



## 宏观专题

# 信用收缩阶段或难现利率趋势性拐点 ——流动性创造系列专题之十二

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《流动性或“三重收敛”、股票优于债券优于商品——2023年度展望之FICC篇》

《贬值为何没有导致AH股溢价回落?——大类资产比价关系研究之七》

《人民币贬值后货政宽松走向何向?——大类资产比价关系研究之六》

《人民币隐含波动率高企意味着什么?(上)——大类资产比价关系研究之三》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里?——大类资产比价关系研究之二》

《股债市场的外资流出压力有多大?》

《怎样看中美利差收窄下的汇率贬值压力?——大类资产比价关系研究之一》

### 投资要点:

- **从信贷脉冲定位金融周期:**截至2023年二季度末,信贷脉冲维持2022年9月以来的同比下降、本轮信用收缩周期尚未结束。以“其他存款性公司总资产/货币当局总资产”比值的同比变化代表“信用周期”,信用周期与信贷脉冲指数同向变动,2021年7月份“降准”以来信用周期波动显示,2022年8月份信用周期见顶之后开始滑落,2023年上半年信用周期的滑落佐证信贷脉冲指数对金融周期的定位,即2022年三季度信用扩张和信贷脉冲触及阶段性顶点,过去将近10个月金融周期处于信用收缩阶段。
  - **加杠杆的主体非金融企业仍在渐进修复资产负债表。**2023年上半年企业债券净融资同比少增7883亿元、非金融企业境内股票融资同比少增432亿元,6月份企业融资还是出现了边际变化,2023年6月份当月企业债券净融资同比少增125亿元,减少的规模明显下降;非金融企业境内股票融资同比多增111亿元,由于股票融资有增大权益、降低杠杆的效应,“债务减少、权益增多”的结构变化体现非金融企业渐进修复资产负债表的趋向。
  - **货币政策宽松时不同所有制企业的融资约束强弱不同。**当货币政策宽松时,非金融企业所面临的融资约束均会减弱,但是相比于私营企业,国有企业获得贷款等外部融资的门槛更低,2023年二季度中后期出现的“债务融资下滑、权益融资增加”以及企业部门“超额储蓄”的累积,或反映出2021年货币政策进入新一轮“降息”和“降准”的宽松周期以来,私营企业部门的外部融资约束并未显著放松,而贷款扩张政策对国有企业外部融资约束有更大程度放松,导致私营企业部门倾向于使用权益融资等内源融资渠道,由此非金融企业部门“超额存款”开始累积。
- **2023年至今债券收益率走势“形似”2018年。**2018年和2023年同样面临信用收缩、经济下行、汇率贬值等基本面形势,同样在7月份迎来“宽信用”政策导向的拐点。2018年债券收益率在7月底调整至9月份,四季度重新开启下行,最终以当年最低点收盘。而2023年债券收益率同样面临上半年平稳下行后“宽信用”政策的影响,信贷脉冲指向当前依旧处于宽松后周期,信贷脉冲平缓下移对应利率尾部继续拉长,当前时点还不足以判断利率拐点已来。
- **风险提示:**(1)海外主要经济体央行“加息”路径尚存不确定性,货币政策路径和流动性变化对新兴市场仍有外溢;(2)警惕三季度中后期宏观经济政策“后置发力”的风险,8月中下旬财政政策或“后置发力”,房地产政策也将落地“认房不认贷”和存量按揭贷款利率下降,或对市场有较大冲击;(3)2022年货币政策等效应不及预期,居民部门和企业部门存款周转不畅。

## 内容目录

1. 定位金融周期：信用收缩后周期.....	4
1.1. 定位金融周期 .....	4
1.2. 定位杠杆率周期.....	7
2. 定位利率走势：研判上行拐点或尚早 .....	10
3. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 6 个月维度广义融资信贷脉冲同比增速已趋于向上.....	5
图 2: 狭义贷款/广义融资口径信贷脉冲上半年走向分化.....	5
图 3: 2022 年 8 月份之后信贷脉冲与中长期贷款走势分化.....	5
图 4: 2008 年以来中长贷增速和信贷脉冲指数常显分化.....	5
图 5: 截至 2023 年 6 月末, 信用周期与信贷脉冲延续 2022 年 8 月以来的下行趋势.....	5
图 6: 截至 2023 年 6 月末, 剔除股票融资后的广义融资信贷脉冲指数维持下行.....	6
图 7: 2022 年 8 月份之后信贷脉冲与中长期贷款走势分化.....	7
图 8: 2008 年以来中长贷增速和信贷脉冲指数常显分化.....	7
图 9: 2010 年之后资产负债率和宏观杠杆率分化.....	8
图 10: 2010 年之后“加杠杆”对 GDP 的带动作用下降.....	8
图 11: 国有企业与私营企业资产负债率分化.....	8
图 12: 工业企业上游采矿和中下游行业资产负债率分化.....	8
图 13: 截至 2023 年 6 月末, 企业部门超额储蓄规模达到 7.80 万亿元.....	9
图 14: 2023 年 10Y 收益率的走势和 2018 年对比.....	10
图 15: 2023 年以来中债期限利差和 2018 年对比.....	10
图 16: 信贷脉冲同比下行期债券收益率难以趋势性上行.....	10
图 17: 信贷脉冲指数同比波动略领先沪深 300 指数波动.....	10

2023年7月24日中央政治局会议上确立“发挥总量和结构性货币政策工具作用”基调，继续引导货币政策从“逆周期调节”立场适时实施“降息”和“降准”等总量政策工具。7月底中央政治局会议确立“逆周期”政策调节基调，“预期差”一度导致债券收益率快速反弹，10年期国债收益率在触及2.59%之后至今横亘在2.65%左右水平。但是政策层面的“预期差”引致利率上行或只是一次性脉冲反应，从“稳增长”政策实施到经济基本面向好确立利率拐点，中间还需要一个中介变量来反复“确证”政策效应，而这一个中介变量或可选择“信贷脉冲”以及与之相关的“信用周期”。实际上早在6月份陆家嘴论坛，人民银行潘功胜行长就已经提及：“中国稳健的金融周期为经济和金融市场运行提供了适宜的环境……2023年以来中国的信贷脉冲转正上行，显示信贷对经济的支持作用正在增强”，从信贷脉冲为中国金融周期做了定位，在“稳增长”和“宽信用”渐进落地的当前时点，有必要再度确认当前的信贷脉冲、全面定位金融周期。

## 1. 定位金融周期：信用收缩后周期

我们在2022年6月13日发布的研究报告《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？》中，基于2022年5月份疫情扰动下的金融统计数据以及政策层对宏观杠杆率的态度，从信贷脉冲角度分析过当时如何兑现“宽信用”，当时我们也使用了Bloomberg计算的信贷脉冲指数，来判定当时的金融周期。Bloomberg信贷脉冲指数分子端采用12个月滚动社会融资增量加总，而分母端则是采用滚动4个季度的名义GDP：

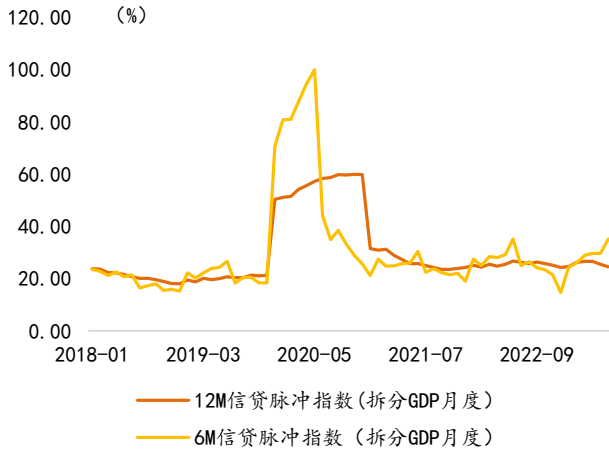
$$\text{信贷脉冲} = \frac{\text{社融存量指数 } Index_T - Index_{T-12}}{\text{名义GDP滚动12个月加总}}$$

当然由于分子端采用不同口径的融资指标、统计周期不同，从信贷脉冲可得到不同的对金融周期的定位判断。

### 1.1. 定位金融周期

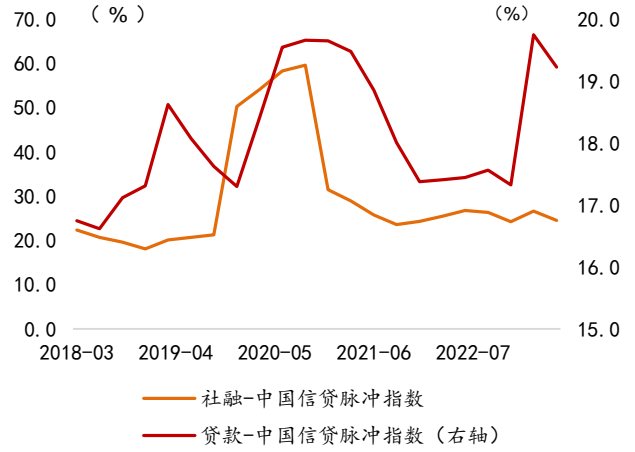
如果分子端采用狭义的新增人民币贷款指标，那么计算而来的信贷脉冲显示：在2023年上半年新增贷款规模创同期历史最高值的带动下，信贷脉冲在2023年上半年确实上行，这与人民银行潘行长的判断相符。然而如果分子端以广义的社融口径计算，那么信贷脉冲指数则继续保持平缓，Bloomberg信贷脉冲指数的分子端是包括本外币贷款、“表外融资”3项、股票融资和债券融资的口径，信贷脉冲指数显示2021年7月“降准”以来，2022年9月信贷脉冲同比增速见顶之后开始回落，在2023年一季度贷款同比大幅多增的带动下，信贷脉冲指数迎来短暂的高增长，随后增速再度回落，截至6月末，信贷脉冲指数同比负增长8.52%。除却信贷脉冲分子端不同统计口径计算带来的差异，不同统计维度同样指向相反的结论：分子端依旧采用广义社融作为融资指标，6个月维度的信贷脉冲短周期上行，但12个月维度的信贷脉冲中长周期维持平缓。

图 1：6 个月维度广义融资信贷脉冲同比增速已趋于向上



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：狭义贷款/广义融资口径信贷脉冲上半年走向分化



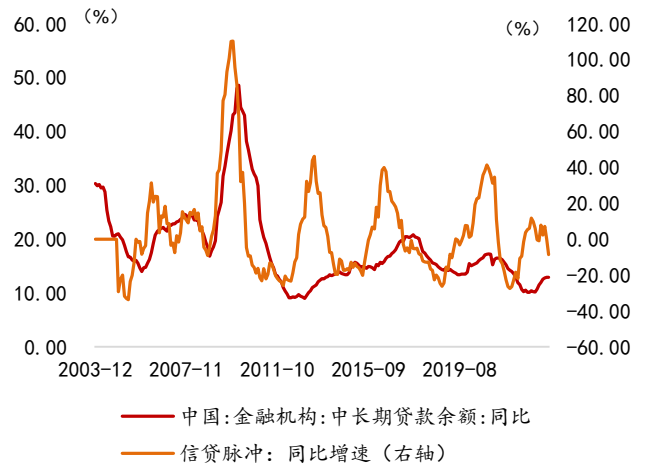
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2022 年 8 月份之后信贷脉冲与中长期贷款走势分化



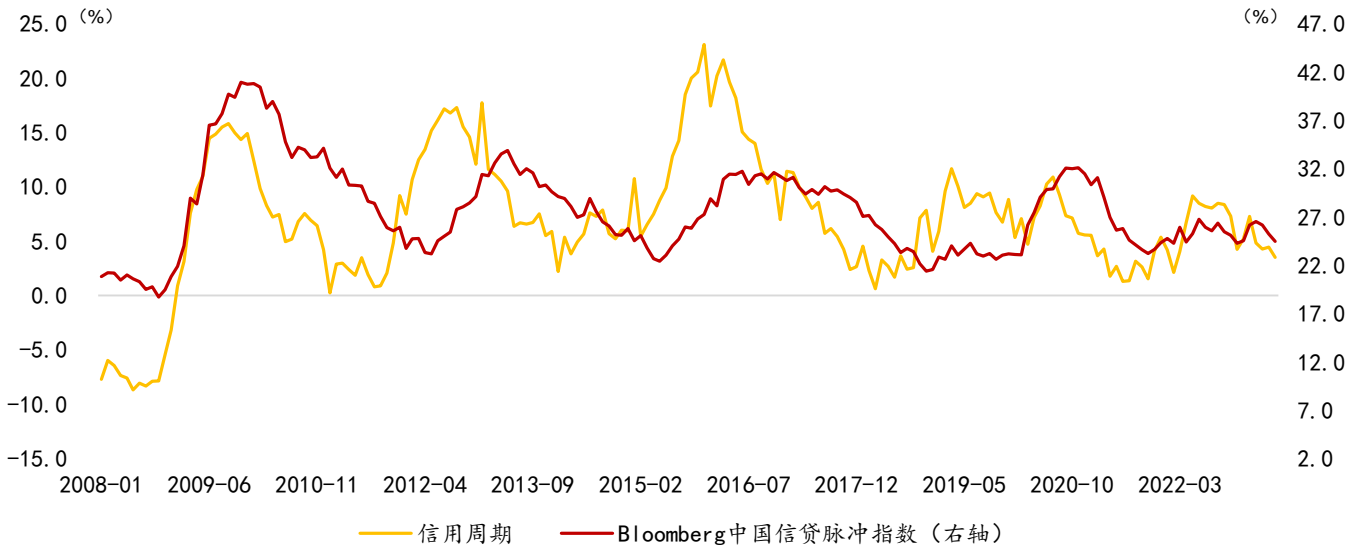
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2008 年以来中长贷增速和信贷脉冲指数常显分化



资料来源：Wind，德邦研究所

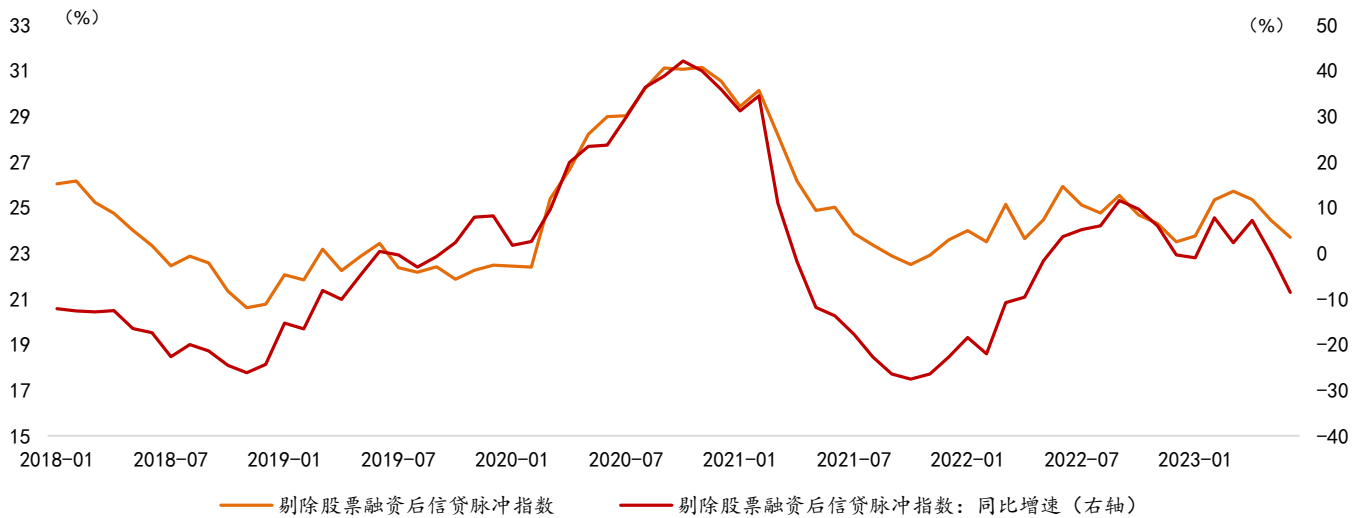
图 5：截至 2023 年 6 月末，信用周期与信贷脉冲延续 2022 年 8 月以来的下行趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

从信贷脉冲定位金融周期：截至 2023 年二季度末，信贷脉冲维持 2022 年 9 月以来的同比下降、本轮信用收缩周期尚未结束。2021 年 7 月份“降准”以来，信贷脉冲指数维持相对平缓，但是信贷脉冲同比增速依旧显示明显的波动周期。2021 年 7 月“降准”至 2022 年 8 月“降息”期间信贷脉冲同比上行，在 2022 年 9 月同比增速达到顶点，但是 2022 年 8 月“降息”至 2022 年 12 月“降准”并未刺激信贷脉冲同比继续走高，在经过 2023 年初的反复之后，5 月份以来信贷脉冲同比增速转负，当前金融周期依旧处于回落阶段，即便 2023 年 6 月“降息”还未能刺激基于广义信贷口径的信贷脉冲恢复同比增速转正上行。

图 6：截至 2023 年 6 月末，剔除股票融资后的广义融资信贷脉冲指数维持下行



资料来源：Wind，德邦研究所

实际上信贷脉冲不应包括有降杠杆效应的股票融资，并且仅以基于广义融资口径的信贷脉冲指数或者还不足以定位当前的金融周期状态，在此一方面将股票融资从广义融资中减去；另一方面引用信用周期佐证金融周期定位：（1）将股票融资从广义融资中剔除之后计算而来的信贷脉冲指数维持同比增速下行，截至 2023 年 6 月末，不包括股票融资的广义信贷口径信贷脉冲指数同比下降 8.58%，与原始信贷脉冲指数的下跌幅度基本一致，原因或在于股票融资在广义融资中占比依旧偏小，尽管 2023 年上半年企业债券净融资同比少增 7883 亿元、非金融企业境内股票融资同比少增 432 亿元，但是 6 月份企业融资还是出现了边际变化，2023 年 6 月份当月企业债券净融资同比少增 125 亿元，减少的规模明显下降；非金融企业境内股票融资同比多增 111 亿元，由于股票融资有增大权益、降低杠杆的效应，“债务减少、权益增多”的结构变化体现非金融企业渐进修复资产负债表的趋向。（2）我们以“其他存款性公司总资产/货币当局总资产”比值的同比变化代表“信用周期”，信用周期与信贷脉冲指数同向变动，2021 年 7 月份“降准”以来信用周期波动显示，2022 年 8 月份信用周期见顶之后开始滑落，2023 年上半年信用周期的滑落佐证信贷脉冲指数对金融周期的定位，即 2022 年三季度信用扩张和信贷脉冲触及阶段性顶点，过去将近 10 个月金融周期处于信用收缩阶段。



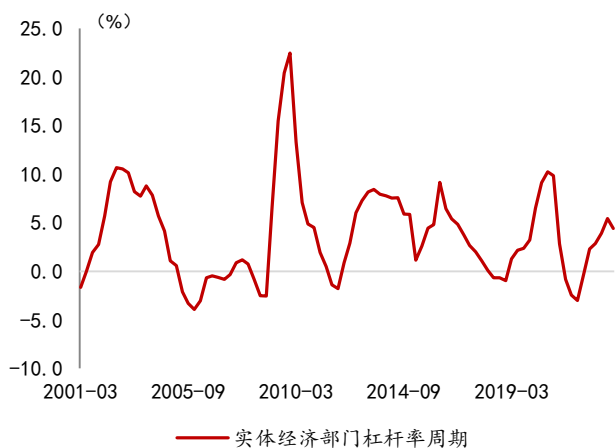
## 1.2. 定位杠杆率周期

信贷脉冲指数的变化实际上也是宏观杠杆率的变化，根据 Bloomberg 中国信贷脉冲指数的计算公式，亦可将信贷脉冲指数做一次变形，将社融存量加入公式中，信贷脉冲即可拆解为：

$$\text{信贷脉冲} = \text{社融同比增速} * \text{宏观杠杆率}$$

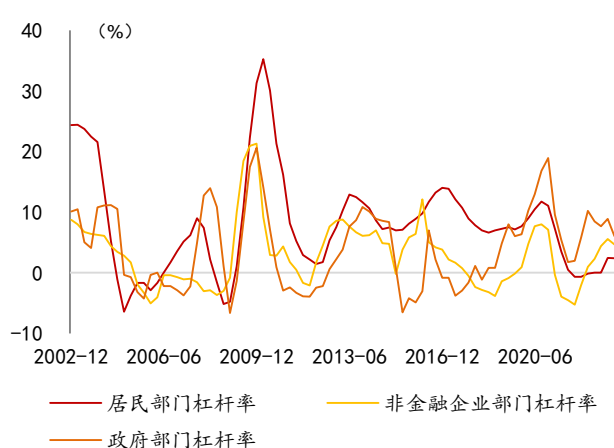
当实体经济部门处于“去杠杆”周期时，仅有社会融资存量增速的稳定，宏观杠杆率的下滑也会在很大程度上抵消社融总量增长的影响<sup>1</sup>。这也是我们在过去 5 个月中看到的情形：在货币政策刺激、信贷政策驱动、政府债务撬动等联动效应下，社会融资规模总量能够维持平稳增长，但是经济融资需求、内生性信用扩张却未必会如期抬升，当居民或企业部门资产负债表收缩时，商业银行资产规模扩张速度即会慢于负债，“宽信用”信号迟滞显现，实体经济部门是否“加杠杆”以及加杠杆的程度决定了信贷脉冲指数是否恢复同比向上、金融周期是否重新扩张。

图 7：2022 年 8 月份之后信贷脉冲与中长期贷款走势分化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2008 年以来中长贷增速和信贷脉冲指数常显分化



资料来源：Wind，德邦研究所

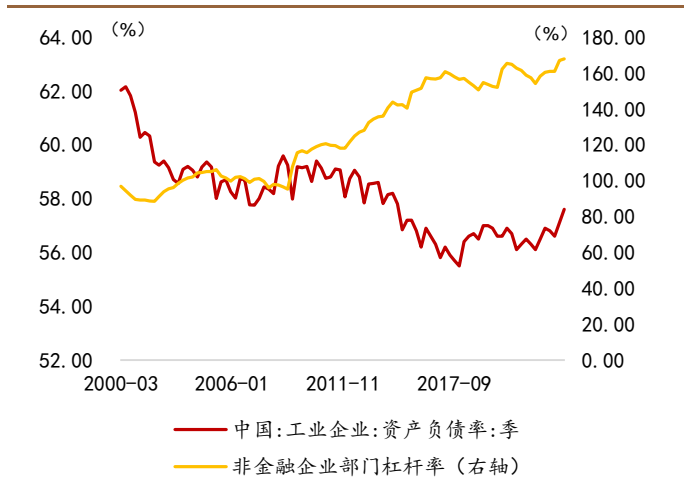
从实体经济部门杠杆率来看，根据社科院国家金融与发展实验室的宏观杠杆率计算，截至 2023 年二季度末，实体经济部门（居民+非金融企业+政府）宏观杠杆率同比增速从一季度的 5.40% 回落至 4.40%，绝对水平达到 283.90%，相比 2022 年末回升 10.80 个百分点。分部门来看，居民部门同比增长 2.40%，非金融企业部门同比增长 4.70%，而政府部门同比增长 6.0%。由于非金融企业部门的杠杆率绝对水平最高，达到 167.80%，因此从绝对值的变化看，非金融企业部门杠杆率的变化对宏观杠杆率抬升的贡献最多，2023 年上半年增幅达到 6.90 个百分点；然而从同比增速来看，非金融企业部门并非加杠杆最积极的主体，政府部门“加杠杆”的速度从 2021 年三季度本轮宽松周期以来均快于非金融企业部门。

**非金融企业部门正在修复资产负债表。**如果从非金融企业部门宏观杠杆率的

<sup>1</sup> 当我们去年撰写专题报告《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？》时，已经发现信贷脉冲在宏观杠杆率的约束下出现上行缓慢的迹象，但是 2022 年二季度人民银行引导宏观杠杆率上行的政策还是持续生效，直至 2022 年三季度中旬见顶。

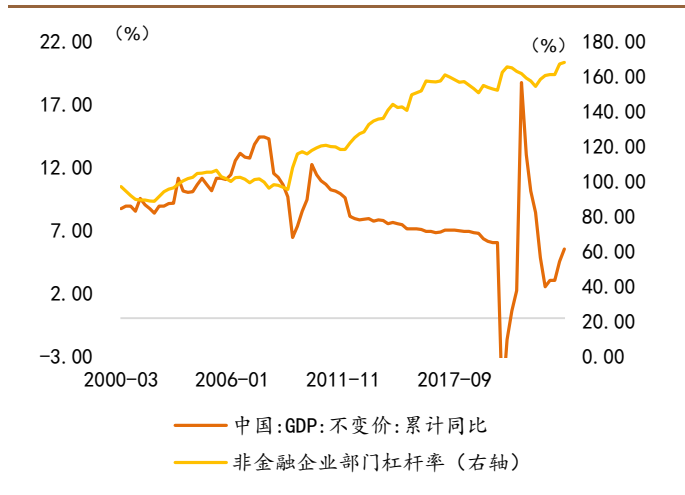
变化看，2021年二季度之前，非金融企业部门经历了连续5个季度的“去杠杆”（2021年一季度至2022年一季度）阶段，2022年二季度非金融企业部门杠杆率稳定，如果将杠杆率同比增速的波动周期作为资产负债表“衰退”还是“修复”的判断标准，那么2021年二季度开始，非金融企业部门就从此前连续5个季度的“衰退”进入到“修复”周期，我们曾经在点评2023年5月份金融统计数据时提及“企业部门存款转理财”、正在修复资产负债表，而从2023年二季度中后期非金融企业融资“股票多增、债券少增”的结构来看，符合非金融企业部门增强权益、缓释债务风险的取向。

图 9：2010 年之后资产负债率和宏观杠杆率分化



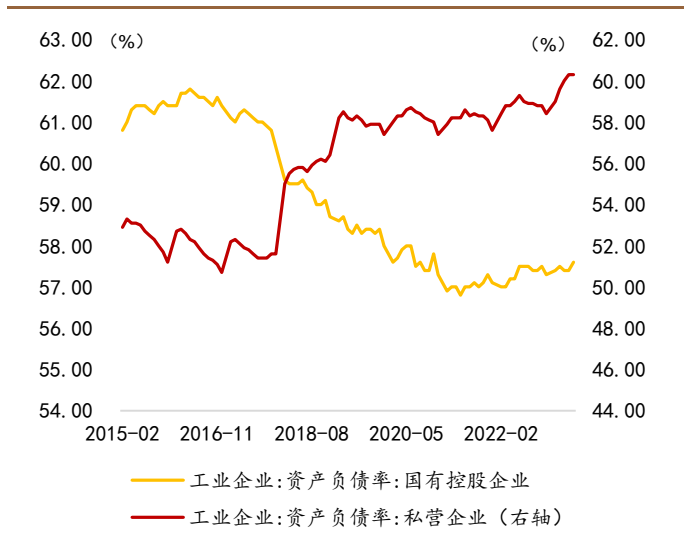
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2010 年之后“加杠杆”对 GDP 的带动作用下降



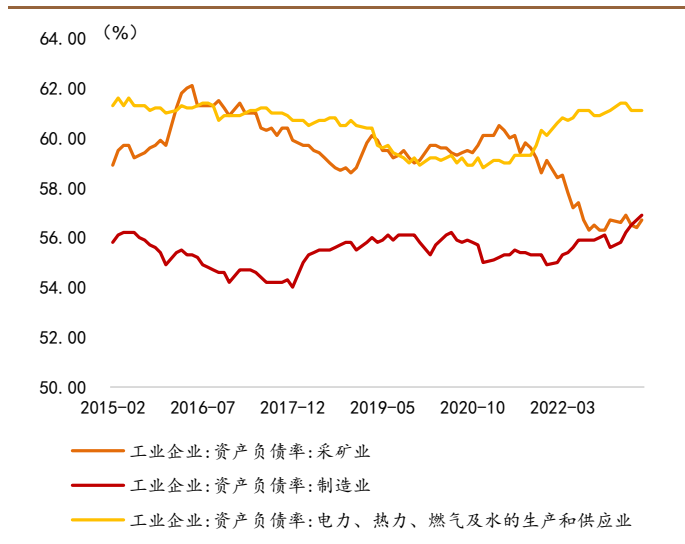
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：国有企业与私营企业资产负债率分化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：工业企业上游采矿和中下游行业资产负债率分化



资料来源：Wind，德邦研究所

如果我们再从宏观杠杆率做一个拆解：

$$\text{宏观杠杆率} = \frac{\text{总债务}}{\text{名义GDP}} = \frac{\text{总债务}}{\text{总资产}} * \frac{\text{总资产}}{\text{名义GDP}}$$

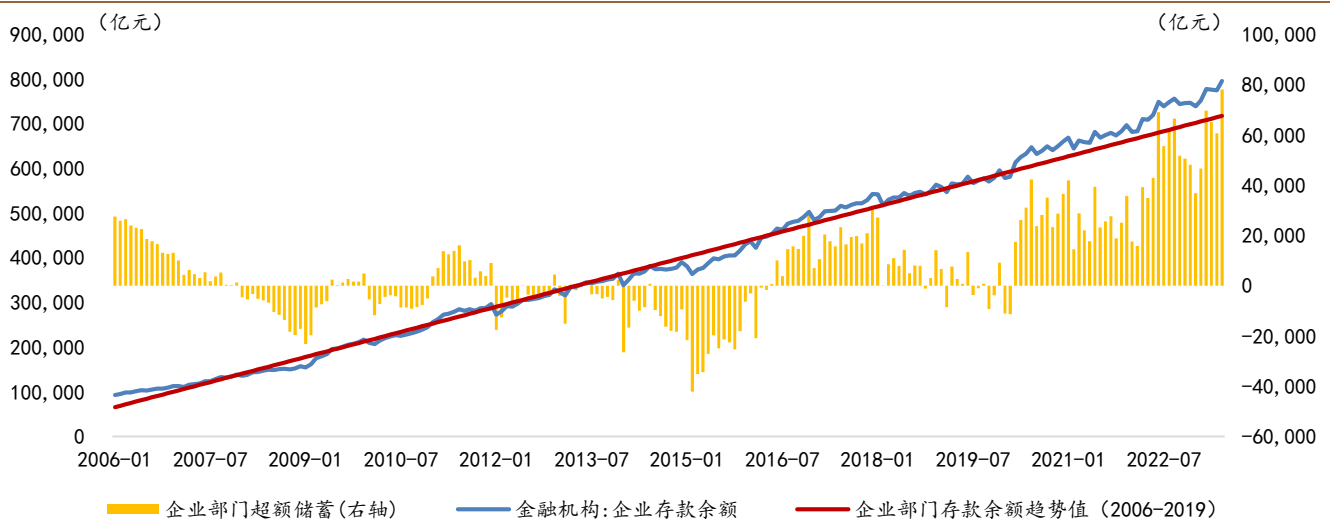
那么宏观杠杆率就取决于 2 个因素：资产负债率和资产收益率。从工业企业



资产负债率和非金融企业杠杆率的变动来看，2010年之后杠杆率在继续抬升，资产负债率持续下降，两者之间的差异或是非金融企业“加杠杆”扩表的收益在下降，导致两者之间出现了“无效”加杠杆的情形。从宏观杠杆率和GDP增速的变化来看，也正是在2010年开始，非金融企业“加杠杆”没有再带来GDP的同幅度增长，体现的是“加杠杆”后资产收益率已经趋于下降。

从工业企业所有制结构来看，私营企业部门资产负债率在2018年以来并未出现下行，但是国有控股企业资产负债率持续下降，国有和私营企业部门在“加减杠杆”趋势上出现背离。我们曾经在4月份的专题报告《为何强信贷没有带来强增长——如何理解一季度强信贷与弱预期的背离》中判断“信贷供给过剩叠加投资意愿不足”或是降低贷款向投资转化效率的核心原因，而投资意愿不足背后的原因则是“盈利能力下降和财务健康受损”。结合我们以上对宏观杠杆率的拆解：从融资约束角度来看，当货币政策宽松时，非金融企业所面临的融资约束均会减弱，但是相比于私营企业，国有企业获得贷款等外部融资的门槛更低，贷款扩张“优先”放松国有企业外部融资约束，但私营企业获得外部融资相比国有企业不容易，外部融资约束对私营企业的约束性高于国有企业，而外部融资约束增强时，私营企业或更加倾向于使用内部融资，由此带来企业储蓄意愿上升。从这一机理来看，2023年二季度中后期出现的“债务融资下滑、权益融资增加”以及企业部门“超额储蓄”的累积，或反映出2021年货币政策进入新一轮“降息”和“降准”的宽松周期以来，私营企业部门的外部融资约束并未显著放松，而贷款扩张政策却对国有企业外部融资约束有更大程度放松，导致私营企业部门倾向于使用权益融资等内源融资渠道，由此非金融企业部门“超额存款”开始累积。

图 13：截至 2023 年 6 月末，企业部门超额储蓄规模达到 7.80 万亿元



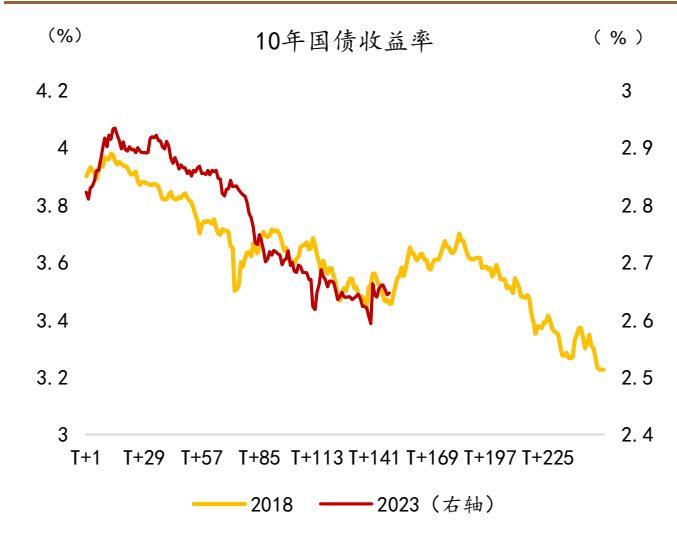
资料来源：Wind，德邦研究所

根据“超额储蓄”的计算方法，2023年以来，企业部门“超额储蓄”合计增长2.99万亿，而2020年以来企业部门“超额储蓄”累计增长6.89万亿，显示企业部门正在依赖内源融资“修复”资产负债表。

## 2. 定位利率走势：研判上行拐点或尚早

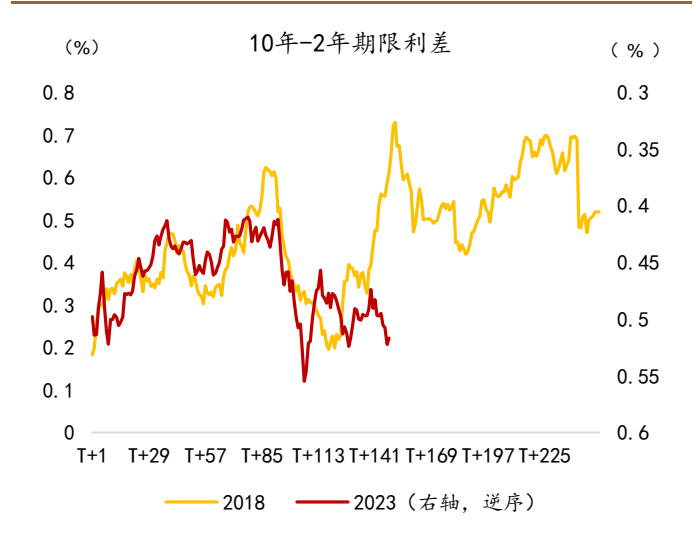
**2023 年至今债券收益率走势“形似”2018 年。**2018 年和 2023 年同样面临信用收缩、经济下行、汇率贬值等基本面形势，同样在 7 月份迎来“宽信用”政策导向的拐点。2018 年债券收益率在 7 月底调整至 9 月份，四季度重新开启下行，最终以当年最低点收盘。而 2023 年债券收益率同样面临上半年平稳下行后“宽信用”政策的影响，这种影响或同样持续至三季度末至四季度初，只是债券收益率本轮走势会否与 2018 年不同？从信贷脉冲角度对金融周期做一个定位，或可提供辅佐判断的视角：信用收缩阶段债券收益率难以趋势性上行。

图 14：2023 年 10Y 收益率的走势和 2018 年对比



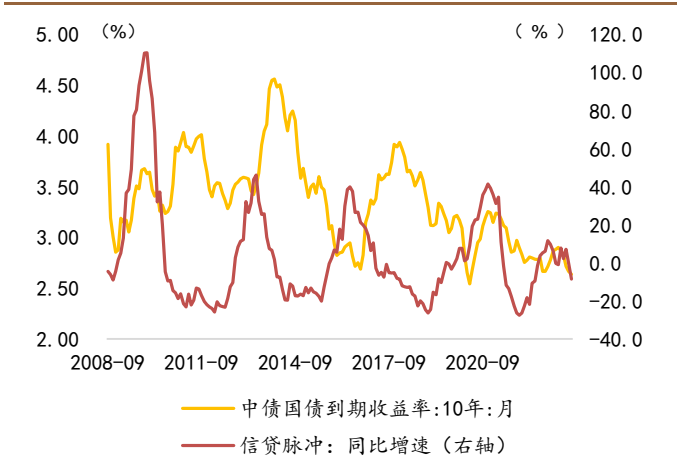
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：2023 年以来中债期限利差和 2018 年对比



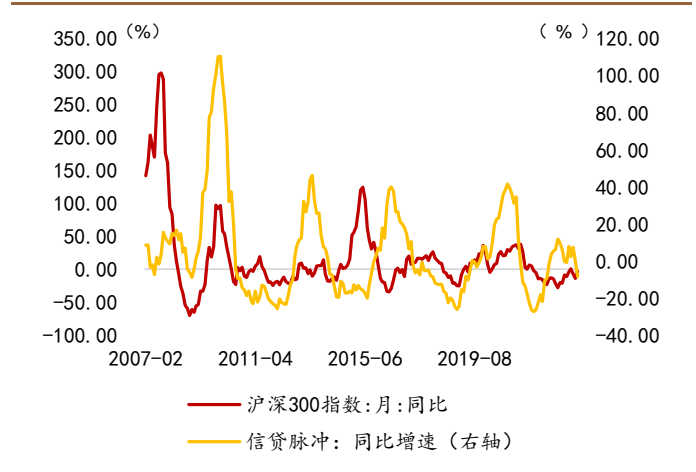
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：信贷脉冲同比下行期债券收益率难以趋势性上行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：信贷脉冲指数同比波动略领先沪深 300 指数波动



资料来源：Wind，德邦研究所

从经验值来看，2017 年以前信贷脉冲指数领先 10Y 收益率大约 5 个季度，也就是 15 个月左右；2017 年以后信贷脉冲指数领先 10Y 收益率的周期缩减至 6 个月左右。信贷脉冲指向当前依旧处于宽松后周期，信贷脉冲平缓下移对应利率尾部继续拉长，当前时点还不足以判断利率拐点已来。

### 3. 风险提示

- (1) 海外主要经济体央行“加息”路径尚存不确定性，货币政策路径和流动性变化对新兴市场仍有外溢；
- (2) 警惕三季度中后期宏观经济政策“后置发力”的风险，8月中下旬财政政策或“后置发力”，房地产政策也将落地“认房不认贷”和存量按揭贷款利率下降，或对市场有较大冲击；
- (3) 2022 年货币政策等效应不及预期，居民部门和企业部门存款周转不畅，居民储蓄存款继续淤积在商业银行体系。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富”固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。