

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析

——宽信用系列专题研究之五

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

● 金融经济周期（FBC）视角下行业轮动的理论框架重构

近年来，尤其是2008年美国次贷危机之后，国内外学界和业界都越来越认识到金融因素对经济波动影响的重要性，在研究上逐渐形成“金融经济周期理论”（FBC）。对于经济周期，目前测算方法上虽然存在差异，但基本上都是利用经济增速的变动来判断周期走势。但是对于金融周期的刻画，目前尚未形成统一认识：有简单将M2、社融、信贷、信贷/GDP或M2/GDP等单一变量作为金融周期的代理变量，虽然M2、社融、信贷等这些指标是我国宏观金融运行的关键指标，但是对于资产价格以及实际货币宽松程度还是无法较全面地刻画，为了避免上述现象发生，本报告结合央行发布的《中国货币政策执行报告》和《中国金融稳定报告》，选取经济增速、信贷、信贷/GDP、房地产价格、货币资金价格表示中国的经济周期、信贷周期、货币周期和房地产周期，利用HP滤波分别剔除周期中趋势性成分，保留其周期性成分代表其周期波动。

● 金融经济驱动下行业轮动的演绎路径

金融经济周期扩张早期：受益于流动性比较好的板块表现较好，例如房地产、非银金融等行业表现较好，按照演绎路径，地产在货币扩张早期估值提升较快，而非银金融以及房地产上下游行业建筑装饰、家用电器等板块的ROE提升较快。对经济最为敏感的房地产、非银金融以及消费等早周期行业取得较高的超额收益，家用电器的新增销量和房地产行业景气相关度较高，市场表现同步于房地产行业。金融经济周期扩张晚期：金融、房地产、可选消费等行业表现较好，按照演绎路径，金融、房地产主要是估值提升较快，可选消费例如家用电器、电子、计算机、建筑建材等行业收入提升较快，纺织服装等日常消费得益于ROE的提升。金融行业尤其是非银板块在扩张早期就启动，这一经验和美国逐步趋同，我国金融板块中银行占比在70%以上，扩张晚期，通胀上升，央行货币政策开始进入加息通道，银行板块能获取超额收益；日常消费和可选消费等板块有攻防兼备的特性，在扩张晚期，显著的抗通胀能力能使其获得超额收益；周期性行业采掘行业在扩张晚期表现较好，主要得益于经济活跃所带来的需求增长。金融经济周期收缩早期：农林牧渔、食品饮料、生物医药等行业表现较好，按照行业演绎路径，食品饮料等日常消费估值提升较快，计算机、电子、机械设备等制造行业ROE提升较快，农林牧渔收入提升较快。经济步入衰退早期，行业的轮动逐渐从日常消费转为可选消费和制造行业，日常消费农林牧渔受通胀的影响较小，板块防御性较强；制造行业在货币政策收紧时有明显的超额收益，这可能和基建投资的逆经济周期相关。金融经济周期收缩晚期：黑色金属、食品饮料、医药生物等行业表现较好，按照演绎路径，医药、轻工由于估值的防御性，食品饮料受益于ROE提升和估值防御，黑色金属等周期性行业受益于ROE提升。医药生物、餐饮旅游、食品饮料等可选消费行业受经济下滑影响较少，产品价格具有刚性，通胀下行的过程中，值得超配。

● 风险提示：监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

相关报告

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 金融经济周期（FBC）指标构建	3
2、 金融经济驱动下行业轮动的演绎路径	4
2.1、 第一阶段：2008-2012 年	4
2.1.1、 2008 年三季度-2009 年上半年：金融经济周期扩张早期	4
2.1.2、 2009 年下半年-2010 年初：扩张晚期	5
2.1.3、 2010 年初-2011 年上半年：紧缩早期	6
2.1.4、 2011 年下半年-2012 年：紧缩晚期	7
2.2、 第二阶段：2012-2014 年	9
2.3、 第三阶段：2014 年 9 月-2018 年初	12
3、 金融经济周期驱动下行业轮动跟踪与预判	15

图表目录

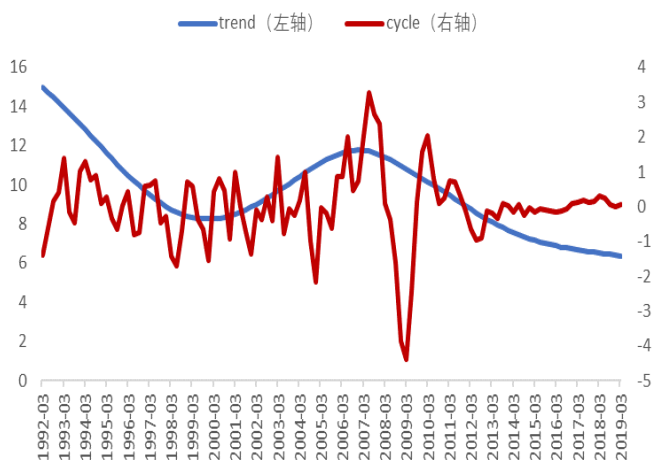
图 1： 中国经济周期及趋势性走势（%）	3
图 2： 中国房地产周期及趋势性走势（%）	3
图 3： 中国信贷周期及趋势性走势（%）	4
图 4： 中国货币周期及趋势性走势（%）	4
图 5： 中国金融经济周期走势（%）	4
表 1： 2008 年央行货币政策工具和操作方式	5
表 2： 2010 年-2011 年 7 月央行货币政策工具和操作方式	6
表 3： 金融经济周期下行业 ROE 表现（增长最快行业）	7
表 4： 金融经济周期下行业 ROE 表现（增长最慢行业）	7
表 5： 金融经济周期下行业估值表现（提升幅度最高行业）	7
表 6： 金融经济周期下行业估值表现（提升幅度最低行业）	8
表 7： 金融经济周期下行业轮动（超额收益最高）	8
表 8： 2012 年-2014 年央行货币政策工具和操作方式	9
表 9： 2012 年-2014 年金融经济周期下行业 ROE 表现（%）	10
表 10： 2012 年-2014 年金融经济周期下行业估值表现（%）	10
表 11： 2012 年-2014 年金融经济周期下行业轮动（超额收益最高）	11
表 12： 2014 年-2018 年金融经济周期下行业 ROE 表现（%）	13
表 13： 2014 年-2018 年金融经济周期下行业估值表现（%）	14
表 14： 2014 年-2018 年金融经济周期下行业轮动（超额收益最高）	14

由于金融周期领先经济周期，传统的投资框架缺乏对金融因素的考虑，忽略了经济在企稳之前金融因素对经济周期中资产配置收益的影响，进而导致投资者可能产生资产错配的风险，因此，本报告从金融经济周期（FBC）角度出发，通过刻画中国金融经济周期，研究行业轮动中有效的宏观金融驱动因素及逻辑，为投资者提前预判提供相关建议。

1、金融经济周期（FBC）指标构建

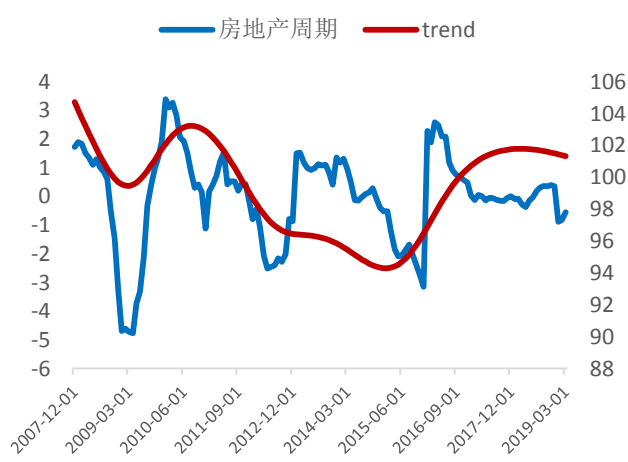
近年来，尤其是2008年美国次贷危机之后，国内外学界和业界都越来越认识到金融因素对经济波动影响的重要性，在研究上逐渐形成“金融经济周期理论”（FBC）。对于经济周期，目前测算方法上虽然存在差异，但基本上都是利用经济增速的变动来判断周期走势。但是对于金融周期的刻画，目前尚未形成统一认识：有简单将M2、社融、信贷、信贷/GDP或M2/GDP等单一变量作为金融周期的代理变量，虽然M2、社融、信贷等这些指标是我国宏观金融运行的关键指标，但是对于资产价格以及实际货币松紧程度还是无法较全面地刻画，为了避免上述现象发生，本报告结合央行发布的《中国货币政策执行报告》和《中国金融稳定报告》，选取经济增速、信贷、信贷/GDP、房地产价格、货币资金价格表示中国的经济周期、信贷周期、货币周期和房地产周期，利用HP滤波分别剔除周期中的趋势性成分，保留其周期性成分代表其周期波动。数据选取2008Q1—2019Q1的月度数据，数据来源于国际清算银行BIS、WIND数据库、国家统计局网站和中国人民银行网站。

图1：中国经济周期及趋势性走势（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

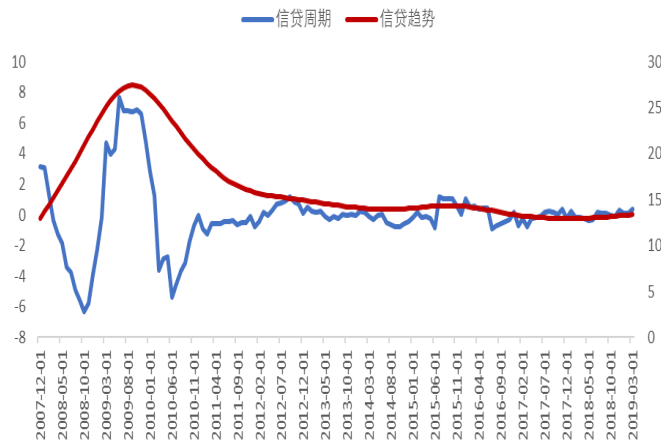
图2：中国房地产周期及趋势性走势（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

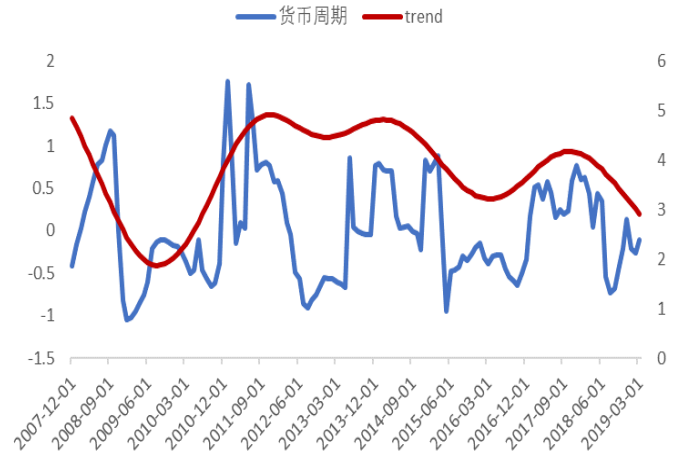
中国金融经济周期特征：本文将我国金融周期分为信贷周期、货币周期和房地产周期。从各子周期走势来看，其和经济周期变化具有显著差异：一是波动性更强，尤其是货币周期和房地产周期波动远远大于经济周期；二是虽然选取的时间段较短，其中信贷周期与经济周期基本同步，但货币周期和房地产周期对经济周期具有一定的领先意义；三是信贷周期并不完全和资本市场走势吻合，甚至出现了一定程度的偏离；四是金融周期对经济周期的放大效果较为显著，尤其是2012年以来，金融周期加大了经济周期的波动。根据定性和定量分析，我们结合2008年危机以来的变化和各时期货币政策松紧程度和资产价格的变化，将危机以来中国金融经济周期划分为四个阶段，下文将分析每个阶段金融经济周期变化及行业轮动特征。

图3: 中国信贷周期及趋势性走势 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 中国货币周期及趋势性走势 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 中国金融经济周期走势 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、金融经济驱动下行业轮动的演绎路径

2.1、第一阶段：2008-2012 年

2.1.1、2008 年三季度-2009 年上半年：金融经济周期扩张早期

2008 年危机前期，国内通胀压力较大，2 月 CPI 增速达到 8.7% 历史高位，央行从 2007 年开始便不断调高存款准备金率和存贷款基本利率，甚至仅 2018 年上半年就上调存款准备金率 6 次，上调幅度达到 300BP。随着美国次贷危机的发酵，经济基本面承压，央行货币政策出现 180 度转弯，从 2008 年 9 月开始降准降息，减缓发行央票来释放流动性，11 月开始配套的四万亿元有效的带动了信贷投放，同时房地产政策通过降低首付比例和公积金贷款利率等刺激房地产周期，2018 年下半年，总共四次降准，大型商业存款准备金率下调 200BP，中小商业银行存款准备

金率下调 400BP，四次降息，存贷款基准利率分别下行 189BP。

表1：2008 年央行货币政策工具和操作方式

时间	货币政策工具	操作方式
2008 年 1 月 25 日	提准	提高存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点
2008 年 3 月 25 日	提准	提高存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点
2008 年 4 月 25 日	提准	提高存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点
2008 年 5 月 20 日	提准	提高存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点
2008 年 6 月 15 日和 6 月 25 日	两次提准	两次提高存款类金融机构准备金率 1 个百分点
2008 年 9 月	非对称降准、降息	下调存款类中小金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点；下调金融机构 1 年期贷款基准利率下调 0.27 个百分点，下调个人住房公积金贷款利率：5 年期以下下调 0.18 个百分点；5 年期以上下调 0.09 个百分点。
2008 年 10 月	降准降息	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点；下调个人住房公积金贷款利率 0.27 个百分点。商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%；下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点
2008 年 11 月	降息	下调人民币存贷款基准利率和人民银行对金融机构存贷款利率 1.08 个百分点；个人住房公积金贷款利率下调 0.54 个百分点。
2008 年 12 月	降准降息	下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点；下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点；1 年期贷款利率由 5.58% 下调至 5.31%，下调 0.27 个百分点；个人住房公积金贷款利率下调至 3.33%，下调 0.18 个百分点；再贴现利率下调 1.17 个百分点

资料来源：Wind，新时代证券研究所

金融经济周期扩张早期：房地产、有色金属、建筑材料、电气设备、汽车等行业表现较好，按照板块轮动路径，汽车、钢铁、非银金融、有色金属、家用电器在这一轮扩张早期估值提升较快、幅度较大，而汽车、非银金融、农林牧渔、化工、建筑装饰板块的 ROE 提升较快。对经济比较敏感的房地产、汽车以及四万亿刺激带动下建筑等行业取得较高的超额收益，但是化工、食品饮料、交通、农林牧渔、商贸等行业表现较差，需要重点回避，通信、医药生物等估值下行速度较快，采掘、钢铁 ROE 增速下行较快。

2.1.2、2009 年下半年-2010 年初：扩张晚期

2009 年，央行没有进一步采取降准降息的措施，而是通过暂停央票发行等方式加大流动性投放，宽货币迅速向宽信用传递，连续降准降息并配合 2009 年开始投放的四万亿，3 个月 shibor 利率创出 1.2% 新低，大量资金投放地产、基建、棚改等领域，最为直观的便是信贷和社融的天量，2009 年新增天量信贷 9.6 万亿，3 月单月社融规模达到 2 万亿元，全年社融投放总量达到 13.9 万亿元，全年社融增速

达到 34.8%，创出历史新高。伴随着工业增加值显著上升，宽信用起作用，经济触底反弹。其中经济增速 2009 年末达到 9.5%，随着经济企稳，金融进一步扩张的必要性下降，金融周期扩张进入晚期。

金融经济周期扩张晚期：建筑、传媒、农林牧渔、计算机、轻工制造、家用电器等行业表现较好，银行板块由于在金融经济周期扩张早期就开始启动，晚期随着通胀上升，央行货币政策从宽松走向稳健，反而表现较差，需要重点回避。相对而言，农林牧渔等抗通胀能力较强的板块获得超额收益；受益于早期房地产板块，建筑和家用电器这一时期表现抢眼。

2.1.3、2010 年初-2011 年上半年：紧缩早期

2010 年随着经济增速回升，CPI 连续增长，通胀压力开始初现，央行开始通过多次提高存款准备金和加息收回流动性，由于四万亿等一揽子计划还在持续，部分抵消了央行早期紧缩的货币政策效果，因此 2010 年全年货币政策整体上还是处于稳健状态，但是超发的货币导致通胀快速上行，在 2010 年 2 月后 CPI 超过 2% 并持续增长至 10 月 5.1% 的高位。随着基本面回升，次贷危机的影响在弱化，央行开始通过多次加息、提高存款准备金率紧缩银根，回收银行流动性。从 2010 年初-2011 年 7 月，总计十二次提高存款准备金率，大型商业银行存款准备金率从 15.5% 提升了 600BP 至 21.5%，中小银行存款准备金率从 13.5% 提升至 19.5%。货币资金价格 3 个月 shibor 也从 1.8% 提高至 6.46%。

表2：2010 年-2011 年 7 月央行货币政策工具和操作方式

时间	货币政策工具	操作方式
2010 年 1 月 18 日	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社等小型金融机构暂不上调
2010 年 2 月 25 日	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社等小型金融机构暂不上调
2010 年 5 月 10 日	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调
2010 年 10 月 20 日	加息	上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 5.31% 提高到 5.56%
2010 年 11 月 16 日和 11 月 29 日	两次提准	两次总计上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。
2010 年 12 月	加息、提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点
2011 年 1 月	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011 年 2 月	加息、提准	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点；上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011 年 3 月	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2011 年 4 月	加息、提准	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点；其中，一年期存款基准利率由 3% 提高到 3.25%；一年期贷款基准利率由 6.06% 提高到 6.31%；上调存

时间	货币政策工具	操作方式
		款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2011 年 5 月	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2011 年 6 月	提准	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2011 年 7 月	加息	上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 3.25% 提高到 3.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 6.31% 提高到 6.56%；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整

资料来源：Wind，新时代证券研究所

金融经济周期紧缩早期：电子、食品饮料、纺织服装、有色金属、公用事业等行业表现较好，按照行业轮动路径，化工、国防军工、食品饮料估值提升较快，建筑装饰、家用电器、汽车、银行等行业 ROE 提升较快。随着进入金融经济紧缩早期，行业从周期转为消费类，电子、食品饮料、纺织服装等受通胀影响较小，板块防御性较强；这一时期，银行、交运、传媒、非银等行业表现较差，需要重点回避，一方面交运行业估值下行明显，另一方面，传媒、通信、电子等行业 ROE 下行。

2.1.4、2011 年下半年-2012 年：紧缩晚期

由于 2011 年超预期金融因素紧缩，整个市场表现为股债共同下跌，这一阶段**传媒、银行、计算机、食品饮料、农林牧渔、医药生物等行业表现较好**，这均得益于计算机、传媒、银行估值具有较强的防御性，同时银行、医药生物的 ROE 提升，共同推动这些行业获得超额收益，同时房地产、钢铁、建筑、采掘、国防军工等行业估值和盈利下滑较快，主要重点规避。

表3：金融经济周期下行业 ROE 表现（增长最快行业）

金融因素扩张早期		金融因素扩张晚期		金融因素收紧早期		金融因素收紧晚期	
汽车	6.11%	汽车	1.92%	建筑装饰	30.86%	食品饮料	1.56%
非银金融	5.80%	交通运输	1.54%	家用电器	29.70%	采掘	0.18%
农林牧渔	5.49%	电子	1.16%	汽车	28.55%	银行	-1.19%
化工	5.18%	商业贸易	0.77%	银行	27.39%	汽车	-2.57%
建筑装饰	4.87%	食品饮料	0.39%	电气设备	26.23%	医药生物	-3.94%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表4：金融经济周期下行业 ROE 表现（增长最慢行业）

金融因素扩张早期		金融因素扩张晚期		金融因素收紧早期		金融因素收紧晚期	
电子	-1.05%	休闲服务	-6.89%	传媒	4.27%	钢铁	-30.07%
有色金属	-1.36%	电气设备	-7.27%	通信	3.11%	机械设备	-31.45%
采掘	-1.67%	国防军工	-7.65%	有色金属	1.95%	有色金属	-32.82%
国防军工	-1.98%	公用事业	-8.04%	电子	0.80%	综合	-34.20%
钢铁	-2.29%	建筑材料	-8.42%	钢铁	-0.36%	建筑材料	-35.57%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表5：金融经济周期下行业估值表现（提升幅度最高行业）

金融因素扩张早期		金融因素扩张晚期		金融因素收紧早期		金融因素收紧晚期	
汽车	256.72%	钢铁	422.47%	化工	57.10%	通信	1.35%
钢铁	214.92%	通信	310.72%	国防军工	24.54%	计算机	-12.44%
非银金融	179.10%	国防军工	91.98%	食品饮料	0.03%	公用事业	-15.36%
有色金属	170.99%	电子	62.59%	通信	-9.31%	传媒	-19.24%
家用电器	81.42%	交通运输	55.56%	电气设备	-12.19%	银行	-21.11%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表6：金融经济周期下行业估值表现（提升幅度最低行业）

金融因素扩张早期		金融因素扩张晚期		金融因素收紧早期		金融因素收紧晚期	
电气设备	-3.72%	银行	-22.53%	交通运输	-49.66%	化工	-45.56%
休闲服务	-3.81%	建筑装饰	-24.07%	有色金属	-53.84%	国防军工	-49.94%
国防军工	-7.80%	公用事业	-33.73%	汽车	-59.81%	有色金属	-54.15%
医药生物	-22.23%	化工	-38.07%	综合	-60.03%	机械设备	-55.12%
通信	-52.39%	非银金融	-41.05%	钢铁	-82.64%	建筑材料	-56.16%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表7：金融经济周期下行业轮动（超额收益最高）

金融因素扩张早期		金融因素扩张晚期		金融因素收紧早期		金融因素收紧晚期	
房地产	55.22%	建筑装饰	94.24%	电子	26.44%	传媒	28.31%
有色金属	54.10%	传媒	84.88%	食品饮料	25.02%	银行	13.91%
建筑材料	45.13%	农林牧渔	76.34%	纺织服装	24.59%	计算机	10.91%
电气设备	33.45%	计算机	75.61%	有色金属	19.04%	食品饮料	10.03%
汽车	27.24%	轻工制造	67.18%	公用事业	16.92%	农林牧渔	9.61%
采掘	26.71%	家用电器	64.80%	采掘	12.56%	医药生物	7.98%
公用事业	26.18%	医药生物	63.74%	轻工制造	9.81%	休闲服务	6.97%
建筑装饰	24.91%	电子	60.86%	综合	9.33%	电子	6.40%
医药生物	20.77%	纺织服装	59.47%	化工	7.83%	纺织服装	6.30%
国防军工	18.38%	机械设备	56.02%	机械设备	6.42%	建筑装饰	0.11%
钢铁	18.20%	食品饮料	45.16%	建筑材料	3.68%	交通运输	-0.56%
机械设备	17.35%	休闲服务	44.49%	休闲服务	2.38%	通信	-0.87%
电子	14.48%	建筑材料	42.06%	电气设备	1.00%	机械设备	1.52%

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_12430



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>