

## 历史上“信用回落、经济赶顶”阶段的市场表现

证券研究报告

2021 年 01 月 18 日

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110517090003  
 songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
 linyan@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：1 月：增长赶顶、信用回落》 2021-01-15
- 2 《宏观报告：风险定价|全球资产定价之“锚”动起来-1 月第 2 周资产配置报告》 2021-01-12
- 3 《宏观报告：再看 2020 年行业景气轮动特征-11 月行业景气度更新》 2021-01-10

当前宏观环境处在“信用回落，经济赶顶”的阶段。在之前的三轮周期中，这个阶段分别持续了 3-8 个月不等。三轮周期中的相似阶段分别是 2010 年 1 月-6 月、2013 年 6 月-2014 年 2 月和 2017 年 7 月-9 月。我们进一步把“信用回落、经济上行”分为“实际增速见顶”和“名义增速见顶”前后两个阶段（2017 年只有名义见顶的阶段）。回顾这三个阶段股票资产的走势，我们发现：

从股市整体上看，首先，信用扩张周期的拐点确认对权益市场有较大的短期冲击，往往在信用拐点出现的前后，市场会经历一次短期的调整。其次，如果实际经济增速此时还在上行，往往会伴随着一定的反弹。待“实际增速见顶”之后，即使名义经济增速还在上行，市场也大概率会开始调整。最后，流动性因子和信用因子的变化是股票市场止跌或反转的路标。

从股市结构上来看：一方面，过去三轮周期，中证 500 在“信用回落、经济上行”阶段的表现都好于上证 50 和沪深 300。经济复苏中后段，中盘股的表现会好于大盘蓝筹。另一方面，2010 年、2013 年和当前周期（2020 年 10 月至今）中，消费和成长在“信用回落、经济上行”阶段的表现好于金融和周期。然而风格并不存在必然规律，主要看盈利回升和估值承压的相互作用大小。而估值承压的程度取决于信用环境收紧的快慢。

**风险提示：疫情再爆发；信用下降超预期；行业景气度回落早于预期**

经济增长和信用环境是资产配置的重要因子。一般来说，信用和经济增速同步上升时，股票的估值和盈利都有上升动力，而利率会有上行压力。信用和经济增速同步回落时，股票面临估值承压、盈利放缓的压力，而利率出现下行动力。

**当前处于第三种情况——信用开始回落、经济仍在上行。**20 年 10 月，存量社融规模增速表征的信用扩张期开始见顶回落，但 11-12 月经济复苏依旧强势。进入 2021 年，经济复苏进入赶顶阶段，同时大多数行业的景气度还在继续上升，但是信用的加速回落意味着经济环比增速大概率会在 2 季度前后见顶回落。

从历史数据看，“信用回落、经济上行”的阶段一般只持续 3-8 个月，相似阶段发生在 2010 年 1 月-6 月、2013 年 6 月-2014 年 2 月、2017 年 7 月-9 月。理论上，这一阶段的股票表现要看盈利回升和估值承压的相互作用，而利率处在上行空间有限、等待左侧机会的“起跑区”。

实际情况是如果把“信用回落、经济上行”分为“实际增速见顶”和“名义增速见顶”前后两个阶段（2017 年只有名义见顶的阶段），股票在“实际增速见顶之前”往往表现为上涨或震荡，在“实际增速见顶之后”到“名义增速见顶之前”多表现为震荡偏弱或下行。而利率在这个阶段受诸多因素干扰表现分化，抢跑的外部风险主要是政策再度收紧或通胀超预期。

图 1：最近三个“信用回落、经济上行”阶段的股债表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 时间段 1：2010 年 1 月-2010 年 6 月

### 基本面背景：

2010 年 Q1 实际 GDP 增速见顶，2010 年 Q2 名义 GDP 增速见顶（2010 年下半年调整之后，2011 年 Q2 再次上行见顶回落），社融增速从 2010 年 1 月开始快速回落，7 月后斜率走平。

表 1：2009 年-2010 年的股票收益率与债券到期收益率变化（%）

|                 | 日期       | 沪深300 | 上证50  | 中证500 | windA | 成长    | 消费   | 周期    | 金融    | 10年国债 | AAA3年 |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 信用上升, GDP 上升    | 2009年10月 | 9.2   | 8.1   | 12.6  | 9.4   | 10.1  | 10.0 | 11.3  | 10.5  | 0.18  | 0.20  |
|                 | 2009年11月 | 7.1   | 3.8   | 15.1  | 8.5   | 11.0  | 15.4 | 11.8  | 3.8   | -0.13 | 0.05  |
|                 | 2009年12月 | 1.8   | 3.5   | 1.8   | 3.0   | 2.3   | 2.5  | 1.9   | 1.5   | 0.09  | -0.11 |
| 信用下降<br>实际GDP见顶 | 2010年1月  | -10.4 | -12.1 | -2.5  | -8.6  | -0.8  | -2.4 | -9.5  | -12.6 | -0.06 | -0.20 |
|                 | 2010年2月  | 2.4   | 1.4   | 5.9   | 3.1   | 4.8   | 4.9  | 4.0   | 2.8   | -0.20 | -0.08 |
|                 | 2010年3月  | 1.9   | 3.4   | 2.6   | 2.6   | 3.6   | 0.5  | 2.0   | 5.1   | 0.11  | -0.10 |
| 信用下降<br>名义GDP见顶 | 2010年4月  | -8.3  | -8.6  | -6.7  | -7.7  | -3.9  | -4.9 | -6.3  | -12.2 | -0.13 | -0.16 |
|                 | 2010年5月  | -9.6  | -10.4 | -7.5  | -8.3  | -6.4  | -4.5 | -9.3  | -11.4 | -0.11 | -0.07 |
|                 | 2010年6月  | -7.6  | -5.6  | -10.7 | -7.7  | -11.2 | -7.5 | -10.7 | -4.5  | 0.04  | 0.16  |
| GDP回落           | 2010年7月  | 11.9  | 9.2   | 14.4  | 11.9  | 12.8  | 12.4 | 14.8  | 12.1  | 0.02  | -0.20 |
| 信用回落            | 2010年8月  | 1.2   | -3.2  | 9.5   | 2.5   | 10.0  | 10.9 | 6.0   | -4.1  | -0.07 | -0.04 |
| 速度减缓            | 2010年9月  | 1.1   | -0.6  | 1.6   | 1.1   | 3.9   | 3.8  | 2.9   | -3.1  | 0.09  | 0.18  |
| 指数收益率算数平均       |          | 1.0   | 0.9   | 1.1   | 1.2   | 1.6   | 1.6  | 1.1   | 1.3   | 0.00  | 0.01  |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**市场表现:**

10 年 Q1: 实际 GDP 见顶, 1 月市场出现较大回撤, 超跌之后 2 月-3 月有所反弹, Q1 整体震荡偏弱。10 年 Q2: 名义 GDP 还在上行, 但是股票市场已经开始全面回调, Wind 全 A 连续三个月的回调幅度都超过了 7.5%, 累计下跌在 23% 左右。10 年 Q3: 信用和经济同时下行, 股票市场超跌反弹。利率在信用见顶之后开始进入下行通道, Q1 与 Q2 的表现差别不大。

**结构差异:**

这个阶段的股票表现出现结构分化: 宽基指数中, 1 季度上证 50 和沪深 300 的下跌幅度较大, 其次是 Wind 全 A, 中证 500 在实际 GDP 见顶之前录得正收益; 2 季度宽基指数的下跌幅度差异不大。风格上, 1 季度成长和消费表现较好, 周期和金融表现较差; 2 季度消费表现 (-17%) 和成长 (-21%) 的下跌幅度小于周期 (-26%) 和金融 (-28%)。

**时间段 2: 2013 年 6 月-2014 年 2 月****基本面背景:**

增长因子一直上行到了 2014 年初, 但 2013 年全年上升的幅度较小。信用因子从 2013 年中开始下降, 社融增速在 2013 年 Q2 见顶回落。

**表 2: 2013 年-2014 年的股票收益率与债券到期收益率变化 (%)**

|              | 日期       | 沪深300 | 上证50  | 中证500 | windA | 成长    | 消费    | 周期    | 金融    | 10年国债 | AAA3年 |
|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信用和向上经济      | 2012年12月 | 17.9  | 20.0  | 16.3  | 15.0  | 17.9  | 11.5  | 15.9  | 25.1  | 0.04  | 0.11  |
|              | 2013年1月  | 6.5   | 7.3   | 6.2   | 5.1   | 8.1   | 4.1   | 5.3   | 9.6   | 0.03  | -0.17 |
|              | 2013年2月  | -0.5  | -1.8  | 3.7   | 1.3   | 5.5   | 3.2   | 1.1   | -1.2  | -0.01 | -0.10 |
|              | 2013年3月  | -6.7  | -8.4  | -4.5  | -5.4  | -1.2  | -2.1  | -5.5  | -10.0 | -0.06 | 0.02  |
|              | 2013年4月  | -1.9  | -1.5  | -2.3  | -2.1  | -1.5  | -2.7  | -3.9  | 0.1   | -0.11 | -0.11 |
|              | 2013年5月  | 6.5   | 4.3   | 14.1  | 9.8   | 17.3  | 10.1  | 9.1   | 6.7   | 0.01  | -0.07 |
| 信用回落, 经济还在上升 | 2013年6月  | -15.6 | -15.7 | -15.8 | -15.0 | -12.9 | -11.8 | -17.8 | -15.4 | 0.07  | 0.38  |
|              | 2013年7月  | -0.3  | -3.1  | 6.0   | 3.8   | 10.2  | 6.6   | 1.8   | -0.5  | 0.21  | 0.22  |
|              | 2013年8月  | 5.5   | 5.7   | 6.8   | 6.6   | 6.2   | 4.3   | 7.6   | 6.7   | 0.31  | 0.15  |
|              | 2013年9月  | 4.1   | 3.4   | 5.7   | 5.4   | 8.7   | 8.9   | 3.4   | 3.5   | -0.04 | 0.14  |
|              | 2013年10月 | -1.5  | -0.7  | -4.1  | -2.8  | -6.3  | -3.6  | -2.3  | -1.0  | 0.19  | 0.32  |
|              | 2013年11月 | 2.7   | 1.9   | 6.3   | 5.2   | 9.9   | 4.4   | 6.3   | 1.5   | 0.18  | 0.69  |
|              | 2013年12月 | -4.5  | -5.2  | -3.0  | -3.9  | -5.4  | -1.8  | -4.4  | -4.0  | 0.19  | 0.08  |
|              | 2014年1月  | -5.5  | -6.2  | 1.5   | -1.2  | 6.0   | -0.2  | -3.2  | -5.4  | -0.05 | -0.29 |
|              | 2014年2月  | -1.1  | -0.9  | 2.3   | 0.9   | 0.0   | 1.1   | 3.9   | -2.1  | -0.07 | -0.55 |
| 信用和经济都下降     | 2014年3月  | -1.5  | 0.1   | -3.4  | -2.8  | -7.8  | -3.7  | -3.0  | 1.9   | 0.07  | 0.28  |
|              | 2014年4月  | 0.6   | 2.0   | -1.9  | -0.8  | -0.9  | -0.8  | -2.4  | 1.3   | -0.20 | -0.21 |
|              | 2014年5月  | -0.1  | -0.9  | 1.7   | 1.5   | 4.1   | 0.4   | 1.2   | 0.5   | -0.23 | -0.34 |
| 指数收益率算数平均    |          | 1.0   | 0.9   | 1.1   | 1.2   | 1.6   | 1.6   | 1.1   | 1.3   | 0.00  | 0.01  |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**市场表现:**

2013 年 6 月的“钱荒”标志着那一轮信用扩张见顶，引发了市场剧烈反应，Wind 全 A 当月回撤近 15%。市场在 7-9 月有所反弹，从 13 年 10 月到 14 年 2 月增长因子见顶之前，大盘震荡偏弱。在这个“信用回落、经济上行”的时间段内（13 年 6 月-14 年 2 月），股市（Wind 全 A）大幅震荡最终下跌 1%，而债市表现较弱，直到 2014 年初利率才开始趋势回落。

#### 结构差异：

这个阶段股票也出现了结构分化：宽基指数中，上证指数下跌了 21%，沪深 300 下跌了 16%，但中证 500 上涨了近 6%（风险溢价差异不大，都在 70%左右较便宜的区间）。风格上，成长（上涨 16.5%）和消费（上涨 8%）的表现明显好于周期（下跌 4.5%）和金融（下跌 16.75%）。

### 时间段 3：2017 年 7 月-9 月

#### 基本面背景：

实际增速早于信用周期见顶，“信用回落、名义增速上行”只有三个月（2017 年 7 月-9 月）。

表 3：2017 年股票收益率与债券到期收益率变化（%）

|                | 日期         | 沪深300 | 上证50 | 中证500 | windA | 成长   | 消费   | 周期   | 金融   | 10年国债 | AAA3年 |
|----------------|------------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|
| 经济与信用同时上升      | 2017/1/26  | 2.4   | 3.4  | -0.6  | -0.3  | -2.2 | -0.7 | 0.1  | 1.9  | 0.34  | 0.09  |
|                | 2017/2/28  | 1.9   | 0.3  | 3.7   | 3.2   | 3.8  | 3.3  | 3.1  | 1.2  | -0.05 | 0.17  |
|                | 2017/3/31  | 0.1   | -0.5 | -0.8  | -0.6  | -1.1 | 0.9  | -0.9 | -2.2 | -0.01 | 0.14  |
| 实际GDP见顶，信用上升   | 2017/4/28  | -0.5  | -0.5 | -3.0  | -2.9  | -3.5 | -2.8 | -4.7 | -1.9 | 0.18  | 0.31  |
|                | 2017/5/31  | 1.5   | 5.6  | -6.2  | -2.8  | -5.6 | -2.2 | -5.4 | 3.3  | 0.14  | 0.27  |
|                | 2017/6/30  | 5.0   | 2.9  | 5.4   | 4.8   | 5.1  | 6.1  | 4.7  | 4.0  | -0.04 | -0.42 |
| 信用见顶之后，名义GDP见顶 | 2017/7/31  | 1.9   | 3.5  | 2.6   | 1.6   | -0.7 | -1.8 | 3.2  | 4.7  | 0.06  | 0.06  |
|                | 2017/8/31  | 2.3   | 2.9  | 2.7   | 3.1   | 4.5  | 2.2  | 2.3  | 3.0  | 0.00  | 0.23  |
|                | 2017/9/29  | 0.4   | -1.6 | 2.1   | 1.3   | 2.8  | 2.6  | 2.2  | -1.6 | -0.01 | -0.14 |
| 信用经济下降         | 2017/10/31 | 4.4   | 4.5  | -0.7  | 1.1   | -0.2 | 6.0  | -1.6 | 1.5  | 0.28  | 0.29  |
|                | 2017/11/30 | 0.0   | 2.5  | -4.5  | -3.0  | -5.3 | -5.1 | -3.0 | 1.8  | 0.00  | 0.39  |
|                | 2017/12/29 | 0.6   | -0.1 | -0.2  | -0.3  | -0.8 | 4.1  | -0.6 | -2.2 | -0.01 | 0.01  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 市场表现：

股票在名义增速见顶前的表现好于之前两轮周期，Wind 全 A 上涨 6%，在名义增速见顶之后出现回调，而利率在该阶段处于熊市末尾，窄幅震荡。

#### 结构差异：

这一阶段，宽基指数的表现差异不大，中证 500 上涨 7%左右，上证 50 和沪深 300 也上涨 5%左右。风格上的差异也不大，周期（8%）和成长（7%）稍好于金融（6%）和消费（3%）。在信用和名义增速都进入下行阶段后，大盘股（上证 50 和沪深 300）的表现明显好于中盘股（中证 500）。风格上，相对稳定的消费（5%）和金融（1%）的表现又好于弹性较大的成长（-6%）和周期（-5%）。

### 总结：

回顾了过去三轮“信用回落、经济上行”的特定阶段，我们总结出以下启示：

#### 股市整体：

一、信用扩张周期的拐点确认对权益市场有较大的短期冲击，往往在信用拐点出现的前后，市场会经历一次短期的调整。2010 年 1 月（信用周期拐点当月）、2013 年 6 月（信用周期拐点当月）、2017 年 5 月（信用周期拐点前 2 个月）和 2020 年的 9 月-10 月（信用周期拐点的前一个月和当月）。

二、信用周期的拐点确认之后，如果实际经济增速还在上行，往往会伴随着一定的反弹，例如 2010 年 2-3 月、2013 年 8-9 月、以及 20 年 11 月至今。实际增速见顶回落之后，盈利边际改善的预期也会发生松动，股票市场在这个时间段往往进入调整。

三、流动性因子和信用因子的变化是股票市场止跌或反转的路标。2010 年 7 月社融增速下降斜率放缓，市场开始止跌反弹。2011 年 10 月 M1 增速下降斜率放缓，货币条件边际改善，大盘重新进入上行通道。2013 年 11 月社融下降速度放缓，调整告一段落。2014 年 7 月信用因子接近见底并小幅反弹，估值开始修复，股票市场进入连续上行通道。

#### 股市结构：

一、过去三轮周期，中证 500 在“信用回落、经济上行”阶段的表现都好于上证 50 和沪深 300。经济复苏中后段，中盘股的表现优于大盘蓝筹。实证结果也基本验证了这一规律，复苏中后期，中盘股对增长因子比大盘股更加敏感，成长、周期和消费都对增长因子比金融更加敏感。

但是中盘股占优的规律在当前周期（2020 年 10 月至今）中并不明显。主要是因为市场的资金结构发生变化，出现龙头抱团的交易结构特征，我们在之前报告中讨论过，这种抱团结构的瓦解需要资金结构不断强化的流动性环境出现明显变化或者龙头业绩信仰被打破。

表 4：2013 年 6 月-2014 年 2 月股债收益率和增长因子的相关性

|    | 沪深300 | 上证50  | 中证500 | windA | 成长   | 消费   | 周期   | 金融    | TB10Y | AAA3Y |
|----|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 增长 | -0.09 | -0.31 | 0.60  | 0.45  | 0.58 | 0.52 | 0.56 | -0.15 | -0.28 | -0.54 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

二、2010 年、2013 年和当前周期（2020 年 10 月至今）中，消费和成长在“信用回落、经济上行”阶段的表现好于金融和周期。然而风格并不存在必然规律，主要看盈利回升和估值承压的相互作用大小。信用回落较慢的周期（2010 年、2013 年），成长和消费在经济复苏期的表现相对较好。信用回落较快且有供给侧改革的 2017 年，金融和周期的表现相对较好。当前周期（2020 年 10 月至今）的信用回落相对温和且具有结构性特征，流动性环境整体宽松，因此消费和成长的表现依然好于周期和金融，如果信用出现超预期收缩，则风格将出现再均衡。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_136](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_136)

