



孙彬彬谈跨周期中认识债市旧动能与新趋势之一：未来利率中枢在哪儿？



意见领袖 | 孙彬彬 许锐翔 廖翊杰

统计表明, 次贷危机以来, 只有高收入国家 (人均 GDP2 万美元以上) 才能获得持续稳定低利率 (均值 3%以内)。中低收入国家或许是因为开放环境下的外部冲击, 或许是因为通胀, 或许是因为经济增速一旦下行就会带来债务危机, 又或许上述因素会叠加, 诸多问题导致的结果就是中低收入国家并没有出现简单的稳定低利率状态。

所以很多时候不是一个经济体增速越低利率就越低, 而是一个经济体的人均收入越高, 越能够维持一个较长时间的低利率环境。



眼下的宏观形势愈发严峻, 如若放在往常, 这个时候应该看多利率。但是总有一些问题没有想明白, 所以和市场一起商榷。

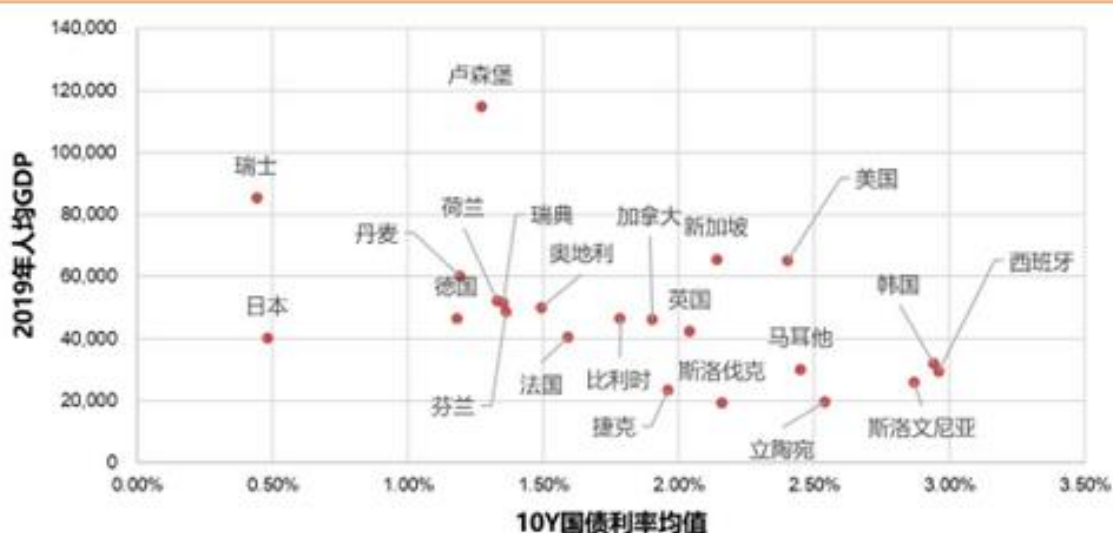
次贷危机以来，全球普遍进入到低利率状态。所以市场很容易得出遇到困难就应该加久期，无非就是早晚欧美化的结论。

但其实有很多基本情况市场是有所忽略的。

低利率似乎是高收入国家的福利

2010 到 2019 年十年间全球经济体中十年国债平均利率低于 3% 只有 22 个。这 22 个经济体主要分布在欧美，另加三个亚洲国家（日本、韩国、新加坡）。这些经济体有一个共同特征，就是人均 GDP 超过两万美元（斯洛伐克和立陶宛略低于这一数值，但是他们同属于欧元区）。

图 1：2010-2019 年主要经济体人均 GDP 与 10 年国债利率均值（美元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

结论很清晰，低利率貌似是长期趋势，但需要以一定收入水平为前提。目前观察，只有高收入国家（人均 GDP2 万美元以上）才能享受持续稳定低利率。这些国家所呈现的市场特征，就是经济越差，利率越低。中等收

入和低收入国家是简单没法享受低利率的，绝对利率水平似乎总有一个阈值下限，或许是因为开放环境下的外部冲击，或许是因为通胀，或许是因为经济增速一旦下行就会带来债务危机，又或许上述因素会叠加，诸多问题导致的结果就是中低收入国家并没有出现简单的稳定低利率状态。

所以很多时候不是一个经济体增速越低利率越低，而是一个经济体的人均收入越高，越能够维持一个较长时间的低利率环境。

经济下行利率会如何下行？

现在我国面临各种复杂问题，不管看美债还是中债，利率似乎很难上行，更何况中国经济本身还在下台阶，所以诸如经济增速下行利率下行，什么时候都不能下车这话貌似是对的。但如果深究，还是要仔细思考一下，利率和经济到底是怎样的一个关系？

这里首先需要明确，所谓经济与利率可以对比，在指标上其实名义 GDP 增速更为合理。

我们首先对比两个经常可以用来借鉴比较的典型国家，分别是美国和日本。在这两个经济体中，长期来看利率走势和经济走势之间到底是一组什么关系？

可以很清晰的看到，二战以来，无论是美国还是日本，长期中经济下行，利率确实下行，但是首先这个经济是指 GDP 名义增速，而不是实际增速。其次，美国和日本 GDP 名义增速与利率的走势存在一定区别。

这个区别,简单概括就是:当一个国家政府对经济和利率的干预越深,经济与利率的匹配度就越差,至少两者不是平行移动的关系。

图 2: 日本国债和 GDP (%) ⁴²资料来源: WIND, 天风证券研究所⁴²图 3: 美国国债和 GDP (%) ⁴³资料来源: WIND, 天风证券研究所⁴³

战后日本长期实行利率官定政策(政府干预市场定价),所以在经济下台阶的重要阶段,虽然日本也在逐步推进利率市场化,但是总体利率中枢下行相对经济增速更为缓慢。直到 1990 年代以后,两者之间更为一致。

所以虽然长期中利率中枢随着经济中枢下移而下移,但一定要认识到,首先这个经济中枢一般指 GDP 名义增速,也就是要考虑通胀;其次,利率与经济之间有两股力量决定,政府和市场,政府干预越深,利率和经济的匹配关系越弱。

未来利率中枢在哪儿?

以美国为例,2010-2019 年美国 GDP 名义增速平均值在 4%,对应十年美债利率均值在 2.4%。那么未来中国经济增速的中枢在哪儿?

2020 年 10 月,十九届五中全会提出了 2035 的远景目标,其中明确

要求“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。

2020年11月，习总书记在《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉的说明》中关于“十四五”和到2035年经济发展目标时提到：“关于‘十四五’和到2035年经济发展目标。

“在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出十四五’经济增长速度目标，明确提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境中不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。……

党中央的建议主要是管大方向、定大战略的。综合考虑各方面因素，建议稿对“十四五”和到2035年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式。编制规划《纲要》时可以在认真测算基础上提出相应的量化目标。”

——习近平：关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明

按照世界银行的最新标准，2020 年高收入国家标准人均 GNI 为现价 12695 美元，而 2020 年中国人均 GNI 为现价 10610 美元。在假设我国人口数量保持不变的情况下：

一、如果只需在十四五末 2025 年达到现行的高收入国家标准（即人均 GNI12695 美元），那么十四五期间平均名义增速仅需 3.65%。

二、如果需要在 2025 年达到那时候的高收入国家标准，假设十四五期间高收入国家的人均 GNI 平均增速为 3%，那么 2025 年时高收入国家现价人均 GNI 门槛约为 14717 美元，对应十四五期间我国平均名义增速约为 6.76%。

如果假设未来我国人口数量不变，那么到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标则意味着未来 15 年平均增速 4.73%。

然而，此处还有几点需要注意：

一、翻番目标使用的是实际值，因而 4.73% 是平均实际增速，不含通胀因素。

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_27110

