

# 经济变化与市场走势的错位

## --2023年二季度经济与市场展望

专题报告 · 宏观经济

国信宏观固收

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S098051310001

- [ 01 ] 市场感受：基本面与市场走势的背离
- [ 02 ] 基本面驱动交易的传导渠道
- [ 03 ] 对于未来经济与利率的几个看法
- [ 04 ] 今年想检验的新思路：信贷库存周期

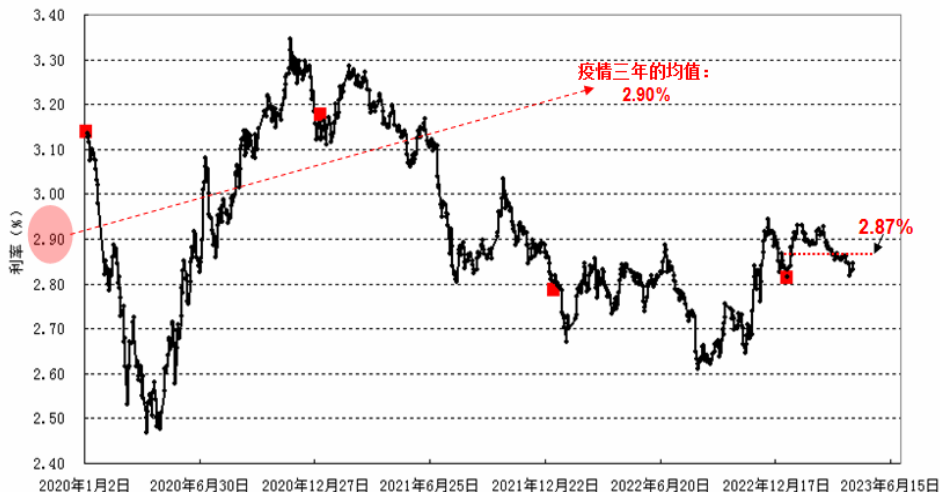
# • 基本面与市场走势的“背离”

- 一季度：股债双牛
- 感受度与常识似乎背离
- 对短期背离的各类解释

# “尴尬”的股债双牛

- 2023年一季度：股债双牛；
  - 从研究分析角度来理解的牛熊：均值与现值的比较；
  - 从更长时间维度来定义牛与熊：三年均值与现值的比较；
- 感受度却并不顺畅：
  - 市场的短期变化和我们的惯有常识似乎背离；

2020年疫情以来10年期国债利率走势一览  
(红色方框点为年度开年第一个交易日)



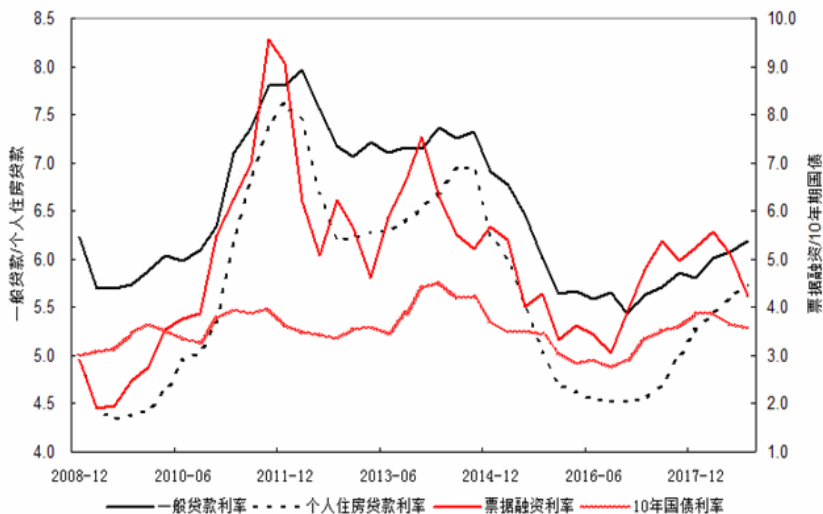
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



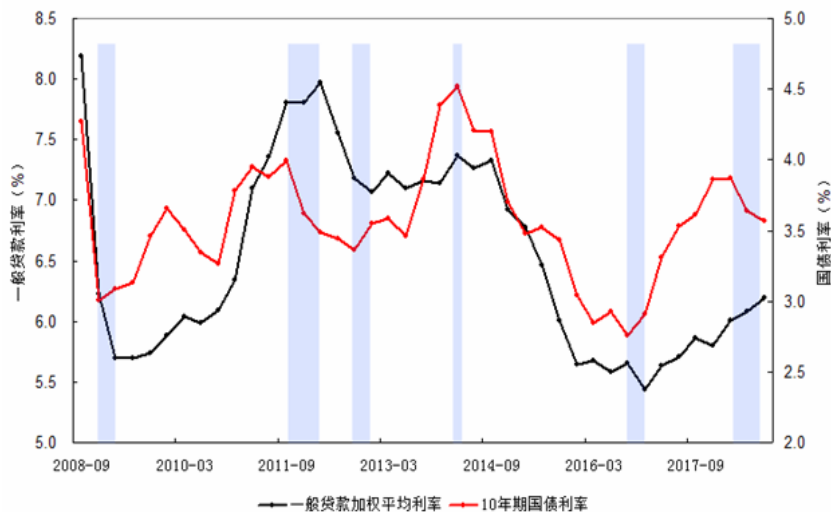
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 对“背离”的解释之一：基本面与政策面的分化

- 一季度确实是：经济回暖+政策宽松，特别体现在货币政策方面；
- 基本面和政策面的分化经常会出现，特别是在市场大型拐点时期；
- 谁为主导，从理论而言涉及到利率属性的争论：内生性OR外生性；
- 结论：
  - 各类型利率虽然都内含有内生性和外生性的双重属性，但是从长期来看，内生属性是主导型的。利率是具有内生和外生的二重属性，但是长期来看，利率是内生决定的；



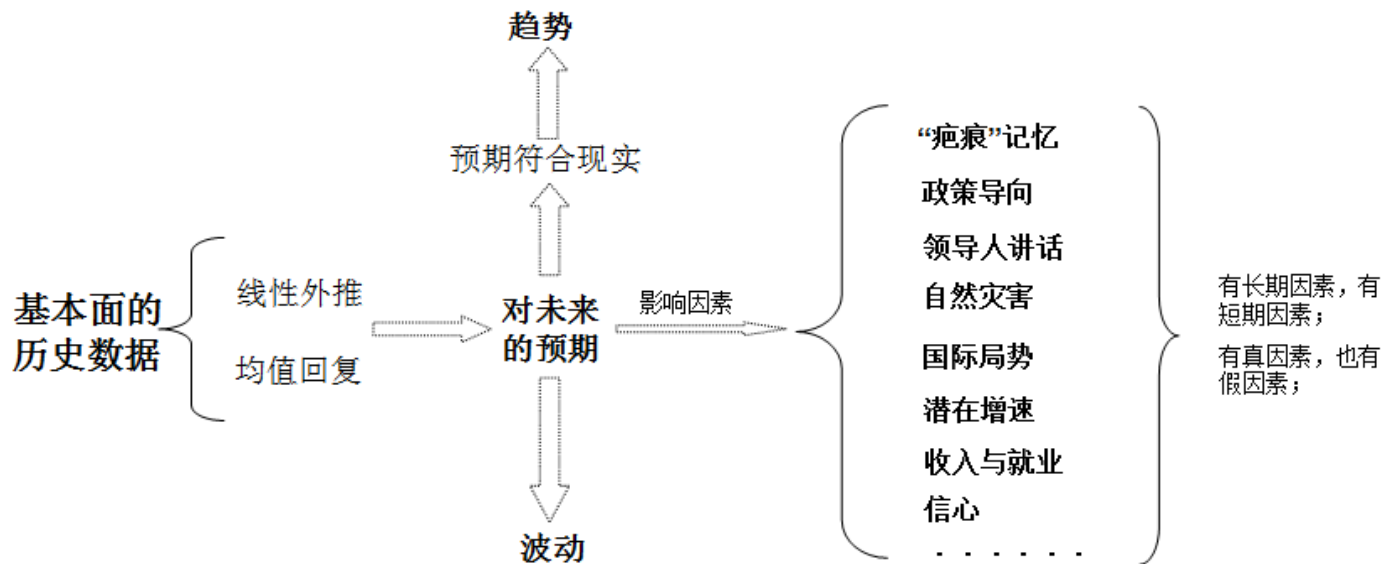
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

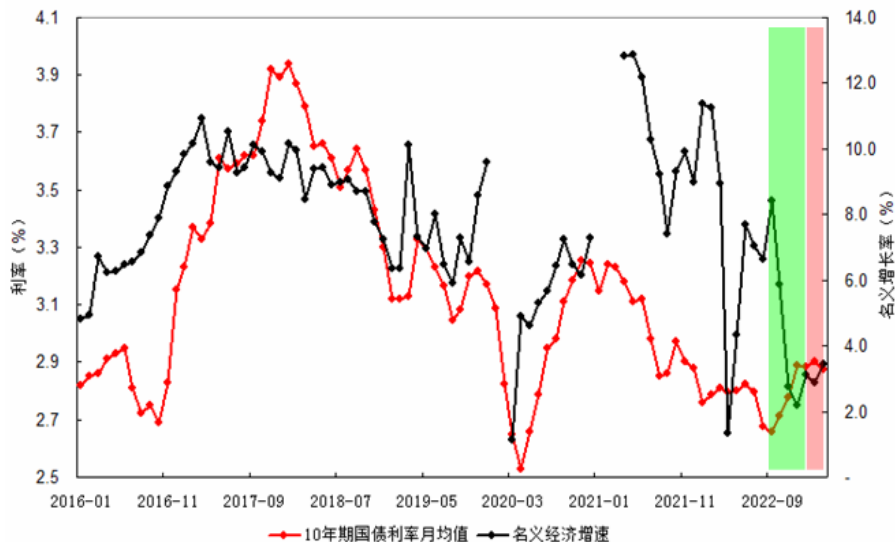
## 对“背离”的解释之二：预期因素

- 问题：3月份的数据可否指引4月份的投资？
- 历史的基本面数据无法指引未来的投资，是由历史数据引申而出的预期指引着未来的投资行动；

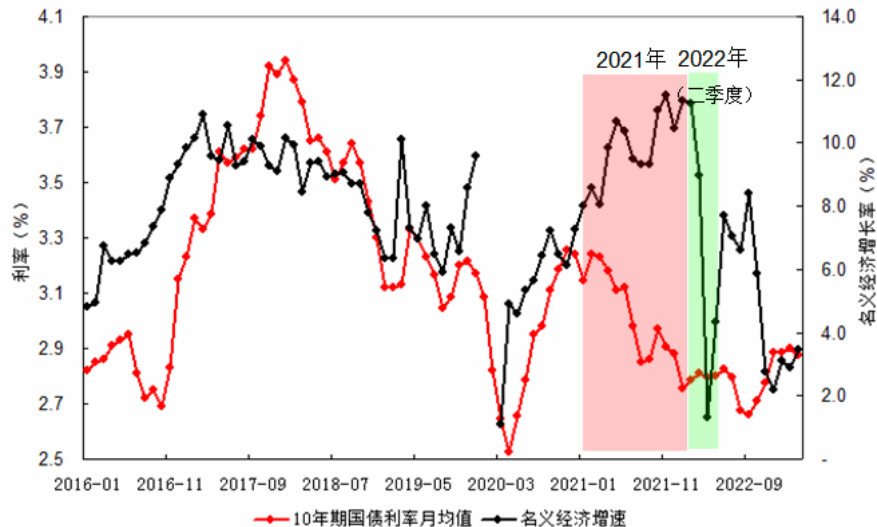


# 对“背离”的解释之三：延长观察的周期

- 各个疑问：为什么2-3月份经济回暖，利率反而重心回落？为什么2022年二季度上海疫情，利率不降反升？
- 去年四季度+今年一季度，单独看均有背离；
- 结合起来看，也许更理性；
- 另一个案例：2021年和2022年；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

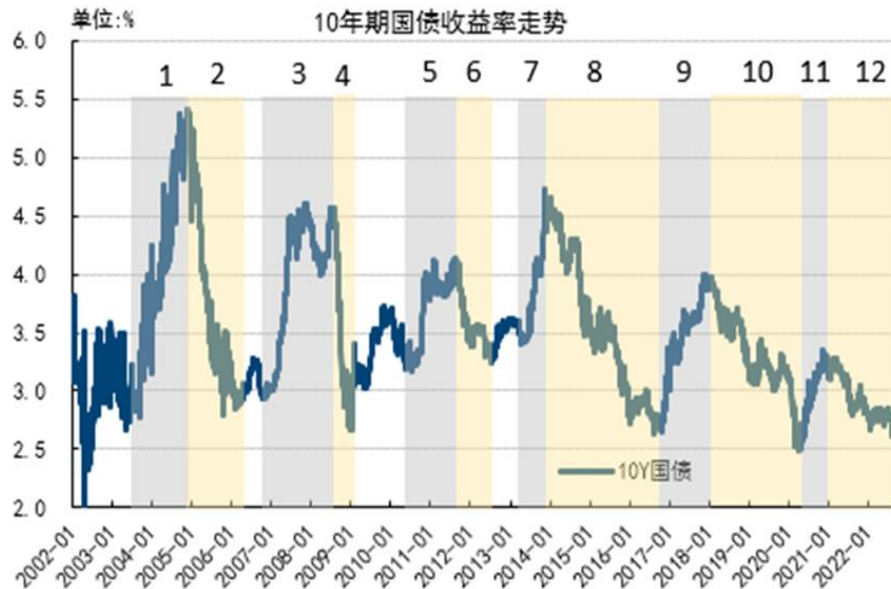
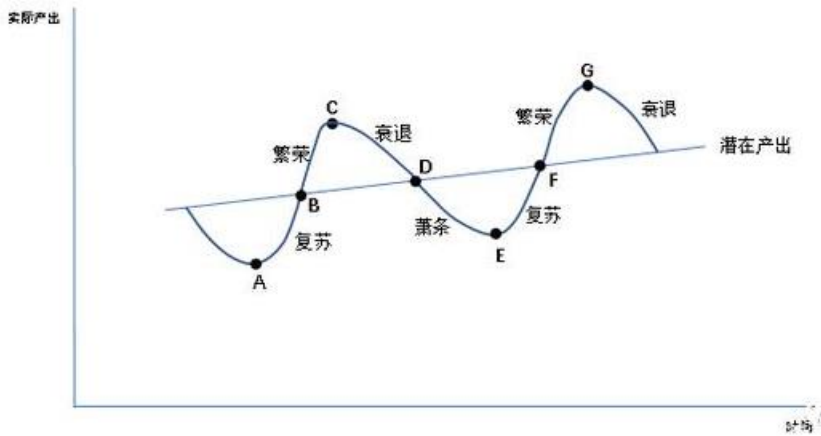
# • 基本面驱动交易的传导渠道

- 各类分析框架的基础
- 分析框架
  - 美林投资时钟衍生的“名义增速定利率”；
  - “货币+信用”风火轮；
  - “信贷库存周期”；
- 政策不确定性对预期的影响



# 各类分析框架的底层基础

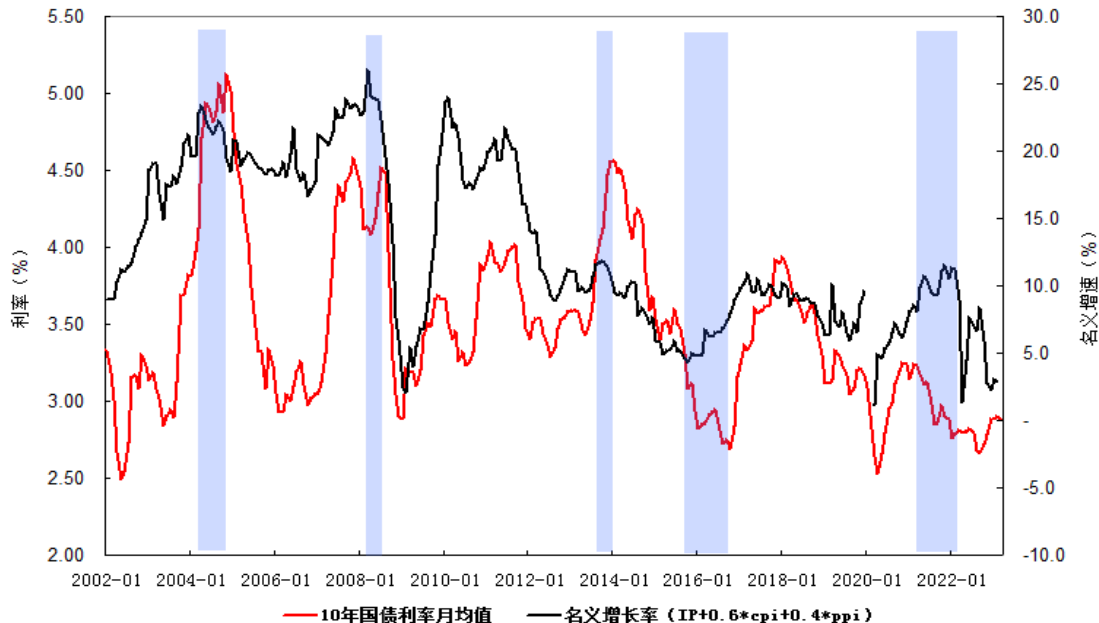
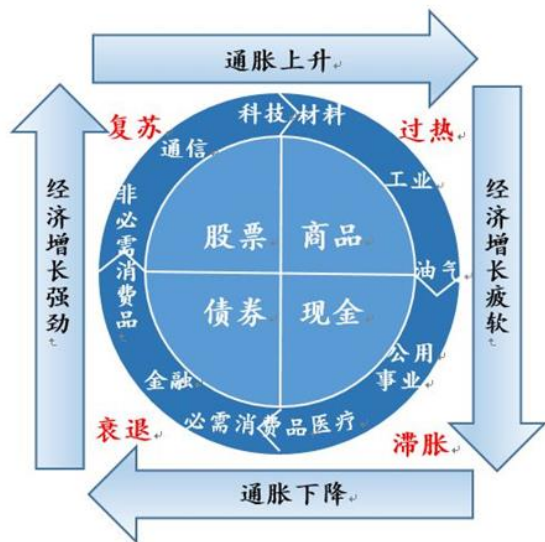
- 利率的升降是经济周期变化的结果，经济周期变化的四种状态：复苏—繁荣—衰退—萧条；
- 这四种状态构成了各类分析框架的底层基础；
- 各类分析框架实质上是在用不同的宏观变量表达这四种状态；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 分析框架之一：从美林时钟到“名义增长率”



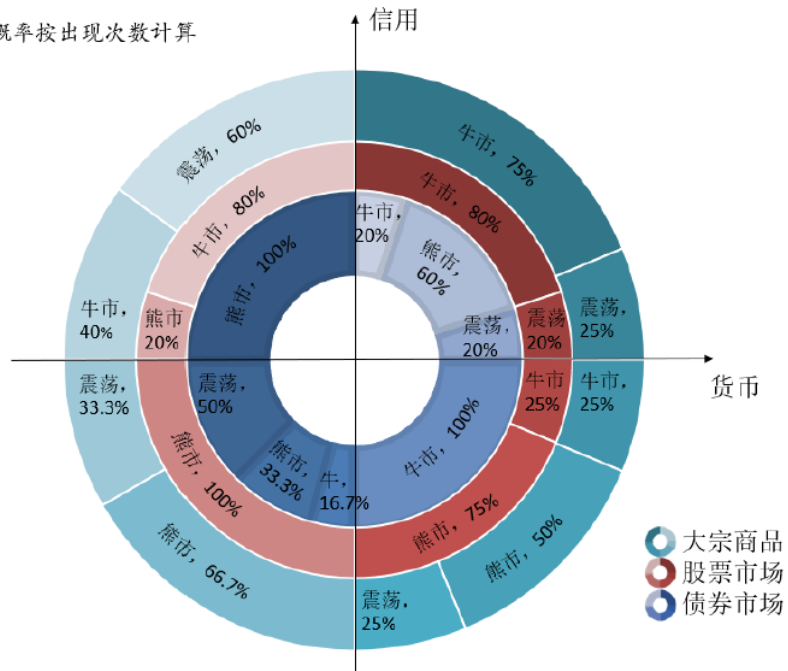
## ● 结论：

- 利率的方向与经济体名义经济增速的方向正相关；
- 利率变化的幅度与名义经济增速的变化幅度非线性相关；

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

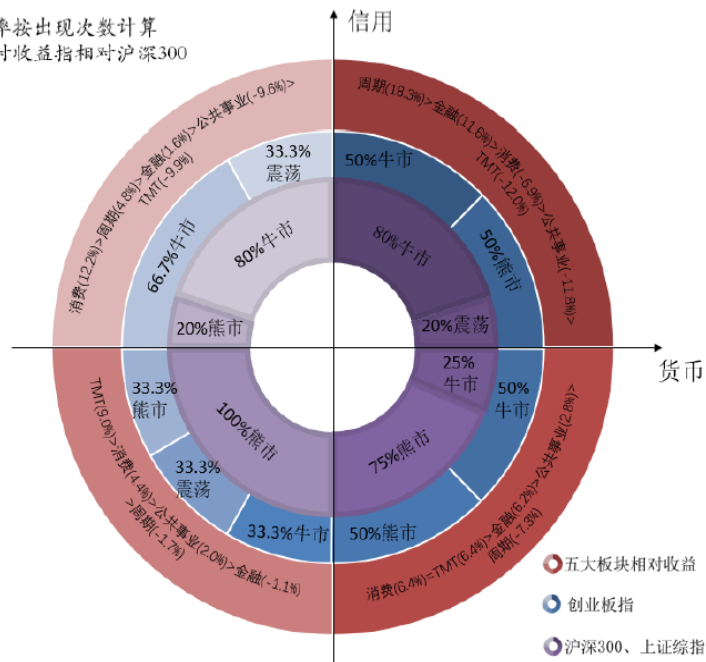
# 分析框架之二：“货币+信用”风火轮

概率按出现次数计算



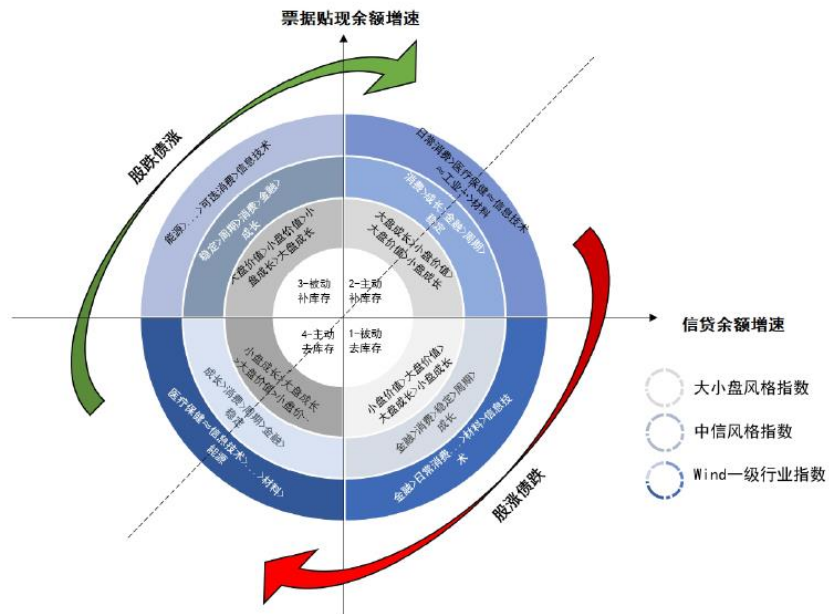
资料来源：国信证券经济研究所编绘

概率按出现次数计算  
相对收益指相对沪深300

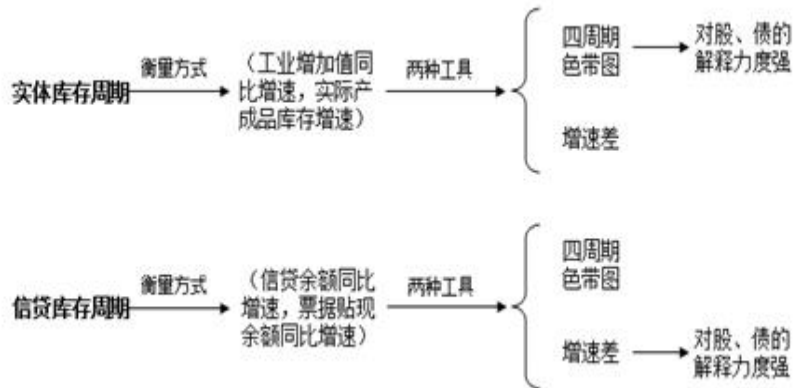


资料来源：国信证券经济研究所编绘

# 分析框架之三：信贷库存周期

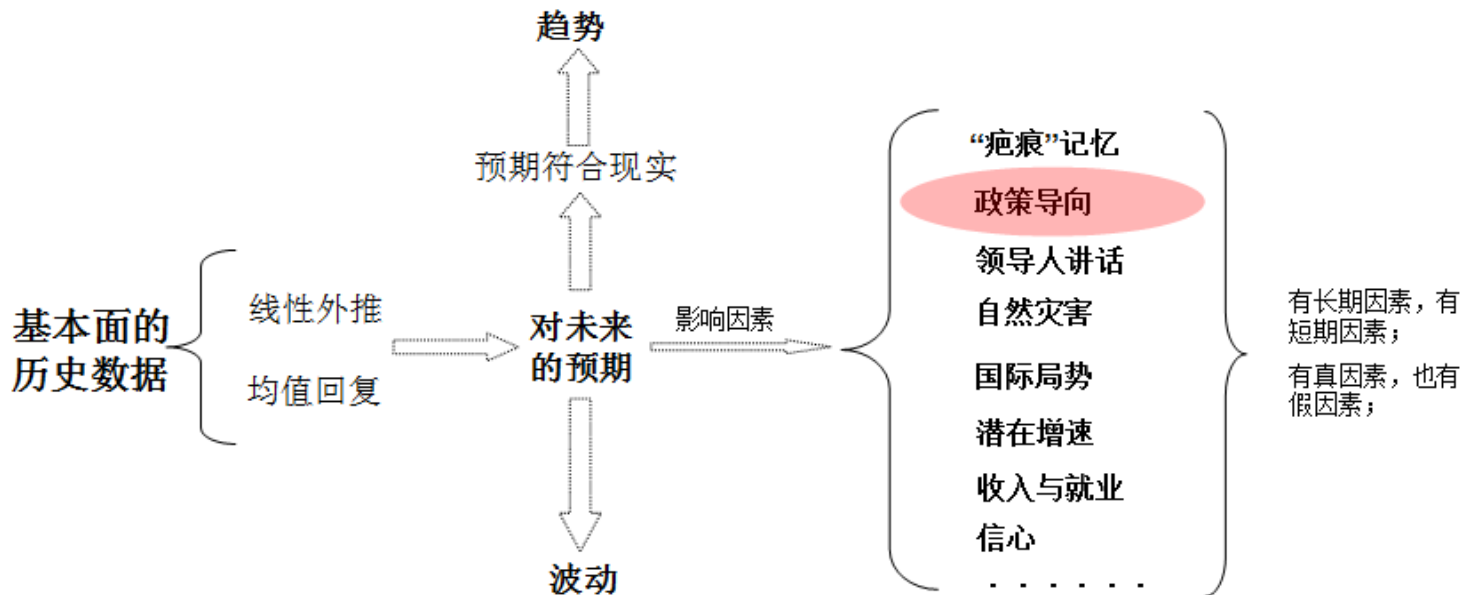


## 库存周期



# “解释过去”与“预测未来”

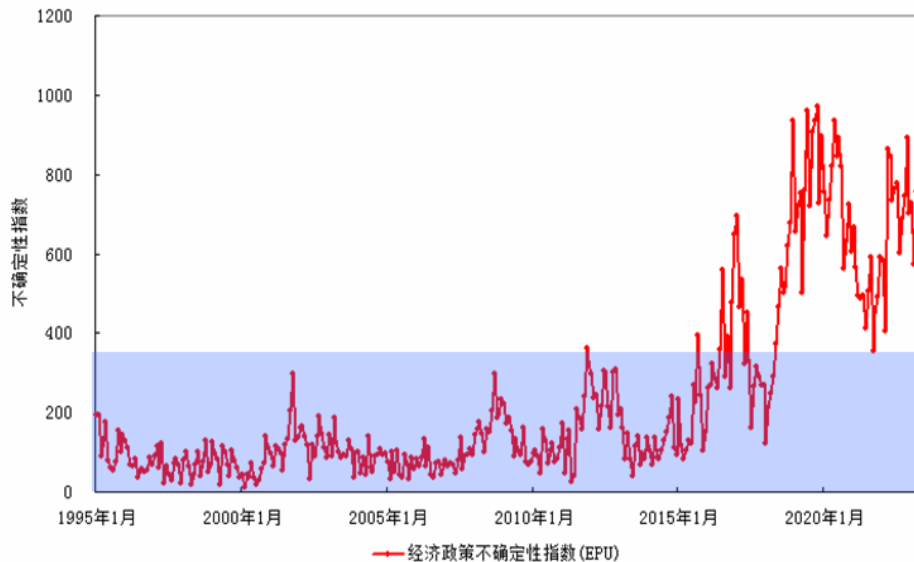
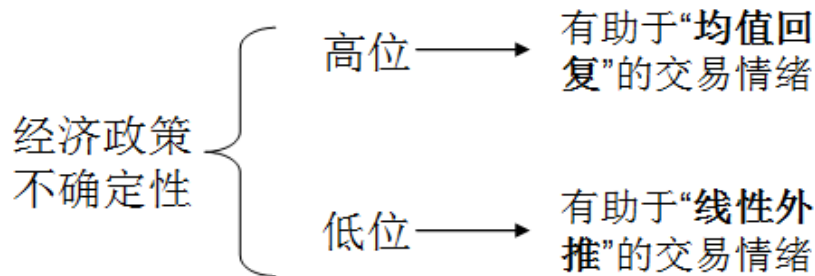
- 历史经济数据→预期→交易，这个传输链条中，政策导向是最关键的一环；
- 长期来看，政策无效，但是期待不确定性降低；
- 短期来看，货币与财政政策依然重要；



资料来源：国信证券经济研究所绘制

# 短期情绪：经济政策不确定性指数的位置决定了预期外推的种类

- 从交易情绪来讲，我们确实处于一个“淡化历史数据”的过程中；
- 这也是当前对于经济恢复持续性担忧的根本；
- 但是这只是在影响短期情绪；



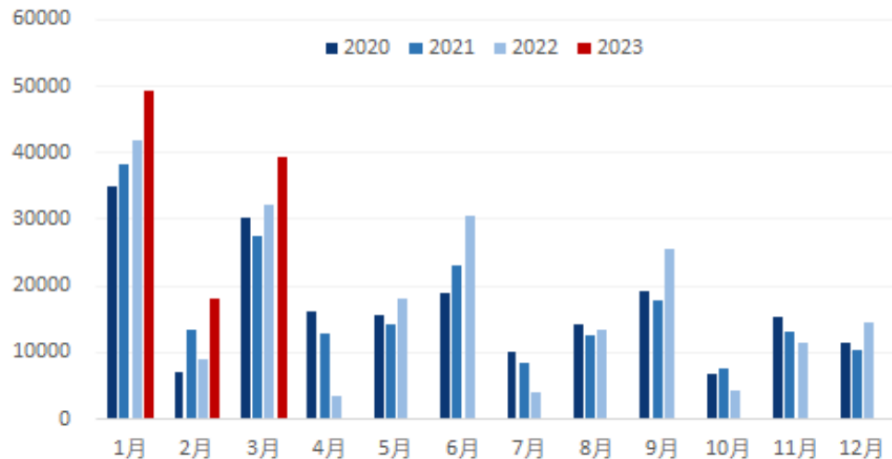
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 中期来看：经济政策依然积极

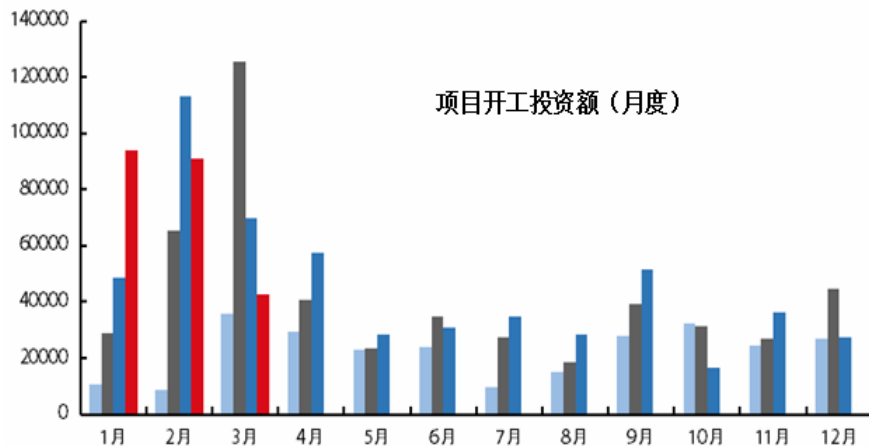
- 各类政策力度的综合衡量标准：社会融资规模的扩张；
- 特别是“量的扩张+价格的回落”，更说明政策的积极；
- 信贷—证明了供给端政策的积极； 财政—保持在2021、2022年同期的均衡水平；

新增人民币贷款:当月值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 2020 ■ 2021 ■ 2022 ■ 2023



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

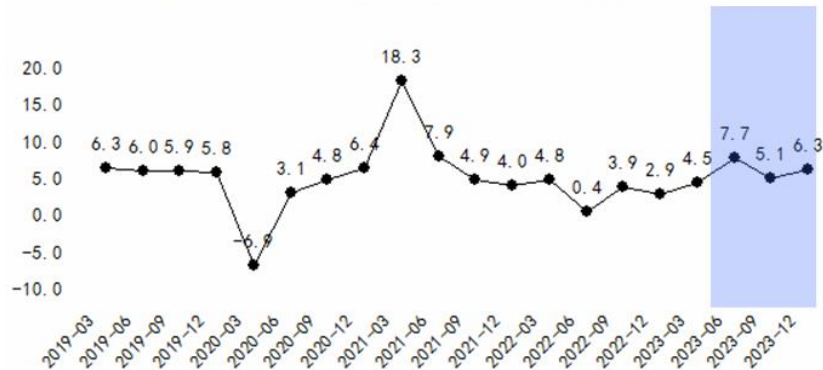
### • 对于未来短期内经济与利率的一些看法

- 出口、地产与市场预期的偏差；
- 实物量与服务量的弹性差异；
- 货币市场利率结构的不均衡；
- 产业结构变迁中的利率中枢变化；



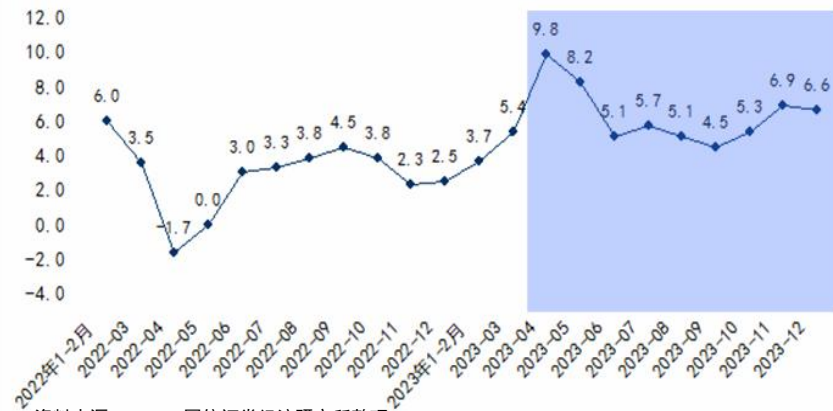
# 结论：我们对于今年经济走势的预测（以及更加真实的数据反映）

中国:GDP:不变价:当季同比(%, 2023年二季度起为预测值)

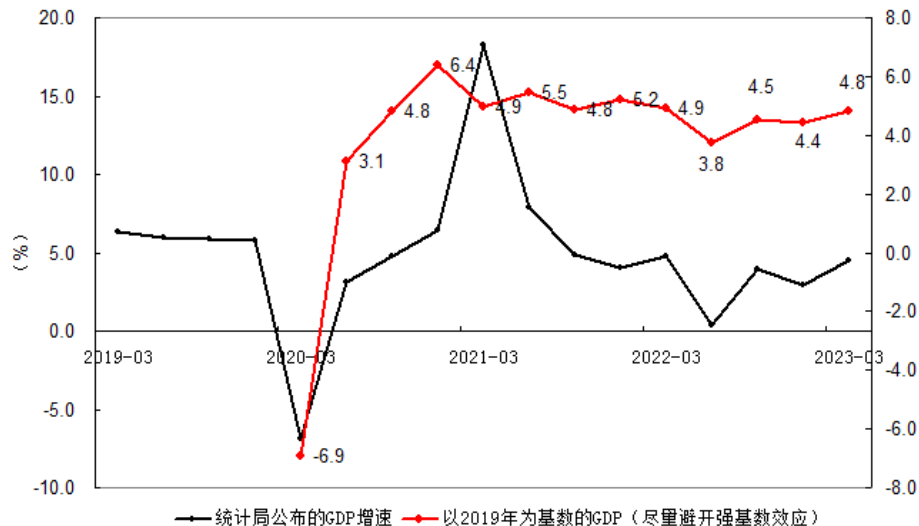


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中国:GDP:不变价:当月同比测算值(%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

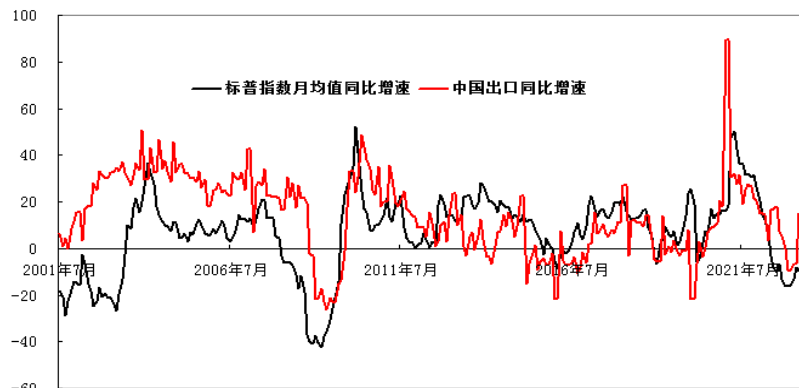


— 统计局公布的GDP增速 — 以2019年为基数的GDP（尽量避开强基数效应）

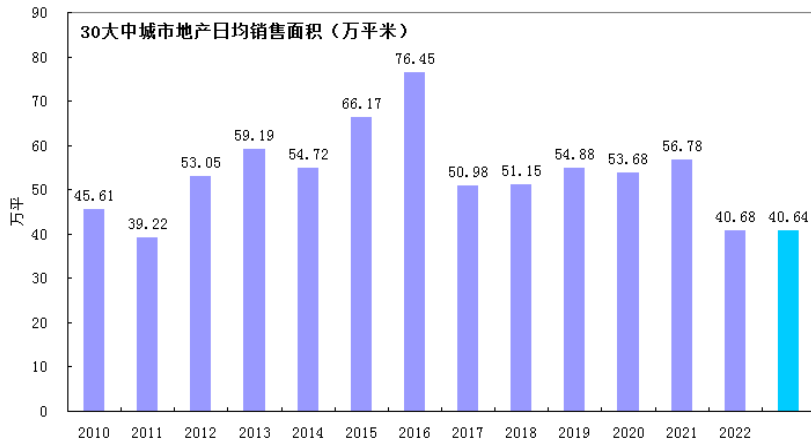
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- 预计今年GDP增速远超年度规划目的，全年水平在5.5%以上；
- 三大需求的推动程度：消费>投资>出口；

# 关注点之一：出口与地产的超预期性

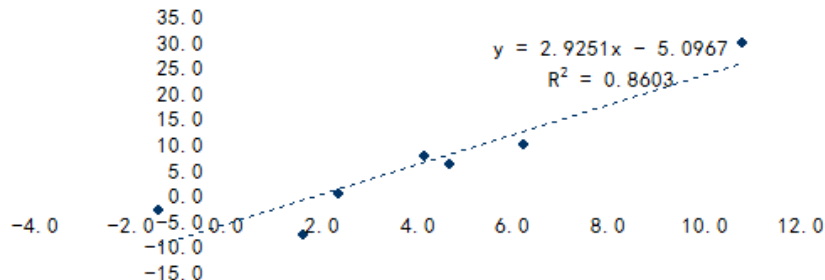


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2013-2021年中国出口同比与美英法德现价GDP合计同比（%，横轴为GDP）

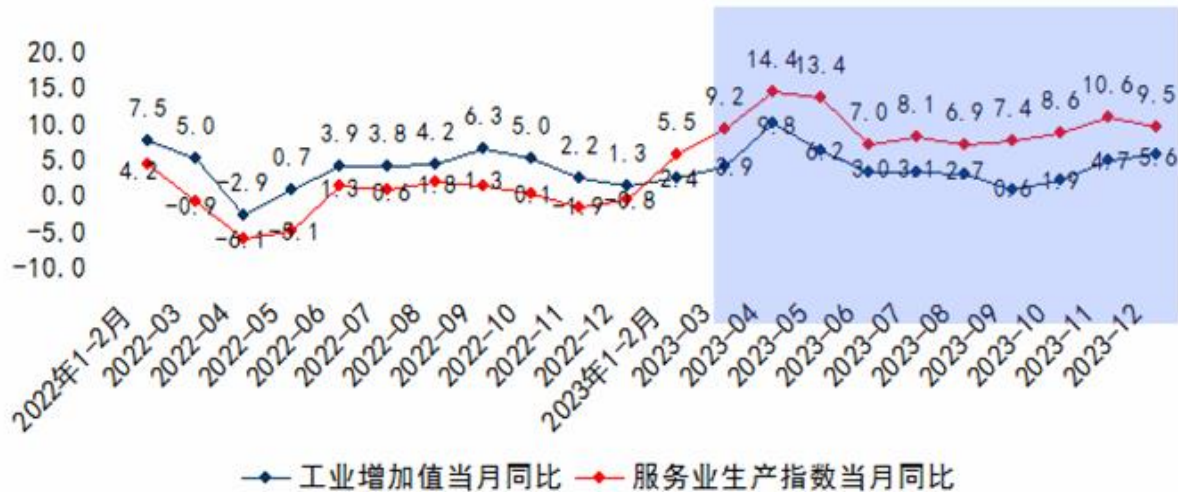


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- **出口的判断（2-3%）：短期看普标+中期看经济+长期看结构；**
  - 短期（月）：标普500月均值同比增速；
  - 中期（3-6个月）：美国GDP；
  - 长期（年度以上）：国别的切换；
- **地产的判断（销售、投资：+5%）：短期看需求回补+长期看城镇化进程；**
  - 2023年应该是2021年下半年以来累计的刚需与改善型需求回补释放的时期；

## 关注点之二：实物量与服务量的弹性差异

中国工业增加值与服务业生产指数走势一览(%, 2023年4月起为预测值)



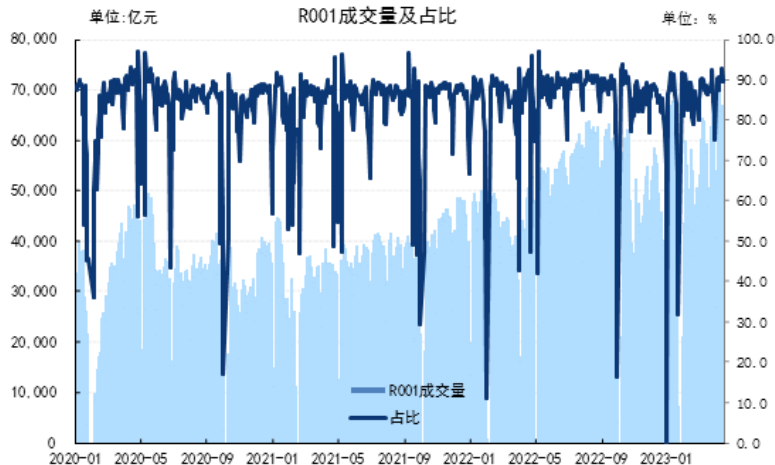
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 疫情前后，影响最大的项目应该是服务类；
- 相比于前期，服务业恢复的弹性会比实物量恢复的弹性大；
- 以“社会零售品”估计消费、以“货物出口”估计外需、以“实物价格”来估计CPI，均可能会对实际经济增长或物价总水平形成低估；

## 关注点之三：货币市场利率结构的不均衡



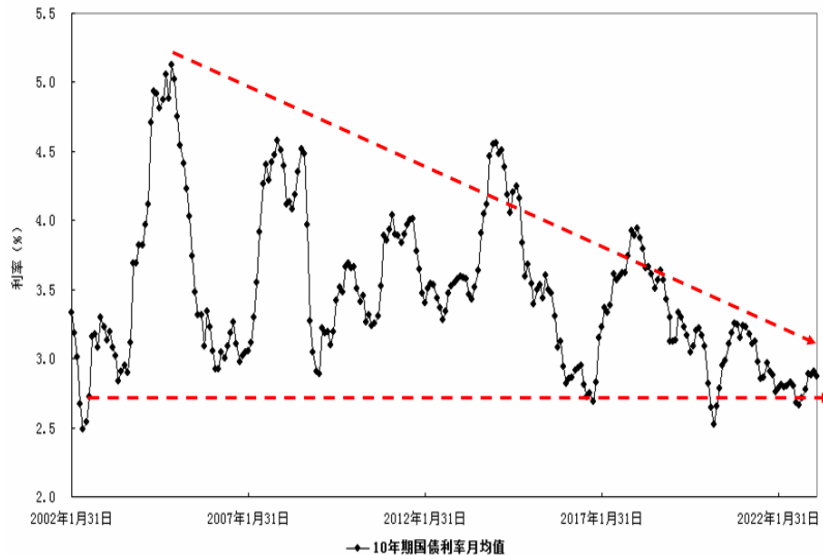
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



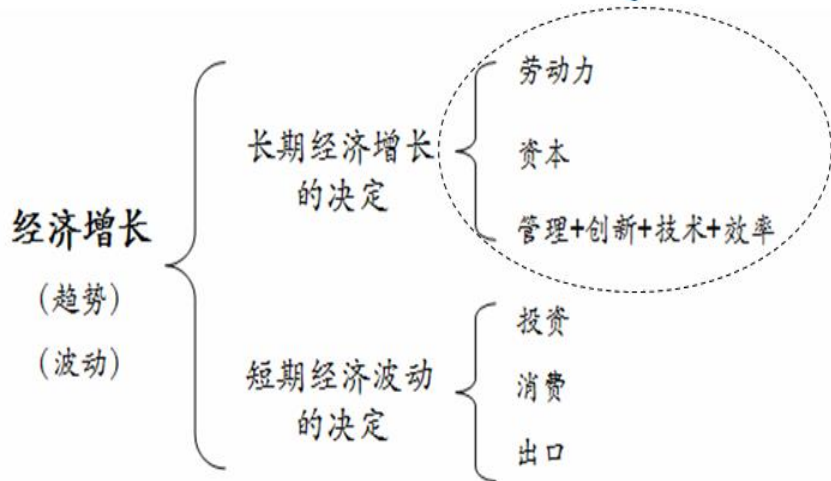
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2022年10月份以来，短期货币市场利率开始“正常化”，但是：
  - 形式正常+实质不正常；
- 短期看，这是货币利率曲线过于陡峭的问题；
- 长期看，这是我国货币政策工具调控机制的问题；

## 关注点之四：产业结构变化（=要素回报）对利率中枢的影响



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：国信证券经济研究所编制

- 中国长期以来的利率走势并非典型意义上的趋势下行；
- 长期维度的利率趋势应该从产业结构或生产要素回报中去寻求原因；



### • 今年希望检验的新思路：信贷库存周期

- 从实体库存周期到信贷库存周期；
- 信贷库存周期与资产价格的关系；
- 信贷库存周期的高频跟踪指标；

# “实体库存周期” —> “信贷库存周期”

- 实体经济循环：“生产-库存-需求”；需求的衡量是焦点；
- 被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。
- 上述四者的排序反应了经济需求的强弱。如果经济需求强弱次序以1、2、3、4来进行划分，那么可以表示为：被动去库存（1）、主动补库存（2）、被动补库存（3）、主动去库存（4）
- 实体经济库存周期的衡量方式：（工业增加值，实际产成品库存）、（PMI生产指数，PMI产成品库存指数）、（工业增加值，PPI）

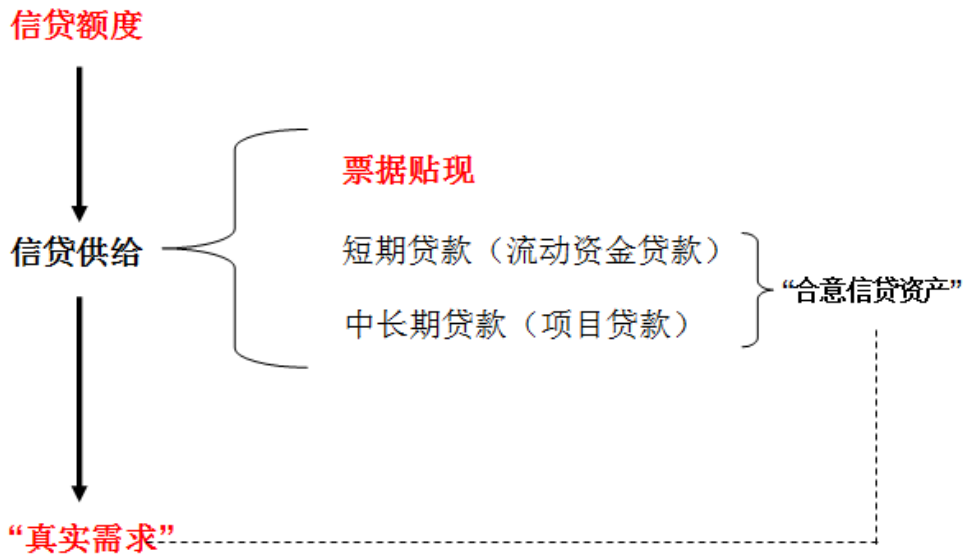
阶段	内涵	生产端特征	库存端特征	需求强度
被动去库存	需求强劲	生产上行	库存下降	1
主动补库存	未来需求相对看好	生产上升	库存上涨	2
被动补库存	需求不足, 景气度低	生产下行	库存上涨	3
主动去库存	主动降产以去库存	生产下行	库存下行	4

资料来源：国信证券经济研究所绘制



# “信贷库存周期”的逻辑

- 实体经济库存周期是用生产、库存，推导出需求；
- 库存作为了调节生产与需求的“蓄水池”、“调节阀”；
- 信贷库存周期可以从“信贷总量”、“票据规模”，推导出“合意信贷资产”或“真实需求”；
- 票据成为调节信贷总供给与真实需求之间的“蓄水池”、“调节阀”；

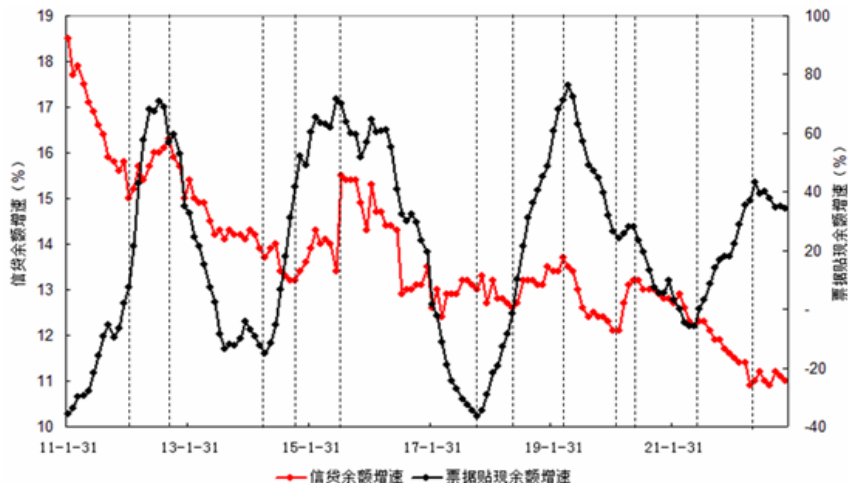


资料来源：国信证券经济研究所绘制

# 信贷库存周期的划分

信贷库存阶段	内涵	信贷端特征	票据贴现端特征	需求强度
被动去库存	实际信贷需求强劲	增速上行	增速下行	1
主动补库存	实际信贷需求尚可	增速上行	增速上行	2
被动补库存	实际信贷需求一般	增速下行	增速上行	3
主动去库存	实际信贷需求较弱	增速下行	增速下行	4

资料来源：国信证券经济研究所编制

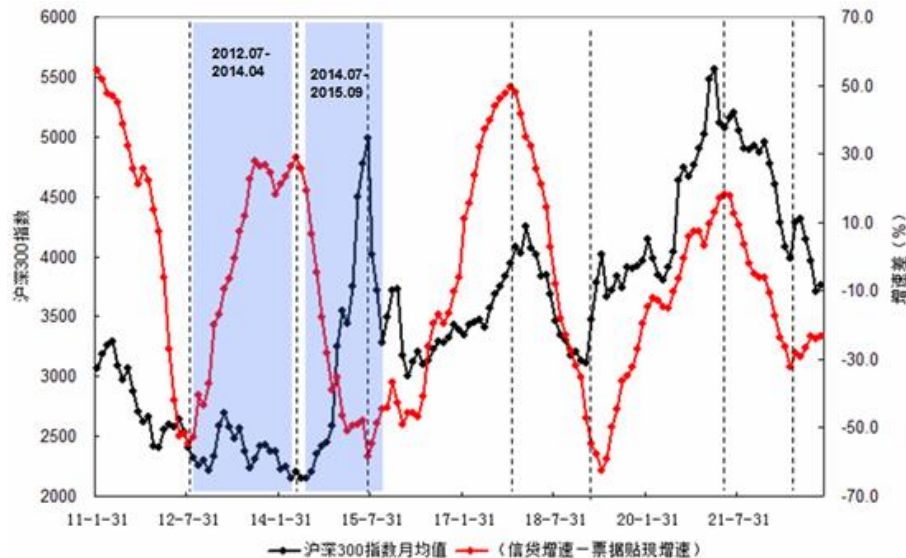
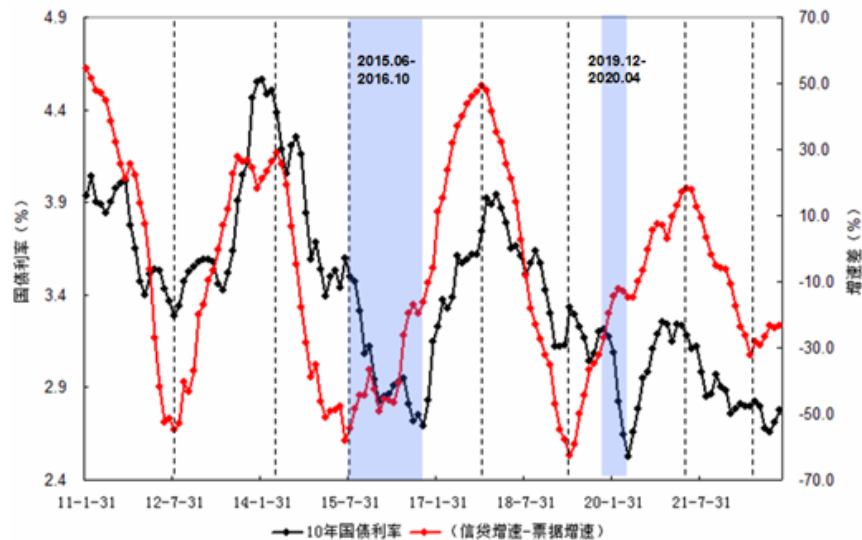


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

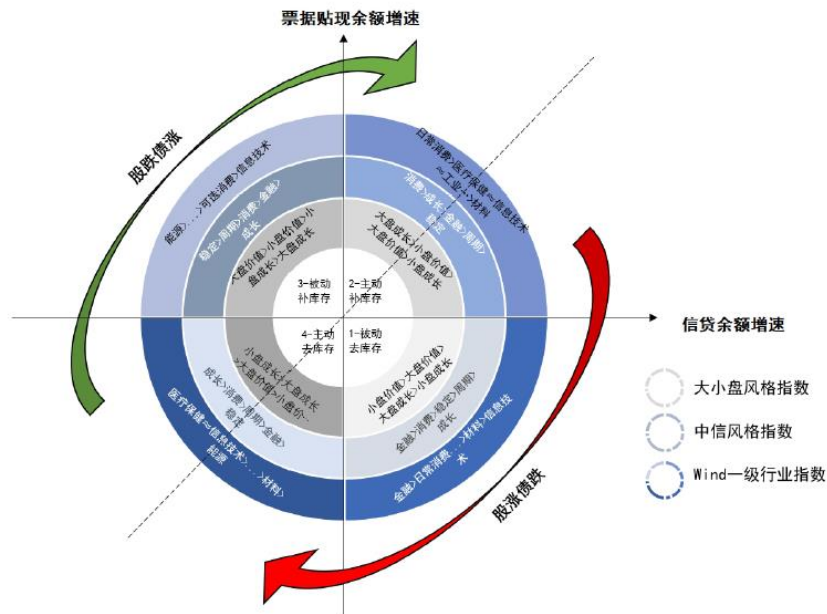
序号	时期	信贷余额增速	票据贴现余额增速	信贷库存周期属性	实际信贷需求强度
1	2011.01-2012.01	下行	上行	被动补库存	3
2	2012.01-2012.09	上行	上行	主动补库存	2
3	2012.09-2014.04	下行	下行	主动去库存	4
4	2014.04-2014.10	下行	上行	被动补库存	3
5	2014.10-2015.07	上行	上行	主动补库存	2
6	2015.07-2017.10	下行	下行	主动去库存	4
7	2017.10-2018.06	下行	上行	被动补库存	3
8	2018.06-2019.04	上行	上行	主动补库存	2
9	2019.04-2020.02	下行	下行	主动去库存	4
10	2020.02-2020.06	上行	上行	主动补库存	2
11	2020.06-2021.06	下行	下行	主动去库存	4
12	2021.06-2022.06	下行	上行	被动补库存	3
13	2022.06-2022.12	上行	下行	被动去库存	1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

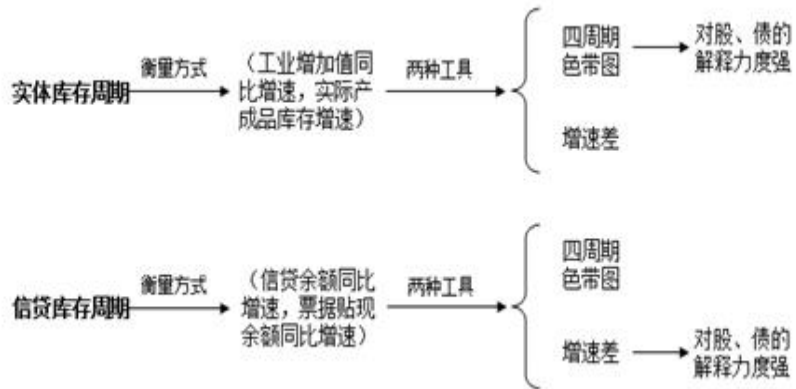
# 信贷库存周期对于股、债的校验效果



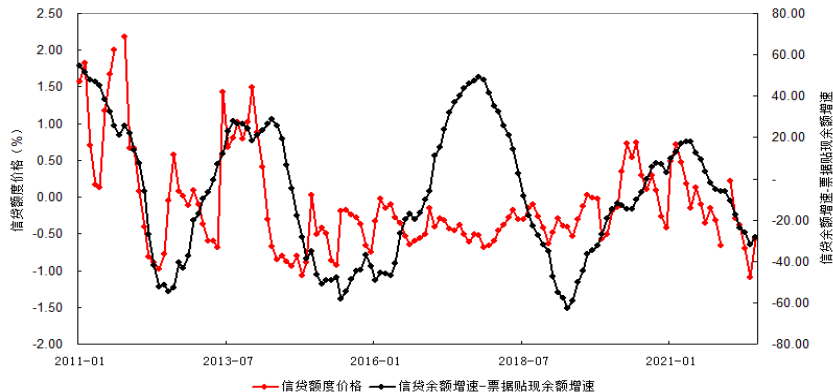
# 信贷库存周期资产切换示意图



## 库存周期

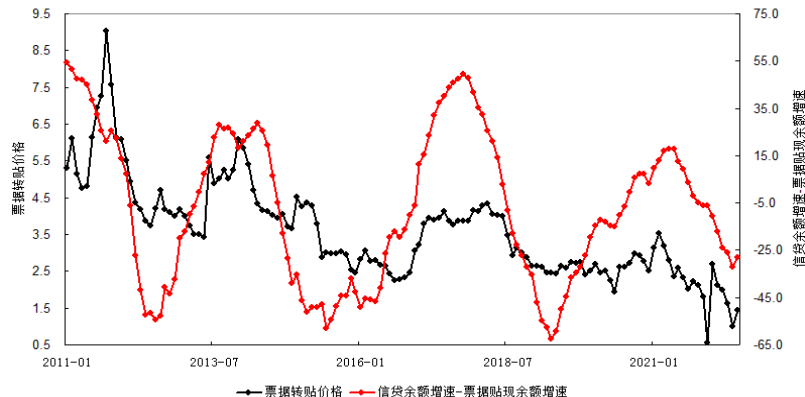


# 信贷库存周期的高频检验信号



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高频信号跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

逻辑映射

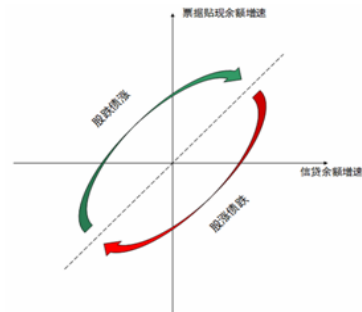
大类资产价格反馈

信贷额度价格=票据贴现利率-SHIBOR

或

票据贴现利率

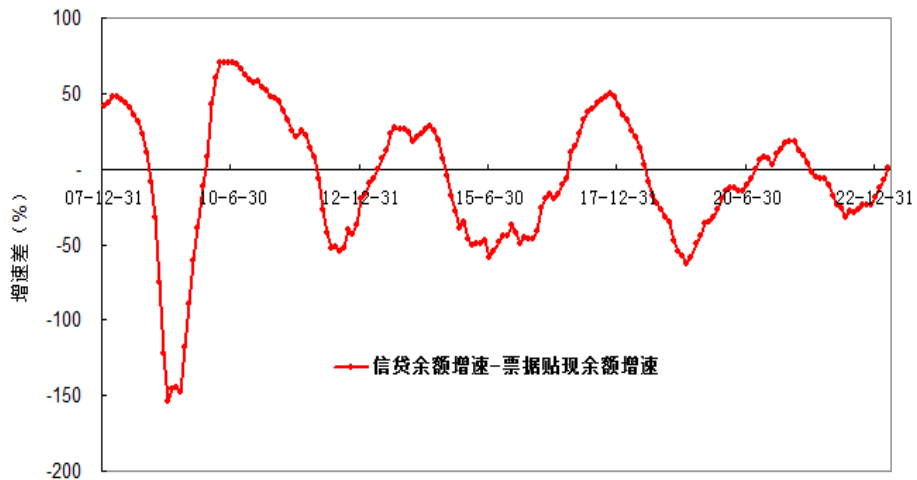
信贷余额增速-票据  
贴现余额增速



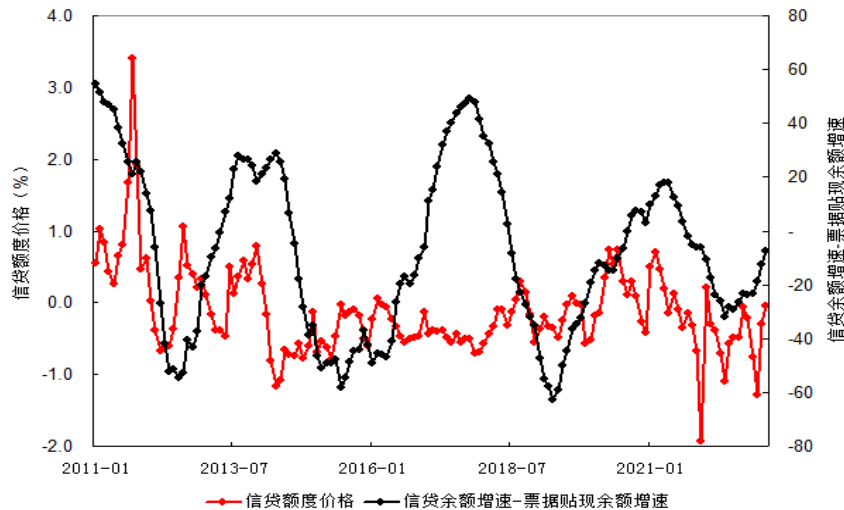
资料来源：国信证券经济研究所编制

# 我们站在这里

- 对于信贷库存周期的检验是我们今年的关注焦点；
- 对于10年期利率，我们预计会触及3.10%的位置，曲线全年呈现增陡走势；
  - 经济回暖；
  - 没有通胀；
  - 政策偏松；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

谢谢!

国信证券  GUOSEN SECURITIES

- ✓ 地缘政治矛盾加剧、全球商品价格暴涨；
- ✓ 美联储持续加息全球跨境资本流动和金融市场大幅调整；



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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所建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032