

从信贷脉冲看经济

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

BIS 上用非金融部门信贷总额比 GDP（credit-to-GDP ratio）来衡量宏观杠杆率，宏观杠杆率分子信贷总额是存量，分母 GDP 是流量，两者的比值有时不能很好反映信贷对经济的影响。德银经济学家 Michael Biggs 在 2008 年提出“信贷脉冲”的概念，将杠杆率的分子由信贷存量替换为信贷增量。

我们用“过去 12 个月社融增量/过去 12 个月名义 GDP”来衡量中国的信贷脉冲，这里的社融采用央行在 2020 年 1 月 16 日公布的新口径，能够更好地衡量实体三部门的融资情况。信贷脉冲的优势在于能够更敏感捕捉信贷对经济的影响，在去杠杆之后，不一定要加杠杆才能促进经济，杠杆降得慢一些即稳杠杆也能使经济企稳。中国宏观杠杆率同比领先名义 GDP 增速大约 3 个季度，2019Q1 宏观杠杆率同比触底回升，2019Q4 名义 GDP 增速触底回升。

中国信贷脉冲是经济与库存周期的领先指标。中国信贷脉冲领先 PMI 2-3 季度，全球发达经济体与新兴经济体也有类似特点。中国信贷脉冲在 2018Q4 触底，PMI、工业增加值、PPI、名义 GDP 增速等重要指标均在 2019Q3 触底。同时，信贷脉冲领先库存周期大约 1 年，加上近期贸易摩擦缓和，企业生产经营预期改善，2020 年初可能会开启补库存周期。

2020Q1 不同于 2019Q1，2020 年经济可能是前高后稳。随着 2019Q4 经济企稳，加上 2020Q1 专项债提前发行，市场对重现 2019Q1 经济“开门红”的预期很高，但也有人认为“开门红”之后，2019 年 Q2-Q3 经济快速下滑的剧情可能重演。我们认为，2020Q1 与 2019Q1 看似很像，但实际上很不相同，仅从信贷脉冲角度来讲，2019Q1 之前信贷脉冲是不断下滑的，对经济是抑制作用，依靠天量信贷与专项债发行前移，经济还是能够企稳。2020Q1 可能再现天量信贷与专项债发行前移，并且力度可能比 2019Q1 还要大，加上过去的信贷脉冲对 2020Q1 经济是促进作用，两者合力，一季度经济数据可能会比较强势，随后，信贷脉冲对 2020Q2-Q3 经济的促进作用小幅下滑后保持平稳。因此，从信贷脉冲来看，2020 年经济节奏可能是：Q1 是高点，Q2 小幅回落，Q3-Q4 大致持平于 Q2，即前高后稳，不会重演 2019 年的剧情。

● 风险提示：贸易摩擦反复；美国大选不确定性

目 录

1、 从信贷脉冲看经济.....	3
2、 国外经济形势一周综述.....	6
3、 国内高频数据观察.....	7
3.1、 高炉开工率回升	7
3.2、 原油价格下跌	7
3.3、 猪肉价格上涨	8
3.4、 房地产销售面积增速回落	8
3.5、 资金面先紧后松	8
3.6、 美元指数上涨，人民币汇率升值	9

图表目录

图 1: 即便信贷负增长，只要负增长速度收敛，经济一样能复苏	3
图 2: 中国信贷脉冲	4
图 3: 宏观杠杆率同比领先名义 GDP 增速	4
图 4: 上一轮周期中，信贷脉冲领先 PMI 9 个月	5
图 5: 信贷脉冲领先经济短周期	5
图 6: 全球信贷脉冲领先全球经济	6
图 7: 美国新增非农就业人数	6
图 8: 高炉开工率回升（%）	7
图 9: 原油价格下跌（美元/桶）	7
图 10: 猪肉价格上涨（元/公斤）	8
图 11: 房地产销售面积增速回落（%）	8
图 12: 货币市场利率先上后下	9
图 13: 美元指数上涨	10
图 14: 人民币汇率升值	10
表 1: 央行公开市场操作（2020.1.13-2020.1.17）	9

1、从信贷脉冲看经济

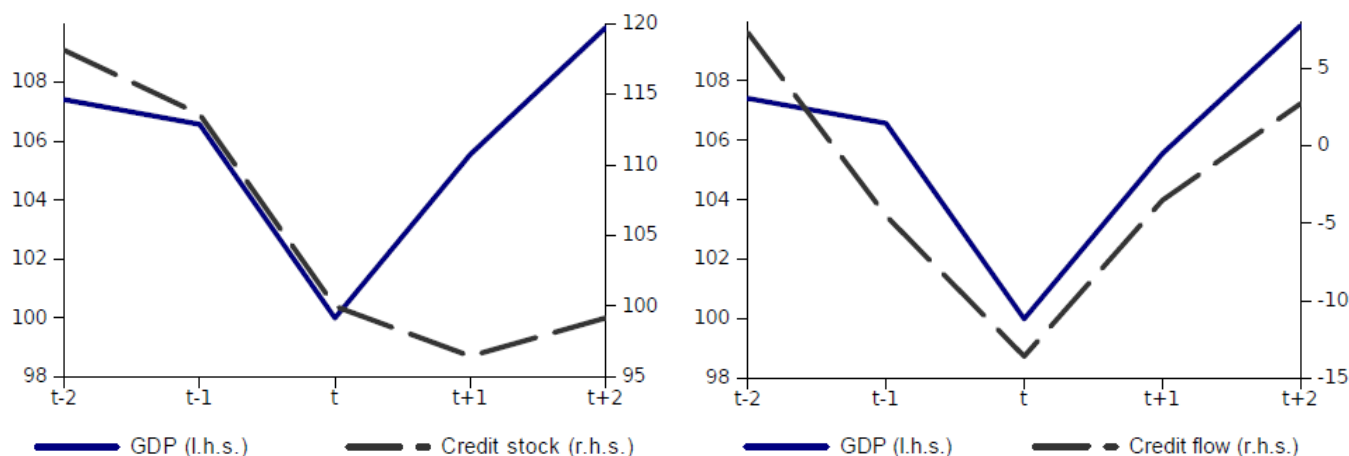
BIS 上用非金融部门信贷总额比 GDP (credit-to-GDP ratio) 来衡量宏观杠杆率，宏观杠杆率分子信贷总额是存量，分母 GDP 是流量，两者的比值有时不能很好反映信贷对经济的影响。德银经济学家 Michael Biggs 在 2008 年提出“信贷脉冲”的概念，将杠杆率的分子由信贷存量替换为信贷增量。

我们用“过去 12 个月社融增量/过去 12 个月名义 GDP”来衡量中国的信贷脉冲，这里的社融采用央行在 2020 年 1 月 16 日公布的新口径，能够更好衡量实体三部门的融资情况。信贷脉冲的优势在于能够更敏感捕捉信贷对经济的影响，在去杠杆之后，不一定要加杠杆才能促进经济，杠杆降得慢一些即稳杠杆也能使经济企稳。中国宏观杠杆率同比领先名义 GDP 增速大约 3 个季度，2019Q1 宏观杠杆率同比触底回升，2019Q4 名义 GDP 增速触底回升。

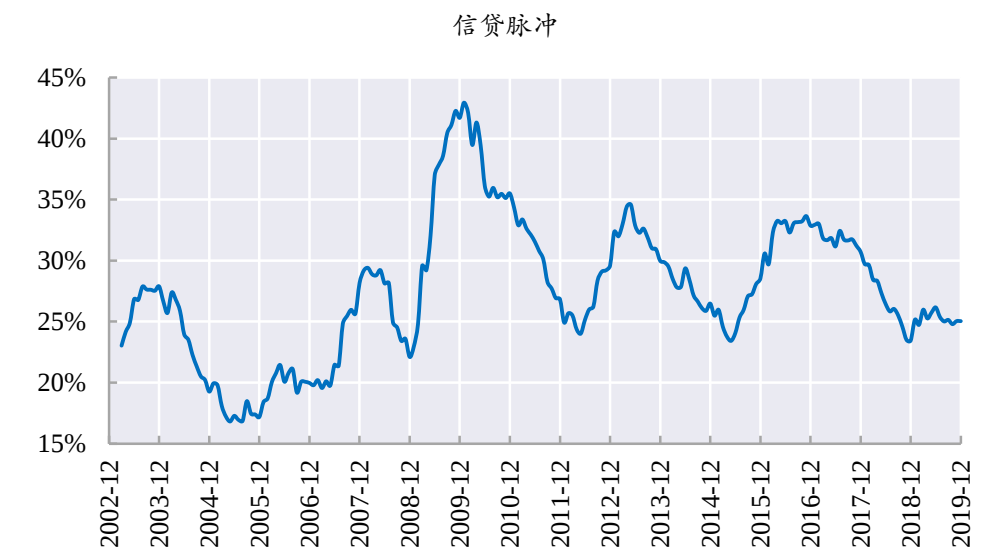
中国信贷脉冲是经济与库存周期的领先指标。中国信贷脉冲领先 PMI 2-3 季度，全球发达经济体与新兴经济体也有类似特点。中国信贷脉冲在 2018Q4 触底，PMI、工业增加值、PPI、名义 GDP 增速等重要指标均在 2019Q3 触底。同时，信贷脉冲领先库存周期大约 1 年，加上近期贸易摩擦缓和，企业生产经营预期改善，2020 年初可能会开启补库存周期。

2020Q1 不同于 2019Q1，2020 年经济可能是前高后稳。随着 2019Q4 经济企稳，加上 2020Q1 专项债提前发行，市场对重现 2019Q1 经济“开门红”的预期很高，但也有人认为“开门红”之后，2019 年 Q2-Q3 经济快速下滑的剧情可能重演。我们认为，2020Q1 与 2019Q1 看似很像，但实际上很不相同，**仅从信贷脉冲角度来讲**，2019Q1 之前信贷脉冲是不断下滑的，对经济是抑制作用，依靠天量信贷与专项债发行前移，经济还是能够企稳。2020Q1 可能再现天量信贷与专项债发行前移，并且力度可能比 2019Q1 还要大，加上过去的信贷脉冲对 2020Q1 经济是促进作用，两者合力，一季度经济数据可能会比较强势，随后，信贷脉冲对 2020Q2-Q3 经济的促进作用小幅下滑后保持平稳。因此，从信贷脉冲来看，2020 年经济节奏可能是：Q1 是高点，Q2 小幅回落，Q3-Q4 大致持平于 Q2，即前高后稳，不会重演 2019 年的剧情。

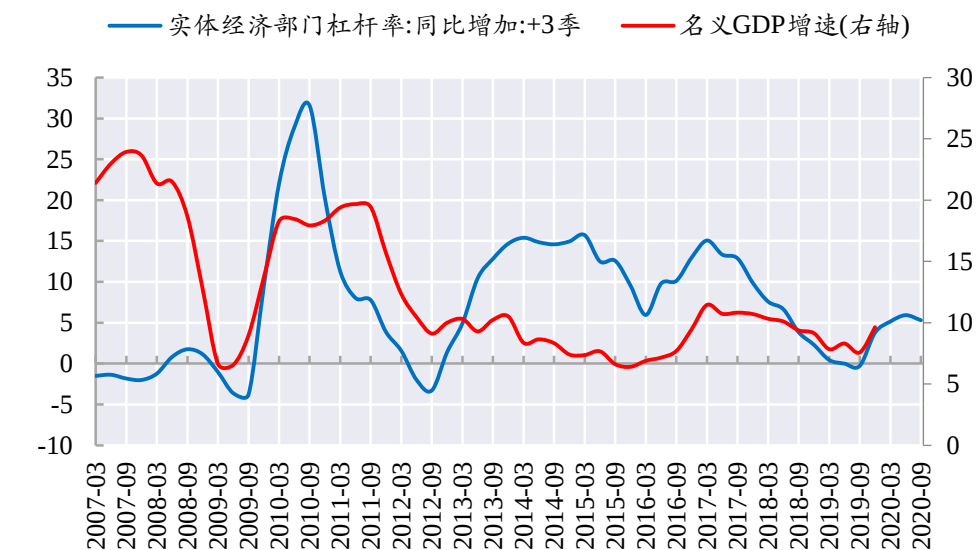
图1：即便信贷负增长，只要负增长速度收敛，经济一样能复苏



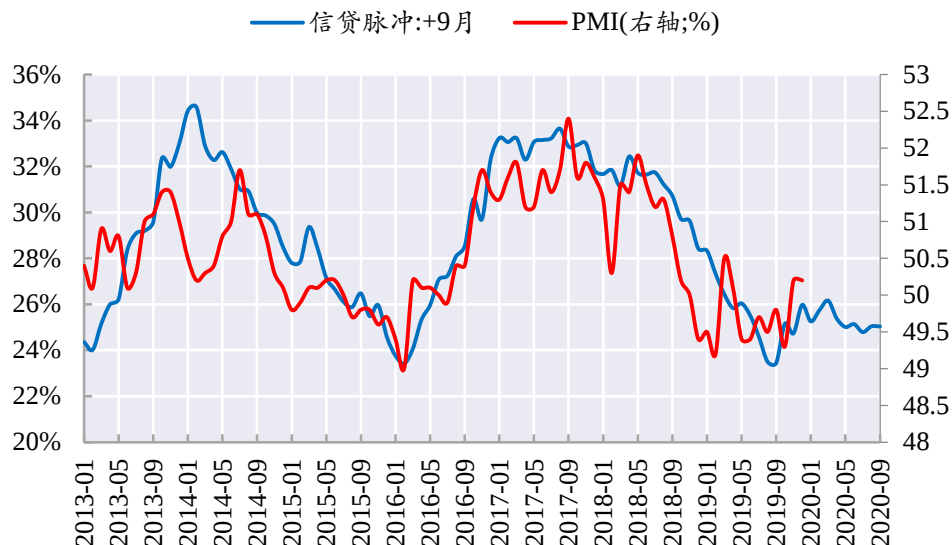
资料来源：Michael Biggs (2010)，新时代证券研究所

图2： 中国信贷脉冲

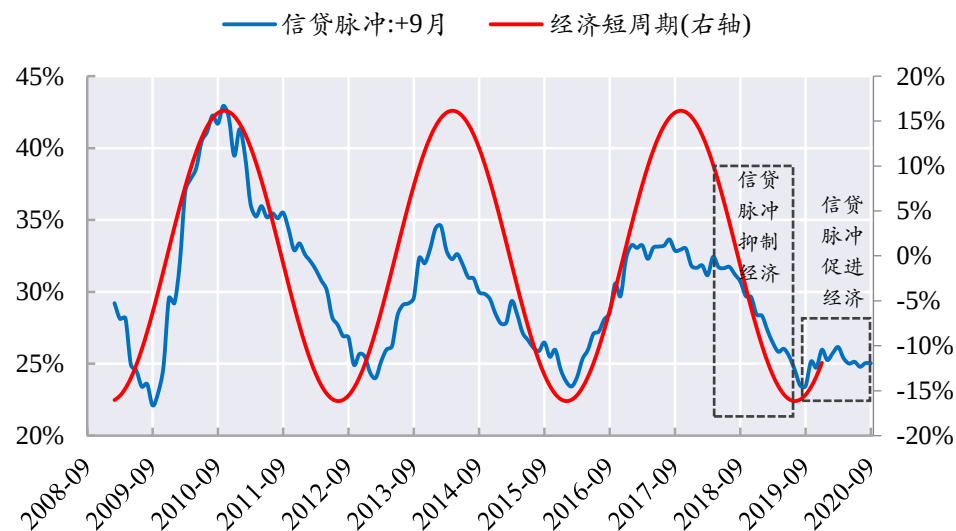
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 宏观杠杆率同比领先名义GDP 增速

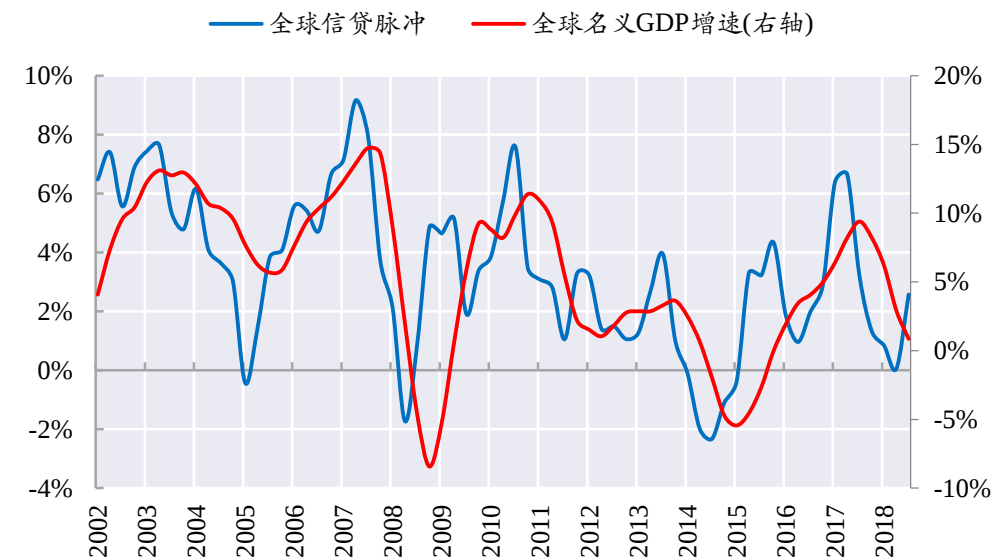
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：2019Q4 宏观杠杆率通过（调整后的社融存量/滚动12个月 GDP）估算，其中，调整方法为新口径社融存量剔除股票融资与存款类金融机构资产支持证券部分，此法估算的宏观杠杆率与国家资产负债表研究中心公布的数据误差不大

图4： 上一轮周期中，信贷脉冲领先 PMI 9 个月

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 信贷脉冲领先经济短周期

资料来源：Wind，新时代证券研究所

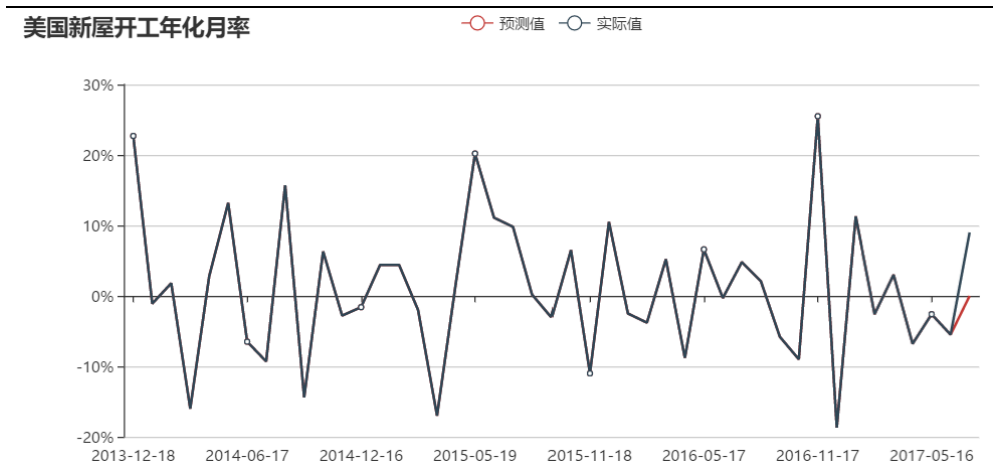
图6： 全球信贷脉冲领先全球经济

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 国外经济形势一周综述

美国12月通胀数据表现一般。美国12月CPI同比1.9%，预期1.9%，前值2.2%；12月核心CPI同比2.2%，预期2.2%，前值2.2%。美国12月PPI环比-0.1%，为2016年8月以来首次负增长，预期0.2%，前值0.4%；12月PPI同比2.6%，预期3%，前值3.1%；12月核心PPI同比2.3%，预期2.5%，前值2.4%。

美国房地产市场表现强劲。美国12月新屋开工年化月率为16.9%，远高于市场预期（1.1%）和前值（3.2%），创2006年12月以来新高。美国12月NAHB房产市场指数76，刷新自1999年6月以来新高，预期70，前值70修正为71。

图7： 美国新增非农就业人数

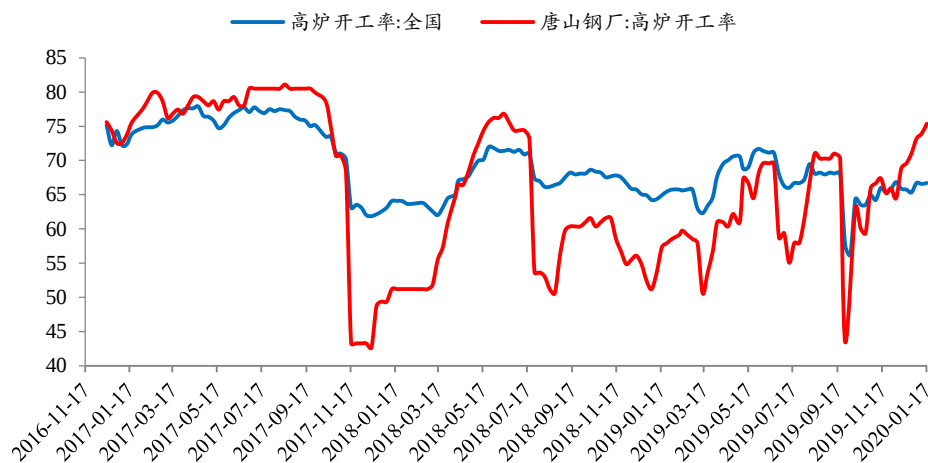
资料来源：环球外汇网，新时代证券研究所

3、国内高频数据观察

3.1、高炉开工率回升

上周(2020年1月11日-2020年1月17日,下同),高炉开工率回升0.2%至66.71%,焦化企业开工率下降0.67%至69.55%;6大发电集团日均耗煤量环比下降4.3%至69.42万吨。

图8: 高炉开工率回升(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、原油价格下跌

上周,钢材社会库存环比回升13.4%,库存回补力度大于前值(9.4%),螺纹钢期货价收涨0.5%。原油价格下跌,布油价格一周收跌0.2%,WTI原油价格收跌0.8%。

图9: 原油价格下跌(美元/桶)

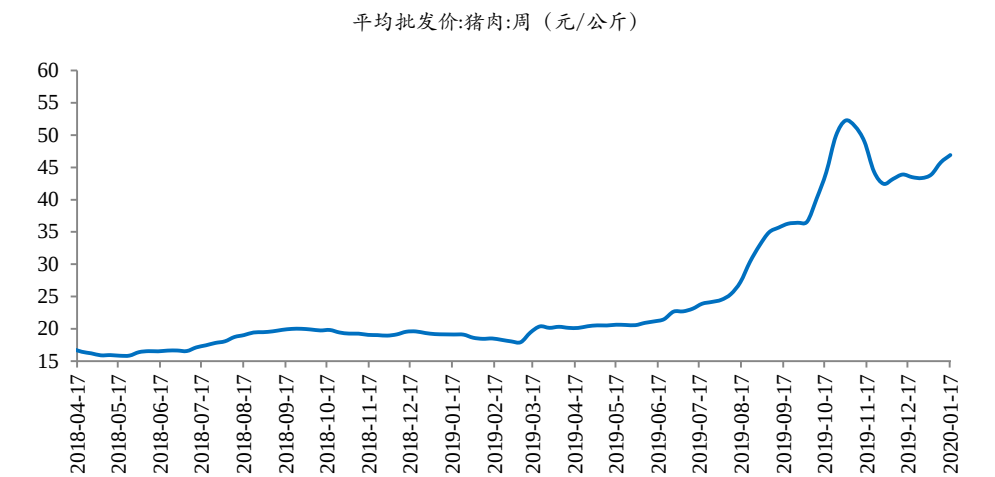


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.3、猪肉价格上涨

上周, 28 种重点监测蔬菜价格上涨 3.6%, 涨幅高于前值 (0.7%)。7 种重点监测水果价格上涨 0.8%, 涨幅高于前值 (0.4%)。猪肉批发价一周上涨 2.5%, 涨幅较前值 (4.3%) 回落。

图10: 猪肉价格上涨 (元/公斤)

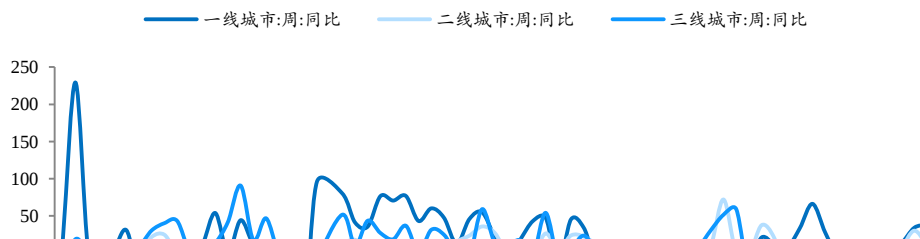


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.4、房地产销售面积增速回落

上周, 30 大中城市商品房销售面积同比增速从 20.9% 回落至 16.4%, 其中, 一、三线城市商品房销售面积同比增速分别回升至 38.4%、11.6%, 二线城市商品房销售面积同比增速从 30.2% 回落至 11.6%。

图11: 房地产销售面积增速回落 (%)



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_7650

