

超越美林时钟



报告日期：2019 年 11 月 08 日

投资时钟的核心思想在于经济周期对资产价格有很大的影响，研究经济周期可以进行资产配置。对于任何一种投资时钟而言，主要有两点：把经济周期划分为不同的阶段，以及确定每一个阶段资产价格的表现。美林时钟总结美国 1973 年到 2004 年的经验，认为经济增长的变化领先通胀的变化，用经济增长和通胀把经济周期划分为 4 个阶段：复苏、过热、衰退和滞胀。但是金融危机之后的经验显示美国的经济增长回升并没有带来通胀的上升，而美国的通胀与中国的通胀高度相关。显然美林时钟的前提已经不再成立了。需要新的投资时钟。

我们认为，对周期的划分不只是一要考虑经济周期，还要考虑金融周期。为此提出了新的概念：新增债务规模，即债务的年度增量与名义 GDP 的比值。我们认为新增债务规模的变化对名义经济增长的变化有很大的影响，由此提出了金融周期—经济周期运行原理，来解释中国的周期运行规律。从中国的经验出发，名义经济增长与 GDP 平减指数衡量的通胀同步，而新增债务规模领先通胀两个季度。因此，可以用新增债务规模(作为金融周期的同步指标)与 GDP 平减指数(作为经济周期的同步指标)来把周期划分为 4 个阶段，进一步确定每一个阶段表现最好的资产，这样就得到了东证时钟。

对比 2003 年至今股票、债券、大宗商品等资产价格表现与东证时钟的不同阶段，可以发现在新增债务规模上行期，股票和大宗商品表现较好；在新增债务规模下行并且通胀下行阶段，债券表现较好；在新增债务规模下行而通胀上行阶段，现金表现最好。

东证时钟是从中国的经验总结，但是其中的核心概念新增债务规模，对于研究分析美国、欧洲和日本的经济现象和资产价格，也有很大帮助。

★风险提示：

经济周期运行规律改变。

刘鸿 资深分析师(宏观、国债)
从业资格号： F3034263
投资咨询号： Z0014507
Tel: 8621-63325888-1610
Email: hong.liu@orientfutures.com

目录

1、从美林时钟到美林电风扇	6
2、新增债务规模与金融周期-经济周期运行原理	9
3、东证时钟与大类资产价格表现	14
4、重新理解社融：从广谱利率到新增债务规模.....	23
4.1、从新增债务规模看社融统计口径存在的问题.....	23
4.2、从利率变动到新增社融规模变动.....	25
4.3、重新理解 M1：从新增债务规模到新增存款规模.....	27
5、重新理解经济周期：经济周期的先行指标、同步指标与滞后指标	28
5.1、经济周期的先行指标.....	28
5.2、重新理解库存周期：经济周期领先指标 vs 经济周期滞后指标.....	30
5.3、经济周期的同步指标.....	31
6、从新增债务规模看全球经济	33
6.1、从新增债务规模看美国经济	33
6.2、从新增债务规模看日本的资产负债表衰退	36
6.3、从新增债务规模看欧洲的日本化.....	37
7、风险提示.....	37

图表目录

图表 1: 美林时钟的基本假设: 经济增长的变动领先通胀变动, 用这两个变量把经济周期划分为四个阶段	6
图表 2: 美林时钟的核心思想: 经济周期对资产价格表现有很大影响, 通过研究经济周期可以进行资产配置	6
图表 3: 美国产出缺口与通胀对比, 2009 年之后产出缺口上升并没有带来通胀上升	7
图表 4: 美国产出缺口与失业率有着相同的周期	7
图表 5: 金融危机之后美国失业率的下行并没有带来通胀的上行	7
图表 6: 美国 CPI 与 PPI 波动周期基本一致, 但是波动幅度有显著差别	8
图表 7: 美国 PPI 与中国 PPI 波动幅度与周期基本一致	8
图表 8: 2013 年之后中国实际经济增长与 CPI 波动幅度较小, 但是资产价格波动较大	8
图表 9: 2013 年之后中国实际经济增长波动幅度较小, 以 GDP 平减指数衡量的通胀波动较大	8
图表 10: 私人非金融部门宏观杠杆率与年度新增债务对比	10
图表 11: 年度新增债务与年度新增债务占 GDP 比例对比	10
图表 12: 私人非金融部门新增债务规模与实体经济新增债务规模对比	10
图表 13: 居民、非金融企业和政府部门新增债务规模对比	10
图表 14: 名义 GDP 与 GDP 平减指数同步	11
图表 15: 新增债务规模领先 GDP 平减指数两个季度左右	11
图表 16: 通过新增债务规模与 GDP 平减指数可以把周期划分为四个阶段	12
图表 17: 经济周期—金融周期运行的原理与东证时钟	12
图表 18: 周期划分: 东证时钟 vs 美林时钟	13
图表 19: 美林时钟与东证时钟的对比	13
图表 20: 东证时钟 I 阶段与 II 阶段股市表现较好	15
图表 21: 上证指数 vs 名义经济增长	15
图表 22: 东证时钟 IV 阶段国债表现较好	16
图表 23: 东证时钟 I 阶段通胀回落, 但是国债表现不确定	16
图表 24: 东证时钟 vs 欧元兑美元	17
图表 25: 铜价在东证时钟 I 阶段和 II 阶段表现较好	18
图表 26: 螺纹钢价格在东证时钟 II 阶段表现较好	18
图表 26: 大宗商品在东证时钟 I 阶段 II 阶段表现较好	19
图表 28: 东证时钟不同阶段资产价格表现	19
图表 29: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售价格增速	21
图表 30: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售面积增速	21
图表 31: 中国与发达国家居民部门新增债务规模对比	22

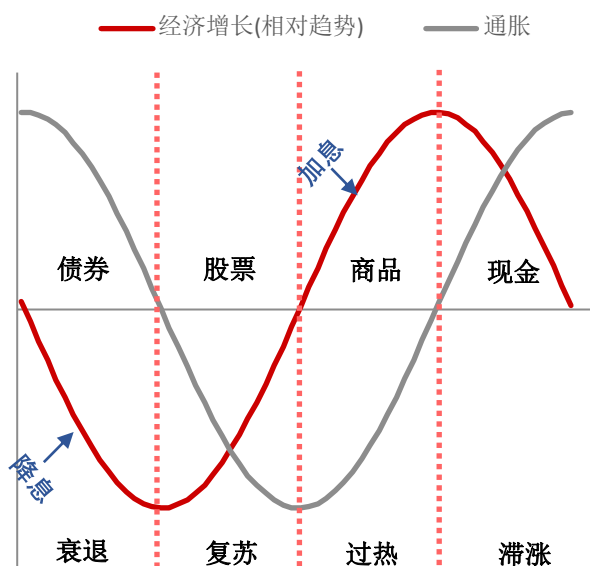
图表 32: 美国居民部门新增债务规模与美国私人住宅投资有相同的周期	22
图表 33: 社融存量增速 vs 年度新增社融占 GDP 比值	24
图表 34: 新增社融规模与实体经济年度新增贷款规模对比	24
图表 35: 新增社融规模与私人非金融部门新增债务规模对比	24
图表 36: 新增债务规模与资产价格走势更接近	24
图表 37: 新增社融规模结构: 居民和非金融企业银行表内融资	25
图表 38: 新增社融规模结构: 非金融企业银行表外融资以及债券股票融资	25
图表 39: 新增社融规模及其分项热力图	25
图表 40: 房贷利率领先新增居民贷款(新增居民债务规模)	26
图表 41: 新增居民债务规模与房地产销售的面积和价格增速有相同的周期	26
图表 42: SHIBOR 利率变动与企业贴现汇票规模同步	26
图表 43: 企业债券利率变动与企业债券融资规模变动同步	26
图表 44: M1 增速与非金融企业年度新增存款规模同步	27
图表 45: 非金融企业新增存款规模与私人非金融部门新增债务规模有相同的周期	27
图表 46: 按照领先、同步和滞后名义 GDP 区分经济周期的不同指标	28
图表 47: OECD 中国综合领先指标与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 48: 汽车销售增速与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 49: 设备制造业工业增加值与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 50: 制造业 PMI 产成品存货与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 51: 制造业 PMI 原材料库存与产成品库存分项对比(12 月均值转化为同比)	30
图表 52: 制造业 PMI 产成品库存领先原材料库存半年左右	30
图表 53: 制造业 PMI 原材料库存与原材料购进价格的对比	30
图表 54: 制造业 PMI 原材料购进价格对应 PPI	30
图表 55: 制造业 PMI 产成品库存领先工业企业产成品存货增速 1 年左右	31
图表 56: 新增债务规模领先工业企业产成品存货增速 1 年左右	31
图表 57: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步	32
图表 58: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步	32
图表 59: 制造业 PMI 及其分项 12 个月移动平均	32
图表 60: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步	33
图表 61: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步	33
图表 62: 金融危机之后美国居民和企业同时经历了新增债务规模收缩的情况	34
图表 63: 美国政府新增债务规模变动与私人非金融部门新增债务规模变动方向相反	34
图表 64: 非金融新增债务规模反映资产负债表扩张速度, 对就业有较大的影响	34
图表 65: 美国非金融企业新增债务规模对美国企业员工时薪的增速有较大的影响	34
图表 66: 美国国债收益率曲线倒挂, 新增债务规模接近顶部	35
图表 67: 美国私人非金融部门新增债务规模与标普指数有较高的相关性	35

图表 68: 日本非金融企业新增债务规模与城市商业土地价格指数.....	36
图表 69: 日本居民新增债务规模与城市住宅土地价格指数	36
图表 70: 从新增债务规模看日本的资产负债表衰退.....	36
图表 71: 日本新增债务规模: 私人非金融部门收缩, 政府部门扩张.....	36
图表 72: 从新增债务规模看欧洲的日本化	37
图表 73: 从新增债务规模看欧洲的日本化	37

1、从美林时钟到美林电风扇

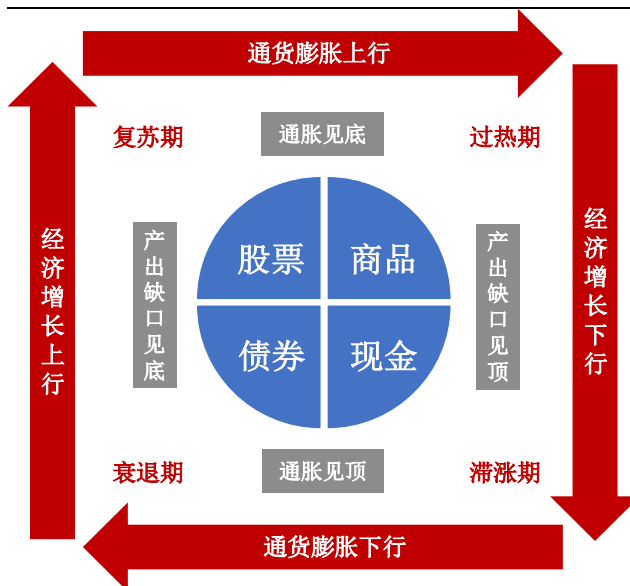
宏观经济有周期性的波动，周期的不同阶段资产价格有不同的表现。美林时钟是资产配置领域一个重要的理论，其核心思想是经济周期对于资产价格的表现有很大影响，通过研究经济周期可以进行资产配置。因此，美林时钟(以及其他类似的投资时钟)一个很重要的问题是如何划分经济周期。对此，美林时钟的基本假设为：经济增长(用产出缺口来表示)的变动领先通胀的变动。经济增长和通胀有涨跌两个方向，因此用这两个指标可以把经济周期划分为四个阶段：经济增长和通胀都下行的时期为衰退期，经济增长上行通胀下行的时期为复苏期，经济增长和通胀都上行的时期为过热期，经济增长下行通胀上行的时期为滞涨期。对于每一个阶段，都有一类资产表现最好：衰退期为债券，复苏期为股票，过热期为商品，滞涨期为现金。

图表 1：美林时钟的基本假设：经济增长的变动领先通胀变动，用这两个变量把经济周期划分为四个阶段



资料来源：Merrill Lynch，东证衍生品研究院

图表 2：美林时钟的核心思想：经济周期对资产价格表现有很大影响，通过研究经济周期可以进行资产配置



资料来源：Merrill Lynch，东证衍生品研究院

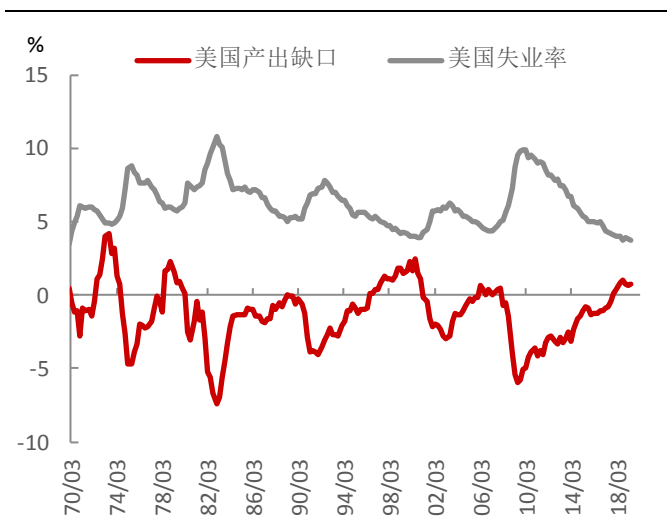
美林时钟的报告完成于 2004 年 11 月，是对美国 1973 年至 2004 年经验的总结。20 世纪 90 年代之前，美国的通胀主要受到美国经济增长的影响。但是从 21 世纪开始，特别是 2008 年金融危机之后，美国的经济增长对于美国通胀的影响越来越小。从金融危机之后的经验来看，美国经济增长(以产出缺口衡量)对于美国通胀的影响(以 CPI 衡量)和上世纪 70 年代相比已经有明显的差异。产出缺口衡量的是实际生产和潜在水平之间的差异。随着生产要素的利用效率的提高(例如失业率的下行)，产出缺口逐渐收窄。同样，美国失业率对于通胀的影响也变得更为复杂，从 2009 年至今，美国失业率持续下行至多年来的低点，但是美国的通胀持续在低位徘徊。

图表 3: 美国产出缺口与通胀对比, 2009 年之后产出缺口上升并没有带来通胀上升



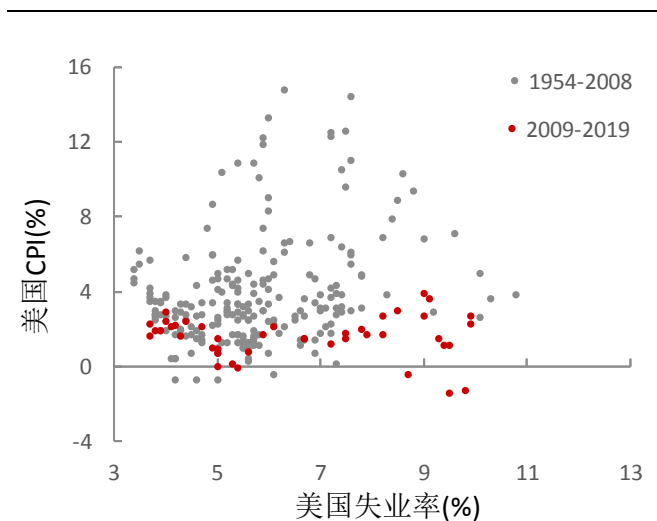
资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 美国产出缺口与失业率有着相同的周期



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 金融危机之后美国失业率的下行并没有带来通胀的上行

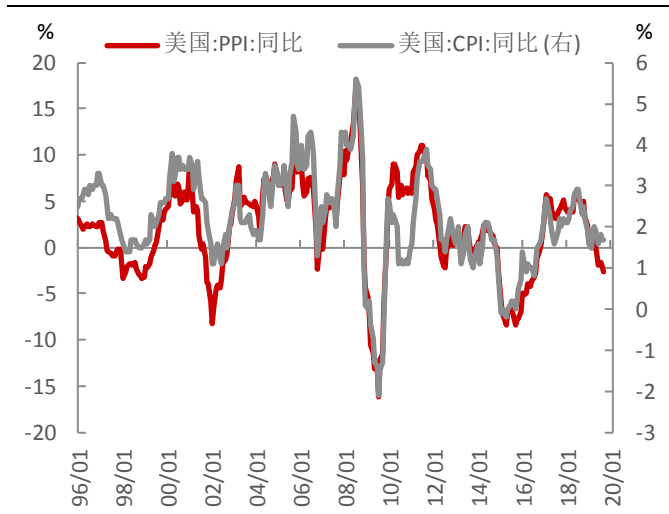


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另一方面, 我们注意到从上世纪 90 年代后期开始, 美国的 PPI 与美国的 CPI 波动周期高度一致(尽管波动幅度差别较大), 而中国的 PPI 与美国的 PPI 波动幅度与周期均高度一致。这表明, 随着中国经济的崛起, 中国对美国的经济周期(以通胀来衡量)已经有很大的影响。在分析美国通胀的时候, 不能仅仅考虑美国的经济增长, 还要考虑中国的影响。因此, 从这个角度看, 美林时钟的基本假设(美国的经济增长变动领先通胀变动)对

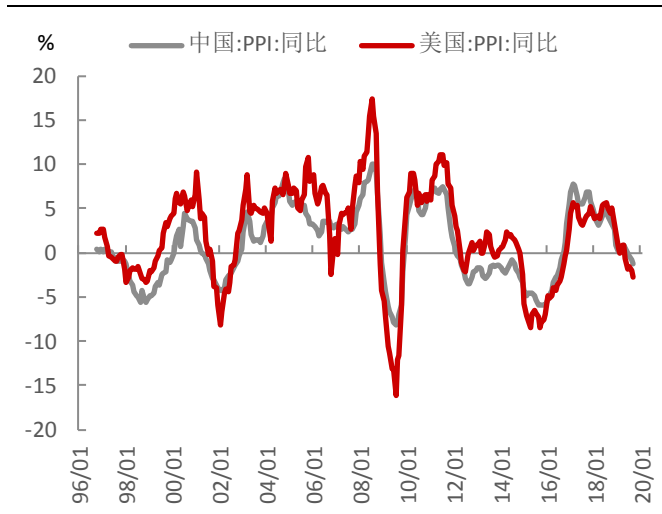
于美国现在的状况来说已经不再成立了。

图表 6: 美国 CPI 与 PPI 波动周期基本一致, 但是波动幅度有显著差别



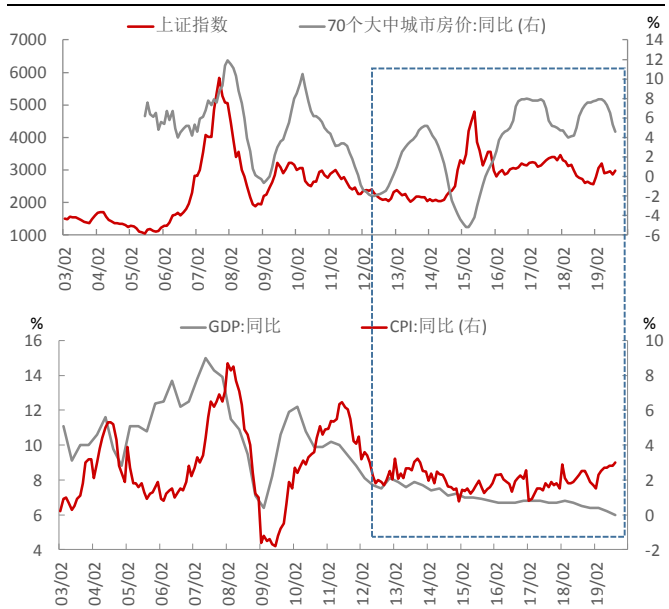
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 美国 PPI 与中国 PPI 波动幅度与周期基本一致



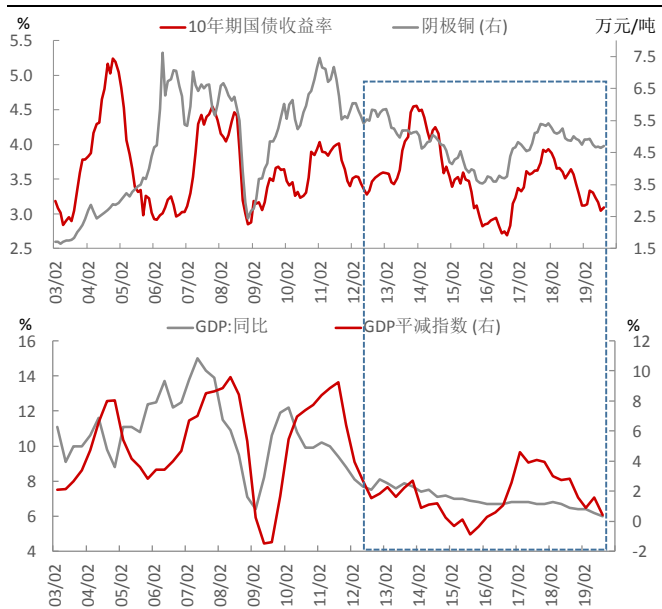
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 2013 年之后中国实际经济增长与 CPI 波动幅度较小, 但是资产价格波动较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 2013 年之后中国实际经济增长波动幅度较小, 以 GDP 平减指数衡量的通胀波动较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

如果从中国的经验来看, 2013 年之后, 实际经济增长(以实际 GDP 增速来衡量)与通胀(以 CPI 来衡量)变动幅度都很小, 但是包括股票、债券、商品和房地产在内的资产价格波动

幅度很大，显然与美林时钟的结论有较大差别。美林时钟因此被称为“美林电风扇”。即便把衡量通胀的指标从CPI换成GDP平减指数，2013年之后中国的经济增长与通胀之间也不存在明显的关系。因此，难以用经济增长和通胀这两个指标来划分2013年之后中国的经济周期，即美林时钟的前提假设在中国也不成立。

2、新增债务规模与金融周期-经济周期运行原理

我们认为，美林时钟的核心思想，即经济周期在很大程度上影响资产价格，仍然是有价值的，但是对于划分经济周期的方法，需要做出调整。2008年金融危机之后，对于金融周期的讨论越来越多，分析金融周期如何影响经济周期和资产价格。而美林时钟所考虑的两个指标：经济增长与通胀，都属于经济周期的维度，没有考虑金融周期。我们认为，新的划分周期的方法要涉及以下几个方面：

- 既要考虑经济周期，也要考虑金融周期
- 如何描述经济周期，如何描述金融周期
- 金融周期和经济周期之间的关联是什么
- 什么因素决定了周期的循环往复

为了解决这些问题，我们提出了新的概念：**新增债务规模**。

过去两年多，国内对于去杠杆讨论很多。这里面的(宏观)杠杆率是指债务存量与过去1年名义GDP的比值，即

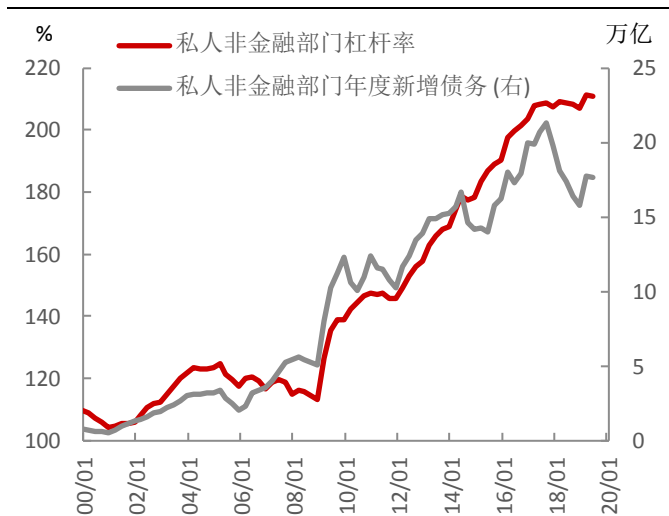
$$\text{杠杆率} = \text{债务存量} / (\text{过去1年})\text{GDP}$$

对于居民、非金融企业和政府部门，相应的债务存量与GDP的比值即为该部门的宏观杠杆率。居民和非金融企业组成私人非金融部门，政府部门与私人非金融部门组成实体经济。我们提出的新的概念新增债务规模与宏观杠杆率都是关注债务的问题，差别在于宏观杠杆率的关注是债务的存量，而新增债务规模的关注的是债务的增量，即

$$\begin{aligned}\text{新增债务规模} &= \text{年度新增债务} / (\text{过去1年})\text{GDP} \\ &= (\text{过去1年})\text{债务存量的变动} / (\text{过去1年})\text{GDP}\end{aligned}$$

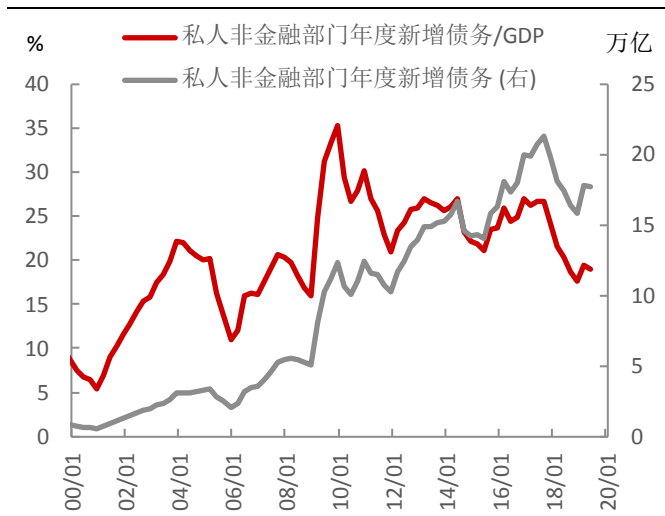
对比私人非金融部门宏观杠杆率和新增债务规模，可以看出二者的差别：2008年之后中国的宏观杠杆率持续上行，而新增债务规模有明显的周期特征。我们认为，新增债务规模是连接金融周期与经济周期的核心变量。

图表 10: 私人非金融部门宏观杠杆率与年度新增债务对比



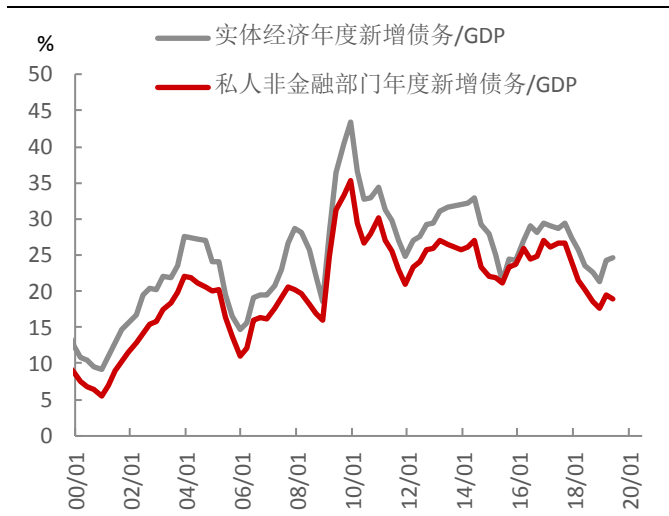
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 年度新增债务与年度新增债务占 GDP 比例对比



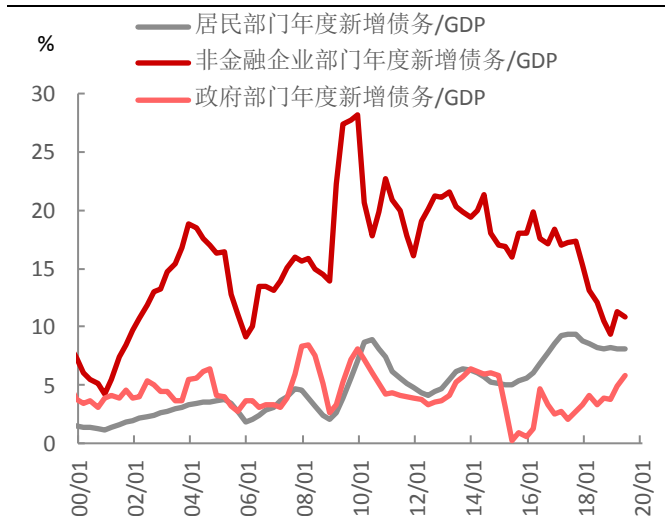
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 私人非金融部门新增债务规模与实体经济新增债务规模对比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

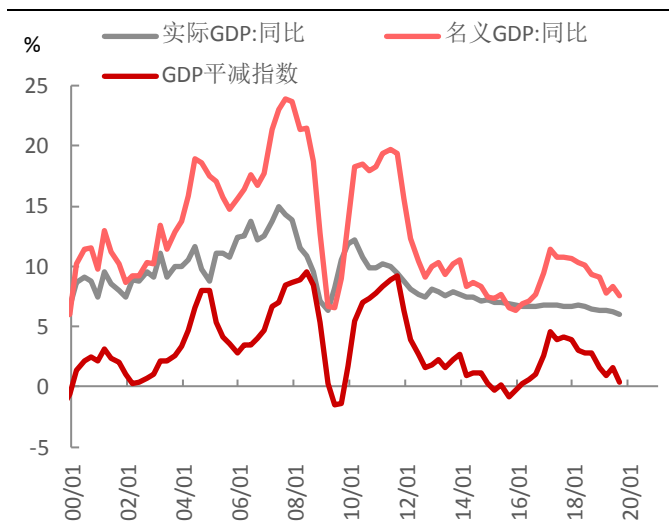
图表 13: 居民、非金融企业和政府部门新增债务规模对比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

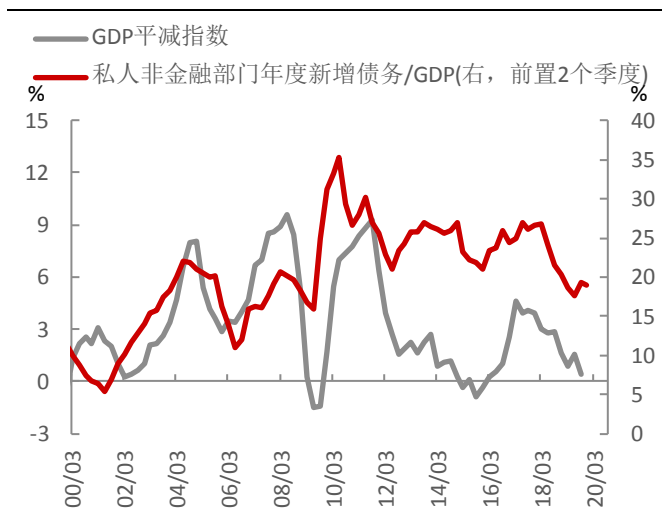
对比私人非金融部门新增债务规模和实体经济新增债务规模,可以看出二者的趋势基本一致。实体经济的三个部门中,新增债务规模最高的是企业部门,政府部门与居民部门较为接近。在本报告中,新增债务规模默认的是指私人非金融部门。我们用新增债务规模作为国内金融周期的同步指标。

图表 14: 名义 GDP 与 GDP 平减指数同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 新增债务规模领先 GDP 平减指数两个季度左右



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另一方面,国内的名义经济增长与 GDP 平减指数(衡量通胀)保持同步,我们用 GDP 平减指数作为经济周期的同步指标。对比新增债务规模与 GDP 平减指数,可以发现前者领先后者半年左右。因此,可以用新增债务规模与 GDP 平减指数把在后期划分为四个阶段,新增债务规模上行通胀下行的阶段为东证时钟 I 阶段,新增债务规模上行通胀上行的阶段为东证时钟 II 阶段,新增债务规模下行通胀上行的阶段为东证时钟 III 阶段,新增债务规模下行通胀下行的阶段为东证时钟 IV 阶段。一般情况下,周期按照从第 I 阶段到第 IV 阶段的顺序运行,但也有例外。

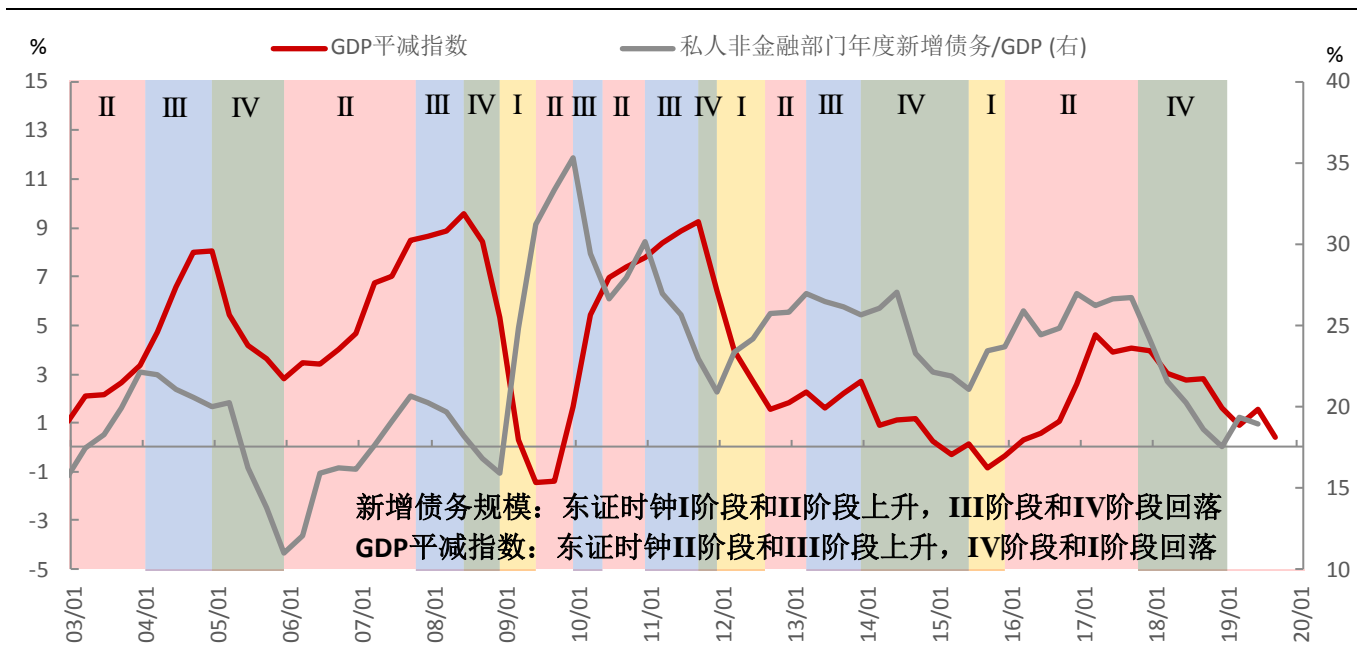
我们认为,新增债务规模领先名义经济增长(以及 GDP 平减指数),不只是巧合,和是有一定的因果关系。我们提出金融周期—经济周期运行原理的 4 个环节如下:

1. 广谱利率变化,影响对利率敏感的经济活动(经济周期领先指标)
2. 对利率敏感的经济活动变化,导致新增债务规模变动
3. 新增债务规模变动(经济体资产负债表扩张速度的变化),进而引起经济体整体经济活动的变化,即名义经济增长的变化,和通胀的变化(以 GDP 平减指数衡量)。
4. 通胀的变化,引起广谱利率的变化。

第 4 环节之后,广谱利率变化,再次回到第 1 个环节。这样就完成了周期的循环往复。

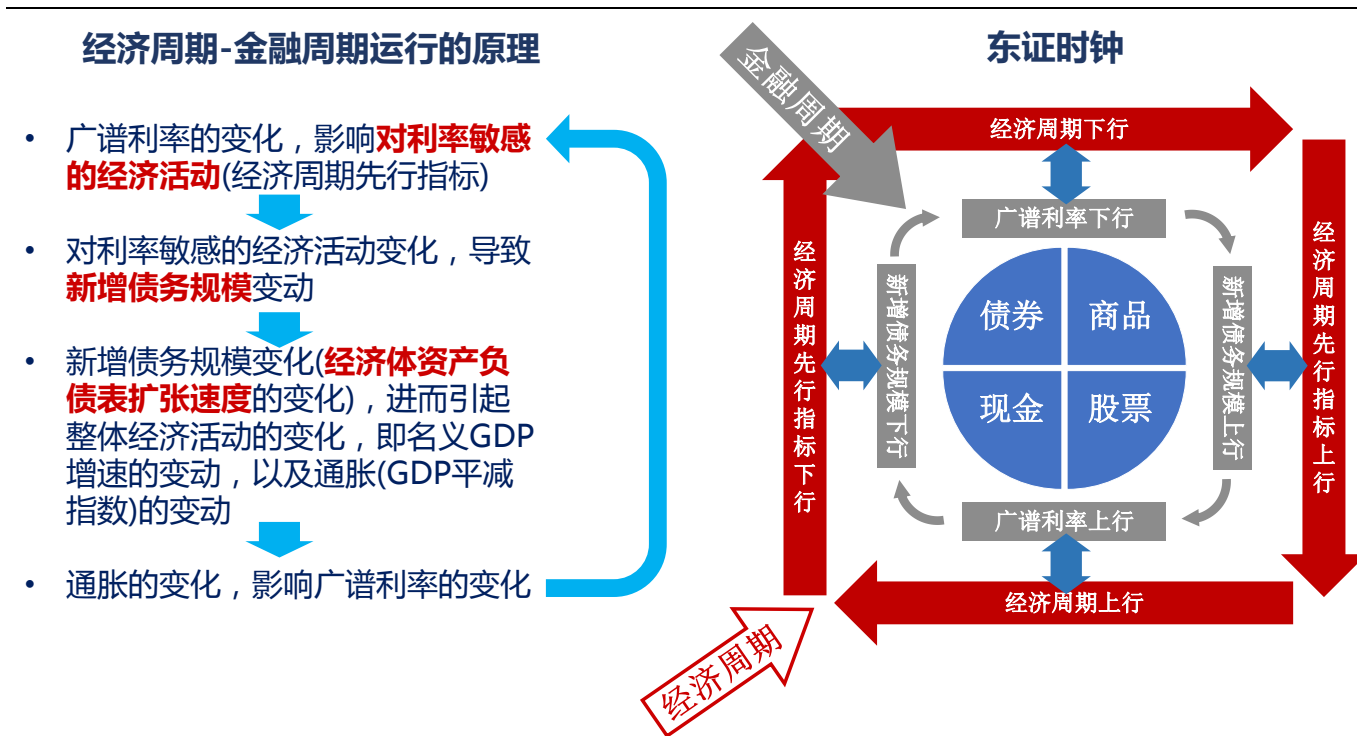
基于金融周期—经济周期的运行原理,我们提出了东证时钟,其中外部循环对应的是经济周期,内部循环对应的是金融周期。经济周期的运行与金融周期的运行是紧密联系的。东证时钟的 4 个阶段,分别有 4 种资产表现最好。

图表 16: 通过新增债务规模与 GDP 平减指数可以把周期划分为四个阶段



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17: 经济周期—金融周期运行的原理与东证时钟



资料来源：东证衍生品研究院

图表 18: 周期划分: 东证时钟 vs 美林时钟

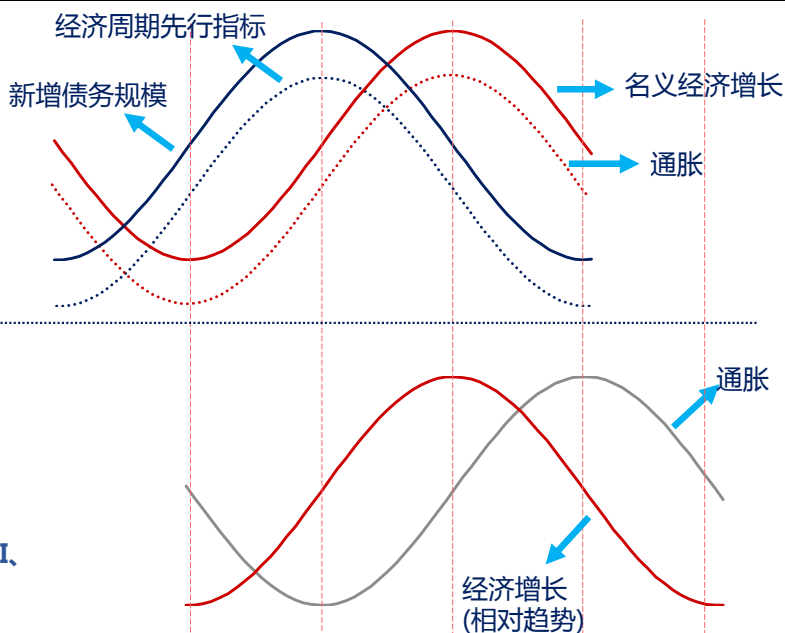
东证时钟

- 既考虑经济周期, 也考虑金融周期
- 新增债务规模(反映金融周期)**领先**名义经济增长(反映经济周期)
- 名义经济增长与通胀**同步**
- 从**中国**经验总结(2003年至今)

美林时钟

- 只考虑经济周期, 未考虑金融周期
- 经济增长**领先**通胀
- 从**美国**经验总结(1973年至2004年)

从20世纪90年代后期开始, 中国PPI与美国PPI、美国CPI的周期高度一致

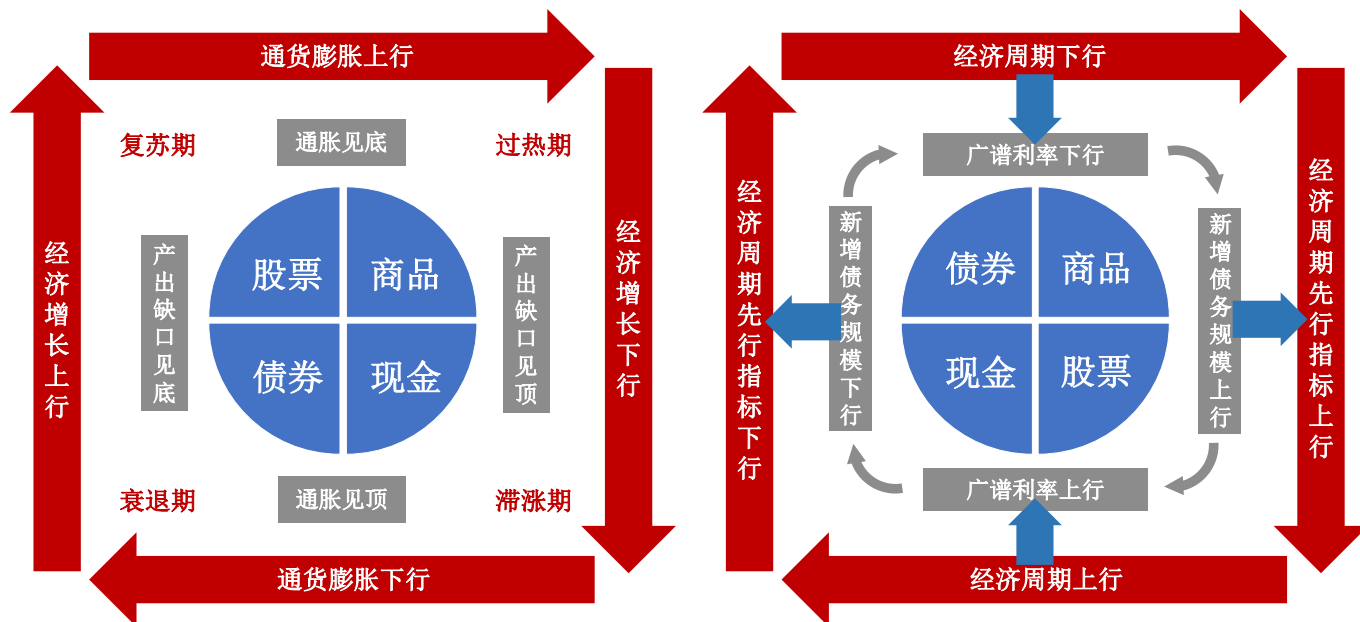


资料来源: 东证衍生品研究院

图表 19: 美林时钟与东证时钟的对比

美林时钟: 从经济增长与通胀的角度进行资产配置

东证时钟: 从经济周期与金融周期的角度进行资产配置



资料来源: Merrill Lynch, 东证衍生品研究院

对比东证时钟和美林时钟，可以发现差异主要在于对周期的划分。东证时钟同时考虑经济周期和金融周期，而美林时钟只考虑经济周期，没有考虑金融周期。东证时钟是从中国 2003 年至今的总结：基于中国的经验来看，名义经济增长与通胀是同步的。而美林时钟是从美国 1973 年至 2004 年的总结：从当时的经验来看，美国的经济增长(以产出缺口衡量)是领先通胀的。但是，正如我们此前提到的，2008 年金融危机之后，这一规律已经不适用了：分析美国的通胀，还要考虑中国的影响。

3、东证时钟与大类资产价格表现

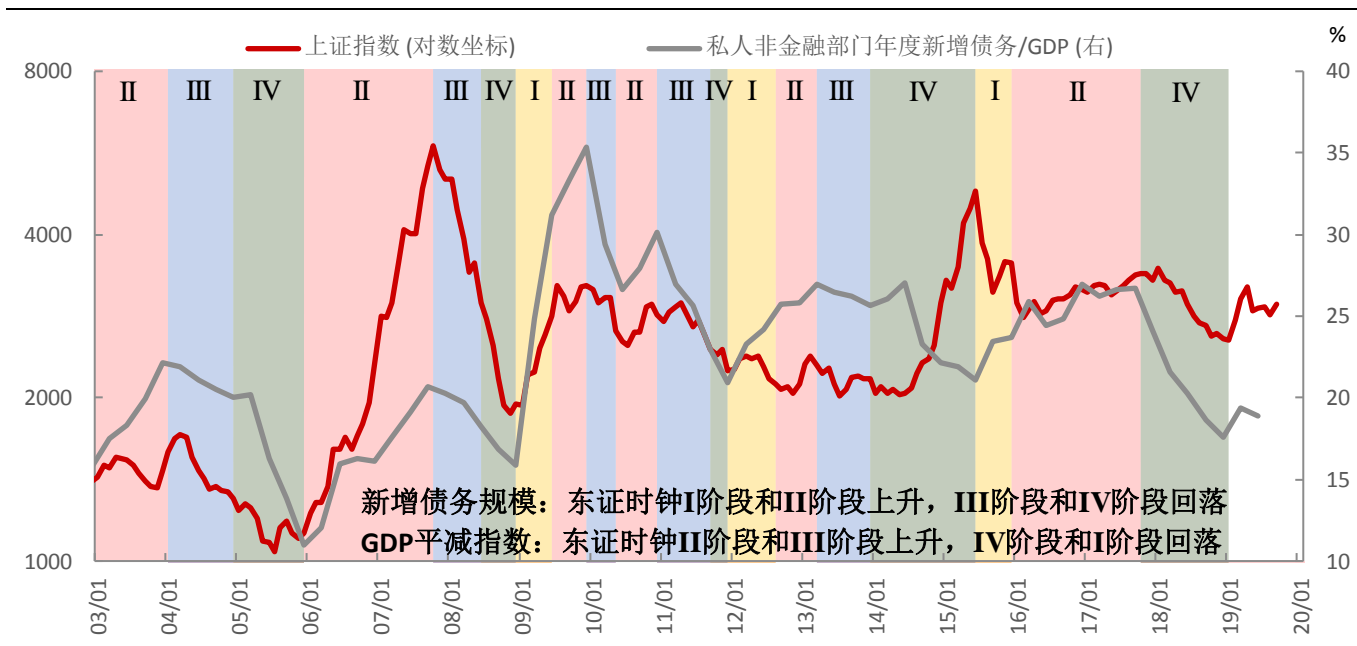
我们再次强调，新增债务规模对于分析金融周期-经济周期的重要性。按照我们的定义，新增债务规模既是金融周期的同步指标，同时连接了金融周期与经济周期。因此，我们在研究东证时钟不同阶段资产价格表现的时候，着重对比新增债务规模与不同类别资产价格的表现。

从 2003 年至今，在新增债务规模上行期间，国内股市表现较好；而在新增债务规模下行期间，国内股市一般表现较差。也就是在东证时钟 I 阶段和 II 阶段股票有较好的表现，而股市的表现与国内的通胀(名义经济增长)的涨跌没有直接的联系。需要注意的是，东证时钟是基于周期的分析框架，2014 年与 2015 年股市的异动经济周期—金融周期关系不大。另一方面，在 2009 年之后，上涨指数的表现领先名义经济增长，这符合金融资产的特征，因为资产价格包含市场的预期。而新增债务规模也领先名义经济增长。因此，新增债务规模与股市涨跌同步是合理的。在本报告的最后一部分，可以发现美国也存在类似的现象，美国私人非金融部门的新增债务规模与美股表现同步。

对于国债而言，在东证时钟 IV 阶段有较好的表现，即在新增债务规模下行并且通胀下行的阶段。而在东证时钟 I 阶段，即通胀继续下行但是新增债务规模上行阶段，国债的表现并不确定。

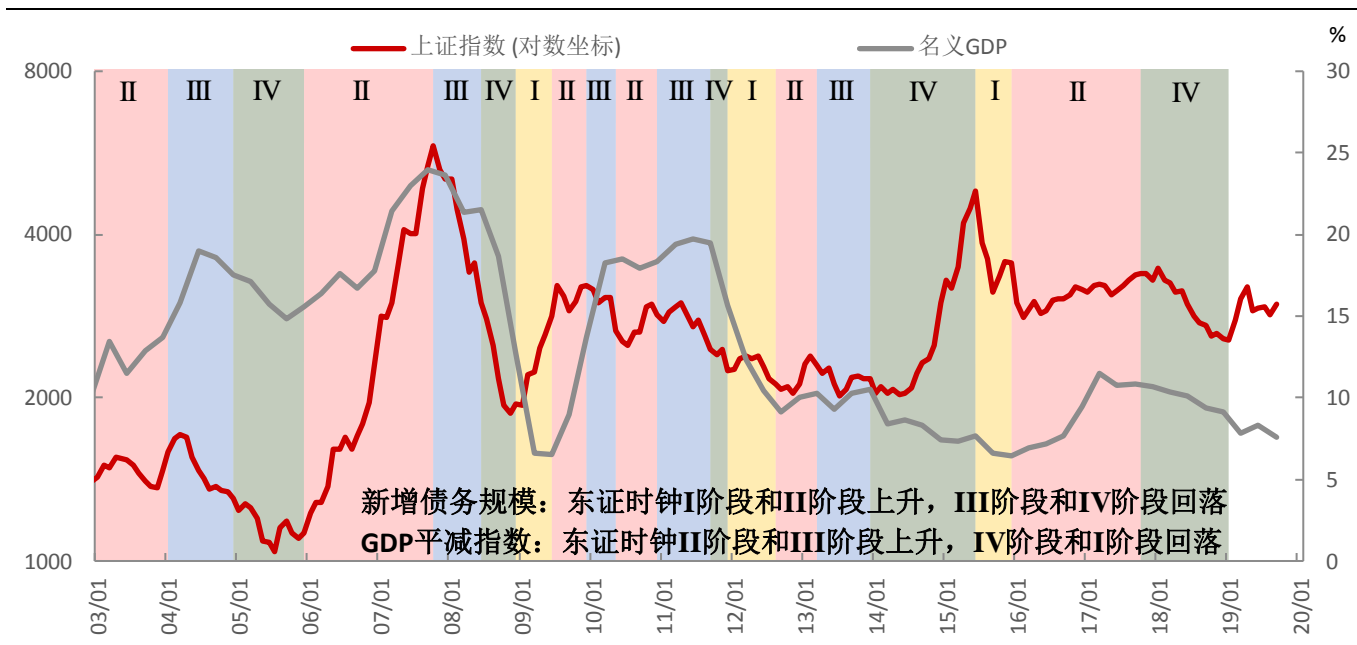
前面的分析曾指出中国对于美国通胀的影响。既然中国的私人非金融部门新增债务规模对中国的经济周期有很大的影响，那么对全球的经济周期的影响也将非常明显。欧元兑美元的汇率不只是反映了两种货币的相对强弱，也反映了包括欧元区和美国在内的全球经济周期-金融周期的变动。因此，对比中国私人非金融部门新增债务规模与欧元兑美元的汇率，可以看出二者的周期高度重合。当中国新增债务规模开始上行的时候，往往之后中国的名义经济增长进入上行周期。而中国对全球经济增长的贡献非常大，全球经济增长可能也因此进入景气度较高的时期。这既对欧美两个经济体的经济增长有影响，也间接影响两个经济体的金融周期。以美元计价的欧元可以看成一种风险资产：全球经济好转的阶段上涨，全球经济转差的阶段下跌。所以，中国的新增债务规模与欧元兑美元的汇率有相似的周期。另一方面，中国的新增债务规模对中国的国债利率影响较大，所以中国国债利率与欧元兑美元汇率(以及美元指数)有着相似的周期。

图表 20: 东证时钟 I 阶段与 II 阶段股市表现较好



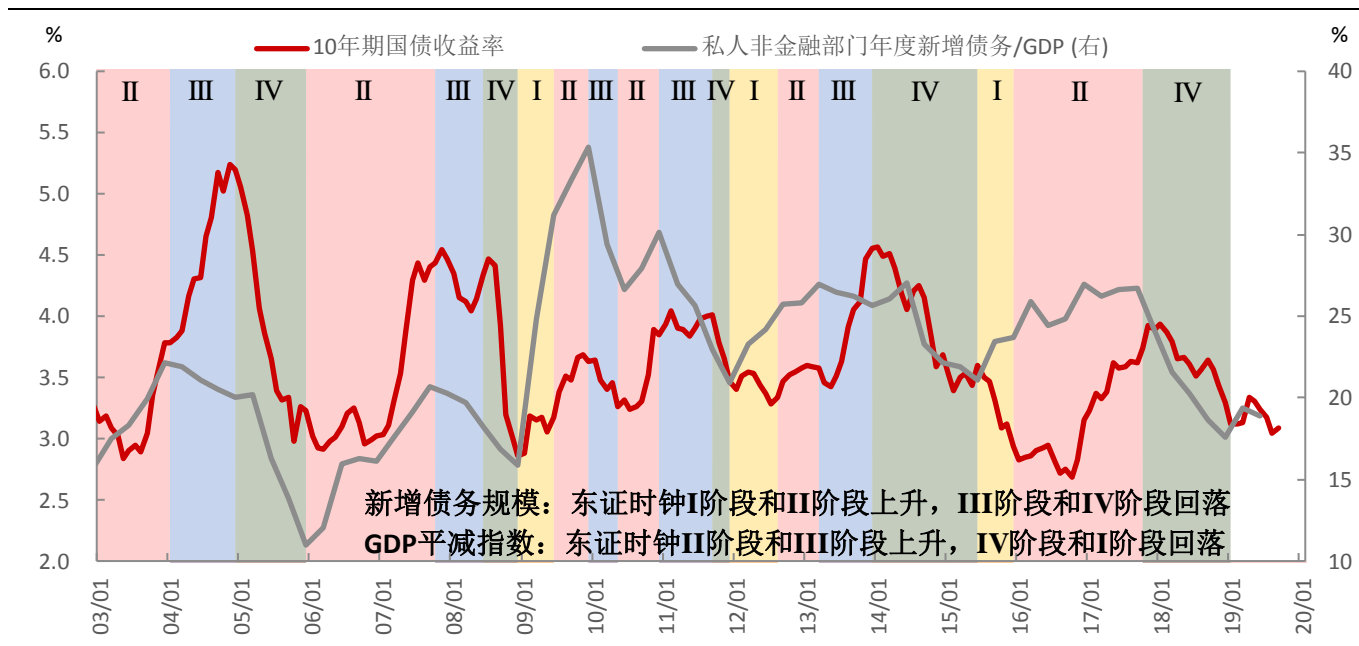
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: 上证指数 vs 名义经济增长



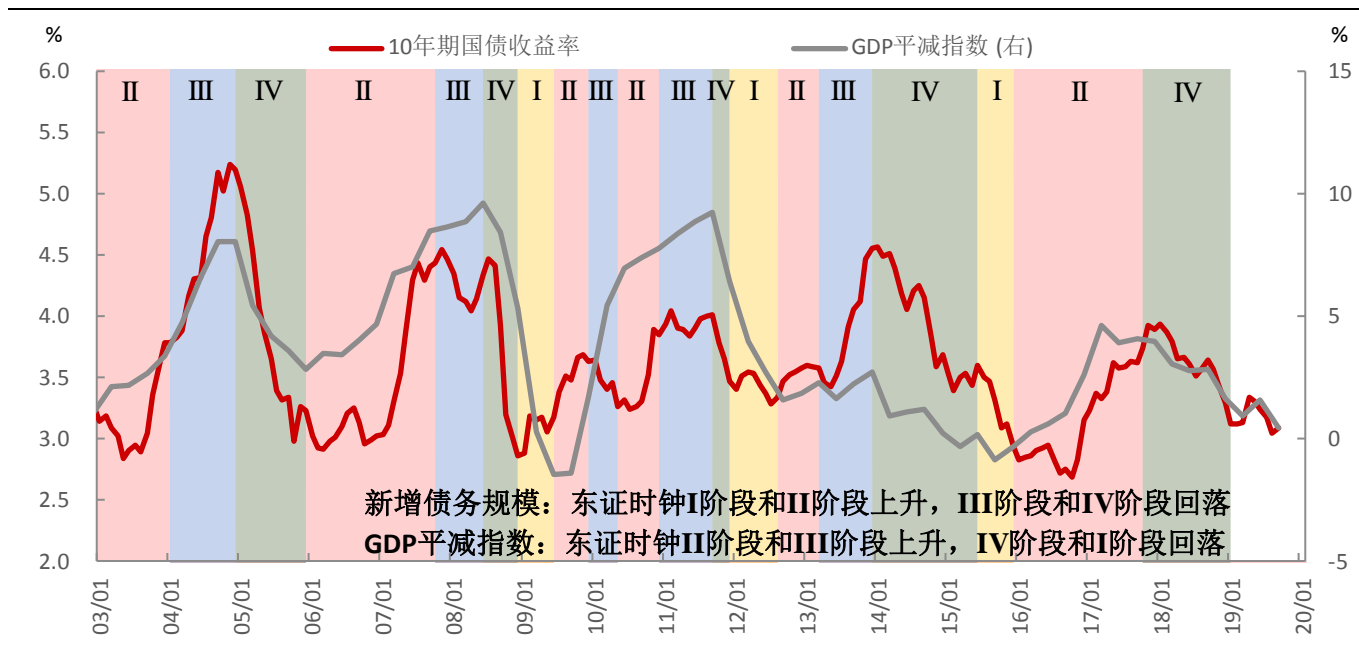
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22：东证时钟 IV 阶段国债表现较好



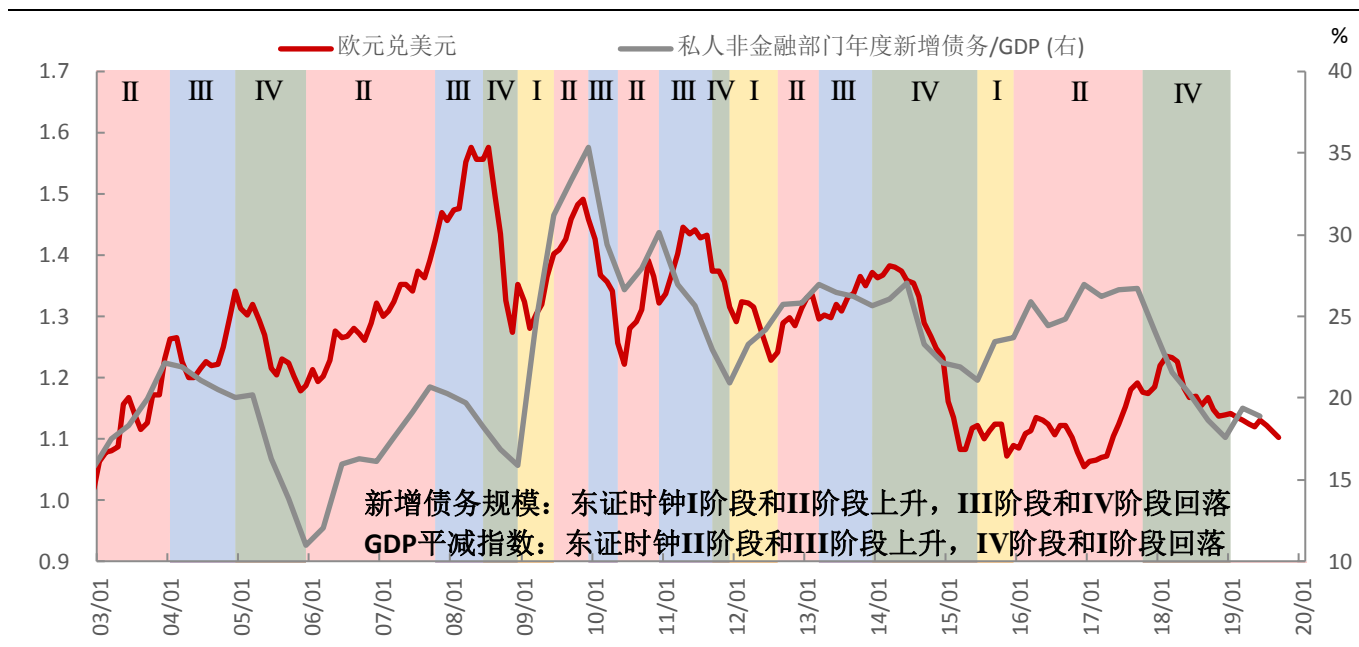
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 23：东证时钟 I 阶段通胀回落，但是国债表现不确定



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

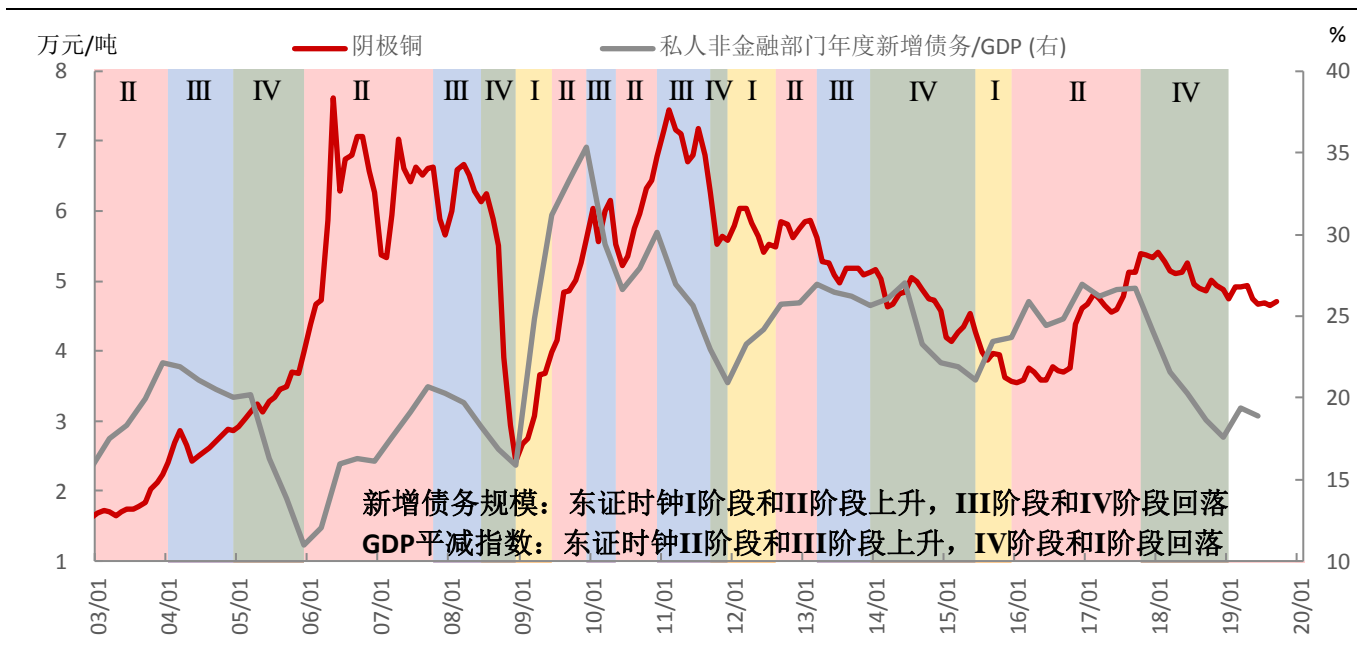
图表 24：东证时钟 vs 欧元兑美元



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

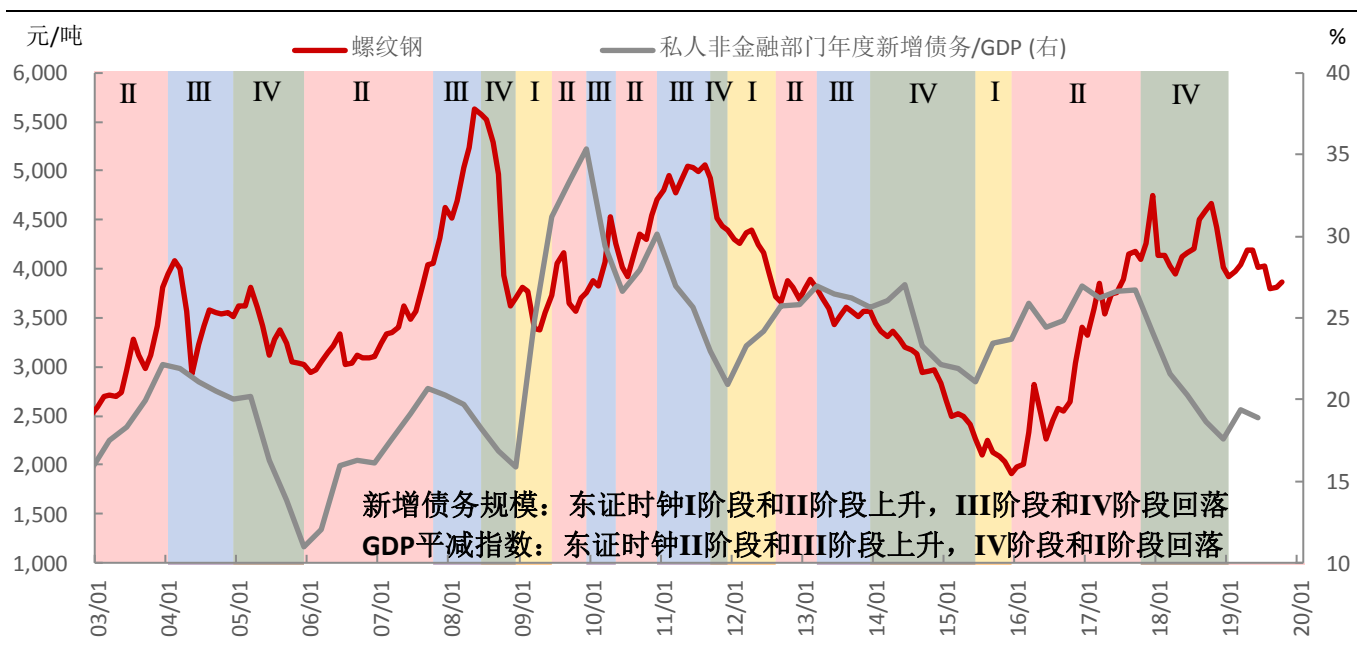
对比新增债务规模与螺纹钢以及铜以及大宗商品价格指数，可以看出在新增债务规模上行时期，商品价格往往表现较好，在新增债务规模下行期，商品价格表现较差。其中需要注意的是在2006年之前很多商品面临着产能不足的问题，在2012年之后有面临产能过剩。因此在这两个时间段里面商品价格的表現与新增债务规模有一定的差异。值得注意的是2016年之后，包括铜、螺纹钢在内的大宗商品价格普遍出现了持续的回升。对于螺纹钢等黑色系大宗商品价格，这与供给侧改革有较大的关系。但是没有经历供给侧改革的大宗商品价格也反弹，背后的原因是新增债务规模上行开启了一轮新的经济周期。2017年四季度新增债务规模见顶，2018年回落，铜价相应的也在2018年初见顶回落。螺纹钢价格则在连续大涨2年至在2018年转入震荡下行。

图表 25: 铜价在东证时钟 I 阶段和 II 阶段表现较好



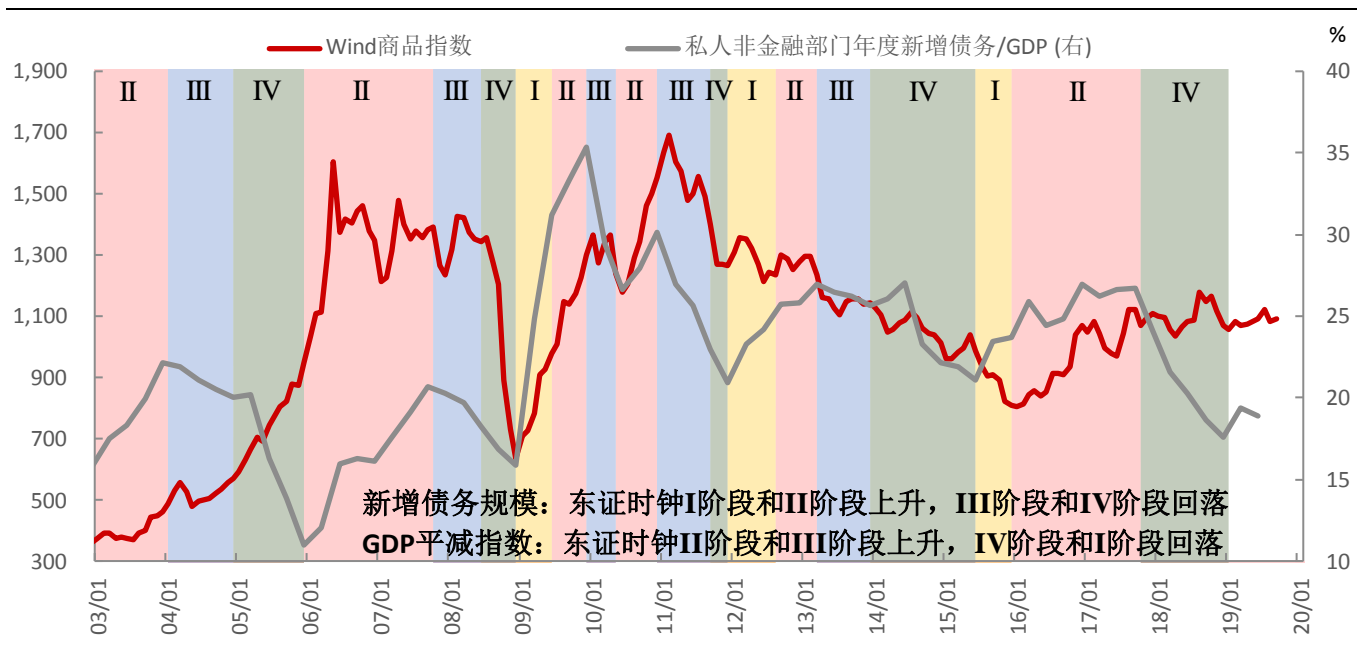
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 螺纹钢价格在东证时钟 II 阶段表现较好



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27：大宗商品在东证时钟 I 阶段 II 阶段表现较好



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 28：东证时钟不同阶段资产价格表现

东证时钟不同阶段资产价格表现（年化收益率）				
资产类别	东证时钟 I 阶段	东证时钟 II 阶段	东证时钟 III 阶段	东证时钟 IV 阶段
股票	30	48	-21	-15
商品	52	29	-2	-14
债券	0	-2	-1	10
现金	1.9	-2	2.7	2.8
收益排序	商品>股票>现金>债券			
	股票>商品>现金>债券			
	现金>债券>商品>股票			
	债券>现金>商品>股票			

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

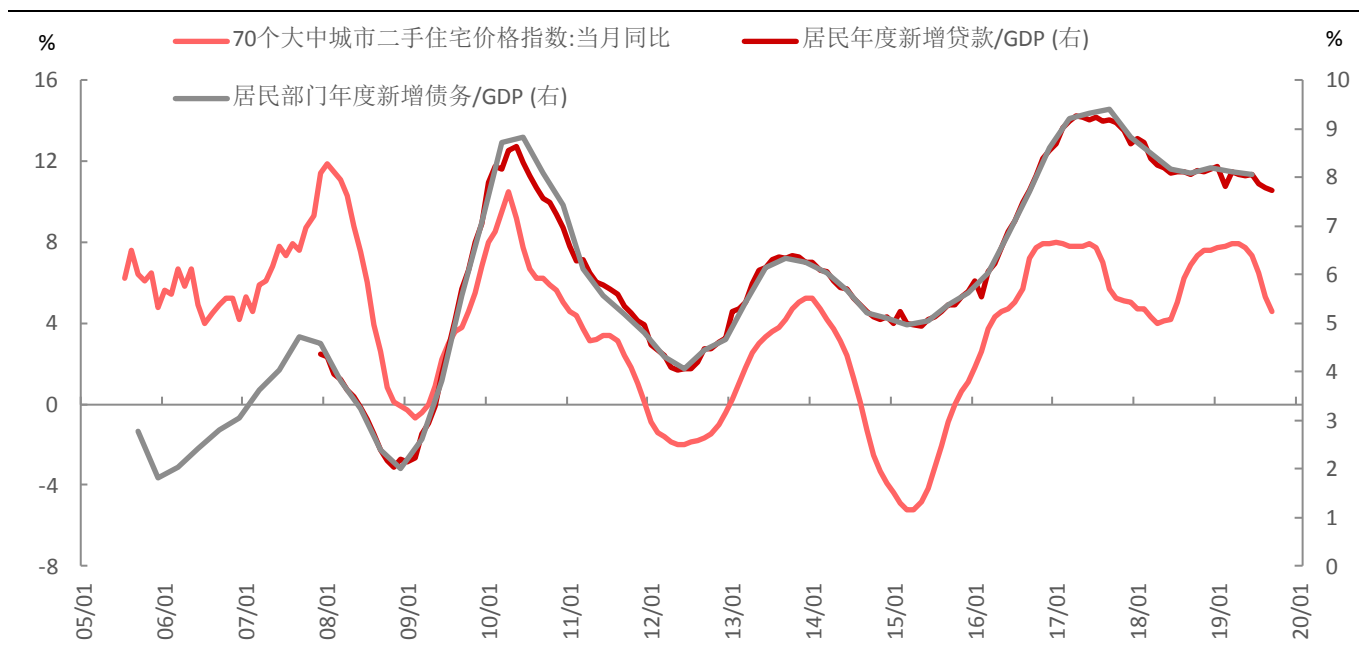
我们用上证指数、中债总净价指数、Wind 商品指数来计算不同阶段股票、债券和大宗商品的回报，用 3 个月国债利率代表现金的回报。比较不同阶段各类资产价格的表现，可以发现在东证时钟 I 阶段和 II 阶段股票和大宗商品表现较好，IV 阶段债券表现最好，III 阶段现金表现最好。

上文分析了股票、国债、汇率和大宗商品价格与私人非金融部门新增债务规模的对比。私人非金融部门包括非金融企业和居民部门，对于国内房地产来说，直接相关的是居民部门。因此，我们在分析房地产的时候主要关注居民部门的新增债务规模。可以发现，房地产销售的价格增速与房地产销售的面积增速均与居民部门新增债务规模高度一致。这表明：居民的债务主要是与房地产相关的债务，房地产作为抵押品，是居民加杠杆的主要原因。因此，居民的新增债务周期就是房地产销售的周期。国内房地产调控的政策，最核心的就是对居民新增债务规模的控制。

对比中国与其他发达国家的居民新增债务规模，可以发现两点显著的差异。第一是金融危机之后发达国家居民新增债务规模都处于零附近或为负即去杠杆，中国居民的新增债务规模大幅上升即加杠杆。第二是中国居民的新增债务规模波动幅度较大，而发达国家的局面新增债务规模在金融危机之前以及之后变化较为平稳。

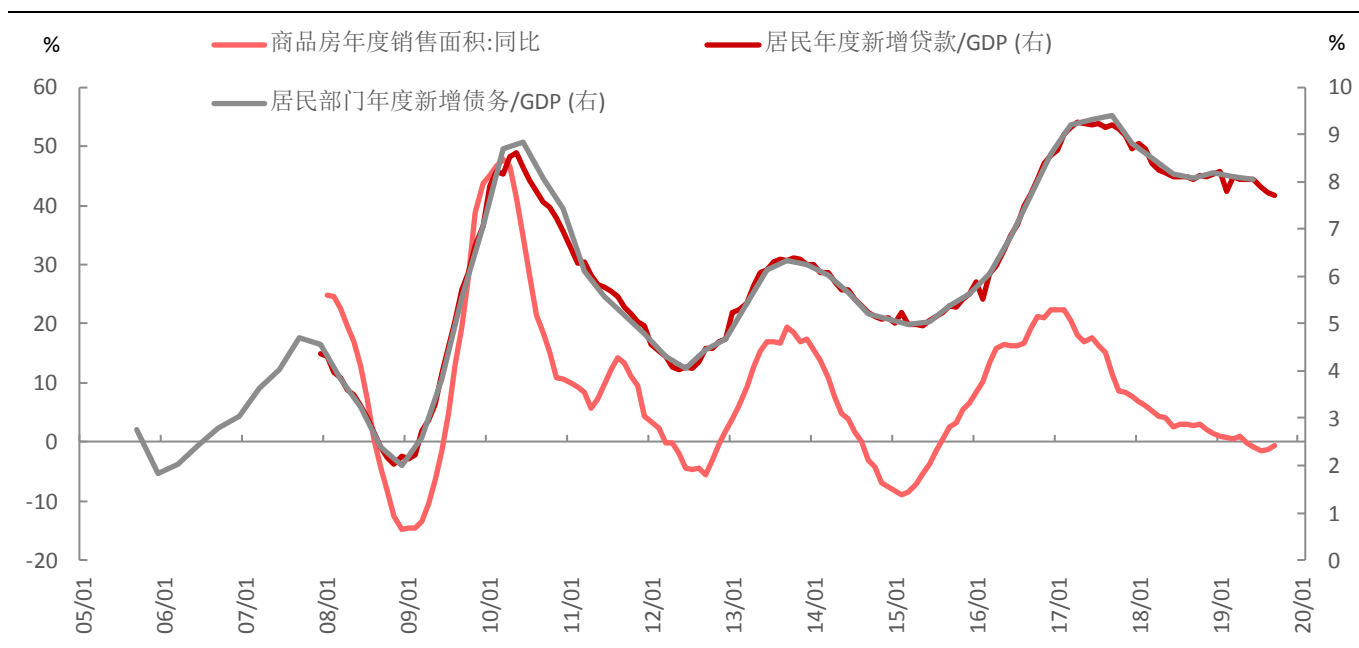
2008 年的金融危机与欧美的房地产市场泡沫有关，泡沫破灭之后这些国家的居民转向去杠杆，居民部门的资产负债表收缩。中国居民新增债务规模大幅增加，即中国居民的资产负债表扩张速度加快，成为对冲发达国家居民资产负债表收缩的重要力量。因此在金融危机之后，中国对全球经济增长的贡献进一步上升。另一方面，中国的房地产调控政策变化较大，对中国居民的新增债务规模有很大的影响。而发达国家对于房地产的政策显然没有中国变动幅度大，所以中国居民部门的新增债务规模波动幅度比其他国家大很多。

图表 29: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售价格增速



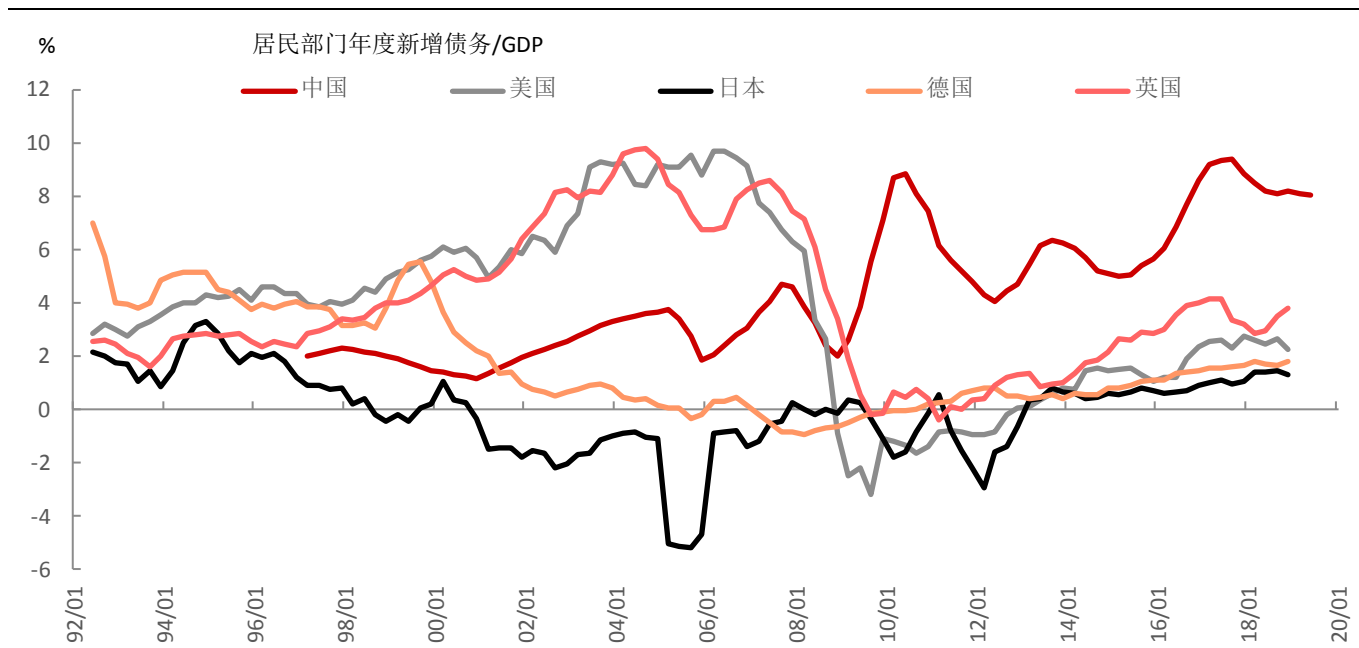
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 30: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售面积增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 31：中国与发达国家居民部门新增债务规模对比



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 32：美国居民部门新增债务规模与美国私人住宅投资有相同的周期



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

中国的局面新增债务规模与房地产密切相关，美国居民的新增债务规模也是如此。美国居民年度新增债务占 GDP 的比例，与私人住宅投资占 GDP 的比例的周期高度一致。值得注意的是过去 60 多年，美国居民年度新增债务规模绝大多数时间都在 80% 以下，在金融危机之前房地产泡沫最严重的时候接近 10% 的水平。不只是美国，对于很多国家来说，居民年度新增债务占 GDP 的比例很少超过 10%。而美国与英国居民的年度新增债务规模在金融危机之前的房地产泡沫中都维持在 10% 附近。因此，我们认为 10% 对于居民部门新增债务规模是一个很重要的阈值。而中国的居民在 2010 年和 2017 年两次接近 10% 的水平。从这个角度看，表明居民在那两个时段加杠杆的速度较快，蕴含着一定的风险。即便目前房地产调控政策较为严格，居民新增债务规模仍然处于非常高的水平。

4、重新理解社融：从广谱利率到新增债务规模

4.1、从新增债务规模看社融统计口径存在的问题

我们用处理新增债务规模的方法，同样可以得到新增社融规模，即

$$\begin{aligned}\text{新增社融规模} &= \text{年度新增社融} / (\text{过去 1 年})\text{GDP} \\ &= (\text{过去 1 年})\text{社融存量的变动} / (\text{过去 1 年})\text{GDP}\end{aligned}$$

这样做的好处是可以很方便的分析社融不同组成部分对整体变化贡献。对比市场普遍采用的社融余额增速与新增社融规模，可以发现二者有相同的周期，但是后者变动幅度更大。2019 年社融出现回升，但是在剔除了股票和地方专项债之后，新增社融规模同样回升。我们好奇的是新增社融规模与新增债务规模的差异。显然不论是实体经济的新增债务规模，还是私人非金融部门新增债务规模，大的周期与新增社融规模一致，但是细节上有明显的差异，特别是 2010 年左右的时间。这主要源于二者在统计口径方面的不同。

本报告中新增债务规模来源于社科院统计的杠杆率数据。《中国国家资产负债表 2013——理论、方法与风险评估》一书中详细解释了居民、非金融企业和政府部门债务的统计口径。其中居民的债务统计口径即为居民部门在银行的贷款，与社融里面居民贷款的统计口径一致。非金融企业的债务统计包括从银行的贷款、从金融市场利用债务类金融工具募集的资金，以及通过银行部门信贷以外的信用中介活动获得的融资，包括信托贷款、委托贷款、银行承兑汇票等形式。但是社科院的统计口径认为地方政府融资平台有政府背景，因此这部分的债务属于政府部门的债务而不是非金融企业的债务。社科院统计政府部门的债务包括中央政府的债务和地方政府的债务。

因此，央行公布的社融数据与社科院统计的私人非金融部门债务融资的差异，主要有前者包括股票融资和地方专项债，以及是否包含地方政府融资平台的债务。显然，社融的统计口径，既包含私人非金融部门的债务，也包含部分有地方政府背景的融资平台债务。这样的统计方法带来的结果就是新增社融规模处于实体经济新增债务规模与私人非金融部门新增债务规模之间。

在 2010 年，实体经济新增债务规模与私人非金融部门新增债务规模均出现了先下降后上升的情况，但是新增社融规模在下降之后却没有出现回升。对比同期资产价格表现，

包括国债利率、股指以及铜价，可以看出同期多类资产价格走势与新增债务规模接近，而与新增社融规模有较大的差异。我们认为出现这种差异，主要是因为社融统计口径的问题：既包含私人非金融部门的债务融资，也包含部分地方政府背景的债务融资。

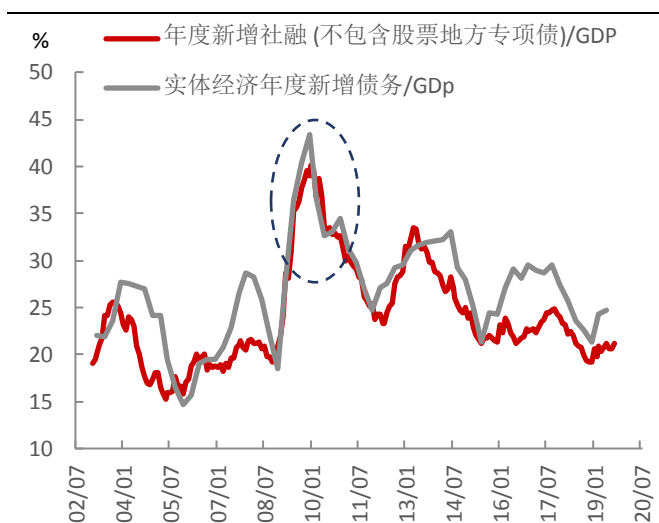
我们建议，社融统计可以适当调整，分为狭义社融与广义社融。狭义社融对应社科院私人非金融部门债务统计口径。广义社融即为社科院实体经济部门债务统计加股票融资。

图表 33：社融存量增速 vs 年度新增社融占 GDP 比值



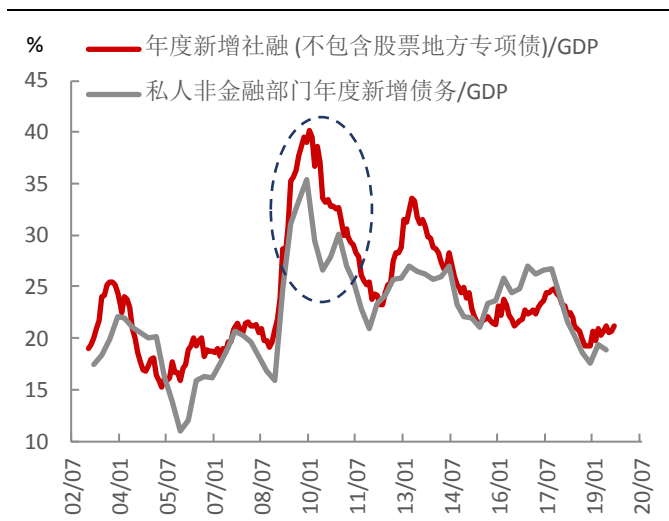
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 34：新增社融规模与实体经济年度新增贷款规模对比



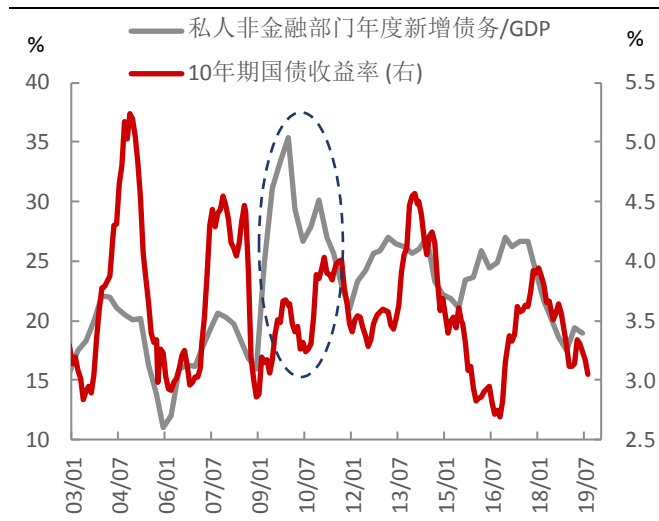
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 35：新增社融规模与私人非金融部门新增债务规模对比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 36：新增债务规模与资产价格走势更接近

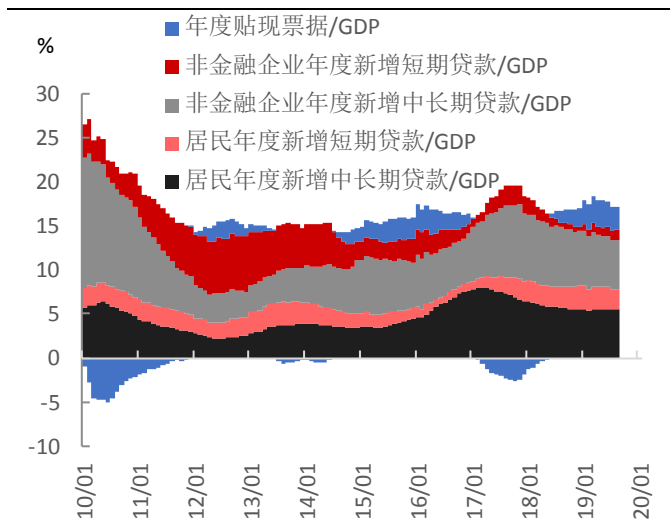


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.2、从利率变动到新增社融规模变动

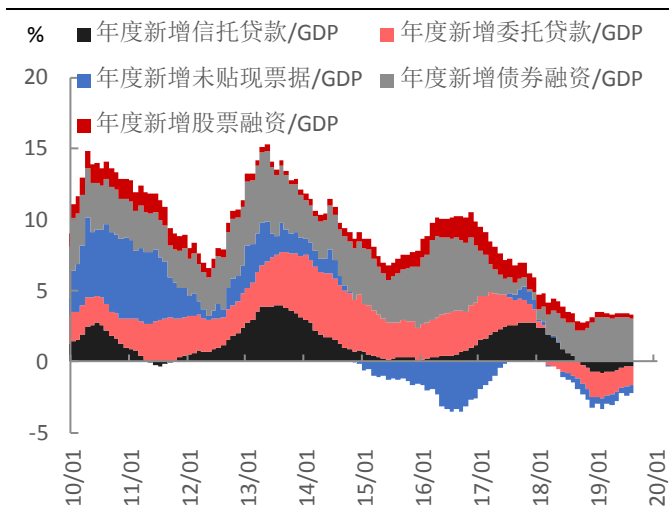
与社融余额增速相比，采用新增社融规模的方法更有助于分析社融变化的结构。显然，2012年之后社融的变动主要来自于表外融资的变化，银行表内融资基本稳定。

图表 37：新增社融规模结构：居民和非金融企业银行表内融资



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：新增社融规模结构：非金融企业银行表外融资以及债券股票融资



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

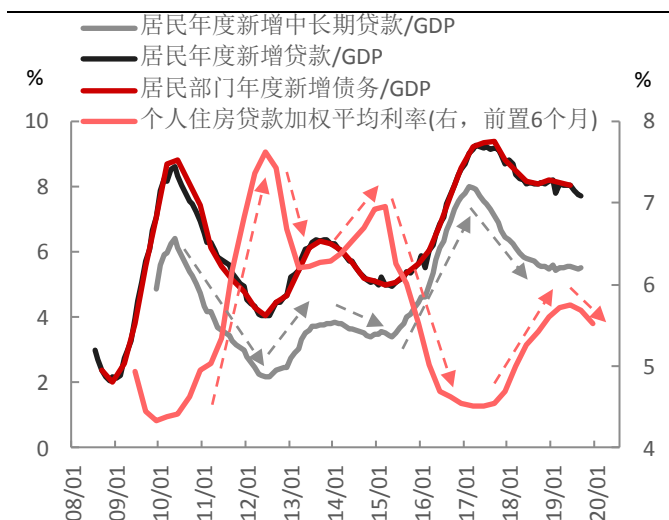
图表 39：新增社融规模及其分项热力图

	社会融资 规模存量： 同比	年度新增 社融/GDP	年度新增 社融(不含专项 债)/GDP	居民年度 新增短期 贷款/GDP	居民年度 新增中长期 贷款/GDP	企业年度 新增短期 贷款/GDP	企业年度 新增中长期 贷款/GDP	企业年度 新增债券 融资/GDP	企业年度 新增贴现 票据融资/GDP	企业年度 新增未贴 现票据融资/GDP	企业年度 新增信托 贷款/GDP	企业年度 新增委托 贷款/GDP	企业年度 新增股票 融资/GDP	年度新增 地方专项 债/GDP
2019-09	10.80	23.86	21.49	2.21	5.53	1.33	5.79	3.50	2.53	-0.50	-0.35	-1.15	0.30	2.37
2019-08	10.83	23.86	20.93	2.27	5.50	1.18	5.63	3.35	2.54	-0.52	-0.38	-1.30	0.30	2.93
2019-07	10.86	23.94	20.89	2.34	5.52	1.04	5.58	3.38	2.74	-0.62	-0.38	-1.39	0.29	3.05
2019-06	11.00	24.24	21.44	2.47	5.57	1.17	5.74	3.32	2.87	-0.43	-0.44	-1.39	0.25	2.80
2019-05	10.67	23.52	20.98	2.46	5.58	0.98	5.80	3.32	3.11	-0.68	-0.62	-1.49	0.26	2.54
2019-04	10.46	23.13	20.60	2.50	5.53	0.80	6.00	3.19	3.16	-0.79	-0.72	-1.60	0.28	2.53
2019-03	10.73	23.69	21.23	2.59	5.50	1.04	6.25	3.21	2.98	-0.60	-0.75	-1.64	0.31	2.45
2019-02	10.13	22.41	20.15	2.36	5.44	0.79	6.07	3.23	2.88	-0.79	-0.85	-1.74	0.34	2.26
2019-01	10.49	23.08	20.99	2.64	5.58	0.79	6.26	3.23	2.62	-0.44	-0.77	-1.77	0.37	2.09
2018-12	9.85	21.57	19.59	2.68	5.50	0.55	6.22	2.92	2.10	-0.70	-0.77	-1.78	0.40	1.98
2018-11	9.96	21.74	19.69	2.55	5.55	0.54	6.28	2.59	1.89	-0.75	-0.46	-1.48	0.48	2.05
2018-10	10.28	22.28	19.92	2.55	5.57	0.58	6.44	2.28	1.69	-0.74	-0.25	-1.32	0.61	2.36
2018-09	10.64	23.01	20.57	2.45	5.61	0.70	6.60	2.31	1.54	-0.69	0.01	-1.21	0.66	2.43
2018-08	10.88	23.31	21.42	2.40	5.71	0.52	6.79	2.51	1.35	-0.54	0.38	-0.97	0.69	1.89
2018-07	10.94	23.31	21.65	2.36	5.75	0.80	6.86	2.30	0.92	-0.43	0.60	-0.85	0.76	1.66
2018-06	11.21	23.81	21.97	2.30	5.79	1.00	6.85	2.37	0.46	-0.35	0.88	-0.72	0.81	1.84
2018-05	11.71	24.75	22.78	2.35	5.86	1.03	7.12	2.23	-0.07	0.05	1.37	-0.54	0.84	1.97
2018-04	12.01	25.39	23.30	2.31	5.96	1.40	7.22	2.01	-0.42	0.11	1.70	-0.39	0.85	2.09
2018-03	12.05	25.34	23.09	2.28	6.11	1.51	7.34	1.62	-0.66	-0.03	1.90	-0.23	0.88	2.26
2018-02	12.80	26.50	24.09	2.46	6.25	1.65	7.50	1.23	-1.12	0.30	2.33	0.24	0.94	2.41

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

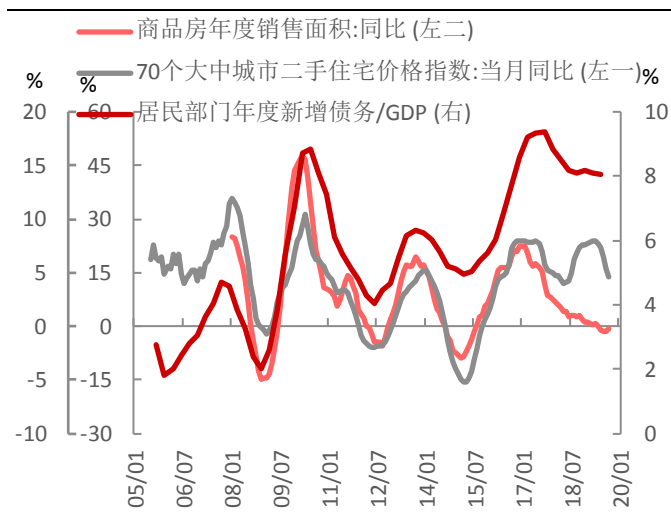
我们在金融周期—经济周期的原理中提出广谱利率变动影响对利率敏感的经济活动，进而导致新增债务规模的变化。接下来以社融中的居民贷款、企业票据融资和企业债券融资为例说明。

图表 40: 房贷利率领先新增居民贷款(新增居民债务规模)



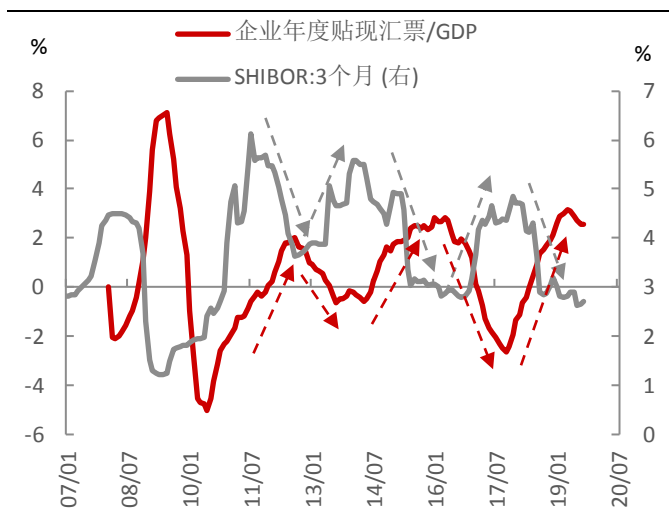
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 41: 新增居民债务规模与房地产销售的面积和价格增速有相同的周期



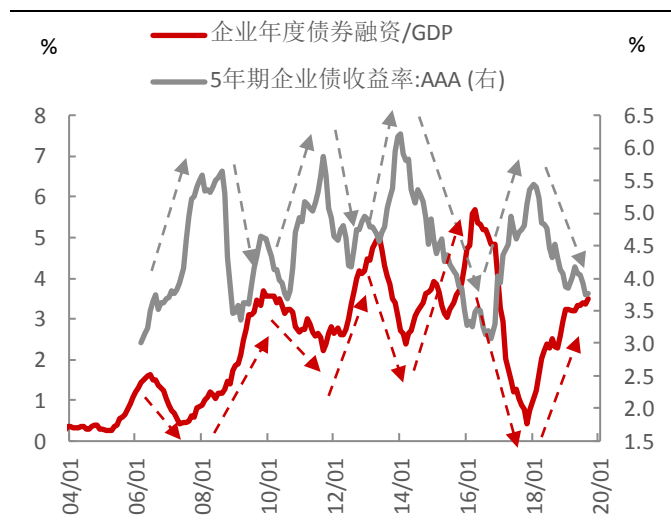
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 42: SHIBOR 利率变动与企业贴现汇票规模同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 43: 企业债券利率变动与企业债券融资规模变动同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

我国居民的中长期贷款主要是房贷，对比房贷加权利率，可以发现后者的变动领先前者半年的时间。而房贷占居民贷款的比例较高，因此居民整体的贷款规模，即居民年度新增贷款占 GDP 的比例，也是滞后房贷利率半年。新增房贷规模与房地产销售的量（房地产销售面积）和房地产销售的价（70 个大中城市房价）有着相同的周期。即表明居民新增债务规模是影响房地产销售最核心的因素。

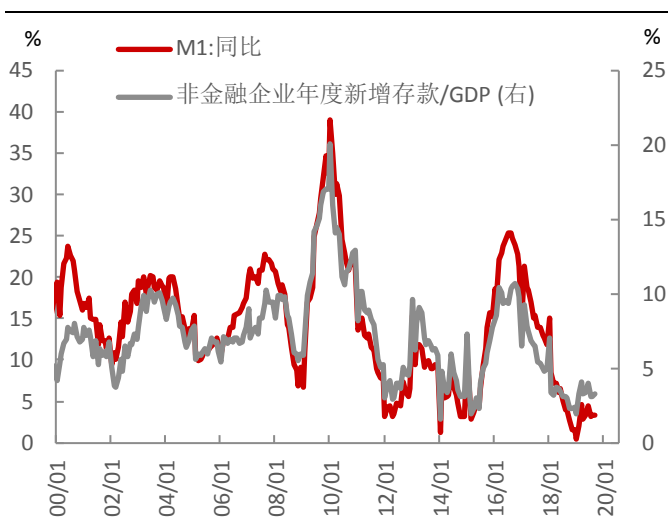
对比企业新增票据融资规模与票据的利率（票据融资利率主要跟随 SHIBOR 利率变动），以及企业新增债券融资规模与债券融资的利率，可以看出利率的变动与融资规模的变动是同步的。融资利率上行，相应的新增债务规模下行，反之也是如此。

4.3、重新理解 M1：从新增债务规模到新增存款规模

国内 M1 的统计口径为企业的活期存款以及流通中的现金（即 M0），后者占比较小，因此我们可以认为 M1 主要反映的是企业活期存款。而国内企业的存款主要就是活期存款，因此 M1 的增速与非金融企业新增存款规模（年度新增存款与 GDP 比值）有高度一致的周期。企业的存款是企业的资产，而私人非金融部门新增债务规模反映了是经济体负债扩张的速度。一般情况下，经济体负债扩张的速度与企业资产扩张的速度的周期接近。所以非金融企业新增存款规模与新增债务规模的周期大体相同。

前面的分析中对比了私人非金融部门新增债务规模与股市的表现。同样，非金融企业新增存款规模以及 M1 的增速与股市的表现也高度一致。

图表 44: M1 增速与非金融企业年度新增存款规模同步



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 45: 非金融企业新增存款规模与私人非金融部门新增债务规模有相同的周期



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、重新理解经济周期：经济周期的先行指标、同步指标与滞后指标

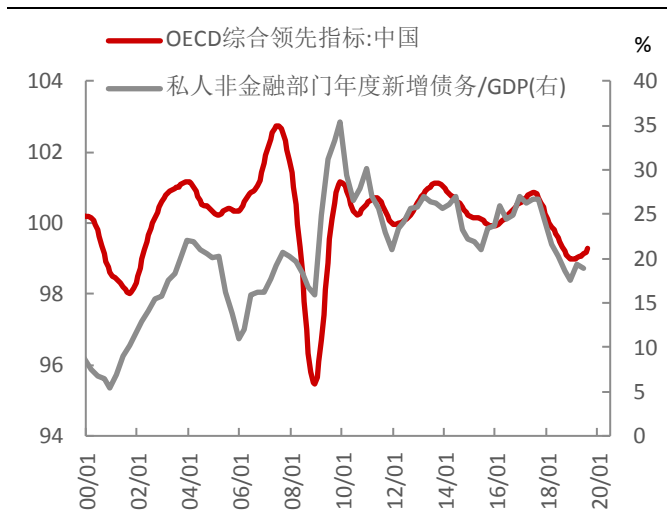
我们在金融周期—经济周期运行原理中提出广谱利率变动，会引起对利率敏感的经济活动的变化，这些对利率敏感的经济活动导致新增债务规模的变化。对利率敏感的经济活动就是经济周期的先行指标。显然，先行指标与金融周期指标应该是同步的，都领先名义GDP。而经济周期的同步指标是与名义GDP同步，经济周期的滞后指标滞后于名义GDP。

经过我们的总结，发现经济周期的先行指标有：新增社融规模(即年度新增社融与GDP比值)，M1同比，企业新增存款规模(即企业年度新增存款与GDP比值)，居民新增贷款规模(即居民年度新增贷款/GDP)，70个大中城市住宅价格指数同比，商品房销售面积同比，汽车销量同比，OECD中国领先指标，设备制造业工业增加值，制造业PMI产成品存货的12个月均值(PMI为环比数据，12个月平均转换为同比)；经济周期的同步指标有：制造业PMI的12个月均值，非制造业PMI的12个月均值，季调之后的工业增加值，PPI与CPI同比，进出口同比，规模以上工业企业利润同比；经济周期的滞后指标有规模以上工业企业产成品存货同比。

图表 46：按照领先、同步和滞后名义GDP区分经济周期的不同指标

经济周期先行指标															经济周期同步指标												
年份	年度新增社融/GDP	M1同比	企业新增存款/GDP	居民新增贷款/GDP	70个大中城市住宅价格指数同比	商品房销售面积同比	汽车销量同比	OECD领先指标	设备制造业工业增加值	制造业PMI产成品存货12个月均值	制造业PMI	非制造业PMI	季调工业增加值	PPI	CPI	出口同比	进口同比	工业企业利润同比	工业企业产成品存货同比								
2019-09	23.86	3.40	3.23	7.73	1.60	2.91	-5.15	89.93	96.15	82.58	49.73	54.08	6.03	-1.20	3.00	-3.20	-8.50	-5.30	1.00								
2019-08	23.86	3.40	3.26	7.77	5.30	1.66	-9.54	99.29	58.83	82.56	49.81	54.18	5.74	-0.80	2.80	-1.00	-5.60	-2.60	2.20								
2019-07	23.94	3.10	3.12	7.86	1.18	-4.27	99.16	80.88	82.59	50.68	50.42	54.06	54.21	5.91	0.00	2.80	3.30	-5.30	2.60								
2019-06	24.24	4.40	3.96	8.05	7.30	-2.25	-9.55	99.12	6.93	82.58	50.08	54.23	6.19	0.00	2.70	-1.30	-7.20	-3.10	3.50								
2019-05	23.32	3.33	3.53	8.05	7.70	-6.62	-16.00	99.06	6.15	82.73	50.26	51.30	5.90	0.60	2.00	1.00	-8.50	-1.10	4.10								
2019-04	23.13	2.90	3.24	8.05	7.90	1.26	-14.81	99.04	6.30	82.90	50.47	54.35	6.00	0.90	2.50	-2.80	-4.20	-3.70	4.90								
2019-03	23.69	1.60	4.04	8.10	7.90	1.75	-5.18	99.01	6.30	82.54	50.58	54.39	6.34	0.40	2.30	-13.80	-7.60	-13.90	0.30								
2019-02	22.41	2.00	3.24	7.80	7.40	-3.63	-13.77	98.98	7.70	82.82	50.66	54.38	6.34	0.10	1.80	-4.60	-2.70	-14.00	6.20								
2019-01	23.08	0.40	1.93	8.23	7.70	-3.63	-15.78	98.96	7.70	82.79	50.75	54.38	5.86	0.30	1.70	-4.60	-2.70	-14.00	6.20								
2018-12	21.57	1.50	2.40	8.17	7.60	0.92	-13.03	98.96	9.38	82.80	50.90	54.43	5.95	0.90	1.90	-4.61	-7.67	-1.90	7.40								
2018-11	21.74	1.50	2.31	8.10	7.60	-5.07	-13.86	99.01	7.90	83.00	51.08	54.53	5.99	2.70	2.20	3.92	-2.81	-1.80	8.60								
2018-10	22.28	2.70	2.33	8.13	7.30	-3.11	-11.70	99.06	6.90	83.21	51.23	54.65	6.07	3.20	2.50	14.29	20.38	3.60	9.58								
2018-09	23.01	4.00	3.03	8.07	6.90	-3.59	-11.35	99.20	6.53	83.29	51.35	54.68	6.14	3.60	2.50	13.87	14.40	4.10	9.40								
2018-08	23.31	3.90	3.09	8.10	6.20	2.43	-3.75	99.59	6.48	83.80	51.53	54.70	6.15	4.70	1.90	10.70	13.75	20.80	8.30								
2018-07	23.31	5.10	3.10	8.12	5.00	9.90	-4.02	99.46	6.95	83.72	51.52	54.86	6.21	4.60	2.10	11.90	26.90	16.20	9.90								
2018-06	23.81	6.60	3.42	8.10	4.20	4.50	4.79	99.59	6.48	83.80	51.53	54.70	6.15	4.70	1.90	10.70	13.75	20.80	8.30								
2018-05	24.75	6.00	3.99	8.20	4.10	7.99	9.61	99.70	7.53	83.80	51.55	54.69	6.53	4.10	1.80	11.90	26.13	21.10	7.30								
2018-04	25.39	7.20	3.73	8.26	4.00	-4.00	11.47	99.79	10.23	83.76	51.49	54.66	6.52	3.40	1.80	11.91	22.28	21.90	5.50								
2018-03	25.34	7.10	3.16	8.38	4.30	3.17	4.67	99.88	8.40	83.68	51.48	54.59	6.32	3.10	2.10	-2.98	14.79	3.10	8.70								
2018-02	26.50	8.50	3.33	8.71	4.70	4.11	11.32	99.99	9.13	83.68	51.53	54.63	6.73	3.70	2.90	23.70	22.23	16.10	8.60								
2018-01	26.81	15.00	7.06	8.80	4.70	4.11	11.59	100.12	9.13	83.60	51.61	54.62	6.73	4.30	1.50	23.76	22.23	16.10	8.60								
2017-12	27.68	11.90	4.98	8.69	5.00	6.14	0.10	100.27	9.85	83.77	51.61	54.56	6.74	4.90	1.80	10.73	14.81	10.80	8.30								
2017-11	27.76	12.70	4.80	8.97	5.10	5.31	0.65	100.43	10.03	83.88	51.59	54.52	6.71	5.80	1.70	11.51	17.90	14.90	9.00								
2017-10	27.90	13.00	4.99	9.13	5.20	-3.08	2.02	100.57	11.25	83.90	51.58	54.51	6.80	6.90	1.90	6.26	17.36	25.10	9.60								
2017-09	27.78	14.00	5.29	9.19	5.70	-1.80	5.66	100.71	12.88	83.83	51.55	54.48	6.79	6.90	1.60	7.91	19.27	27.70	7.80								
2017-08	27.81	14.00	5.45	9.15	7.60	4.26	5.27	100.81	12.25	83.65	51.36	54.34	6.69	6.30	1.80	4.88	13.84	24.00	7.80								
2017-07	27.11	15.30	6.46	9.25	7.70	2.02	6.15	100.86	11.78	83.56	51.28	54.35	6.78	5.50	1.40	6.34	11.30	16.50	8.60								
2017-06	26.03	15.00	6.60	9.19	7.90	21.37	4.54	100.88	12.75	83.50	51.15	54.30	6.90	5.50	1.50	10.28	16.97	19.10	8.60								
2017-05	25.83	17.00	6.88	9.24	7.80	10.24	-0.99	100.82	11.10	83.48	51.01	54.20	6.82	5.50	1.50	7.81	13.98	16.70	9.38								
2017-04	25.00	18.50	7.51	9.27	7.80	7.75	-2.24	100.77	10.85	83.47	50.92	54.08	6.58	6.40	1.20	6.64	11.37	14.00	8.60								
2017-03	24.75	18.10	7.15	9.24	7.70	7.75	-2.24	100.77	10.85	83.47	50.92	54.08	6.58	6.40	1.20	6.64	11.37	14.00	8.60								
2017-02	24.36	21.40	9.25	9.01	7.90	25.10	22.37	100.66	10.25	83.90	50.49	53.93	6.37	7.80	0.80	2.75	26.82	31.58	6.10								
2017-01	24.16	14.50	6.45	8.88	8.00	28.10	22.37	100.61	10.25	83.90	50.48	53.91	6.18	6.90	2.58	2.75	26.82	31.58	6.10								
2016-12	23.90	12.80	6.86	8.55	7.70	11.83	17.47	100.57	90.32	83.72	50.37	53.72	6.08	5.80	2.08	-6.29	3.65	19.40	3.20								
2016-11	23.70	12.70	10.33	8.38	7.90	7.90	16.35	100.51	10.18	83.79	50.18	53.68	5.99	5.90	2.20	-1.51	14.51	14.51	3.20								
2016-10	23.60	23.90	10.60	8.41	7.70	26.39	18.65	100.44	8.90	83.73	50.08	53.61	5.93	1.13	1.20	2.10	-7.99	-1.70	9.80								
2016-09	23.35	24.70	10.30	8.63	7.74	7.20	14.00	100.38	8.08	83.70	49.88	53.55	5.92	0.10	1.92	-10.48	-1.99	7.70	8.60								
2016-08	23.15	24.50	10.30	8.63	7.74	7.20	14.00	100.38	8.08	83.70	49.88	53.55	5.92	0.10	1.92	-10.48	-1.99	7.70	8.60								
2016-07	22.85	25.40	9.37	7.09	5.00	18.72	20.03	100.26	6.33	83.62	49.78	53.53	6.03	-1.70	1.77	-4.67	-12.54	-11.00	1.80								
2016-06	23.18	24.80	9.36	6.87	4.70	14.59	14.58	100.19	7.23	83.57	49.73	53.51	5.70	-2.60	1.88	-6.83	-9.96	5.00	1.90								
2016-05	23.15	24.50	9.36	6.87	4.70	14.59	14.58	100.19	7.23	83.57	49.73	53.51	5.70	-2.60	1.88	-6.83	-9.96	5.00	1.90								
2016-04	24.32	22.90	10.08	6.21	4.20	14.07	6.32	100.06	5.90	83.41	49.81	53.53	5.90	4.30	2.33	-5.24	-11.12	4.20	12.00								
2016-03	25.06	22.10	10.00	6.06	3.70	37.66	8.76	100.00	7.03	83.20	49.81	53.53	5.89	-4.30	2.30	2.53	-8.41	11.10	0.00								
2016-02	23.33	17.40	8.55	5.53	2.60	28.19	-0.86	99.95	5.25	83.00	49.80	53.51	5.73	-4.90	2.30	7.67	-17.24	14.80	0.00								
2016-01	23.01	18.40	8.48	5.48	2.60	28.19	-0.86	99.95	5.25	83.00	49.80	53.51	5.73	-4.90	2.30	7.67	-17.24	14.80	0.00								

图表 47: OECD 中国综合领先指标与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 48: 汽车销售增速与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标



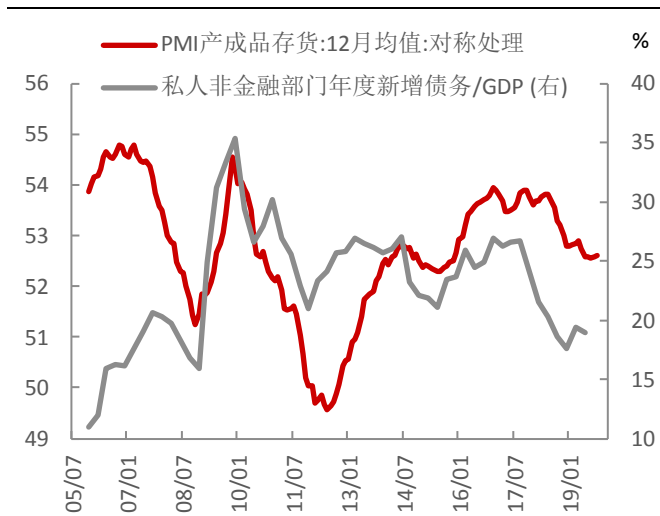
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 49: 设备制造业工业增加值与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 50: 制造业 PMI 产成品存货与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标

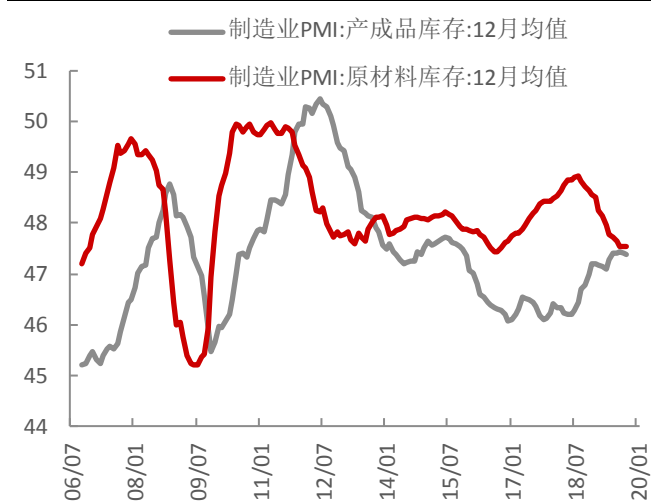


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5.2、重新理解库存周期：经济周期领先指标 vs 经济周期滞后指标

库存的变动一般反映了供需之间的差异，因此库存周期对于理解经济周期至关重要。制造业 PMI 的分项中包括原材料库存与产成品库存。PMI 是(季调之后的)环比数据，其 12 个月移动平均对应同比变动。对比制造业 PMI 的原材料库存与产成品库存的 12 月均值，可以发现二者并不同步，产成品库存(对称处理之后)领先原材料库存半年左右。

图表 51：制造业 PMI 原材料库存与产成品库存分项对比(12 月均值转化为同比)



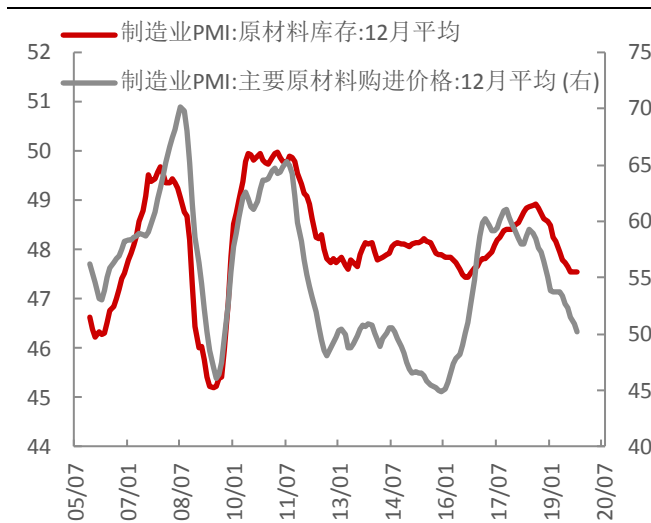
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 52：制造业 PMI 产成品库存领先原材料库存半年左右



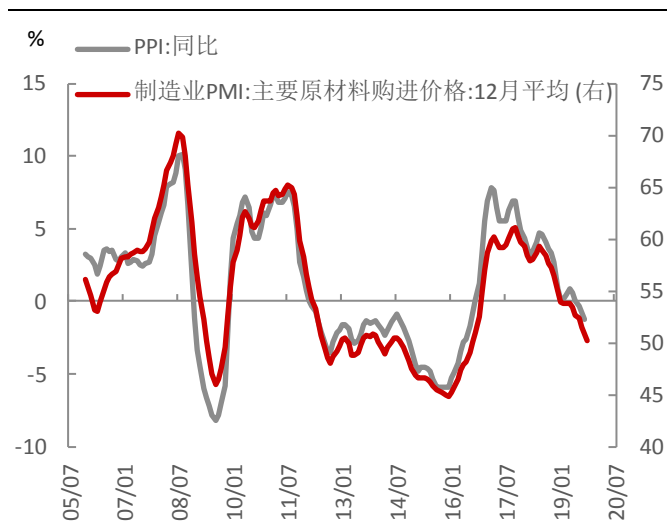
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 53：制造业 PMI 原材料库存与原材料购进价格的对比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

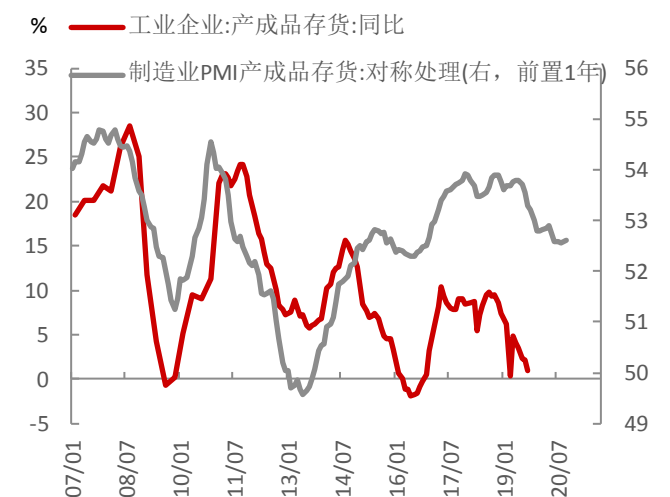
图表 54：制造业 PMI 原材料购进价格对应 PPI



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

制造业原材料库存变动与原材料购进价格变动周期基本一致，而后者对应 PPI，是经济周期的同步指标。我们认为，PMI 产成品库存反映了终端需求相对供给的变化，是经济周期的领先指标。当产成品库存上升的时候，表明需求相对供给偏弱，因此库存累积；当产成品库存下降的时候，表明需求相对供给偏强，因此库存去化。而原材料库存与制造业生产有关，其变动滞后于产成品库存，与名义经济增长同步是可以理解的。

图表 55: 制造业 PMI 产成品库存领先工业企业产成品存货增速 1 年左右



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 56: 新增债务规模领先工业企业产成品存货增速 1 年左右



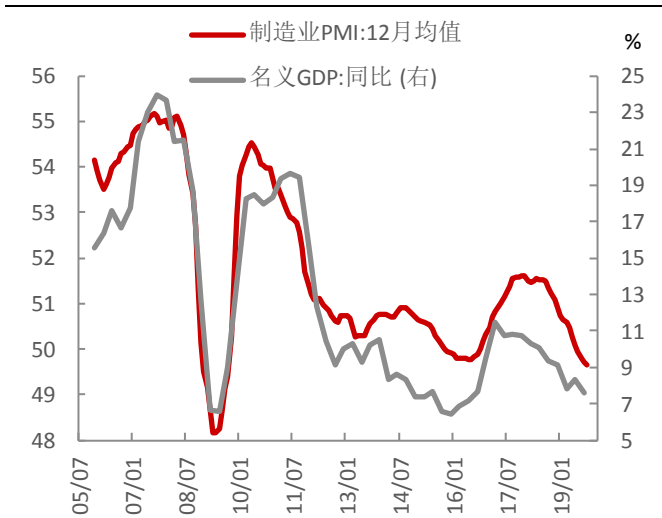
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

市场上关注库存周期经常用的指标是工业企业产成品存货同比。我们发现，这一指标是经济周期滞后指标，即工业企业产成品同比滞后于名义 GDP 增速。而 PMI 产成品库存是经济周期领先指标，领先名义 GDP 增速。因此对比工业企业产成品存货增速与 PMI 产成品库存(12 个月均值，对称处理)，可以发现前者滞后后者 1 年的时间。

5.3、经济周期的同步指标

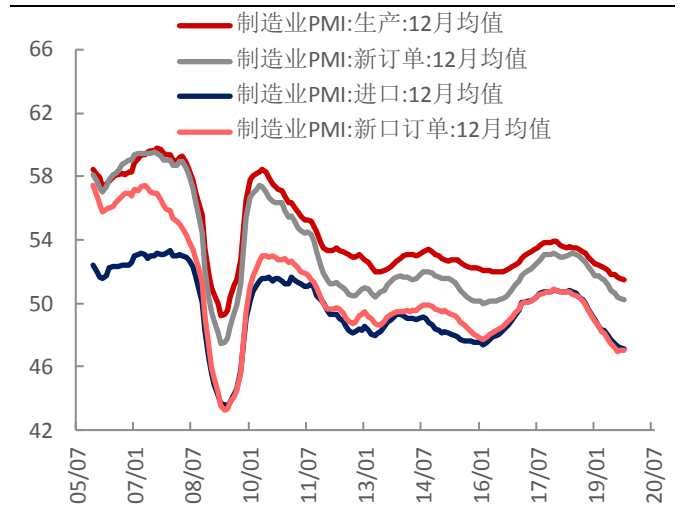
制造业 PMI 分项中，只有产成品库存是经济周期先行指标，大部分分项都是经济周期同步指标(即制造业 PMI 分项的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步)。而市场上对 PMI 的关注度较高，在于这个指标是季调之后的环比指标，环比的变化领先同比的变化。

图表 57: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 58: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 59: 制造业 PMI 及其分项 12 个月移动平均

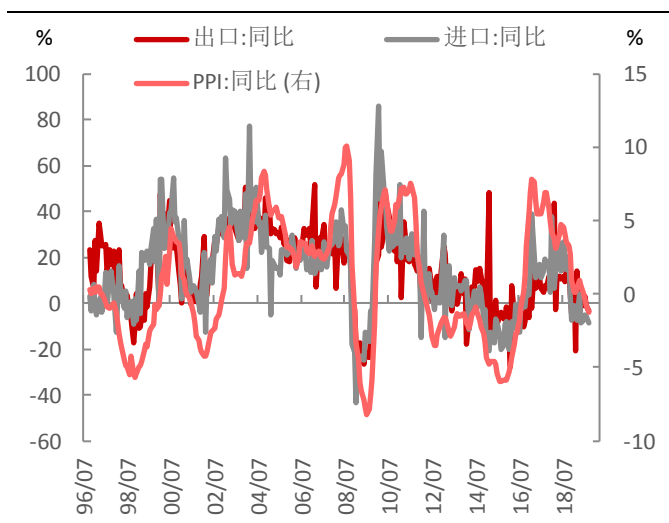
	制造业PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	进口	采购量	原材料库存	产成品库存	原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期	大型企业	中型企业	小型企业
2019-10	49.65	51.50	50.19	47.01	44.50	47.11	50.03	47.55	47.38	50.22	47.67	47.38	50.23	54.36	50.62	48.58	48.26
2019-09	49.73	51.60	50.29	47.00	44.45	47.17	50.13	47.53	47.42	50.85	48.00	47.45	50.18	54.54	50.76	48.48	48.42
2019-08	49.81	51.66	50.42	46.98	44.49	47.28	50.23	47.55	47.44	51.48	48.37	47.56	50.12	54.71	50.87	48.48	48.55
2019-07	49.96	51.78	50.63	47.17	44.65	47.48	50.43	47.65	47.41	52.33	49.00	47.77	50.06	55.02	51.01	48.67	48.67
2019-06	50.08	51.85	50.83	47.41	44.73	47.67	50.53	47.73	47.42	52.63	49.30	47.94	50.05	55.27	51.15	48.77	48.76
2019-05	50.26	52.04	51.13	47.70	44.82	47.93	50.78	47.78	47.27	53.35	49.96	48.12	50.05	55.64	51.40	48.83	48.88
2019-04	50.47	52.24	51.47	48.09	44.95	48.25	50.99	47.96	47.10	53.76	50.31	48.29	49.98	55.99	51.63	49.02	49.03
2019-03	50.58	52.33	51.59	48.22	45.13	48.29	51.12	48.15	47.16	53.75	50.16	48.44	50.01	56.15	51.73	49.15	49.08
2019-02	50.66	52.36	51.73	48.57	45.10	48.51	51.27	48.25	47.18	53.74	49.95	48.57	50.00	56.31	51.84	49.19	49.14
2019-01	50.75	52.46	51.77	48.88	45.21	48.93	51.48	48.50	47.21	53.87	50.01	48.62	49.88	56.48	51.90	49.37	49.10
2018-12	50.90	52.68	52.02	49.10	45.34	49.20	51.79	48.56	47.20	54.98	50.62	48.66	49.81	56.83	52.01	49.61	49.20
2018-11	51.08	52.94	52.33	49.54	45.53	49.64	52.11	48.63	47.00	56.43	51.54	48.70	49.72	57.33	52.25	49.78	49.21
2018-10	51.23	53.14	52.59	49.86	45.72	49.97	52.33	48.72	46.79	57.23	52.16	48.74	49.65	57.64	52.44	49.89	49.26
2018-09	51.35	53.26	52.77	50.13	45.83	50.19	52.52	48.83	46.71	57.68	52.43	48.82	49.58	57.69	52.57	50.07	49.19
2018-08	51.48	53.40	53.00	50.40	46.01	50.41	52.71	48.93	46.44	58.39	52.85	48.88	49.55	57.94	52.71	50.27	49.11
2018-07	51.52	53.47	53.08	50.48	45.96	50.60	52.80	48.89	46.28	58.94	53.11	48.85	49.53	58.15	52.77	50.32	49.03
2018-06	51.53	53.51	53.12	50.58	46.01	50.73	52.90	48.86	46.20	59.24	53.29	48.85	49.53	58.36	52.81	50.29	49.00
2018-05	51.55	53.58	53.11	50.76	46.15	50.83	52.88	48.84	46.20	58.63	52.94	48.85	49.51	58.43	52.79	50.34	49.03
2018-04	51.49	53.52	52.98	50.72	46.11	50.75	52.75	48.75	46.24	58.03	52.48	48.88	49.52	58.27	52.63	50.37	49.14
2018-03	51.48	53.58	52.93	50.71	46.01	50.75	52.69	48.65	46.33	57.93	52.35	48.89	49.54	58.12	52.63	50.33	49.12
2018-02	51.50	53.67	52.93	50.68	46.02	50.68	52.73	48.54	46.33	58.43	52.71	48.97	49.56	58.08	52.71	50.33	48.99
2018-01	51.61	53.92	53.10	50.83	46.11	50.80	52.78	48.48	46.40	59.33	53.30	49.10	49.73	58.23	52.80	50.45	49.13
2017-12	51.61	53.88	53.12	50.90	46.19	50.83	52.75	48.42	46.23	59.73	53.54	49.18	49.78	58.38	52.81	50.51	48.95
2017-11	51.59	53.83	53.10	50.75	46.18	50.75	52.63	48.42	46.12	60.34	53.91	49.21	49.84	58.33	52.83	50.44	48.83
2017-10	51.58	53.79	53.07	50.71	46.19	50.72	52.58	48.42	46.10	61.05	54.28	49.24	49.86	58.43	52.87	50.41	48.63
2017-09	51.55	53.78	53.06	50.63	46.21	50.68	52.51	48.38	46.17	60.98	54.31	49.23	49.98	58.53	52.82	50.42	48.57
2017-08	51.38	53.63	52.73	50.53	46.03	50.63	52.35	48.25	46.35	60.08	53.65	49.19	50.03	58.35	52.72	50.18	48.29
2017-07	51.28	53.50	52.58	50.48	45.93	50.47	52.33	48.19	46.44	59.40	53.20	49.13	50.14	58.09	52.63	50.00	48.15
2017-06	51.15	53.38	52.38	50.32	45.87	50.32	52.14	48.09	46.50	59.13	52.98	49.05	50.18	57.82	52.49	49.94	47.98
2017-05	51.01	53.23	52.17	50.12	45.68	50.14	51.98	47.96	46.52	59.20	52.80	48.96	50.24	57.53	52.35	49.83	47.76

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

我们前面指出名义 GDP 与 GDP 平减指数同步，相应的也与 PPI(以及 CPI)同步。GDP 及 GDP 平减指数是季度指标，PPI 是月度指标。因此月度指标中与 PPI 同步的即为经济周期同步指标。进出口增速都是名义值，既包含了量的变动，也包含了价格的变动。其中价格的变动与 PPI 增速一致，因此进出口增速也是经济周期同步指标。

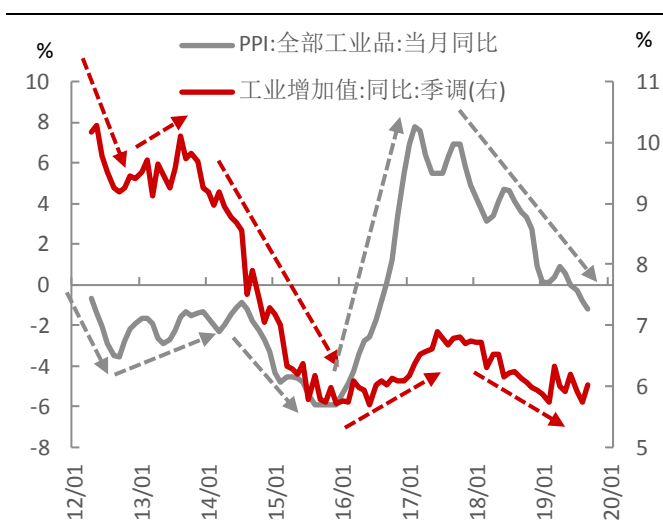
2016 年至 2017 年，工业生产的价格增速大幅上升(即 PPI 增速大涨)，但是工业生产量的增速却相对平稳(即工业增加值增速平稳)。我们发现，经季调之后的工业增加值增速其实也是回升，只是幅度较小。而在 2018 年之后 PPI 增速回落的过程中，季调之后工业增加值增速也出现了回落。显然，季调之后的工业增加值周期性特征更加明显，与 PPI 有着相同的周期，也是经济周期的同步指标。

图表 60: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 61: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

6、从新增债务规模看全球经济

从中国的金融周期—经济周期运行的特征可以发现，新增债务规模这一概念对于理解国内宏观经济的周期性波动，以及资产价格的周期性波动至关重要。我们接下来从新增债务规模的视角来看全球经济，对于国外的经济周期和资产价格可以有很多新的理解。

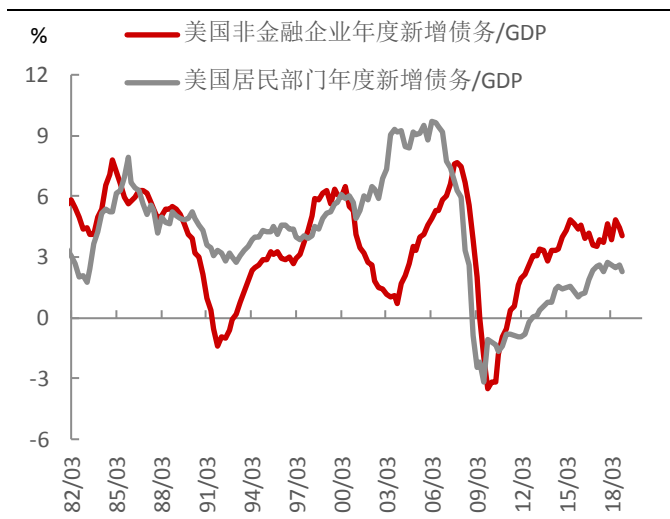
6.1、从新增债务规模看美国经济

前面分析过美国居民部门新增债务规模，其波动周期与美国房地产的周期高度一致。2008 年金融危机美国房地产市场泡沫破裂，随着资产价格的下跌，居民部门资产负债表收缩，新增债务规模转为负值。同时企业部门新增债务规模也转为负值，居民和非金融企业新增债务规模同时收缩，美国陷入了资产负债表衰退，这是过去半个世纪美国从来

没有出现过的情况。即便金融危机之后美国经济开启了长达 10 年的复苏，但是从居民部门新增债务规模的水平来看，与金融危机之前相比也较低。

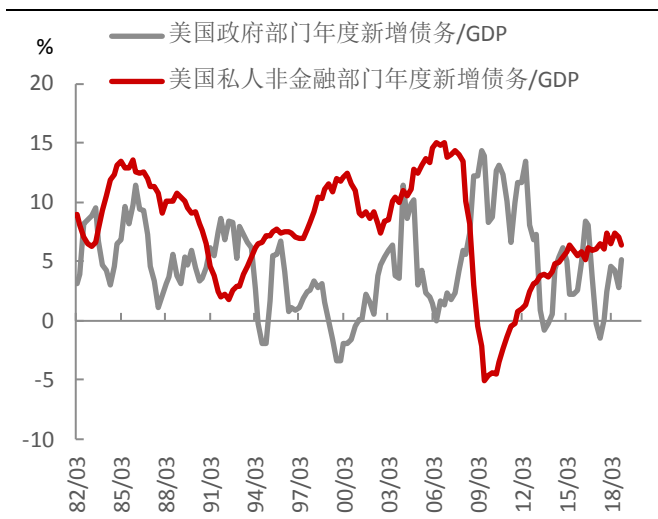
美国政府部门新增债务规模与私人非金融部门新增债务规模变动方向大体相反。私人非金融部门去杠杆的时候，政府部门加杠杆对冲经济下行的压力。

图表 62：金融危机之后美国居民和企业同时经历了新增债务规模收缩的情况



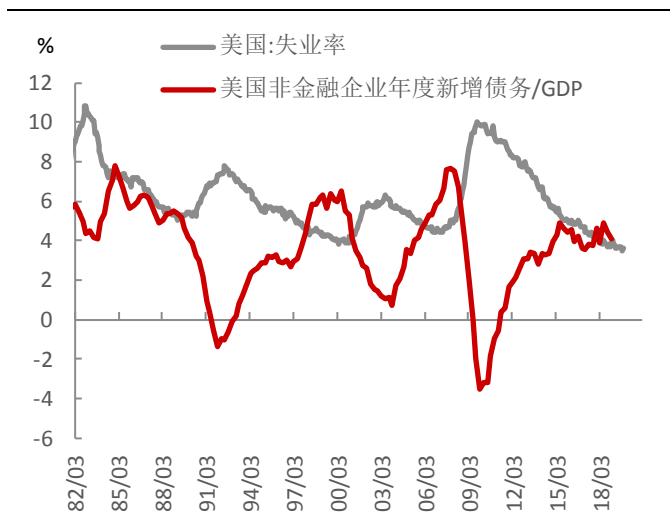
资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 63：美国政府部门新增债务规模变动与私人非金融部门新增债务规模变动方向相反



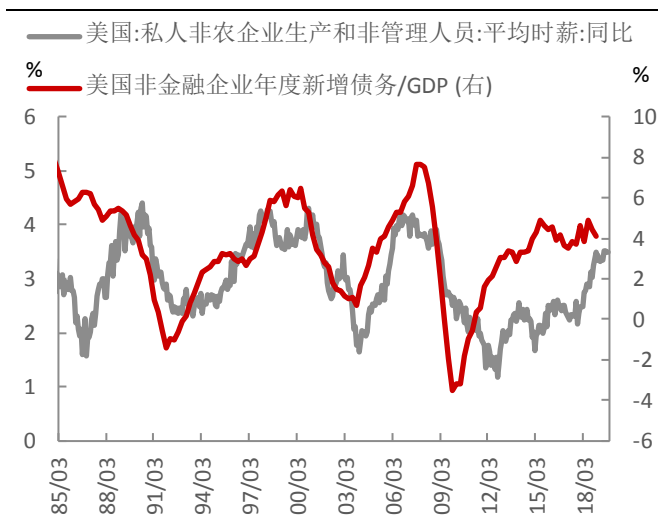
资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 64：非金融新增债务规模反映资产负债表扩张速度，对就业有较大的影响



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

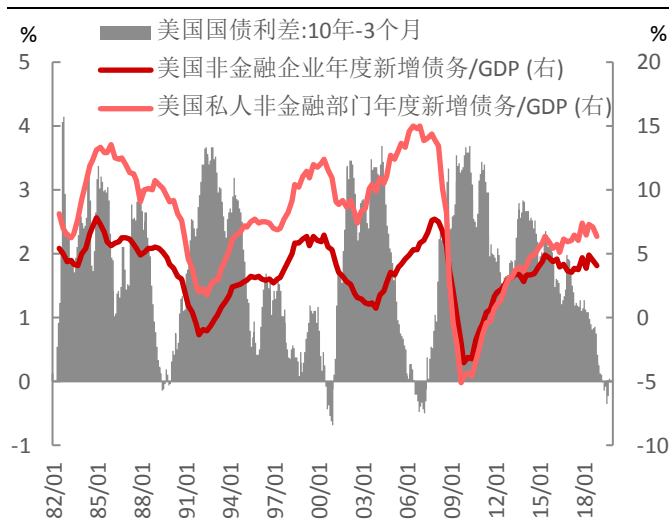
图表 65：美国非金融企业新增债务规模对美国企业员工工时薪的增速有较大的影响



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

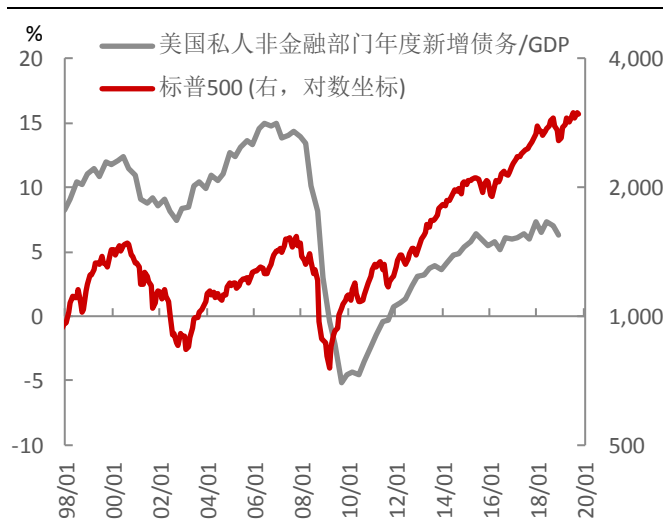
如果我们用美国的失业率衡量美国的经济周期，用美国非金融企业新增债务规模衡量美国的金融周期，可以看出二者有较高的相关性：新增债务规模反映了企业资产负债表扩张的速度，扩张速度越快，招聘需要越高，失业率越低，反之亦然。同样，新增债务规模越高，企业员工的薪资增速也越高。

图表 66：美国国债收益率曲线倒挂，新增债务规模接近顶部



资料来源：BIS，Wind，东证衍生品研究院

图表 67：美国私人非金融部门新增债务规模与标普指数有较高的相关性



资料来源：BIS，Wind，东证衍生品研究院

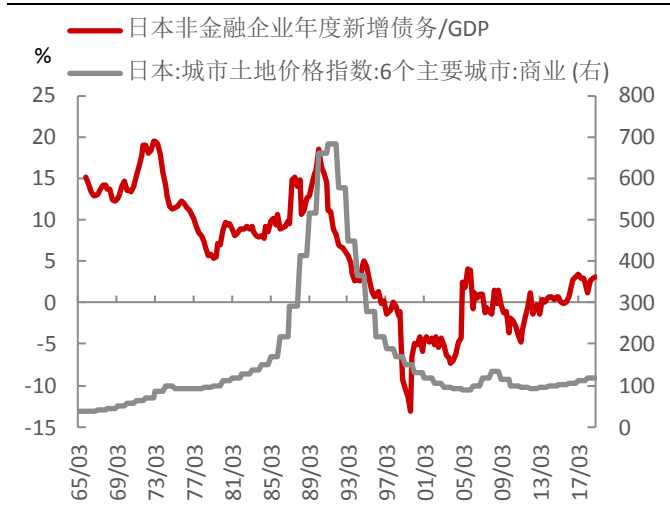
对于中国而言，广谱利率影响新增债务规模的变化，那什么因素影响美国新增债务规模的变化呢？我们研究发现，美国国债收益率曲线与新增债务规模之间有很强的相关关系：当收益率曲线变平的时候，新增债务规模上升，当收益率曲线变陡的时候，新增债务规模下降。详细分析可以参考之前的文章《为什么美债利率曲线倒挂可以预测经济衰退？》。

中国私人非金融部门新增债务规模与中国股市的变动高度相关，对美国也是如此。对比美国私人非金融部门新增债务规模与美股的表现，可以发现二者的走势有很高的相关性。美国私人非金融部门新增债务规模对美国的经济周期有很大的影响，而股市的涨跌反映了这一点。2008 年金融危机之后，二者出现一定的分化：股市在 2009 年就回升，而新增债务规模在当时继续回落。我们认为，2009 年美国景气度的回升，不只是与美国自身有关，也与全球经济景气度有关。正如中国工业品的价格周期与美国的消费品价格周期有很高的同步性一样，中国的经济周期对美国的经济周期及资产价格也有一定程度的影响。

6.2、从新增债务规模看日本的资产负债表衰退

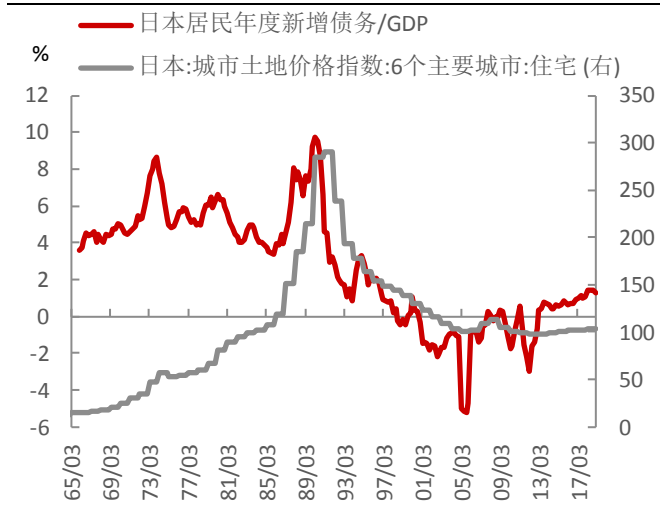
日本的企业非金融企业部门和居民部门新增债务规模在上世纪 80 年代后期迅速上升，这与当时房地产市场泡沫有很大的关系。值得注意的是，在日本的土地价格回落之前，居民和非金融企业新增债务规模已经回落。这表明没有更多的资金流向房地产市场，是当时房地产泡沫破灭的重要原因。

图表 68：日本非金融企业新增债务规模与城市商业土地价格指数



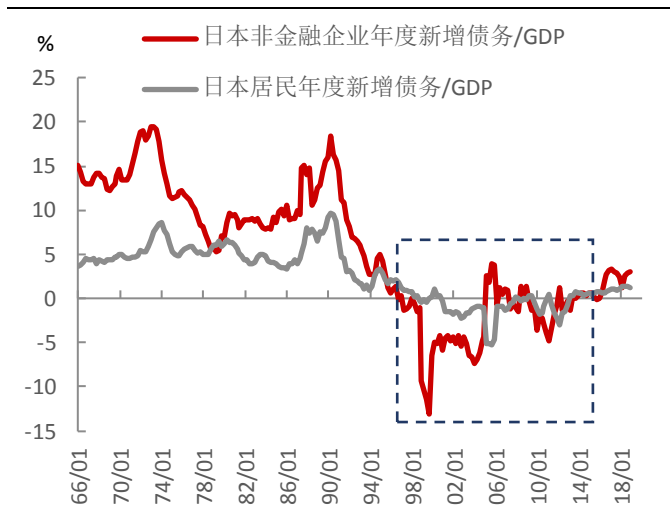
资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 69：日本居民新增债务规模与城市住宅土地价格指数



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 70：从新增债务规模看日本的资产负债表衰退



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 71：日本新增债务规模：私人非金融部门收缩，政府部门扩张



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

从上世纪 90 年代初日本房地产市场泡沫破灭之后，日本居民和非金融企业部门的新增债务规模就持续下行。从 90 年代末开始，日本私人非金融部门的新增债务持续转负，意味着资产负债表收缩，这即是野村证券经济学家辜朝明提出了“资产负债表衰退”。这种现象一直持续到 2016 年，才有一定的改善。在私人非金融部门新增债务收缩的阶段，政府部门新增债务规模相应扩张，但是过去的经验表明，政府加杠杆对冲居民和企业去杠杆的效果是有限的。

6.3、从新增债务规模看欧洲的日本化

2008 年全球金融危机之后，随后不久欧元区又发生了欧债危机。经历债务危机的“欧猪 4 国”也发生了与日本类似的现象，居民和非金融企业部门新增债务规模均转为负值，与金融危机之前的高点相比差距很大。此后欧元区边缘国家的“资产负债表收缩”是过去 10 年经济增长疲软的重要原因。

图表 72：从新增债务规模看欧洲的日本化



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 73：从新增债务规模看欧洲的日本化



资料来源：BIS, Wind, 东证衍生品研究院

7、风险提示

经济周期运行规律改变。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，现在注册资本金为 15 亿元人民币，员工 400 余人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。目前公司拥有上海东祺投资管理有限公司和东证润和资本管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、柳州、重庆等地共设有 24 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 82 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

刘鸿

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com