

于无声处听惊雷

——宏观经济研究专题报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年04月25日

投资摘要：

我们认为2001年后我国经历了2轮完整的金融周期，每轮时间跨度为10年左右，目前正处于第三轮金融周期的正常期。通过回顾每轮金融周期不同阶段的大类资产价格，我们发现在每轮金融周期的高涨期内，债券表现最差，但权益类资产和房地产表现也未能匹配信用扩张速度。随后在正常期低谷前，债券将迎来牛市，而权益类资产和房地产将走弱。跨过正常期的低谷，权益类资产将迎来触底后的反弹，且反弹幅度大于房地产，而债券则开始进行调整。

一、金融周期的划分

我们选择季度M2/GDP作为表征变量，并利用HP滤波器（参数设定为1600）得到波动项，以此作为金融周期的振幅。根据波动项与其标准差的大小关系可以将金融周期划分为高涨期、正常期和衰退期。

- **第一轮：2001年3月-2009年6月。**高涨期位于2001年3月-2004年9月，正常期位于2004年12月-2006年6月，衰退期位于2006年9月-2009年6月。
- **第二轮：2009年9月-2019年12月。**高涨期位于2009年9月-2010年12月，正常期位于2011年3月-2017年6月，衰退期位于2017年9月-2019年12月。
- **第三轮：2020年3月至今。**高涨期位于2020年3月-2021年3月，正常期自2021年6月至今。

二、是谁在推动金融周期

为了明晰我国各轮金融周期的推动力量，我们将居民部门、非金融企业部门和政府部门的杠杆率进行了比较。利用类似的处理方法，我们提取了三大部门杠杆率的波动项。

- **高涨期三大部门共同扩张。**从振幅大小来看，在金融周期的高涨期和衰退期，我们往往能观察到三大部门杠杆率相对于趋势的同步扩张。如2001年3月-2004年9月、2009年9月-2010年12月。
- **正常期、衰退期三大部门角色分化。**在正常期和衰退期，三大部门杠杆率振幅方向并不一致。在2006年6月-2009年9月的衰退期，金融危机的冲击大大缩短了该阶段的持续时间，政府承担了关键的逆周期调节任务，在金融周期中逆流而上。在2011年3月-2017年6月的正常期，政府同样承担了稳增长职能，振幅方向与居民和非金融企业部门背离。在2021年6月至今的正常期，居民部门加杠杆的意愿大幅走弱，与企业及政府部门形成了显著的差异。
- **居民和非金融企业部门杠杆率振幅逐步减弱，政府部门杠杆率振幅保持稳定。**2001年3月至今，每轮金融周期中居民和非金融企业部门杠杆率振幅有逐渐衰弱的趋势，而政府部门杠杆率振幅则保持相对稳定，反映出居民和非金融企业部门推动金融周期继续扩张的意愿和能力近年来逐步减弱。

三、金融周期中的GDP增速

- **金融周期波动项与GDP增速中枢基本匹配。**在过去两轮金融周期的高涨期，GDP增速也随之冲高。正常期GDP增速则随金融周期振幅回落而向下调整。衰退期则通常伴随着GDP增速的走低。
- **振幅领先GDP增速。**从位置来看，金融周期波峰和波谷通常领先GDP增速2-4个季度。

四、金融周期中的资产价格

我们考察了过去两轮金融周期中各个阶段的资产价格，结合数据的可获得性，我们选择以下指标分别表征不同大类资产价格走势：

- **权益类资产——万得全A**
- **固收类资产——10年期国债到期收益率**
- **房地产——商品房销售均价**

通过回顾截至到目前的三轮金融周期，我们发现在每轮金融周期的高涨期内，债券表现最差，但权益类资产和房地产表现也未能匹配信用扩张速度。随后在正常

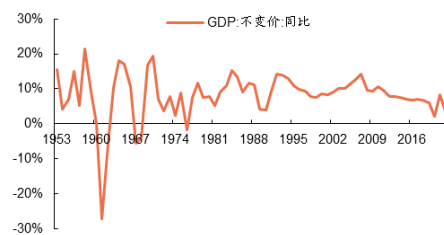
曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

李起 研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122090010

1953-2022年GDP不变价同比



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 2、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 3、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 4、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 5、《复苏尚需更多证据——宏观经济研究周报》2023-2-12
- 6、《结构重于总量——宏观经济研究周报》2023-2-19

期低谷前，债券将迎来牛市，而权益类资产和房地产将走弱。跨过正常期的低谷，权益类资产将迎来触底后的反弹，且反弹幅度大于房地产，而债券则开始进行调整。

风险提示：居民扩表意愿弱于预期、企业扩产意愿不及预期、海外需求收缩幅度超预期、政策风险、周期划分误差、参数选择误差

内容目录

1. 核心观点.....	4
2. 金融周期的划分.....	4
3. 我国金融周期回顾.....	6
3.1 金融周期背后的原因.....	6
3.2 是谁在推动金融周期.....	6
3.3 金融周期中的 GDP 增速.....	7
3.4 金融周期中的资产价格.....	8
3.5 第一轮：2001 年 3 月-2009 年 6 月.....	9
3.5.1 高涨期：2001 年 3 月-2004 年 9 月.....	9
3.5.2 正常期：2004 年 12 月-2006 年 6 月.....	10
3.5.3 衰退期：2006 年 9 月-2009 年 6 月.....	11
3.6 第二轮：2009 年 9 月-2019 年 12 月.....	12
3.6.1 高涨期：2009 年 9 月-2010 年 12 月.....	12
3.6.2 正常期：2011 年 3 月-2017 年 6 月.....	13
3.6.3 衰退期：2017 年 9 月-2019 年 12 月.....	14
3.7 第三轮：2020 年 3 月至今.....	14
3.7.1 高涨期：2020 年 3 月-2021 年 3 月.....	14
3.7.2 正常期：2021 年 6 月至今.....	14
3.7.3 金融周期、库存周期和设备更新周期的共振.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 金融周期的一般形态.....	4
图 2： 2001-2022 年 M2/GDP 波动项 (%).....	4
图 3： 2001-2022 年 M2/GDP 波动项 4 季度移动平均 (%).....	5
图 4： 2001-2022 年 M2/GDP 波动项 4 季度移动平均 (%).....	6
图 5： 2001-2022 年三大部门杠杆率波动项/趋势项 4 季度移动平均 (%).....	7
图 6： 2001-2022 年 GDP 现价增速与 M2/GDP 波动项 4 季度移动平均 (%).....	8
图 7： 1997-2022 年出口金额增速与赤字率 (%).....	9
图 8： 1998-22 年中长期贷款基准利率和外汇占款同比 (%).....	10
图 9： 1998-22 年商品房销售单价和同比 (元/平米, %).....	10
图 10： 2001-2009 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率 (%).....	11
图 11： 1998-2023 年大型存款机构存款准备金率 (%).....	11
图 12： 2001-2009 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率 (%).....	12
图 13： 2008-2019 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率 (%).....	13
图 14： 2018-2023 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率 (%).....	14
图 15： 1982-22 年我国企业设备工器具投资完成额增速 (%).....	15
图 16： 2000-2023 年我国工业企业营业收入和产成品库存增速 (%).....	15
表 1： 2001-2023 年万得全 A、商品房销售均价和 10 年期国债收益率涨跌幅 (元/平米).....	8
表 2： 2000 年后设备更新上行周期、信用周期和库存周期位置.....	16

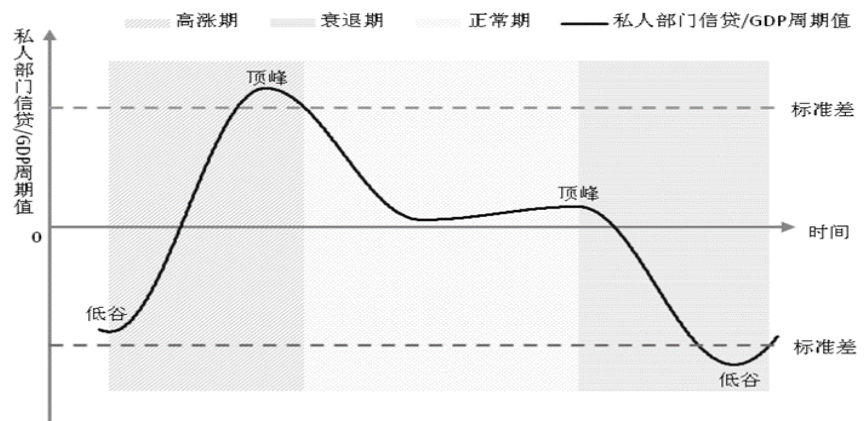
1. 核心观点

我们认为 2001 年后我国经历了 2 轮完整的金融周期, 每轮时间跨度为 10 年左右, 目前正处于第 3 轮金融周期的正常期。通过回顾每轮金融周期不同阶段的大类资产价格, 我们发现在每轮金融周期的高涨期内, 债券表现最差, 但权益类资产和房地产表现也未能匹配信用扩张速度。随后在正常期低谷前, 债券将迎来牛市, 而权益类资产和房地产将走弱。跨过正常期的低谷, 权益类资产将迎来触底后的反弹, 且反弹幅度大于房地产, 而债券则开始进行调整。

2. 金融周期的划分

金融周期指的是全社会的融资规模随时间和经济的规律性变动。金融周期的划分对于判断各个阶段内资产价格和经济增速的规律十分关键。我们采用人民银行的工作论文《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?》(陈雨露, 马勇, 阮卓阳, 2016 年第 5 号) 中对金融周期的判定方法对 2001 年以来我国经历的金融周期进行划分。

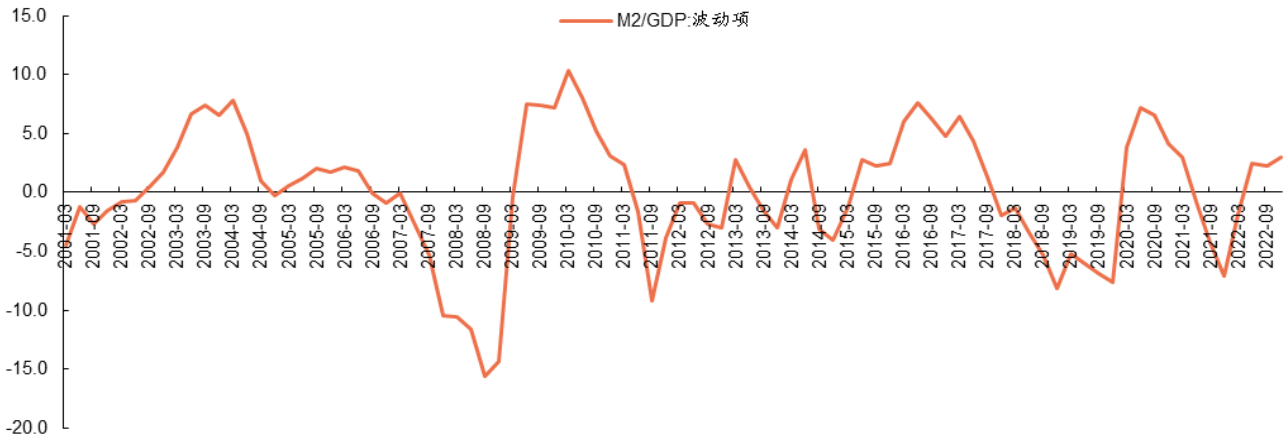
图1: 金融周期的一般形态



资料来源: 中国人民银行工作论文《金融周期和金融波动如何影响经济增长和金融稳定?》, 申港证券研究所

M2/GDP 是划分金融周期的标志变量。作者在《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?》中指出, 私人部门信贷/GDP 通常被用来作为一国金融周期的表征变量, 但基于 M2/GDP 的结果同样成立。因此我们选择季度 M2/GDP 作为表征变量, 并利用 HP 滤波器 (参数设定为 1600) 得到波动项, 以此作为金融周期的振幅。经滤波器处理后, 2001-2022 年 M2/GDP 围绕趋势呈现了较为明显的周期性波动 (图 2)。

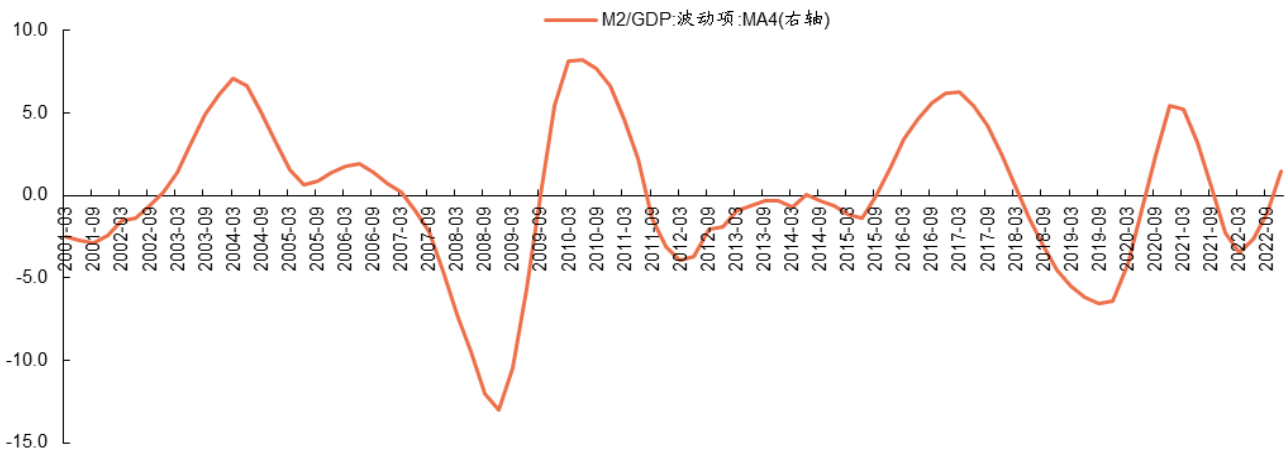
图2: 2001-2022 年 M2/GDP 波动项 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

进一步的, 为了消除干扰信号、更清晰地展现金融周期的波峰和波谷, 我们将波动项数据进行 4 个季度的移动平均处理, 结果更加直观 (图 3)。

图3: 2001-2022 年 M2/GDP 波动项 4 季度移动平均 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

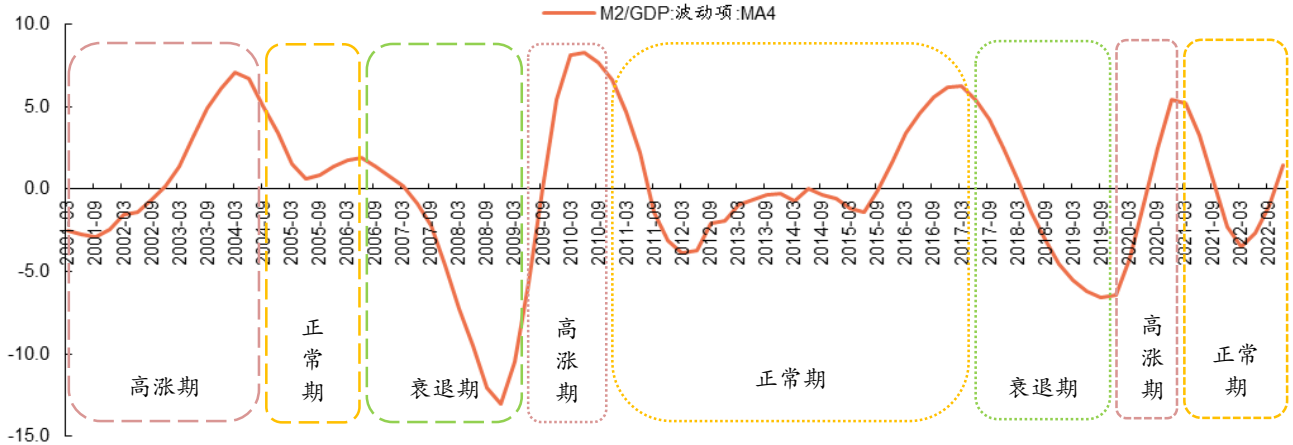
一个金融周期一般分为高涨期、正常期和衰退期。根据波动项与其标准差的大小关系可以对金融周期的波峰和波谷进行标识, 大于 1 个标准差的部分即为波峰, 小于 -1 个标准差的即为波谷, 波峰与波谷之间通常还会出现一个低谷和一个矮峰 (高度一般位于±1 个标准差内)。由上一个波谷到波峰的区间为金融周期的高涨期, 而波峰与矮峰之间定义为正常期, 由矮峰到波谷的区间定义为衰退期。根据以上定义, 2001 年后我国经历了两轮完整的金融周期, 目前正处于第三轮金融周期的正常期 (图 4)。

- ◆ **第一轮: 2001 年 3 月-2009 年 6 月。** 高涨期位于 2001 年 3 月-2004 年 9 月, 正常期位于 2004 年 12 月-2006 年 6 月, 衰退期位于 2006 年 9 月-2009 年 6 月。
- ◆ **第二轮: 2009 年 9 月-2019 年 12 月。** 高涨期位于 2009 年 9 月-2010 年 12 月, 正常期位于 2011 年 3 月-2017 年 6 月, 衰退期位于 2017 年 9 月-2019 年 12 月。本轮金融周期在正常期内, 2015 年 9 月-2017 年 6 月矮峰振幅突破了 1 一个标

准差的界限，成为了一个“类高涨期”。

- ◆ **第三轮：2020年3月至今。**高涨期位于2020年3月-2021年3月，正常期自2021年6月至今。

图4：2001-2022年M2/GDP波动项4季度移动平均（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 我国金融周期回顾

3.1 金融周期背后的原因

金融周期的表现是信贷相对于GDP的周期性扩张和收缩。从本质上讲，金融周期是货币非中性的延伸。新古典主义认为货币是中性的，是蒙在实体经济上的一层纱。而金融危机后，信贷和货币规模的潮涨涨落能够影响实体经济开始被越来越多的人接受。

政府部门的调节和市场参与者的预期是影响金融周期的重要因素。

- ◆ 当实体经济部门对未来预期较为积极时，其信贷扩张意愿较强，如果当时融资环境也较为宽松，通常来说信贷相对于GDP将呈现快速增长。此时实体经济回报率高，强劲的资金需求将导致资金成本快速上行，甚至超过实体回报率，金融周期进入高涨期。
- ◆ “一个部门的资产是另一个部门的债务”，在信贷快速扩张的同时，部门的债务（杠杆率）也在快速积累，当资金成本超出实体回报率较多时，信贷开始收缩。而货币派生也可能导致资产价格的泡沫或者通货膨胀。在这种情况下，政府部门通常会收紧融资条件，由此带来信贷增速的回落以及宏观杠杆率的下降，金融周期退出高涨期，经历正常期后开始逐步衰退。

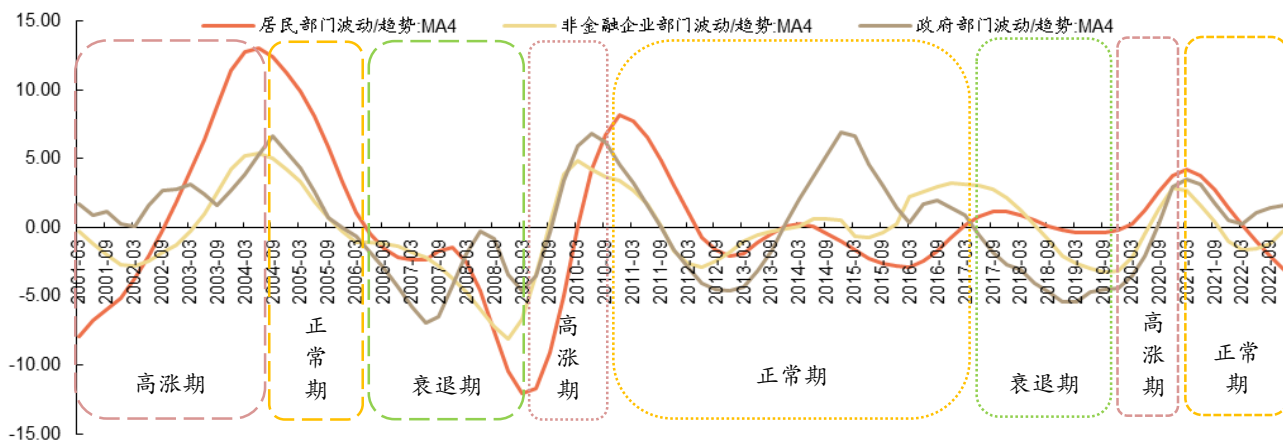
3.2 是谁在推动金融周期

你方唱罢我登场，三大部门在金融周期中轮番上阵。为了明晰我国各轮金融周期的推动力量，我们将居民部门、非金融企业部门和政府部门的杠杆率进行了比较。利用类似的处理方法，我们提取了三大部门杠杆率的波动项。由于非金融企业部门的杠杆率常年高于居民和政府部门，为使其可比，我们计算波动项与趋势项比例以进

行部门间的比较。两轮金融周期中各阶段的推动力量如图 5 所示。

- ◆ **高涨期三大部门共同扩张。**从振幅大小来看，在金融周期的高涨期和衰退期，我们往往能观察到三大部门杠杆率相对于趋势的同步扩张。如 2001 年 3 月-2004 年 9 月、2009 年 9 月-2010 年 12 月。
- ◆ **正常期、衰退期三大部门角色分化。**在正常期和衰退期，三大部门杠杆率振幅方向并不一致。在 2006 年 6 月-2009 年 9 月的衰退期，金融危机的冲击大大缩短了该阶段的持续时间，政府承担了关键的逆周期调节任务，在金融周期中逆流而上。在 2011 年 3 月-2017 年 6 月的正常期，政府同样承担了稳增长的功能，振幅方向与居民和非金融企业部门背离。在 2021 年 6 月至今的正常期，居民部门加杠杆的意愿大幅走弱，与非金融企业和政府部门形成了显著的差异。
- ◆ **居民和非金融企业部门杠杆率振幅逐步减弱，政府部门杠杆率振幅保持稳定。**2001 年 3 月至今，每轮金融周期中居民和非金融企业部门杠杆率振幅有逐渐衰减的趋势，而政府部门杠杆率振幅则保持相对稳定，反映出居民和非金融企业部门推动金融周期继续扩张的意愿和能力近年来逐步减弱。

图5：2001-2022 年三大部门杠杆率波动项/趋势项 4 季度移动平均（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 金融周期中的 GDP 增速

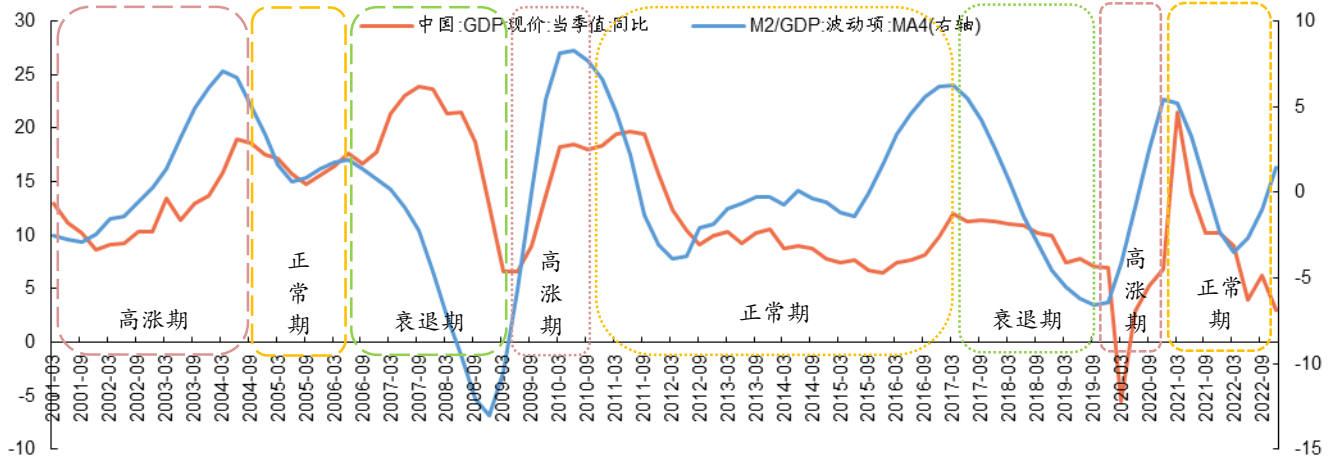
金融周期波动项与 GDP 增速中枢基本匹配。在过去两轮金融周期的高涨期，GDP 增速也随之冲高。正常期 GDP 增速则随金融周期振幅回落而向下调整。衰退期则通常伴随着 GDP 增速的走低（图 6）。

振幅领先 GDP 增速。从位置来看，金融周期波峰和波谷通常领先 GDP 增速 2-4 个季度。以第 1 轮、第 2 轮金融周期为例：

- ◆ 2003 年 12 月金融周期振幅达到波峰，GDP 增速于 2004 年 6 月见顶（2 个季度）。
- ◆ 2005 年 6 月金融周期振幅达到正常期低谷，GDP 增速于 2005 年 9 月触底（1 个季度）。

- ◆ 2006 年 6 月金融周期振幅达到矮峰峰值，GDP 增速于 2007 年 9 月见顶（5 个季度）。
- ◆ 2008 年 9 月金融周期振幅达到波谷，GDP 增速于 2009 年 6 月触底（3 个季度）。
- ◆ 2010 年 6 月金融周期振幅达到波谷，GDP 增速于 2011 年 6 月见顶（4 个季度）。
- ◆ 2011 年 12 月金融周期振幅达到正常期低谷，GDP 增速于 2012 年 9 月触底（3 个季度）。

图6：2001-2022 年 GDP 现价增速与 M2/GDP 波动项 4 季度移动平均（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.4 金融周期中的资产价格

金融周期的波动会影响资产价格。我们考察了过去两轮金融周期中各个阶段的资产价格走势，结合数据的可获得性，选择以下指标分别表征不同大类资产价格走势：

- ◆ 权益类资产——万得全 A
- ◆ 固收类资产——10 年期国债到期收益率
- ◆ 房地产——商品房销售均价

通过回顾截至到目前的 3 轮金融周期，我们发现在每轮金融周期的高涨期内，债券表现最差，但权益类资产和房地产表现也未能匹配信用扩张速度。随后在低谷前的正常期，债券将迎来牛市，而权益类资产和房地产将走弱。跨过正常期的低谷，权益类资产将迎来触底后的反弹，且反弹幅度大于房地产，而债券则开始进行调整（表 1）。

表1：2001-2023 年万得全 A、商品房销售均价和 10 年期国债收益率涨跌幅（元/平米）

周期	阶段	时间跨度	万得全 A	10 年期国债收益率	商品房销售均价
第一轮	高涨期	2001 年 3 月-2004 年 9 月	-45%	+191bps	30%
	正常期（谷前）	2004 年 12 月-2005 年 6 月	-25%	-147bps	4%
	正常期	2005 年 9 月-2006 年 6 月	68%	-49bps	14%
	衰退期	2006 年 9 月-2009 年 6 月	131%	+8bps	34%
第二轮	高涨期	2009 年 9 月-2010 年 12 月	9%	+64bps	1%

周期	阶段	时间跨度	万得全 A	10 年期国债收益率	商品房销售均价
	正常期 (谷前)	2011 年 3 月-2012 年 3 月	-20%	-38bps	17%
	正常期	2012 年 6 月-2017 年 6 月	99%	+7bps	42%
	衰退期	2017 年 9 月-2019 年 12 月	-1%	-43bps	17%
第三轮	高涨期	2020 年 3 月-2021 年 3 月	22%	+5bps	13%
	正常期 (谷前)	2021 年 6 月-2022 年 3 月	-3%	-40bps	-10%
	正常期 (未完)	2022 年 6 月至今	1%	+6bps	10%

说明：万得全 A、商品房销售均价为区间内涨跌幅，10 年期国债收益率为较区间起点变动。

资料来源：Wind，申港证券研究所

高涨期 M2 相对快速扩张导致权益类资产估值压力过大。在金融周期的高涨期，权益类资产表现不佳（表 1），我们认为是估值压力过大导致的。

- ◆ 根据 DDM，股价可以表示为未来现金流的折现，即分子（盈利）/分母（利率）。一般来说，企业盈利与经济体的 GDP 正相关，而实体融资需求旺盛将导致资金价格（利率）走高。因此当 M2 正向偏离 GDP 趋势较多，即 M2/GDP 的波动项较大时，相对于分子端的企业盈利预期，分母端估值压力更大，因此导致了股价的下行压力。
- ◆ 在实体融资需求旺盛、资金价格走高时，债券收益率也同步上升，带来权益类资产和债券类资产的“双熊”。

正常期以低谷为分界，债券股市轮流演绎。

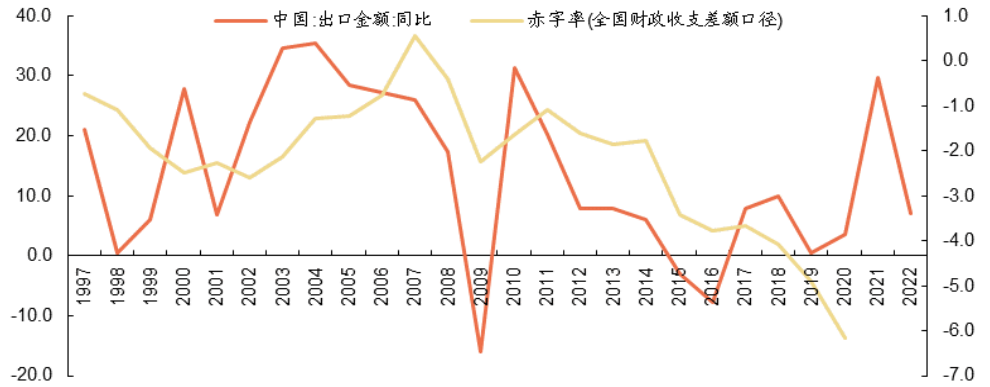
- ◆ 越过高峰经济预期向下调整+实体资金需求回落带来债券牛市。越过高涨期的顶峰后，融资需求与经济增速同步回落。在这个阶段中资金价格的压力得到了边际缓解，市场参与者同步下调经济增速预期，债券收益率下降，价格走高。
- ◆ 正常期经济企稳后卸下估值压力权益类资产触底回升。经过正常期的调整后，企业未来盈利预期得到边际修复，叠加估值压力仍处于低位，权益类资产迎来行情。

3.5 第一轮：2001 年 3 月-2009 年 6 月

3.5.1 高涨期：2001 年 3 月-2004 年 9 月

亚洲金融危机叠加非典冲击使政府部门杠杆率开始抬升。1997 年的亚洲金融危机给我国外贸造成了显著的负面影响，1998-1999 年出口金额出现了较大幅度的下滑。为有效缓解经济下行压力，1998 年开始中央将财政主基调由“适度从紧”调整为“积极”，以基建等逆周期政策熨平经济波动，赤字率在这一阶段出现了明显抬升（图 7）。在各项政策的保驾护航下，我国经济开始逐步摆脱金融危机的阴霾，重拾增长动力。

图7：1997-2022 年出口金额增速与赤字率（%）



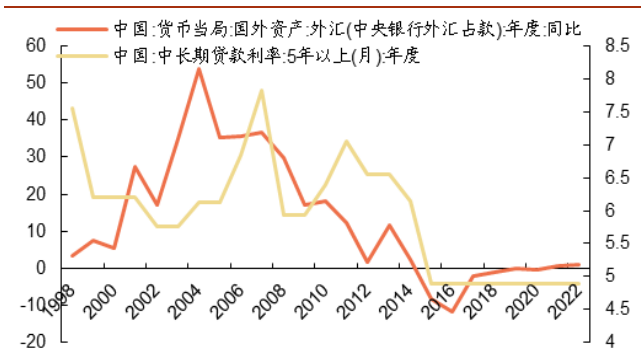
资料来源: Wind, 申港证券研究所

外部事件频发强化积极财政的必要性。世纪之交,洪涝灾害和升级为国际公共卫生紧急事件的非典给我国经济运行再添压力。在这样的背景下,保持积极财政政策的必要性得到了进一步的强化。

- ◆ 1998年我国长江、嫩江、松花江等流域发生特大洪水,全国共有29个省、市、地区遭受了洪涝灾害的影响,受灾人口突破两亿,直接经济损失突破千亿元。
- ◆ 2002年底我国广东爆发了非典肺炎,并迅速向全国扩散,短期内客运、旅游、住宿餐饮、零售等行业受到较大冲击。

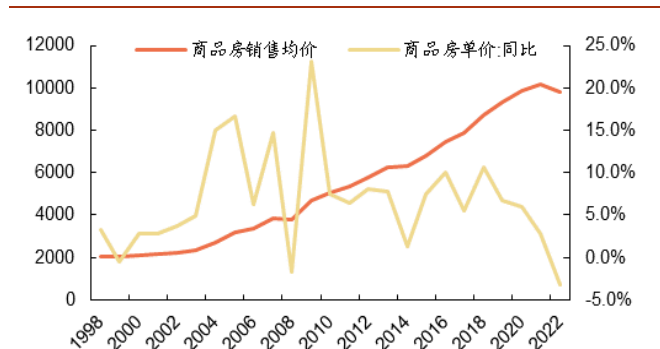
进入全球市场带动我国GDP增速中枢抬升,三部门同时进行信用扩张。2001年末我国加入世贸组织,为后10年的经济增长带来了重要驱动力。依托比较优势,我国的国际贸易规模迅速扩张,出口金额常年保持高增速(图7);外商直接投资规模不断扩大,国际收支常年保持“双顺差”。在外需的带动下,国内企业扩产动力强。外汇占款被动扩大了我国的基础货币,融资环境趋于宽松,房地产业迎来了快速发展时期,房价在2004、2005年出现了较大幅度的上涨(图8、图9)。在这段时期,三部门信用同时扩张,我国进入了第一轮金融周期的高涨期。

图8: 1998-22年中长期贷款基准利率和外汇占款同比(%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 1998-22年商品房销售单价和同比(元/平米, %)



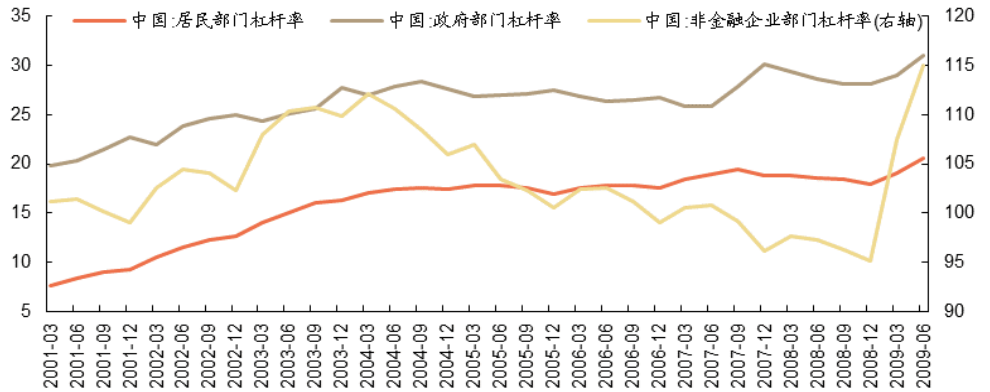
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.5.2 正常期: 2004年12月-2006年6月

宏观调控转向抑制国内经济过热。高涨期的宏观调控政策取得了合意的结果,我国经济摆脱了前期的内外负担开始进入高速增长通道。在居民、非金融企业、政府和

海外四个“部门”同步带动下，我国经济出现了过热的迹象，国内三大部门杠杆率均快速上行（图 10）。在这种情况下，国内财政政策由“积极”转为“稳健”，赤字率也开始下降。

图10：2001-2009 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率（%）



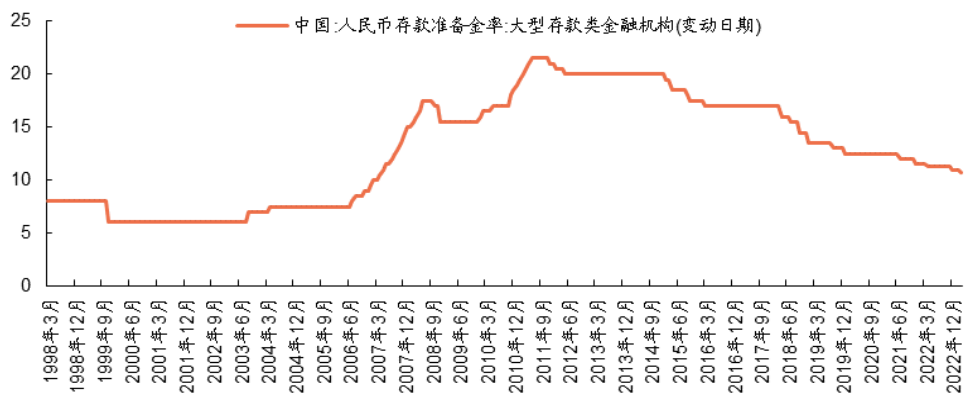
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.5.3 衰退期：2006 年 9 月-2009 年 6 月

政策力度持续转弱，各部门主动降杠杆。在 2005 年财政政策的基调转向后，中央随后出台了一系列宏观调控政策进行降杠杆，包括降低或取消部分钢材产品的出口退税率、对部分“高耗能、高污染和资源性”产品开征或调高出口关税。

- ◆ 伴生高涨期的除了较高的杠杆率还有快速上升的房价、物价。CPI 当月同比在 2007 年下半年快速抬升。为配合稳健的财政政策，央行在 2006-2007 年间 13 次上调大型存款机构的存款准备金率（图 11）。

图11：1998-2023 年大型存款机构存款准备金率（%）



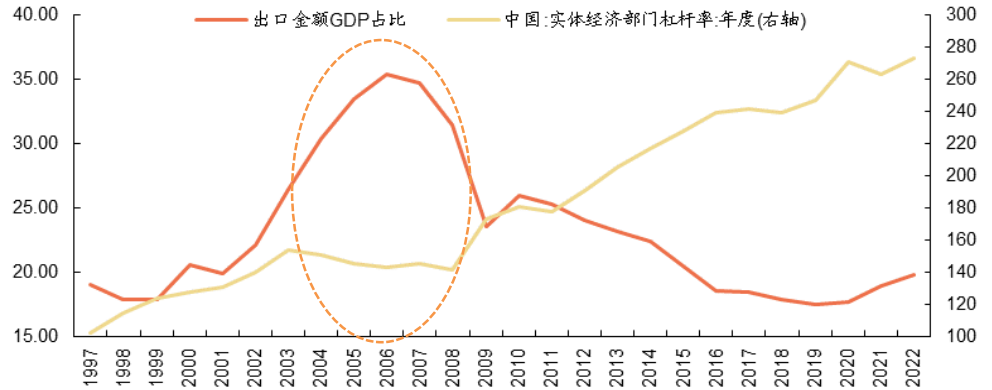
说明：央行于 2010 年 11 月连续两次上调大型存款机构存款准备金率，图中仅显示了第二次。

资料来源：Wind，申港证券研究所

外需持续强劲助 GDP 增速保持高位，杠杆率被动下降。在第一轮金融周期的衰退期内 GDP 仍然保持了非常强劲的增长动力，在衰退期内的 12 个季度中，仅有最后 2 个季度名义 GDP 增速低于 10%，其中 2007 年 3 月-2008 年 6 月 6 个季度名义

GDP 增速超过 20%。在国内三大部门收缩信用的同时，海外需求却保持强劲，出口金额同比保持高位（图 7），在 GDP 中的占比也迅速走高，有效地对冲了“降杠杆”带来地经济增长放缓的风险。在海外部门的助力下，我国在衰退期“降杠杆”的同时还保持了较高的 GDP 增速，扩总量、调结构同时兼得。

图12：2001-2009 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

衰退后期外部冲击频发，叠加经济危机影响，经济开始显露疲态。2008 年我国经历了多灾多难的一年，汶川地震、南方雪灾给全年经济运行带来了不小的压力。与此同时，美国次贷危机逐渐发酵，海外的金融收缩造成了外需的大幅减弱。2008 年我国出口金额增速较上一年显著下滑，2009 年同比负增长，出口金额在 GDP 中的占比也明显下降。2009 年 1 季度名义 GDP 增速录得 6.6%，增速环比下滑了 6.1 个百分点，海外“加杠杆”的红利开始褪去，经济运行特征匹配金融周期的衰退阶段。

3.6 第二轮：2009 年 9 月-2019 年 12 月

3.6.1 高涨期：2009 年 9 月-2010 年 12 月

应对金融危机进行的主动扩张。进入第二轮金融周期，为对冲次贷危机对我国经济施加的压力，财政政策由“稳健”转向“积极”。2009 年两会政府工作报告提出未来两年内中央拟新增投资 1.2 万亿，带动社会、地方政府投资总计 4 万亿，重点投向基建、灾后重建和保障房建设。同时提高补贴和转移支付力度，推进减税政策落地，为中小企业减负。在各项政策的压力下，2009 年赤字率也较 2008 年出现了明显上升（图 6）。结合宽松的货币政策，新一轮的金融周期开始启动。

- ◆ 为配合财政政策发力，央行于 2008 年 10 月、12 月连续下调存款准备金率至 15.5%，中断了此前上调存款准备金率的稳健货币政策（图 11）。

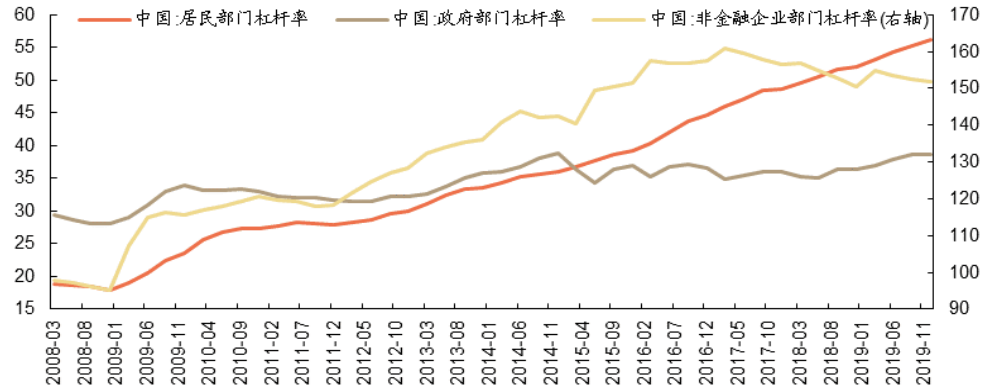
经济强势复苏，但非金融企业、政府部门杠杆率迅速走高引发担忧。在财政和货币政策的双重刺激下，名义 GDP 增速于 2009 年 4 季度迅速企稳回升。4 季度当季名义 GDP 增速再次突破 10%（图 5），前期各项稳增长政策取得了良好的效果，经济增速于金融周期的高涨阶段相匹配。但在此过程中，非金融企业和政府部门的杠杆率开始迅速走高（图 13）。

- ◆ 前期资金主要投向基建项目，因此地方融资平台承担了大部分的债务压力。由于

其国企的特殊性质，隐形的债务压力传递至地方城府，成为“隐债”。

- ◆ 地产投资快速增长，带动房价向上大幅波动，进而刺激了居民的住房需求，导致居民部门杠杆率在这一时期同步上升，但斜率小于非金融企业部门。

图13：2008-2019年居民、非金融企业和政府部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.6.2 正常期：2011年3月-2017年6月

政策目标逐步由危机后短期稳增长向调结构过度。在前期政策的有效刺激下，我国经济迅速企稳回升，但先前的大规模投资造成了地方政府债务快速扩张和企业生产过剩的问题。经济增长压力得到逐步缓解之后，宏观政策的重心由总量转移到结构上来。

- ◆ 2010-2013年间，一系列针对地方融资平台和地方政府债务的监管文件相继出台，要求清理地方融资平台、规范融资渠道。
- ◆ 针对高涨期房价的大幅上涨，2011年初国务院开始部署全国范围内的房地产调控工作

2010年后信用扩张的速度趋缓，由此我国进入了第二轮金融周期中的正常期。该阶段持续了6年，其一大特点是在2016年形成的矮峰振幅超过了波动项的1个标准差，但我们仍把它归到第二轮信用周期中。

财政政策维持积极，发力点逐步移至收入端。2013年后，财政政策的发力点逐步由支出端转移至收入端，即以大力减费降税为手段，为居民和企业部门减负，并将支出端发力点由基建向民生倾斜。同时平衡好财政收入和支出，侧重效率和结构。

地方债务整顿与稳增长压力重启信用扩张。2014年9月国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，开启了对地方政府性债务进行整顿的序幕。同时这一阶段我国GDP增速中枢显著下移，增长压力显现，政府希望通过先期的规范治理为后续基建投资做好铺垫。

- ◆ 依据2015年实施的新《预算法》、地方政府债券发行管理办法，中央明确了地方政府举债的方式，同时发行政府债券，对地方存量债务进行置换，包括“隐形”债务。因此在2015年，政府部门杠杆率波动项出现了向上的异常振幅（图5）。

- ◆ 在规范了地方政府的举债方式后，PPP 等创新业务模式被开发出来，承担起了撬动信贷支持地方政府进行基础设施建设的任务，并在 2016 年前后快速发展，推动正常期的矮峰振幅超出波动项标准差（图 6）。

3.6.3 衰退期：2017 年 9 月-2019 年 12 月

供给侧改革和 PPP 模式的强监管结束本轮金融周期。针对前期大规模投资造成的产能过剩和非金融企业杠杆率高企的现状，2015 年末的中央经济工作会议部署了 2016 年供给侧结构性改革的五大任务：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，即“三去一降一补”，标志着本轮金融周期的衰退阶段正式开启。由于 PPP 模式在实际操作中仍存在“明股实债”的不规范现象，2017 年针对 PPP 模式的强监管正式落地，对信贷的撬动开始显著弱化。

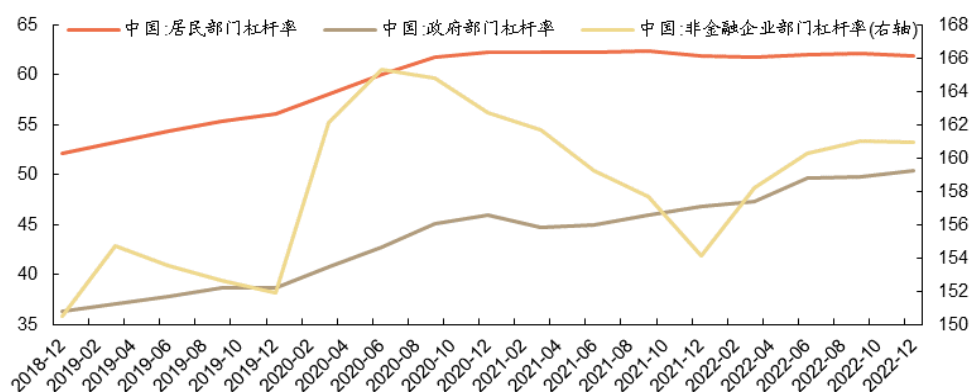
- ◆ 2017 年 5 月财政部发布了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，严禁政府以担保、回购等形式扩展“隐形”债务。2018 年资管新规的实施进一步限制了理财产品的多层嵌套，使“明股实债”无处遁形。

3.7 第三轮：2020 年 3 月至今

3.7.1 高涨期：2020 年 3 月-2021 年 3 月

财政发力对冲外部冲击，预期修复企业扩产动力足。2020 年初的外部冲击给我国经济按下了暂停键，GDP 增速在 1 季度砸出了深坑。为了对冲负面影响，财政政策在 2020 年保持较大的力度，实际赤字率达 6.2%，政府部门首先“加杠杆”保民生、稳就业（图 7、图 14）。针对巨大的外部影响，政府部门反应迅速，各项应对政策密集落地。相较世界其他国家，我国工业生产 1 季度后就迅速从冲击中恢复，国内经济、外贸景气度先后回升。在预期修复的基础上，居民、企业部门重拾扩表动力，新一轮金融周期顺势开启。

图 14：2018-2023 年居民、非金融企业和政府部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.7.2 正常期：2021 年 6 月至今

强财政政策逐步退出，叠加经济受到频繁扰动，信用扩张进入正常期。2021 年两会政府工作报告提出 3.2% 的赤字率目标，较 2020 年有所下调；2022 年赤字率定为 2.8%，保持了下调趋势，反映了强财政政策的逐步退出。而在 2021 年和 2022

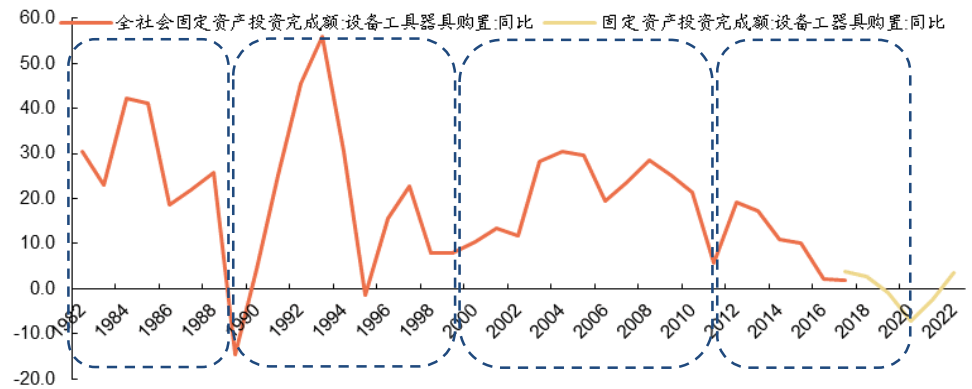
年，我国社会和经济活动仍频繁受到扰动，居民和企业收入下降。在这样的背景下，信用扩张速度也迅速从高涨期回落。在 2022 年末各项策调整后，我国居民部门扩表的意愿仍然较弱，信用扩张主要依靠非金融企业和政府部门。

通过回顾 2001 年至今的 3 轮金融周期，我们能够相对准确地把握目前所处的位置。经历了金融周期在 2020 年向上波动的高涨阶段，目前波动项振幅未有充足上行动力，预计未来一段时间将保持在 1 个标准差内，同时并不排除负向波动。因此短期内我国仍将处于第 3 轮金融周期的正常期，矮峰出现时间未知。

3.7.3 金融周期、库存周期和设备更新周期的共振

2021 年我国工业企业设备工器具投资完成额增速触底回升，开始进入新一轮的设备更新周期。从历史规律来看，企业设备更新周期约为 10 年，与固定资产折旧年限对应，而 2021 年距上一轮周期起点已过去 12 年（图 15）。

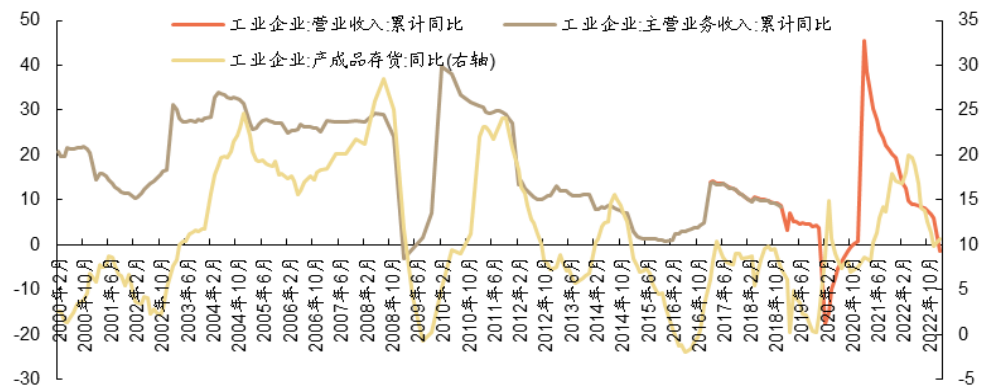
图15：1982-22 年我国企业设备工器具投资完成额增速（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

从库存周期角度来看，经历了 2022 年的主动去库存，我国工业企业产成品库存增速目前也处于较低位置，库存周期正由“主动去库存”向“被动去库存”过渡（图 16）。

图16：2000-2023 年我国工业企业营业收入和产成品库存增速（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

将二者结合来看，在历史上设备工器具投资增速上行的 2000-2004 年，工业企业产成品库存经历了一轮完整的库存周期。而在 2012-2013 年上行周期中，工业企业正处于主动去库存阶段（表 2）。目前的情况与 2012-2013 年较为类似，在库存逐步走向底部后新一轮库存周期即将开始，届时随着企业预期的改善以及目前金融周期所处位置带来的低估值压力，权益类资产价格有望复制上两轮金融周期中的强劲走势。

表2：2000 年后设备更新上行周期、信用周期和库存周期位置

设备更新上行周期	信用周期位置	时间	库存周期阶段
2000-2004	高涨期	2000 年 1 月-2001 年 6 月	被动补库存
		2001 年 7 月-2002 年 2 月	主动去库存
		2002 年 3 月-2002 年 10 月	被动补库存
		2002 年 11 月-2004 年 12 月	主动补库存
2012-2013	正常期	2012 年 1 月-2013 年 8 月	主动去库存

资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 风险提示

居民扩表意愿弱于预期、企业扩产意愿不及预期、海外需求收缩幅度超预期、政策风险、周期划分误差、参数选择误差。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上