



宏观增长的第二升浪

兼论经济增长为何总是M头形态

经济增长第二轮升浪往往是在社融减速的通道中完成的，从这一点来看，企业在第二轮资本开支的加速过程并不是由企业的资产负债表扩张而起，而通常与两个原因有关。

- 1、经济增长往往会出现一个短周期上的M头形态，这一轮可能也是如此。
- 2、往往经济增长的第一轮升浪是由货币政策宽松所推动的，从当前的利率及经济增长的位置来讲，经济增长的第一轮头部可能在2019年3月已经完成。
- 3、通常令我们忽视的是：经济增长通常还会迎来第二升浪，这往往与企业的资产负债表扩张与否无关：
 - 1) 在经济的终端需求见顶后，PPI还会惯性上升一段时间，上升的原材料价格预期还会使得企业在一段时间内仍然处于补库存的状态，从而带来另一个生产的波峰；
 - 2) 形成宏观增长第二升浪的另一个原因是金融监管，在名义增长初步企稳后，控风险政策会把一些金融套利链条的货币挤向实体市场，这也使得企业在短时期内拥有了更多的资本开支的余地。
 - 3) 这一次工业增加值的跳升可能意味着经济增长已经进入了第二升浪。
- 4、经济增长会在一个非常弱的斜率下得到一些边际改善，这一趋势还将维持一段时间：
 - 1) 当前不断升高的风险偏好还会持续推动PPI上行，这会导致企业补库存需求还会持续向上；
 - 2) 社融在未来较长的时间内难以大幅回落，我们不必担心企业融资的缩水对冲掉货币受政策所制向实体转移所带来的货币增量；
 - 3) 至少在今年三季度末以前，经济增长的概率分布已类似于看涨期权，博弈其上升的概率收益会高于博弈其下降的概率损失。
- 5、这一轮的宏观增长的第二升浪可能要比第一升浪攀得更高：
 - 1) 众所周知的是：政策对货币的引导压力相对漫无目的的放水来说，对经济增长的影响是越来越大的；
 - 2) 正是出于此类原因，自上一轮周期开始，经济增长的第二升浪的弹性及高度开始要更甚于第一升浪，而当前的环境也是同样相似。
- 6、债券市场接下来最应该谨慎的是风险情绪的反转，而经济增长在趋势上的微妙好转可能会加快风险情绪的拐点的到来。
- 7、在当前这一位置，利率债已经没有性价比可言，建议低杠杆、短久期配置。
- 8、信用债在短久期的基础上，可就钢铁煤炭、零售产业债及城投债做适度的信用下潜，以票息策略为主。
- 风险提示：通胀超预期，再融资政策收紧。

相关研究报告

《负利率的周期》 20200106

《关于2020年：我们的十个判断》 20200112

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：固定收益

杨为敦

66229028

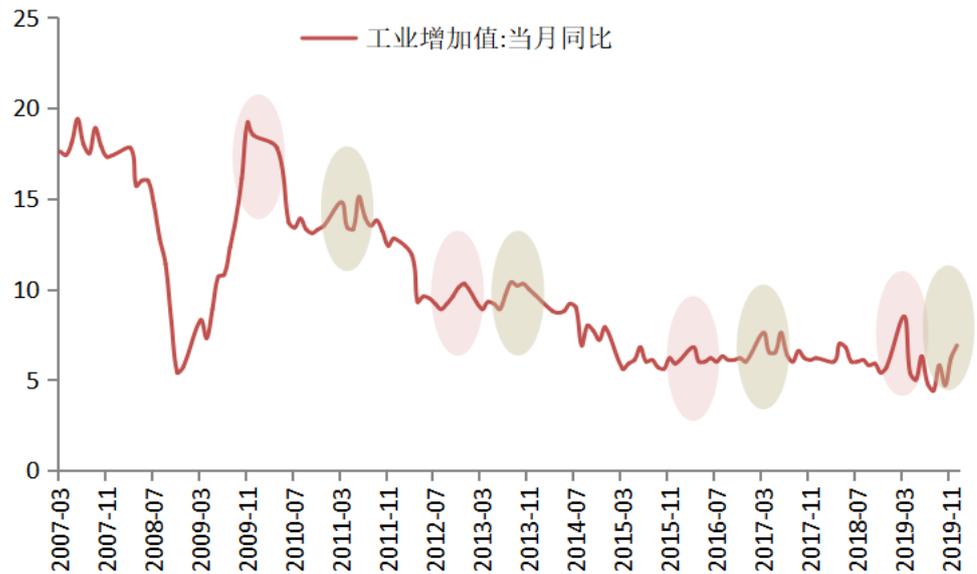
weixiao.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080005

宏观增长的第二升浪：兼论经济增长为何总是 M 头形态

经济增长往往会出现一个短周期上的双头形态。通常来说，经济增长在第一轮摸顶后，经常会出现一些适度的回调，然后继续向上，在完成第二个头部后，经济增长才会真正进入一轮衰退阶段。我们对经济增长不太悲观的原因正是在于：即使我们认同 19 年 3 月经济增长已经出现了第一个头部，经验上我们还有第二个头部需要等待，12 月工业增加值的大幅攀升似乎也验证了此点。

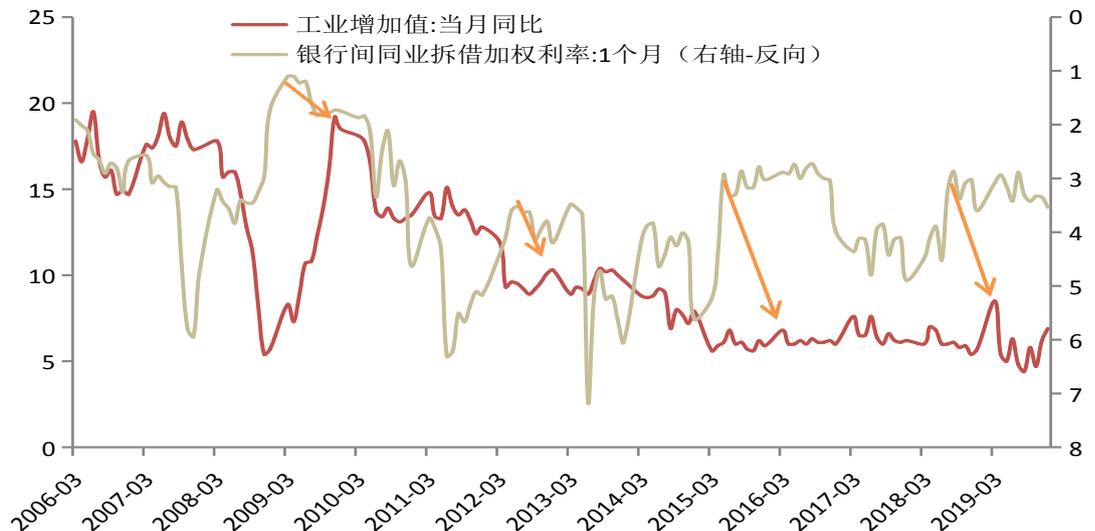
图表 1. 宏观增长的双头形态



资料来源：万得，中银国际证券 注：红色为第一头部，灰色为第二头部

在经济增长一轮周期的两轮升浪中，第一轮升浪是由货币政策宽松所推动的。在利率出现一轮快速下行后，往往企业部门的融资会转为向上，多发的货币沉入企业部门，实体交易也因此而加快。而当利率到达一个阶段性底部时，经济增长也会在 2 个季度左右的时间后到达第一个头部。从当前的利率及经济增长的位置来讲，经济增长的确已经迈过了第一轮头部。

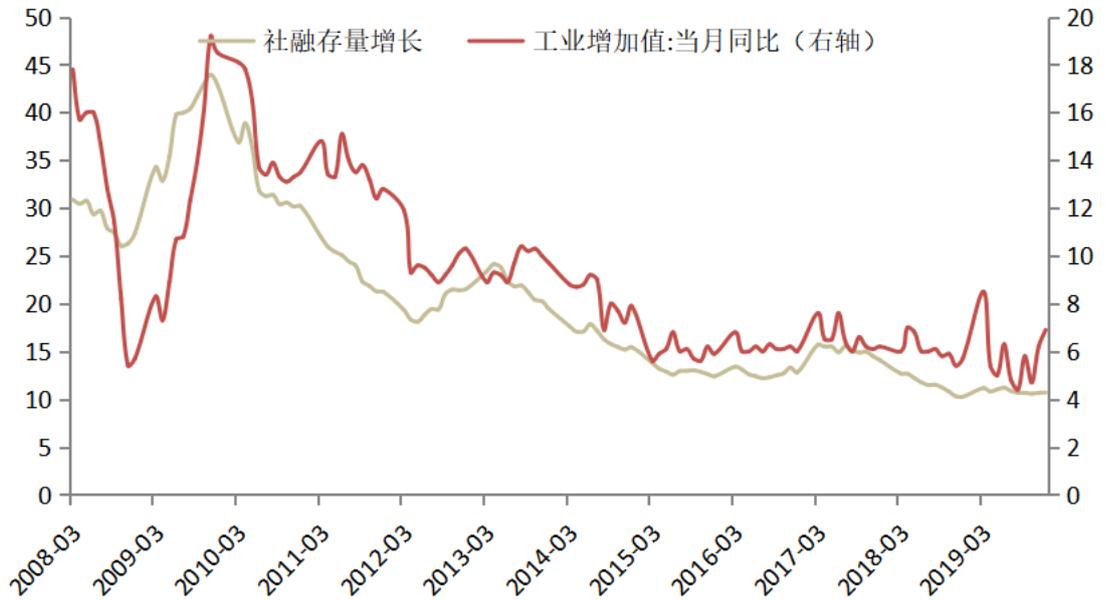
图表 2. 经济增长的第一个头部会滞后于利率底部 2 个季度左右



资料来源：万得，中银国际证券

但在经济增长的第一升浪完成后，经济增长通常还会迎来第二升浪。经济增长第二轮升浪往往是在社融减速的通道中完成的，从这一点来看，企业在第二轮资本开支的加速过程并不是由企业的资产负债表扩张而起，而通常与两个原因有关。

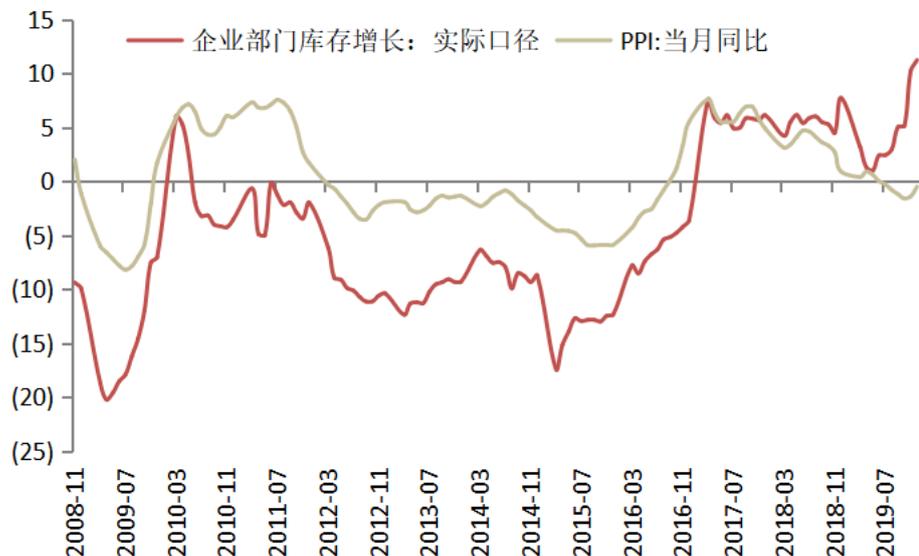
图表 3. 经济增长第二轮升浪往往是在社融减速的通道中完成的



资料来源：万得，中银国际证券

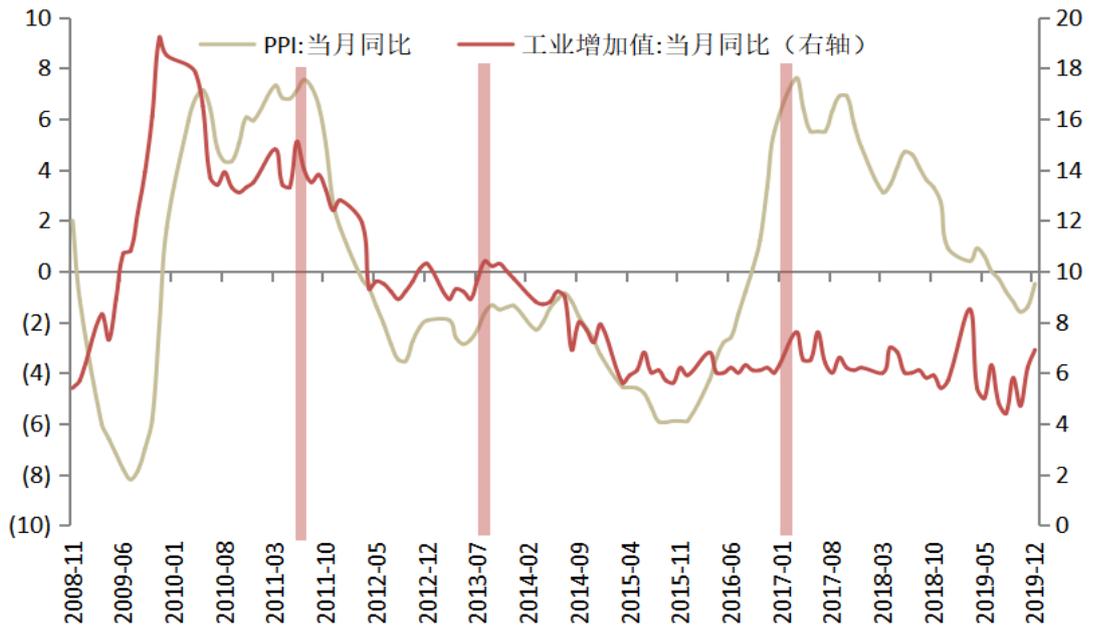
1) 在经济的终端需求见顶后，企业在一段时间内还可能会处于补库存的阶段，从而带来另一个生产的波峰。当企业对原材料价格的预期处于上升通道时，出于对冲未来价格上涨的需要，企业往往更愿意持有原材料而非现金。因此，即使在融资条件制约了经济增长上升之后，PPI 还会惯性上升一段时间，从而带来额外的一轮企业补库存行情，一个辅证是：在出现的时间点上，经济增长的第二轮头部与 PPI 的周期顶非常吻合。

图表 4. 在上涨的原材料预期下，当前企业部门已经处于持续补库存的状态



资料来源：万得，中银国际证券

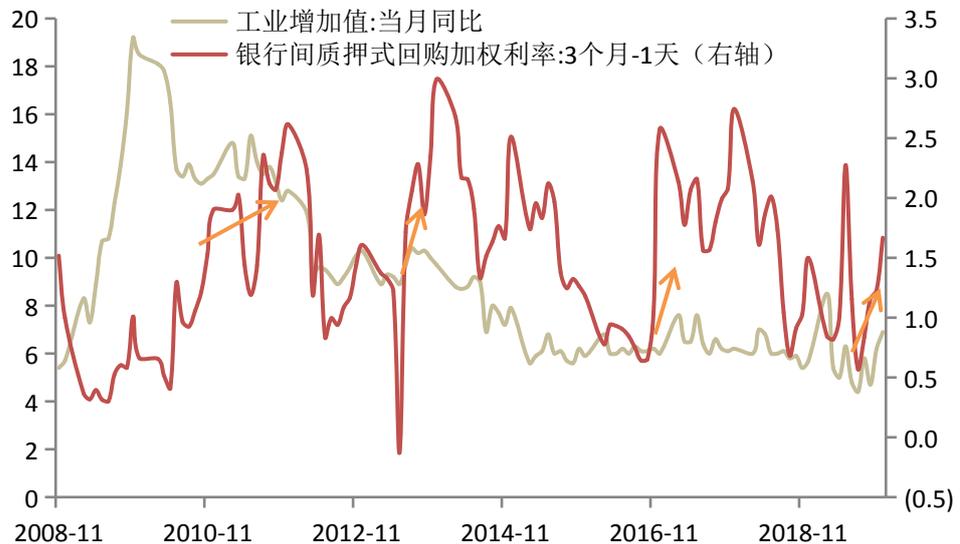
图表 5.在时间点上，经济增长的第二轮头部与 PPI 的周期顶非常吻合



资料来源：万得，中银国际证券

2) 一旦宏观增长的第一升浪走完后，政策目标会转为控风险，控风险政策在抑制资金的金融套利链条的同时，也把相对大量的货币挤向实体经济，这也使得企业在短时期内拥有了更多的资本开支的资金。当宏观增长迎来第二轮升浪的时候，往往是 3M-1D 期限利差刚刚转为上升的时点，这意味着市场的金融杠杆交易开始变得更加谨慎，这在很大程度上与金融监管环境的微妙变化有关。

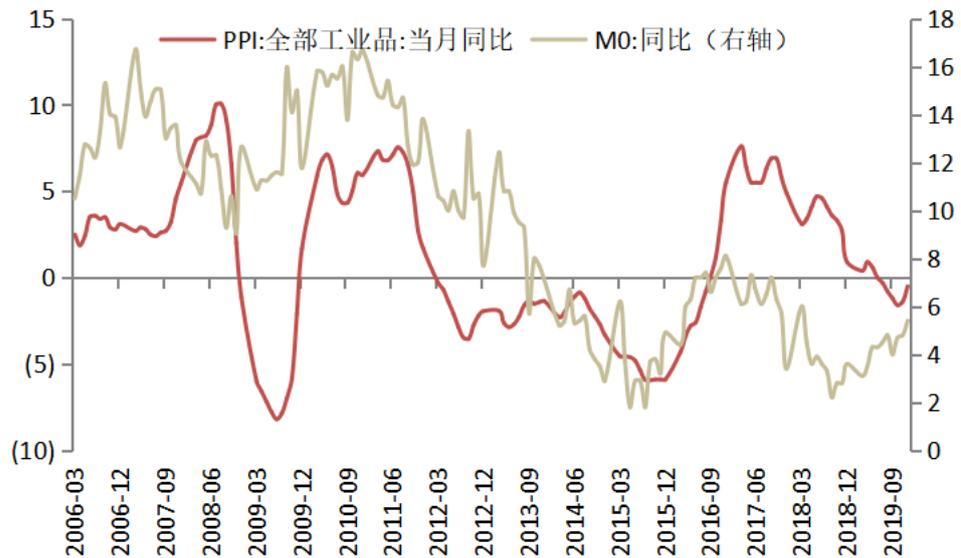
图表 6.宏观增长迎来第二轮升浪的时点往往是 3M-1D 期限利差刚刚转为上升的时点



资料来源：万得，中银国际证券

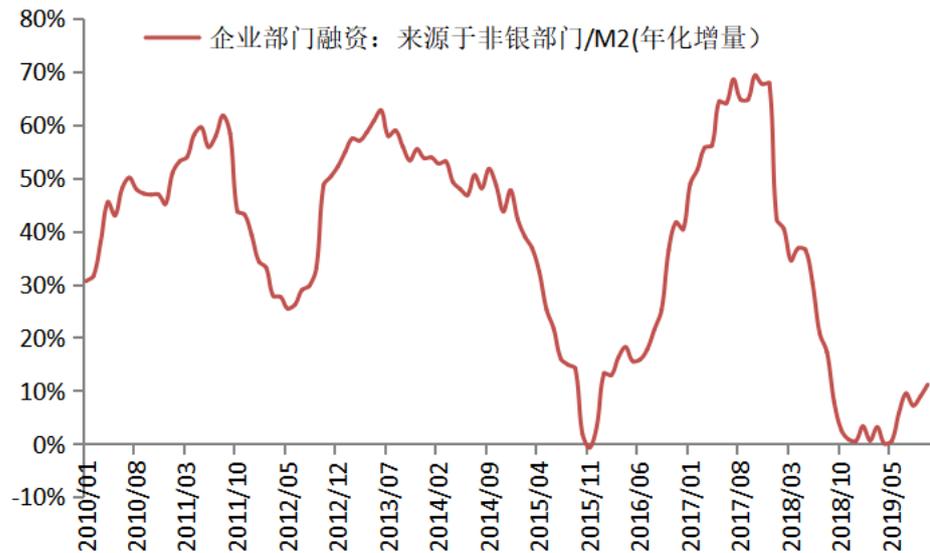
这一次工业增加值的跳升可能意味着经济增长已经进入了第二升浪，并且还将维持一段时间。其一，从 M0 来看，当前资金的风险偏好还会持续推动 PPI 上行，这会导致大宗商品价格的上涨及企业补库存需求的向上还会共振一段时间；其二，在社融的结构中，企业通过直接融资工具向非银部门的融资还有大量的空间，这导致社融在未来较长的时间内难以大幅回落，我们不必担心企业融资的缩水对冲掉货币受政策所制向实体转移所带来的货币增量。

图表 7. 从 M0 来看，当前资金的风险偏好还会持续推动 PPI 上行



资料来源：万得，中银国际证券

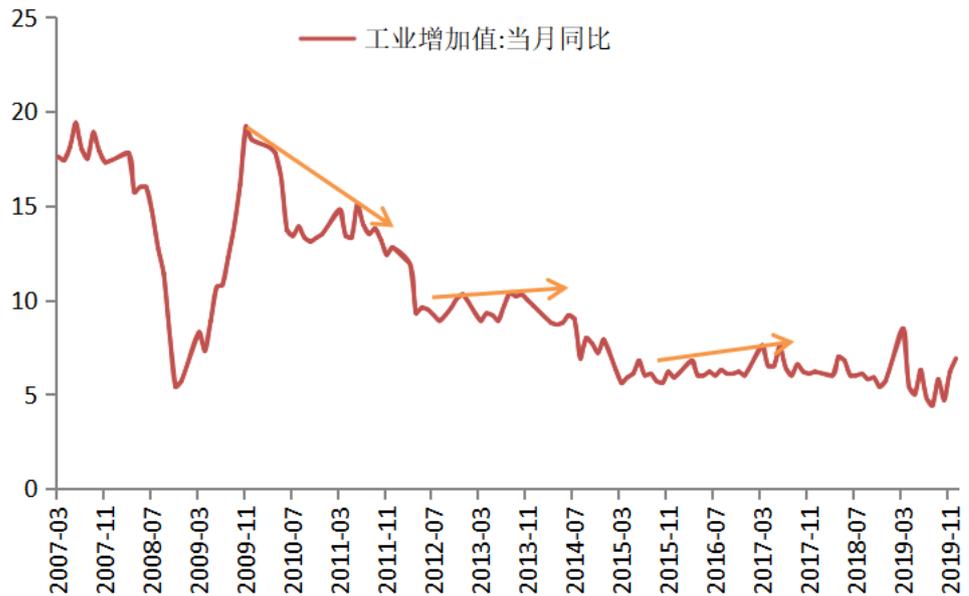
图表 8. 企业通过直接融资工具向非银部门的融资还有大量的空间



资料来源：万得，中银国际证券

这一轮的宏观增长的第二升浪可能要比第一升浪攀得更高。因实体资本回报率低迷问题，我们遇到了越来越明显的经济增长对流动性的反应钝化以及资金的脱实入虚的问题，这导致在缺少政策的压力下，单纯放水对经济增长的影响是越来越弱的，经济增长的第一升浪也因此而越来越缺乏弹性。自上一轮周期开始，经济增长的第二升浪的弹性及高度开始要更甚于第一升浪，而在相似的环境下，我们可以期待接下来经济会出现一轮至少要比 19 年 3 月弹性更大的反弹。

图表 9. 经济增长的第二升浪的高度逐步超过了第一升浪



资料来源: 万得, 中银国际证券

对于债券市场来说, 接下来最应该谨慎的是风险情绪的反转, 而经济增长如果在趋势上出现一些微妙的好转后, 可能会加快风险情绪的拐点的到来。在当前这一位置, 利率债已经没有性价比可言, 建议低杠杆、短久期配置; 信用债在短久期的基础上, 可就钢铁煤炭、零售产业债及城投债做适度的信用下潜, 以票息策略为主。

风险提示: 通胀超预期, 再融资政策收紧。

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_7649

