国债收益率走势



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

理论实践: 如何理解债券供给对利率的影响?

债券供给增加与利率的关系如何呢? 根据上述逻辑线条, 债券供给与利率之间并无直接的联系, 我们要引入生产系统改造这个中间变量来搭建债券供给与利率的传导链条, 即我们先理解债券供给对生产系统改造的影响, 根据上述生产系统改造与利率的关系, 进而理解债券供给对利率的影响。

在债券发行过程中, 一般情况下是资金稀缺方从资金闲置方获得资金, 然后支付给其他资金稀缺方, 这个其他资金稀缺方又会继续支付给下一个资金稀缺方, 在这个持续支付的过程中, 越来越多的资金稀缺方获得了资金, 资金得到更有效率的使用, 这增强了改造生产系统的力量, 使得生产系统改造变得更加容易, 经济增长向好, 这时对应着利率上升。在这种情况下, 债券供给增加对应着利率上升。

但现实生活中主体很多, 单个主体的债券供给增加不一定代表整个经济体的资金募集量 (也等于资金需求量) 增加; 此外, 现实生活中, 对生产系统改造的影响因素有很多, 债券供给之外的因素影响方向如果与债券供给相反 (例如贷款量、疫情等), 则我们也看不到债券供给增加、利率上升的局面。

因此, 我们在判断利率变动方向时, 最关键仍是分析生产系统改造难度的变化。

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_19271

