



Research and  
Development Center

# 信用周期分析框架： 指标构建、经验规律和相关影响

2022 年 2 月 25 日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 信用周期分析框架：指标构建、经验规律和相关影响

2022年2月25日

- **什么是信用周期？**信用和货币本质上是银行的资产和负债，现代银行信用货币制度下贷款先行，银行通过信用扩张创造货币。信用派生的渠道主要有三条，向实体部门发放贷款、同业信用派生以及购买政府债券。在央行货币政策（控制基础货币）、信用需求以及金融监管三大因素影响下，信用的扩张与收缩呈现周期变化，市场常用信贷或社融增速作为观测指标。
- **信用周期指数：反映商业银行的信用周期。**将“商业银行总资产/央行总资产”求同比，构建得到信用周期指数。指数反映的是银行和央行的资产增速差，指数上行说明商业银行较央行资产扩张更快，是为宽信用，反之则为紧信用。指数相比社融指标更具优势，一是涵盖面更广，考虑了同业信用派生；二是波动性更强、周期性更明显；三是具备领先性。与指数构建思路相仿的，还有社融-M2增速、货币乘数等。
- **2006年至今共有六轮信用周期。**2006-2008：外汇占款拉动央行资产扩张，受制于央行升准操作，银行扩表受限，资产端增速不及央行，指数录得负值。2008-2011：货币政策宽松、推出“四万亿”投资计划应对金融危机，随后向常态水平回归。2011-2014：非标融资兴起，经济增长引擎转向地产基建，为隐债扩张埋下伏笔。2014-2018：新一轮降准降息，地产再成主要抓手，2017年金融去杠杆影响至今。2018-2021：信用扩张一路坎坷，2019年宽信用中途遭遇收缩压力，随后遭遇疫情冲击、政策加码，助推第二波信用扩张。2021年7月至今：新一轮宽信用周期开启。
- **信用周期对经济和资产价格的影响。**1) 信用扩张为经济增长提供动能。指数与信贷脉冲和发电量增速的相关性较强，反映出实体经济从金融体系获得资金支持，最终形成产出。2) 股市行情通常滞后于信用周期，信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股。3) 债市与信用周期的同步性正在强化。2010-2018年，信用周期指数与国债收益率几乎完全呈反向变化。2019年以来，信用周期与债市收益率愈发趋于同步。
- **宽信用仍处于开始阶段，后续空间广阔。**本轮宽信用周期开启的政策信号是2021年8月的央行信贷座谈会，2021年10月起数据出现明显改善。后续政府债融资持续发力，表外融资压降速度相对放缓，制造业、绿色和普惠贷款更快增长等因素将对宽信用形成支撑。展望后市，价值股可能将跑赢成长股，2022年上半年债市风险大于机会。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。



## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 一、什么是信用周期？                | 4  |
| 1.1 信用是银行的资产，信用扩张创造存款货币   | 4  |
| 1.2 信用的扩张与收缩呈现周期变化        | 6  |
| 二、信用周期指数的构建               | 6  |
| 2.1 信用周期指数如何构建？           | 7  |
| 2.2 信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差 | 8  |
| 2.3 信用周期指数与社融-M2 增速的关系    | 10 |
| 三、历史上的信用周期                | 12 |
| 3.1 2006 年至今的六轮信用周期回顾     | 12 |
| 3.2 信用周期的经验规律             | 20 |
| 四、信用周期对经济和资产价格的影响         | 21 |
| 4.1 信用扩张为经济增长提供动能         | 21 |
| 4.2 信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股   | 22 |
| 4.3 债市和信用周期的同步性正在强化       | 23 |
| 五、宽信用仍处于开始阶段，后续空间广阔       | 24 |
| 风险因素                      | 24 |

## 图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：银行是信用创造的主体，央行负责管理“总闸门”        | 4  |
| 图 2：路径 1 之向居民和企业发放贷款              | 5  |
| 图 3：路径 2 之同业信用派生                  | 5  |
| 图 4：路径 3 之购买政府债券                  | 6  |
| 图 5：信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标           | 6  |
| 图 6：社融指标未考虑金融同业信用派生               | 7  |
| 图 7：增加基础货币只能来自央行资产端扩张             | 7  |
| 图 8：商业银行较央行资产倍数 vs 货币乘数           | 8  |
| 图 9：信用周期指数相比社融指标更具优势              | 8  |
| 图 10：信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差        | 9  |
| 图 11：中国、美国、日本、欧元区央行资产负债表规模        | 9  |
| 图 12：2014 年以后外汇占款不再是央行投放基础货币的主要渠道 | 10 |
| 图 13：商业银行与央行资产增速呈现反向变化            | 10 |
| 图 14：社融与 M2 在总量上存在较大差异            | 11 |
| 图 15：金融机构信贷收支表                    | 12 |
| 图 16：信用周期指数与社融-M2 增速走势有同有异        | 12 |
| 图 17：2006 年至今的六轮信用周期              | 13 |
| 图 18：2007 年外汇占款对央行资产增速的拉动十分明显     | 13 |
| 图 19：2007 年末央行购进 1.35 万亿特别国债      | 14 |
| 图 20：2006-2008 年央行采取最陡峭的一轮降准操作    | 14 |
| 图 21：2008-2010 年的降准和降息操作          | 15 |
| 图 22：基建和地产成为本轮信用扩张的主要载体           | 15 |
| 图 23：政策刺激下房地产贷款迎来快速增长             | 16 |
| 图 24：2011-2014 年非标融资兴起            | 17 |
| 图 25：2014-2018 年开启新一轮降准降息         | 18 |
| 图 26：2017 年金融去杠杆拉开大幕              | 18 |
| 图 27：2019 年下半年实体融资需求转弱            | 19 |
| 图 28：2021 年 5 月居民房贷下行拐点出现         | 19 |
| 图 29：2001 年以来超储率总体呈现下降趋势          | 20 |
| 图 30：信用周期指数与商品房销售面积增速同步性较高        | 21 |
| 图 31：信用周期指数和信贷脉冲的相关性较强            | 21 |
| 图 32：信用周期指数与发电量增速有较高关联度           | 22 |
| 图 33：股市行情通常滞后于信用周期                | 22 |
| 图 34：2010-2018 年信用周期指数与债市收益率呈反向变化 | 23 |
| 图 35：2017 年以前信用主要通过同业渠道扩张         | 23 |
| 图 36：2019 年以来信用周期指数与债市收益率同步性增强    | 24 |

## 一、什么是信用周期？

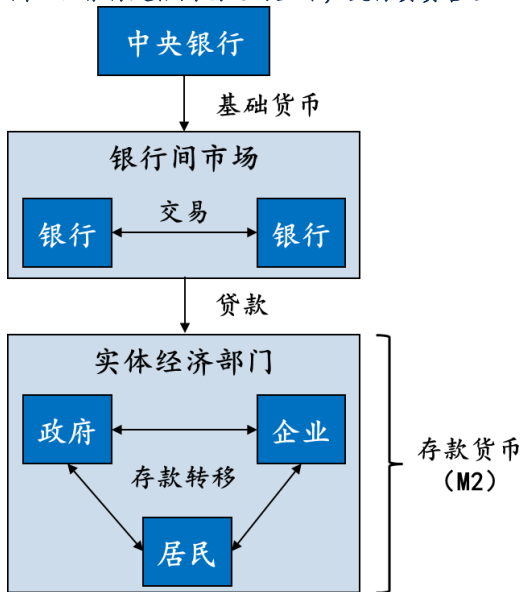
### 1.1 信用是银行的资产，信用扩张创造存款货币

“信用”本质上是银行的资产。凡是涉及货币政策、金融市场的研究分析，我们总能读到“信用”一词。实际上信用不能算严格的金融术语，而是对“信用融资”的简称，指的是金融部门扩张资产的行为。我国的金融体系中，银行是信用创造的主体，最具有代表性的信用派生渠道便是贷款。从银行资产负债表的角度来看，信用反映在银行的资产端，属于银行的资产，比如居民、企业贷款，同业资金往来，发放给非银机构的贷款等等。

“货币”本质上是银行的负债（存款）。信用（资产）与货币（负债）咬合而生，二者不可割裂看待。当银行发放贷款，本质上是银行和客户（居民、企业、其他金融机构）的信用交换，银行增加了贷款债权和存款债务，客户则获得了贷款债务和存款债权。在这一过程中居民、企业或非银存款增加，广义货币供应量（M2）增加。

**贷款先行，银行通过信用扩张创造货币。**基于“贷款创造存款”理论，现代银行信用货币制度下贷款先行，银行通过资产扩张（贷款）创造存款货币（孙国峰，1996，2019）。参照图1来理解：银行首先向居民或企业提供贷款，后者获得贷款后得到相应的存款货币；经济运行过程中，企业组织生产活动，向个人支付薪酬、存款流出，同时卖出商品服务给个人、存款流入；实体经济部门还包括政府，与居民企业部门存在税收、补贴等支付关系，存款货币就这样在全社会流转、运行。但信用不能无限扩张，银行贷款行为受存款准备金的约束，当信用扩张派生的存款增多、超储不断被消耗，央行会通过扩表投放基础货币，向银行体系注入流动性。

图 1：银行是信用创造的主体，央行负责管理“总闸门”



资料来源：信达证券研发中心整理

我们可以通过各部门资产负债表的变化，来解析银行信用扩张的不同路径。

**路径 1：向居民和企业发放贷款。**假设法定存款准备金率为 10%，当银行投放一笔 1000 元贷款，负债端同时增加 1000 元存款，银行此前拥有的 100 元超额存款准备金被冻结为法定存款准备金。随着银行投放更多信贷、超储被消耗殆尽，银行也达到存款派生上限。如果央行希望银行继续放贷款，就需要动用货币政策工具（主要是数量型工具）：一是降准，原先被冻结的法准转化为超储，释放银行的贷款空间。二是再贷款、公开市场操作（OMO、MLF、SLF）等，为银行体系提供基础货币，直接增加准备金存款中的超储。

但存款准备金并不是银行扩张信用的唯一约束，在流动性充裕的情形下，如果贷款需求弱，也会出现贷款不增加的局面。比如经济下行、实体融资需求转弱，或遭遇事件因素冲击时。这时央行就会动用价格型工具，比如调整政策利率，引导贷款利率下行，刺激实体部门的信贷需求。

**图 2：路径 1 之向居民和企业发放贷款**

| 央行            |              |
|---------------|--------------|
| 资产            | 负债           |
|               | 基础货币         |
|               | 法定存款准备金+100  |
|               | 超额存款准备金-100  |
| 银行            |              |
| 资产            | 负债           |
| 储备资产          |              |
| 法定存款准备金+100   |              |
| 超额存款准备金-100   |              |
| 对居民、企业债权+1000 | 居民、企业存款+1000 |
| 居民、企业部门       |              |
| 资产            | 负债           |
| 银行存款+1000     | 银行贷款+1000    |

资料来源：信达证券研发中心整理

**路径 2：同业信用派生。**银行除了向实体经济部门投放贷款，还可以增加对其他存款性公司、其他金融机构的债权，比如向非银机构发放贷款，和其他银行之间的资金往来等等。相应地，银行负债端会增加非银存款、对其他存款性公司负债。与居民、企业存款不同的是，非银存款所适用的存款准备金率为零，银行同业存款不计入一般性存款范围，这意味着银行的同业信用派生不受准备金的约束。从理论上讲，只要金融体系内部持续存在同业资金需求，银行似乎可以无限扩张同业信用。事实上银行对其他金融机构债权出现过爆发式增长，2013-2016 年之间，银信合作、银证合作蓬勃发展，同业链条加杠杆，金融部门杠杆率迅速攀升，积累了大量金融风险。

**2016 年央行出台宏观审慎评估体系（MPA），对银行提出了资本约束。**制度出台后金融去杠杆拉开大幕，监管明显加强，金融部门杠杆率明显下行。在现行制度下，银行的第 2 条信用扩张路径同样是受到限制的。

**图 3：路径 2 之同业信用派生**

| 银行                     |                        |
|------------------------|------------------------|
| 资产                     | 负债                     |
| 对其他存款性公司、其他金融机构债权+1000 | 对其他存款性公司、其他金融机构负债+1000 |
| （同业资金往来、向非银机构发放贷款）     | （银行同业存款、非银存款）          |

资料来源：信达证券研发中心整理

**路径 3：购买政府债券。**银行扩张信用的方式还包括债券投资，与贷款不同的是，债券投资从银行资产端变化而来，没有扩张资产负债表。假设银行购买 100 元政府债券，资产端对政府债权增加 100、超储减少 100。由于财政性存款需要全额缴存央行，央行负债端的变化为政府存款增加 100、准备金存款减少 100。可见政府存款和基础货币呈反向变化关系，政府存款增多会消耗银行间流动性；而当政府存款减少，通常意味着财政支出力度加大，存款流向居民、企业，又会补充银行间流动性。除了购买政府债券之外，银行通过资管产品购买一级企业债同样可以创造企业存款，但占比相对较小。



图 4：路径 3 之购买政府债券

| 央行        |           |
|-----------|-----------|
| 资产        | 负债        |
|           | 基础货币      |
|           | 准备金存款-100 |
|           | 政府存款+100  |
| 银行        |           |
| 资产        | 负债        |
| 储备资产      |           |
| 准备金存款-100 |           |
| 对政府债权+100 |           |

资料来源：信达证券研发中心整理

小结：银行扩张信用的路径主要是贷款，还包括购买政府债券等。影响信用扩张几大因素有，贷款需求、央行货币政策（控制基础货币）、金融监管。

## 1.2 信用的扩张与收缩呈现周期变化

信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标。基于“信用”的含义，最直接的观测指标就是各项贷款增速。随着实体部门融资渠道不断丰富，信用融资的范围也在拓宽，社融能够更加全面的反映金融机构对实体经济的信用支持。比如社融多纳入了表外融资三项、政府债券和企业债融资，这些都属于银行扩张信用、创造存款货币的渠道。社融中还包含股票融资，该项属于股权融资而非信用范畴，不过占比较小，对社融指标的有效性影响不大。

在贷款需求、央行货币政策、金融监管几大因素的影响下，信用的扩张与收缩呈现周期变化。观察两项指标的同比增速，可见信用总体呈现“扩张-收缩-平稳-扩张”的周期变化，如此循环往复。参考图 5，2003 年以来我国大致经历了 5 轮信用扩张周期。

图 5：信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标



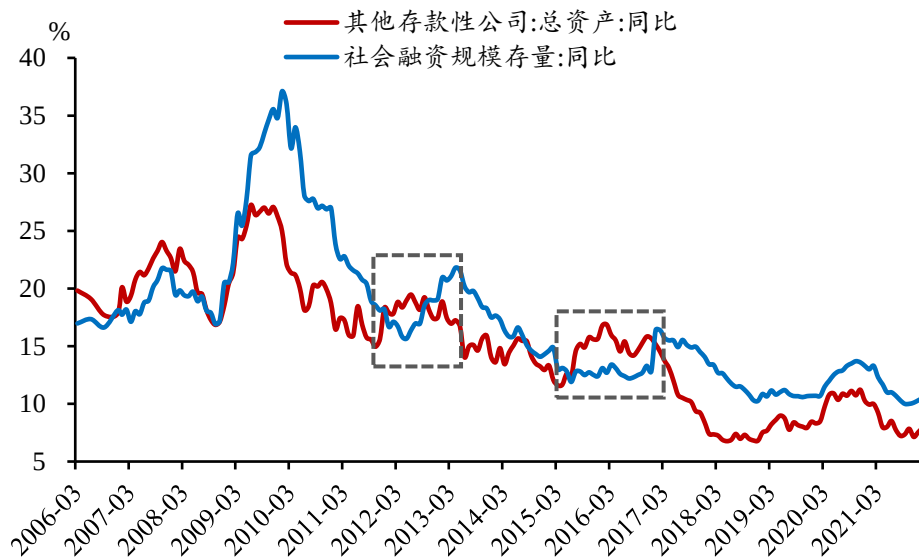
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 二、信用周期指数的构建

## 2.1 信用周期指数如何构建？

相比社融指标，商业银行资产增速进一步涵盖了金融体系内部的信用派生。社融指标衡量的是商业银行信用派生中流向实体的部分，并未考虑金融体系内部的信用派生，比如社融口径下信贷数据不包含非银贷款。商业银行资产增速的涵盖面更广，对手方不止是实体部门，还包括同业部门（对其他存款性公司、其他金融机构债权）。如图6所示，两项指标整体走势趋近、相关性较高，但在部分节点上仍然存在背离。

图 6：社融指标未考虑金融同业信用派生



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通过商业银行较央行资产的相对变化定义“宽/紧信用”。单看商业银行资产增速仍然是不够的，从银行信用扩张的路径可知，央行通过控制基础货币来约束银行信用派生上限，而增加基础货币只能来自央行资产端扩张。这意味着，在央行扩表周期内，商业银行资产需要扩张得更快，才能称为“宽信用”。反之，“紧信用”则表现为商业银行相对央行资产扩张得更慢。

2008 年以后，商业银行资产扩张速度严格快于央行。从绝对倍数上看，2008 年金融危机以前，商业银行资产规模大约为央行的 3-4 倍，且呈现下降趋势。2008 年以后，倍数持续上升，截至 2022 年 1 月已扩张至 8.6 倍。

“商业银行总资产/央行总资产”实际上是资产端的货币乘数。货币乘数=M2/基础货币，其中 M2 对应商业银行负债端，基础货币对应央行的负债端。由于资产“咬合”负债，二者在走势上是十分趋近的，区别在于资产倍数用来衡量信用扩张，货币乘数用来衡量货币创造。

图 7：增加基础货币只能来自央行资产端扩张

| 央行                                              |                 |
|-------------------------------------------------|-----------------|
| 资产                                              | 负债              |
| 外汇占款 ↑<br>（被动投放）<br>对其他存款性公司债权 ↑<br>（主动投放-政策工具） | 基础货币<br>准备金存款 ↑ |

资料来源: 信达证券研发中心整理



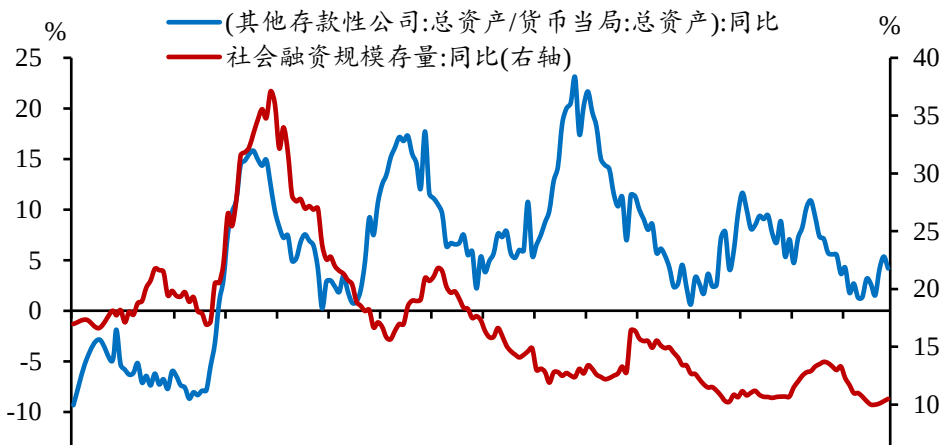
图 8：商业银行较央行资产倍数 vs 货币乘数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

将“商业银行总资产/央行总资产”求同比，构建得到信用周期指数。将资产倍数求同比，从长期上升的数据趋势中抽取出周期波动。对比信用周期指数与常见的社融指标，前者在多个方面显示出优势：一是涵盖面更广，能够更加完备地刻画商业银行信用周期；二是波动性更强、周期性更明显，在我国 GDP 增速缓慢下行的长期趋势下，社融、信贷增速等指标反映的实体经济信用周期在拉长、波动率下降；三是具备领先性，2008 年以后，信用周期指数领先社融增速 8-12 个月达到峰值，可以用来预判信用周期。

图 9：信用周期指数相比社融指标更具优势



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\\_38195](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38195)

