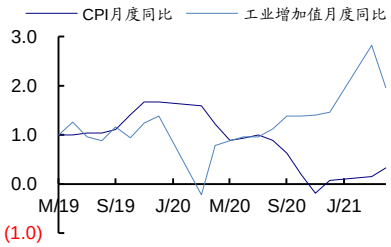
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021 年 05 月 19 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告：

《宏观专题-后疫情时代稳杠杆的内涵》——2021-03-26

《宏观专题报告：油铜"轮盘"》——2021-03-29

《信用周期：从"二分法"到"三段论"》——2021-04-08

《当金融数据遇到基期效应：三点化解思路》——2021-04-26

《宏观专题报告：理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行？》——2021-04-08

证券分析师：王开
电话：021-60933132
E-MAIL：wangkai8@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：徐亮
电话：021-60933155
E-MAIL：xuliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519110001

证券分析师：董德志
电话：021-60933158
E-MAIL：dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观专题

"利率-利差"（三）：借助中国货币-信用"风火轮"提高胜率

● **中国四指标传递链条是：利率-货币-信用-利差**

海外"利率-利差"全面领先"货币-信用"的经验在中国遭遇部分"水土不服"。市场的利率指标对于政策变化敏感，在货币政策转向前就在进行预期交易。由于国内债券违约尚未达到发达经济体市场化环境，企业债收益率相对利率债变动钝化，因而国内的利差平均滞后社融 2~3 个月变化，且在 2014 年信用债打破刚兑前表示的主要是流动性溢价。

● **当融资和盈利均向好时，利差中违约溢价难再升**

近年语境下，流动性从货币为目标到信用为现实的二重分割，迈入企业"拿到钱"和"用出去"的第三重分割，当社融增速和企业盈利增速均向好时，企业偿债能力改善，利好全局信用环境。根据全年盈利增速向好、信用周期"稳信用"、信用分层缓解等信息，我们认为年内中低评级债券违约溢价大概率难以抬升，货币政策受制于工业品价格上涨倾向于收紧，二~三季度轮盘有望轮转至第一象限。结合"风火轮"指引，股票、商品等风险资产排序仍然占优。大类资产排序为：股票>商品>债券>现金，股票中看好周期板块。

● **中国轮盘前期交易当下所处风火轮环境，中后期交易风火轮预期**

利率和利差同升（同降）是货币和信用双宽（双紧）的充分不必要条件。全样本的视角的衍生了两个问题，笔者结合"轮盘"与"风火轮"共同研判。

（1）当前轮盘处在哪个阶段，后续何时会到哪一阶段？定性角度我们以蛛网图来回溯历史；定量角度结合风火轮与轮盘的对应关系，以二叉树的形式来判断概率；综合两种方法，下阶段较大概率切入利率升、投机级利差降的阶段。

（2）周期趋势中出现短期转折，如何识别拐点还是噪声？第一个区分条件是社融同比出现短期扰动时，处在信用周期的分位点。第二个区分条件是信用指标短期转折时利率和利差的变化方向。2011 年 11 月以来社融同比回落过程中利率和利差均有下行，且社融同比回落开端距本轮信用周期起点尚不足 12 个月，条件一、二均不满足，从利率和利差的组合出发，判定紧信用的拐点还需继续观察。

● **股债轮动中观上和货币与信用组合下的地产投资周期有关**

对于股票市场而言，货币、利率影响的都是估值，信用与盈利相关，而利差对股、债影响的共通之处在于风险溢价。中国股债跷跷板效应最显著的时期也是房地产开发上行周期，从货币与信用的宏观基本面，到股市、债市微观行情，中观上靠地产周期穿针引线。

● **"模糊的正确"与"精准的错误"**

临近终点时，人为去判断利率与利差的组合虽然较为模糊，但结合基本面获得的结论相对可靠；如果过度遵循利率与利差四季轮转的历史规律、试图用历史解释未来反而容易犯精准的错误。在实战中不仅要将"利率-利差"与"货币-信用"结合起来，定性与定量的方法也要相辅相成。

内容目录

1.信用利差指标选取的历程和合理性探讨 4
2.从“货币-信用”风火轮到“利率-利差”轮盘 5
3.“利率-利差”轮盘 vs“货币-信用”风火轮的真实对应 8
4.利率-利差与货币-信用的交互式印证 9
5.轮盘与风火轮互补提升“押注”胜率 14
6.结论：风险资产仍占优，看好周期股 17
国信证券投资评级 **18**
分析师承诺 **18**
风险提示 **18**
证券投资咨询业务的说明 **18**

图表目录

图 1：信用利差与信用周期 4
图 2：信用利差真正代表违约溢价发生在打破刚兑后 4
图 3：2014 年之前信用周期也是流动性周期在主导 4
图 4：“利率-利差”轮转的理论基础 5
图 5：中国宽货币、紧货币的定义与划分 5
图 6：中国宽信用、紧信用的定义与划分 5
图 7：市场利率拐点大多数情况下先于货币政策转折点 6
图 8：社融增速大部分情况下都是领先于信用利差的 6
图 9：中国社融同比反向领先信用利差 2 个月左右 6
图 10：信用利差平均滞后于利率 12 个月左右 6
图 11：信用利差是非金融企业利润的领先指标 7
图 12：工业企业利润向好，偿债能力提升，利差有望回落 7
图 13：中低评级收益利率的拆分 7
图 14：实体部门融资盈余与评级利差：三年一轮周期 7
图 15：信用利差是非金融企业利润的领先指标 8
图 16：信用周期视角看年内融资走势 8
图 17：中国“利率-利差”轮盘与“货币-信用”风火轮交错关系示意图 8
图 18：中国“利率-利差”轮盘（上）与“货币-信用”风火轮（下）对比 10
图 19：中国“利率-利差”划分临近终点时判断会比较纠结 10
图 20：“利率-利差”轮转的顺序和下一阶段预测 11
图 21：目前所处阶段的检测和下一阶段的预测 12
图 22：股票和信用市场的风险溢价 14
图 23：2014~2015 上半年股市走牛期间二者溢价分化 14
图 24：“货币-信用”风火轮下的股、债、商 15
图 25：“利率-利差”轮盘下的历史股、商 15
图 26：“货币-信用”风火轮下各板块股票回报率排序 16
图 27：“利率-利差”轮盘下不同板块回报率排序 16
图 28：“货币-信用”风火轮和股债跷跷板 17
图 29：“利率-利差”轮盘和股债跷跷板 17
图 30：中国股债权跷跷板与房地产开发周期 17

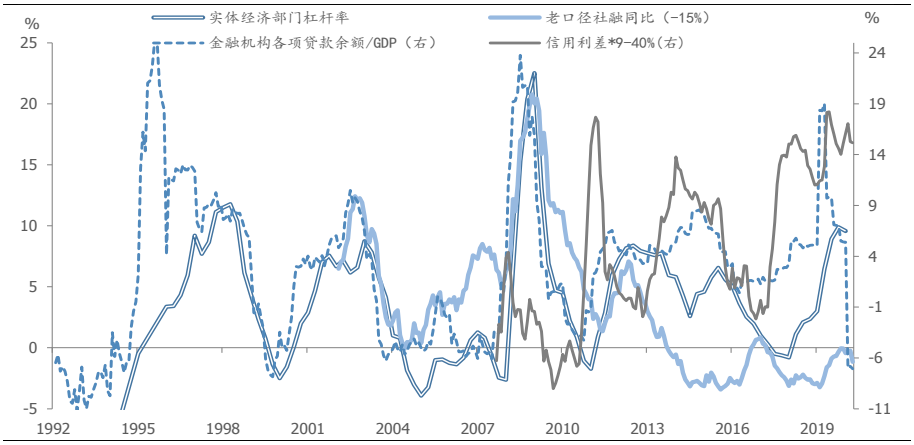
表 1：“利率”、“利差”对应的“货币”、“信用”的时间频率分布 9
表 2：“利率-利差”组合下对应的“货币-信用”四类状态的时间分布 9
表 3：“货币+信用”组合状态变迁路径的概率统计 11
表 4：“货币-信用”风火轮四种组合下“利率-利差”轮盘出现的频率 12
表 5：历次宽信用环境中短期信用收敛的信号验证 13
表 6：历次紧信用环境中短期信用反弹的信号验证 13
表 7：“轮盘-风火轮”理论匹配阶段叠加看大类资产回报（占历史场景 41%左右） 15
表 8：“轮盘-风火轮”错位一象限看股、债、商牛熊分布（占历史场景 40%左右） 15
表 9：“轮盘-风火轮”错位阶段看大类资产价格特征（占历史场景 40%左右） 15

1.信用利差指标选取的历程和合理性探讨

首先，笔者来解释为什么选取利率和利差两个指标作为风险资产配置的“锚”。利率指标背后的流动性、货币政策预期、融资成本信息广泛，用中长期国债收益率和 3 个月 Shibor 划分的拐点也基本并无区别，市场认知和接受较一致。在信用利差指标的选取上，笔者主要考虑尽可能表达真实信用违约环境、与信用周期的契合程度等。

信用利差作为资产价格衍生指标，和基本面信用周期是吻合的，且高频。表达信用周期或者金融杠杆的宏观指标包括实体部门杠杆率、金融机构贷款/GDP 同比、社融存量同比、信贷同比、M2 同比等，除了统计口径导致的差异外，趋势性方向拐点都接近。而信用利差作为投资债券信用风险的溢价，和这些顺周期指标具有较好的逆向关系，只要有信用债的成交即有利差数据，具有高频性。

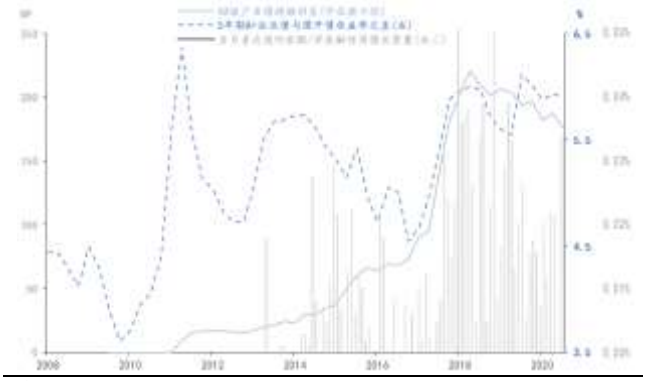
图 1：信用利差与信用周期



数据来源：万得，国信证券经济研究所整理

众所周知，中国以银行间接融资为主，为什么不用贷款不良率指标？这是因为国内银行的坏账冲销与真实不良率间并不匹配，往往选择盈利较好的顺周期年份冲销历史存留坏账，避免在不良生成的年份损害报表，并不像美国金融机构实施坏账即时出清。这就导致了美国坏账冲销和信用利差同轨，而中国社融中的贷款核销与银行不良率间无迹可寻，与信用利差也并不匹配。**再者，用中债 A+评级作为样本券计算信用利差是否合理？**A+评级个券样本量少，估值重于真实成交，笔者之所以选用这一评级是因为国内债券评级整体虚高，用 AA+评级甚至反映的也主要是流动性溢价，为了尽可能真实地贴近违约风险溢价，笔者选取 A+评级的利差。

图 2：信用利差真正代表违约溢价发生在打破刚兑后



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 3：2014 年之前信用周期也是流动性周期在主导

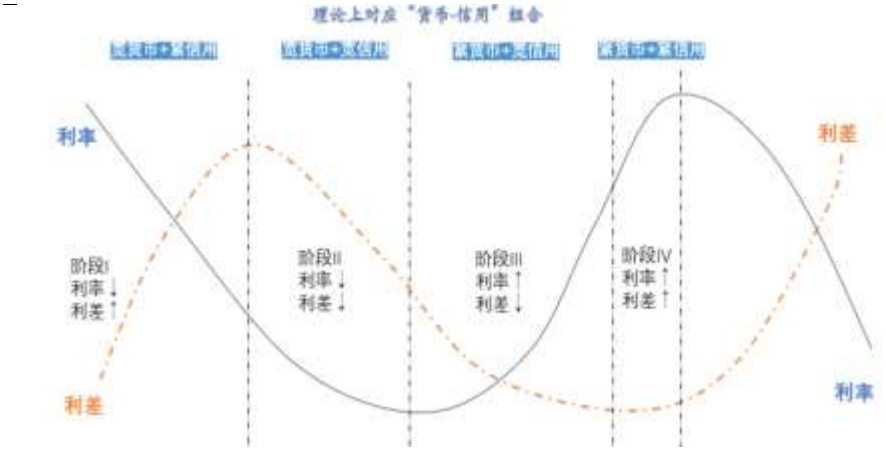
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

即便如此，在 2014 年之前信用债刚兑年代，A+利差也主要代表流动性溢价，2018 年是信用债集中打破刚兑的元年，至今三年多的时间里低评级利差（A+）回归真实的违约风险溢价。实际上，信用利差合理性更需要质疑的问题是该指标略滞后于宏观信用环境（以社融同比等表征），笔者在第二部分会详述。这也决定了**轮盘并不适合与风火轮强行对标解释，更适宜的操作是以利率为领先指标，货币与信用环境为同步指标，利差为确认指标交互印证，提高“押注”的胜率。**

2. 从“货币-信用”风火轮到“利率-利差”轮盘

海外“利率-利差”全盘领先“货币-信用”的经验在中国遭遇部分“水土不服”。在“利率-利差”框架开篇中，笔者探讨了美国等海外市场利率和利差组合理论上对应的货币和信用组合的阶段，并验证了二者的错位，区分了交易的基本面“倒影”与真实环境（图 4）。对中国市场而言，利率和利差组合是否也能较好领先于货币和信用组合？实证显示中国大多时刻传递链条是：**利率-货币-信用-利差。**

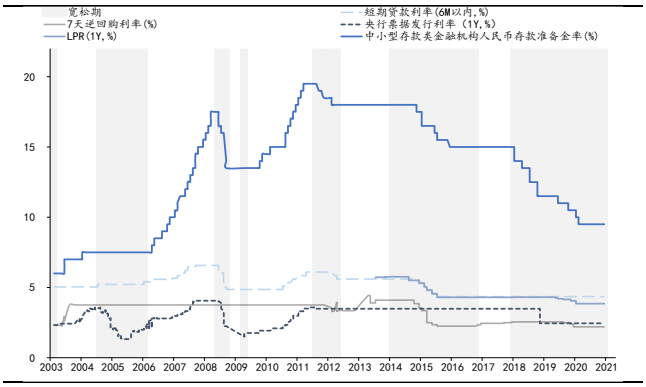
图 4：“利率-利差”轮转的理论基础



数据来源：国信证券经济研究所整理

货币松紧的阶段划分兼顾价和量的政策工具，信用的松紧兼顾社融和 M2，具体划分依据请参见《大类资产配置方法论-“货币+信用”风火轮》（2018.04）。

图 5：中国宽货币、紧货币的定义与划分



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 6：中国宽信用、紧信用的定义与划分

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

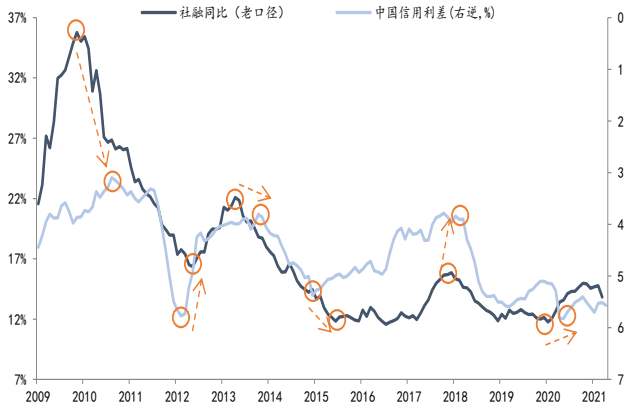
市场的利率指标（Shibor 3M）对于政策变化敏感，在货币政策转向前就在进行预期交易。与海外不同之处在于，中国利差是社融的滞后指标，而且涵盖的主要是流动性溢价。利率拐点领先货币政策 2-3 个月，利率平均领先利差 12 个月，社融平均领先利差 2 个月，信用到利差间传递遵循着“利率-货币-社融-利差”链

条，可以说在 2014 年信用债打破刚兑之前，流动性是信用周期之源；2018 年信用债集中打破刚兑之前，融资增速反映的信用周期是利差之源，所以中国场景不能简单地套用海外经验。

图 7：市场利率拐点大多数情况下先于货币政策转折点

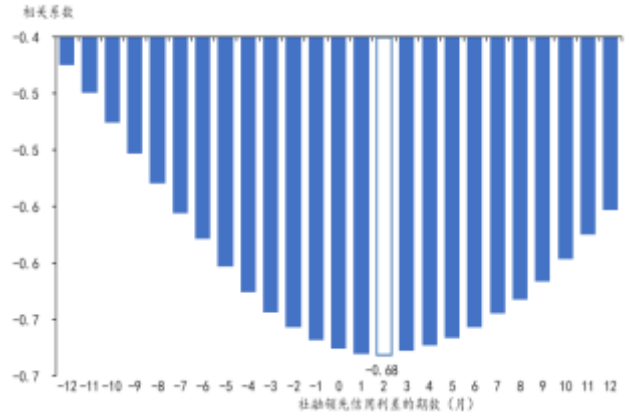
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：3 个月 Shibor 利率为月度均值形式。

图 8：社融增速大部分情况下都是领先于信用利差的



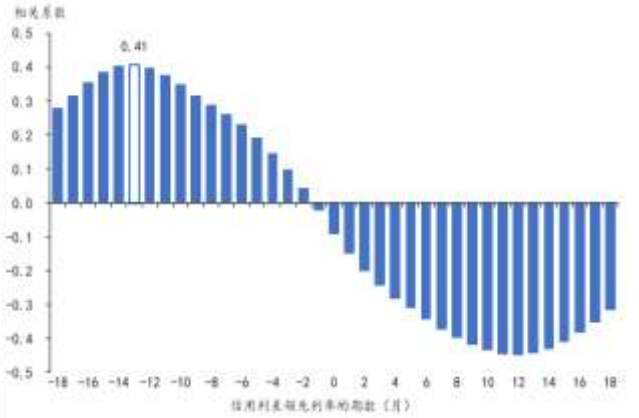
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 9：中国社融同比反向领先信用利差 2 个月左右



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 10：信用利差平均滞后于利率 12 个月左右

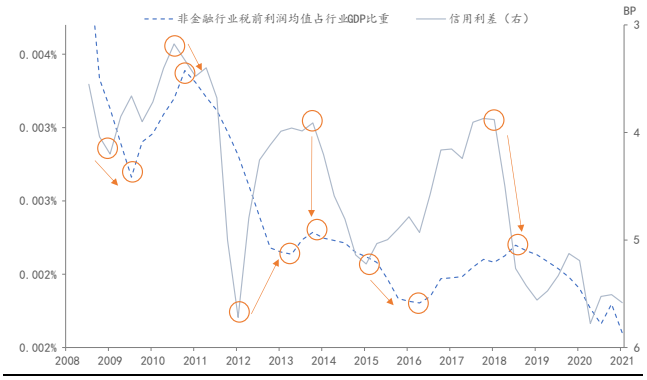


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

基础货币到信用派生的二重分割推广到金融、企业、实体三重分割：以往在区分流动性传递顺序时，我们将货币和信用视为流动性宽松/收紧的目标和现实，金融市场流动性变化（货币引致）与实体流动性变化（信用引致）间存在二重分割。近年来由于实体和金融投资收益倒挂(非金融企业 ROA 不及理财收益率)，叠加疫情等特殊环境，出现了第三层分割：流动性到了企业部门后并不一定用于投产扩张，而是修复报表被沉淀，或以同业存款、结构性存款形式回流金融市场。虽然在宏观分析中企业拿到钱就可归为信用扩张，但这对企业形成健康的偿债能力无益，金融去杠杆、结构性存款的管制就是在疏通这一重分割。只有企业拿到钱后真正进行投产扩张，如加大原材料和设备购置力度、新建厂房、扩招员工等，才会带动企业盈利复苏、信用利差压降，带动实体价格持续向好。简言之，企业“拿到钱”和“用出去”两个环节均不可欠缺。

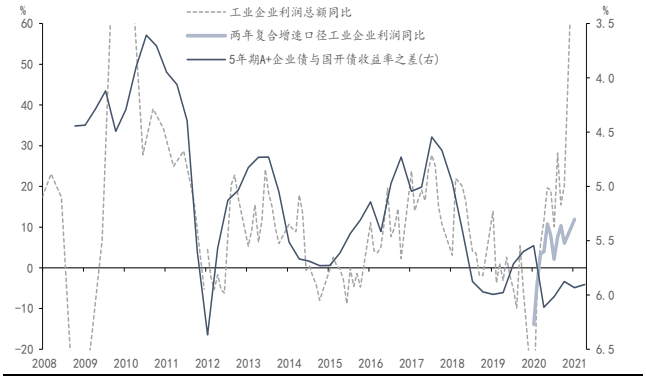
当上游社融增速和下游企业盈利增速均向好时，信用利差涵盖的违约溢价才有较大概率确认压降。除了社融，非金融企业的利润占该行业产出比重也是产业债信用利差的逆向指标，获得盈利的企业提升了偿债能力，在信用债的交易中被 price in，表现为利差下降。由于利息费用可以进行税收抵扣，故此处采用的是税前利润来对比其与信用利差关系，以代表其广义偿债能力。

图 11：信用利差是非金融企业利润的领先指标



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 12：工业企业利润向好，偿债能力提升，利差有望回落

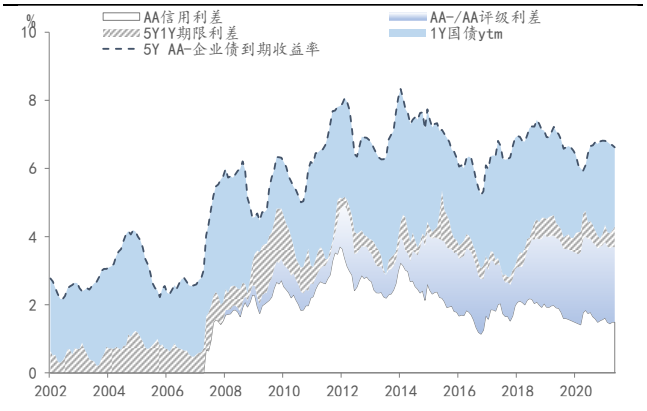


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

如果将中低评债券收益率进行拆分，可以分为评级利差、狭义信用利差、期限利差和短端利率，其中前两者构成上文讨论的广义信用利差。评级利差主要反映违约溢价，狭义的信用利差反映债券本身的流动性溢价。广义的信用利差虽然剔除掉了利率债的流动性溢价，却无法剔除掉信用债本身的流动性溢价，这体现流动性收紧时评级越低、资质越差的信用债越难抛售。从原理上来区分，上文“社融-利差-盈利”链条上的利差主要体现的是违约风险溢价。

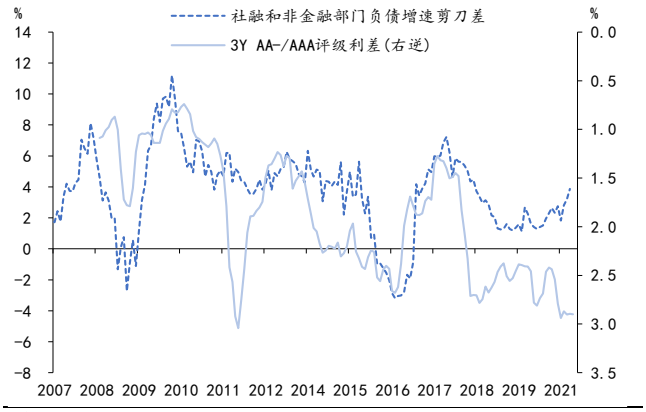
违约溢价除了有事件扰动外，也有集中到期引发的周期性因素。笔者用实体部门融资（老口径社融）和负债（非金融部门负债）增速的剪刀差来代表该部门的资金盈余（正值为盈余，负值为资金缺口），与 3 年期中低评级企业债利差间反向波动。2014~2018 年信用债发行的平均久期在 3 至 4 年间，这部分债券陆续到期，偿还高峰也对应着评级利差峰值，历史信用债发行通过到期再融资影响着偿债能力、违约风险。疫情过后实体部门融资盈余脉冲向上，融资周期的视角也指向违约风险的降低。

图 13： 中低评级收益利率的拆分



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 14：实体部门融资盈余与评级利差：三年一轮周期

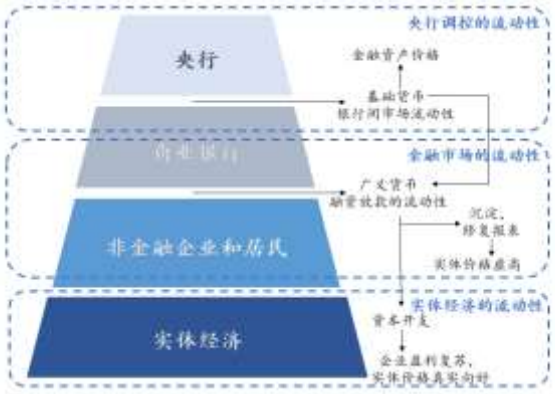


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从盈利指标验证，预计年内违约溢价大概率指向压降的。图 15 采用的税前利润由企业财报披露，发布时点较晚且信息难免体现利好的一面，即时的跟踪可以采用工业企业利润，2021 年初两年复合增速口径的工业企业利润同比大致修复至疫情前水平，指向短期内利差回落。根据国信策略团队的预测，万得全 A 非金融企业全年盈利增速预计在 25%左右，超出 2019、2020 年水平（《红五月可期》，2021.04）。按照笔者对信用周期历史的研判，以社融和 M2 为锚的信用周期目前大概率处在三分之一至三分之二分位点间的“稳信用”阶段，较难失速下滑；中周期金融周期的支撑、短期综合融资成本尚未反弹也提供了佐证。第一

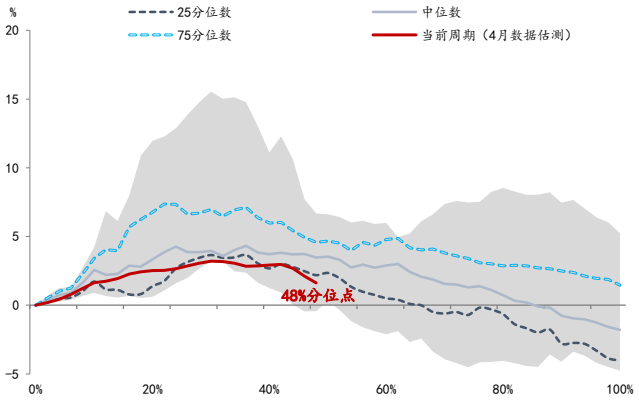
部分提及企业“拿到钱”和“用出去”第三层分割，实际上落实到信用利差层面还有第四重分割，即还债能力不等于偿还意愿。部分地区国企债务违约对当地企业甚至城投融资的负面影响已然显现，在投资者用脚投票、政策自上而下规范约束的双重压力下，故笔者假定后续不会持续恶意逃废债现象、地方国企无序违约引起的机构信用洁癖与利差持续高企。**综上，缺乏票息保护的信用债类似利率债，对无风险利率的上调更敏感；在违约风险溢价难动前提下，信用利差整体将体现为流动性溢价，跟随利率同向变动。**

图 15：信用利差是非金融企业利润的领先指标



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 16：信用周期视角看年内融资走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：横轴为每一轮周期中的时间分位点，纵轴为社融（剔除政府债口径）同比相较周期起点的变化幅度。

3.“利率-利差”轮盘 vs“货币-信用”风火轮的真实对应

在海外篇我们确认了美国利差对信用、利率对货币的前瞻性，海外市场“利率-利差”轮盘对“货币-信用”风火轮的确有一定的领先联动性。海外市场利率和利差不同组合理论上对应的货币和信用组合，只是资产价格预示基本面未来将要步入阶段的倒影，而真实所处的货币和信用环境并不一定对应。

而中国的四个指标间大体传导规律为“利率-货币-信用-利差”，利率和利差同升（同降）是货币和信用双宽（双紧）的充分不必要条件。利率降、利差升（利率升、利差降）主要对应的时段为宽货币、紧信用（紧货币、宽信用），前后小部分时段衔接货币、信用的双宽或双紧组合。**因此国内“利率-利差”轮动下的四个阶段所对应的真实货币与信用环境需要更为细致地划分。**

图 17：中国“利率-利差”轮盘与“货币-信用”风火轮交错关系示意图

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_19700