

相关研究

《个税专项抵扣，减税力度多大？》

2018.10.21

《意大利为何成为欧洲最大变数？——

意大利的局势变化与影响》2018.10.19

《复苏后的下一步——美国经济的现状与变化》2018.10.15

债务的轮回与启示

——从金融周期看历次危机

投资要点:

- **加息周期，担忧重来？** 今年美联储加息节奏加快，美元回升，美债收益率走高，美股接连调整。同时一些新兴经济体货币也出现大幅贬值。**美元加息与金融危机密切相关的原因在于美元加息会冲击全球流动性，进而影响以信贷和资产价格波动为主要特征的金融周期。**具体而言，当美联储降息，多余的资金会从美国流入新兴经济体等地区、造成当地信贷扩张、资产价格上涨，进入金融周期的上行阶段；反之当美联储加息，又会使这些地区面临金融周期的拐点，导致流动性萎缩、债务违约和资产价格下跌。对于债务问题比较突出的国家，流动性的逆转将导致债务违约和资产价格下跌的恶性循环，甚至引发金融危机。**美联储每次加息的中后期往往会出现金融危机。**分析这些危机的形成和演变，有助于分析本轮美国加息对主要经济体的影响。
- **金融危机是如何发生的？**（1）**80年代拉美债务危机：**上世纪70年代，石油美元激增和欧美货币宽松产生的过剩流动性大量流入经济景气的拉美，墨西哥、巴西等国外债余额增速高达30%左右，金融周期上行到顶峰。但拉美国家长期经常账户逆差，在美国货币政策转向紧缩之后叠加大宗商品价格下降，拉美债务负担加重、国际收支恶化、危机爆发、汇率大幅贬值。（2）**90年代日本地产泡沫：**85年广场协议签署后日元快速升值，为对冲其影响，日本开始实施宽松政策，美国87年加息后日本继续维持低利率，85到89年日经225指数上涨了200%，日本城市土地价格上涨了44.5%。随着整个市场的信贷规模如滚雪球般迅速增加，资产价格泡沫越吹越大，日本也处在了金融周期的顶点。89年末，日本央行政策转向，最终刺破了资产价格泡沫。（3）**98年亚洲金融危机：**上世纪80-90年代，东南亚在出口导向型战略下，一方面采取金融自由化措施，促进引进外资，造成外债高企；另一方面以政府隐形担保支持银行信贷的过度扩张，造成了内债高企。这也带来了东南亚各国经常账户持续逆差，股市和房地产资产泡沫膨胀的后果。94年美国货币政策转向，触发资本回流，同时国际游资投机攻击，最终戳破了资产泡沫，引爆汇率危机。（4）**08年美国次贷危机：**美联储的低利率政策催生了美国房地产市场过度繁荣，01-06年居民住房抵押贷款未偿债务保持10%以上增速，私人部门杠杆率升至历史高位，美国进入金融周期顶部。美国在初期未能及时抑制泡沫，到后期加息加快，最终引发了危机。
- **美元加息加快，如何吸取教训？**回顾历史可以发现，金融危机的发生往往与债务过快积累有关，这些经济体早期信贷大规模扩张，金融周期快速上行，形成了巨大的债务负担和资产泡沫，一旦经济增长无法维持和偿付债务，叠加美元加息、流动性收紧，资产价格泡沫破灭，也就走到了危机的边缘。**因此，考察金融周期有助于辨别本轮美国加息后潜在的风险。**据BIS的数据，当前发达经济体中，美国、英国走出08年危机的影响，正处在金融周期扩张阶段，德国和日本的金融周期也在上升；**新兴经济体大多在08年危机后开启了金融周期的快速上行，并在过去两年见顶。**短期外债负担较重的国家，在今年已经发生了汇率的大幅贬值。**我国当前金融周期或已越过顶峰。**08年以来，我国经济保持较快增速，但也产生了货币超发、债务激增的问题。值得肯定的是，过去两年控制宏观杠杆率、影子银行监管、抑制地产泡沫等措施已经放缓了信贷的过快扩张。但这也带来了经济下行的压力。随着外部流动性持续收紧，此时如果为避免经济失速而重走大水漫灌和举债刺激的老路，那么我们将可能再度面临高风险。**因此，只有减少对举债的依赖，通过补短板、降税费、促创新等措施进一步释放改革红利，才能真正经受住考验！**

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

目 录

1. 加息周期，担忧重来？	5
1.1 美债利率走高的担忧	5
1.2 加息对金融周期的影响	5
2. 金融危机是如何发生的？	6
2.1 80年代拉美债务危机	6
2.2 90年代日本地产泡沫	8
2.3 98年亚洲金融危机	9
2.4 08年美国次贷危机	11
3. 美元加息加快，如何吸取教训？	13
3.1 债务轮回、金融周期与金融危机	13
3.2 美元加息周期，新兴市场再承压	13
3.3 中国越过顶峰，控杠杆不走老路！	15

图目录

图 1	美债收益率 (%) 与标普 500 股指 (点)	5
图 2	今年以来各新兴市场国家货币贬值幅度 (%)	5
图 3	美联储货币政策对其他经济体金融周期的影响	6
图 4	美联储基准利率与金融危机 (%)	6
图 5	布伦特原油价格 (美元/桶)	7
图 6	部分拉美国家实际 GDP 增速 (%)	7
图 7	部分拉美国家外债增速 (%)	7
图 8	部分拉美国家经常账户结余 (百万美元)	8
图 9	部分拉美国家汇率	8
图 10	日美利率及汇率 (%)	8
图 11	日本居民部门和非金融企业部门杠杆率 (%)	9
图 12	日本城市价格指数 (2000 年 3 月=100)	9
图 13	东京日经 225 指数	9
图 14	部分亚洲国家外债余额与外汇储备的比例 (%)	10
图 15	部分亚洲国家经常项目差额 (亿美元)	10
图 16	部分东南亚国家银行部门提供的国内信用占 GDP 比重 (%)	10
图 17	各国货币名义有效汇率指数变化	11
图 18	部分亚洲国家失业率 (%)	11
图 19	部分亚洲国家通胀率变化 (%)	11
图 20	美国居民住房抵押贷款未偿债务 (十亿美元) 和增速 (%)	12
图 21	2008 年前美国私人部门杠杆率持续上升 (%)	12
图 22	美国利率、通胀和房价走势	12
图 23	美国实际 GDP 环比与同比增速 (%)	12
图 24	美国失业率与新增非农就业	12
图 25	美国、泰国、日本的私人部门信贷/GDP 缺口 (%)	13
图 26	美国、英国的私人信贷/GDP 缺口 (%)	14
图 27	美国、英国住宅价格实际指数 (以 2010 年为 100)	14
图 28	日本、德国的私人信贷/GDP 缺口 (%)	14
图 29	日本、德国住宅价格实际指数 (以 2010 年为 100)	14
图 30	部分新兴市场国家私人信贷/GDP 缺口 (%)	14

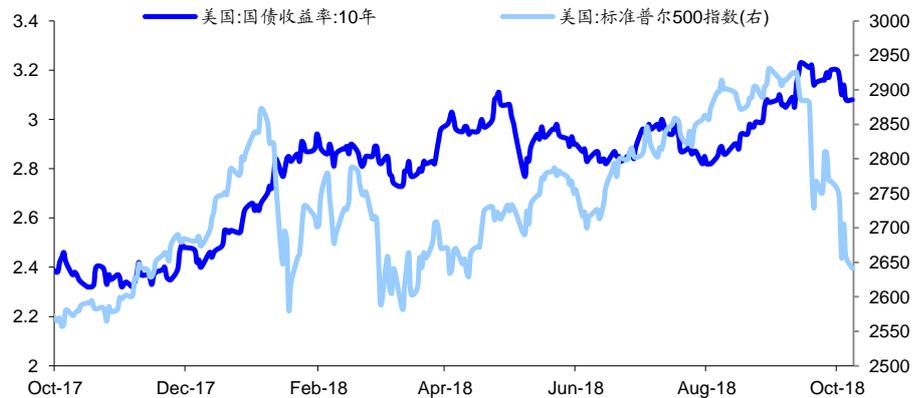
图 31	部分新兴市场国家住宅价格实际指数（以 2010 年为 100）	14
图 32	17 年末新兴经济体短期外债/外储以及经常账户余额/GDP（%）	15
图 33	中国私人部门信贷/GDP 及缺口（%）	15
图 34	中国住宅价格实际指数（以 2010 年为 100）	15
图 35	中国分部门杠杆率（%）	16
图 36	中国社融存量增速和表外非标融资存量增速（%）	16
图 37	全国商品房销售面积同比增速（%）	16

1. 加息周期，担忧重来？

1.1 美债利率走高的担忧

美债利率新高与美国股市大跌。今年以来，伴随着美联储加息节奏的逐步加快，美元指数回升、美债收益率持续走高，近期美元指数重新反弹到 96 以上，10 年期美债收益率也一度上涨至 3.23%，创下 2011 年以来的新高。而美债利率走高往往与风险联系在一起，受其影响，近期美国股市也出现调整，标准普尔 500 指数单日跌幅一度超过 3%。

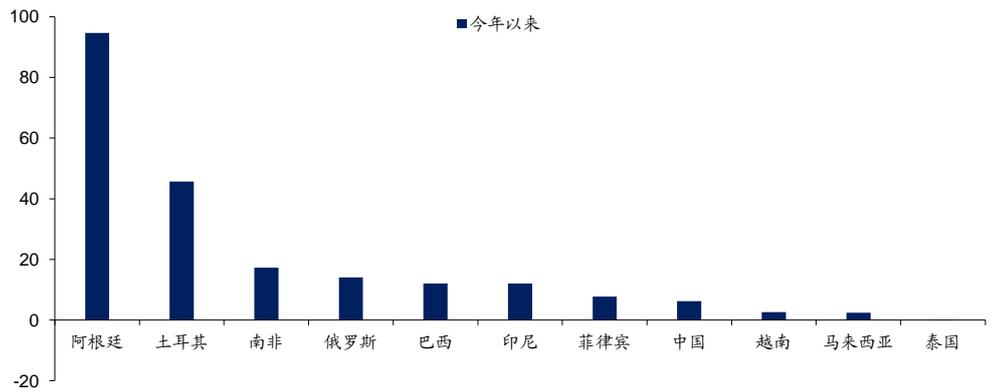
图1 美债收益率（%）与标普 500 股指（点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险不仅仅是对于美国市场，美元走强、美债收益率走高也引发了全球金融危机的担忧。受美债收益率上升的影响，资金大量回流美国导致部分新兴市场国家货币承压。今年以来，阿根廷、土耳其先后发生了本国货币短期大幅贬值的情况，而南非、俄罗斯、巴西和印度尼西亚的贬值幅度也超过了 10%。

图2 今年以来各新兴市场国家货币贬值幅度（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

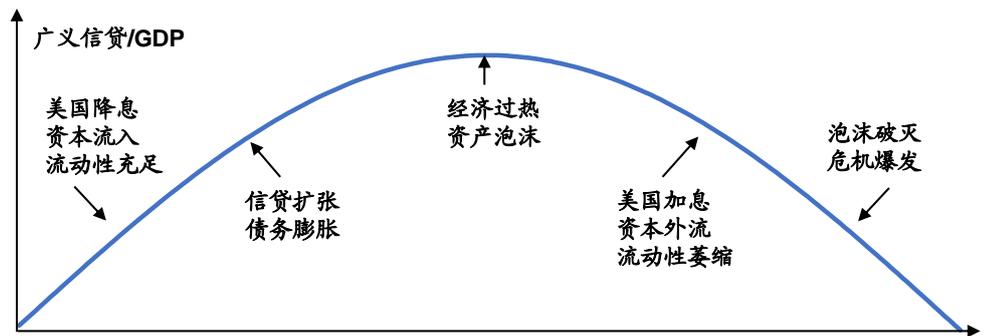
1.2 加息对金融周期的影响

美元加息、美债利率走高似乎总与危机密切相关，原因在于美国货币政策会冲击全球的流动性，进而也就对美国甚至其他经济体的金融周期产生了影响。所谓“金融周期”是指的金融变量的扩张和收缩导致的周期性波动，其最核心的要素是广义信贷和资产价格，资产价格的大幅下跌往往就会触发金融危机，而信贷和资产价格的波动又会进一步

传导到实体经济。美元作为最重要的国际货币，其货币政策的收紧不仅作用在自身，同时也会对其他经济体的信贷与资产价格带来影响。

当美联储降息时，多余的资金会从美国流入投资收益较高的其他地区（尤其是新兴市场），导致这些经济体资本流入、信贷扩张、资产价格上涨，进入金融周期的上行阶段。但这同时也留下了债务膨胀和资产价格泡沫的后果。一旦美联储开始加息，美元升值预期和美债收益率上升会吸引资金回流美国，使得这些地区面临金融周期的拐点，表现为流动性萎缩、债务违约和资产价格下跌。对于债务问题比较突出的国家，流动性的逆转会将导致债务违约和资产价格下跌的恶性循环，进而引发金融危机。

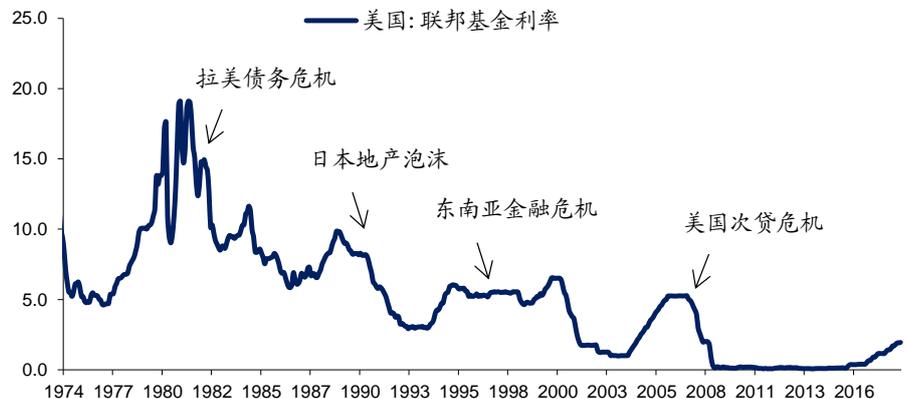
图3 美联储货币政策对其他经济体金融周期的影响



资料来源：海通证券研究所整理

纵观历史，美联储每次加息的中后期往往会出现金融危机，例如 80 年代初的拉美债务危机、90 年代初的日本地产泡沫、97 年的东南亚金融危机和 08 年的美国次贷危机，而分析这些危机的形成与演变，有助于判断本轮美联储加息对主要经济体金融周期的影响和风险。

图4 美联储基准利率与金融危机 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 金融危机是如何发生的？

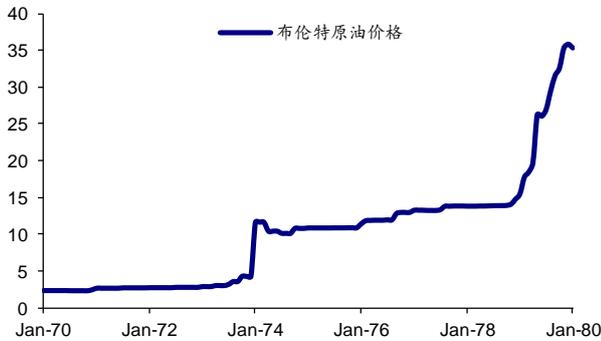
2.1 80 年代拉美债务危机

上世纪 70 年代，在石油美元和欧美宽松货币政策的双重影响下，国际资本市场产生了过剩的流动性。一方面，上世纪 70 年代两次石油危机将国际原油价格从每桶 3 美元疯狂拉升到每桶 40 美元，为石油出口国创造了巨额的石油美元，成为一股雄厚的国际游资。另一方面，在危机发生之前，欧美国家实施了宽松的货币政策，美国联邦基金利率 74 年在 13% 左右，77 年已经降到 5% 以下，在国际资本市场上注入流动性、营造

了低利率的信贷环境。

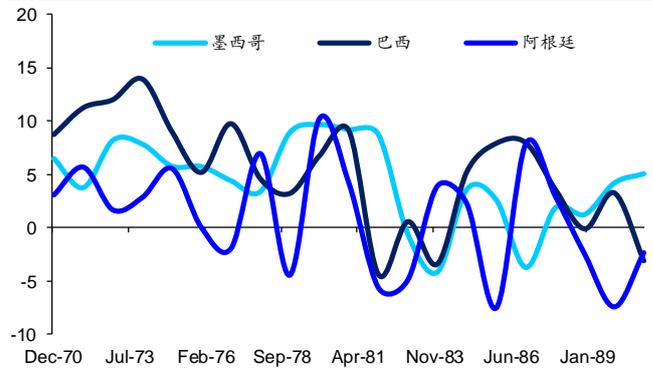
拉美国国家当时恰逢经济景气，同时也需要大量资金，因而成为资本流入的主要目的地，并产生了大量外债。相较当时发达国家出现“滞胀”，拉美国国家则是经历了工业化后的快速增长，并且也需要大量资金用于经济建设，在高回报率的吸引下，大量廉价资金流向拉美。

图5 布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

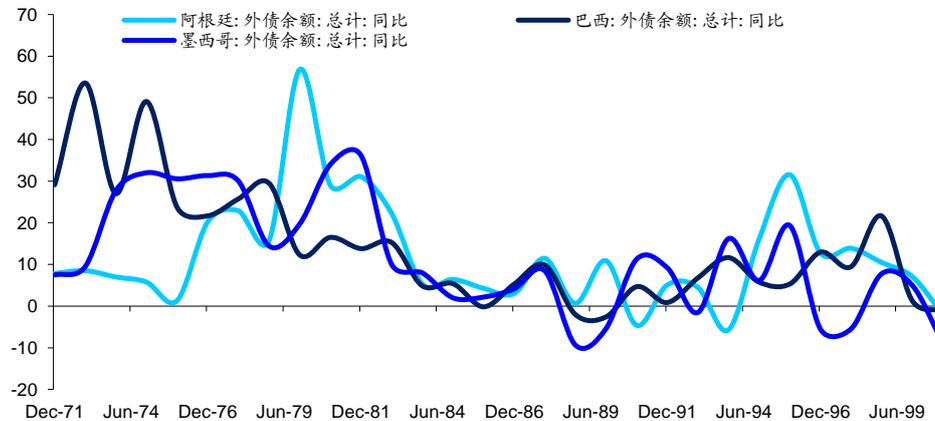
图6 部分拉美国国家实际 GDP 增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

外债为拉美国国家注入大量资金，带来了短暂的繁荣，但也大幅提高了债务率，将拉美国国家推到了金融周期的顶峰。当时拉美外债主要被用来投入国内基础设施建设与扩大出口领域的生产规模。但一方面基建领域投资回报周期长，并对长期低利率的信贷环境依赖较高；另一方面拉美国国家出口领域仍然以自然资源和廉价工业产品为主，外贸创汇能力受国际大宗商品价格波动的影响较大。于是，拉美国国家在不断自我强化的“举债发展”过程中走到了金融周期的顶点，繁荣发展的表象下实则危机四伏。

图7 部分拉美国国家外债增速（%）

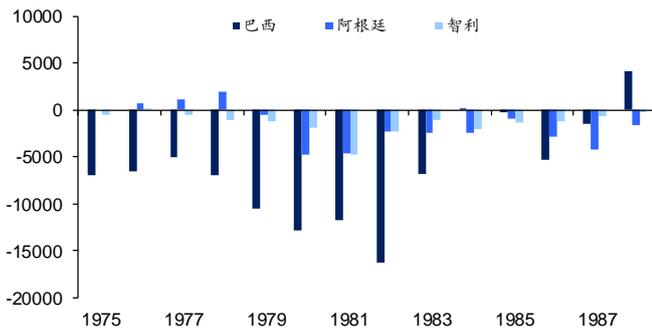


资料来源：Wind，海通证券研究所

美联储货币政策的收紧加速了拉美国国家金融周期的转向，成为拉美债务危机爆发的导火索。1980年前后为应对美国国内的“滞胀”，美联储采取了极为强硬的紧缩政策，联邦基金利率一度攀升到20%左右。而拉美国国家正处在金融周期“债务高增、资产泡沫”的顶点，美联储的大幅加息增加了拉美国国家外债利息负担。同时拉美国国家扩大投资、货币超发，70年代末也引发了严重的通胀，进一步促使大量国际资本外流。

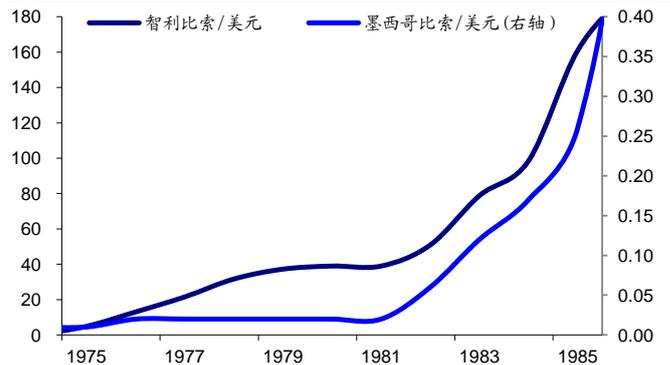
国际收支恶化，汇率大幅贬值。由于出口竞争力不强，拉美国国家70年代的经常账户就长期处于逆差状态，而80年代初大宗商品价格下降、发达经济外需疲软，更加恶化了拉美国国家的国际收支。在强势美元的冲击下，拉美国国家外储又不足以维持汇率相对稳定，最终就出现了相关国家汇率的大幅贬值，进一步加重了这些国家的债务负担。至此，拉美债务危机已爆发并升级为全面的金融、经济危机。

图8 部分拉美国家经常账户结余（百万美元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图9 部分拉美国家汇率



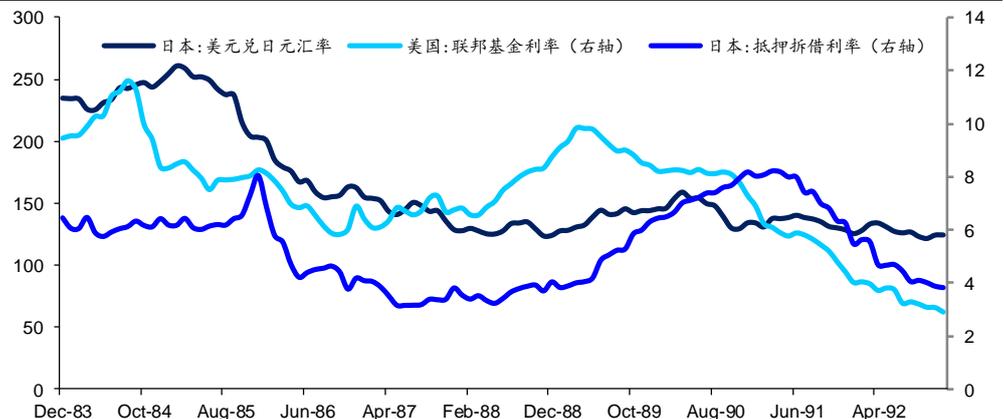
资料来源：CEIC，海通证券研究所

2.2 90年代日本地产泡沫

1985年9月广场协议签署后，日元快速升值，日本开始实施宽松政策。尽管由于经济持续向好，日元对美元的长期升值“势不可挡”，但广场协议的签订无疑大大加速了日元的升值过程。面对短期内巨大的升值压力，日央行采取低息政策，主要有三点考量：一是减轻对出口企业的压力；二是通过促进内需，缓解出口减少对经济带来的冲击；三是避免投机资本过度涌入，进一步加大日元升值压力。到1987年2月，日央行5次降息，将央行贴现率从5%降低到2.5%。

1987年美联储进入加息周期后，日本继续维持宽松政策。一方面，日本作为当时世界第二大经济体，货币政策具有更大的独立性，而且当时的日本政府并未对泡沫产生足够的警惕，反而希望继续刺激经济扩大内需。另一方面，1987年2月美、日等七国签署了《卢浮宫协议》，决议避免美元过度贬值、保持汇率基本稳定，而日本的低利率政策也在一定程度上有助于这一目标的实现。在内、外因素的影响下，日央行将2.5%的低贴现率一直维持到了危机爆发前的1989年5月。

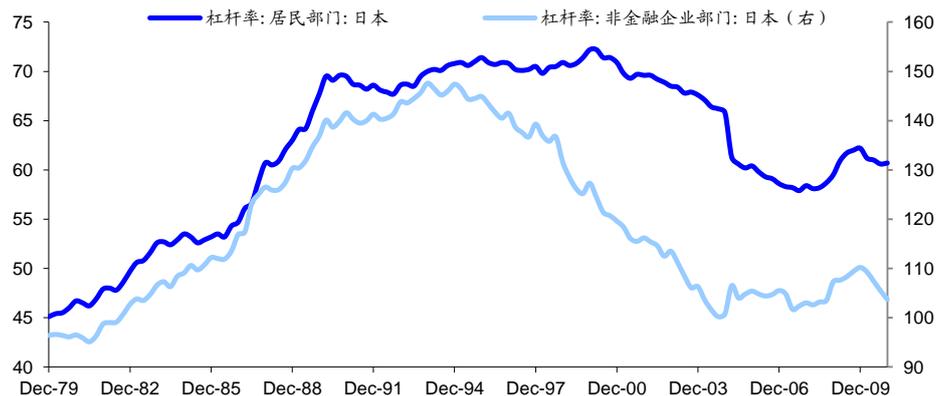
图10 日美利率及汇率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

长期的低利率政策滋生了巨大的地产和股市泡沫。日本宽松的货币政策为市场提供了充沛的流动性，可是资本流向“脱实就虚”，大量涌入地产和股票市场，也兴起了日本国内的投机热潮。1985年9月至1989年12月，日经225指数上涨了200%，全国城市土地价格上涨了44.5%。其中，房产作为金融体系中重要的抵押品，房价巨涨让企业和个人可以从银行获得更多的贷款；在投机氛围高涨的情况下，很多贷款被再次用于投资楼市。于是，随着整个市场的信贷规模如滚雪球般迅速增加，资产价格泡沫越吹越大，日本也处在了金融周期的顶点。

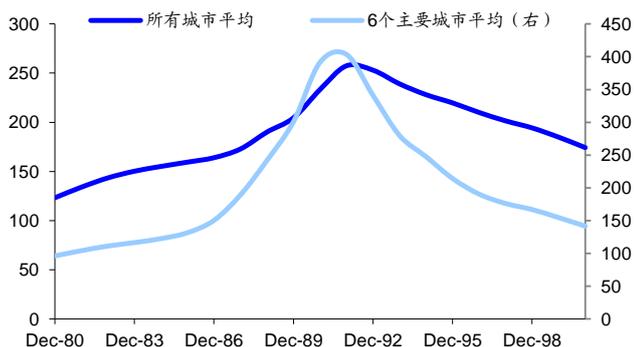
图11 日本居民部门和非金融企业部门杠杆率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

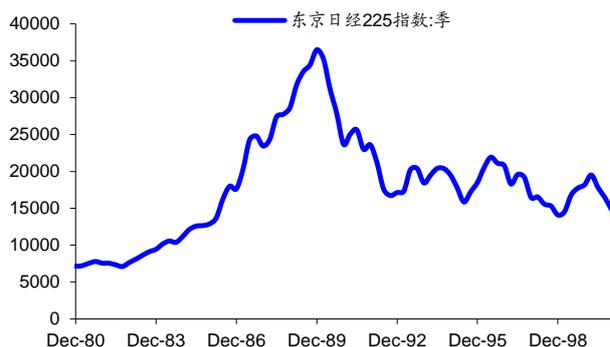
1989 年末, 日央行的政策转向加速了泡沫的破灭过程。由于泡沫不断膨胀, 日本央行自 1989 年 5 月开始逐步提涨贴现率、收紧货币政策。1989 年 12 月, 强烈主张挤掉泡沫的三重野康出任日本银行总裁, 在其就任 9 个月内就三次加息, 将贴现率涨至 6%。与此同时, 日本股市在 1989 年 12 月到达顶点后开始迅速下跌; 1990 年 3 月, 大藏省又出台政策对土地金融进行控制, 日本土地价格在 91 年后也开始暴跌, 房产泡沫终于开始破裂。而作为重要抵押品的房价快速下跌, 也导致很多以土地和房子作为担保的贷款出现极大风险, 最终将整个经济引向加速下滑通道。

图12 日本城市价格指数 (2000 年 3 月=100)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图13 东京日经 225 指数



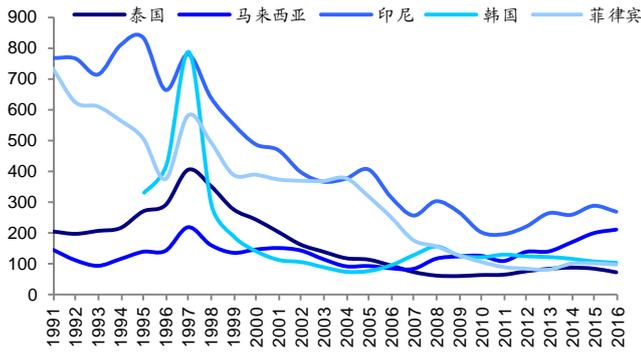
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

回头来看, 日本的泡沫经济发生在其经济转型时期, 其爆发背后内因与外因交杂, 同时也有政策制定者的人为因素。泡沫积累阶段, 靠外贸崛起的日本经济在内外形势所迫下需要迅速扩大内需市场, 因此政府采取了激进的宽松政策; 而泡沫酝酿阶段, 央行错误的评估形势、维持宽松政策, 导致泡沫逐步扩大到难以收拾的地步; 而最后泡沫破灭的阶段, 央行与大藏省的紧缩政策更让市场措手不及、一蹶不振。自此, 日本陷入了“失去的二十年”, “平成景气”也成为一代日本人最后的辉煌记忆。

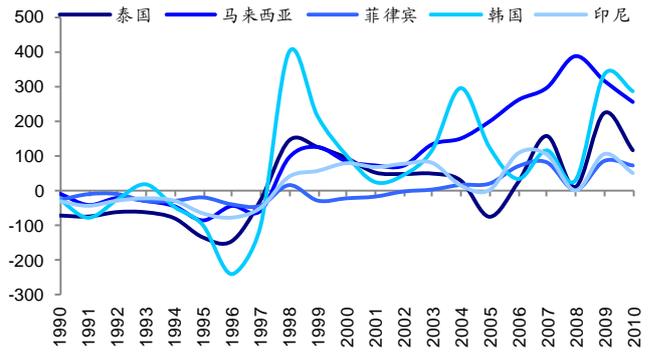
2.3 98 年亚洲金融危机

上世纪 80 年代, 东南亚国家多采取出口导向型发展战略, 采取固定汇率以利于出口, 高速发展的经济也带来了高涨的投资资金需求。

金融自由化与外债高增。为满足资金需求支持高速发展, 东南亚国家竞相采取金融自由化措施, 取消利率汇率资本流动限制, 促进引进外资。在 90 年代, 印尼外债/外汇储备连续多年高达 7 倍以上, 偿债压力极大; 同时危机前各国经常账户持续逆差, 依赖资本账户流入维持国际收支的脆弱平衡, 为 97-98 年的资本外逃和金融动荡埋下隐患。

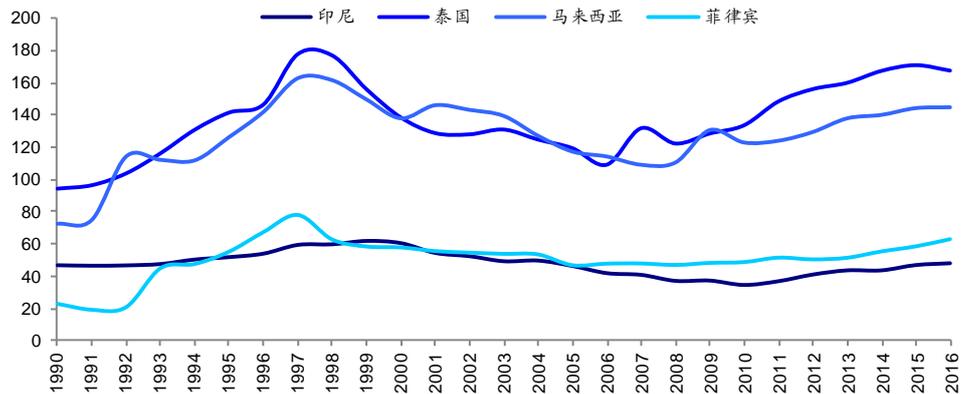
图14 部分亚洲国家外债余额与外汇储备的比例 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 部分亚洲国家经常项目差额 (亿美元)


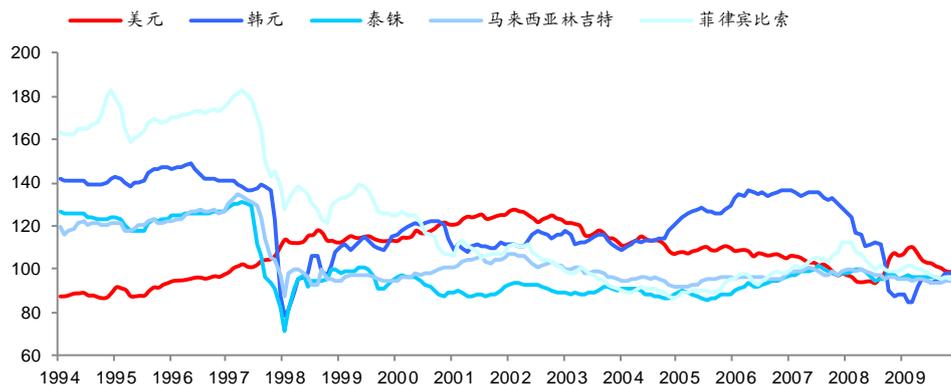
资料来源: Wind, 海通证券研究所

信贷过度扩张与内债高企。以政府隐形担保支持银行信贷的过度扩张,造成了企业过度负债,97年印尼与泰国的银行部门提供的国内信用占GDP比例均超过160%。此外,债务期限结构和流向也不合理,外债主要以投机性短期资本为主,且当地政府对外资引导利用不够,任其盲目进入房地产和证券,催生了资产泡沫。**信贷高速扩张、资产价格泡沫都意味着东南亚各国也走到了金融周期的顶部。**

图16 部分东南亚国家银行部门提供的国内信用占GDP比重 (%)


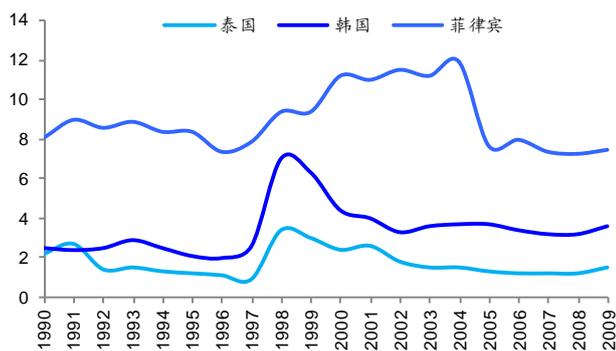
资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国加息触发资本回流美元升值,引爆汇率危机。1994年美国货币政策转向,一年之内目标利率从3%提高到6%,一方面,造成亚洲各新兴市场资金大量回流,流动性由宽松转向紧张,前期资产泡沫也随外资撤离相继破灭;另一方面,各国多实行固定汇率,随美元被动升值,损害出口竞争力,经常账户连年逆差。多重利空又引发国际游资的投机攻击,外汇储备迅速耗尽,使得东南亚各国最终放弃了固定汇率制度,纷纷大幅贬值。1995-2001年的6年美元升值周期中,泰铢贬值46%,林吉特贬值36%。

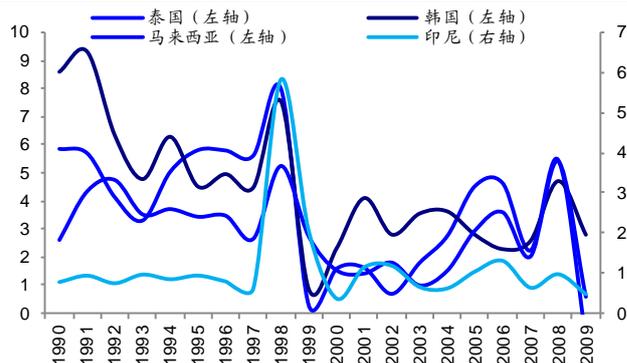
图17 各国货币名义有效汇率指数变化


资料来源：Wind，海通证券研究所

金融危机对亚洲一些国家的实体经济也产生了巨大冲击。亚洲金融危机期间各国大量企业破产，失业率 97-98 年迅速攀升，如韩国由危机前的 2% 左右上升至 6% 以上；大幅贬值也带来了输入性通胀，例如印尼 98 年 CPI 同增近 60%。经济形势的恶化使得东南亚地区投资环境大不如前，国际投资热点转移至危机影响较小的中国，东南亚地区危机前的十年 GDP 年均增速大约在 7.6%，危机后的十年降至约 5.3%。

图18 部分亚洲国家失业率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 部分亚洲国家通胀率变化 (%)


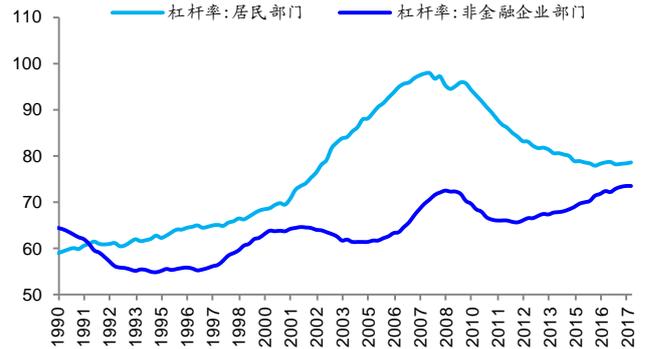
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.4 08 年美国次贷危机

长期过度宽松，催生房地产泡沫。“9.11”恐怖袭击和 2001 年科技股泡沫破灭后，美国经济出现衰退，美联储开启降息周期，到 2003 年 6 月，联邦基金利率已下调至 1%，创 45 年来最低水平。美联储的低利率政策催生了美国房地产市场的过度繁荣，民众纷纷举债买房，01-06 年居民住房抵押贷款未偿债务均保持 10% 以上增速，推动居民部门杠杆率最高上升至 98%，同期企业杠杆率也有所上升，二者共同将私人部门杠杆率推升至历史高位，美国进入金融周期顶部。

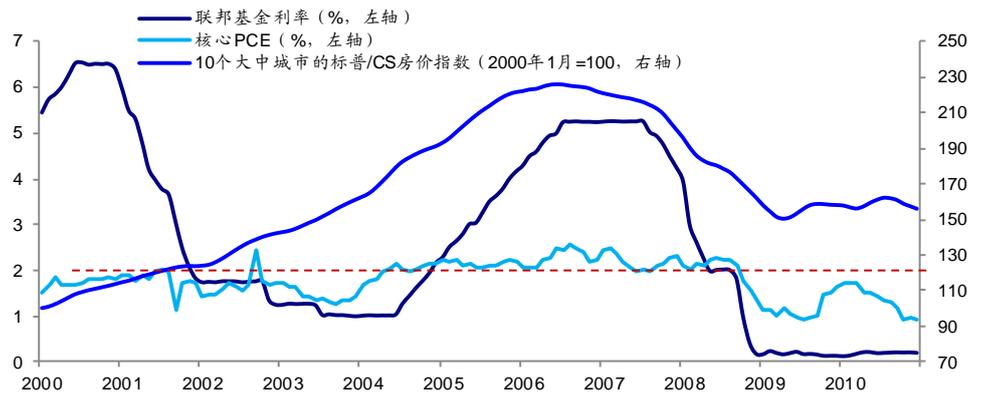
图20 美国居民住房抵押贷款未偿债务(十亿美元)和增速(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 2008年前美国私人部门杠杆率持续上升(%)


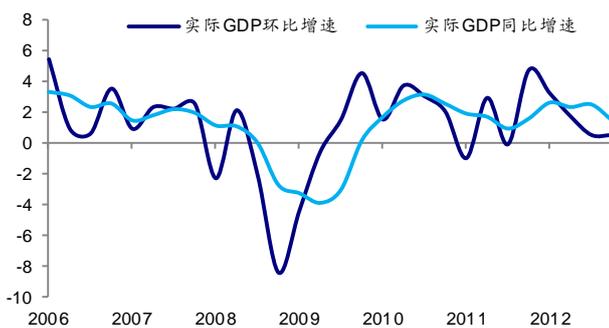
资料来源: Wind, 海通证券研究所

加息迟缓监管不足, 埋下危机种子。一方面, 由于通胀指标核心PCE一直未达到2%的目标水平, 美联储面对攀升的房价并未调整货币政策, 而是等到04年下半年通胀达到目标, 才开始进行加息, 在随后的两年连续加息17次, 将目标利率从1%提升到5.25%; 另一方面, 美国政府也未能及时加强与房地产相关的金融监管, RMBS、CDO等各类衍生品助推房地产信贷持续扩张, 房价在加息之前就积累了不小的涨幅。迟到的加息和监管的缺失, 使得美国未能在初期抑制泡沫, 反而埋下了危机的种子。

图22 美国利率、通胀和房价走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所

危机终于爆发, 美国陷入自20世纪30年代大萧条以来最严重的衰退。在06年美联储加息后期, 利率大幅提高, 购房者偿债压力陡增, 房价也开始下跌, 地产泡沫的开始破灭, 次级贷款市场出现违约潮, 而危机进一步蔓延到相关证券化产品的投资者, 并传染至美国实体经济, 信贷大幅萎缩, 危机后, 美国GDP实际增速从07年四季度开始连续8个季度下滑, 失业率也一直攀升至10%的高位。

图23 美国实际GDP环比与同比增速(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 美国失业率与新增非农就业


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 美元加息加快，如何吸取教训？

3.1 债务轮回、金融周期与金融危机

总结历次主要危机的背景可以发现，金融危机往往发生在金融周期快速上升后的顶部。这其实也很好理解：金融危机的发生往往与债务过快积累、资产价格泡沫有关，发生危机的经济体早期经历信贷大规模扩张，金融周期快速上行，形成了巨大的债务负担，一旦经济增长无法维持和偿付债务，叠加美元加息、流动性收紧，泡沫就面临破灭的危险，因而也就走到了危机的边缘。

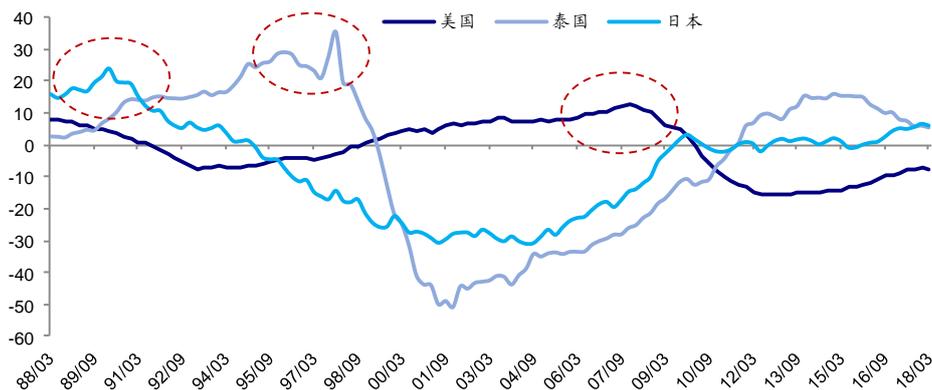
一种情形是诸如日本的地产泡沫和美国的次贷危机，主要是本国货币政策刺破了金融周期顶部的资产价格泡沫。这种情形发生的背景都是货币政策在早期过度宽松，而对于资产价格泡沫的风险没有及时采取措施，在传统的货币政策框架下，加息仅是盯住经济周期中的通胀，忽视了金融周期中的债务率和资产价格，加息进程加快的时候，债务规模和房价实际上都已处在高位，也就引发了债务负担大幅增加和资产泡沫的破灭。

另一种情形是诸如拉美债务危机和亚洲金融危机，主要是受美国加息影响，新兴市场在金融周期顶部面临了债务和汇率等方面的压力。美联储货币宽松时期，新兴经济体外债激增、信贷扩张、货币超发，而到美联储收紧货币后，则面临资本流出、债务负担加重和货币贬值压力。而如果新兴经济体过度依赖举债而没有形成较强的竞争力，国际收支又长期失衡，那么在美元流动性收紧时就更加不堪一击。

3.2 美元加息周期，新兴市场再承压

因此，考察金融周期有助于辨别本轮美国加息后潜在的风险。根据 BIS 研究，私人部门信贷/GDP 和实际房价是较好的刻画各国金融周期位置的指标。BIS 还用 HP 滤波方法，得到私人部门信贷/GDP 的趋势值，实际比例与趋势的差则是私人部门信贷/GDP 的缺口。私人部门信贷/GDP 缺口大于 0，说明信贷扩张超过长期趋势，缺口值越来越大，金融周期向上扩张，而当缺口回落甚至降到负值，则说明金融周期出现收缩。而房价表现上，金融周期向上的阶段往往房价涨幅扩大，收缩阶段则往往房价涨幅缩小甚至下跌。

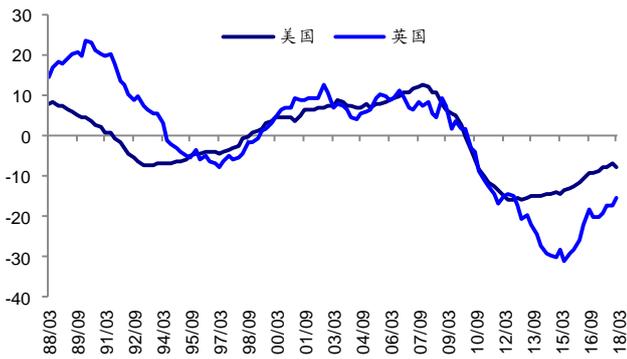
图25 美国、泰国、日本的私人部门信贷/GDP 缺口 (%)



资料来源：BIS，海通证券研究所

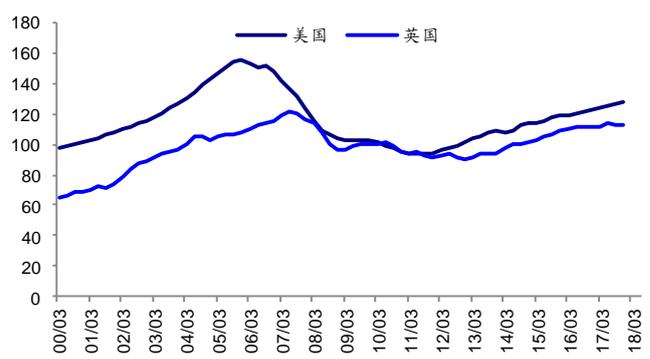
发达经济体中，美、英正处在金融周期扩张阶段。目前美国和英国已从次贷危机的影响中走出，信贷持续扩张，信贷/GDP 缺口虽然低于 0，但正逐步缩窄，向长期趋势靠近，同时美国和英国的实际房价水平也持续回升，因而正处在金融周期上行的阶段，还未到顶部。

图26 美国、英国的私人信贷/GDP 缺口 (%)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

图27 美国、英国住宅价格实际指数 (以 2010 年为 100)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

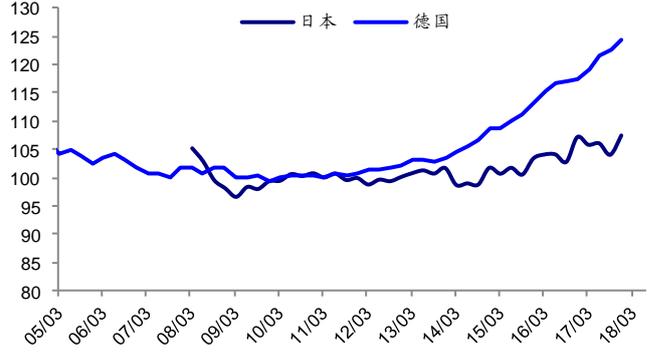
德国和日本的金融周期也在上升, 并且可能比英、美等国更接近顶部。德国和日本的私人信贷/GDP 缺口已分别接近和略超过长期趋势, 两国房价 09 年以来也在上升, 因此它们的金融周期同样是在上行。由于德国、日本在次贷危机中受到的波及更轻, 其信贷恢复也更快, 因此与英美相比可能也更接近顶部。但当前德国的私人信贷/GDP 缺口仍为负, 信贷尚未过热, 而日本信贷扩张的速度比较慢, 房价涨幅也不大, 因而美元加息对它们的影响也会比较有限。

图28 日本、德国的私人信贷/GDP 缺口 (%)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

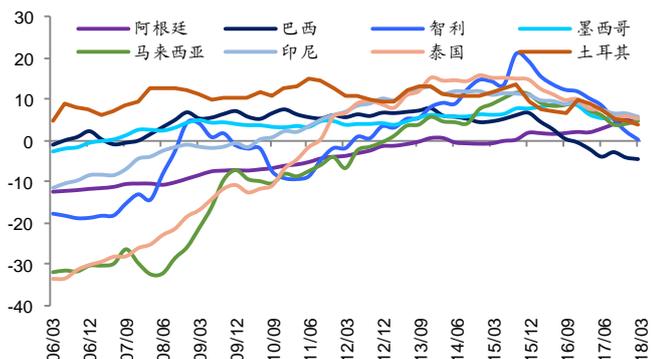
图29 日本、德国住宅价格实际指数 (以 2010 年为 100)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

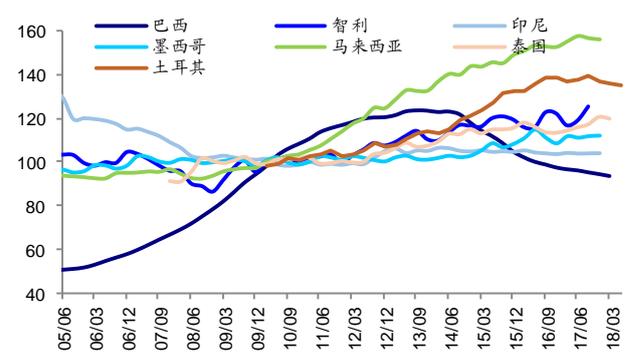
而新兴经济体则大多在 08 年危机后开启了金融周期的上行, 并在过去两年见顶。从信贷来看, 巴西、智利、泰国、土耳其、马来西亚等国的私人信贷/GDP 缺口都在 16 年左右见顶, 仅阿根廷还在缓慢上升; 从房价看, 这些国家中, 马来西亚的房价实际涨幅最大, 其次是土耳其, 巴西房价则早在 14 年就开始回落。综合来看, 大多数新兴经济体已到达金融周期顶部并开始下行, 离顶部最近的几个国家主要是: 阿根廷、马来西亚、土耳其、泰国、墨西哥。

图30 部分新兴市场国家私人信贷/GDP 缺口 (%)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

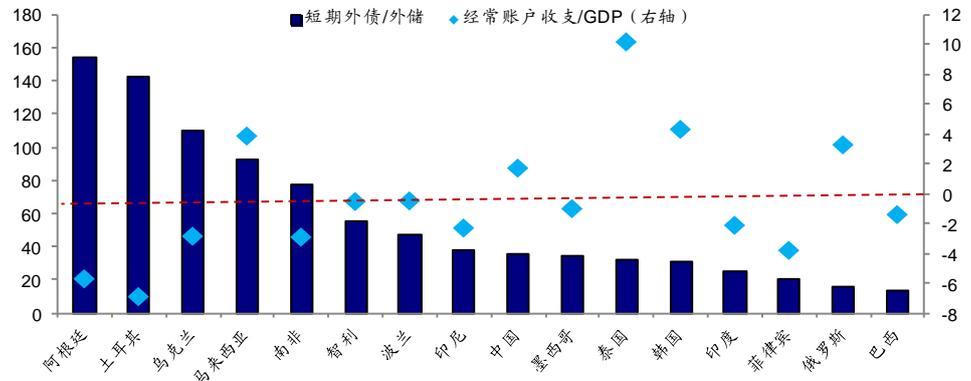
图31 部分新兴市场国家住宅价格实际指数(以 2010 年为 100)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

今年以来随着美国加息节奏加快，这其中的一些新兴经济体也的确感受到了压力。今年 12 月美国大概率迎来今年的第三次加息，预计明年仍有三次加息，并可能在未来两年进入加息的尾声。以往金融危机大多是发生在美国加息加快的中后期，因而此时依然需要重视潜在的风险。当前短期外债压力较大的阿根廷、土耳其正是处在金融周期的顶峰附近，今年已先后遭遇了汇率的大幅贬值。

图32 17 年末新兴经济体短期外债/外储以及经常账户余额/GDP (%)

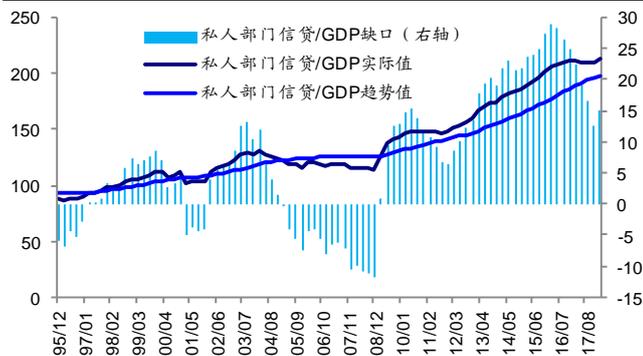


资料来源：CEIC，海通证券研究所

3.3 中国越过顶峰，控杠杆不走老路！

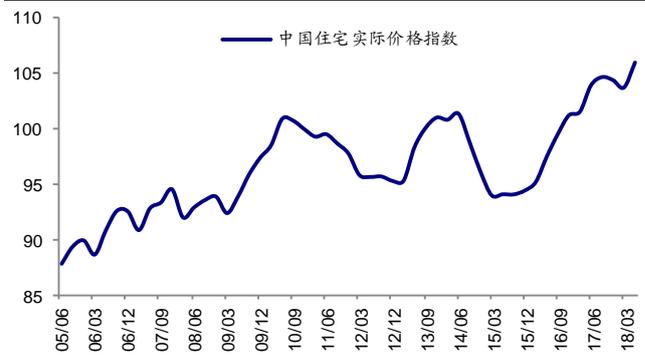
那么中国的金融周期处在什么位置？从信贷角度看，中国 2009 年以来私人部门信贷/GDP 持续超过长期趋势，尤其是 2012 年以来，私人部门信贷/GDP 缺口从 6.5% 大幅上升到 2016 年初的 29%。但近两年中国的信贷扩张明显放缓，私人部门信贷/GDP 缺口回落到 15% 左右。而从房价角度看，中国住宅实际价格指数 2015 年起快速上涨，但 2017 年起增幅也有放缓迹象。因而，我国当前的金融周期或已越过顶峰，逐步开启下行。

图33 中国私人部门信贷/GDP 及缺口 (%)



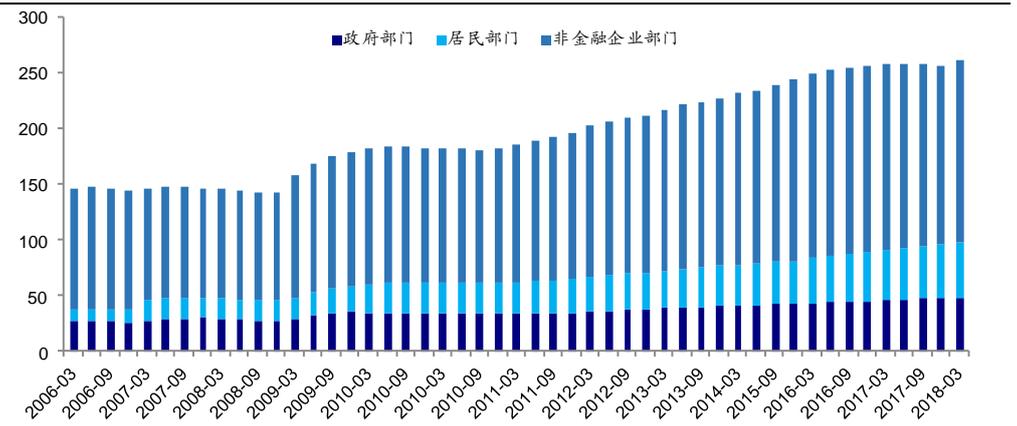
资料来源：BIS，海通证券研究所

图34 中国住宅价格实际指数（以 2010 年为 100）



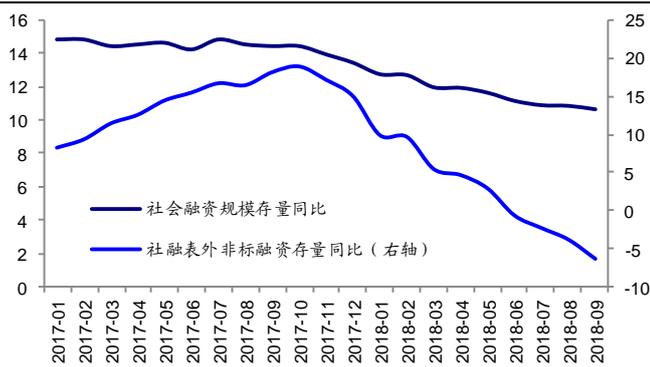
资料来源：BIS，海通证券研究所

08 年危机以来，我国私人部门信贷/GDP 和房价都已快速上升到了历史顶峰。按 BIS 的统计，我国 08 年以来宏观杠杆率从 145% 左右上升到超过 255%，私人部门杠杆率从 115% 左右上升到 210%，与其他主要新兴市场相比，上升幅度是最大的。而历史上几次危机显示，金融周期的顶峰往往也是离金融危机最近的时候，所以高杠杆问题在过去两年的确使我国面临了比较严峻的时刻。所幸的是当时美联储还处在加息的早期，15、16 年仅分别加息一次，外部压力相对有限。

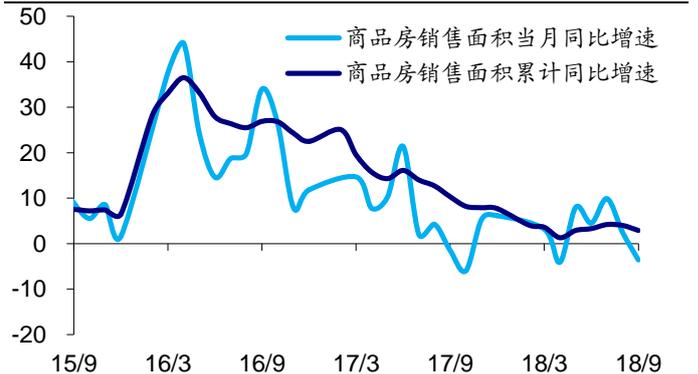
图35 中国分部门杠杆率 (%)


资料来源：BIS，海通证券研究所

值得肯定的是，过去两年我国采取控制宏观杠杆率、管住影子银行等一系列措施，抑制了信贷的无序扩张，并关注到了房价的过快上涨。各国央行从08年金融危机吸取的一个教训，就是对于金融监管的改进，中国央行逐渐形成和完善的“货币政策和宏观审慎政策”的双支柱调控框架，正是基于对金融周期和潜在风险的关注。随着金稳委的成立、资管新规的推出，我国影子银行告别了野蛮扩张，而随着“房住不炒”的落实和棚改货币化安置的逐渐退出，房地产市场也出现降温，这都有助于离危机更远一步。

图36 中国社融存量增速和表外非标融资存量增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图37 全国商品房销售面积同比增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

经过08年危机以来的三轮加杠杆，我国经济保持了较快增速，但同时也产生了货币超发、债务激增的问题。由于采取了影子银行监管、抑制地产泡沫等措施，我国刚刚越过金融周期的顶峰，开始进入金融周期的下行阶段，这也带来了经济下行的压力。而随着美国继续加息缩表、并且明年欧央行也将停止购债，外部流动性持续收紧，此时如果为了避免经济失速而重走大水漫灌和举债刺激的老路，那么我们将可能再度回到高风险的时刻。因此，只有减少对举债的依赖，通过补短板、降税费、促创新等措施进一步释放改革红利，借助这些长期有利的措施，才能真正经受住金融周期顶点的考验！

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fyy11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹蓉(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(01050949962) zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪阳(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 syj12493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com