

## 货币信用周期对债市影响探究

### 摘要

中国信用周期特征明显。2000 年至今，中国经历了 5 轮完整的信用周期，每轮信用周期大约 3-4 年。影响信用扩张的因素可分为供给端的货币供给和需求端的实体经济两个方面。

单纯的信用周期与利率市场的相关性并不高，信用的松紧对债市的影响主要是通过经济周期，广义的货币供给对债市的影响也是通过银行间流动性来传导。但是货币与信用叠加却和利率市场有着较强的相关性，货币与信用的相对松紧一定程度上反映了供需的博弈。M2 和信用增速差（M2-社融增速，以下简称增速差）的变化能较好解释利率走势，而且两者增速差的所处水平也能较好解释利率水平。M2 与信用增速差的变化可以较好地拟合利率走势。其内在逻辑是 M2 代表货币供给，而社会融资规模反映实体经济的融资需求，M2 与信用增速差的变化反映的是供给和需求的博弈。当 M2 与信用增速的差值扩大，说明货币供给相对宽松，利率下降，反之，当两者增速差值缩小，货币供给相对基本面有所收紧，利率上升。M2 能较好地衡量货币政策的实际效果。

当前货币稳健+信用扩张，M2-社融增速差下降，利率上行，与理论结果一致。当前经济已经初现过热迹象，加上通胀也悄然兴起，明年货币政策基本不可能放松，宽信用和宽财政也将告一段落。从历史来看，“紧货币+紧信用”形势下，债市走势并不确定，但货币-信用双收环境通常股市调整更多。若明年紧信用主要由财政收紧带来，货币政策保持中性，则按照资金需求相对资金供给更强，即 M2-社融增速差上升的逻辑，利率将下行。当紧信用来临时，股市可能受挫更大，债市有望迎来机会。但短期宽信用尚未结束，股市慢牛延续，债市底部尚未探明。

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

高翔 助理分析师

从业资格编号：F3061207

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

## 目录

第 1 章	绪论.....	3
1.1.	研究目的和意义 .....	3
1.2.	宽信用的界定 .....	3
1.3.	货币周期简介 .....	3
1.4.	“货币+信用”框架 .....	4
第 2 章	历史回顾与规律总结 .....	5
2.1.	信用周期的历史回顾 .....	5
2.2.	信用周期的规律总结 .....	8
2.3.	信用与货币变化往往一致 .....	9
2.4.	2015 年后货币与信用背离的原因 .....	9
第 3 章	货币、信用与利率市场 .....	10
3.1.	M2 和信用增速差 .....	10
3.2.	债市行情研判 .....	11
	免责声明 .....	13

## 第1章 绪论

### 1.1. 研究目的和意义

经济衰退时，央行会运用宽松的货币政策来刺激经济，降低利率或投放更多资金，这些举措通常会通过商业银行传导至信贷端，也就是宽货币通常会导致宽信用。当经济过热时，一方面央行会收紧货币，这种行为也会通过金融机构传导至实体；另一方面，信贷过度扩张，会导致贷款滥发，坏账增多，贷款人遭受损失，信用风险的爆发会引起银行惜贷现象，进而转向紧信用，经济下滑。

本文希望通过过去二十年的历史回顾来研究信用周期、货币周期与利率市场的关系。研究历史上五轮信用周期的拐点有什么特征，信用周期变动与货币周期变动的规律，同时总结历史上宽信用时期的债市走向。希望可以预测明年的信用与货币环境，并进一步找出债市走势的先行指标，希望可以帮助债市研判。

### 1.2. 宽信用的界定

信用周期指信用扩张和收缩的周期，信用扩张引发经济过热和通胀上升，央行收紧货币提高利率，当利息支出超出实体经济（居民和企业）的承受能力，信用扩张将不可持续，此时信用周期进入紧缩期。其中信用扩张指实体经济从金融部门增加债务融资的过程，故当信用扩张时，实体经济的负债增加，而金融部门的资产增加。因此信用扩张涉及两方主体，一方是融资需求方实体经济，另一方是融资供给方金融部门。广义上的信用包含所有实体部门的债务资金来源，即对个人和非金融企业提供的所有信用。

指标方面，通常可以选取扣除股权融资后的社融规模存量增速、贷款增速和宏观杠杆率作为衡量中国信用周期的标准。社融增速这一信用增速指标能够反映不同的信用扩张形式，该指标包括表内信贷融资（人民币和外币贷款），表外非标融资（委托贷款，信托贷款和未贴现银行票据），直接融资（企业债券融资）。贷款增速与社融增速的作用类似，可以作为辅助指标来观测。宏观杠杆率则是季度指标，它的变动更加清晰明了，适宜衡量宽信用周期。

### 1.3. 货币周期简介

货币周期是指货币实际供给量的松紧。对于货币周期的划分实质上是通过货币流动性的度量来把握货币供应量扩张与收缩的交替演变进程，通常采用 M1 与 M2 同比增速差这一指标。从构成上来看，M1 主要由通货与企业活期存款构成，M2 则在 M1 基础上加入了企业定期存款与储蓄存款。M1、M2 增速差的变化主要取决于货币供给（央行政策）、宏观经济、企业利润变化，所导致的货币资金在企业活期存款、定期存款与居民储蓄存款三者之间进行相互转化。当信贷投放大幅扩张时，M1 增速会大于 M2，这是因为此时新增企业贷款增加，企业活期存款回升速度要快于定期存款所致。此外，当宏观经济改善、居民消费意愿增强时，居民储蓄存款会向企业定期存款转化，即“储蓄搬家”，

#### 1.4. “货币+信用” 框架

通常，货币松紧是由央行直接把控的，而信用松紧则体现了市场对央行的政策消息的反馈，其中会夹杂着商业银行等机构的融资意愿。

```
graph TD; A[中央银行] --> B[商业银行]; B --> C[个人储蓄/消费]; B --> D[企业投资/融资]; A --- E[通过逆回购、MLF、存款准备金率等货币政策工具来调控货币松紧]; B --- F[通过存贷款利率和优惠政策来影响实体企业和个人]; C <--> D;
```

中央银行

通过逆回购、MLF、存款准备金率等货币政策工具来调控货币松紧

商业银行

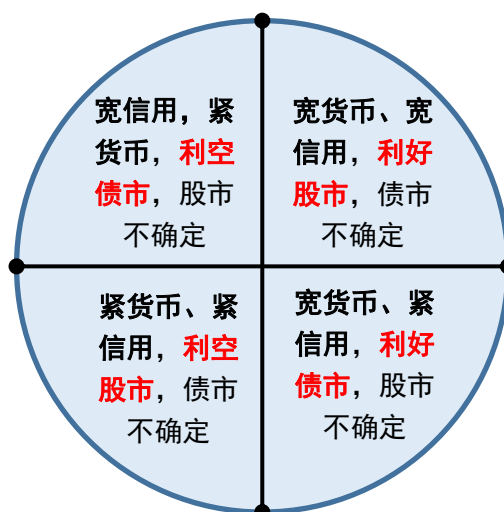
通过存贷款利率和优惠政策来影响实体企业和个人

个人储蓄/消费

企业投资/融资

利率是资金的价格，简单来说，资金的供需决定利率的价格。因此，“宽货币+紧信用”意味着“资金供应增加，融资需求减少”，这就会导致利率的下行。反之，“紧货币+宽信用”则会导致利率上行，债市呈熊市格局。而“宽货币+宽信用”意味着“资金供给增加，融资需求增加”，通常导致股市上涨，债市则不确定；“紧货币+紧信用”意味着“资金供给减少，融资需求下降”，通常导致股市走熊，债市则不确定：

图 1.2 “货币+信用” 轮动



资料来源：Wind，南华研究

## 第2章 历史回顾与规律总结

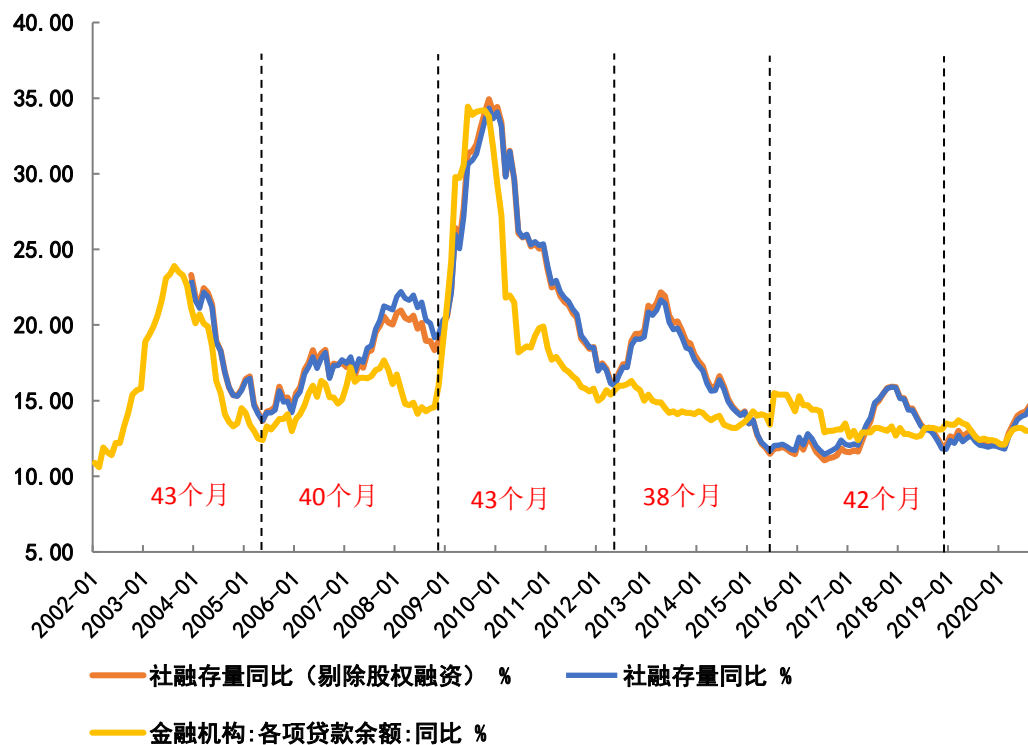
由于周期的研究比较宽泛，且信用周期与货币周期都是从较长的时间维度来衡量，过于细致的量化反而失真，因此我们本次专题将主要通过对历史信用周期的回顾来进行规律总结，进而对债市研判提供一些帮助。

### 2.1. 信用周期的历史回顾

中国信用周期特征明显。2000 年至今，中国经历了 5 轮完整的信用周期，每轮信用周期大约 3-4 年。影响信用扩张的因素可分为供给端的货币供给和需求端的实体经济两个方面，供给端的影响因素包括商业银行改革（2002），金融自由化（2012）和金融监管加强（2016），需求端的影响因素主要是由经济增长带来的企业融资需求，其中外部冲击来自全球经济，2003-2008 年中国经济靠出口拉动，2008 年之后全球金融危机，2017 年国内经济小复苏也主要受益于外部环境的好转。

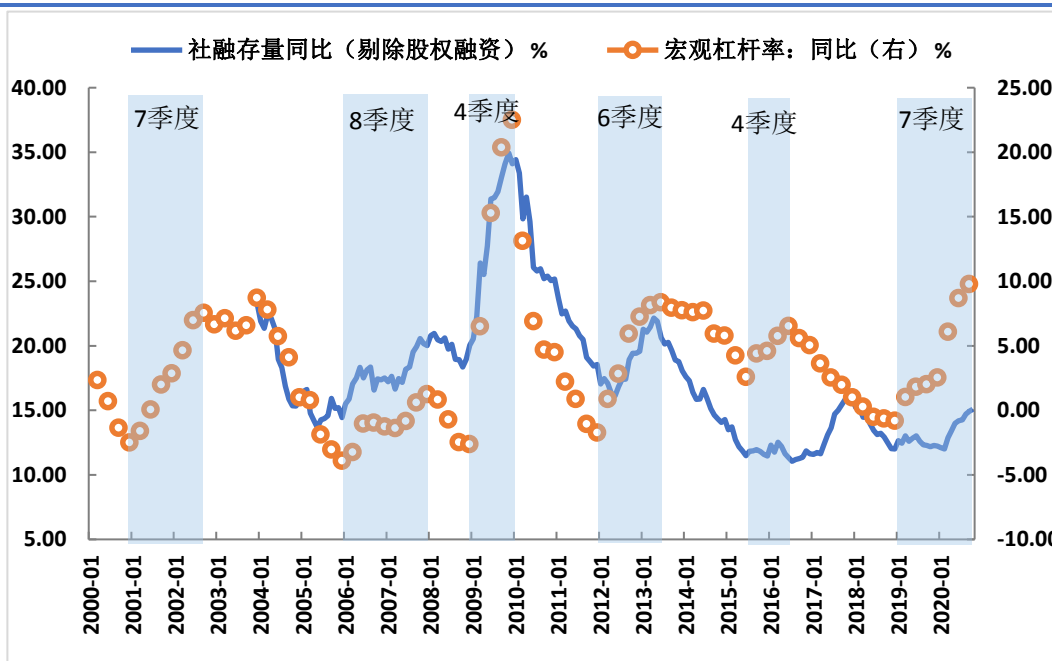
上一章我们已经说过，通常选取扣除股权融资后的社融规模存量增速、贷款增速和宏观杠杆率作为衡量中国信用周期的指标，下面我们将分别通过社融增速和宏观杠杆率来划分信用周期。

图 2.1 根据社融同比划分信用周期



资料来源：Wind，南华研究

图 2.2 根据宏观杠杆率寻找宽信用周期



资料来源：Wind，南华研究



从图中可以看出，两种方法划分的信用周期整体差别不大，但由于宏观杠杆率的周期变动更加清晰明了，故选择宏观杠杆率划分的信用周期来进行历史研究。

按照“谷谷”划分法，2001Q1-2005Q4 是第一个信用周期，贷款是主要扩张形式。本轮信用扩张期持续 7 个季度，随着我国走出亚洲金融危机，国内经济出现过热。2002 年全国金融工作会议提出国有银行改革，提出“必须把银行办成现代金融企业，推进国有独资商业银行的综合改革是整个金融改革的重点”，随着国有银行市场化程度提高，信贷投放动力增强。2004 年，为抑制经济过热，我国信贷政策开始收紧。同时出于满足上市监管要求，银行出现惜贷倾向。

2006Q1-2008Q4 是第二个信用周期，经济过热，信用大幅扩张。2006 年-2007 年，国内经济过热，中央银行货币政策不断紧缩，然而信用扩张速度却持续上升。一方面，这一时期全球经济全面复苏，我国贸易顺差大幅增加，贸易盈余占 GDP 比重从 2005 年的 4% 上升到 2007 年的 7%，外汇占款持续上升。另一方面，2007 年人民币升值预期强烈，外币贷款大幅增加，叠加未贴现银行承兑汇票大幅增加，信用增速快于贷款余额增速。这种紧货币宽信用时期往往对应债市的熊市。

2009Q1-2011Q4 是第三个信用周期，2008 年全球金融危机爆发，同年，政府为了稳定经济和就业，推出了“四万亿刺激计划”，信贷大幅扩张。这个信用扩张阶段初期的主要驱动力是票据融资，当银行对经济预期较为悲观时，票据是主要的冲量方式。随后 4 万亿刺激加政府加杠杆支持经济，企业中长贷崛起，成为信用扩张的主要驱动力。2010-2011 年，由于炒房横行、房价暴涨，政策开始发生逆转，紧货币和房地产调控政策密集发布，信用增速高位回落。

2012Q1-2015Q2 是第四个信用周期，金融自由化，非标迅速扩张。2012 年 5 月中国出台“十一条”，鼓励金融创新，信用扩张形式多元化，同期经济增速并未明显回升，出现了“金融热，经济冷”的情况。2014 年 4 季度开始货币政策宽松，但信用扩张并未明显加速。尤其是 15 年股灾以后，央行降准降息救市，但效果并不显著。而本轮的宽货币向宽信用传导受限，债市迎来一波黄金牛市。

2015Q3-2018Q4 是第五个信用周期，金融监管加强，信用不再无序扩张。本轮信用周期相比前四轮有了明显不同，信用扩张幅度较弱，且信用扩张出现在货币紧缩时期。2015 年 10 月供给侧改革提出去杠杆，2016 年 6 月开始，保监会，证监会和银监会加强对资产管理业务和银行业市场的监管。2015 年 12 月，人民银行宣布从 2016 年起将原来的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为“宏观审慎评估体系”。2017 年 3 月和 4 月银监会出台严监管文件，开展“三套利”，“四不当”等专项治理工作。2017 年以来，信用扩张形式转向表内信贷。本轮信用周期中，信用违约事件频发，国企打破刚兑，地方政府的隐性支持不再可靠。

2019Q1 以来，社融存量同比出现弱势回升，至今已运行 7 个季度，基本达到宽信用扩张持续的最长时间，所以从时间周期看，本轮信用周期的扩张阶段即将结束。此外，从政策角度看，全球经济处于衰退期的边沿，我国经济在政府的强力支持下已经走出了

弱复苏的态势，政府加强结构性宽信用支持力度，提高银行宽信用能力，大量发行地方专项债，使得今年经济数据表现强劲。信用扩张是驱动经济周期性变化的最主要因素，疫情以来，中国信用扩张速度显著加快。但是驱动信用扩张的主要力量是政策因素，以企业和居民为代表的市场内生性扩张力量还很弱。一旦以纾困为目标的货币政策支持力度减弱，也就是到了 2021 年初，其延续性就会变成新的问题。

## 2.2. 信用周期的规律总结

通过对五轮信用周期的回顾可以发现，其特点有以下几方面：

第一，2015 年之前，宽货币通常会通过商业银行行为传导至宽信用，这也是央行影响实体部门的主要手段之一。而 2015 年以后，宽货币到宽信用的传导受限，货币政策对信用扩张的影响似乎较弱。2015 年以来，信用增速保持在 11%到 16%的区间内的平稳增速。2015 年股灾之后的宽货币并未传导至宽信用，17 年的金融去杠杆、货币政策大幅收紧，信用却未随之收紧，反而社融增速出现一定回升。

第二，信用扩张和收缩周期不对称，其中 2009 年和 2012 年的信用周期中，扩张阶段只维持了四个季度，为 2000 年以来信用周期中最短的扩张周期，而这两轮的收缩期则维持了 8-10 个季度。在 2006 的信用周期中，宽信用时长维持了 8 个季度，收缩时长则为 4 个季度。

第三，每轮信用周期的幅度差异较大，如在 2009Q1-2011Q4 的信用周期中，信用扩张阶段中宏观杠杆率增长 25.1 个百分点；但在 2006Q1-2008Q4 的信用周期中，扩张阶段宏观杠杆率只提高 5.1 个百分点。在信用周期研究中，我们很难判断信用周期扩张或者收缩的幅度，但可以通过信用周期中扩张与收缩阶段延续时间和周期背后的驱动，得出信用周期所处的阶段。

第四，宽信用走到一定阶段时，为了防控风险，央行通常会收紧货币来降低市场的融资热情。流动性不会忽然消失，但会坚定的慢慢退出，政府不希望经济过热，而是希望经济可以平稳健康增长。一旦经济过热或者市场过于疯狂，就预示着风险即将来临。

**表 2.1 六轮信用周期规律**

	具体时间段	持续时间	宽信用时长	宏观杠杆率上行幅度
第一轮	2001Q1-2005Q4	16 个季度	7 个季度	-2.5%至 8.7%
第二轮	2006Q1-2008Q4	12 个季度	8 个季度	-3.9%至 1.2%
第三轮	2009Q1-2011Q4	12 个季度	4 个季度	-2.6%至 22.5%
第四轮	2012Q1-2015Q2	14 个季度	6 个季度	-1.7%至 8.4%
第五轮	2015Q3-2018Q4	14 个季度	4 个季度	2.6%至 6.6%
第六轮	2019Q1-至今	-	7 个季度	-0.8%至 9.8%

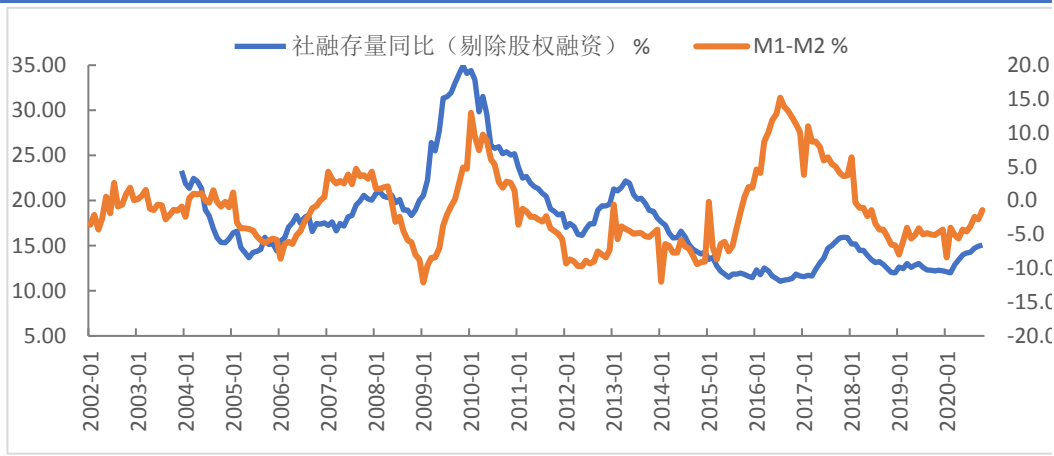
资料来源：Wind，南华研究



## 2.3. 信用与货币变化往往一致

历史上看，货币和信用的变化方向往往是一致的。从下图可以发现，在 2015 年以前宽信用与宽货币往往同时出现。货币政策通过信用派生来影响实体经济，央行通过货币政策影响银行间市场流动性，银行通过信用扩张实现对实体经济的传导。因此最常见的组合是宽货币宽信用，紧货币紧信用。

图 2.2 货币和信用周期变动



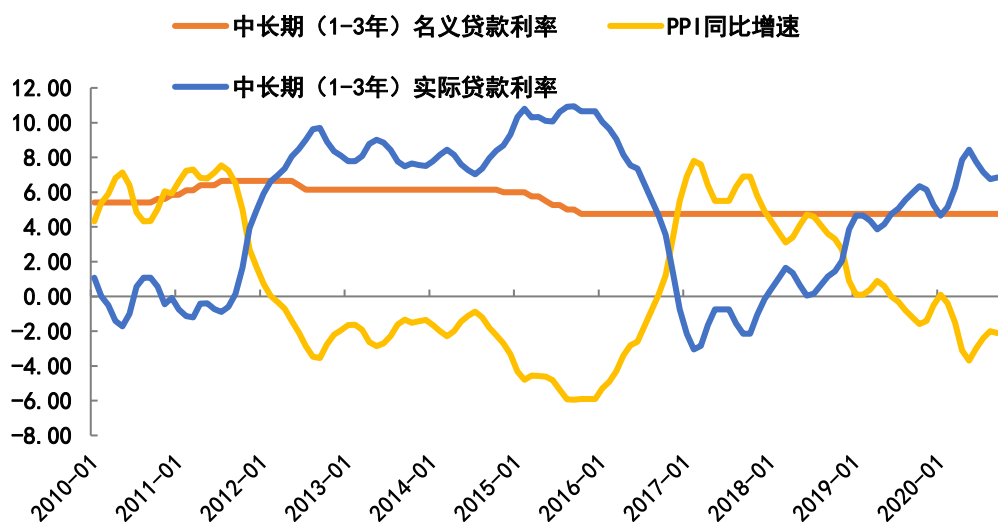
资料来源：Wind，南华研究

但自 2015 年至今，信贷周期开始变得不太明显，货币政策对于信用周期的影响明显减弱。这就形成了 15 年的宽货币紧信用和 17 年的紧货币宽信用。在“货币+信用”框架分析框架下，紧货币宽信用，利率上升，类似地，宽货币紧信用，利率下降。然而实际上，“货币+信用”框架对应着通胀和经济。货币政策收紧时期往往通胀上升，而信用周期与经济周期基本匹配，因此“紧货币宽信用”往往对应着名义 GDP 的上升，利率上升。货币对应的是央行的目标，是央行希望通过货币政策工具来调节的市场上的资金总量，但实际能否达到预期的效果则有待考量，这就涉及到货币-信用的传导渠道是否畅通。

## 2.4. 2015 年后货币与信用背离的原因

2015 年，央行降准降息，信用扩张速度却并未明显上升。可能原因是 2015 年的通缩，2015 年全年 PPI 为 -5%，尽管 1-3 年期贷款利率从 6% 下调到 4.75%，但是实际利率依然处于高位，因此宽松的货币政策对经济的刺激效果有限。2016 年起，通胀回升，PPI 从 2016 年 1 月 -5.3% 上升到 2017 年 2 月 7.8%，导致实际利率大幅从 10.05% 下降 -3%，2017 年信用扩张速度明显加快。

图 2.3 名义贷款利率、PPI 和实际贷款利率



资料来源：Wind，南华研究

2016年下半年，货币政策收紧，信用扩张速度却并未明显放缓。2016年以来，货币政策工具出现了转变，从存款准备金率和1年定期存款利率的调整，转向公开市场操作的微调，然而银行间市场到信贷市场的传导需要通畅的利率传导体系，我国利率传导体系可能并不通畅。在2016年底到2017年的紧货币环境下，价格层面上，银行间市场和债券市场的利率较大幅度上升，然而一般贷款利率上升幅度较小。数量层面上，实体经济信用扩张速度却并未明显放缓。

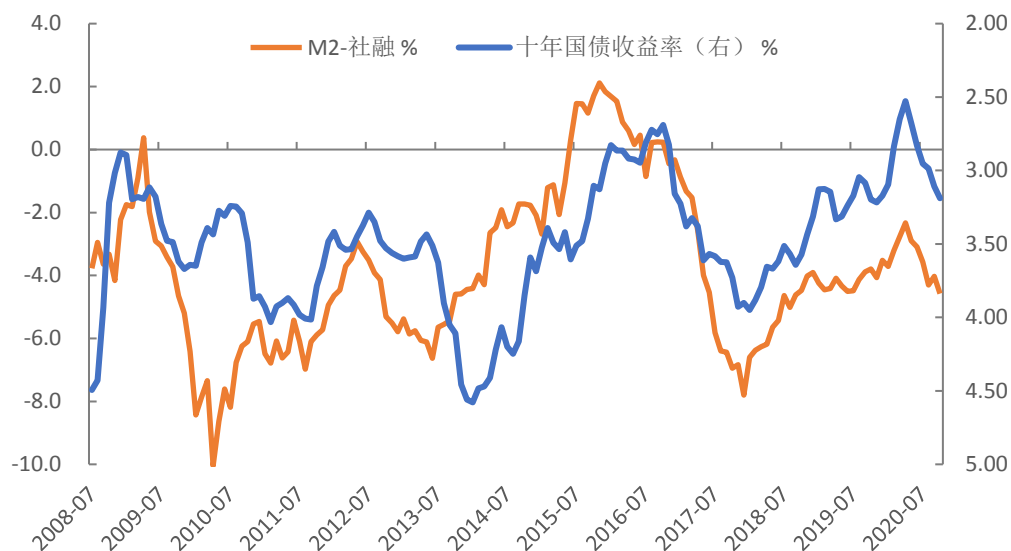
## 第3章 货币、信用与利率市场

正如一句老话所说“历史不会重演细节，过程却会重复相似”，这就是我们研究周期的意义所在。周期由很多方面的原因构成，每轮周期开启的原因可能都与历史有出入，持续时间也会有较大差异，但是周期的上涨和下跌却是亘古不变的。我们或许很难单纯的通过信用研究来预测债市涨跌，但我们可以通过货币与信用的相对变化来判断当前利率所处水平，进而为我们的利率市场研究提供一定参考。

### 3.1. M2 和信用增速差

单纯的信用周期与利率市场的相关性并不高，信用的松紧对债市的影响主要是通过经济周期，广义的货币供给对债市的影响也是通过银行间流动性来传导。但是货币与信用叠加却和利率市场有着较强的相关性，货币与信用的相对松紧一定程度上反映了供需的博弈。M2 和信用增速差（M2-信用增速，以下简称增速差）的变化能较好解释利率走势，而且两者增速差的所处水平也能较好解释利率水平。

图 3.1 M2-信用增速差与利率走势具有高度相关性



资料来源：Wind，南华研究

M2 与信用增速差的变化可以较好地拟合利率走势。一个合理的解释方式是 M2 代表货币供给，而社会融资规模反映实体经济的融资需求，M2 与信用增速差的变化反映的是供给和需求的博弈。当 M2 与信用增速的差值扩大，说明货币供给相对宽松，利率下降，反之，当两者增速差值缩小，货币供给相对基本面有所收紧，利率上升。M2 能较好地衡量货币政策的实际效果。自 1994 年 M2 开始成为中国主要货币政策中介目标，尽管中国货币政策中介目标开始从数量向价格转型，但是数量型 M2 依然是中国最重要的货币政策中介目标。由于货币政策对经济的影响存在滞后性，因此中央银行通过 M2 或银行间市场利率中介目标来检测货币政策的效果。

值得注意的是这一分析框架强调的是实体融资需求和货币政策的相对变化，因此经济下滑并不一定导致利率下行，只有当融资需求下降速度快于货币收紧速度时，利率才会出现下降。同理，货币政策宽松也不一定带来利率下降，只有当货币宽松速度快于实体融资需求增速时，利率才会出现下降。

### 3.2. 债市行情研判

通过对历史的研究可以发现，“宽信用+紧货币”意味着利率上行，债熊；“宽货币+紧信用”意味着利率下行，债牛；“宽货币+宽信用”与“紧货币+紧信用”时期，债市的走势并不确定。信用扩张”并不能简单和“利率上行”划等号：信用扩张的直接效果是货币派生加速，货币供给增加，这本身其实是驱动利率下行的力量；只有当信用扩张主要由需求回暖驱动，且需求回暖速度超过供给增加速度时，才会导致货币供求关系收紧，触发利率反转上行。同样，紧货币紧信用时期，当信用收紧是由于需求下滑驱动，且需求下滑速度超过货币收紧速度，利率往往下行。

上一节的 M2-信用增速差指标，一定程度上可以说明需求增加速度和供给增加速度

的相对快慢。当前货币稳健+信用扩张，M2-社融增速差下降，利率上行，与理论结果一致。当前经济已经初现过热迹象，加上通胀也悄然兴起，明年货币政策基本不可能放松，宽信用和宽财政也将告一段落。从历史来看，“紧货币+紧信用”形势下，债市走势并不确定，但货币-信用双收环境通常股市调整更多。若明年紧信用主要由财政收紧带来，货币政策保持中性，则按照资金需求相对资金供给更强，即 M2-社融增速差上升的逻辑，利率将下行。当紧信用来临时，股市可能受挫更大，债市有望迎来机会。但短期宽信用尚未结束，股市慢牛延续，债市底部尚未探明。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点