信用回落、经济上行之后的利率表现

证券研究报告

2020 年 12 月 13 日

作者

宋雪涛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

社融、经济同步回升一般是经济的复苏期和流动性的择机收缩期，利率面临上行压力、社融、经济同步回落一般是经济的衰退期和流动性的择机放松期，利率面临下行机会，因此对于过渡阶段，容易推测利率处于“磨顶”期，即上行空间有限，等待下行信号。

但回顾过去 10 年的 3 轮经济短周期，实际情况要比静态推测的结果更复杂，可能会有诸多因素干扰，导致利率下行被推迟甚至被逆转。10Q1-11Q3 是高通胀引发连续加息导致利率回升下行延后，13Q1-13Q4 是内外政策大幅变化引发流动性紧张导致利率下行被逆转，17Q2-18Q1 是强监管引发预期变化导致利率冲高下行延后。

风险提示：输入性通胀压力超预期；海外疫情发展超预期；国内稳杠杆政策力度超预期

当前正处于信用条件收缩、经济延续扩张的阶段，具体反映为社融增速回落、经济增速回升。信用条件收缩是货币条件收紧和监管力度加强的滞后反应，同时也是后续经济热度回落的领先指标。如果货币和其他政策条件不变甚至继续收紧，后续将进入经济回落期，这种演进路径也大致符合当前的市场主流预期。

社融和经济同步回升一般对应的是经济复苏期和流动性收缩期，利率面临上行压力。社融和经济同步回落一般对应的是经济衰退期和流动性放松期，利率面临下行机会。因此对于社融回落、经济回升的过渡阶段，一般推测是利率处于“磨顶期”——上行空间有限，等待下行信号。但回顾过去 10 年的 3 轮经济短周期，我们发现实际的利率走势要比一般推测的结果更复杂，可能会有诸多因素干扰，导致利率下行被推迟甚至被逆转。

时间段一：2010Q1-2011Q3

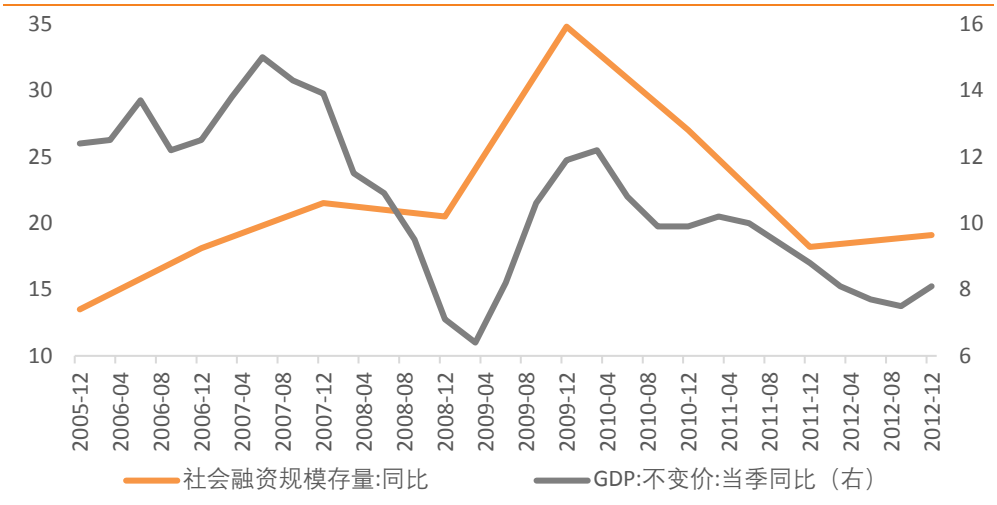
背景：2009 年 Q4 社融增速见顶，2010 年 Q1 实际 GDP 增速见顶，2011 年 Q2 名义 GDP 增速见顶。

10 年国债：10Q1-10Q2 从 3.6-3.7%见顶回落至 3.2%，但从 10Q3 开始重新上行至 11Q1 并突破前高至 4.0%附近，随后在 3.9-4.0%附近开始磨顶直到 11Q3，11Q4 后重新回落。

原因：10Q3-11Q1 利率重新上行的主要原因是高通胀引发货币政策收紧。10 年 7 月 CPI 突破政府目标 3%，直到 11 年 7 月触及顶点 6.45%，11Q4 快速回落至 4%左右。CPI 高企导致货币政策收紧，央行从 10 年 10 月至 11 年 7 月连续 5 次加息，累计 125BP。

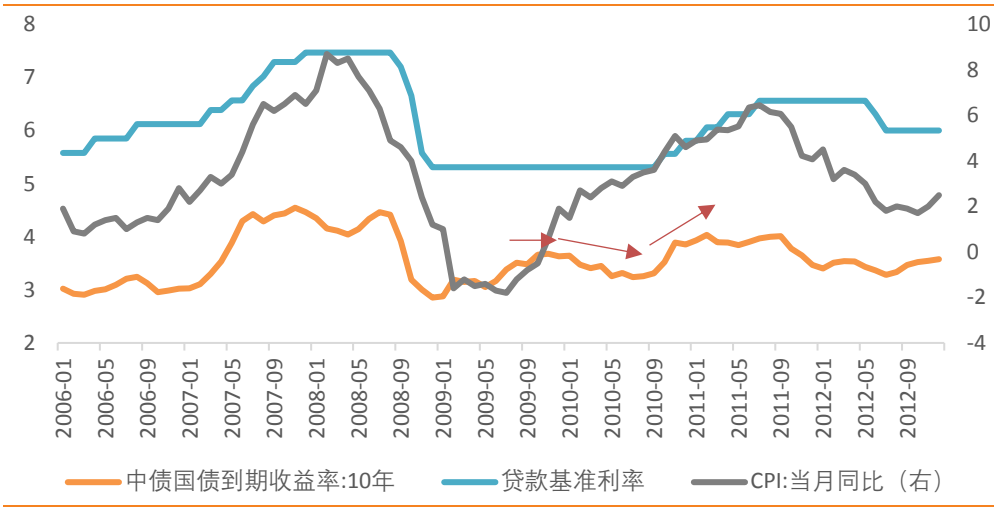
启示：社融对经济有一定前瞻性，但**实际经济增速见顶后通胀可能滞后上行**，表现为名义经济增速继续上行。一旦通胀压力超过央行政策目标水平，可能引发政策收紧，利率下行时间推迟。待通胀回落后，利率迎来下行机会，大致与名义 GDP 同步。

图 1：社融和实际经济增速走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：CPI 超预期上行导致央行加息（%）



资料来源：WIND 天风证券研究所

时间段二：13Q1-13Q4

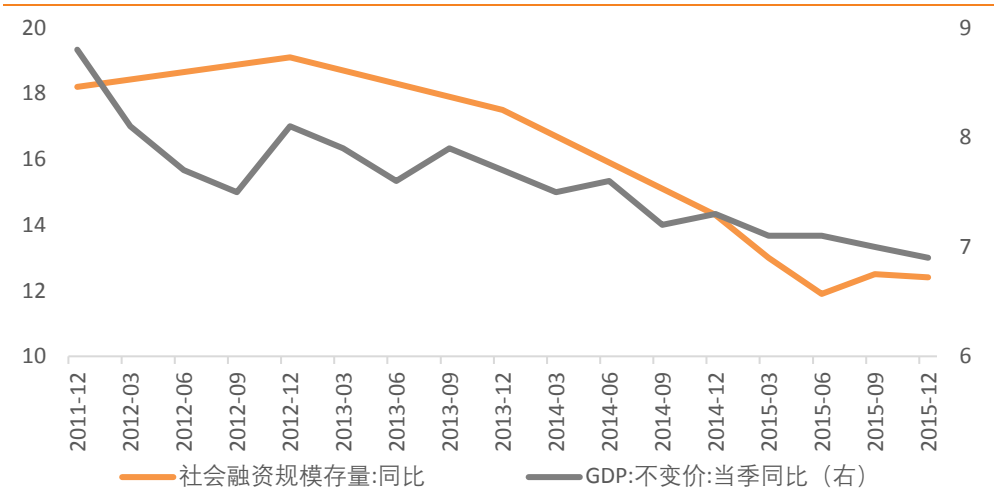
背景：2012 年 Q4 社融增速见顶，2012 年 Q4 实际 GDP 增速见顶，2013 年 Q1 名义 GDP 增速见顶。

10 年国债：13 年年初开始在 3.6%附近磨顶，3 月 CPI 回落至 3%之下，随后利率下行至 3.4%附近，但仅仅不到两个月，利率连续大幅反弹至 13 年底，最高升至 4.7%附近。

原因：13Q3-13Q4 利率大幅上行的主要原因是内外政策变化导致流动性大幅收紧，包括美联储 QE 退出引发恐慌、监管施压影子银行、以及跨季缴税等传统因素，市场年中遭遇“钱荒”；13Q3 通胀水平再度回升，SHIBOR 虽较年中有所回落但仍然明显高于 12 年的水平；Q4 市场再次遭遇钱荒。

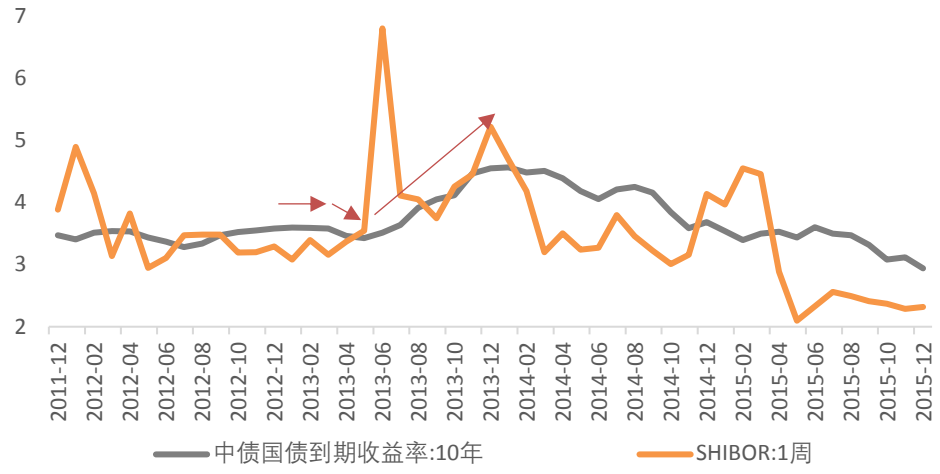
启示：社融和经济回落会带来利率下行的预期和初步动力，比如期限利差收窄，但**主要的下行驱动力仍然来自政策面的变化**，即货币政策“愿意”为对冲经济回落压力而放松流动性。另外要关注海外尤其是美联储的重大货币政策调整。

图 3：社融和实际经济增速走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：内外政策变化导致流动性大幅收紧（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

时间段三：17Q2-18Q1

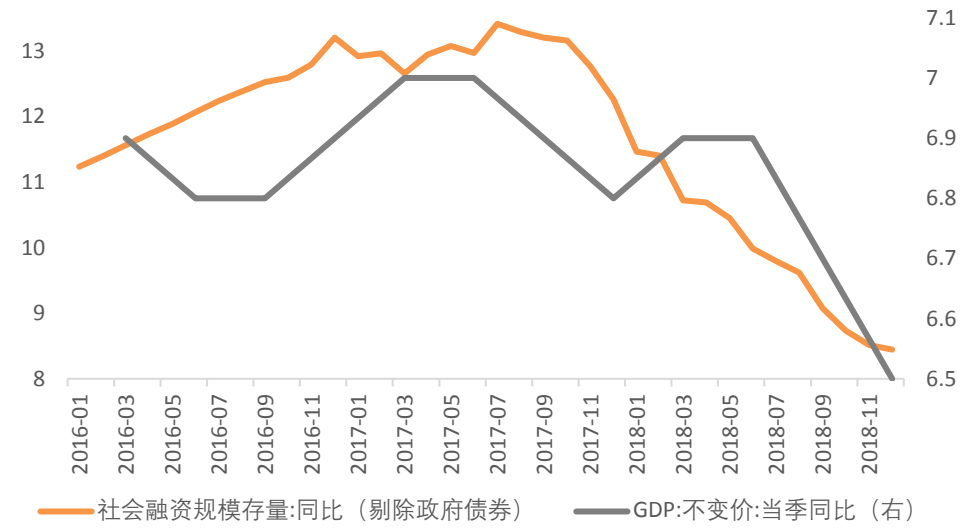
背景：2017 年 7 月社融增速见顶，2017 年 Q2 实际 GDP 增速见顶，2017 年 Q3 名义 GDP 增速见顶。

10 年国债：社融和 GDP 增速见顶后，17Q3 利率一度在 3.6%附近磨顶，但 17Q4 再度大幅上行至 4%，直至 18 年年初。

原因：17 年堪称监管大年，“监管竞赛”在年底达到顶峰，例如 11 月资管新规征求意见稿发布，12 月商业银行流动性风险管理办法征求意见稿发布，对市场预期造成较大冲击。因此，虽然当时流动性已经开始边际放松，利率仍然出现大幅调整。不过，随着利率水平相对于基本面和流动性环境出现超调，在市场预期重新稳定和基本面、政策方向进一步明确后，利率开始从高位回落。虽然经济增长和通胀在 18Q1-Q2 小幅反弹，但中美贸易摩擦和政策放松推动利率下行。

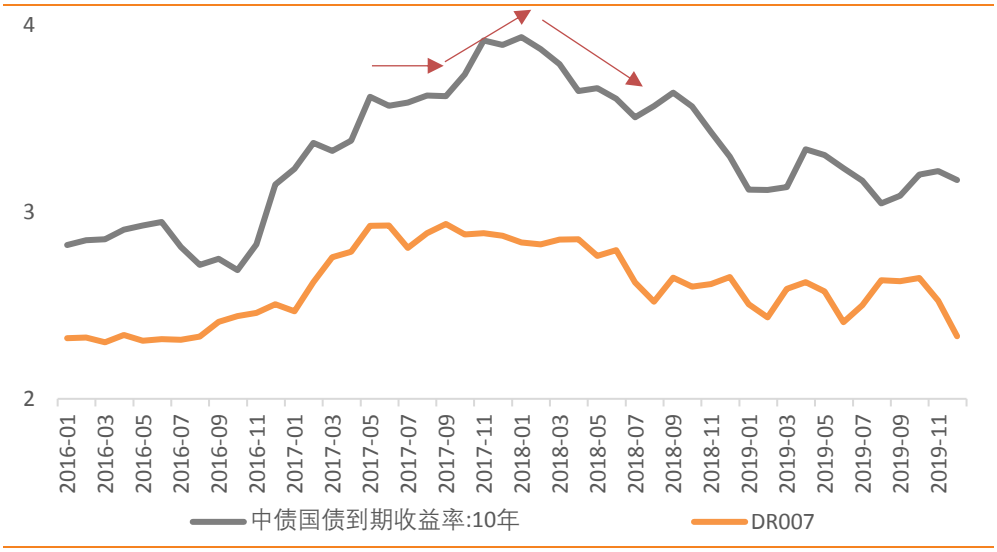
启示：市场往往会高估短期影响、低估中长期影响，因此监管政策经常会影响短期市场情绪并引发超调，但拉长时间来看，决定利率方向的仍然是增长、流动性、通胀等基本面因素。

图 5：社融和实际经济增速走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：17 年 3 季度后流动性环境边际放松（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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_891