

周期系列之信用周期

2023年6月9日 星期五

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

信用周期本质是货币在信贷视角下的扩张。从货币角度看，以 $MV=PY$ 为基准，货币与信用是相辅相成，货币由银行创造，而在信用之下，贷款派生存款，货币实现有效扩张。通常而言，商业银行有三个渠道来进行信用扩张，第一个途径是通过创造贷款投入实体经济贷款、媒介资产交易贷款；第二条路径通过购买第三方主体债权将资金流入政府和实体债券，包括国债、地方债、信用债和资产支持证券等；第三条路径是通过直接购买商品或股权创造增加对客户债务购买商品或混业经营。广义货币对应商业银行和实体及非银之间的债权交换，最终引发基础货币变动。

股市主要是经济的晴雨表，理论而言，一方面信用宽松作为逆周期调节因素预示经济非快速增长阶段，对应企业处于扩投资阶段，非需求带动的高利润阶段，业绩驱动偏弱，另一方面信用宽松意味着资金流动充裕，利好股市。

报告目录

1. 信用周期理论原理.....	3
2. 国内信用周期.....	4
3. 信用周期对指数的影响.....	7

图表目录

图表 1: 流动性周期循环.....	4
图表 2: 社会融资规模存量同比.....	5
图表 3: 各部门杠杆率.....	5
图表 4: M2/GDP 同比.....	6
图表 5: 商业银行总资产/货币当局总资产同比.....	6
图表 6: 上证指数.....	7

1. 信用周期理论原理

信用周期本质是货币在信贷视角下的扩张。从货币角度看，以 $MV=PY$ 为基准，货币与信用是相辅相成，货币由银行创造，而在信用之下，贷款派生存款，货币实现有效扩张。通常而言，商业银行有三个渠道来进行信用扩张，第一个途径是通过创造贷款投入实体经济贷款、媒介资产交易贷款；第二条路径通过购买第三方主体债权将资金流入政府和实体债券，包括国债、地方债、信用债和资产支持证券等；第三条路径是通过直接购买商品或股权创造增加对客户债务购买商品或混业经营。广义货币对应商业银行和实体及非银之间的债权交换，最终引发基础货币变动。

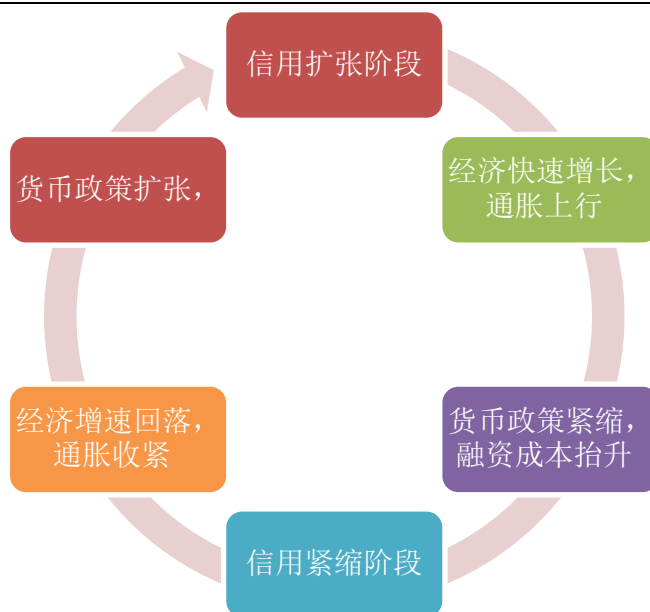
信用周期的本质在于经济与政策的相互作用，信用周期通常包括两个阶段：信用扩张→信用收缩。在信用扩张期间，通常而言对应经济快速增长，通胀上行，债务快速扩张，在政策上体现为货币政策紧缩，融资成本抬升。在信用紧缩时期，通常而言对应经济增速下行，通胀回落，债务快速回落，在政策上体现为货币政策扩张，融资成本下行。

从传导机制看，当经济运行疲软，在政策逆周期/跨周期调节下，实体企业获得更多政策优待，政策带动工业生产率先进入修复，并进入信用扩张时期，工业生产紧随其后。伴随着信用扩张，通胀带来价格水平提升并且利润提高，企业生产预期

工业生产开工率先修复，工业生产端在信用扩张后跟进，信用的扩张提高通胀并导致价格水平提高且利润增长，企业生产预期转好，投资增加。通常而言，信用周期较固定资产投资周期提前，伴随着债务提升，投资逐步增加，如果需求弹性限制，则工业产成品库存实现累库。价格逐步提升之下，伴随成本刚性，价格增长带动整个工业企业会计利润增长，信用周期领先工业企业利润。

在指标选择上，信用周期的度量指标包括债务类（社融存量同比和信贷余额同比），信用扩张类（M2/GDP，信贷/GDP 及杠杆率），和信贷脉冲类（包括债务增量/GDP）。

图表 1: 流动性周期循环



数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

2. 国内信用周期

自上而下看，国内信用周期分为以下几个阶段：

第一阶段 2003 -2008 年。伴随着投资增长势头持续增长，2003 年越来越明显，房地产投资强劲成为推动总投资增长的重要因素。央行 2004 年 10 月提高进准利率，政策由松转紧，财政向更中性的立场转变。政府运用紧缩的宏观经济政策，且采取各种行政管理手段。2005 年初，产能过剩迹象显现，企业利润下降。人们预期中的经济放缓没有实现，货币供给和信贷增长率自 2004 年低水平反弹升高过剩产能被新的生产和快速增长吸收。2006 年十一五规划，各省政府换届最后一年，随后，伴随中国经济快速增长，虽然央行上调准备金率且采取数量限制，但通胀恶化。08 年受到经济危机影响政府推出四万亿刺激经济快速增长，但不断扩张的货币政策导致泡沫与通胀。

第二阶段 2009-2010 年，中国经济快速增长，通胀率自低水平开始攀升，自 2008 年来首次。2010 年央行 5 次上调准备金，2 次上调存贷款基准利率。信贷与广义货币增长率显著下调。经济增长在 2010 年 Q1 达到顶峰后开始放慢，总投资、房地产投资和制造业投资增长率趋于下降。2011 年 GDP 中国硬着陆担忧增加。

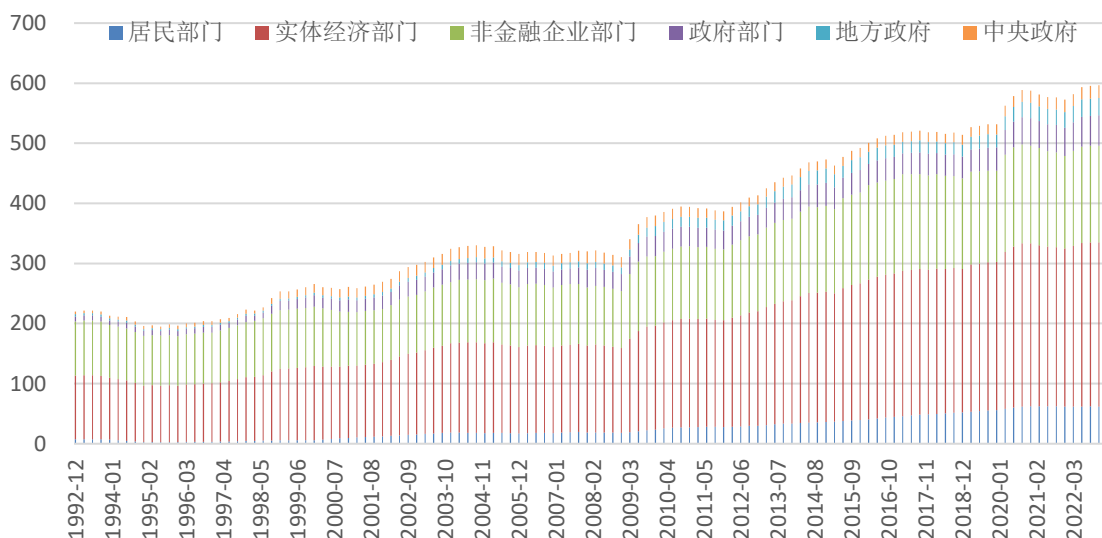
第三阶段 2010-2016 年。经济内生动能由外需变为对内投资，四万亿下宽财政，重基建。经济增长进入 GDP 增速放缓新常态。全球化红利衰退，经济结构性问题暴露，人口结构变迁，不再依赖强刺激政策。

图表 2：社会融资规模存量同比



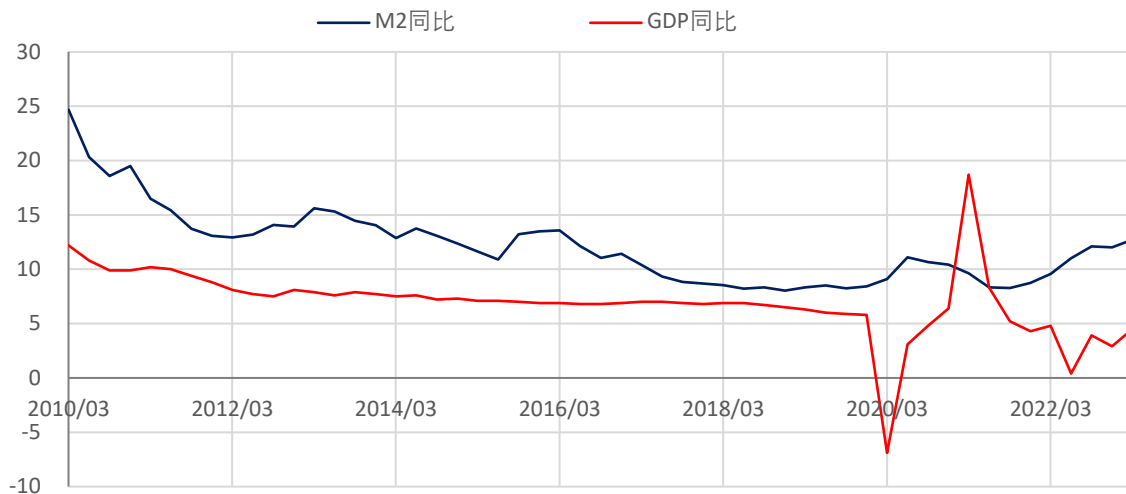
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3：各部门杠杆率



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 4: M2/GDP 同比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

如

图表 5: 商业银行总资产/货币当局总资产同比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

如果以商业银行总资产/货币当局总资产同比指标作为信用周期研判, 则周期可以划分为三个阶段。

2015.2 - 2018.3（38个月）经济增速窄幅放缓，伴随着信用宽松，通胀上行。2015年“三期叠加”，GDP进入下行通道，央行进行宽松政策予以刺激。基建方面，城投政策有所放松。

2018.3 - 2021.6（40个月）经济增速继续放缓，伴随信用收紧。由于此前货币政策宽松，带来较多投机行为，自2016年起，多条地产调控政策出台，并且金融杠杆率快速抬升，收缩非标和同业信用。

2021.6 - 至今（-）疫情、俄乌冲突及海外进入加息周期均对经济产生较大冲击，在三重压力下，国内宽松政策以稳经济为主。叠加2022年地产层面放松，资金流动性充裕。

3. 信用周期对指数的影响

股市主要是经济的晴雨表，理论而言，一方面信用宽松作为逆周期调节因素预示经济非快速增长阶段，对应企业处于扩投资阶段，非需求带动的高利润阶段，业绩驱动偏弱，另一方面信用宽松意味着资金流动充裕，利好股市。

图表 6：上证指数



数据来源：wind，兴证期货研发部

2015.2 - 2018.3（38个月）主要受到前期炒作泡沫破裂影响，指数大幅回落，信用周期对其影响较为微弱。

2018.3 - 2021.6（40个月）指数先回落再上涨，受到信用收紧周期影响相对明显。

2021.6 - 至今（-）指数回落后震荡，更多受到经济影响，信用周期对其影响相对较弱。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。