

周期系列之金融杠杆周期

2023年3月31日 星期五

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

金融因素在宏观经济的周期波动中影响力愈来愈强。20世纪80年代以来，许多国家经济出现波动，但其利率、物价和国内实体经济都表现较为稳定，则经济波动主要原因在于金融市场，尤其是资产价格的大幅波动。背后的逻辑简单概述为：当经济出现新型产业/市场，或宏观经济体系外部冲击改变获利机会导致预期发生变化，市场投资者涌入，并产生举债行为。如果此时金融环境较为宽松，则容易出现过度负债与过度投机行为。当这一均衡被打破，则资产价格暴跌，金融与实体经济关系逐渐陷入循环紧缩中，如果宏观及微观角度没有相应对策，则产生资产缩水及最终金融危机。金融杠杆周期通常包括两个阶段：加杠杆阶段 → 去杠杆阶段。

通过整理可以得出，居民杠杆率增速较上证指数提前5~7年；非金融企业杠杆率较上证指数滞后1~2年；中央政府杠杆率增速较上证指数提前7年；地方政府杠杆率较上证指数滞后约1年；金融杠杆率的资产端与负债端相对而言变动频率较高，与指数直接相关性一般。

报告目录

1.金融杠杆周期理论原理.....	3
2. 国内金融杠杆周期.....	4

图表目录

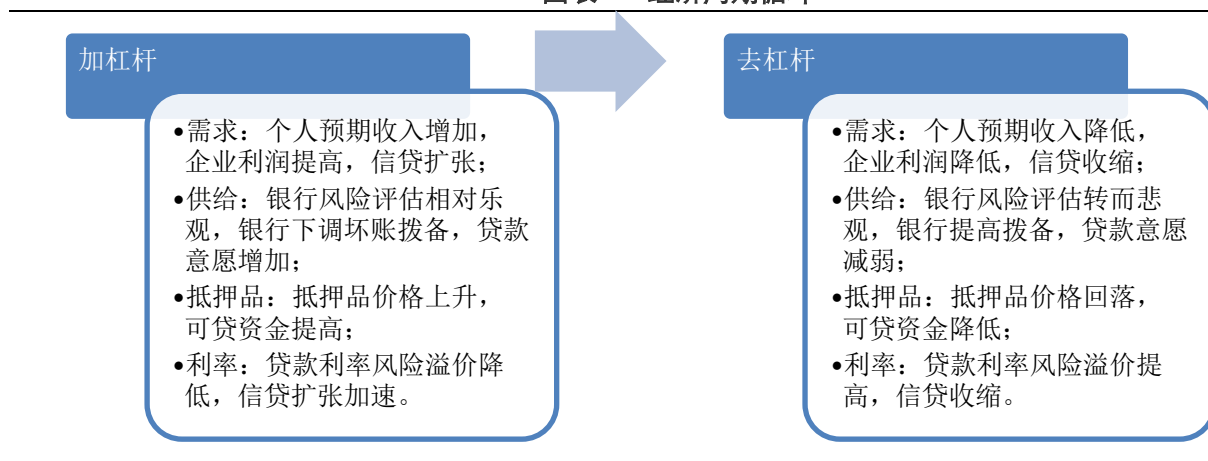
图表 1: 经济周期循环.....	3
图表 2: 金融杠杆周期轮动机制.....	4
图表 2: 居民部门杠杆率.....	5
图表 3: 非金融企业部门杠杆率.....	5
图表 4: 政府杠杆率.....	6
图表 5: 中央政府杠杆率.....	6
图表 6: 地方政府杠杆率.....	7
图表 7: 金融杠杆（资产方）.....	7
图表 8: 金融杠杆（负债方）.....	8
图表 9: 社融存量.....	8
图表 10: 上证指数与居民杠杆率.....	9
图表 11: 上证指数与非金融企业杠杆率.....	9
图表 12: 上证指数与政府杠杆率.....	10
图表 13: 上证指数与中央政府杠杆率.....	10
图表 14: 上证指数与地方政府杠杆率.....	10
图表 15: 上证指数与金融杠杆率（资产方）.....	11
图表 16: 上证指数与金融杠杆率（负债方）.....	11

1.金融杠杆周期理论原理

金融因素在宏观经济的周期波动中影响力愈来愈强。20 世纪 80 年代以来，许多国家经济出现波动，但其利率、物价和国内实体经济都表现较为稳定，则经济波动主要原因在于金融市场，尤其是资产价格的大幅波动。背后的逻辑简单概述为：当经济出现新型产业/市场，或宏观经济体系外部冲击改变获利机会导致预期发生变化，市场投资者涌入，并产生举债行为。如果此时金融环境较为宽松，则容易出现过度负债与过度投机行为。当这一均衡被打破，则资产价格暴跌，金融与实体经济关系逐渐陷入循环紧缩中，如果宏观及微观角度没有相应对策，则产生资产缩水及最终金融危机。

金融杠杆周期通常包括两个阶段：加杠杆阶段 → 去杠杆阶段。而我国的金融杠杆周期主要指宏观经济非金融部门加/去杠杆的整个过程，而宏观经济非金融部门包括家庭部门、政府部门、企业部门。在加杠杆期：人们的预期转而乐观，贷款意愿增加，银行下调坏账拨备率，贷款能力与意愿增强，抵押品价格上升，相同抵押品获得更多贷款，利率伴随风险回落开始降低，整体宏观非金融部门杠杆增加。在去杠杆阶段，人们预期增加，贷款意愿减弱，银行提高坏账拨备率，贷款能力与意愿减弱，抵押品价格回落，相同抵押品可获得贷款减少，利率的风险溢价提高，整体宏观非金融部门杠杆率降低。

图表 1：经济周期循环



数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

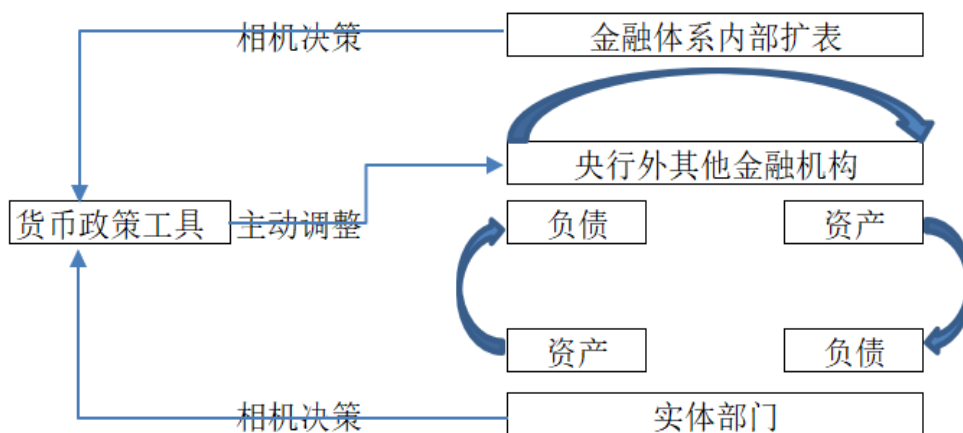
2. 国内金融杠杆周期

国内金融杠杆周期的传导通常分为三个步骤：

1. 从央行的资产负债表出发，货币自央行流入商业银行，并且在存款准备金率的影响下，直接影响商业银行的负债成本；
2. 在信用派生机制的影响下，金融部门、非金融机构部门及居民部门的资产负债表均有扩大迹象；
3. 在信用扩张和货币流转的过程中，货币逐渐在货币运行体系中在系统中留存下来。

在整个金融杠杆扩张期，由于金融机构的资产端即非金融机构的负债端；央行的负债端即商业银行的资产端，则央行在货币市场的基准利率会影响货币市场短端利率，最终通过信贷传导机制影响长端信贷利率，通过利率途径在整个链条传导。

图表 2：金融杠杆周期轮动机制

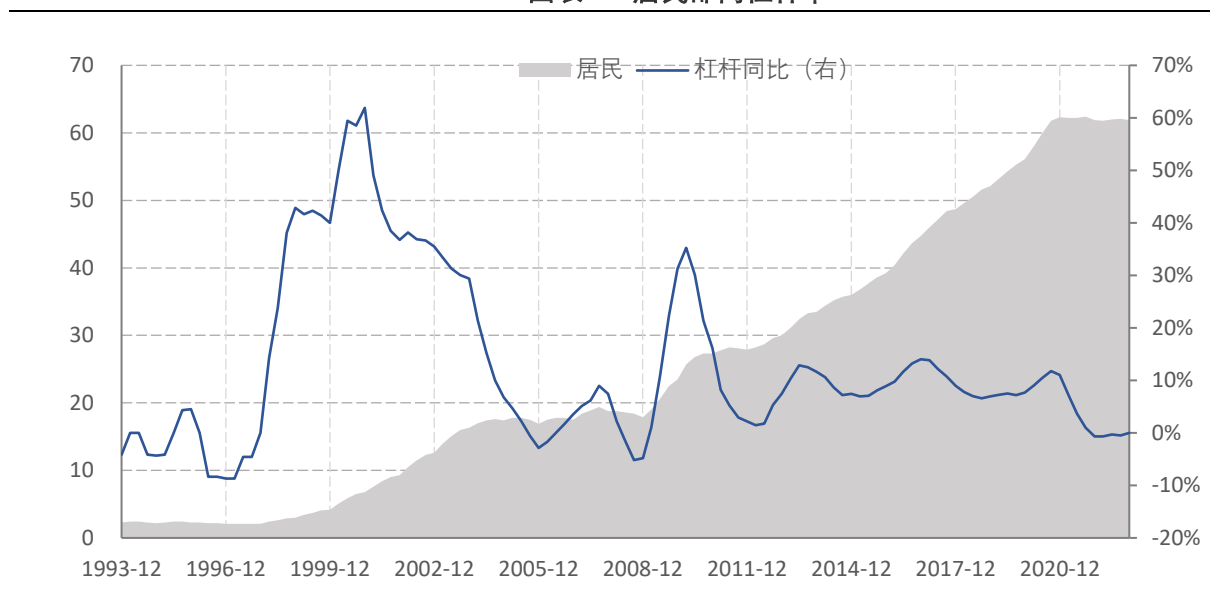


数据来源：wind，兴证期货研发部

在加杠杆阶段，资金流转有三种模式：1. 传统信贷模式。资金从商业银行流入非金融机构部门（从资产负债表负债端流入资产端）再流回商业银行；2. 同业模式。资金从金融机构流入非金融机构部门，再从非金融机构部门的负债端转向资产端，最后流回金融机构；3. 空转模式。资金在金融机构空转，不带来信贷扩张，属于一种套利行为。本文讨论的金融杠杆周期的底层逻辑主要基于前两种模式。

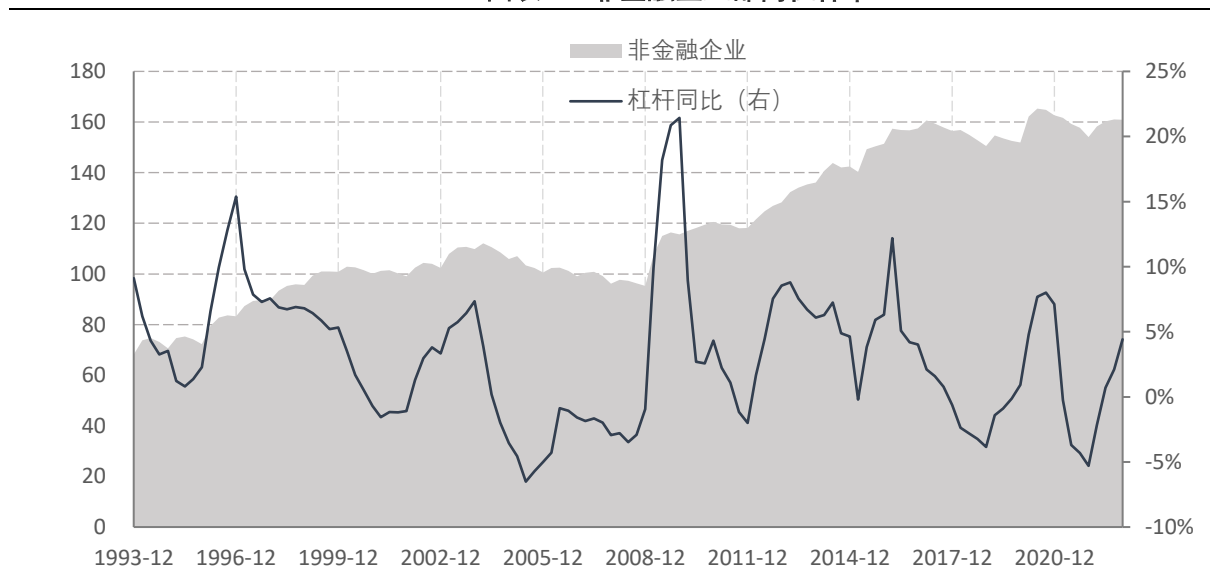
从具体数据看，国内居民部门杠杆率目前在高位徘徊，居民部门杠杆率分别在2000年和2009年经历了快速增长，目前居民部门杠杆率增速明显放缓；非金融企业部门杠杆率目前高位徘徊，该杠杆率增速符合约四年周期。政府部门杠杆率在经历了04年好07年两轮降杠杆后，杠杆再度攀升，目前位于高位。金融部门杠杆率在17年6月达到高点后已经率先进入降杠杆周期。

图表 2: 居民部门杠杆率



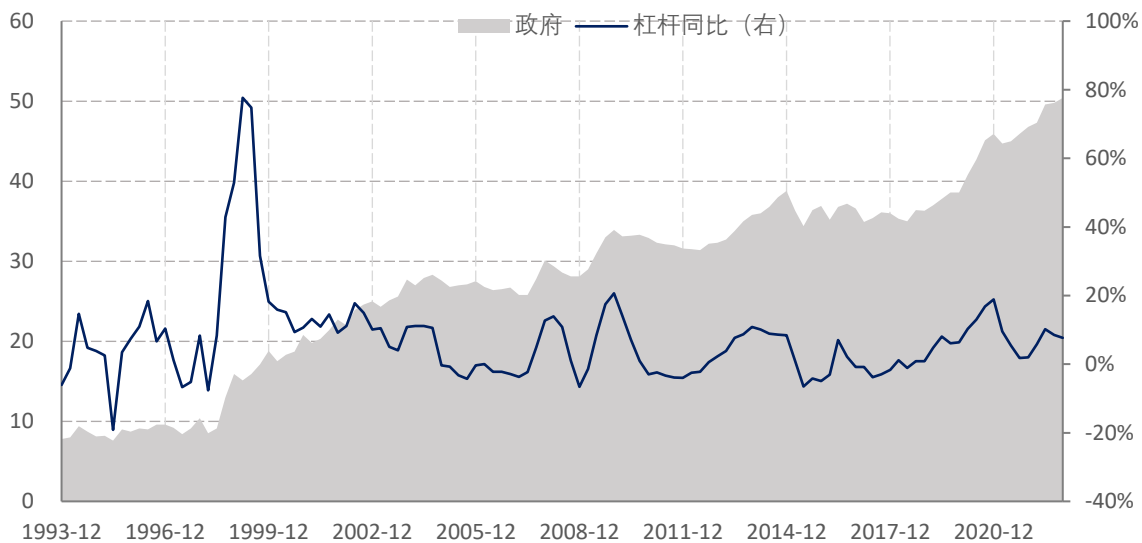
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: 非金融企业部门杠杆率



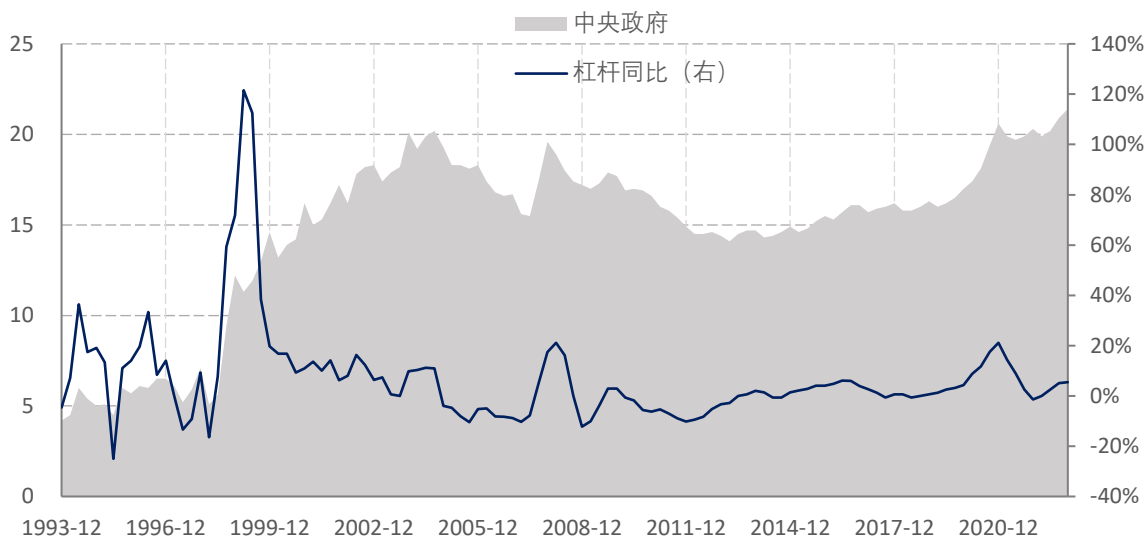
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 4: 政府杠杆率



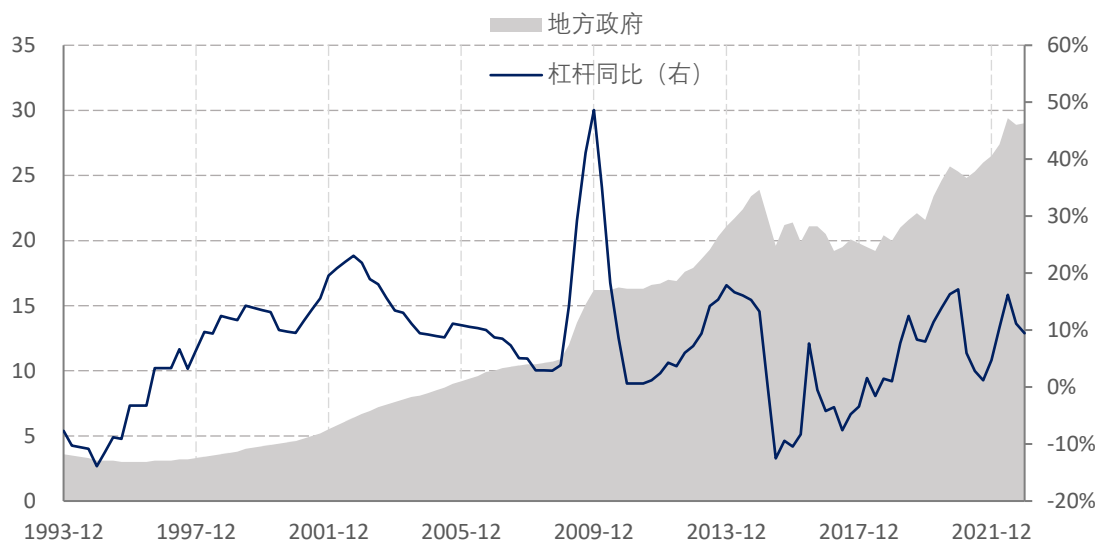
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 中央政府杠杆率



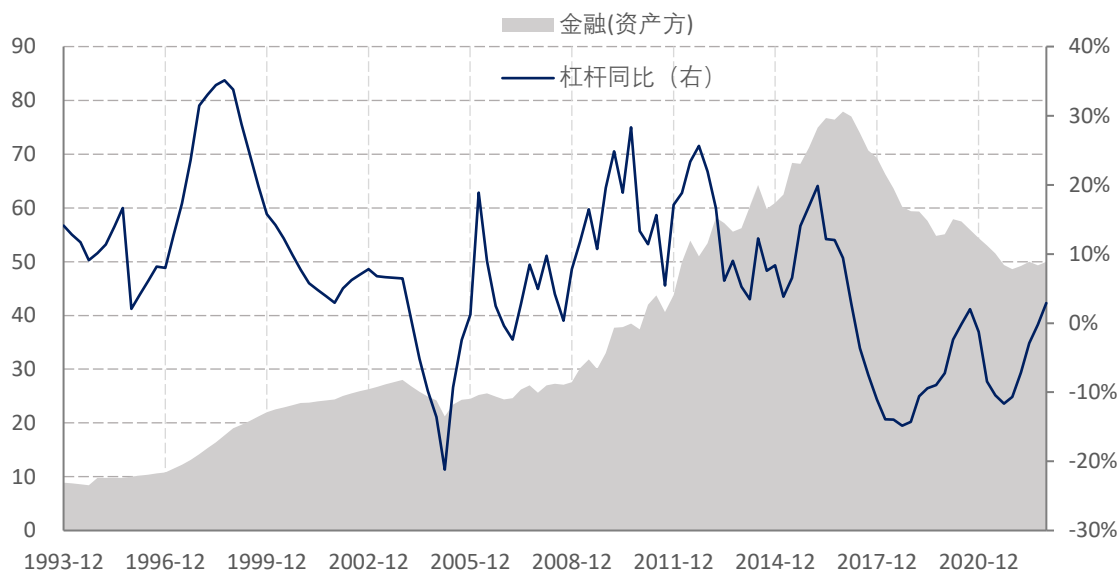
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 6: 地方政府杠杆率



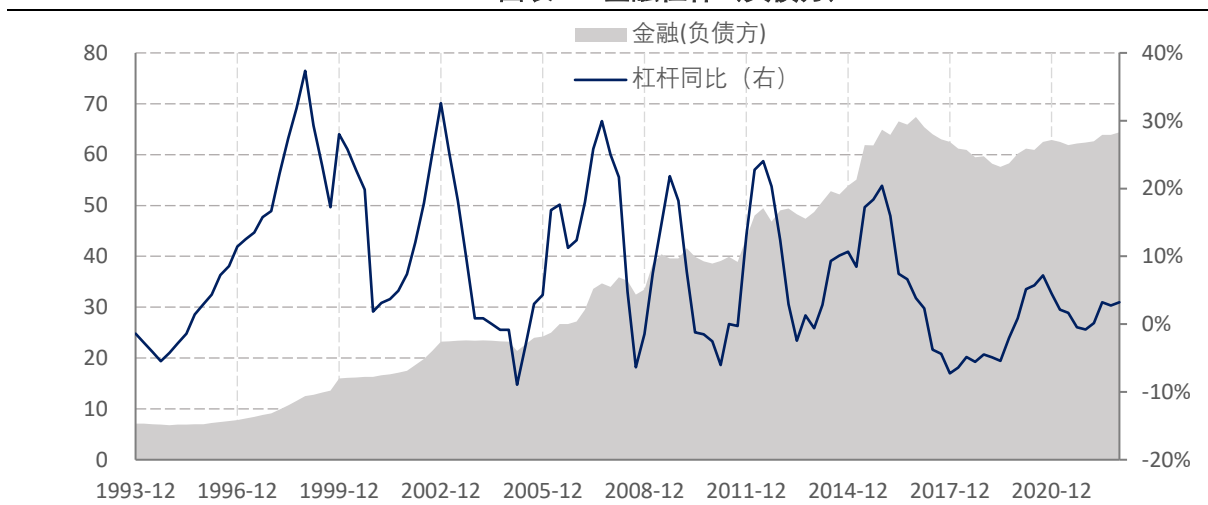
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 7: 金融杠杆 (资产方)



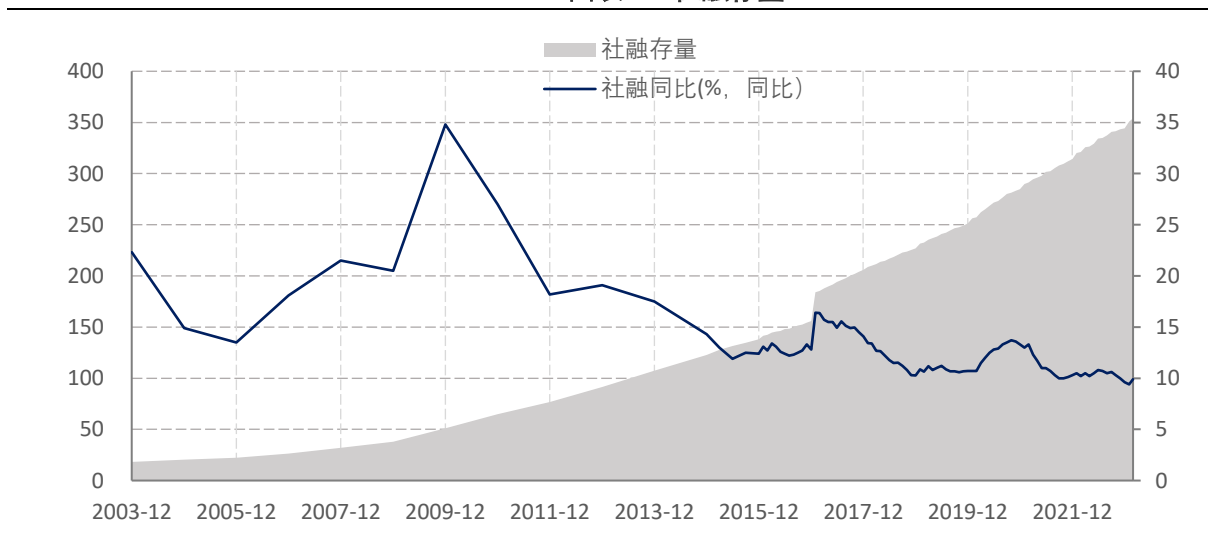
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 8: 金融杠杆 (负债方)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 9: 社融存量

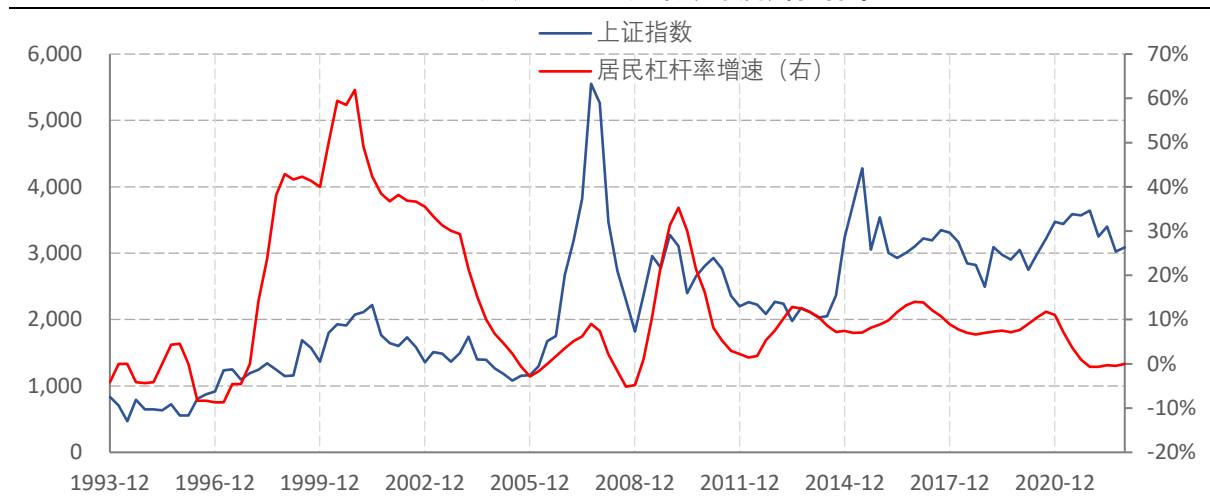


数据来源: wind, 兴证期货研发部

如果把杠杆率比作经济的温度计，则杠杆率非常高的时候，说明此时该部分经济出现问题。通常而言，杠杆率对通胀及对经济周期本身具有一定敏感性，所以杠杆率与经济周期直接也存在相关性。在经济复苏早期，通常货币政策与财政政策双宽松，负债水平提高，则杠杆率会逐渐提高；而在经济过热期，实际增长率和通胀率本身很高，则杠杆率表现为自高处向下降。

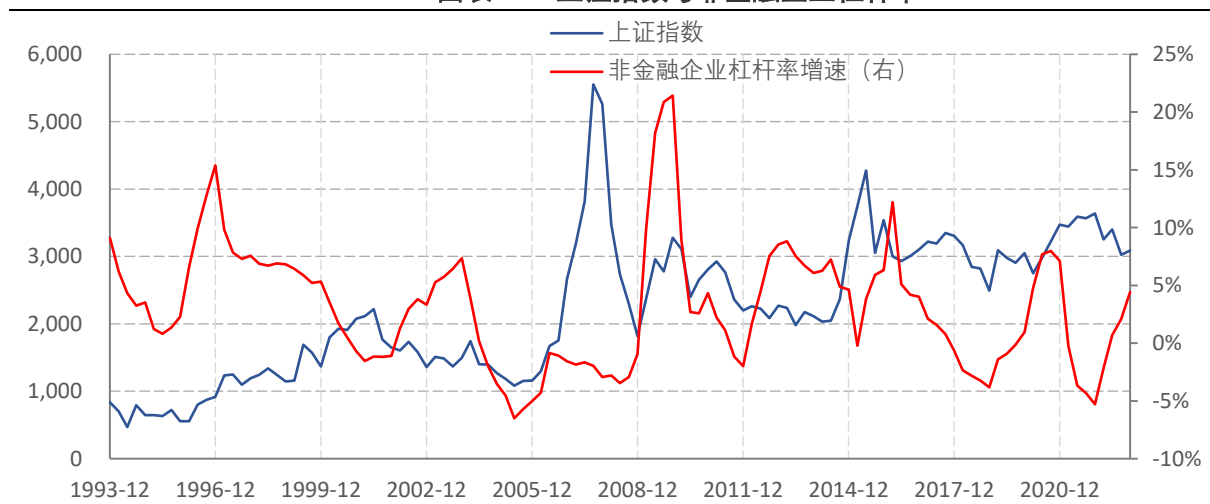
通过整理可以得出，居民杠杆率增速较上证指数提前 5~7 年；非金融企业杠杆率较上证指数滞后 1~2 年；中央政府杠杆率增速较上证指数提前 7 年；地方政府杠杆率较上证指数滞后约 1 年；金融杠杆率的资产端与负债端相对而言变动频率较高，与指数直接相关性一般。

图表 10: 上证指数与居民杠杆率



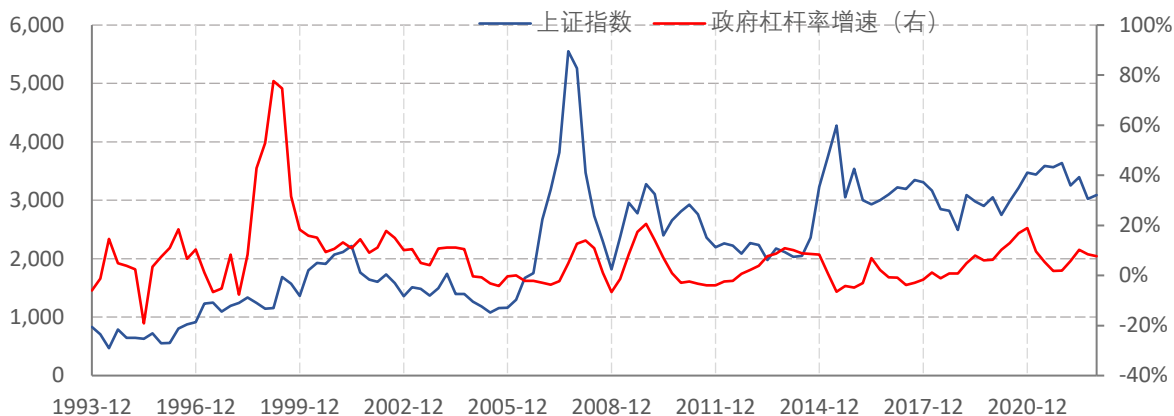
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 上证指数与非金融企业杠杆率



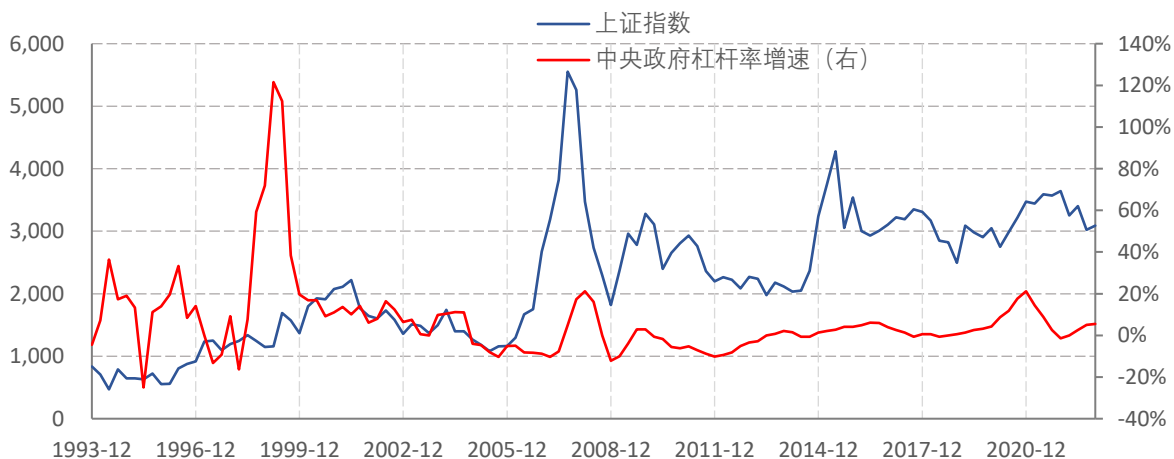
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 12: 上证指数与政府杠杆率



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 13: 上证指数与中央政府杠杆率



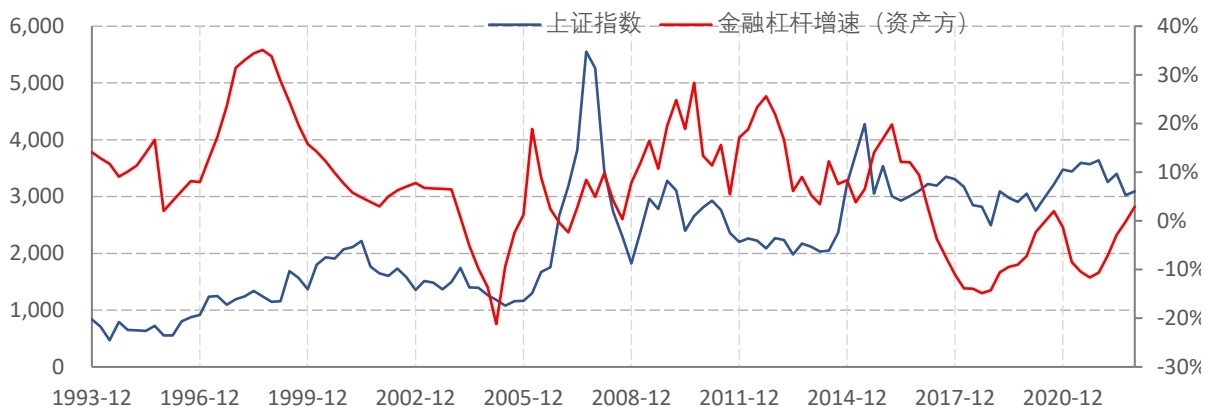
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 14: 上证指数与地方政府杠杆率



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: 上证指数与金融杠杆率 (资产方)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 16: 上证指数与金融杠杆率 (负债方)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。