

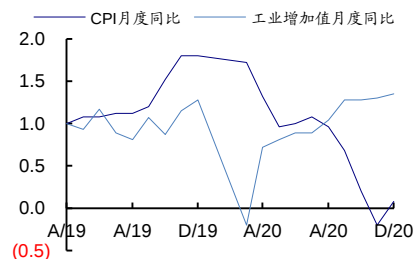
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2021 年 04 月 08 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	-20.70
M2	10.10

相关研究报告：

《大类资产配置月报：通胀交易提速，短期波动加大》——2021-03-02
 《宏观经济月报：1-2 月出口与补库存需求支撑生产高热度》——2021-03-17
 《宏观经济月报：2020 年四季度中国经济内生动能显著提升》——2021-01-30
 《大类资产配置月报：经济复苏依然是主线，信用是否收缩还有待观察》——2021-02-02
 《关注商品和周期的投资机会》——2021-04-06

证券分析师：王开

电话：021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

宏观月报

信用周期：从“二分法”到“三段论”

● 信用周期的视角替代自下而上的方法

传统预测社融的方法多为自下而上视角，根据分项的预测来组建对整体的预测，实际上是将一个问题变为多个问题。衡量信用周期的指标有多种，包含杠杆率和社融同比等，这些指标都具有周期性特征，大致拐点基本接近，我们统一选取不含政府债的老口径社融指标作为丈量信用周期的锚。

● 当前所处第五轮信用周期三分位点附近

- (1) 2003 年以来，国内有四轮完整的信用周期，目前处在第五轮周期过程中。
- (2) 信用周期前后半段高低水位落差的接近，前、后半段高低水位落差均为 9 个百分点；
- (3) 信用周期起的快、跌的缓：每轮周期时长的均衡性，平均为 45 个月，上行和下行周期平均为 19 个月和 26 个月，具有近似“负偏分布”的特征。

● 短、中、长期视角来看，目前还慎言信用拐点

- (1) 融资成本是信用环境变迁短期的刻度，从去年三季度以来的走势看，加权融资成本处低位震荡的磨底阶段，还无法给出信用环境收紧的信号；
- (2) 高斯滤波的样本外推是信用长期的指南针，短频景气已过，但中、长频的景气还存在支撑；
- (3) 立足于实体-金融间传导共生、相依相随的特征，宏观指标是信用景气中周期的指南针。无论是主观推测还是数据验证，均指向当前处在本轮信用周期的三分位附近，年内难出现失速下滑；
- (4) 从宏观数据出发，固定资产投资，尤其是基建投资，对社融有很好的领先性，货币类的指标也是社融领先或者同步的指标。本轮周期中货币和基本面均未出现拐点，在所处分位点的经验中全年也较难看到经济失速下滑，因此“紧信用”的说法没有驱动因素。

● 信用周期：从“二分法”到“三段论”

根据四次历史复盘，我们将社融“二分法”拓展到信用的“三段论”，在“宽信用”和“紧信用”间分隔出“稳信用”区间，这一阶段可能是贯穿全年的主线。本轮周期中基建投资、进口金额和 PPI 三项指标是先行的，目前都在相对平稳的状态中。从 3 月预测值对应的刻度来看，市场所预期的 PPI 大幅走高可能成为本轮周期中提前“爆表”的存在，下半年需关注工业品价格对货币政策的影响。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

1. 信用周期的概念引入.....	4
1.1 信用周期的锚：剔除政府债口径的社融.....	4
1.2 历史四轮信用周期的划分	5
2 信用周期所处阶段研判.....	5
2.1 短期的刻度：领先指标为锚.....	5
2.2 长期的指南针：滤波法的外推.....	6
2.3 中期的路标：实体-金融间传导和共生性	7
3 总结：三种方法的对比和“稳信用”的验证	11
附：宏观基本面指标在信用周期中位置估测	12
国信证券投资评级.....	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明.....	14

图表目录

图 1: 三类口径的社融增速对比	4
图 2: 依照社融来划分信用周期的峰谷	5
图 3: 加权融资成本的拐点领先于社融	6
图 4: 高斯滤波方法推演出的社融增速路径	7
图 5: 确定的信用周期, 不确定的时间长度和落差高度	7
图 6: 四轮信用周期中社融变化的排序和所处分位点	8
图 7: 信用周期: 从“二分法”到“三段论”	9
图 8: 经济增长、信用扩张和通货膨胀	10
图 9: 不同领先/滞后期数下宏观基本面指标和社融的相关性	10
图 10: M1 在本轮周期中所处分位点估测 (23%)	12
图 11: M2 在本轮周期中所处分位点估测 (24%)	12
图 12: 金融机构贷款在本轮周期中所处分位点估测 (29%)	12
图 13: 中长期贷款在本轮周期中所处分位点估测 (39%)	12
图 14: 工业增加值在本轮周期中所处分位点估测 (17%)	12
图 15: 固定资产投资在本轮周期中所处分位点估测 (12%)	12
图 16: 基建增速在本轮周期中所处分位点估测 (46%)	13
图 17: 地产施工面积在本轮周期中所处分位点估测 (26%)	13
图 18: 建安投资在本轮周期中所处分位点估测 (26%)	13
图 19: 地产投资在本轮周期中所处分位点估测 (21%)	13
图 20: 进口金额在本轮周期中所处分位点估测 (%)	13
图 21: PPI 在本轮周期中所处分位点估测 (39%)	13
表 1: 根据社融增速划分的四轮信用周期	5
表 2: 一轮完整的周期: 货币和基建投资先行, 社融居中, 价格滞后	11
表 3: 三类方法的使用场景及优劣势对比	11

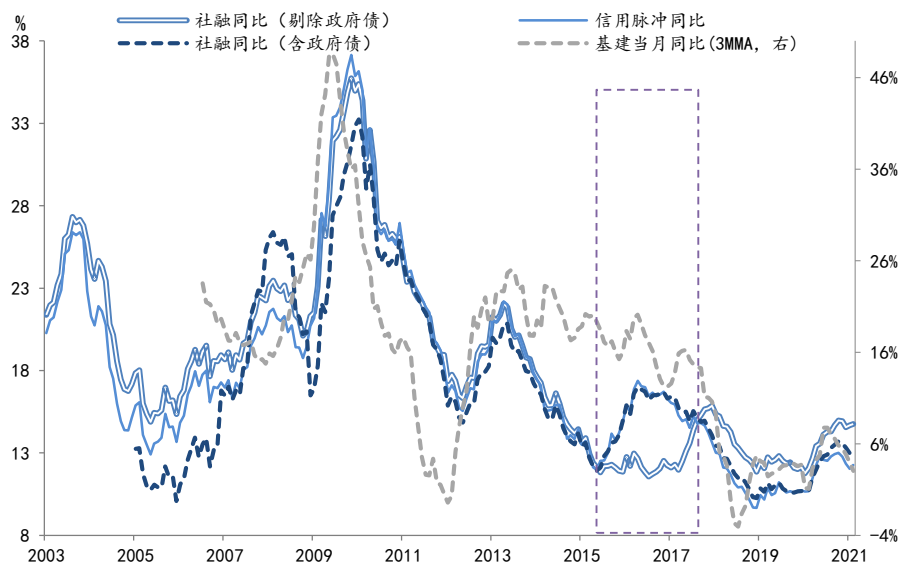
1. 信用周期的概念引入

传统预测社融的方法多为自下而上视角,根据分项的预测来组建对整体的预测。分项指标若是参考历史数据,则涉嫌将一个问题转换为多个问题;若是采用草根调研,难免有样本偏差,且调研过程中融资活动已经发生,“前瞻性”只是针对滞后的数据采集和发布时点而言的。即便单月的数据能很好被预测,那么上升过程中的下跌、下沉趋势中的反弹是噪声还是拐点?社融数据发布后预期差对交易的影响几分钟就可以消化,与其搏预期差不如把握大势和拐点。在本篇文章中我们引入信用周期的框架,从短、中、长期来抓住信用变化的主线。

1.1 信用周期的锚: 剔除政府债口径的社融

信用周期指标的多样性与归一: 融资与杠杆。衡量信用周期的指标有多种,如金融部门贷款/GDP、实体部门杠杆率、贷款余额同比、社会融资同比等。这些指标周期性可验、拐点出现的时点大体相同,我们统一选用社融同比来表示。社融经过多次口径调整,有三个常用指标: 最终调整后的新口径社融(含政府债)、老口径社融(不含政府债)、信用脉冲(表外三项+贷款+企业债+地方债融资),实际上第三指标类似未纳入政府债时期的“广义社融”,考虑到新口径社融已经纳入了政府债,该指标实则更接近彭博信贷脉冲指标(仅相差国债一项)。

图 1: 三类口径的社融增速对比



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理。

社融的新老口径之辨: 为何因循守“旧”。大多数场景下三类口径社融指标的走向是一致的,幅度略有差异。仅在 2015 年 5 月~2017 年 12 月,新老口径的社融增速间出现了持续的、明显的趋势背离,最终结果是新口径、含政府债的社融高点早于老口径、不含政府债的社融指标出现。基建投资、逆周期调控只能部分解释新社融走高的趋势,但在幅度上基建却是先升后降,前高后低的。实际上,两口径社融的差别有地方债置换的遗留问题,部分发债资金用于定向置换存量的债务,并未在实体中派生出增量资金,盯住新口径的社融会造成真实信用周期判断的提前。因此我们选用老口径社融作为信用周期的“锚”,下文所提及的社融均为老口径。

1.2 历史四轮信用周期的划分

我们首先划分出社融的峰、谷，并以谷底到谷底定义为一轮完整的信用周期，2003 年以来出现过四轮完整的信用周期，目前处在第五轮周期的过程中。

图 2：依照社融来划分信用周期的峰谷



资料来源：Wind，国信证券研究所整理。

信用的周期性特征、前后半段高低水位落差的接近、每轮周期时长的均衡是下文滤波外推法、实体金融传导法成立的基础。虽然社融同比趋势向下、振幅收敛，但四轮周期前半段和后半段的高低水位落差（从旧底到顶，从顶到新底）平均皆为 9 个百分点，即每轮周期“起跳”的位置不同，但平均涨落幅度是相近的。从周期时长来看，过去四轮信用周期平均时长为 45 个月，最大差异未超过半年，误差占平均周期长度的 13.3%；最近的三轮周期中，前半段的信用扩张期均长于后半段的信用收敛期，这种“负偏态”的分布即为下文推导信用“三段论”的前提。

表 1：根据社融增速划分的四轮信用周期

轮次	时期	总时长(月)	信用扩张期	时长(月)	信用收缩期	时长(月)	社融同比前半段落差(%)	社融同比后半段落差(%)
1	2005.06~2008.10	42	2005.06~2008.02	34	2008.02~2008.10	8	9	3
2	2008.10~2012.05	44	2008.11~2009.11	13	2009.11~2012.05	31	16	19
3	2012.05~2016.07	51	2012.06~2013.04	11	2013.04~2016.07	40	6	10
4	2016.07~2020.01	43	2016.07~2017.12	17	2017.12~2020.01	26	4	4
	平均	45	平均	19	平均	26	9	9

资料来源：Wind，国信证券研究所整理。

2 信用周期所处阶段研判

2.1 短期的刻度：领先指标为锚

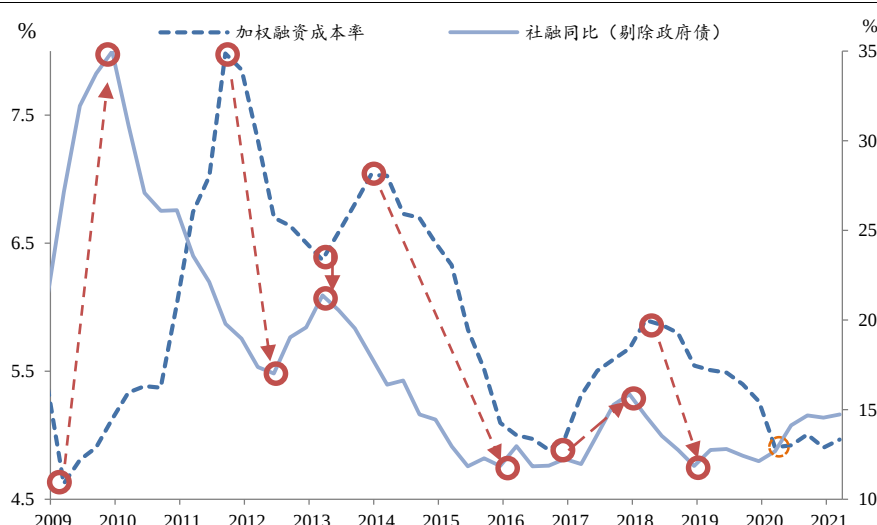
判断信用周期、预测社融拐点最为简洁的办法即找到具有领先性的前瞻指标，而货币指标的领先规律被突如其来的疫情打了折。以往遵循货币-信用的传导机制，央行流动性的净投放是信用周期的上游因素，但这一传导机制在疫情期间被“实体直达”的政策所突破，以至于当时货币到信用的传递几乎没有时滞。

从社融“价”的角度来看，现在还难言紧信用。我们根据社融主要分项，包括

贷款、信用债、票据、信托等，按照其占比作为权重，和对应的成本率结合，构建了社融的加权成本率，发现其拐点是对社融本身的拐点有至少两个月的领先性。这点和以往认知似乎不同，量的指标不是一般领先于价的指标，在周期中更为敏感吗？回答如下：首先社融不是严格意义上“量”的指标，其量纲是元，既包含量、又包含价。其次，此“价”（融资成本）非彼价（生活资料价格或者流通领域生产资料价格），如果将实体部门设想为个人或单个企业，在借钱成本抬高后自然会压低借款需求，推及到整个社会，融资成本也是左右着后续融资的走向。

这类方法的一个问题在于近月数据该如何确认是拐点而非噪声。我们判断形成趋势的依据为融资成本连续两期上行或下降。从去年三季度以来的走势看，加权融资成本处低位震荡的磨底阶段，还无法给出信用环境收紧的信号。

图 3：加权融资成本的拐点领先于社融

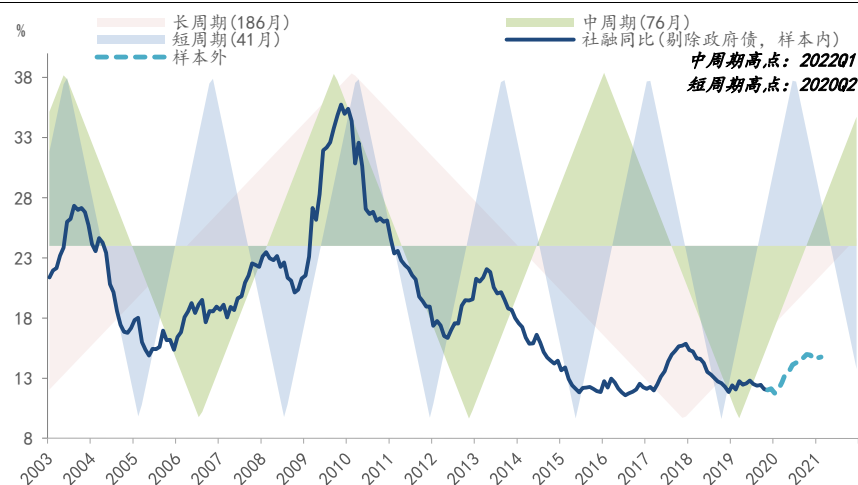


资料来源：Wind，国信证券研究所整理；注：分别选取社融中贷款、信用债、票据、信托等项目和对应利率，根据社融占比为权重计算，其中 2021Q1 的金融机构贷款加权平均利率采取过去两个季度均值。

2.2 长期的指南针：滤波法的外推

第二类方法适用于长周期信用景气和拐点的大致估测，应用高斯滤波寻找到数据自带的三个典型周期。高斯滤波的方法可以外推到相当长的时点，且规避了类似大宗商品超级周期判断时，BP 滤波人为设定长、中、短周期时长范围，“先入为主”的弊端。但从实证结果看，41 个月短周期的指向性更强，与中国三年一轮的基钦周期匹配，而中周期的 76 个月已经超出了历次周期的真实长度，遑论长达 186 个月长周期。国内信用周期经验较少，信用周期没有足够长的历史数据可供样本内“学习”，因此短周期参照性更强。从最近一轮样本外推的结果看，真实高点和理论高点存在一个季度的误差：滤波显示本次短期高点在 2020 年二季度，实际高点出现在三季度。可见纯周期的视角并未将未来几年精准趋势安排的“明明白白”，还需要辅以中期视角的判断。

图 4：高斯滤波方法推演出的社融增速路径

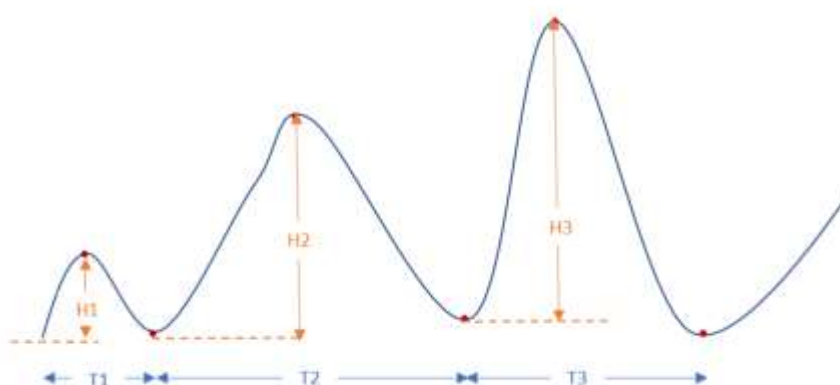


资料来源：Wind，国信证券研究所整理；注：样本内数据时长为 2003 年 1 月-2019 年 10 月，样本外测试为 2019 年 11 月-2021 年 2 月。

2.3 中期的路标：实体-金融间传导和共生性

通过第一部分推演，即便我们发现了社融背后存在信用周期的规律，依然是在解二元方程：第一个未知数是本轮周期的时间长度是多少，第二个未知数是本轮周期的高/低点水位是多少。但我们也具备已知条件：历次周期时长和均值 45 个月间偏离度轻微，社融同比前后半段平均落差均为 9%。我们将历次周期经验中，各节点所处的时点标准化为分位数的形式，分析逐期社融同比相对于周期起点的增减变化，参照前四轮经验来复刻当前时点所处本轮信用周期的位置。时长和水位是二元因素我们只能固定其一，考虑到从第一轮到第四轮周期，高低水位有逐期收敛的特征，而周期总时长（包括前、后半段单独看）分布相对均匀，因此我们固定横轴的时间分位来考察纵轴的水位落差。

图 5：确定的信用周期，不确定的时间长度和落差高度



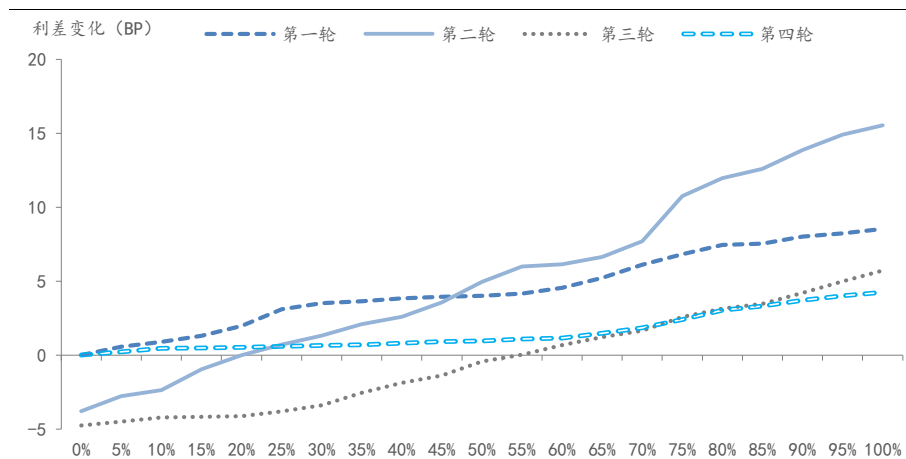
资料来源：国信证券研究所整理。

无论是主观推测还是数据验证，均指向当前处在本轮信用周期的三分位附近。参考历史主观来推测，四轮信用周期中，前两轮信用周期高点均出现在 33% 分位点的位置，后两轮分别出现在 26% 和 40% 分位点上，平均下来也是 33% 分位点，因此我们认为目前高位磨顶的社融也对应本轮周期三分位点附近。这类

判断难免有人为的成分，且已经暗含了目前处于高点的假设。虽然根据一年内的基数效应可以推断出高点所在，但我们尽量规避基数的思维定式。

注意某一纵轴刻度在抛物线上有两个时点，以上述两种方法为标尺可以交互验证时点所处于前半段还是后半段。数据验证方面，我们将每一轮周期中，利差相对起始时点的变化从低到高排序，再重新计算分位数，找到 2 月社融数据同比相对周期起始时点的增量（2.99%）所对应的各轮分位点，考虑到经验的时间就近原则，按照权重衰减的方法来回测，得到目前的加权分位点为 63%。注意此处讲的分位点并非时间，而是距起点社融同比增量为序列的样本（图 6），因此在抛物线形状的信用周期中可能是上半场的 37% 分位点，或下半场的 63 分位点，按照本轮周期经历时长（14 个月）< 上半场平均时长（19 个月），可以较容易判断出当前所处的是全程 37% 分位点。按照大体所处的 1/3 分位点处，乘以历史平均周期长度的 45 个月，可以得出目前周期大致经历了 15 个月，而以社融同比低点作为本轮信用周期起点，2020 年 1 月~2020 年 2 月共计 14 个月，也可以得到验证。

图 6：四轮信用周期中社融变化的排序和所处分位点



资料来源：Wind，国信证券研究所整理；注：横轴为每一轮周期中的利差由低到高排序并计算其所处分位点，纵轴为各分位点对应利差的真实水平。

此处从社融“二分法”、信用“两段论”拓展到信用的“三段论”，在“宽信用”和“紧信用”间分离出“稳信用”区间。根据四轮周期经验，我们重新定义信用周期的涨落，在考察社融同比变化方向时还参考其变化速率，即社融的“加速度”按照历史中位数亦辅助验证。前 1/3 区间内是社融同比上升

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_19261

