

## 相关研究

《疫情风波再起，复苏何去何从？》

2020.10.08

《百岁美联储如何“乘风破浪”？》

2020.09.29

《我们不一样——再论为何 A 股会有风格切换！》2020.09.20

# 莫道君行早，风景这边独好！ ——兼论货币政策退出的条件与信号

## 投资要点：

- **二次疫情凶猛，但不可怕。**疫情发展对于各国而言存在两个阶段，第一阶段表现为死亡病例随着确诊病例的增加而同步大幅上升，但第二阶段，死亡人数随确诊病例上升幅度明显减缓。近来欧美等海外发达国家疫情有所反扑，但死亡人数提升不高，疫情进入第二阶段。疫情对于经济增长的拖累主要在于限制人口的流动，第二阶段死亡率稳定乃至下降使得限制措施可以更为弹性。从当前欧美国家情况来看，相比于第一阶段而言，对于人口流行性的限制更加缓和，给经济带来的影响更小。
- **全球经济复苏，并不均衡。**疫情过后全球经济并非均衡复苏，相对而言，需求恢复的情况要好于生产。一方面，部分作为生产大国的发展中国家疫情态势要更为严峻。另一方面，在发达国家内部，工业生产的恢复也远不及需求。但在全球率先控制住疫情的我国却是个例外，工业生产恢复的进度明显要快于需求。全球非均衡复苏所造成的供需缺口，被我国快速恢复的工业生产补足。这使得我国在全球贸易中的份额有了明显上升，出口增速得到提振。事实上，欧美发达国家疫情进入第二阶段，疫情势头的上升和经济恢复并行，对于我国出口而言将更为受益。一方面，海外疫情蔓延对于我国防疫物资需求仍在，另一方面，欧美等发达国家经济复苏带来外需的整体改善，也会拉动我国其它品类出口增速的走高。
- **我国表现更好，不止出口。**我国良好的经济表现不仅仅体现在出口，刚刚过去的国庆黄金周，就迎来了消费的火热，压抑已久的零售、电影和旅游等消费需求得到了集中释放。20 年以来消费增速的下滑更多地还是因为人们消费意愿的降低。居民收入和消费增速之间出现了较大的“缺口”，这种现象在 14 年以来还是第一次出现。主要原因在于三个方面：一是因为疫情。大家担心感染不敢走出去花钱，目前这种担忧已经减弱；二是因为预期。大家担心后面收入会受到影响，甚至可能存在失业的风险，况且收入增速恢复也还没有达到疫情前的水平。但我国经济增长恢复较快，失业压力相比于第一阶段已有很大程度的下滑。预期也会随之逐渐调整；三是缺乏闲暇。疫情期间生产经营活动陷入停滞，在复工复商之后，很多企业要补上因为疫情所耽误的工作进度，就业人员工作时间有所延长，制约需要闲暇时间的服务类消费。从投资端来看，修复进程也开始由内生动力接棒，8 月份民间投资当月增速显著回升至 19.5%，一举反超固定资产投资整体增速，体现内生恢复的强劲势头，而和投资项目施工关联紧密的挖掘、重卡也持续大卖。
- **货币真正收紧，还有多久。**本轮经济复苏周期的持续时间，取决于信用扩张进程何时结束。从 08 年以来的三轮信用周期来看，我们发现：第一，社融增速的见顶来自于央行货币政策的调整，没有政策推动，很难看到信用扩张过程的自发结束；第二，通胀和货币宽松退出的相关度更高，金融风险次之，经济增长居末。每一次货币政策调整所伴随的信用扩张结束，都发生在物价增速高企或者是加速上升时期；第三，央行需要给出方向明确的政策调整信号。由此来看我国本轮信用扩张周期。一方面，我国经济增长速度还没有回到潜在增速水平，还不具备温和增长的条件。另一方面，通胀短期还在回落，年内升至高位的风险也较低。既然短期货币政策难以真正收紧，信用扩张周期也就难言结束。随着经济的温和复苏，周期性行业的盈利增速将趋于改善，特别是 CPI 和 PPI 的“剪刀差”收敛助推上游原材料类行业利润增速走高。而经济步入复苏周期也会带动利率水平随之上升，债市的调整未完。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

## 目 录

---

1. 二次疫情凶猛，但不可怕 .....	5
2. 全球经济复苏，并不均衡 .....	8
3. 我国表现更好，不止出口 .....	13
4. 货币真正收紧，还有多久 .....	18

## 图目录

图 1	第一季度我国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人） .....	5
图 2	4月中旬以来我国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人） .....	5
图 3	美国新冠肺炎疫情每日新增确诊人数（人） .....	6
图 4	美国新冠肺炎确诊患者中死亡人数比例（%） .....	6
图 5	欧洲五国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人） .....	6
图 6	我国制造业 PMI 与百城交通拥堵指数 .....	7
图 7	美国人口流动性变化与制造业和非制造业 PMI .....	7
图 8	欧洲五国人口流动性情况 .....	8
图 9	欧盟经济景气指数：季调 .....	8
图 10	全球各国新冠肺炎累计确诊病例数量分布 .....	9
图 11	印度新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人） .....	9
图 12	美国工作地点和购物娱乐场所人员流动变化（%） .....	9
图 13	德国工作地点和购物娱乐场所人员流动变化（%） .....	10
图 14	美国工业产出指数和零售销售额季调同比（%） .....	10
图 15	欧盟 27 国工业生产指数和零售销售指数同比（%） .....	11
图 16	我国工业增加值和社消零售同比增速（%） .....	11
图 17	我国出口增速及出口份额占全球比重（%） .....	12
图 18	防疫相关物资出口同比增速（%） .....	12
图 19	劳动密集型产品和机电产品出口同比增速（%） .....	13
图 20	国庆黄金周期间我国零售总额及增速 .....	13
图 21	国庆档电影票房收入及同比增速 .....	14
图 22	国庆黄金周期间接待游客人次及同比增速 .....	14
图 23	全国居民人均可支配收入与消费支出增速以及两者之差（%） .....	15
图 24	我国城镇调查失业率以及 25-59 岁就业人员调查失业率（%） .....	15
图 25	百度+搜狗失业金领取条件搜索指数（次） .....	16
图 26	就业人员平均工作时间（小时/周） .....	16
图 27	我国固定资产投资和民间投资当月同比增速（%） .....	17
图 28	挖掘机和重卡销量同比增速（%） .....	17
图 29	大、中、小型挖掘机销量同比增速（%） .....	17
图 30	社会融资规模增速及每月同比多增 .....	18

图 31 发电量和社会融资余额同比增速 (%) .....	18
图 32 09 年 6 月至 11 年 6 月 CPI 和 PPI 同比增速 (%) .....	19
图 33 存款类金融机构准备金率 (%) .....	19
图 34 12 年 6 月至 14 年 6 月 CPI 和 PPI 同比增速 (%) .....	20
图 35 13 年央行央票发行规模 (亿元) .....	20
图 36 16 年初至 17 年底 CPI、核心 CPI 及 PPI 同比增速 (%) .....	21
图 37 美联储基准利率调整 (%) .....	21
图 38 1 年期 MLF 利率水平 (%) .....	22
图 39 GDP 名义和实际同比增速、GDP 平减指数同比增速 (%) .....	22
图 40 CPI 和 PPI 同比及预测 (%) .....	23
图 41 PPI 与 CPI 同比增速之差和上游原材料类行业利润增速 (%) .....	23
图 42 我国 GDP 名义增速与银行贷款平均利率 (%) .....	24

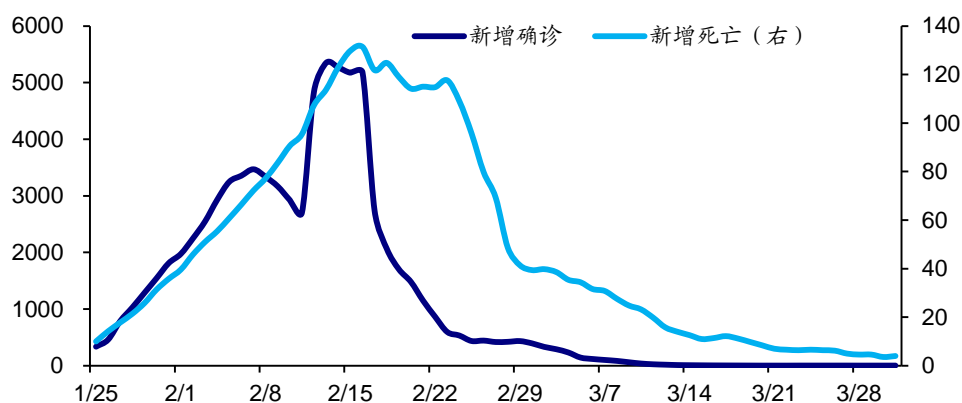
## 1. 二次疫情凶猛，但不可怕

疫情发展的两个阶段。

近来海外发达国家疫情再度抬头，给经济复苏进程蒙上阴影。而从各国疫情发展的经验上来看，实际上存在着两个阶段。

以我国为例，疫情的第一阶段主要发生在1月末到2月期间，表现为**死亡病例随着确诊病例的增加而同步大幅上升**，2月中下旬我国新冠肺炎每日新增死亡人数的均值超过100人，而每日新增确诊均值维持在2000人左右，死亡率的上升使“新冠”显得尤为可怕。

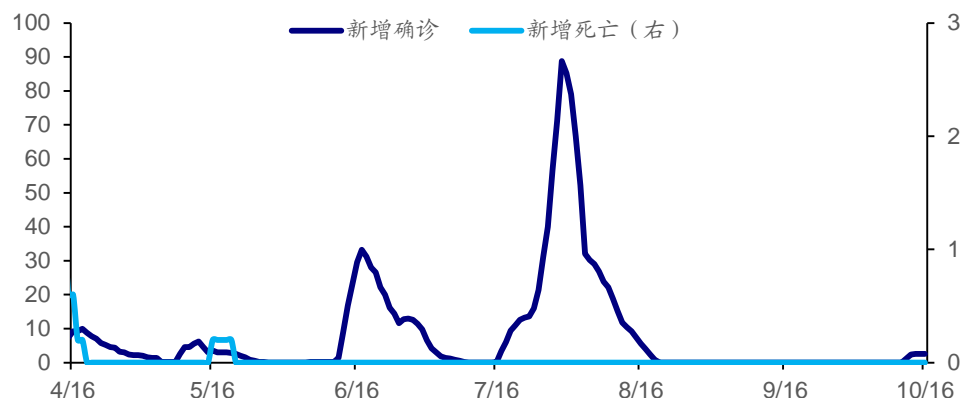
图1 第一季度我国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为5日移动平均值。

而随着第一波疫情的消退，4月中旬以来，即便我国各地还有零星本土疫情的爆发，但和第一阶段相比已有明显不同，**死亡人数上升明显减缓**。4月13日以来我国仅有2例新冠肺炎新增死亡病例，5月17日以来更是维持了新增死亡病例的零增长。死亡比例的稳定回落也在一定程度上减轻了人们对于新冠的恐惧。

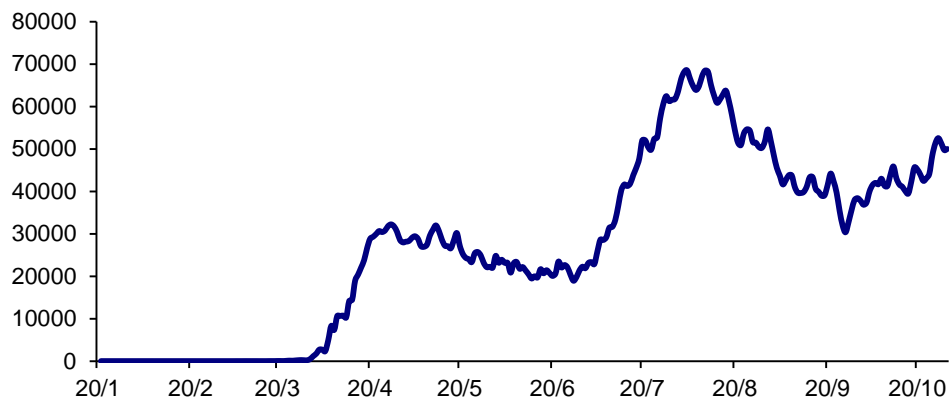
图2 4月中旬以来我国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为5日移动平均值。

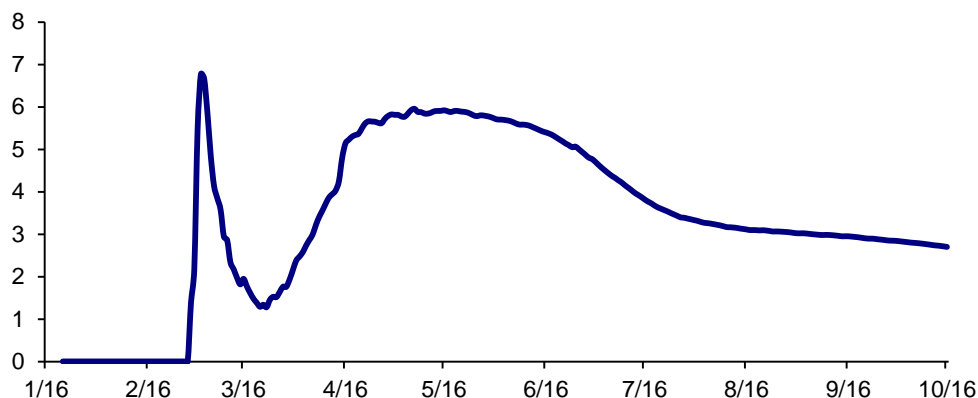
发达国家疫情反扑，进入第二阶段。

近来海外发达国家疫情有所反扑，增长势头迅猛。比如美国，经历第二波疫情高峰之后，9月中旬以来每日新增确诊病例数量又重拾升势，10月16日其新增确诊病例接近6万人，回到了8月初的水平。

**图3 美国新冠肺炎疫情每日新增确诊人数（人）**


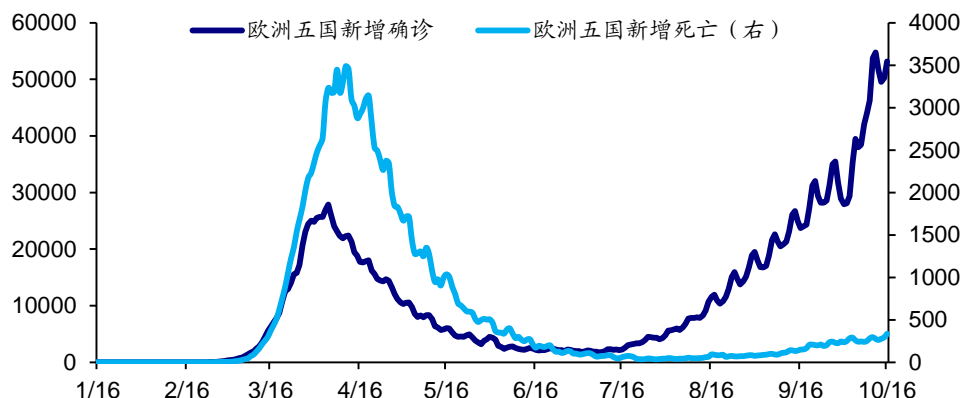
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 5 日移动平均值。

虽然新增确诊人数屡次冲高，但美国新冠肺炎确诊病例中的死亡人数比例稳中趋降，呈现出典型的第二阶段疫情特征。目前美国新冠肺炎确诊患者中死亡率已降至不足 2.7%，远低于 6% 左右的高峰水平。

**图4 美国新冠肺炎确诊患者中死亡人数比例（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

欧洲的情况同美国类似，新增确诊病例数量增长很快，目前大约是第一波疫情峰值时的两倍，但新增死亡人数并没有随之大幅增加，仅有第一波疫情高峰时的十分之一左右。这意味着欧美国家的疫情虽然来势汹汹，但已没有第一波时那么可怕。

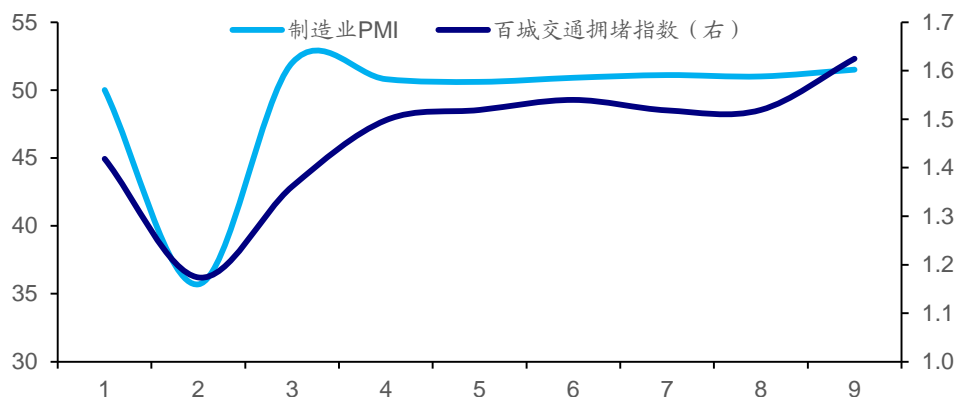
**图5 欧洲五国新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人）**


资料来源：WIND，海通证券研究所，五国为英法德意西，数据为 5 日移动平均值。

人口流动决定经济景气。



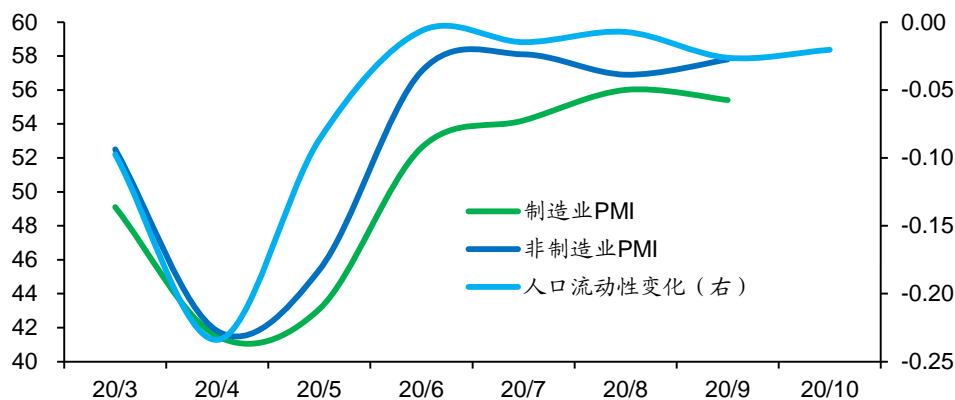
疫情对于经济增长的拖累主要在于限制人口的流动，从而阻碍了经济活动的正常开展，从我国的经验上来看，在疫情的第一阶段，由于死亡率的大幅上升，对于人口流动的限制措施偏严，这也使得经济陷入停滞和衰退，而在疫情的第二阶段，死亡率的稳定乃至下降使得限制措施可以更为弹性，避免对经济造成更大影响。

**图6 我国制造业 PMI 与百城交通拥堵指数**


资料来源：WIND，海通证券研究所

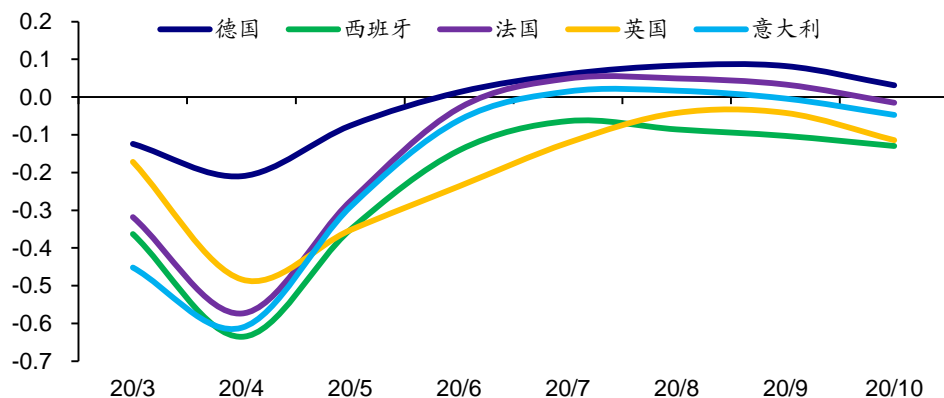
### 疫情第二阶段，流动限制可更缓和。

从当前欧美国家情况来看，虽然因为疫情也出台了不断的限制措施，但整体上相比于第一阶段而言，对于人口流动性的限制更加缓和。比如美国，人口流动性保持高位稳定，也使得 9 月非制造业 PMI 还小有回升，制造业 PMI 指数也维持高位，10 月以来美国人口流动情况相比于 9 月还略有恢复，待在固定地点的人口比例也创下 3 月以来新低。

**图7 美国人口流动性变化与制造业和非制造业 PMI**


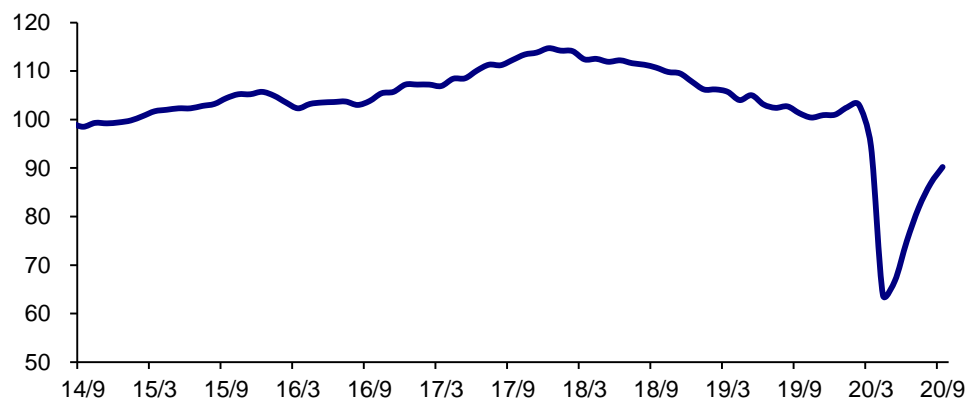
资料来源：Facebook，wind，海通证券研究所

欧洲对于人口流动的限制比美国更严，10 月以来人口流动情况多数都有不同程度的下滑，待在固定地点的人口比例也明显上升，但人口流动性回落的幅度较为温和，远远没有达到二季度那种大规模限制的水平。

**图8 欧洲五国人口流动性情况**


资料来源：FACEBOOK，海通证券研究所，10月为前15天数据。

根据欧盟的统计，欧盟国家季调后的经济景气指数自5月以来持续上行，9月也是再度回升，恢复进程并没有被打断的迹象。欧央行对20年三季度和四季度欧元区经济增长的基准预测，也显示三季度欧元区实际GDP环比增速将由正转负、大幅上升，而四季度GDP环比增速虽可能较三季度有所回落，但也仍能维持正增长，不至于陷入衰退区间。

**图9 欧盟经济景气指数：季调**


资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2. 全球经济复苏，并不均衡

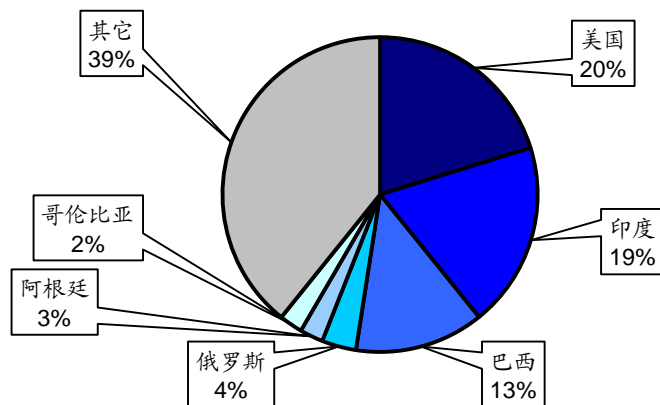
复苏并不均衡，需求好于生产。

然而，疫情过后全球经济并非均衡复苏，相对而言，需求恢复的情况要好于生产。

一方面，尽管欧美等发达国家疫情仍在发酵，但其需求已逐渐恢复，而部分发展中国家的疫情态势要更为严峻。在全球各国新冠肺炎累计确诊病例之中，美国以20%的比例位居全球之首，而紧随其后的印度（19%）、巴西（13%）疫情也很严重，这些发展中国家在国际分工中更多地处于生产国的位置。



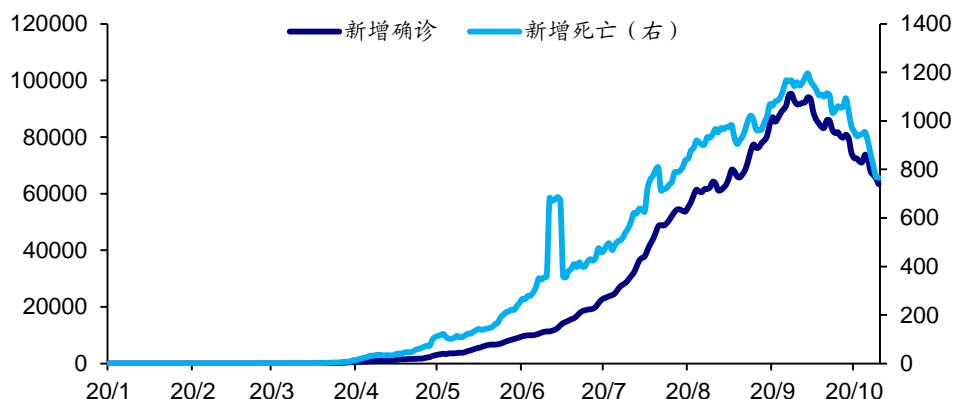
图10 全球各国新冠肺炎累计确诊病例数量分布



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截止 10 月 15 日。

以印度为例，其疫情发展还处在第一阶段，每日新增确诊人数和死亡人数刚刚见顶回落，死亡比例目前还比较高。而作为全球制造业的大国之一，严重的疫情使得其生产活动难以有效展开，比如根据 21 世纪经济报道称，9 月以来印度的部分纺织服装订单在向中国转移。

图11 印度新冠肺炎疫情每日新增确诊与新增死亡人数（人）

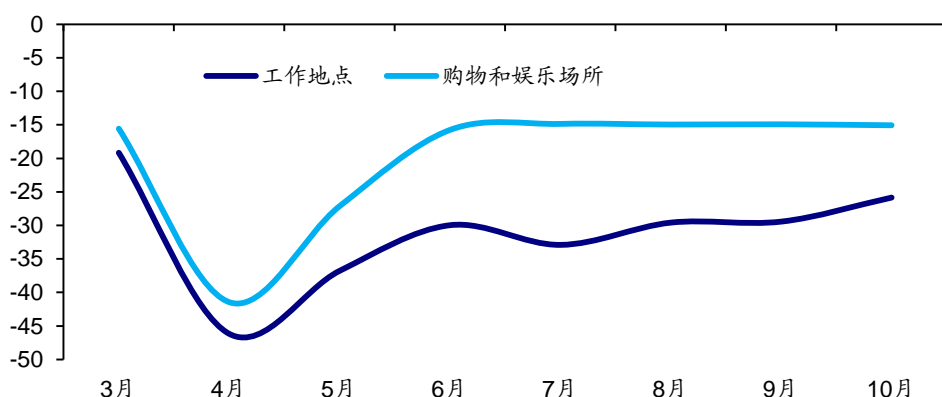


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 5 日移动平均值。

另一方面，在发达国家内部，工业生产的恢复也远不及需求。

从人员的流动性上来看，根据谷歌的数据，9 月以来美国购物和娱乐场所人员流动情况大概相当于基准时期的 85% 左右，而工作地点的人员流动只有基准时期的 70%-75%，两者几乎相差了 10 个百分点。

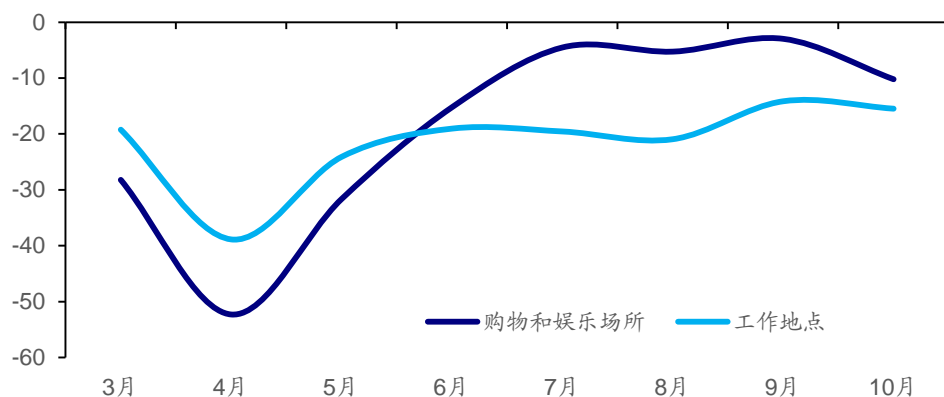
图12 美国工作地点和购物娱乐场所人员流动变化（%）



资料来源：Google，海通证券研究所

欧洲也有类似的情况，以德国为例，6月以来其购物和娱乐场所的人员流动情况开始好于工作地点的人流情况，7月和8月两者差距达到峰值，10月以来因为限制措施的开展，人员流动情况有所恶化，但购物和娱乐场所人流仍有基准时期的90%左右，高于工作地点人流超过5个百分点。

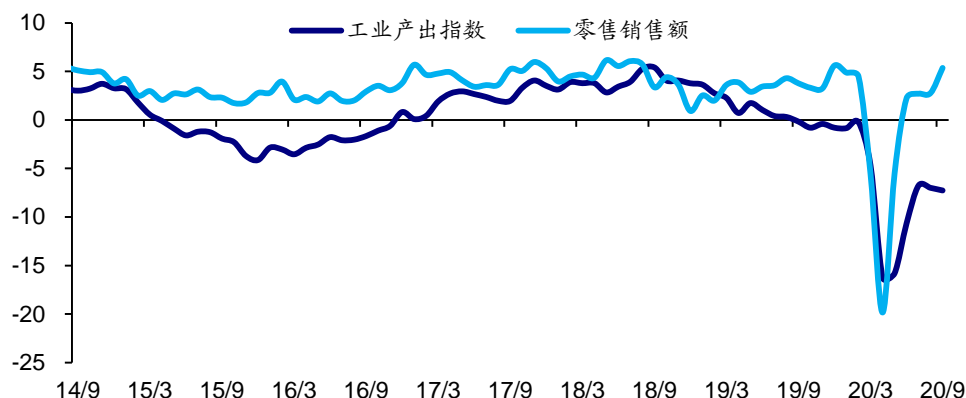
图13 德国工作地点和购物娱乐场所人员流动变化(%)



资料来源: Google, 海通证券研究所

从经济指标上来看。美国零售销售额季调同比增速自6月以来就由负转正、持续回升，9月同比更是超过了5%，但美国工业产出指数同比增速尚在负值区间，甚至8月和9月开始掉头，出现小幅回落。

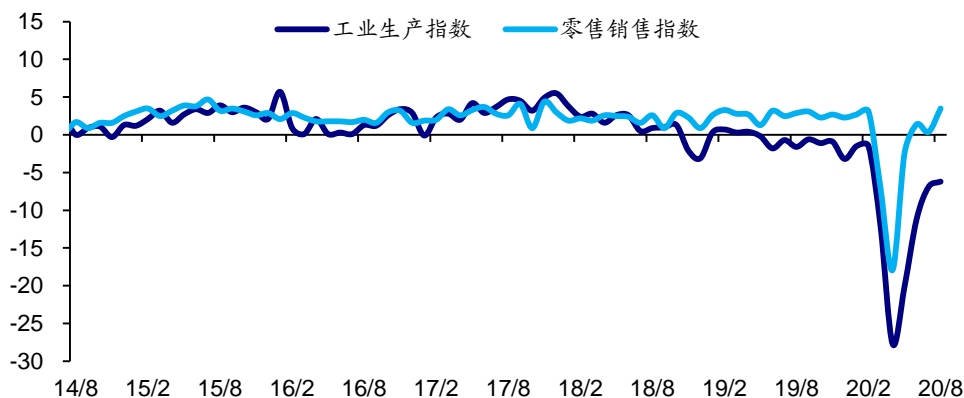
图14 美国工业产出指数和零售销售额季调同比(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

欧盟27国零售销售指数的同比增速也从6月开始由正转负，恢复节奏和美国几乎同步，8月同比增速突破3%。而工业生产指数同比虽也从疫情造成的底部修复，但增速跌幅仍超6%，远赶不上消费的恢复速度。

图15 欧盟 27 国工业生产指数和零售销售指数同比 (%)

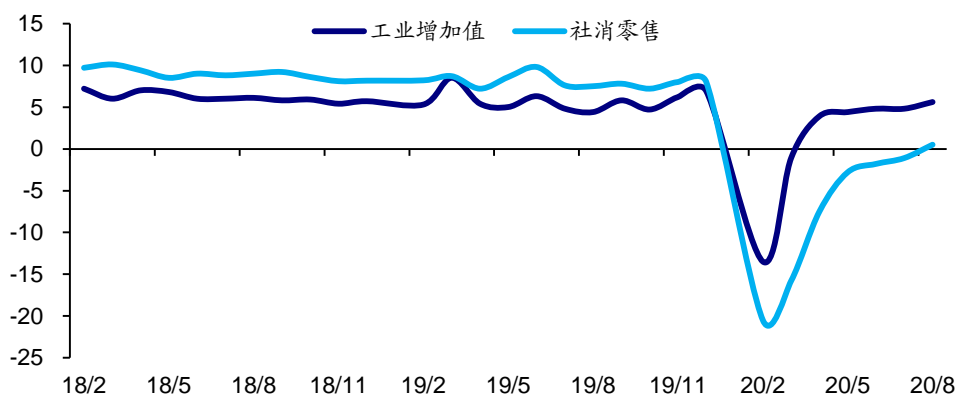


资料来源：WIND，海通证券研究所

我国是个例外，生产好于需求。

但在全球率先控制住疫情的我国却是个例外，工业生产恢复的进度明显要快于需求。8 月我国社消零售总额同比增速才刚刚转正，也仅有 0.5%，而工业增加值增速 4 月就回升转正到 3.9%。前 8 个月工业增加值已超过去年同期水平，而社消零售总额较去年同期还有一定的差距。

图16 我国工业增加值和社消零售同比增速 (%)

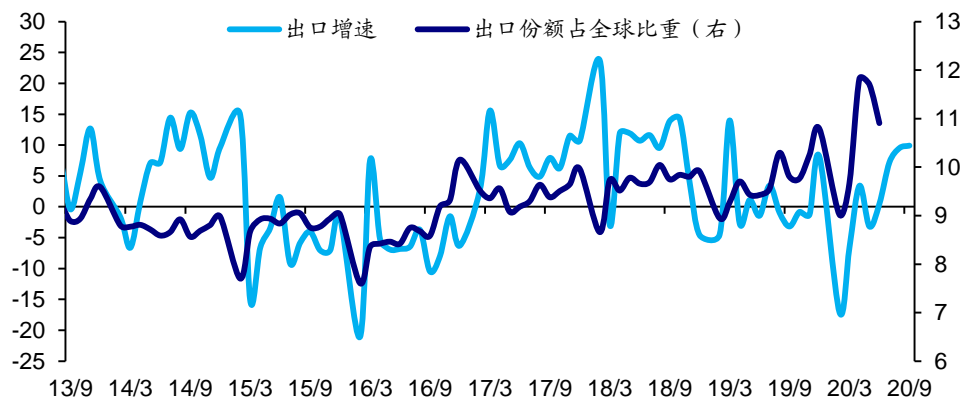


资料来源：WIND，海通证券研究所

贸易份额提升，提振出口增速。

全球非均衡复苏所造成的供需缺口，被我国快速恢复的工业生产补足。这使得我国在全球贸易中的份额有了明显上升，出口增速得到提振。20 年以来我国出口份额占全球比重平均超过 10%，出口增速自 6 月以来由负转正，9 月更是达到 9.9%，创 19 年 4 月以来新高。

图17 我国出口增速及出口份额占全球比重(%)



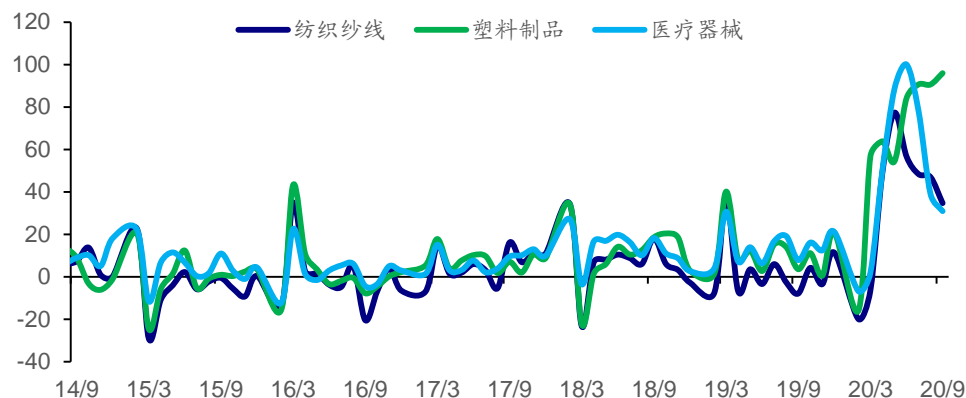
资料来源：CEIC，海通证券研究所

疫情、恢复并行，我国更为受益。

事实上，欧美发达国家疫情进入第二阶段，疫情势头的上升和经济恢复并行，对于我国出口而言将更为受益。

一方面，海外疫情蔓延对于我国防疫物资需求仍在。虽然像纺织纱线和医疗器械的出口增速相比于5月-6月时的出口高峰，已有一定程度的回落，但9月出口增速仍保持在30%以上的高位，塑料制品出口增速在超过90%的基础上仍在攀高。

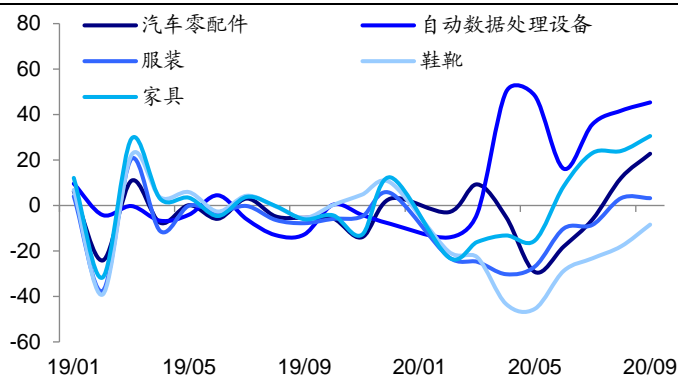
图18 防疫相关物资出口同比增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

另一方面，欧美等发达国家经济复苏带来外需的整体改善，也会拉动我国其它品类出口增速的走高，近来像服装、鞋靴等劳动密集型产品和机电产品出口增速也在持续回升，我国出口“韧性”延续时间或将有所延长。

图19 劳动密集型产品和机电产品出口同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

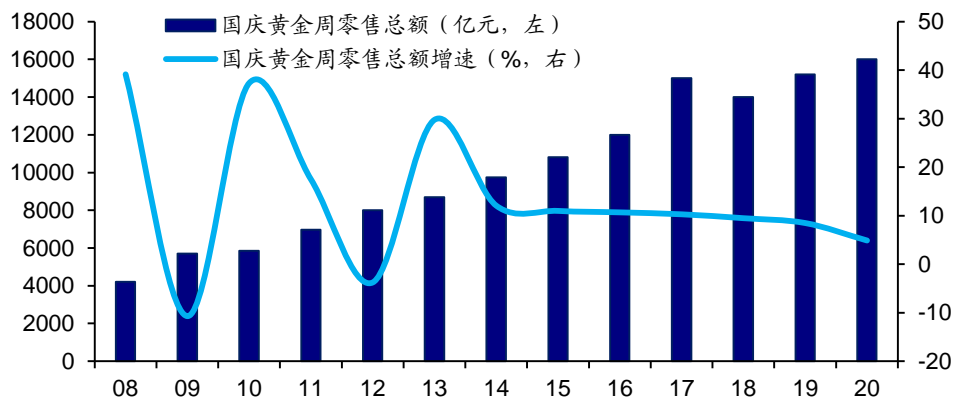
### 3. 我国表现更好，不止出口

迎来国庆假期，消费集中释放。

我国良好的经济表现不仅仅体现在出口，刚刚过去的国庆黄金周，就给了我们一次检验消费恢复“成色”的机会，不少人感慨，黄金周假期消费的火热使得这个国庆有了“年味”。

从零售表现上来看，国庆黄金周期间我国零售总额 1.6 万亿，日均销售额同比增长 4.9%，增速虽较 19 年有所下滑。但考虑到疫情以来我国的月度社消零售增速才刚刚转正，首个国庆黄金周的消费表现堪称不俗。而龙头企业则更为突出，10 月前 7 天全国百家大型零售企业零售额同比增长 8.5%，远高于 19 年同期增速水平。

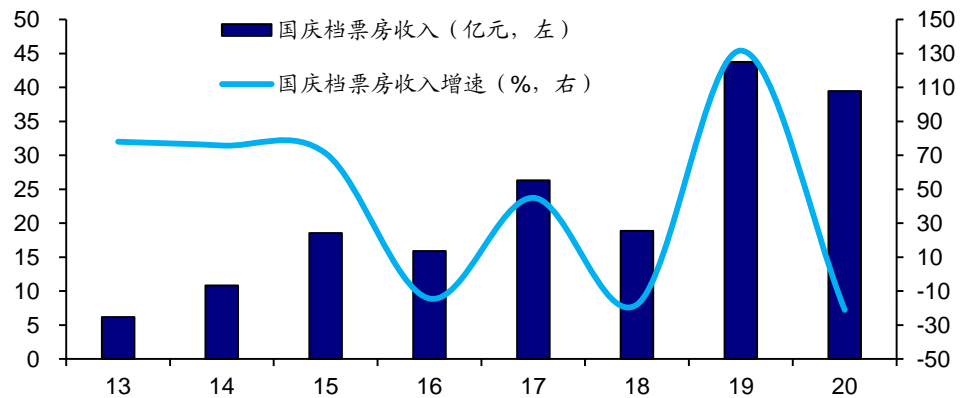
图20 国庆黄金周期间我国零售总额及增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

从电影票房上来看，国庆黄金周期间我国电影票房收入 39.4 亿元，收入规模创历年同期次高，仅次于 19 年水平，观影人次也接近 1 亿，春节档的多部佳作推迟到国庆放映，激发了人们压抑已久的观影热情。

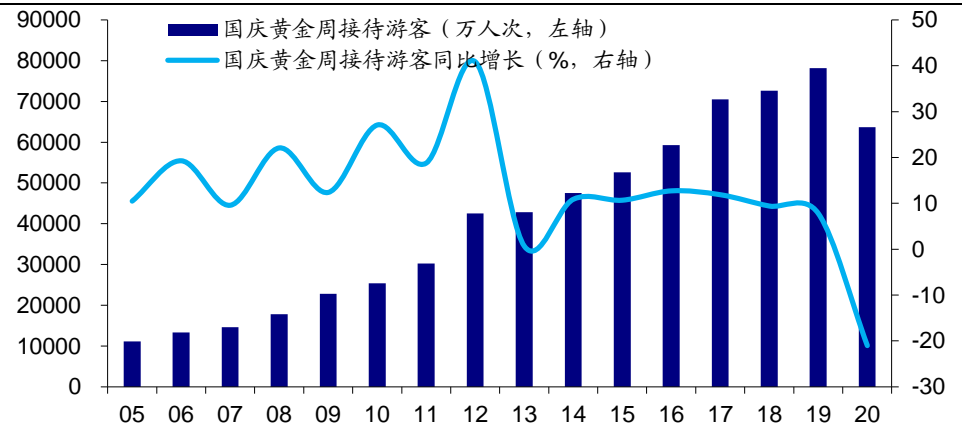
图21 国庆档电影票房收入及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

从旅游消费上来看。黄金周期间我国旅游恢复情况也很令人鼓舞，甚至引起美国广播公司等海外媒体的关注报道，诚然，由于疫情影响还未完全消散，国内景区承载量受限使得接待游客数不及去年，20年国庆黄金周期间，游客人次、旅游收入大约恢复至去年同期的七至八成，但要明显好于端午和五一假期。人们出行也更为活跃，国庆期间，去哪儿平台机票预订同比去年增量达到15%，民航国内航线已承运人次同比上升3.8%，租车自驾游的人数和消费额均创下历史纪录，租车量同比增长50%。

图22 国庆黄金周期间接待游客人次及同比增速



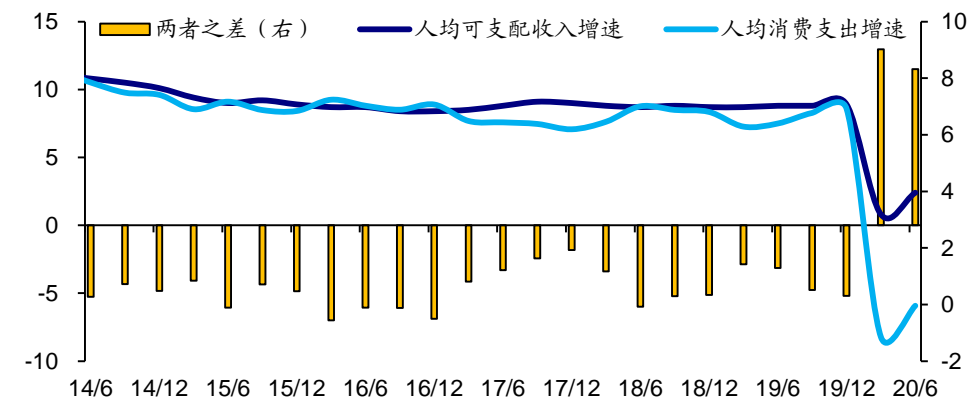
资料来源：WIND，海通证券研究所

收入-消费缺口大，仍有释放空间。

其实，20年以来消费增速的下滑更多地还是因为人们“不愿意去花钱”。20年上半年全国居民人均可支配收入增速2.4%，但人均消费支出增速降幅仍高达-6%，两者之差超过8个百分点，居民收入和消费增速之间出现了较大的“缺口”，这种现象在14年以来还是第一次出现。



图23 全国居民人均可支配收入与消费支出增速以及两者之差 (%)



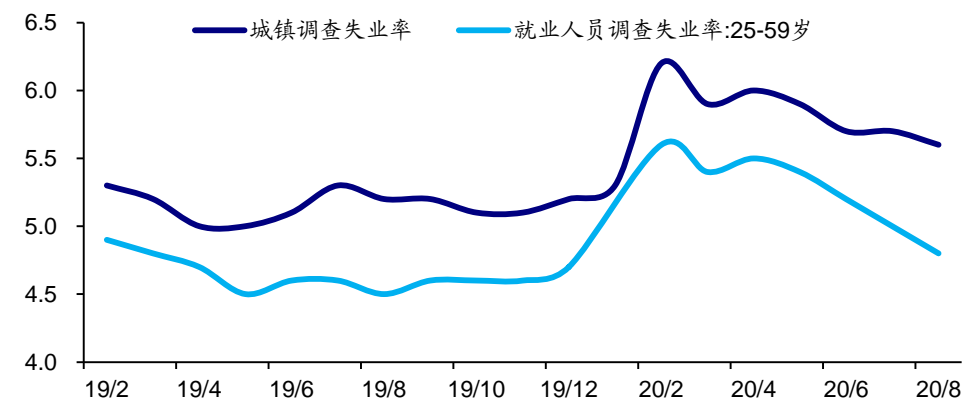
资料来源：wind，海通证券研究所

为什么大家消费意愿明显降低？主要有三方面原因。

**一是因为疫情。**大家担心感染新冠的风险，不敢走出去花钱，比如旅游等外出服务消费就恢复得比较缓慢，但黄金周的数据已经表明，我国居民对于疫情的担心在很大程度上已经减弱。

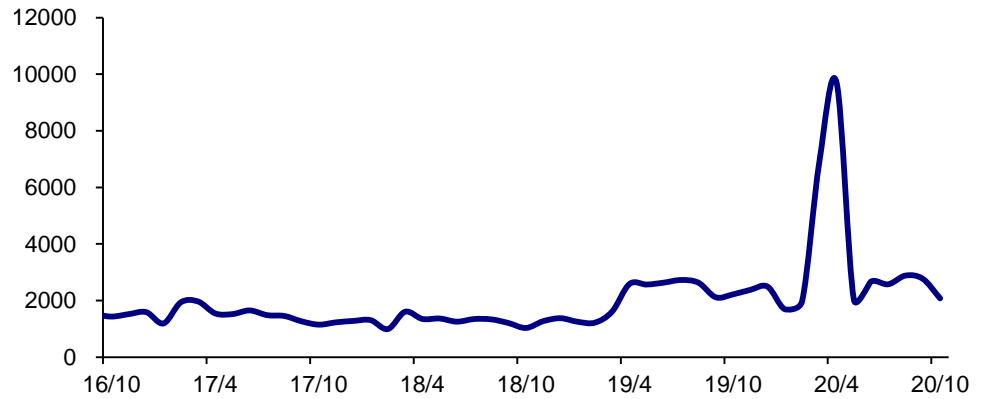
**二是因为预期。**疫情导致经济减速，大家担心后面收入会受到影响，甚至可能存在失业的风险，况且收入增速恢复也还没有达到疫情前的水平。但由于我国经济增长恢复较快，失业压力相比于疫情发展的第一阶段已有很大的下滑。8月我国城镇调查失业率降至5.6%，25-59岁就业人员调查失业率更是降至5%以下。

图24 我国城镇调查失业率以及25-59岁就业人员调查失业率 (%)



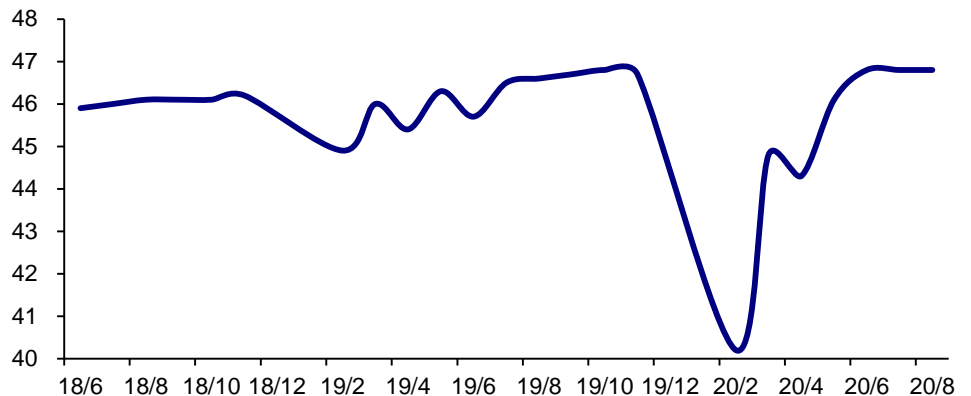
资料来源：WIND，海通证券研究所

从百度和搜狗搜索引擎基于大数据的统计来看，“失业金领取条件”的搜索指数均值也已基本降到了疫情前的正常水平，远低于3月和4月的峰值，失业风险的减轻和经济增长的恢复将会逐渐引导人们预期的调整。

**图25 百度+搜狗失业金领取条件搜索指数（次）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**三是缺乏闲暇。**疫情后制约消费恢复，特别是服务消费部分改善的一个很重要的因素，在于闲暇时间更为缺乏。疫情期间生产经营活动陷入停滞，在复工复产之后，很多企业要补上因为疫情所耽误的工作进度，更何况由于我国在全球疫情蔓延下的优异表现，还收获了一些扩张机会，这就使得就业人员工作时间有所延长。6月以来我国就业人员平均工作时间持续处在 46.8 小时/周的高位，这就制约了人们像旅游、观影和西餐等需要闲暇时间的服务类消费。

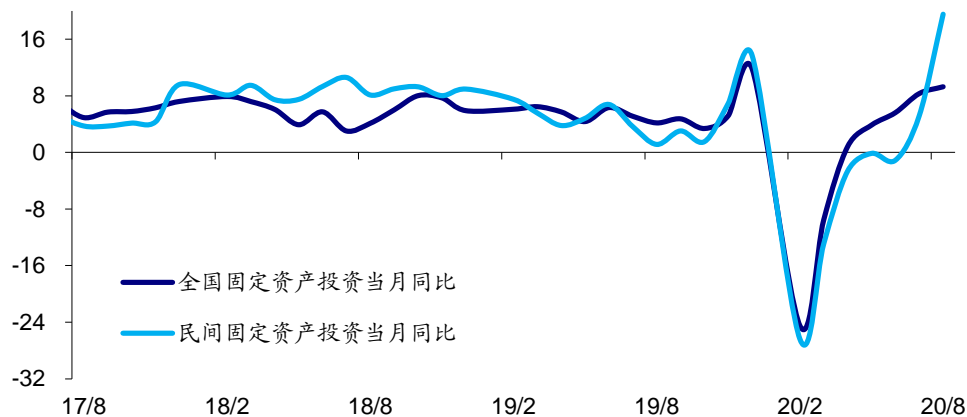
**图26 就业人员平均工作时间（小时/周）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 投资内生修复。

从投资端来看，修复进程也开始由内生动力接棒。8月份固定资产投资的当月增速继续上行至 9.3%，尤为值得重视的是，8月份民间投资当月增速显著回升至 19.5%，一举反超固定资产投资整体增速，体现内生恢复的强劲势头。

图27 我国固定资产投资和民间投资当月同比增速 (%)

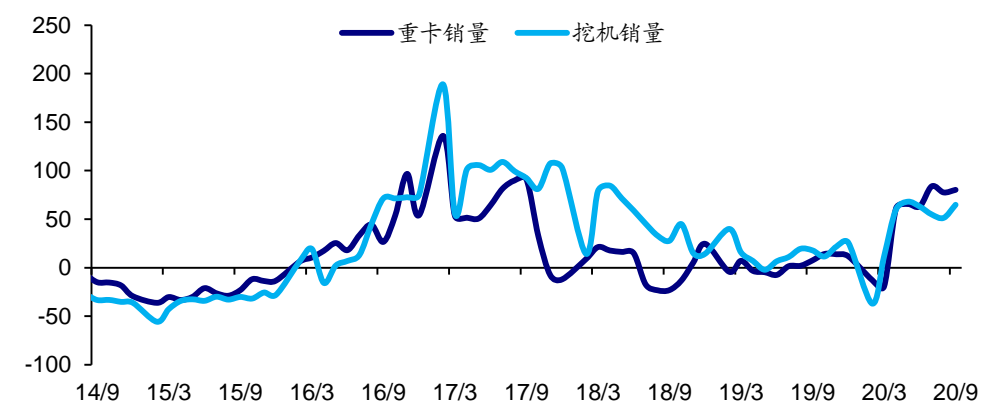


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 挖机、重卡大卖。

而和投资项目施工关联紧密的挖掘、重卡持续大卖。9月挖机销量同比增速回升至64.8%，创6月以来增速新高，即便去年同期基数有所抬升，9月重卡销量同比增速依然上行至80%，20年前三季度累计销量已超过去年全年水平。这意味着下游项目施工建设或仍较旺盛。

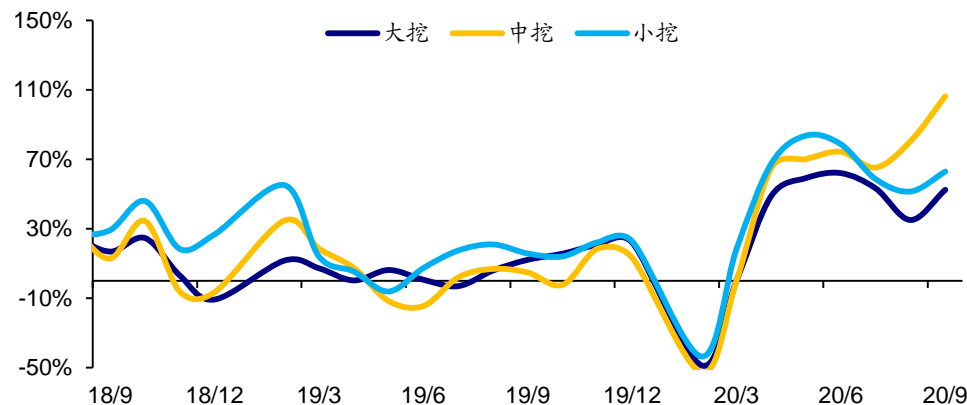
图28 挖掘机和重卡销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

从挖机销量的结构上来看，大、中、小型挖掘机销量增速普遍上行，增速水平均超过50%，其中和地产投资关联度更高的中挖销量增速最为突出，指向后续投资增速或也并不弱。

图29 大、中、小型挖掘机销量同比增速 (%)



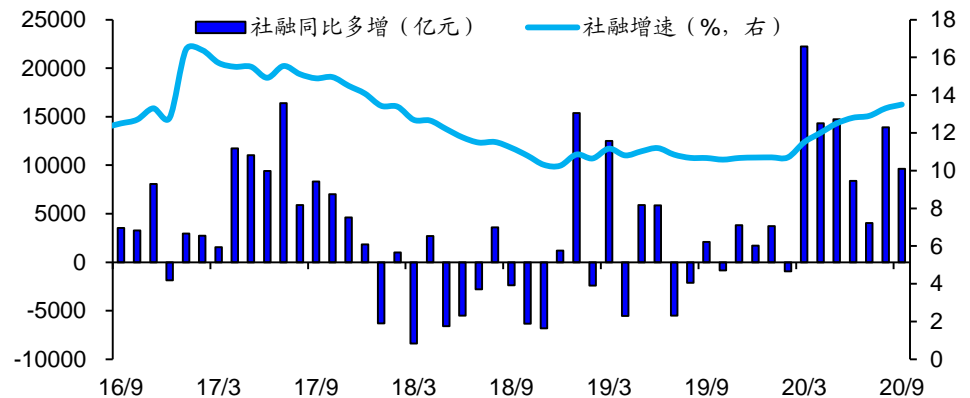
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 4. 货币真正收紧，还有多久

社融仍在上行。

从信用周期的角度来看，当前信用扩张的进程仍未停止。9月新增社融3.48万亿元，同比多增9630亿元，社融存量增速也继续回升至13.5%，创下18年以来的新高。剔除政府债券之后，9月社融增速也反弹了0.1个百分点。

图30 社会融资规模增速及每月同比多增

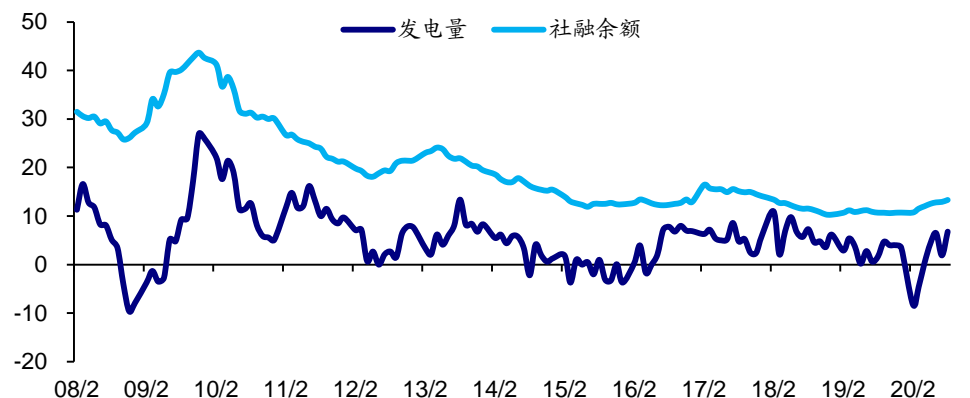


资料来源：WIND，海通证券研究所

融资领先经济。

而历史数据表明，社会融资总量余额增速是决定中国经济走势的重要领先指标，往往领先经济增长1到2个季度。因此，本轮经济复苏周期的持续时间，取决于信用扩张进程何时结束。

图31 发电量和社会融资余额同比增速（%）

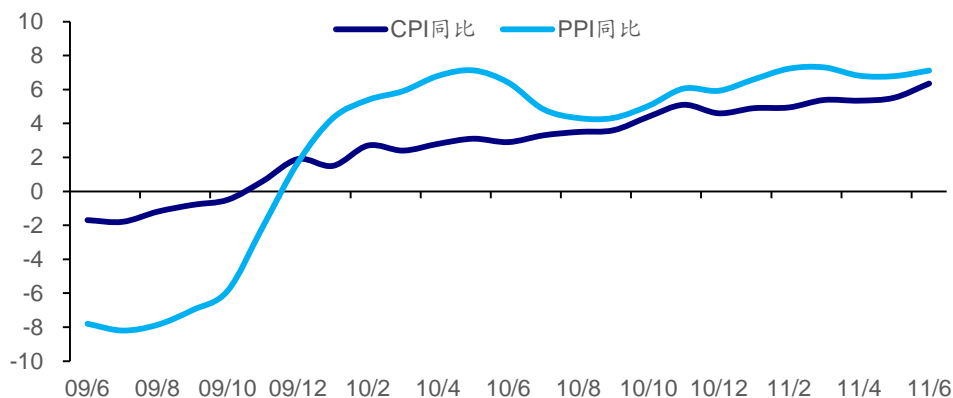


资料来源：WIND，海通证券研究所

我们不妨从08年以来的三轮周期中寻找答案。

第一次社融增速见顶在09年末10年初。

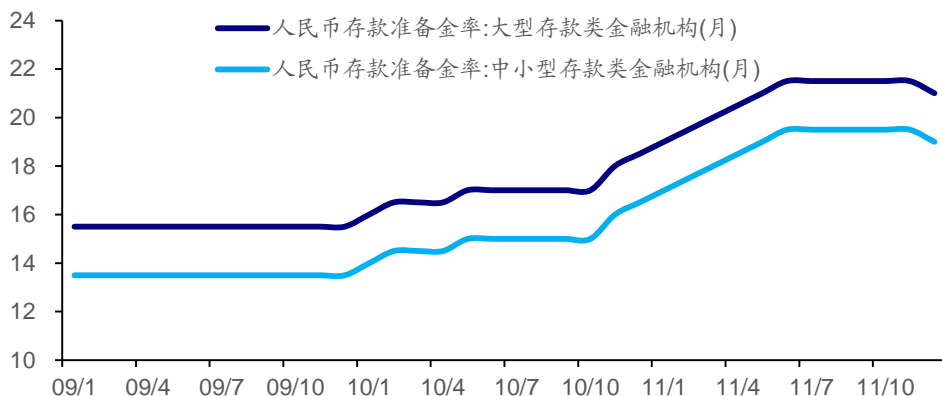
**经济增长回升，通胀加速上行。**08年金融危机后，在“四万亿”刺激政策的推动下，09年我国经济增长速度逐季上行，三季度GDP同比增速已回升到10%以上，超过08年三季度的增速。而此时通胀水平形成了加速上升的趋势，09年7月CPI和PPI同比增速见底回升，11月CPI同比增速由负转正，12月PPI同比增速转正。

**图32 09年6月至11年6月CPI和PPI同比增速(%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 央行升准应对, 结束货币宽松。

为了应对通胀明显上行的压力, 以及针对信贷增速上升过快等问题。10年1月初央行即上调存款准备金率0.5个百分点, 这也是存款准备金率自09年以来的首次上调, 释放了货币政策转向的信号, 其后在10年年内央行一共五次上调存准率。而随着央行升准, 社融增速也自43%左右的高点回落。

**图33 存款类金融机构准备金率(%)**


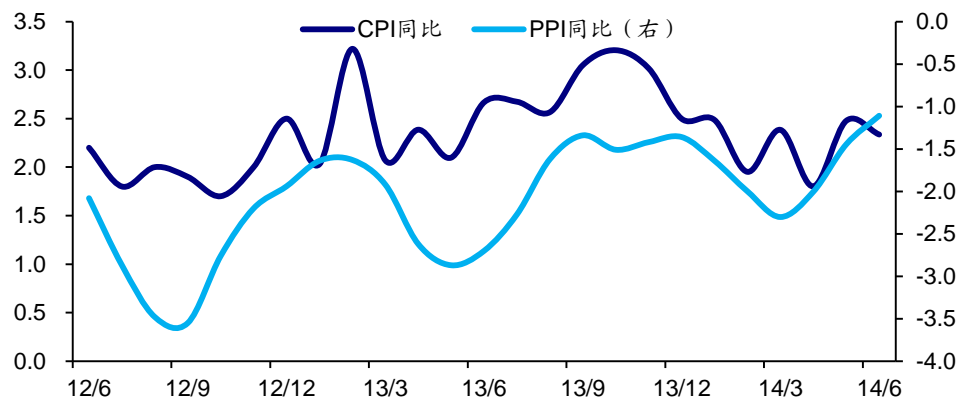
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 第二次社融增速见顶在13年2季度。

**经济增长温和。通胀高位运行。**13年初经济开局平稳, 1季度GDP实际增速7.9%, 较12年4季度增速基本稳定, 略高于12年全年增速水平, 而二季度初呈现出一定的增长回落压力。物价方面, 自12年底以来, 虽然PPI同比持续处于负增长区间, 但以CPI所反映的通胀增速走势不断攀高, 12年11月同比增速突破2%, 13年2月增速短期突破3%, 但也需要注意到, 11年以来我国通胀增速中枢水平一直处于高位, 13年CPI全年增速较11年和12年略有回落。

而13年金融体系问题较为突出, 银行通过表外和同业业务扩张的方式, 绕道监管来投资非标资产, 期限错位严重, 同业杠杆也有明显上升。加大风险的同时使得资金滞留在金融体系中“空转”, 不利于对实体经济的支持。

图34 12年6月至14年6月CPI和PPI同比增速(%)

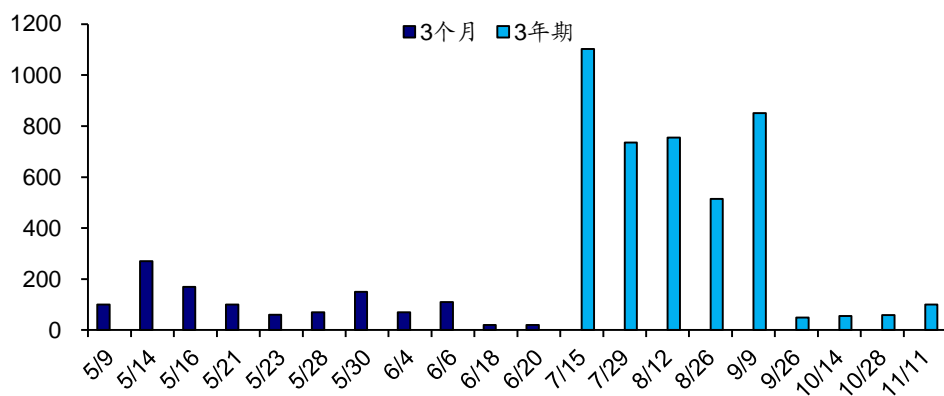


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 监管措施有所加强, 重启央票上调利率。

在监管有所加强的背景下, 5月初央行重启了自12年以来暂停的3个月期央票的发行, 6月市场出现“钱荒”, 7月央行更是重启了3年期央票的发行, 回笼并锁定长期流动性。在7月和8月份分别重启了7天和14天逆回购, 而且当时的7天逆回购利率从年初的3.35%大幅上调到了4.4%, 14天逆回购利率从3.45%大幅上调到了4.5%。在一系列偏紧措施的影响下, 社融余额增速也自24%左右的高点开始拐头向下。

图35 13年央行央票发行规模(亿元)



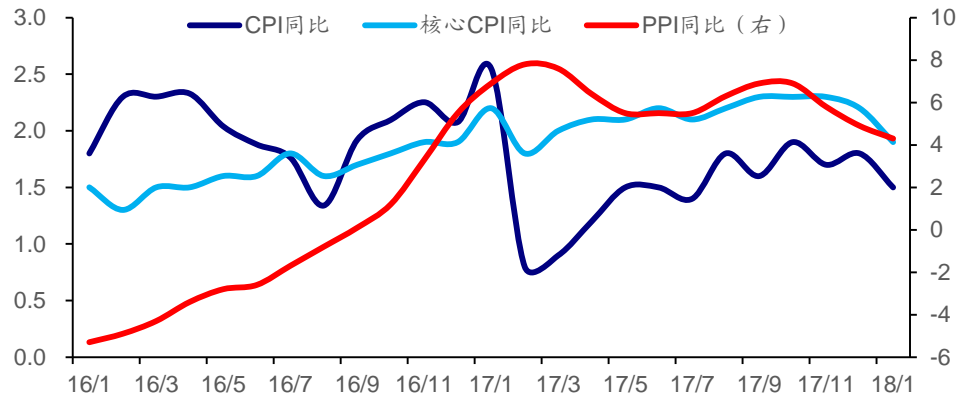
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 第三次社融增速见顶在17年初。

经济平稳增长, PPI压力加大。16年全年经济增长速度较为稳定, 但由于去产能的推进, PPI上行压力明显加大。16年9月PPI同比增速由负转正, 而11月增速就突破3%, 12月增速更是升至超过5%, 核心CPI在16年底的同比增速水平也接近2%。



图36 16年初至17年底CPI、核心CPI及PPI同比增速(%)

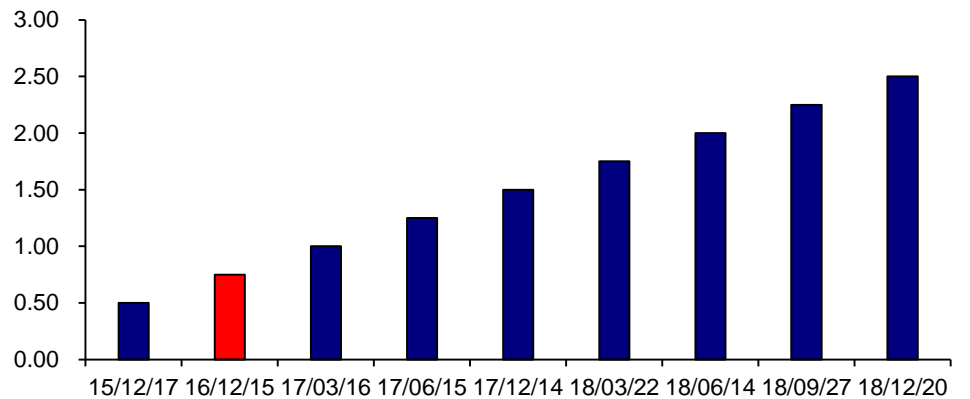


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 美联储加息靴子落地。

另外, 在16年底美联储加息靴子落地, 在12月15日美联储将基准利率调升25个基点, 从0.25%-0.5%上调至0.5%-0.75%。而当时预计17年美联储将加息3次, 比原有市场预期多1次。这也给我国货币政策带来调整压力。

图37 美联储基准利率调整(%)

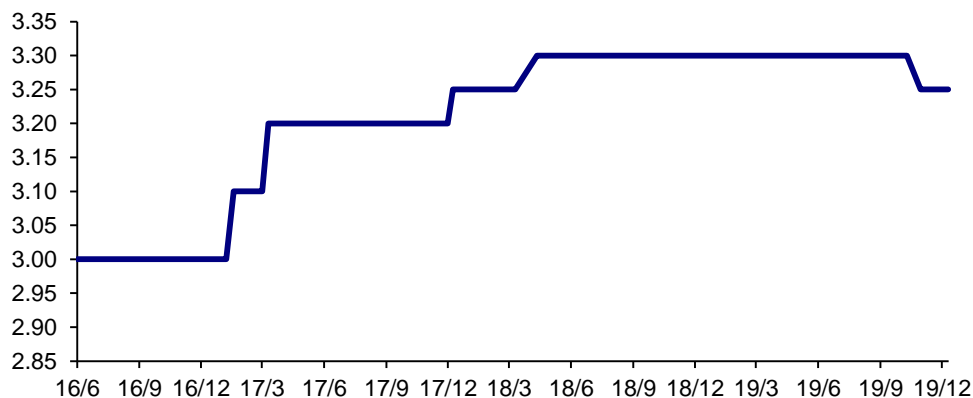


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 操作利率上调, 释放收紧信号。

我国随后也进行了政策工具利率的调整。17年春节前我国央行提高MLF利率, 1年期MLF利率由3%升至3.1%, 6个月MLF利率由2.85%升至2.95%。2月上调了7天和14天逆回购的操作利率和SLF利率, 去杠杆和抑泡沫的态度明确, 货币政策回归中性偏紧, 社融余额增速也从超过16%的顶部回落。

图38 1年期 MLF 利率水平 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

总结过去三轮信用周期的经验，我们发现：

**第一，社融增速的见顶回落来自于央行货币政策的调整。**从过去三轮信用扩张周期的结束来看，都和央行货币政策转紧有关，没有政策推动，很难看到信用扩张过程的自发结束。

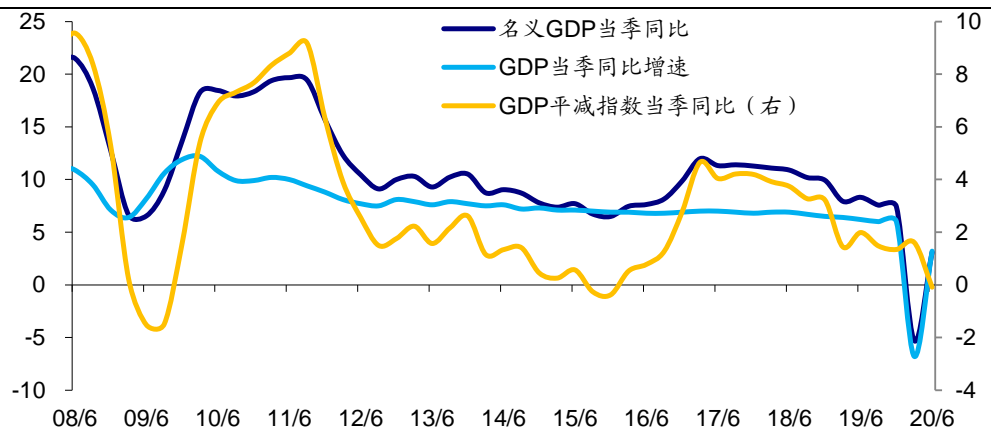
**第二，通胀和货币宽松退出的相关度更高，金融风险次之，经济增长居末。**在过去三轮信用周期之中，每一次货币政策调整所伴随的信用扩张结束，都发生在物价增速高企或者是加速上升时期，但物价上涨压力只需要 CPI 或者 PPI 两者之一贡献即可。而金融风险的防范也是政策调整的重要考量，但经济增速对于政策的影响不大，仅需要其保持在温和增长区间即可。

**第三，央行需要给出方向明确的政策调整信号。**09 年末 10 年初社融增速的见顶来自于央行上调存款准备金率，其后年内五次上调存准率回笼资金；13 年年中的社融增速见顶来自于央行重启央票操作，后续调升逆回购利率；17 年初社融增速高位下滑来自于央行提高 MLF 利率，并伴随其后提高逆回购和 SLF 利率。

经济增速尚待回升。

由此来看我国本轮信用扩张周期。一方面，我国经济增长速度还没有回到潜在增速水平，上半年 GDP 累计同比增速仍处于负增长区间，第三季度的经济增速才接近于疫情前的增速值，经济目前还不具备温和增长的条件，但明年或不再成为政策调整的制约因素。

图39 GDP 名义和实际同比增速、GDP 平减指数同比增速 (%)

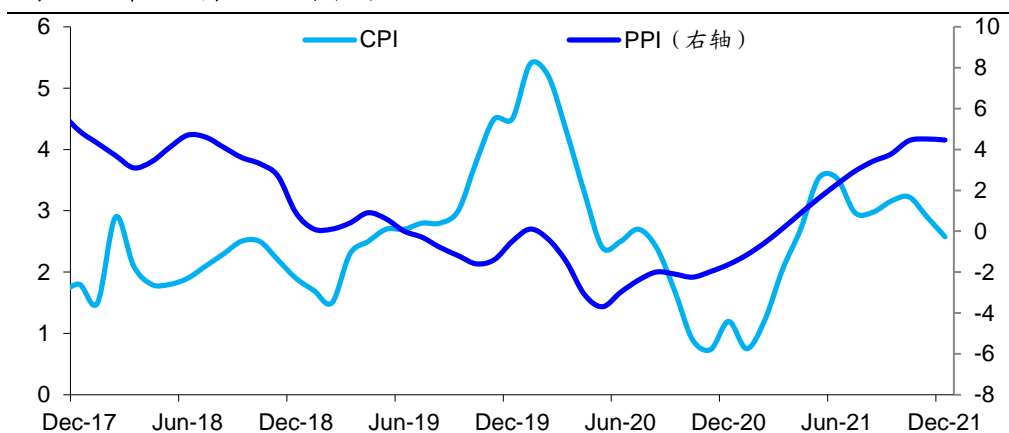


资料来源：WIND，海通证券研究所

通胀短期回落，年内难至高位。

另一方面，通胀短期还在回落，年内升至高位的风险较低。9月CPI和PPI同比增速分别降至1.7%、-2.1%，猪周期导致年内CPI增速仍有回落压力，由于经济复苏态势温和，PPI同比增速上行速度也并不快，我们预计，明年3月PPI同比增速有望转正，届时CPI增速也或将再度突破2%，给政策调整带来有利环境。

图40 CPI和PPI同比及预测(%)

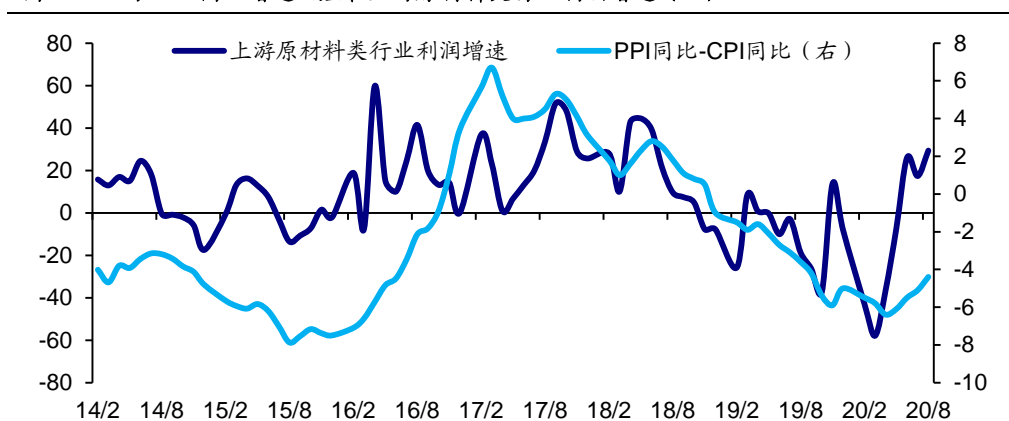


资料来源：WIND，海通证券研究所

既然短期货币政策难以真正收紧，信用扩张周期也就难言结束，根据融资对于经济增长的领先性，经济复苏至少会持续到明年上半年。

一方面，随着经济的温和复苏，周期性行业的盈利增速将趋于改善，特别是CPI和PPI同比增速之间的“剪刀差”有望进一步收敛，这将改变现有行业利润的分配格局，助推上游原材料类行业利润增速走高。

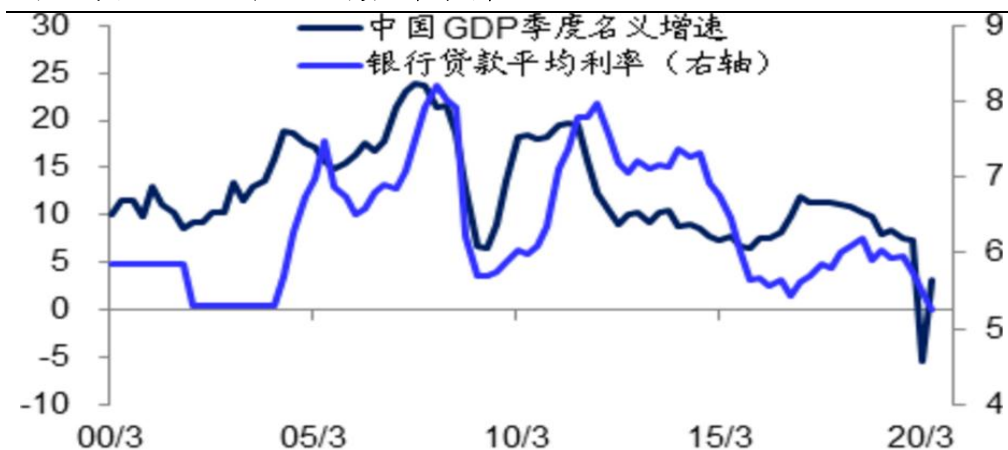
图41 PPI与CPI同比增速之差和上游原材料类行业利润增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

另一方面，货币政策保持中性的背景下，经济步入复苏周期也会带动利率水平随之上升，债市的调整可能仍未结束。

图42 我国 GDP 名义增速与银行贷款平均利率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
陈兴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 yllq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ysl10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
周旭辉(021)23212382 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒(021)23219810 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ynmnu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 美(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱超明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
孟 陆(010)56760096 ml13172@htsec.com  
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com  
郑 蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com  
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅(021)23212711 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



**电子行业**

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**非银行金融行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 联系人  
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 罗 丹 zd12213@htsec.com  
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**银行行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com  
 张 弋 (010)58067852 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**研究所销售团队**
**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 李 婕 lj12330@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com