

大类资产配置

主题策略：捕捉资产轮动的高阶信号

信贷的“二阶变化”为预判大类资产走势提供关键线索

中国处于疫情之后经济复苏周期的后半程，今年下半年的经济增速可能比去年同期相对放缓，货币政策可能比去年下半年紧，信贷增量可能比去年下半年低——这些宏观变量的“一阶变化”，已基本被市场预期，对预测大类资产未来走势的作用有限。在当前市场环境下，宏观变量的“二阶变化”，也就是“变化的变化”，可能对市场的影响更大。我们发现广义信贷的“二阶变化”——“**信贷脉冲**”对大类资产走势与短周期增长有较好的预测效果（图表 1-4）。

“信贷脉冲”定义为新增广义信贷占 GDP 比值的变化。从理论上说，“**信贷脉冲**”影响未来短周期的经济增长。而资产定价反映经济基本面，所以“信贷脉冲”也会影响大类资产的未来走势。历史信贷周期的实证检验结果显示，“信贷脉冲”领先中国股票市场约 6 个月，信用债市场约 4 个月，商品市场约 8 个月，国际股票市场约 10 个月，滞后中国国债市场约 2 个月。

基于中金宏观组对社融与信贷数据的预测，我们构建的“**信贷脉冲**”指标有可能于今年 5 月份左右触底，其含义为虽然今年下半年广义信贷存量（社会总融资）增速仍在下降，但下降趋势逐渐缓和。根据信贷脉冲与大类资产走势的关系，结合目前经济金融形势，我们对未来大类资产走势的判断如下：

股票“中期调整”进入尾声，短线仍可能有反复。由于信贷投放向股票市场传导存在时滞，过去几个月信贷增速放缓可能继续向股票市场释放压力。与此同时，股票市场整体估值已经接近历史平均水平，情绪指标也接近目标区域，继续大跌的可能性也相对较小。我们判断股票市场的“中期调整”在进入尾声，但短期内缺乏新的动力造成大跌大涨。

利率债配置价值开始凸显。信贷脉冲信号显示国债利率应该在今年 4-5 月份到达下行拐点。最近国债利率确实已经有所下降，与信贷脉冲预测吻合。除此之外，国债利率在美债利率骤升期间表现出较强韧性，股债相对吸引力模型也显示国债估值相对较低，说明利率债的估值调整可能已经相对彻底。

商品短期保持向上动能，但震荡分化风险上升。根据信贷脉冲轨迹预测，工业金属存在一定下行风险。从短期看，受到国内环保限产政策与海外资源出口国疫情反复影响，工业金属的供给端收紧可能继续为商品尤其是工业金属提供动能。但缺少信贷脉冲支持，商品高位震荡的可能性增加。

海外风险资产受益于复苏加速，保持超配。由于信贷脉冲从中国向海外传导需要较长时间（约 10 个月），信贷脉冲去年的触顶对于国际风险资产上行空间的影响初步显现。但是综合看来，全球错位复苏仍是海外资产配置的主线。发达国家经济复苏预期强劲，风险资产对利空因素（信贷脉冲减弱、流动性转向、美债利率上升）的韧性较强，因此我们建议保持超配。

分析员

李求索

SAC 执证编号：S0080513070004

SFC CE Ref: BDO991

qiusuo.li@cicc.com.cn

分析员

王汉锋, CFA

SAC 执证编号：S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

相关研究报告

- [大类资产 | 大类资产配置月报（2021-4）：错位的复苏，对称的配置](#) (2021.04.14)
- [大类资产 | 2021 年大类资产配置展望：战术积极，战略均衡](#) (2020.11.09)

信贷的“二阶变化”为预判大类资产走势提供关键线索

中国处于疫情之后经济复苏周期的后半程，今年下半年的经济增速可能比去年同期相对放缓，货币政策比去年下半年紧，信贷增量比去年下半年低——这些宏观变量的“一阶变化”，已被市场充分预期，对预测大类资产未来走势的作用有限。在当前市场环境下，**宏观变量的“二阶变化”，也就是“变化的变化”，可能对市场的影响更大。**比如说，虽然今年的货币政策比去年紧、信贷增量比去年少，但是如果政策收紧的程度有所放缓、信贷增量减少的速度有所下降，则可能引起基本面与预期的偏离，最终改变资产价格走势。

在中国诸多宏观变量中，我们认为广义信贷（社会总融资）的“二阶变化”是预测经济前景和资产价格的一个关键变量。一方面因为中国经济很大程度上由信贷驱动，另一方面，信贷政策本身就是央行货币政策的重要组成部分。业界常用的信贷指标（如社融存量同比）虽然对资产价格走势有一定的预测作用，但相关性并不稳定，可能与指标构造方法有关（社融存量同比反映广义信贷的“一阶变化”）。与传统指标不同，我们构造了一个“信贷脉冲”指标，反映广义信贷的“二阶变化”。我们发现“信贷脉冲”对大类资产未来走势与经济增长有很好的预测拟合效果（图表 1-4）。

什么是“信贷脉冲”？

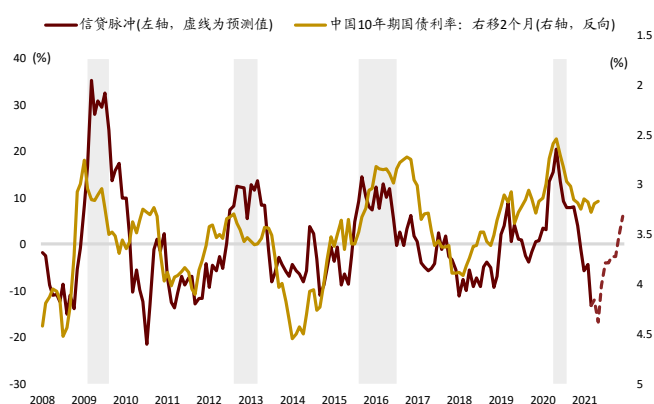
“信贷脉冲”由德银经济学家 Michael Biggs 提出¹，定义为**新增广义信贷占 GDP 比值的**变化。由于新增广义信贷是信贷存量的“一阶变化”，而“信贷脉冲”是新增信贷经过 GDP 标准化之后的“一阶变化”，所以“信贷脉冲”是信贷存量的“二阶变化”。作为对比，业内使用较多的信贷指标“社融存量同比”计算的是信贷存量的变化与信贷存量的比值，反映信贷存量的“一阶变化”。

“信贷脉冲”的影响机制

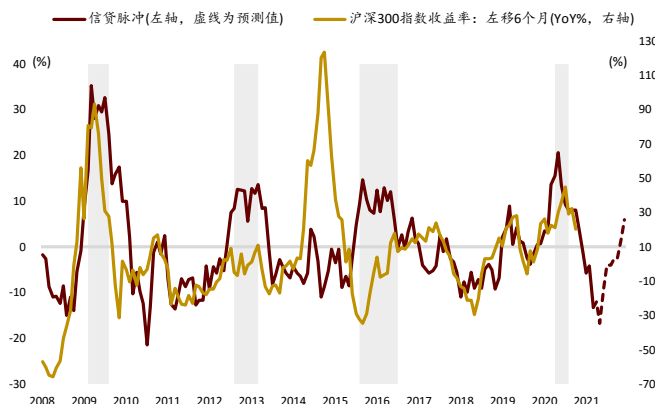
为什么要特别关注信贷存量的“二阶变化”呢？从经济学原理出发，**信贷存量的“二阶变化”直接影响经济增长率。**信贷存量的“一阶变化”，也就是新增信贷，形成投资总额（I），本身就是 GDP 金额的一部分（GDP 由消费、投资、政府支出与净出口组成，即 $Y = C + I + G + NX$ ）。根据定义，“信贷脉冲”近似等于投资变化与 GDP 的比值，这恰好对应新信贷投放贡献的 GDP 增长率。由于资产定价最终反映经济基本面，所以“信贷脉冲”也会影响大类资产价格走势。

$$\text{信贷脉冲} \approx \frac{\text{广义信贷的二阶变化}}{\text{GDP 金额}} = \frac{\text{投资的变化}}{\text{GDP 金额}} = \frac{\text{GDP 金额变化}}{\text{GDP 金额}} = \text{新信贷投放贡献的 GDP 增长率}$$

图表 1: 信贷脉冲滞后国债利率 2 个月左右



图表 2: 信贷脉冲领先股票 6 个月左右



资料来源: Bloomberg, 万得资讯, 中金公司研究部

¹ Biggs, Mayer, Pick. 2009. Credit and Economic Recovery

信贷脉冲与国债利率反向变动（图表 1），体现了信用周期与货币政策的联动。如果把利率下行作为货币政策宽松的信号，信贷脉冲上行作为信用边际宽松的信号，图表 1 表示货币宽松伴随信用边际宽松，货币收紧伴随信用边际收紧。注意这里我们区分信用的“宽松”与“边际宽松”：即使信用总体较紧但如果收紧的趋势有所放缓，也会反映为信用边际宽松，此时信贷脉冲上行。由于政策边际变化大多数情况下由狭义货币向广义货币（即信用）传导，并且国债市场投资者可能会预判货币政策变化，国债利率对政策的边界变化更为敏感。实际观察到**10 年期国债利率领先信贷脉冲 2 个月左右**。

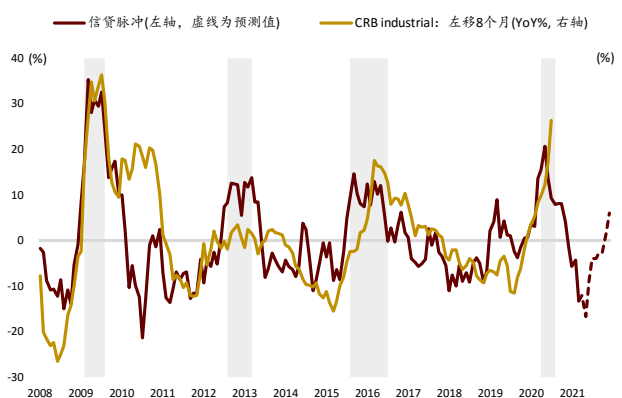
信贷脉冲与股票走势同向变动（图表 2）。信贷脉冲信号增强时，表明金融体系向实体经济输入资金的相对增速正在提升，刺激固定资产投资，进而改善市场对于企业的盈利预期，推动股价上涨。与此同时，由于国债利率（无风险利率）一般伴随信贷脉冲信号增强而下降，根据现金流贴现模型，利率下行也会推升股票估值。由于在信用扩张增速见顶之后，新增信贷对于实体经济的支撑效应仍在释放，实际观察到**信贷脉冲领先股票走势 6 个月左右**。

信贷脉冲与大宗商品走势同向变动（图表 3）。信贷脉冲信号走强，投入房地产和基础设施建设的资金增加，提振大宗商品需求，尤其是工业金属的价格。另一方面，信贷脉冲之后的经济好转往往推高通胀预期，也对大宗商品价格提供支撑。实际观察到**大宗商品对于信贷脉冲的反应存在 8 个月左右的时滞**。

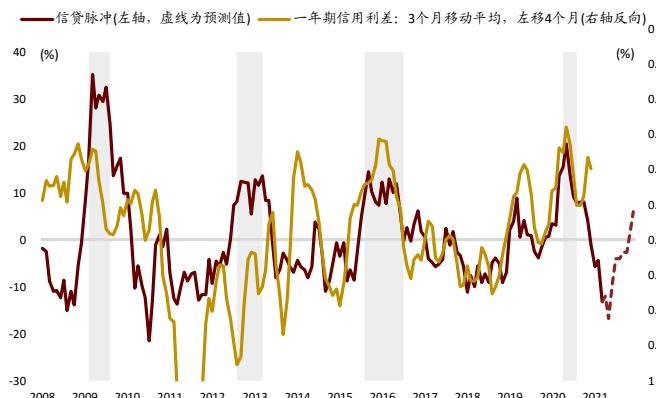
信贷脉冲与信用利差走势反向变动（图表 4）。信贷脉冲与信用利差的关系相对复杂，原因在于存在两条方向相反的影响机制：首先，从供给-需求的角度讲，信贷脉冲走强，意味着信贷供给量增加，信贷资产价格走弱。由于信贷利率与债券价格负相关，信贷资产价格走弱意味信贷利率上行，信用利差走宽，最终表现为信贷脉冲与信用利差同向变动；另一方面，信贷脉冲增强一般伴随资金面宽松与利率下行，更多资金流入债券市场，引起信用债利率下行和信用利差收窄，表现为信贷脉冲与信用利差反向变动。在两种方向相反的影响机制下，信贷脉冲对信用利差的预测拟合效果不及其他大类资产。实际观察到**信贷脉冲领先 1 年期信用利差 4 个月左右**。

信贷脉冲与国际风险资产走势同向变动（图表 5、图表 6）。一方面，信贷脉冲走强，投资增加，带动企业进出口贸易活动，推动全球经济增长和贸易发展，进而提振全球股市。另一方面，宽松的信贷政策在刺激我国股市的同时，也可能提升全球市场对于经济增长和流动性水平的乐观预期，从而带动海外市场上涨。由于进出口贸易和情绪传导两种渠道对于海外市场的影响均需要一定时间释放，海外市场相比我国股市对于信贷脉冲信号的反应整体更加滞后。实际观察到**信贷脉冲领先全球和新兴市场股市 10 个月左右**。

图表 3: 信贷脉冲领先工业金属 8 个月左右

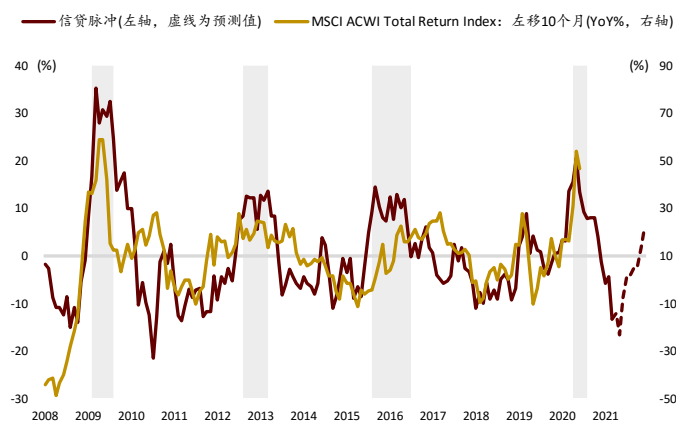


图表 4: 信贷脉冲领先 1 年期信用利差 4 个月左右

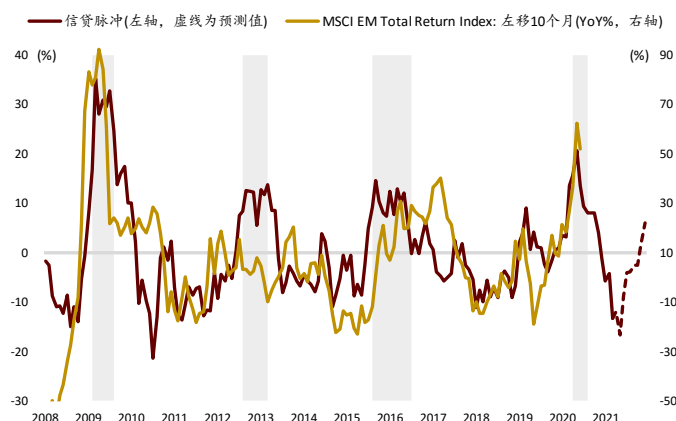


资料来源: Bloomberg, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 我国信贷脉冲领先全球股市 10 个月左右



图表 6: 我国信贷脉冲领先新兴市场 10 个月左右



资料来源: Bloomberg, 万得资讯, 中金公司研究部

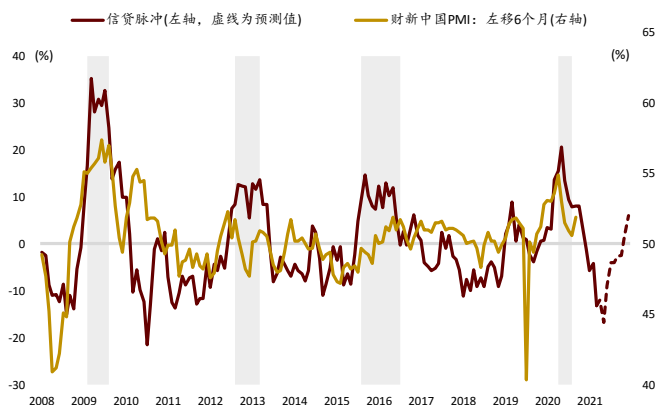
信贷脉冲与 PMI 同向变动 (图表 7)。信贷脉冲最终以投资增长率的形式转化为经济增长率。我们观测到信贷脉冲领先中国 PMI 6 个月左右, 领先全球 PMI 12 个月左右。

如何解读“信贷脉冲”?

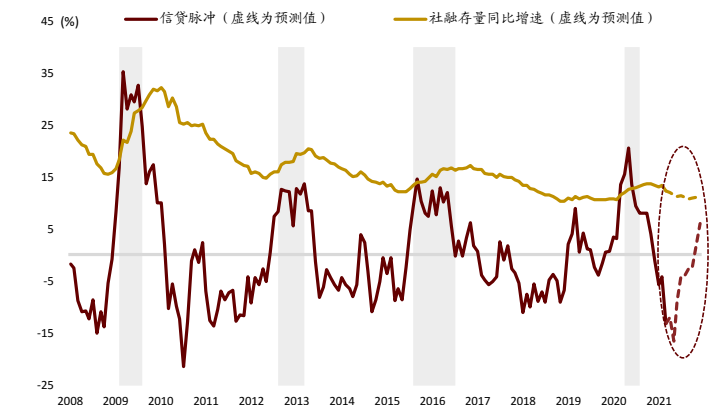
信贷脉冲作为二阶变化, 解读方式与一阶变化 (如社融存量同比, 图表 8) 有所不同: 当信贷脉冲位于 x 轴上方的时候 (即数值大于 0), 不管其上行或下行, 都表示信贷扩张; 相应地, 信贷脉冲在 x 轴下方运行 (即数值小于 0) 则表示信贷收缩。信贷脉冲上行, 既可以表示信贷扩张且扩张速度提升, 也可以表示虽然信贷收缩, 但信贷收缩速度正在放缓。由于中国的信贷存量最近几十年一直都在增长, 即信贷同比增长率一直为正数 (见社融同比增速, 图表 8), 为了方便起见, 我们把信贷 (社融) 增速上升称为“信贷扩张”, 信贷 (社融) 增速下降称为“信贷收缩”。

以 2020 年为例, 信贷脉冲先升后降, 同时保持在 x 轴以上运行。这说明为了应对疫情带来的经济困难, 我国在进行反周期信贷扩张。信贷脉冲于 2020 年 5 月触顶回调, 表示虽然广义信贷在 5 月份以后继续扩张, 但扩张的速度有所下降。其市场背景为我国为控制系统风险与宏观杠杆率, 信用扩张有所节制, 货币政策逐步从宽松回归正常。

图表 7: 信贷脉冲领先中国 PMI 6 个月左右



图表 8: 社融存量同比继续下降, 但信贷脉冲 5 月可能迎来拐点



资料来源: Bloomberg, 万得资讯, 中金公司研究部

“一阶变化”与“二阶变化”的关系

在强调信贷脉冲指标导向作用的同时，我们并不否认信贷存量的一阶变化（如社融存量同比）对预测经济基本面与资产定价的重要作用。在本报告的最后部分，我们构造了一个经济学模型，从理论层面论证“信贷脉冲”比社融存量同比更适合判断经济周期与资产走势的拐点，并且从中国金融数据中找到了一定的实证支持。

从信贷数据的数学特性来看（图表 8），“二阶变化”也比传统的“一阶变化”指标前瞻性更好。其原因在于信贷存量的时间序列比较平滑，而平滑曲线二阶变化的拐点往往领先一阶变化拐点。根据最近几次信贷扩张周期的经验，信贷脉冲拐点领先社融存量拐点 6-9 个月左右。

“信贷脉冲”拐点触底，大类资产影响几何？

使用中金宏观组对社融与信贷数据的预测，我们计算出信贷脉冲大约于 5 月份迎来触底拐点。由于数据公布存在时滞，信贷脉冲的最低点位将由 6 月上旬公布的 5 月份社融数据最终确认。因为信贷脉冲仍然保持为负值，其掉头上行的经济含义为虽然下半年信贷仍在收缩，但收缩速度会相对放缓。

今年下半年信贷脉冲上行有两个因素驱动。首先，最近的经济基本面与货币政策出现了一些重要边际变化。4 月份经济增长数据弱于预期，政治局会议重提政策“不急转弯”。虽然货币政策比去年紧，但收紧程度不及预期；虽然信贷增速仍在下降，但我们预测下降趋势逐渐缓和，即信用边际宽松。一阶指标（社融存量同比）增速放缓，表现为二阶指标（信贷脉冲）上升。

其次，信贷脉冲上行体现去年的信贷放量的基数效应。作为二阶指标，信贷脉冲计算的是今年信贷增量与去年同时期信贷增量的差值。由于去年 3-5 月份新增信贷远高于历史同期水平，所以今年上半年信贷脉冲不断下行。随着去年 3-5 月份（高新增社融月份）离开信贷脉冲计算窗口，下半年信贷脉冲也会相应上升。

根据信贷脉冲与大类资产走势的关系，结合目前经济金融形势，我们对大类资产走势的判断如下：

股票“中期调整”或接近尾声，但短线仍可能有反复，建议低配。由于股市对于信贷脉冲指标的滞后性，信贷脉冲在过去几个月的下行轨迹可能限制股票资产的上涨空间。另一方面，股票市场经过 2 月份以来的调整，整体估值已经接近历史平均水平，情绪指标也接近目标区域，股市继续大跌的可能性也相对较小。所以我们判断股票市场的“中期调整”已经接近尾声，短期缺乏新的驱动力量造成大跌大涨，暂时仍建议相对低配股票指数，同时关注局部热点的成长机会。

利率债配置价值开始凸显，建议标配偏多。根据信贷脉冲信号，国债利率应该在 4-5 月份到达下行拐点。由于第一季度经济数据与政策收紧程度不及预期，国债利率确实已经有所下降，与信贷脉冲的预测吻合。另一方面，中国国债利率在美债利率攀升期间表现出较强韧性，并且股债相对吸引力模型显示债券估值相对便宜，我们判断利率债的估值调整已经比较彻底。即使未来政策收紧超出预期，国债利率上行空间可能也不会太大。我们认为利率债的配置价值正在凸显，建议标配。

信用债风险仍然偏高，建议低配。虽然 3-4 月份信用债到期高峰并未出现超预期违约，市场对信用债忧虑也有所缓解，但发债企业的融资能力与信用风险可能仍未充分释放。信贷脉冲信号也显示信用利差有进一步走宽风险，我们建议继续低配信用债资产。

商品短期保持向上动能，但震荡分化风险上升，建议标配。信贷脉冲于去年 5 月触顶下行，工业金属走势比信贷脉冲滞后 8 个月左右，根据信贷脉冲轨迹预测，工业金属存在一定下行风险。从短期看，受到国内环保限产与海外资源出口国疫情反复影响，工业金属的供给端收紧，可能继续推高工业金属价格。从中期看，美国新一轮财政刺激预期给工业金属上行提供了更多想象空间。综合来看，商品尤其是工业金属仍然可能在短期保持向上动能，但缺少信贷脉冲支持，高位震荡的可能性增加。

海外风险资产受益于复苏加速，保持超配。由于信贷脉冲从中国向海外传导需要较长时间（约 10 个月），信贷脉冲去年 5 月触顶拐点刚刚开始影响国际风险资产的上行空间。但是综合看来，全球错位复苏仍是海外资产配置的主线，发达国家经济复苏预期强劲，使风险资产对利空因素（信贷脉冲减弱、流动性转向、美债利率上升）的韧性较强，所以我们继续看多发达国家风险资产。

经济学模型分析：“信贷脉冲”更适合判断周期拐点

我们参考 Biggs, Mayer, Pick. 2009. Credit and Economic Recovery 的理论分析，结合中国经济现实相应调整，用下述模型解释信贷脉冲对经济发展的影响机制：

假设经济体由家庭和企业两个部门组成。企业生产消费品，然后将消费品卖给家庭。家庭提供资本，通过入股或借债将资本提供给企业。在不考虑政府及国际贸易的情况下，第 t 期的总产出 Y_t 可以按支出法表示为

$$Y_t = C_t + I_t$$

其中 C_t 表示消费品金额， I_t 表示投资品金额。

假设企业的生产函数为如下形式：

$$C_t = AK_t$$

其中 A 代表生产技术，反映资本回报率； K_t 代表生产所需要的资本；资本自身的折旧率为 δ ，则第 t 期的资本存量的迭代可表示为：

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + I_t$$

假设资本成本为 r ，企业利润表示为：

$$\Pi_t = AK_t - rK_t - \delta K_t$$

由企业利润最大化的一阶条件可得：

$$r = A - \delta$$

将企业从家庭借入资本的方式细分为股权融资与债券融资，假设债权融资占比为 ω ，股权融资占比为 $1 - \omega$ ，股权融资债券融资的利率都为 r 。企业从家庭借贷的积累形成信贷存量 $D_t = \omega K_t$ ，可以计算出信贷存量的迭代方程为：

$$D_t = (1 - \delta)D_{t-1} + \omega I_t$$

由 $Y_t = C_t + I_t$ ， $C_t = AK_t = \frac{1}{\omega}D_t(r + \delta)$ ， $I_t = \frac{1}{\omega}(\Delta D_t + \delta D_t)$ 可以推出：

$$Y_t = \frac{(\delta + r)}{\omega} D_t + \frac{1}{\omega} (\Delta D_t + \delta D_{t-1}) = \frac{(1 - \delta)}{\omega} \Delta D_t + \frac{(2\delta + r)}{\omega} D_t$$

进一步可计算总产出的增长率：

$$y_t = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{(1 - \delta)}{\omega} \cdot \underbrace{\frac{\Delta D_t - \Delta D_{t-1}}{Y_{t-1}}}_{\text{信贷脉冲}} + \frac{(2\delta + r)}{\omega} \cdot \underbrace{\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{\Delta D_t}{D_{t-1}}}_{\text{信贷增速}}$$

由此可见产出增长率主要受到两种因素的影响，一是新增信贷的变化量占 GDP 的比重，近似等于信贷脉冲，经济含义为信贷增量的增量；二是信贷增速，对应业界使用较多的社融存量同比增速。

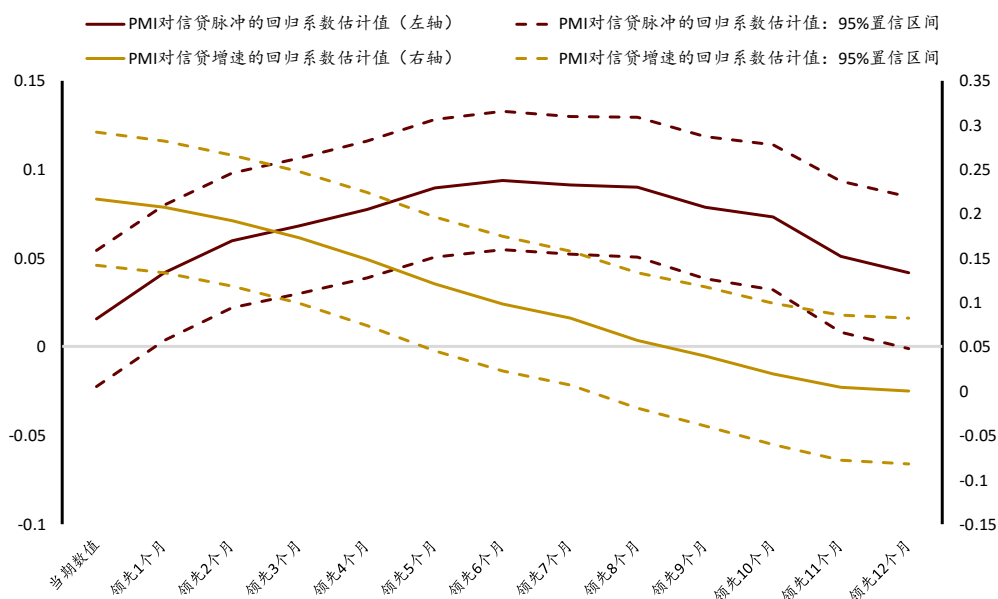
在信贷周期的平稳阶段，各期新增信贷规模保持相对稳定（ $\Delta D_t \approx \Delta D_{t-1}$ ）， $\Delta D_t - \Delta D_{t-1}$ 接近于 0，信贷脉冲的作用较小，总产出增长率主要受到信贷增速的影响；然而处在信贷周期的拐点，新增信贷的变动较大，信贷脉冲和信贷增速的大小相当，此时两种机制对经济增长率的影响主要由前面的系数决定。

结合中国的经济情况，我们对模型参数设置如下：资本折旧率 δ 约为 6%²，利率水平 r 约为 3%³，信贷杠杆率 D/Y 为 3，信贷融资占总资本融资比重 ω 为 0.9。计算得出，信贷脉冲对经济增长率的影响系数为 1.04，信贷增速对经济增长率的影响系数为 0.50，信贷脉冲对总产出增长率的影响远大于信贷增速，因此在周期拐点之时，信贷脉冲的经济增长率的影响更大。

下面结合我国数据对上述理论进行实证检验，本报告对如下回归方程进行拟合：

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 CI_t + \beta_2 d_t + \varepsilon_t$$

图表 9：信贷脉冲和社融增速对 PMI 指数的影响



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

其中 y_t 采用月度 PMI 指数⁴， CI_t 为信贷脉冲， d_t 为社融（信贷）同比增速， ε_t 为随机扰动项。由图表 9 可见，中国的信贷脉冲领先于 PMI 指数变化，对于 6 个月后的 PMI 指数影响最大，信贷脉冲增加 1 个单位，对应 6 个月后的 PMI 指数将上升 0.09 个单位；而信贷增速只与当期 PMI 指数有显著正相关关系，其领先指标的预测能力随领先时期延长而逐渐下降。由于信贷脉冲具有的领先特征，相较信贷增速指标而言，信贷脉冲更适宜作为经济发展的“晴雨表”。

除此之外，相较信贷增速指标，信贷脉冲指标与大类资产价格的相关性更强，尤其是在新增社融波动率较大的时期。图表 10 对比了信贷脉冲和信贷增速对大类资产价格的影响，由表可见信贷脉冲对于 10 年期国债利率、沪深 300 指数、大宗商品指数、国际 PMI 指数有显著影响，且呈现明显的领先指标特征；除国债利率显著领先信贷脉冲指数 2 个月外，信贷脉冲每增加 1 个单位，会显著增加 6 个月后沪深 300 指数 1 年收益率 1.91 个百分点，增加 10 个月后大宗商品指数 1 年收益率 0.72 个百分点，增加 6 个月后中国 PMI 指数 0.09

² 学术界对于我国资本折旧率的测算存在差异，本报告综合陈昌兵（2020）、谢群和潘玉君（2011）、孙辉和支大林（2010）、单豪杰（2008）、张军等（2004）的测算结果，估计我国不变资本折旧率为 6%

³ 本报告参照一年期中期借贷便利利率水平，估计市场利率为 3%

⁴ 此处不宜采用 GDP 同比增长率作为被解释变量，主要是由于信贷脉冲的计算公式中包含对 GDP 相对值的处理，存在过度拟合问题

个单位；相较而言，信贷增速指标对大类资产价格的影响显著性较弱，且影响方向较为混乱。

根据前文理论模型，当新增信贷规模保持相对稳定时，信贷脉冲对经济体的影响将会减弱，信贷增速的影响增强；当新增信贷波动较大时，信贷脉冲对经济体的影响将会加强，信贷增速的影响减弱。为检验上述规律，本报告依据各期社融同比增长率的波动情况将全样本细分为社融高波动率样本（>1%）和社融低波动率样本（<0.2%），再次用信贷脉冲和信贷增速对大类资产价格做回归拟合，与模型预测结果相一致，当社融增长波动率较高时，信贷脉冲对各类资产表现的拟合效果增强，信贷增速对资产表现的影响显著性基本消失，总体拟合优度大幅上升；当社融增长波动率较低时，除 10 年国债利率外，信贷脉冲对其余各类资产表现影响的显著性消失，但信贷增速与部分资产表现相关性上升，例如 10 年国债收益率以及大宗商品指数，总体拟合优度大幅下降。

图表 10：信贷脉冲、信贷增速与资产表现回归系数汇总

	10年国债利率 (领先2月)			沪深300指数：年收益率 (滞后6月)			大宗商品指数：年收益率 (滞后10月)			PMI指数 (滞后6月)		
	全样本	高波动率	低波动率	全样本	高波动率	低波动率	全样本	高波动率	低波动率	全样本	高波动率	低波动率
信贷脉冲	-0.02*** 0.00	-0.02*** (0.01)	-0.02** (0.01)	1.91*** (0.42)	2.39*** (0.68)	1.06 (0.87)	0.72*** (1.18)	0.75** (0.36)	0.25 (0.42)	0.09*** (0.02)	0.09** (0.03)	0.05 (0.06)
信贷增速	2.92 (0.59)	1.28 (1.29)	3.57** (1.54)	-215.35*** (80.77)	-188.04 (174.14)	-131.97 (167.40)	137.80*** (34.15)	116.19** (92.85)	308.88*** (78.81)	0.09 (0.04)	0.18 (0.09)	0.18 (0.12)
拟合优度	0.30	0.30	0.20	0.12	0.34	0.05	0.20	0.21	0.27	0.16	0.35	0.06
样本数量	186	29	48	180	28	46	176	28	45	180	28	46

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：高（低）波动率指相邻两个月度社融同比增长率差值的绝对值大于1%（小于0.2%）；括号中为估计系数的标准误。*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著

信贷脉冲与四次信贷周期

从本质上讲，信贷脉冲与大类资产走势之间的密切关系反映的正是经济周期与信用周期运行规律。我们梳理了自 2008 年全球金融危机发生后的四次信贷周期，为信贷脉冲与资产走势关系提供更详实的论据（图表 11）。

四次信贷周期中，信贷脉冲四次触顶，每次触顶时间间隔 3-4 年，领先信贷增速拐点 6-9 个月。信贷脉冲触顶时间一般领先于具体货币及监管政策变化出台 3-6 个月，反映出信贷投放速度减速至负增长之间的前后间隔。

信贷脉冲触顶前期，受信贷宽松政策影响，宏观经济往往过热并面临通胀压力、或债务杠杆率攀升导致金融风险累积，为平滑经济周期，货币政策及监管政策从宽松转而收紧，央行一般会通过公开市场操作回收流动性、引导货币市场利率上行，并加大对信贷结构（如严控非标资产、规范地方举债等）、房地产市场的调控，信贷脉冲转而下行。

回顾近四次信贷脉冲触顶拐点后的资产表现，伴随信贷收紧，国债收益率一般会率先进入上行通道，股价同比增速会于拐点后 6 个月进入下行通道，随后会进一步传导到大宗商品，对工业品价格形成下行压力，最后影响到房市，降低房价同比增速。

信贷脉冲触底后，大概分两种情况：信贷脉冲触底反弹（2008 年 8 月和 2010 年 7 月）或维持低位（2011 年 1 月-12 月、2013 年 7 月-2015 年 5 月、2017 年 4 月-2018 年 11 月）。信贷脉冲底部反弹是由于信用-货币政策出现边际变化，信贷脉冲维持低位则表示政策紧缩的程度相对稳定，信贷增速匀速放缓。如前文分析，由于政策与经济基本面的边际变化和信贷投放的基数效应，我们判断 2021 年下半年信贷脉冲更有可能触底反弹。我们在图表 12 中总结了信贷脉冲触底反弹之后的大类资产走势，一般表现为国债利率下行，股市上涨，大宗商品走强。

图表 11：四次信贷脉冲触顶拐点政策背景及顶点后资产表现梳理

政策背景	政策细则	资产表现
第1次拐点区间： 2009年3月-7月	<p>金融危机逐渐消退，逆周期财政及货币政策效果显现，具体体现为经济由复苏转向过热，信贷宽松、通胀抬升、股价房价大涨。</p> <p>1) 货币政策基调转紧 2009年7月，央行重启1年期央票发行并主动引导利率上行，成为货币政策转向的重要信号； 2009年10月，国务院提出要“管理好通货膨胀预期”，随后央行表示要“促进货币信贷增长向常态回归、加大流动性回收力度”，货币政策基调转紧； 2010年1月起，央行进入升准升息通道。</p> <p>2) 严控信贷，地产调控升级 信贷严控，总量上引导信贷增速向常态回归，结构上严控对“两高一剩”行业及新开工项目的贷款； 地产调控升级，“限购、限价、限贷”政策陆续出台，遏制房价过快上涨。</p>	<p>股市：进入下行通道（滞后拐点6个月） 股市对信贷脉冲的反应滞后约6个月，2009年9月沪深300指数月度同比增速开始走低，进入下行通道，2010年初至2011年末，沪深300指数累计下跌约30%。</p> <p>债市：国债收益率进入上行通道 债市对信贷脉冲拐点的反应较为及时，从2009年初至2011年3季度，10年国债收益率自3.0%的低位波动上升至4.0%。</p> <p>商品：价格增速下降（滞后拐点10个月） 大宗商品对信贷脉冲的反应较为滞后。南华工业品指数月度同比增速于拐点出现10个月后才开始进入下行通道，从2009年末的94%逐步下降至2011年末的-20%。</p> <p>房市：价格增速下降（滞后拐点12个月） 房价增速拐点比大宗商品晚约2个月，滞后信贷脉冲拐点12个月。房价月度同比增速于2010年2季度至2011年末出现显著下降，从峰值的15%逐步回落至2%。</p>
第二次拐点区间： 2012年9月-2013年3月	<p>2011年以来，非标兴起、影子银行快速扩张，宏观债务杠杆提升，隐性金融风险累积。</p> <p>1) 上调逆回购利率，流动性收紧 2012年7月，央行上调公开市场操作逆回购利率； 2013年，央行减少公开市场流动性投放，抬升短端资金成本，倒逼银行去杠杆。6月份出现“钱荒”</p> <p>2) 整治非标、调控房市 2013年3月，银监会发文，规定非标资产在理财产品池中余额占比不得超过35%，限制非标资产的无序扩张； 2013年初，国务院先后颁布“国五条”（完善稳定房价工作责任制、抑制投机投资性购房、增加商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管）、“新国五条”，地产调控再度升级。</p>	<p>股市：大盘震荡下行（滞后拐点6个月），创业板表现突出 拐点后约6个月，受流动性收紧影响，沪深300指数月度同比增幅震荡下行，自2013年年初至2014年2季度，沪深300指数累计下跌5.6%； 伴随经济结构调整，投资者偏好小市值公司，创业板表现突出，截至2014年2季度，创业板指数累计涨幅超100%。</p> <p>债市：国债收益率进入上行通道 截至2014年1季度，10年国债收益率自3.5%的低位波动上升至4.5%。</p> <p>商品：工业品指数持续走低（滞后拐点4个月） 南华工业品指数月度同比增速于拐点后4个月进入下行通道，工业品指数持续走低，2014年末相较2013年初累计下降36%。</p> <p>房市：增速回落至个位数水平（滞后拐点12个月） 拐点出现后的一年内房价月度同比增速一度于2013年末达到10%，一二线城市领涨，三四线城市出现分化；伴随房市调控政策逐渐落实，信贷脉冲拐点效应充分发挥，房价月度同比增速于2014年末回落至个位数水平。</p>
第三次拐点区间： 2015年9月-2016年5月	<p>2016年三季度以来，国内经济企稳，PPI步入上行通道。同时，伴随前期影子银行扩张，金融体系无序膨胀，宏观杠杆率快速抬升。</p> <p>1) 货币政策由松转紧，政策重心转向稳杠杆、防风险 2016年8月，央行调整公开市场操作，带动货币市场利率上行； 2016年末，中央经济工作会议强调把防范金融风险放到更加重要的位置； 2017年初-2018年3月，央行累计提高逆回购、MLF利率30bp，倒逼金融机构去杠杆，打击期限错配。</p> <p>2) 加强宏观审慎管理，密集出台监管政策 2017年3-4月，银监会开展“三三四十”专项治理行动，整治金融乱象； 2017年11月发布资管新规征求意见稿，2018年4月资管新规正式落地； 2017年5月，六部委联合发文，进一步规范地方政府举债融资行为； 2016年四季度以来，房市开启新一轮严调控，珠海、东莞和福州三座城市重启限购限贷。</p>	<p>股市：大盘指数增速下降（滞后拐点3-6个月），主板跑赢创业板 拐点后3-6个月，虽然沪深300指数月度同比增幅震荡下行，但2017年全年沪深300指数累计涨幅达到约20%；相反创业板下跌7%。</p> <p>债市：结束牛市，收益率进入上升通道 2014-2016年3季度，由于货币政策大幅宽松，债券市场经历了史上最长牛市。但伴随第三次拐点出现，10年国债收益率进入上行通道，2016年末至2018年初，10年国债收益率由2.7%回升至3.9%。</p> <p>商品：价格增速下降（滞后拐点8个月） 南华工业品指数月度同比增速于拐点出现8个月后才开始进入下行通道，从2017年年初同比增加77%逐步下降至2018年初的个位数同比增幅。</p> <p>房市：价格增速下降（滞后拐点12个月） 房价月度同比增速于拐点12个月后才开始进入下行通道，从10%逐步下降并稳定于2017年年末的5%水平。</p>
第四次拐点区间： 2020年4月-5月	<p>2020年下半年以来，经济回归潜在增速，通胀预期抬头，资产价格上升较快，宏观杠杆率抬升。</p> <p>1) 货币政策逐步从宽松回归正常化 2021年1月，央行公开市场投放量明显减少，货币政策转向“紧平衡”。</p> <p>2) 房地产严管，资管新规过渡期结束 房地产“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度； 2021资管新规过渡期正式结束，预计未来影子银行、房地产融资、地方债融资放缓。</p>	<p>股市：进入下行通道（滞后拐点6个月） 拐点出现6个月，2020年11月沪深300指数月度同比增速开始走低，进入下行通道，2021年1季度沪深300指数下跌约6%，受货币政策收紧影响进入磨底期。</p> <p>债市：国债收益率进入上行通道 截至今年3月，10年国债收益率自拐点出现时的2.7%稳步上升至3.2%左右，出于上行通道。</p> <p>商品：价格增速上升，拐点效应仍未充分显现 截至2021年3月，南华工业品指数月度同比增速仍呈现上升趋势，信贷脉冲拐点对大宗商品价格的负向影响仍未显现。</p> <p>房市：价格增速保持相对稳定，拐点效应仍未充分显现 截至2021年3月，房价月度同比增速稳定在4%-5%区间，信贷脉冲拐点对房价的负向影响仍未显现。</p>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 12：两次信贷脉冲触底拐点政策背景及拐点后资产表现梳理

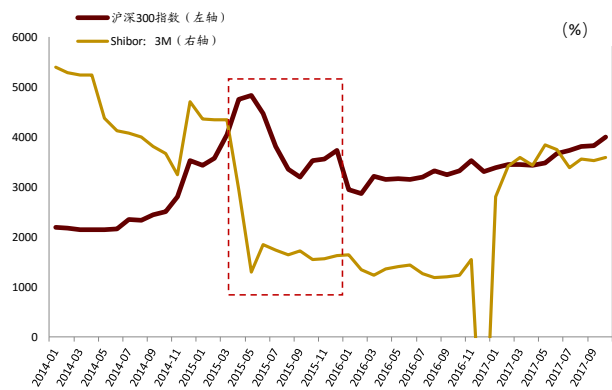
政策背景	政策细则	资产表现
第1次触底拐点区间： 2008年10月-11月	2008年上半年，面临国内经济通胀压力，央行共6次上调存款准备金率，货币政策收紧，社融存量同比增速迅速下降。 2008年下半年，受全球金融危机影响，央行一转上半年紧缩的货币政策，转为采用逆周期量化宽松政策，前后4次降息，并下调存款准备金率，货币政策由紧转松导致信贷触底拐点出现。	股市：进入上行通道 受上半年信贷紧缩影响，股市曾出现大幅下跌，信贷脉冲拐点出现后股市重新进入上行通道。 债市：国债收益率进入下行通道 债市对信贷脉冲拐点的反应较为及时，受量化宽松政策影响，国债收益率从2008年年中的4.5%迅速下降至年末的3.0%。 商品：价格指数进入上行通道 受量化宽松政策影响，商品价格自2008年11月开始进入上行通道，截至2009年底南华工业品指数累计上升60%。 房市：房价增速大幅上升（滞后拐点12个月） 受政府逆周期财政及货币宽松政策影响，房价月度同比增速于2009年3季度实现由负转正，并迅速攀升至2010年1季度的14%。
第2次触底拐点区间： 2010年6月-7月	2010年上半年中国经济运行总体态势良好，企业盈利持续高速增长，但通胀升温，房地产价格过快上涨引发宏观政策收紧，央行在2010年1-5月连续3次上调存款准备金率，国务院在2010年4月出台抑制房地产价格过快上涨的“新国十条”，货币政策和房地产政策同时收紧引发了市场调整，其中社融存量同比从年初的32%迅速下降至年中的25%，沪深300指数则累计下跌约12%，PMI下降约6%，固定资产投资增速也开始大幅下滑。 货币政策的适度宽松，信贷收缩速度减缓 为了保持适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，不过度打击危机后的市场信心以避免经济出现二次探底，央行于2010年第三季度减缓了信贷收缩力度，叠加市场已充分消化政策转向的利空预期，社融存量同比增速从急速下降转为相对稳定，信贷脉冲出现了触底拐点特征。	股市：大盘震荡上行 由于市场已经充分消化政策转向的利空消息，股市于2010年第三季度开始震荡上行，截至2011年1季度，沪深300指数累计上升25%。 债市：国债收益率小幅下降 受信贷紧缩减缓影响，国债收益率提前于拐点开始走低，从2010年2月份的3.48%下降至7月份的3.23%。 商品：价格指数进入上行通道 受信贷紧缩减缓及美国新一轮量化宽松政策影响，商品价格指数于拐点后迎来一波反弹行情，2010年6月-2011年1月南华工业品指数累计上涨30%。 房市：房价增速大幅下降 受房价管控政策（“新国十条”）影响，房价月度同比增速于2010年4月的15.4%迅速下降至2010年末的个位数水平。

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

虽然信贷脉冲与大类资产在不同信贷周期的走势变化比较有规律，但个别年份仍然有相当的偏移，这主要源于经济金融系统的复杂性，“信贷脉冲”是判断经济金融形势的核心指标，但不是唯一指标，需要我们结合经济运行的具体状态从全局分析。

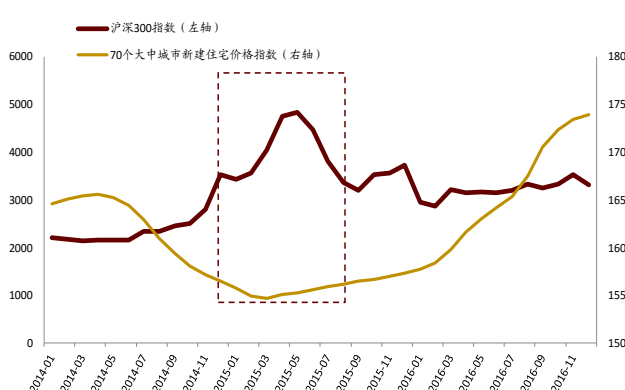
例如，2015年上半年，股市实际表现与信贷脉冲对于同期股市的预测值走势出现了局部偏离（图表2），沪深300指数从2014年11月28日的2809点迅速增长至2015年6月12日的5335点，增长幅度达到90%，对应期间信贷脉冲领先指标维持低位，即这一阶段指数的上涨并非以信贷边际增速为支撑。这一短暂偏离可能由于当时我国经济基本面较弱，制造业面临产能过剩压力，房地产行业受政策调控表现也较为低迷，实体经济对于信贷需求不足（图表13-16）。而央行为刺激经济，自2014年底开始采取一系列降息降准的货币政策，引导市场利率下行，推升了以股票为代表的风险资产的估值，叠加同期场外配资规模大幅增加，推高了杠杆水平，造成2015年上半年股市与信贷边际增速走势短暂背离。

图表 13：市场利率下行同期沪深300指数上涨

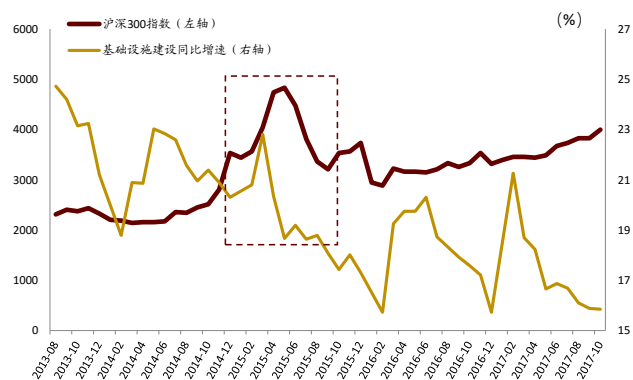


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

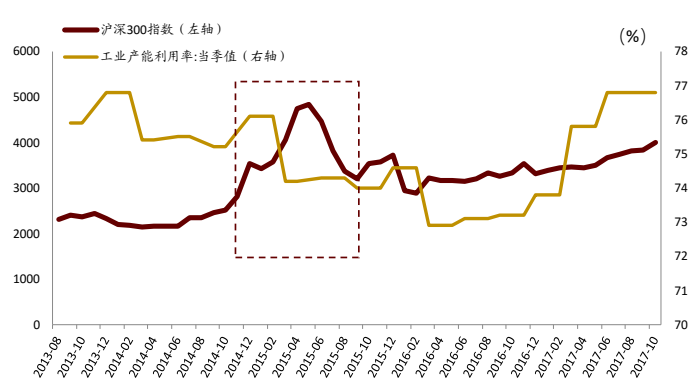
图表 14：2015 年股市上涨同期房市持续低迷



图表 15: 2015 年股市上涨同期基建增速同比出现下滑



图表 16: 2015 年股市上涨同期产能利用率下滑



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

