

信用扩张前会有什么异动么

——复盘宽信用周期之二

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2021年11月16日

投资摘要:

本篇报告为《宽信用能实现么：——复盘信用周期》的续篇。我们针对宽信用周期前中后长短端利率、利率收益曲线、期限利差进行进一步讨论。

尽管我们认为当前仍通胀高企的状态下政策空间有所掣肘，但在未来季度到半年度通胀问题得到缓释后，经济下行的问题有望着手解决，政策或有宽松的环境。因此提前对信用扩张周期前后的相关要素（利率、M2、社融）进行更进一步的复盘并分析。

延续上篇报告的定义，我们以社融规模存量同比处于上行趋势作为信用扩张阶段的划分标准。过去15年里共出现了四轮真正意义上的信用扩张，起始点分别是2009年初，2012年初，2016年中以及2020年Q1。

在之前四次信用扩张阶段比较明显的利率特征如下：

- 在信用扩张开始前的2个季度利率开始异动。长短端利率快速下降且利率曲线快速变陡，期限利差迅速走阔。即央行此时的货币政策取向变得宽松，短端利率下降更快，市场也开始反映，长端利率也大斜率下降。四次信用扩张周期中均满足此规律。长端利率下行60-170BP；短端利率下行120-250BP，期限利差扩大50-90BP。
- 随着信用扩张正式到来，长短端利率水平会逐渐上升，前期快速陡峭化的曲线也会逐渐变平，但期限利差保持前期幅度。信用扩张周期一般持续7-12个月，期间长端利率上行60BP左右；短端利率多上行40-80BP，期限利差方向不定，震荡幅度上下20BP。
- 随信用周期由扩张开始收敛，长短端利率走势不具备一致性规律，但期限利差均开始收敛。
- 以上统计中仅第3轮利率异动特征不明显，主要由于货币政策在收缩区间，是4轮中唯一没有降准降息，且相应的实体融资需求也不如其他几轮显著。利率上升多伴随货币政策的全面放松，比如多次降准降息，但第三轮是例外。2016年年中正面对“726政治局会议”金融去杠杆的大背景，央行收紧货币政策，上调OMO利率，主要非利带动表外信贷扩张，故而利率在更长的周期走的犹豫。

另外落回利率的本质上看，我们也评估M2是否对信用扩张周期有所提示。

- 一般来说利率代表资金价格，受到资金供给与需求的共同作用。通常意义上我们可以使用社融代表资金需求，M2代表资金供给。我们发现以信用扩张周期作为分析本来来看，顺序上先有资金供给M2与利率下行，再有资金需求社融上伴随利率回升。前者领先后者2个季度左右。
- 信用扩张的往往源于货币政策的放松，2006年以来的数据滞后2个季度的M2数据与社融同比相关系数高达0.912，这和信用扩张期利率常常2个季度前开始异动（下行）一致。在但到了正式启动阶段，利率开始逐步回升。此时利率与信用变化并非单向且线性的关系。正如前述所说，利率是资金的价格。一方面，信用扩张意味着对资金的需求在增加，这会推升利率水平。另一方面，利率上升意味着资金变得更贵，反过来又抑制信用扩张。因而利率与信用关系更为循环往复。

风险提示：货币政策、财政政策超预期变动、经济修复超预期、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

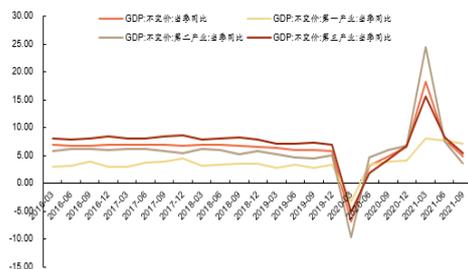
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《社融止跌 结构小幅修复：10月金融数据点评》2021-11-10
- 2、《PPI 同比环比再创新高 PPI 与 CPI 剪刀差已处峰值：10月通胀数据点评》2021-11-10
- 3、《投资端压力初现：9月经济数据点评》2021-10-18
- 4、《PPI 继续新高 4 季度或难缓解 CPI 小幅回落：9月通胀数据点评》2021-10-14
- 5、《社融继续磨底：9月金融数据点评》2021-10-14

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率 (1 年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 复盘信用扩张期前中后的利率表现	4
1.1 信用周期扩张前 利率异动	5
1.2 信用周期扩张内 长短端利率逐渐回升	5
1.3 信用周期扩张前利率异动在第三次周期为什么不同	6

图表目录

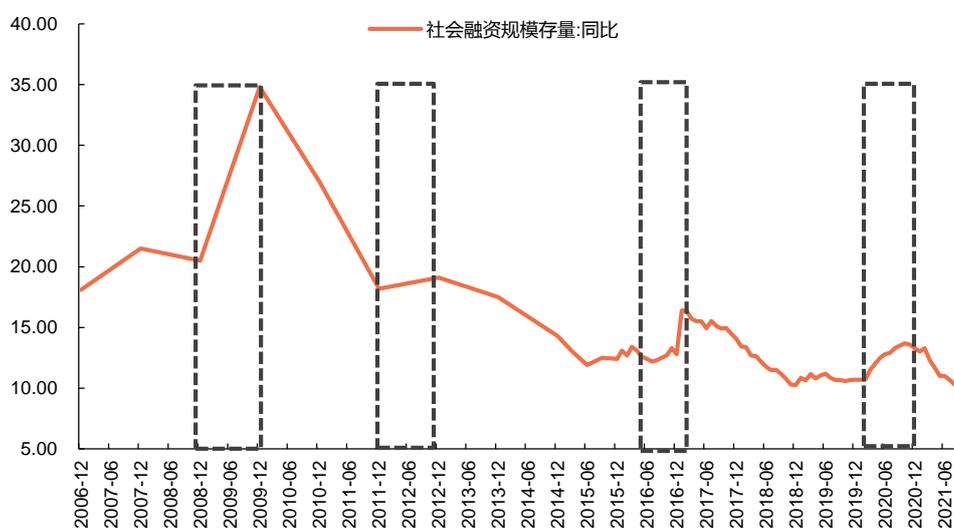
图 1: 信用扩张周期.....	4
图 2: 信用扩张期间利率走势	4
图 3: 信用扩张周期伴随基建与房地产投资上升.....	6
图 4: 信用扩张期往往由货币扩张开始, M2 可稳定领先社融 6 个月	8
表 1: 信用扩张前利率走势.....	5
表 2: 信用扩张区间内利率走势.....	5
表 3: 2005 年以来信用扩张期.....	6

1. 复盘信用扩张期前中后的利率表现

本篇报告为《宽信用能实现么：——复盘信用周期》的续篇。尽管我们认为当前仍通胀高企的状态下政策空间有所掣肘，但在未来季度到半年度通胀问题得到缓释后，经济下行的问题有望着手解决，政策或有宽松的环境。因此提前对信用扩张周期前后的相关要素进行更进一步的复盘并分析。

延续上篇报告的定义，我们以社融规模存量同比处于上行趋势作为信用扩张阶段的划分标准。过去 15 年里共出现了四轮真正意义上的信用扩张，起始点分别是 2009 年初，2012 年初，2016 年中以及 2020 年 Q1。

图1：信用扩张周期

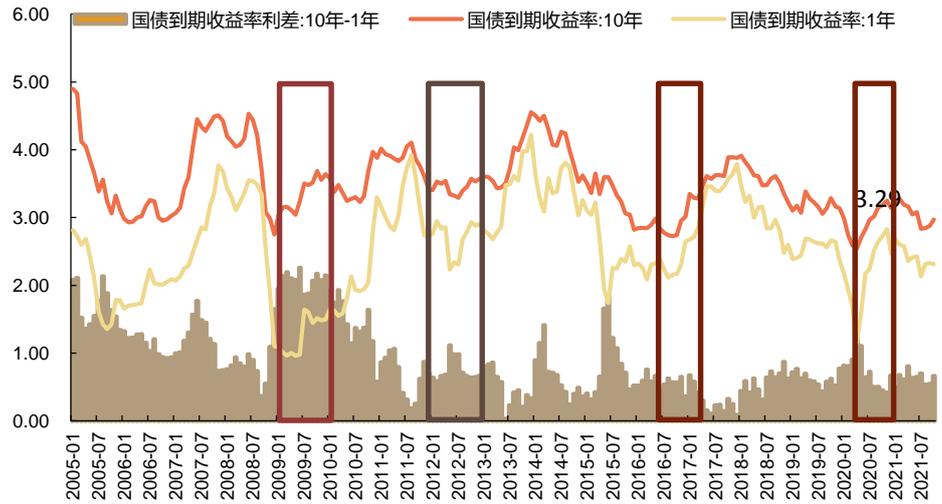


资料来源：Wind，申港证券研究所

在之前四次信用扩张阶段比较明显的利率特征如下：

- ◆ 在信用扩张开始前的 1 到 2 个季度，长短端利率快速下降且利率曲线快速变陡，期限利差迅速走阔。即央行此时的货币政策取向变得宽松，短端利率下降更快，市场也开始反映，长端利率也大斜率下降。四次信用扩张周期中均满足此规律。
- ◆ 随着信用扩张正式到来，长短端利率水平会逐渐上升，前期快速陡峭化的曲线也会逐渐变平，但期限利差保持前期幅度。四次信用扩张周期中仅一次不满足此规律。
- ◆ 随信用周期由扩张开始收敛，长短端利率走势不具备一致性规律，但期限利差均开始收敛。

图2：信用扩张期间利率走势



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.1 信用周期扩张前 利率异动

统计发现信贷扩张前 5-6 个月 (除第三轮外, 后续具体分析原因), 利率开始异动。

2 个季度内长端利率下行 60-170BP; 短端利率下行 120-250BP, 期限利差扩大 50-90BP。

表1: 信用扩张前利率走势

时间	时间间隔	长端利率	短端利率	期限利差
2008.7- 2008.12	6 个月	4.44% 下降到 2.75% (169BP)	3.54% 下降到 1.1% (244BP)	0.9% 扩大到 1.65% (75BP)
2011.8- 2011.12	5 个月	4.11% 下降到 3.42% (68BP)	3.92% 下降到 2.72% (120BP)	0.19% 扩大到 0.70% (52BP)
2015.3- 2016.6	15 个月	3.65% 下降到 2.84% (81BP)	3.22% 下降到 2.39% (83BP)	0.42% 扩大到 0.45% (3BP)
2019.11- 2020.4	5 个月	3.17% 下降到 2.54% (63BP)	4.44% 下降到 2.75% (150BP)	0.52% 扩大到 1.39% (87BP)

资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 信用周期扩张内 长短端利率逐渐回升

统计发现信贷扩张区间内, 长短端利率水平会逐渐上升。

信用扩张周期一般持续 7-12 个月, 期间长端利率上行 60BP 左右 (唯一例外是第二次, 长端利率上行 17BP); 短端利率多上行 40-80BP (唯一例外是第二次, 短端利率上行 14BP), 期限利差方向不定, 震荡幅度上下 20BP。

表2: 信用扩张区间内利率走势

时间	时间间隔	长端利率	短端利率	期限利差
2009.1- 2009.12	12 个月	3.04% 上升到 3.64% (60BP)	1.09% 上升到 1.50% (41BP)	1.95% 扩大到 2.15% (20BP)

2012.1-2012.12	12 个月	3.41%上升到 3.57% (17BP)	2.77%上升到 2.91% (14BP)	0.64%扩大到 0.67% (3BP)
2016.7-2017.1	7 个月	2.78%上升到 3.35% (57BP)	2.24%上升到 2.68% (44BP)	0.54%扩大到 0.67% (14BP)
2020.03-2020.12	10 个月	2.59%上升到 3.14% (55BP)	1.69%上升到 2.47% (79BP)	1.1%收敛到 0.67% (-23BP)

资料来源: Wind, 申港证券研究所

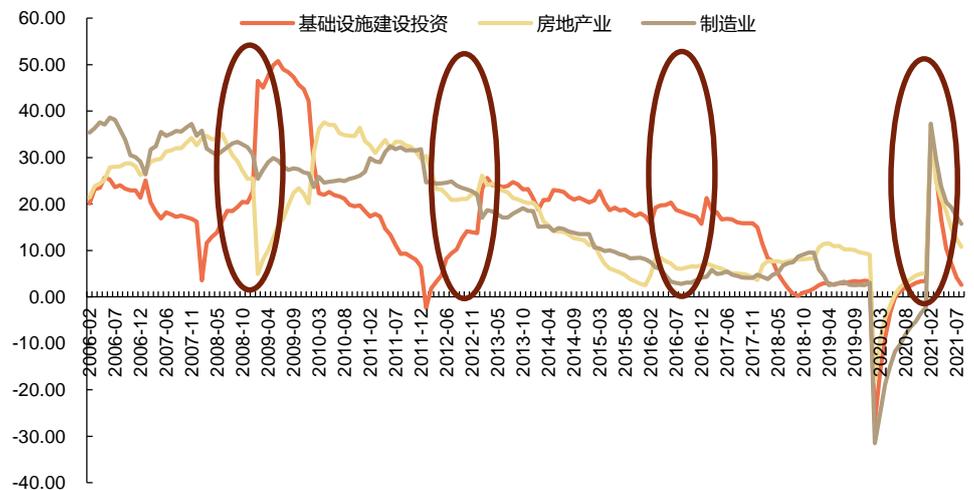
1.3 信用周期扩张前利率异动在第三次周期为什么不同

第三轮周期前利率异动不明显主要由于货币政策在收缩区间,是4轮中唯一没有降准降息,相应的实体融资需求也不如其他几轮显著。

主体需求多伴随投资端的基建与房地产(基建为主)相关融资拉升。经济下行期间维稳作为主要政策目标下,传统逆周期手段基建、地产相关融资增多,进而投资增多。

实体需求的角度看,第三轮周期相比其他几轮基建及房地产投资增速的提升不如其他几轮显著。因而利率不止在2个季度前就开始反馈,而第三轮信用扩张周期持续的时长也短于其他几轮周期(第三轮是2个季度,其他几轮是1年)。

图3: 信用扩张周期伴随基建与房地产投资上升



资料来源: Wind, 申港证券研究所

实施手段的角度看,实施手段为货币政策与财政政策共同作用。财政端主要补充基建资金,要么通过提高赤字规模要么通过放宽城投平台要么引进其他融资渠道。货币端多通过期间内多次降准降息进而扩张信贷规模。

利率上升多伴随货币政策的全面放松,比如多次降准降息,但第三轮是例外。2016年年中正面对“726 政治局会议”金融去杠杆的大背景,央行收紧货币政策,上调OMO利率,主要非标带动表外信贷扩张,故而利率在更长的周期上走的犹豫。

表3: 2005 年以来信用扩张期

	第一轮 (2008 年-2009 年)	第二轮 (2012 年-2013 年)	第三轮 (2016 年-2017 年)	第四轮 (2020-2021 年)
背景	2008 年美国爆发次贷危机席卷全球，国内汶川地震，经济增速回落明显	2011 年底开始，欧洲主权债务危机蔓延，全球经济下行通道，国内增速放缓，GDP 最近八年首次低于 8%	2016 年世界主要国家央行开始货币宽松，决策层顺应国际宽松大环境和国内经济稳增长（中国经济增速换挡 GDP 破 7 进 6）配合供给侧改革	2020 年新冠冲击经济 1 季度 GDP 同比首次为负
信贷	2009 年 Q1 人民币新增贷款已达 4.58 万亿，超往年全额		社融大幅增加源于表外业务的扩张，非标的增加	
投向	保增长意图明显。“四万亿”财政刺激计划主要用于扩大高铁等基础设施建设	积极批复投资项目扩大基建投资规模；同期房地产投资下滑	地方债放量推升基建，非标高增及棚改货币化背景下地产扩张	房地产韧性超市市场预期
财政	在提高赤字规模、下调项目资金比例的同时，鼓励地方城投平台融资扩张	放松地产推动土地出让收入，城投和非标融资快速扩张，财政带动基建投资快速拉升，累计增速到 2013 年初达 25% 的峰值	地方债补充基建资金	持续推出大规模减税降费政策以激发微观主体活力，通过地方专项债放量解决基建资金不足问题
具体措施	2008 年 Q3 以来，为应对经济下行风险，央行在三季度货币政策执行报告中将“做好流动性	2012 年内 2 次降准 2 次降息，政府经济政策重点开始逐步从“总	2016 年 7 月金融去杠杆，“726 政治局会议”后货币	2019 年开始“宽信用”预期起，开年央行全面降准，后央行进一步支持实体经济

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_29656



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>