

货币和信用视角下：展望 2020，股胜于债

分析师：沈彦东

执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333（195）

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333（198）

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

结合具体时点上货币政策工具的变化和广义货币增速的变化，我们划分了货币宽紧和信用宽紧时期，并进行叠合处理，按照“货币+信用”的不同组合将 2002-2019 年期间划分为了 21 个时期。

从历史统计来看，对债市而言，货币的宽紧变化对收益率的解释要强于信用宽紧。可以发现宽货币背景总体利于债市，紧货币背景下收益率波动较大，显著上行或下行的波段均存在。“宽货币+紧信用”组合大概率走出牛市行情、“紧货币+宽信用”组合大概率走出熊市行情，“宽货币+宽信用”的组合均为震荡市，且普遍为“牛转熊”。“紧货币+紧信用”组合中收益率上行、下行或震荡均存在，并且普遍是“熊转牛”的震荡，其内在逻辑为资金供给曲线和融资需求曲线变化的相对快慢导致债市格局变化，也就是说，即便在紧货币的背景下，只要信用收缩的更快，依然可以产生牛市，同样，在宽货币的背景下，如果信用急剧扩张，则货币相对偏紧，还是会出现熊市的格局。

对股市而言，货币条件和股指走势没有明显联系，信用维度对股市的走势的解释力略强于货币，在“宽信用”环境下股票市场大部分是牛市表现，“紧信用”环境下股票市场大部分是熊市表现。我们认为，这背后重要的逻辑就是“宽信用”总体代表了经济上行阶段，社会总需求上升，企业和居民加杠杆意愿提升，企业的净利和营收增速上升，进而推动股价上行。从 DDM 模型来看，货币政策的操作目标决定了无风险收益率，中介目标即信用的派生情况决定了企业的盈利，两种维度主导了股票估值的变化。

出于逆周期调节的考虑，我们认为货币政策仍然维持偏宽不改向。预计 CPI 同比将于一季度见顶回落，CPI 与 PPI 重新走向收敛，将为货币政策打开操作空间。11 月经济数据全面回升，中美第一阶段贸易协议的达成也意味着中美贸易从摩擦走向缓和，经济增长预期短期有所增强。1 月 1 日宣布的降准的重要目标之一是资金投向实体，即实现宽货币到宽信用的传导，信用格局进一步打开对债市总体是利空的影响，而股市则有望走出牛市行情。

风险提示：宏观经济下滑、通胀压力加大、外部压力加大

目录

一、货币与信用的宽紧之辨.....	4
（一）政策目标与信用现实的传导机制.....	4
（二）货币的松紧判断和区间划分.....	5
（三）信用的宽紧判断和区间划分.....	6
二、不同货币和信用松紧状态组合下资本市场表现.....	8
（一）区间划分.....	8
（二）债市表现.....	9
（三）股市表现.....	11
三、2020 年股债研判	13
（一）货币偏宽不改向.....	13
（二）基本面阶段性企稳.....	14
（三）股市性价比更高.....	15

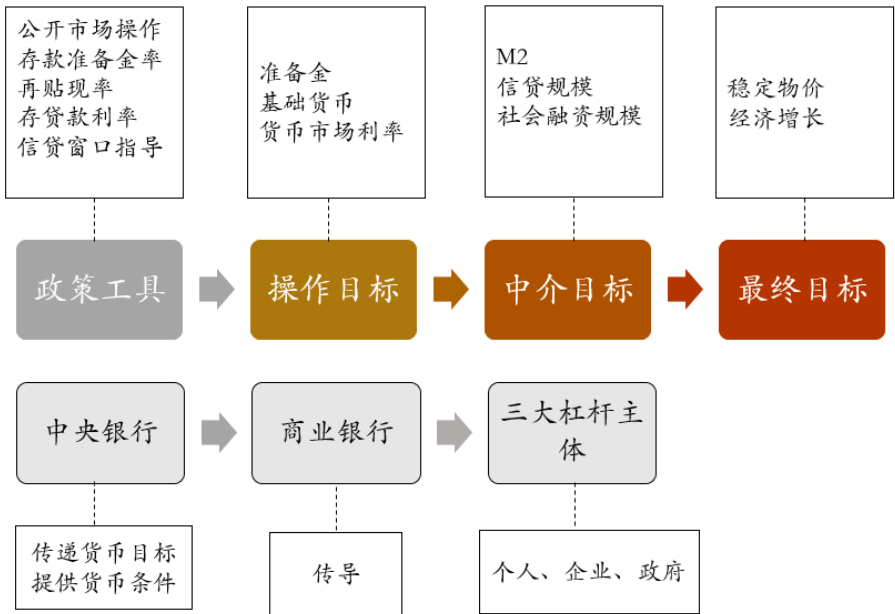
图表 1	货币政策传导机制	4
图表 2	银行间和债券市场利率 (%)	5
图表 3	信贷市场利率 (%)	5
图表 4	期限利差 (%)：一年	5
图表 5	期限利差 (%)：五年	5
图表 6	2002-2019 年货币松紧情况划分	6
图表 7	2002-2019 年信用派生情况 (%)	7
图表 8	2002-2019 年信用派生情况划分	7
图表 9	2002-2019 年“货币+信用”组合情况	8
图表 10	“货币+信用”组合划分情况 (%)	8
图表 11	十年期国债收益率：以货币宽紧划分 (%)	10
图表 12	十年期国债收益率：以信用宽紧划分 (%)	10
图表 13	十年期国债收益率：“宽货币+宽信用”	10
图表 14	十年期国债收益率：“宽货币+紧信用”	10
图表 15	十年期国债收益率：“紧货币+紧信用”	10
图表 16	十年期国债收益率：“紧货币+宽信用”	10
图表 17	上证综指走势：以货币条件划分	12
图表 18	上证综指走势：以信用条件划分	12
图表 19	上证综指走势：“宽货币+宽信用”	13
图表 20	上证综指走势：“宽货币+紧信用”	13
图表 21	上证综指走势：“紧货币+宽信用”	13
图表 22	上证综指走势：“紧货币+紧信用”	13
图表 23	工业增加值：累计同比 (%)	14
图表 24	工业企业利润 (%)	14
图表 25	工业增加值：累计同比 (%)	14
图表 26	PMI (%)	14
图表 27	库存 (%)	15
图表 28	国债收益率 (%)	16

一、货币与信用的宽紧之辨

(一) 政策目标与信用现实的传导机制

货币政策的最终目标普遍认为是稳定物价和经济增长，而货币政策传导机制是指中央银行运用一定的货币政策工具，引起操作目标的变化进而引起中介目标变化的连锁反应，并通过各种渠道实现货币政策最终目标的传导过程。货币政策的中介目标在整个货币政策传导中居于关键的枢纽地位，从推动经济增长的角度来看，宽货币的中介目标就是宽信用，而从抑制通货膨胀的角度来看，紧货币的中介目标就是紧信用。

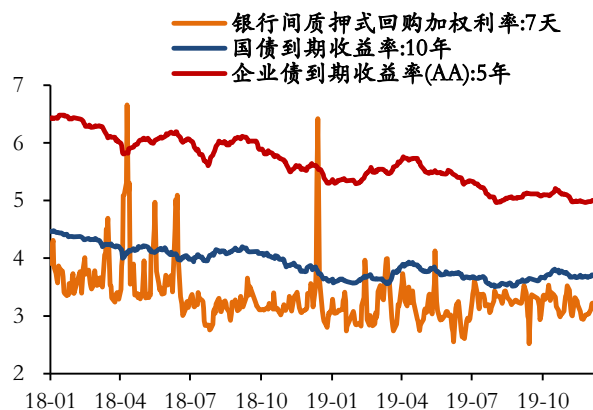
图表 1 货币政策传导机制



资料来源：万和证券研究所

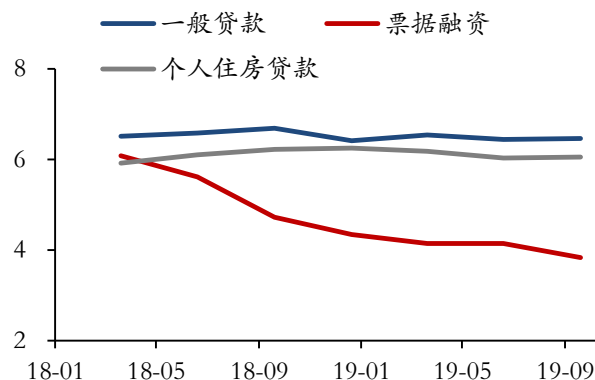
由于中央银行政策工具调控的是货币的宽紧，而信用宽紧的实际效果是依赖于社会杠杆主体和商业银行行为，货币政策的延时性使得政策的初衷或目标未必能立刻达到预期中的实际效果，因此就有了货币松紧和信用松紧的不同搭配模式。2019 年以来，央行采取了一系列释放流动性的货币政策，货币市场和债券市场利率整体下行，短端信用利差显著收窄，但长端信用利差较年初几乎不变，贷款利率依然居高不下，存量社融增速仍处于较低水平，宽信用格局有待进一步打开。

图表 2 银行间和债券市场利率 (%)



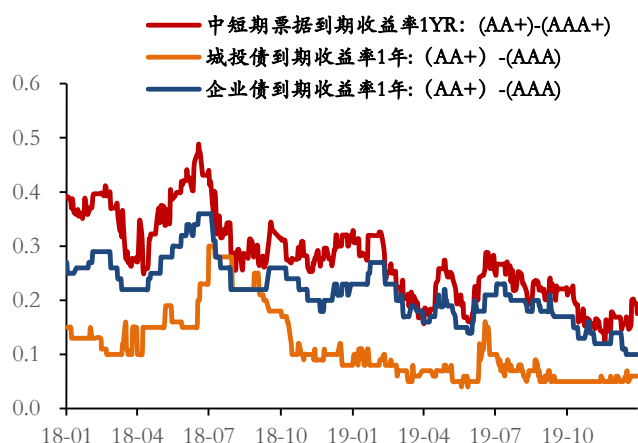
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 信贷市场利率 (%)



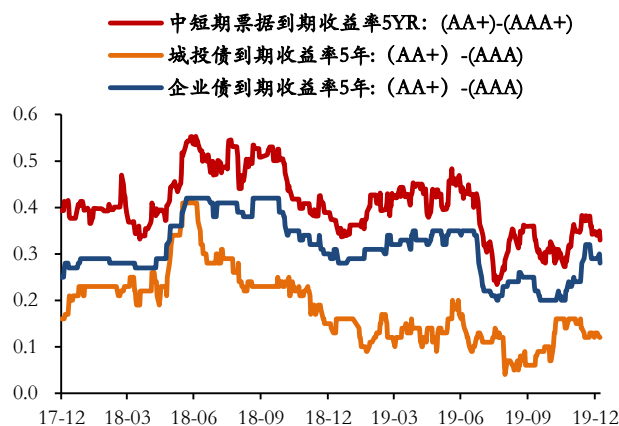
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 期限利差 (%)：一年



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 期限利差 (%)：五年



资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 货币的松紧判断和区间划分

货币政策目标的属性该如何定位，从模糊的表达来讲，货币政策总共分五个阶段，从松到紧依次为宽松、适度宽松、稳健、适度从紧和从紧的货币政策。从定性角度来看，货币政策的五种状态改革开放后都曾出现过，但在现实运用中，我们很难用这些官方语言来定位当前货币政策目标，而且货币政策也会根据经济形势适时调整，相较于模糊的语言描述，货币政策工具可以更加直观的描述政策目标状态的切换。

货币政策工具主要包括了三个内容：法定存贷款利率、法定存款准备金率以及公开市场操作。这里的公开市场操作指的是价格信息的变化而非规模变化。结合具体时点上货币政策工具的变化，例如调整存贷款利率、法定存款

准备金率、逆回购利率（利率招标）、MLF 利率、央票利率（以两次连续变化为方向性切换）等，我们将 2002-2019 年时期中的货币政策目标切换变化进行了划分，划分为 11 个阶段，具体见下表。

图表 6 2002-2019 年货币松紧情况划分

序号	时期	货币政策工具信号	货币政策目标
1	2002.02-2002.07	贷款基准利率、逆回购利率均下调	宽货币
2	2002.07-2004.11	一年期央票重启发行，央票利率连续上行，宣告货币政策转紧，	紧货币
3	2004.11-2005.11	央票发行利率下行	宽货币
4	2005.11-2008.09	央票利率、存贷款利率、准备金率上行	紧货币
5	2008.09-2009.01	贷款基准利率下调，央票利率下行	宽货币
6	2009.01-2011.11	存款准备金率上调，央票重启发行	紧货币
7	2011.11-2013.07	存款准备金率下调、央票利率下行	宽货币
8	2013.07-2014.11	逆回购利率上调 105bp	紧货币
9	2014.11-2017.01	贷款基准利率下调	宽货币
10	2017.01-2018.04	MLF 利率上调	紧货币
11	2018.04-2019.12	存款准备金率下调	宽货币

资料来源：WIND, 万和证券研究所

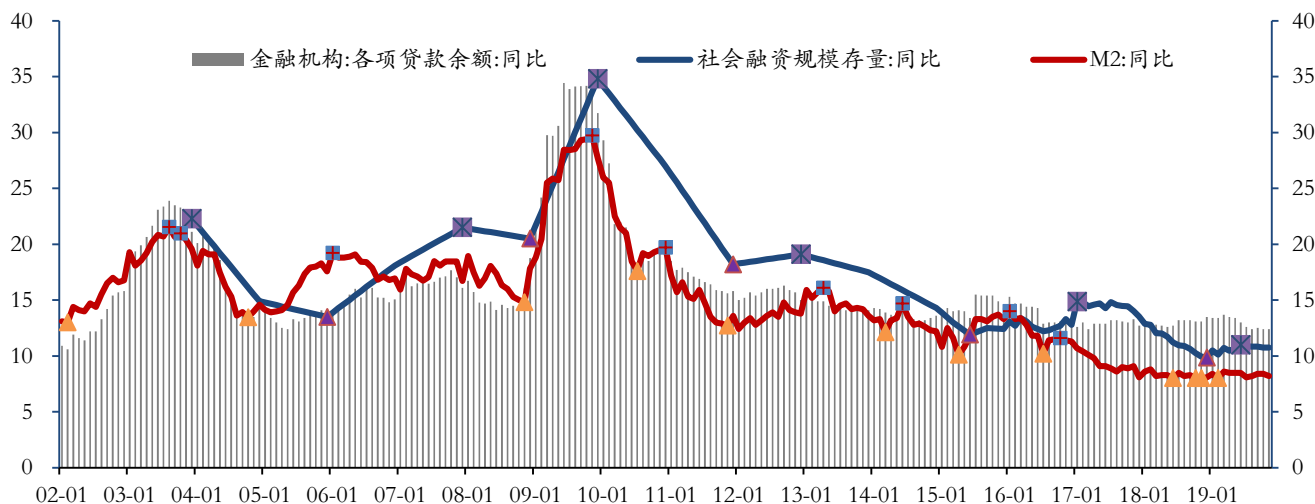
（三）信用的宽紧判断和区间划分

自 1984 年中国人民银行成立以来，我国货币政策中介目标的演进经历了三个阶段，第一阶段为 1984 年至 1993 年，人民币信贷规模和现金发行是中介目标。第二阶段为 1994 年至 1997 年，央行逐渐将货币供应量作为中介目标，减弱对人民币信贷规模的控制，且不再将现金发行作为中介指标。第三阶段是 1998 年至今，央行以货币供应量为中介目标，并将人民币信贷规模作为经常性的监测指标。近年来我国金融改革、创新和市场化的力度在加强，金融产品和融资工具不断创新，使得实体经济通过银行体系之外获得资金的渠道和工具不断增加，对上述中介目标或监测指标的有效性提出了挑战。我国央行于 2010 年编发了一个新的指标，即社会融资规模增量，涵盖了更广泛的融资渠道，包括间接融资和直接融资、表内融资和表外融资、传统业务和创新业务等。社会融资规模增量指标自提出以来，每年都被写入中央经济工作会议文件和《政府工作报告》，2016 年的《政府工作报告》首次提出了社会融资规模的调控目标，即广义货币 M2 预期增长与社会融资规模余额增长相匹配。

信用的派生情况理论上与广义货币供应量的变化同步，从便利性角度出发，我们直接采用 M2 同比增速来衡量现实中的信用宽紧情况，在信用变化和货

币供应量变化背离的时期，需结合同期的信贷或社会融资总量指标来相互印证，当货币增量指标与后两者发生背离时，以后两者为准。对于 2002-2019 年，我们结合了广义货币供应量 M2 同比增速和社会融资存量规模同比增速，将该时期划分为“紧信用”时期和“宽信用”时期。2002-2019 年期间，信用松紧切换时期共计 13 个，分别在下图显示：

图表 7 2002-2019 年信用派生情况 (%)



资料来源：WIND,万和证券研究所

图表 8 2002-2019 年信用派生情况划分

序号	时期	货币政策目标
1	2002.02-2003.08	宽信用
2	2003.08-2005.12	紧信用
3	2005.12-2007.12	宽信用
4	2007.12-2008.11	紧信用
5	2008.11-2009.12	宽信用
6	2009.12-2010.07	紧信用
7	2010.07-2010.12	宽信用
8	2010.12-2011.11	紧信用
9	2011.11-2013.04	宽信用
10	2013.04-2015.06	紧信用
11	2015.06-2017.01	宽信用
12	2017.01-2018.12	紧信用
13	2018.12-2019.12	宽信用

资料来源：万和证券研究所

二、不同货币和信用松紧状态组合下资本市场表现

(一) 区间划分

在 2002-2019 年期间将货币宽紧和信用宽紧时期进行叠合处理，可以按照“货币+信用”的不同组合划分为 21 个时期，如下图所显示：

图表 9 2002-2019 年“货币+信用”组合情况

序号	时期	货币	信用
1	2002.02-2002.07	宽	宽
2	2002.07-2003.08	紧	宽
3	2003.08-2004.11	紧	紧
4	2004.11-2005.11	宽	紧
5	2005.11-2005.12	紧	紧
6	2005.12-2007.12	紧	宽
7	2007.12-2008.09	紧	紧
8	2008.09-2008.11	宽	紧
9	2008.11-2009.01	宽	宽
10	2009.01-2009.12	紧	宽
11	2009.12-2010.07	紧	紧
12	2010.07-2010.12	紧	宽
13	2010.12-2011.11	紧	紧
14	2011.11-2013.04	宽	宽
15	2013.04-2013.07	宽	紧
16	2013.07-2014.11	紧	紧
17	2014.11-2015.06	宽	紧
18	2015.06-2017.01	宽	宽
19	2017.01-2018.04	紧	紧
20	2018.04-2018.12	宽	紧
21	2018.12-2019.12	宽	宽

资料来源：万和证券研究所

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_7930

