



凤鸣研析

CCBT SECURITIES
RESEARCH&ANALYSIS

阅读时长：约 8min
文章字数： 2410个

Current events
Tracing

不一样的紧信用

【 导 读 】

在2020年11月至今的这一轮紧信用周期中，很多投资经验开始失效：1) 在经济数据表现良好的阶段，货币政策不仅没有收紧，反而开启放松周期；2) 利率与信用周期的下行拐点不再错位，而是变得同步；3) 债券牛市的节奏和幅度均超出市场一致预期。本文将简要分析信用周期对债券市场的影响机制，着重探讨本轮紧信用周期的结构性特征，进而解释投资经验失效的原因，并对下一阶段债券市场进行展望。

一、紧信用周期的历史规律

信用周期主要是指金融体系给予实体经济的信用资源的周期性变化。除了经济内生性因素外，逆/跨周期政策会明显加剧信用周期的波动。当经济出现较大下行压力时，货币政策往往会率先宽松，随后信用周期才会逐步开始向上，经济周期随后启动。基本面恢复至正常并维持一段时间后，决策层往往会出于防风险等目的开始收紧货币和信用。政策收敛持续一段时间后，经济周期再次回落，政策收敛结束。货币周期、信用周期、经济周期相互交织和影响，周而复始，对各类资产都有重要影响。本文将重点研究本轮紧信用周期的不同以及对债券市场的影响。

紧信用周期总体有利于利率的下行。一般认为紧信用期间固收类资产（债券、贷款）的供给增速将回落，在其他条件大体稳定的情况下有利于利率下行。另外，从宏观视角去看，信用收缩将抑制经济体总需求的扩张，带来经济下行压力，也有利于利率下行。但是，市场实际的走势要更加复杂，如图 1。本质上来说，利率是资金的价格，由供需共同决定，单从某一方面出发都不能给出完整解释。

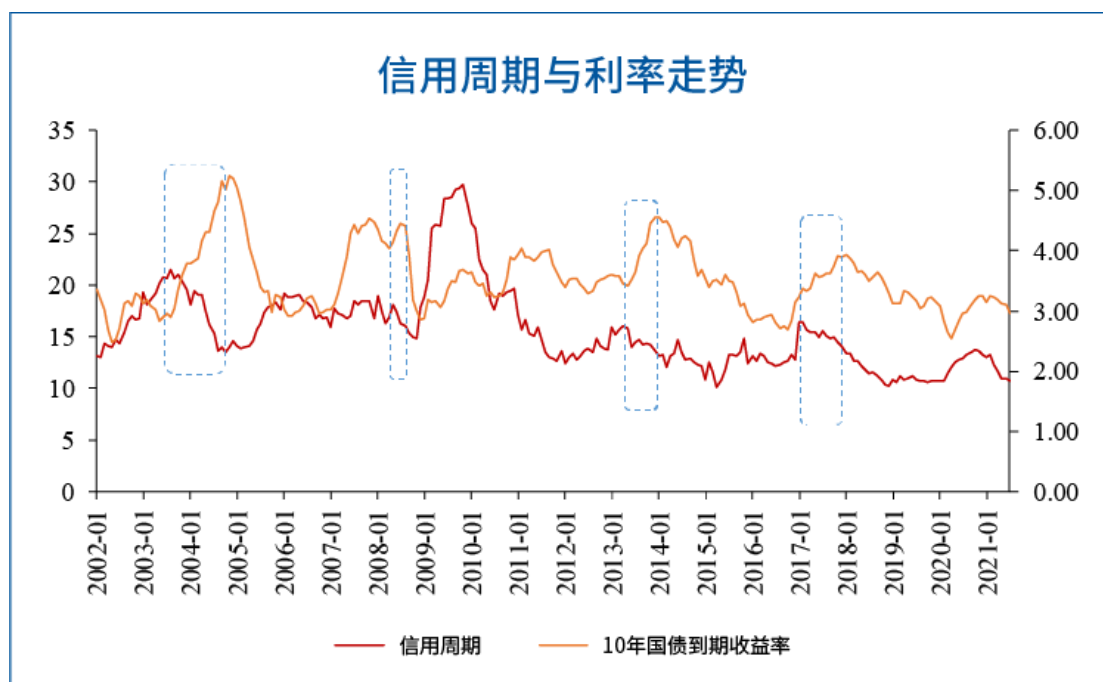


图 1：数据来源：wind

注：考虑到国内早期缺乏社融月度同比数据，2015年11月及以前用M2当月同比来表征信用周期，2015年12月及以后用社融当月同比来表征。

紧信用期间，货币政策的松紧影响利率的趋势。紧信用初期，经济周期处在高位，实体部门融资需求较强，信用数据的回落主要由于政策端（资金供给端）趋紧所致。历史数据显示，由于存在防风险、控杠杆等诉求，这一阶段的货币政策一般都是边际收紧的。**融资需求维持高位，而供给却明显收紧，供需的相对力量导致利率易上难下。**因此，我们观察到历史上紧信用周期的前半段，利率一般不会降低，反而会趋势性地上升，如图 1。随着紧信用周期进入到后半程，情况才会改变：经济周期向下，

融资需求快速回落，货币政策结束收紧，利率才会开启下行周期。由于这一周期性规律的存在，历史上紧信用周期的起点一般会明显领先于利率拐点，如图 2。

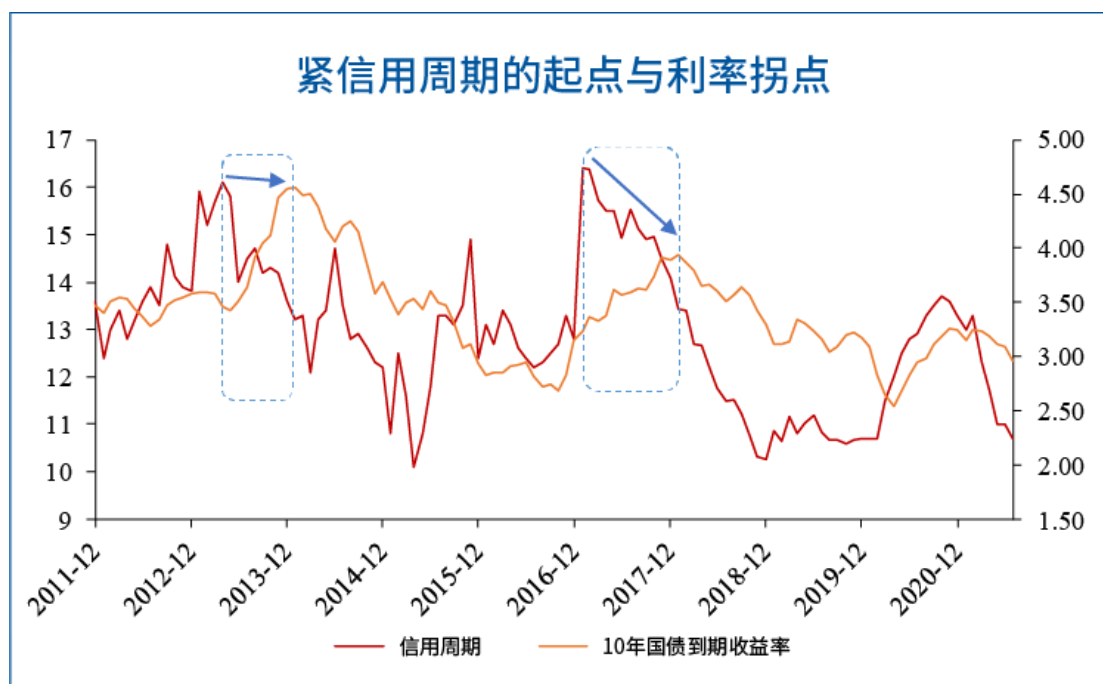


图 2:数据来源: wind

注: 考虑到国内早期缺乏社融月度同比数据, 2015 年 11 月及以前用 M2 当月同比来表征信用周期, 2015 年 12 月及以后用社融当月同比来表征。

二、本轮紧信用的新变化

尽管紧信用仍然体现为金融体系给予实体部门信用资源的边际放缓, 但我们观察到这一轮的紧信用的确有异于历史的地方:

- 1) 紧信用的主要抓手已经转变为以宏观审慎为代表的“定向政策”, 而非以往银根收紧 (总量政策、容易伤及无辜)。重要的不同点在

于，这一轮紧信用周期中货币政策不仅没有收紧，反而几乎同步地开启了一轮放松周期，如图 3。

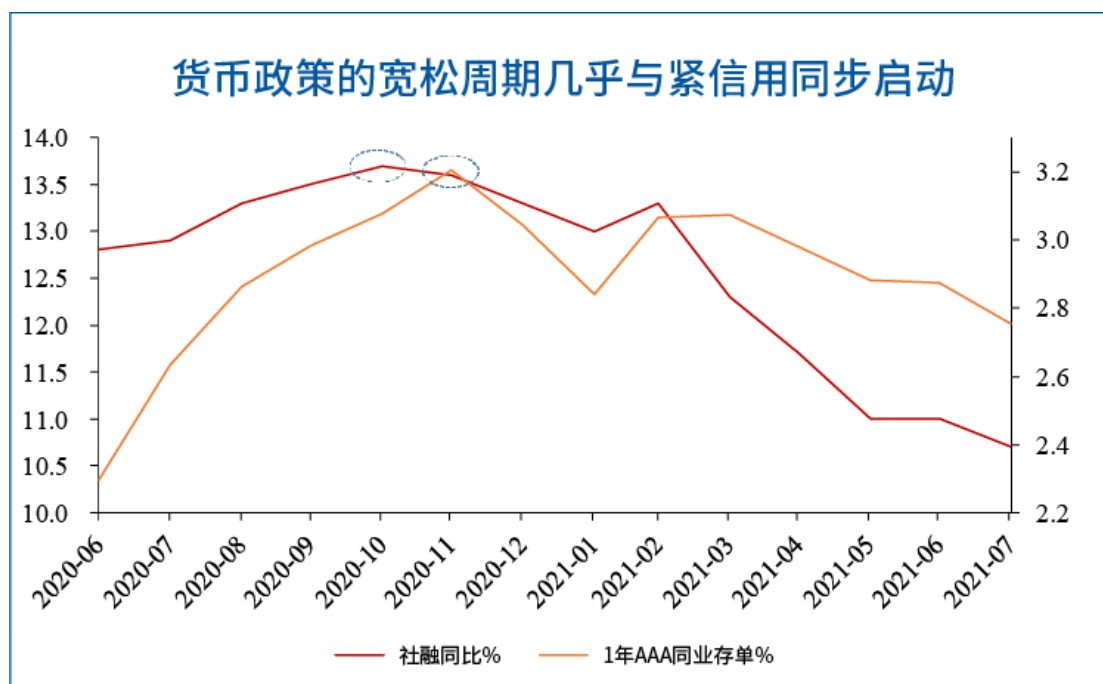


图 3:数据来源: wind

2)结构性特征异常鲜明。本轮信用周期的回落主要由于土地财税体系的债务增速快速回落所致，碳中和背景下煤炭、钢铁等上游行业的债务也得到了有效管控，而制造业等其他领域的融资增长总体平稳。政府债券发行缓慢、广义财政支出持续偏慢，监管层严控地产和广义财政两大领域的债务规模，相关政策持续收紧，7月以来进一步加码。政府债券、城投债和地产债存量规模同比增速从去年上半年的10%大幅回落至今年上半年的6%，如图4。价格方面，今年以来住房贷款利率不降反升，与一般贷款利率走势背离，也反映出了决策层严控地产的态度，如图5。制造业、小微企业等领域的融资则相对平稳。根据货币政策执行报告，今年6月末制造业中长期贷款余额同比增速则高达41.6%，增速连续4

个月超过 40%，普惠小微贷款余额 17.7 万亿元，同比增 31%。

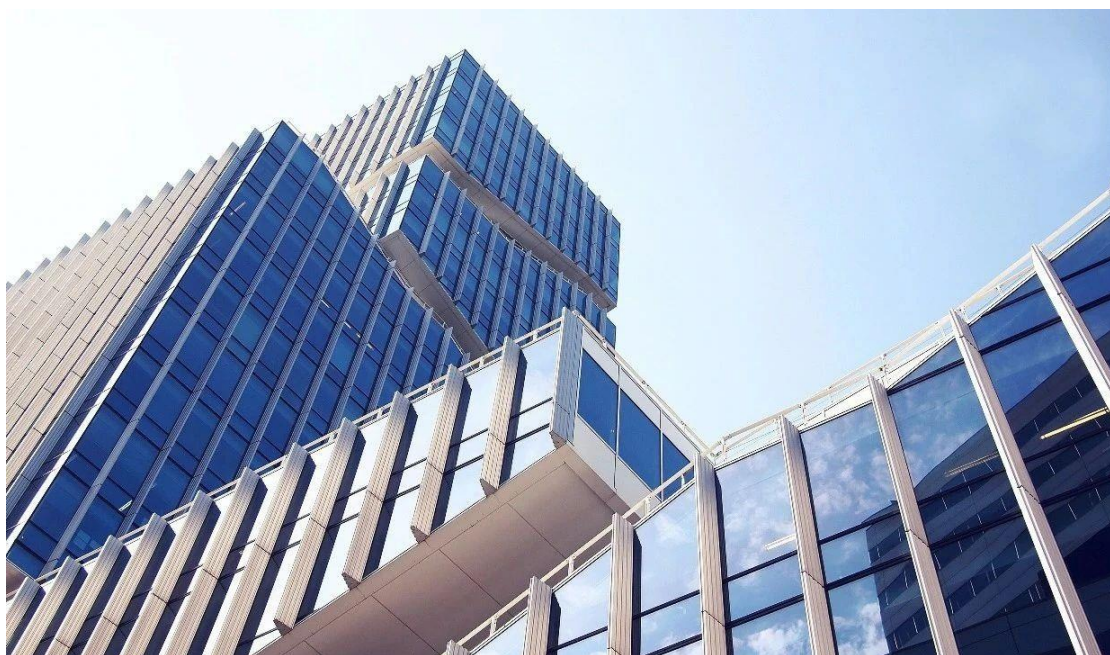


图 4-5:数据来源: wind

相应地，本轮紧信用周期对应的政策组合为“宽货币+严控土地财税体系”，也具有鲜明的结构主义特征，既能在降低宏观杠杆率的同时规避了

过往收紧银根所导致的“误伤”，又能在降低实体经济融资成本的同时管控住金融风险，还能降低土地财政体系的挤出效应，有利于经济结构优化。新的政策组合反映出宏观调控理念已经发生了明显的变化，科技兴国和共同富裕已经成为重要的政治目标，整肃财政纪律、摆脱经济对地产的依赖、化解潜在金融风险的重要性正在提升。另外，宏观审慎框架等政策体系的完善也为新的政策组合提供了落实的土壤。

三、影响分析及市场展望



本轮紧信用周期中，利率拐点和信用周期拐点不再错位，而是变得高度同步。这一变化背后的原因是：新的政策组合之下，流动性提前进入宽松周期，而收敛的土地财税体系使得固收类资产供给增速明显回落，固收类资产需求（由流动性宽松导致的配置力量决定）和供给（土地财税领域的贷款和债券供给趋于收敛）的相对力量快速转变，金融机构“欠配”感强烈，利率拐点提前到来，“资产荒”持续发酵。展望三季度，我们认

为结构性紧信用周期还将延续。7月以来，土地财税领域的监管政策进一步加码，短期难以放松。由于各方面约束条件的存在，财政政策短期难以形成实物工作量，而土地财税以外的领域对宽信用的承载能力有限，所以我们认为紧信用周期尚未结束，经济仍面临下行压力，货币政策仍有进一步宽松空间。现阶段债市投资机会大于风险。

— ★ 作者简介 ★ —



朱家宽先生

南开大学国际金融管理硕士，从业7年。曾在光大永明资管、国投泰康信托等从事交易员、投资经理等工作，现任建信信托证券市场事业部投资中心投资经理。



张泽昌先生

北京大学金融硕士，从业3年。曾在国寿投资保险资产管理有限公司从事宏观、资产配置研究工作，现任建信信托证券市场事业部投资中心高级研究员。

建信信托凤鸣证券投资团队

我们拥有专业的研究团队，核心投研人员平均从业年限超过 10 年，长期专注于证券领域精深研究，搭建起严密而完整的投研决策体系，具有十分丰富的投资管理经验。



刘洪波先生

北京大学光华管理学院硕士，从业19年。曾任职于建行总行资产负债部、建信信托投资管理部，现任建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。拥有丰富的一二级市场投资管理经验，所领导团队管理的产品业绩卓越，规模位居行业前列。



刘海东先生

北京大学光华管理学院金融学博士，从业15年。曾任安信证券、光大永明资管投资经理、固收研究团队负责人、固收投资团队负责人等，现任建信信托证券市场事业部投资中心负责人。擅长把握债券市场整体趋势，挖掘利率波段、信用债行业与个券多维度超额收益，对基于固收为基础的大类资产配置有深刻的研究与市场经验。



卢博森先生

美国耶鲁大学化学工程硕士，中央财经大学金融学博士，从业8年。曾任中信证券研究部研究员，中欧基金研究员、基金经理，联储证券证券投资部总经理。现任建信信托证券市场部权益投资经理、权益研究团队负责人。



富迪先生

清华大学工学博士，从业10年。曾任泰康资产管理有限责任公司研究部研究员，权益投资部股票投资总监，现任建信信托证券市场事业部执行总经理。



程亦涵女士

北京大学金融学硕士，从业11年。曾任国寿资管信用评估部分析员、瑞银证券有限责任公司债券策略分析师，现任建信信托证券市场事业部投资中心研究团队负责人。



丁皓先生

清华大学应用数学专业学士，香港中文大学金融工程博士，从业9年。曾在香港Numerical Method-INC.、中信证券担任量化分析师、量化投资品种经理、投资经理等职。现任建信信托证券市场事业部量化高级投资经理。



朱家宽先生

南开大学国际金融管理硕士，从业7年。曾在光大永明资管、国投泰康信托等从事交易员、投资经理等工作，现任建信信托证券市场事业部投资中心投资经理。



李耀忠先生

大连理工大学材料表面工程硕士，从业11年。曾任永安期货股份有限公司期货研究院首席策略师、院长助理，北京乐瑞资产管理有限公司商品总监，暖流资产管理股份有限公司衍生品部总经理，现任建信信托证券市场商品投研负责人。



付镠方先生

北京大学理学硕士，从业10年。曾任中国出口信用保险公司资产管理部权益研究员、投资经理，中泰证券研究所高级策略分析师，现任建信信托证券市场事业部权益投资经理、高级股票策略分析师。