



经济复苏与债券市场走势



十年期国债收益率在 2022 年 1 月 24 日跌破 2.7%，然后触底回升，在 2.8% 附近小幅波动来回徘徊。未来会怎么走？会趋势性上行吗？



在《利率走势何时反转》中，我们提出：“在经济探底回升前，国债收益率走势仍将继续呈现震荡下行趋势。至于经济何时触底，依据经验：需求大概率在 2022 年一季度触底，10 年期国债收益率触底的时间也大概率与此同。”

在陆续公布 1-2 月的经济与金融数据后，我们是否可以据此判定需求的底部已现？换句话说，是否据此就可以得出十年期国债收益率已触底及上行趋势已确立？

我想答案是：是的！

具体理由有以下几个方面：经济短周期触底回升已进入新一轮周期；制造业增加值趋势好转；制造业固定资产投资状况持续改善；M1 增速触

底反弹，企（事）业单位信贷不逊。

有一首诗说道：叶子那么信任风，风却吹落了树叶，可我后来才发现，吹落树叶的不是风，而是季节。

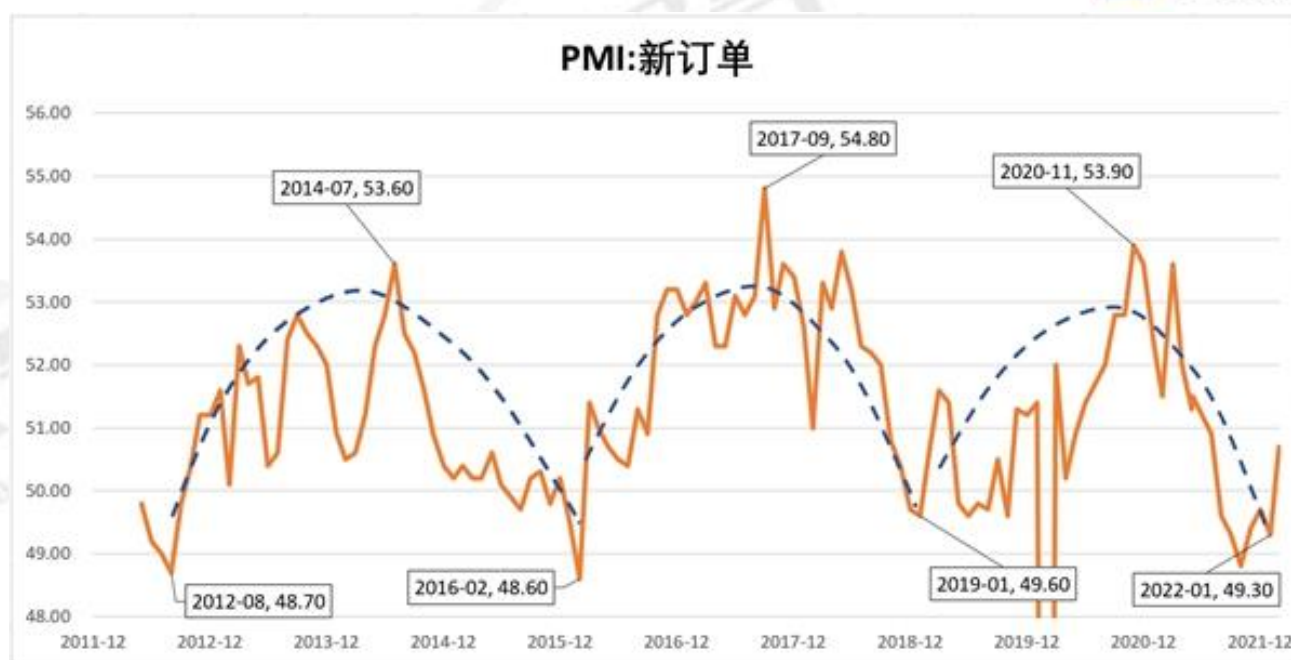
这首诗很有意思，它寥寥数语就道尽了万物间的一个理：看似纷繁的现象其实都为看不见的规律所支配。

在我们周围的世界，有些模式和事件一再重复发生，很有规律。这些重复发生的模式，一般被称为周期。在经济生活中那些周期性波动、重复发生的模式就叫经济周期。

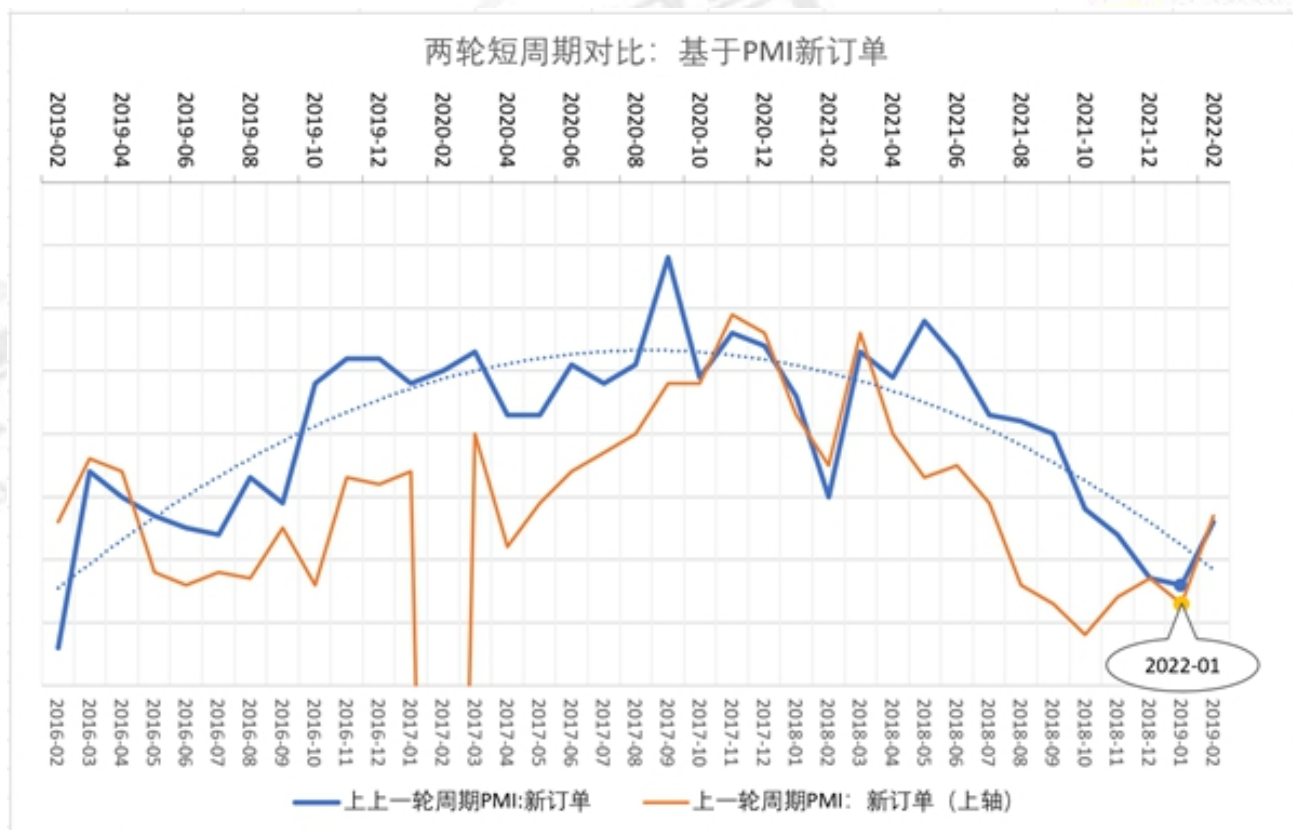
经济周期有很多个类型，与国债收益率、股票回报率走势最密切相关的经济周期是经济短周期，这里不再赘述，感兴趣的话可以参考《换个视角又见周期》及《利率走势何时反转》两篇文章。

所谓经济短周期主要指小时间尺度上需求的周期性波动，周期长度大致 3-4 年。PMI 新订单指数是观测需求短周期波动的好指标（参见《美国经济衰退？马斯克的预言会否成真》）。

马克吐温说，历史不会重演细节，过程却总重复相似。比较 2012 年以来 PMI 新订单的走势，确实可以看到不断重复发生的周期模式，尽管各周期期间的波动变化并不整齐划一，而且有时候这种差异还挺大。



更直观地比较这种重复发生模式的方法，是将两个周期折叠一下，把隶属两个不同周期的 PMI 新订单放到同一个图框里。可以看到，2016.02-2019.01 与 2019.01-2022.01 两期间 PMI 新订单的走势总体上重复相似。



从唯象论的角度出发，可以得出一个结论：经济短周期已在 2022 年 1 月触底，开始了新一轮的演化。

支持以上结论的理由除了后面将要讲到的增加值、固定资产投资及金融支持外，还有一个理由：周期的韧性。从 PMI 新订单的变化来看，即使前所未有的新冠疫情扭曲了经济增长行为，经济短周期的周而复始、循环不断地波动性依旧存在，表现出极大的韧性。上轮经济短周期（2019.Q1-2022.Q1）与上上一轮经济短周期（2016.Q1-2019.Q1）的重复相似性并没有受到严重影响。

这里想重申一下，我们并不认为 2021 年 10 月份是上轮周期的底部，2021 年 11 与 12 两个月的回升应该理解为对前期过度快速下行的修复而

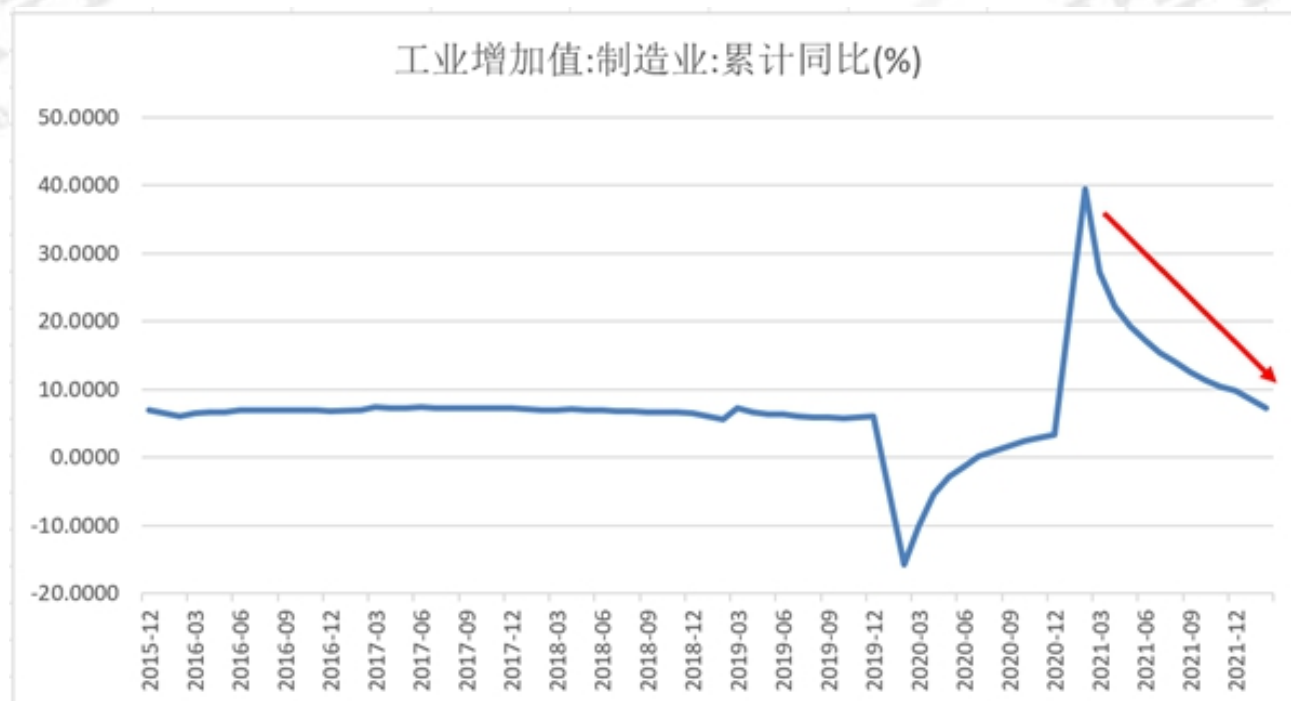
不能理解为经济已复苏。PMI 新订单在 2021 年 12 月和 2022 年 1 月、2 月这三个月无论绝对值还是变动方向都表现出更亲近的相似性，而不是相斥性。

增加值是个流量概念。经济增加值是一定时期投入一定生产要素后取得的经济效益，是一个盈利指标。中国 GDP 的主要波动性来源于工业特别是制造业增加值的波动。因此，在很大程度上，我们可以通过分析制造业增加值的变化来判断整个经济的波动行为，特别是预判经济波动的底部或顶部。



最近公布的 2022 年 1-2 月制造业增加值累计同比为 7.3%，看起来很高，但是还处在自去年年初以来持续下行的“趋势”通道中。所以，很难从这个视角说制造业增加值（或者说盈利）在趋势好转。造成这种理解困

境的原因是：受新冠疫情严重冲击，2020 年基数“大落大起、前低后高”，使得 2021 年制造业增加值同比在年初冲顶后回落，无法展现制造业经济增加值的趋势变化；同样的，2021 年基数“大起大落、前高后低”，它将继续扭曲我们对 2022 年经济增加值趋势变化的看法。



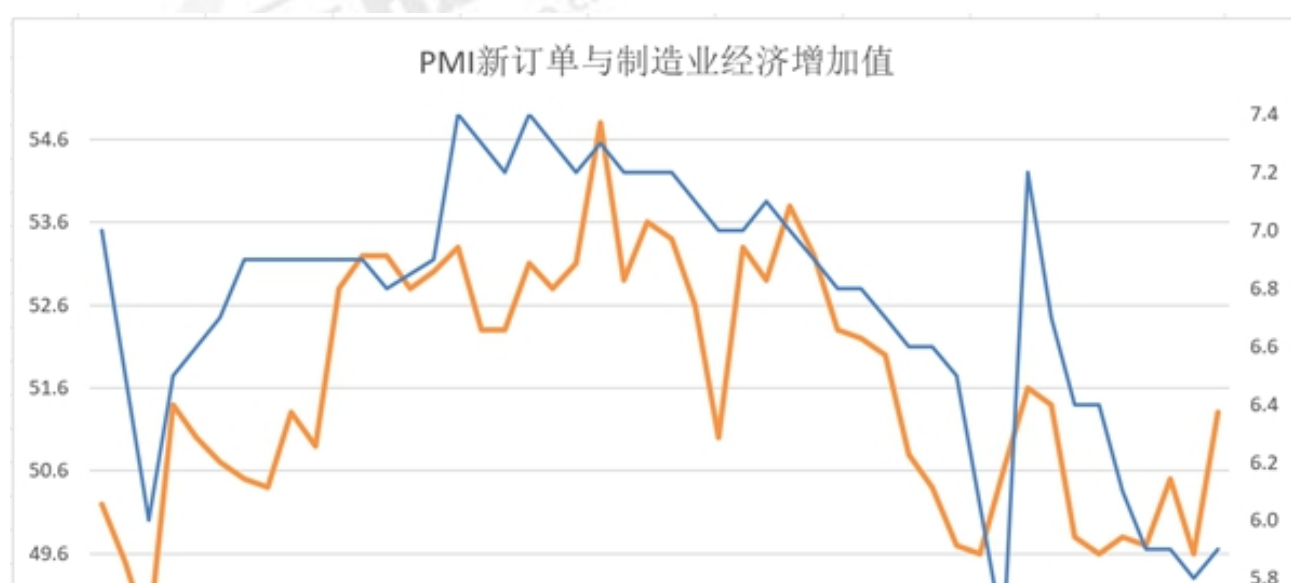
我们需要换个角度去认识制造业增加值变化的真实状况。

制造业增加值同比增速反映的是制造业短期的盈利变化，在很大程度上也反映了制造业资本利润率的变化。我们认为可以用它来观察市场的需求变化。当期的制造业增加值同比变化既隐含了制造业企业可用资金程度也蕴含了盈利预期（参见《换个视角又看见周期》）。盈利预期和需求关系密切。盈利预期会直接影响投资活动，而投资是总需求的重要组成部分，因此，制造业增加值的变化隐含了未来需求变化的信息。同样的，市场需求上升时，也会提高制造业增加值增速，市场需求下降时，会放缓增加值

增速。所以，从制造业增加值的变化可以“看见”需求的变化身影。

PMI 新订单与制造业增加值同比增速都可以作为经济需求变化的两个镜像观察指标。可以预期：尽管两个指标的内容不一样，但是两者走势应该基本一致。

的确如此，在正常的生产秩序下，两者的实际走势就是基本一致的。以 2015 年 12 月至 2019 年 12 月这个期间为例，在疫情发生前，制造业增加值累计同比和 PMI 新订单两者的走势紧密相关，从 PMI 新订单的趋势上可以读出制造业增加值同比变动的趋势，反之亦然。



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_39645

