

上期我们讨论了宏观资产配置的基本框架，本期我们讨论框架中的第一步，也是最难的一步：宏观因子判断。

自上而下的宏观资产配置，需要对宏观因子的位置有观点和预判，宏观因子包括经济、政策和流动性，其中最重要的是经济。**如果经济周期可以预测，那么其模式必须是相似的、有规律的，经验也是可重复的。**但是这种周期性规律也不是一成不变的。**宏观资产配置之难，也在于经济每次的波动模式，都会发生一些异变。这其中有一些偶发因素的干扰，造成短周期的扰动，也有经济的中期趋势变化。中周期趋势叠加短周期的波动，就会造成经济模式和资产价格出现不规律的周期变化，给宏观资产配置带来很大难度，如果只依靠过去的短周期经验，就可能会“刻舟求剑”。**例如，改革开放 40 年来，随着中国经济不断转型乃至增速换挡，有三个层面的变化，第一层是经济模式和驱动力的变化；第二是政策对经济认知的不确定性；第三则是宏观政策框架的变化。这些都给换挡期的投资策略带来一定的挑战。每次周期的幅度、长短与相应的资产周期，都会因为政策框架和经济背景而改变。



遗憾的是，宏观研究框架的调整总是慢于经济的转型，面对这一困难，不宜反复横跳，只能不断通过实证结果来侧面检验、修正模型假设。

当下站在疫情爆发 1 年多后，很多短期扰动褪去、中期趋势凸显，**重新理解中国经济的中周期脉络，对厘清宏观因子非常重要。**在我们的框架中，经济的中周期是以年度为单位的趋势，短周期则是季度级别的趋势。**疫情对经济的冲击特殊之处，在于对中周期和短周期都有扰动，给经济的预测带来了困难。因此首先要厘清疫情对经济的中周期影响。**

简单来说，疫情导致全球政策合力刺激需求，但是也改变了经济的供给结构，造成类滞胀格局，换句话说，因为全球货币和物资的关系改变了，物资增速很小，货币增速很大。印了货币就能制造需求，

而物资投产到达产乃至运输到终端，都要很久。这就造成了供需的错配，而且可以持续较长时间，由此带来的很多现象和资产表现，让很多投资者都感到困惑，时至今日，依然对经济的认知有很大分歧。

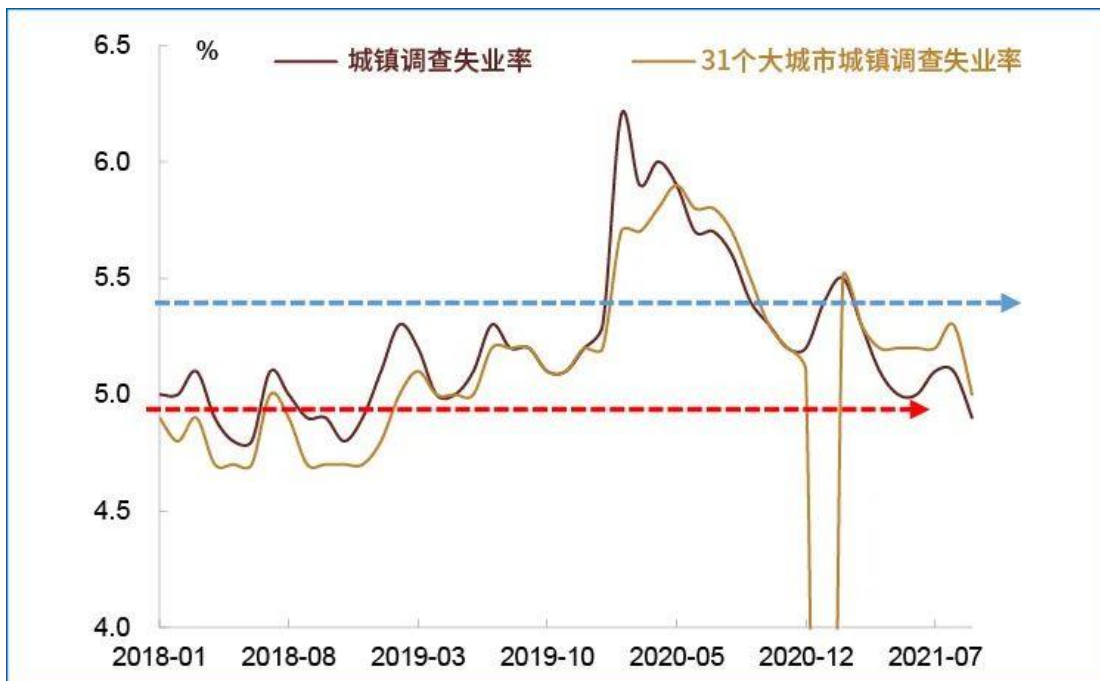


理论上，新冠疫情后，中国经济的潜在供应能力发生了下降：一是疫情干扰下，全球供应链和各国的经济结构受到冲击，服务类消费中枢下行，全球的耐用品需求更强、并且向中国集中；二是双碳双控等政策，导致工业品的供给下台阶。三是由于疫情冲击带来的居民预防性储蓄上升，以及客观上种种消费条件的限制，导致消费中枢下行；四是由于适龄购房人口基数的原因，房地产销售面积的潜在中枢也可能下行。综合以上因素，理论上疫情后的潜在增速应当是下行的。

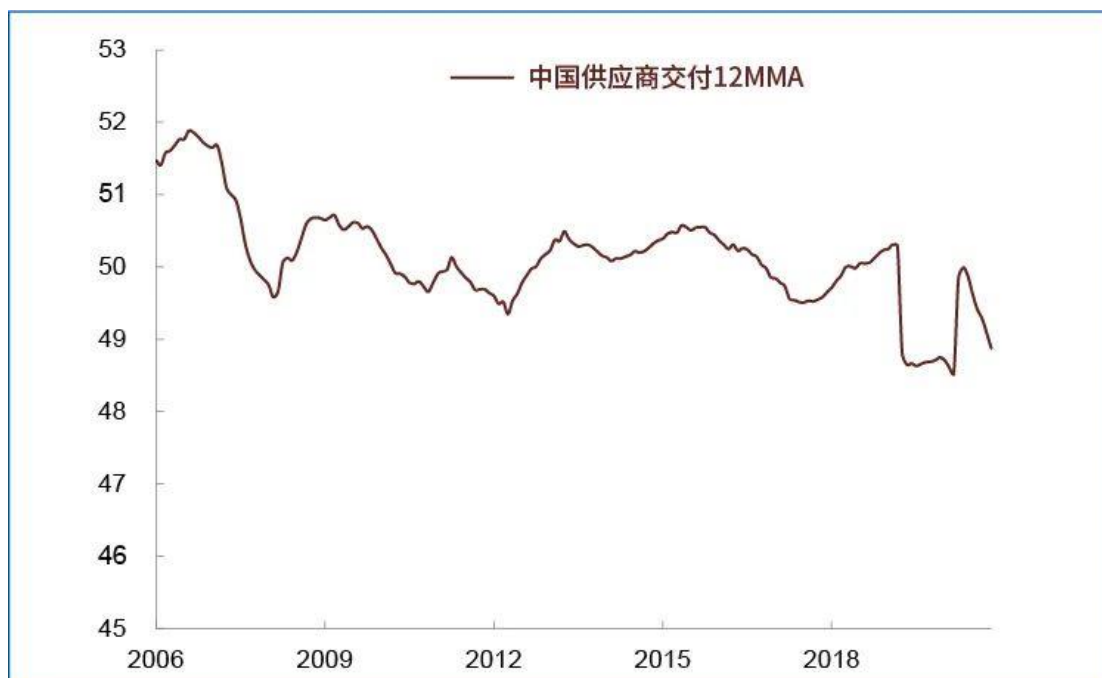
实际上，中国经济的潜在增速也是下行的。由于潜在增速的统计估计存在误差，我们这里只采取定性分析。今年 10 月，IMF 将中国 2021 年 GDP 的预期调整为 8%，折合近两年经济中枢下降到 5%，而疫情之前增速基本都在 6% 以上。所以，疫情后经济的中周期增速下行，也就对应着总供给收缩。另一个证据是失业率，以失业率为潜在增速的锚，潜在增速越高，失业率的中枢就应该越低。但一个简单的观察是，2018-19 年，失业率最低只到达 4.8%；2020 年以来，随着复苏的推进，失业率整体中枢 5.3-5.4% 仍然高于疫情之前的水平，这就说明经济充分就业所对应的失业率中枢或已抬升，意味着中国潜在增速下了一个台阶。

中周期确定后，对短周期的判断有什么影响呢？还是看失业率，最新公布的 9 月调查失业率已经下行到 4.9%，按新阶段的失业率中枢估计，**经济短周期其实仍然位于过热状态。如果不考虑中周期、只看下滑的经济需求，我们显然会得出不同的结论。这就是在确定宏观因子前，需要确定中期趋势的原因。**

图：2019 年后，中国失业率的中枢上移



图：供应商的交付时间延长（图中值越小为速度越慢，时间越长）



下期预告

那明确了中周期趋势下行，中国经济的短周期在哪个位置呢？由于这是个难度较大的问题，且涉及政策因子的推断，我们将在下期着重介绍。

— ★ 作者简介 ★ —



朱韦康先生

清华大学五道口金融学院金融学博士，清华大学经管学院经济学学士。从业4年，曾在中金固收新财富团队负责宏观利率研究，现任建信信托证券市场事业部投资经理助理，负责宏观和大类资产配置研究，对宏观择时、量化策略有深入研究。

建信信托凤鸣证券投资团队



刘洪波先生

北京大学光华管理学院硕士，从业19年。曾任职于建行总行资产负债部、建信信托投资管理部，现任建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。拥有丰富的一二级市场投资管理经验，所领导团队管理的产品业绩卓越，规模位居行业前列。



刘海东先生

北京大学光华管理学院金融学博士，从业15年。曾任安信证券、光大永明资管投资经理、固收研究团队负责人、固收投资团队负责人等，现任建信信托证券市场事业部投资中心负责人。擅长把握债券市场整体趋势，挖掘利率波段、信用债行业与个券多维度超额收益，对基于固收为基础的大类资产配置有深刻的研究与市场经验。



卢博森先生

美国耶鲁大学化学工程硕士，中央财经大学金融学博士，从业8年。曾任中信证券研究部研究员，中欧基金研究员、基金经理，联储证券证券投资部总经理。现任建信信托证券市场部权益投资经理、权益研究团队负责人。



富迪先生

清华大学工学博士，从业10年。曾任泰康资产管理有限责任公司研究部研究员，权益投资部股票投资总监，现任建信信托证券市场事业部执行总经理。



程亦涵女士

北京大学金融学硕士，从业11年。曾任国寿资管信用评估部分析员、瑞银证券有限责任公司债券策略分析师，现任建信信托证券市场事业部投资中心研究团队负责人。



丁皓先生

清华大学应用数学专业学士，香港中文大学金融工程博士，从业9年。曾在香港Numerical Method-INC.、中信证券担任量化分析师、量化投资品种经理、投资经理等职。现任建信信托证券市场事业部量化高级投资经理。



朱家宽先生

南开大学国际金融管理硕士，从业7年。曾在光大永明资管、国投泰康信托等从事交易员、投资经理等工作，现任建信信托证券市场事业部投资中心投资经理。



李耀忠先生

大连理工大学材料表面工程硕士，从业11年。曾任永安期货股份有限公司期货研究院首席策略师、院长助理，北京乐瑞资产管理有限公司商品总监，暖流资产管理股份有限公司衍生品部总经理，现任建信信托证券市场商品投研负责人。



付镠方先生

北京大学理学硕士，从业10年。曾任中国出口信用保险公司资产管理部权益研究员、投资经理，中泰证券研究所高级策略分析师，现任建信信托证券市场事业部权益投资经理、高级股票策略分析师。