

宏觀

繁榮的隱憂：信貸脈衝大降！

“信貸脈衝”一詞最早由德銀經濟學家Michael Biggs在2008年提出，指的是廣義信貸增量占GDP比重的變化，大概意思可以理解為貨幣增速的增速，即“加速度”。在現有的大多數研究中，大家已經習慣於用貨幣增速指標來預測經濟，為何突然又提貨幣“加速度”呢？信貸脈衝和經濟增長之間有何聯繫？中國的信貸脈衝走勢如何？對經濟預測有何指導意義？

為啥要看信貸脈衝？為了回答這一問題，我們可以做幾個情景假設，考察一下經濟增長和貨幣增長之間的關係。在第一種情景中，如果大家都使用自己的銀行存款來購買最終產品的話，就不會有借貸行為，也沒有貨幣創造。這種情景在現實中不存在，但它至少告訴我們一個道理：沒有貨幣創造出來，同樣可能有GDP產生甚至是增長。在第二種情景中，如果存在借貸行為，就會有貨幣創造出來，因為GDP中有一定比例是依靠借貸來實現交易的，所以貨幣增量和GDP之間是同一階的關係。在考察GDP增速時，也應該對應的採用貨幣增量的增速進行比較，這就是要採用信貸脈衝來考察經濟增長的原因。在第三種情景中，我們假定大家向銀行貸款不僅去購買GDP中的最終產品，還可以去購買資產，發現貨幣增長和經濟增長並不見得完全對應，因為部分被創造的貨幣可能流入了二手的資產市場，產生了資產泡沫。

貨幣與經濟背離：房和股哪個泡沫大？全球：資產比經濟“跑得快”。歷史上全球信貸脈衝與全球GDP增長的趨勢高度相關，並且領先GDP增速半年左右。但從08年金融危機以後，尤其是最近幾年，全球信貸脈衝與經濟增速走勢雖一致，但幅度大幅背離，根據我們第一部分的分析，這說明創造出的貨幣流入經濟的有限，而大量流入資產領域。德國、日本、美國的股市指數剔除通脹後均較09年增幅超過100%，印度、澳大利亞的房地產價格實際增幅都超過30%。近期全球信貸脈衝大幅下滑，反映的是全球流動性拐點出現，前期寬鬆貨幣大量流入的資產領域將會接受考驗。結構：發達新興各不同！美國金融危機後的寬鬆刺激導致信貸脈衝走高，近年信貸脈衝與經濟趨勢的偏離擴大，資產價格重回高點，其中又以股市為最。澳大利亞、加拿大等國資產價格的上漲主要體現到房價上。近期美、澳信貸脈衝已經出現回落，考驗資產價格。歐洲、日本的信貸脈衝與經濟走勢一致，仍在回升；從資產價格表現來看，歐洲和日本的股市好於樓市，尤其是德國DAX實際股價已經超過危機前的水準，日本股市也漲幅明顯。新興經濟體中，印度和巴西的GDP實際增速均與信貸脈衝保持同步，資產價格表現卻明顯分化。印度的信貸更多地推升了房價，巴西由於國內經濟不景氣，股市和樓市都在下行。

中國：信貸脈衝大降，經濟地產均承壓。我們使用政府加社會融資總量作為信貸的衡量指標，計算中國的信貸脈衝變化。結果發現，中國的信貸脈衝和名義GDP增速的大體走勢也相關，但相關性並沒有其它經濟體那麼高。不過中國的信貸脈衝和發電量增速高度相關，且信貸脈衝領先發電量增速6個月，去年下半年以來信貸脈衝回落預示未來經濟下行壓力增大。此外，中國的信貸脈衝和房價也有較高的相關性，且也領先半年時間。值得關注的是，15、16年信貸脈衝和發電量增速在變化幅度上持續背離，這說明新產生的貨幣不只來自經濟領域，還來自於資產交易。當前信貸脈衝持續回落，5月M2同比增速繼續大降至9.6%，顯示貨幣創造活動大幅放緩。在貨幣條件偏緊、信用創造放緩的背景下，下半年的實體經濟和房價均會承受壓力

行業點評

煤炭：動力煤季節性反彈，焦煤存在補庫週期反彈可能性

在工業需求下滑的情況下，我們認為動力煤的反彈只是季節性的反彈。由於煤炭進入7、8月的季節性旺季，日耗煤通常還會有5%左右的增長，通常這個時間段供給也會有增加，但並不一定能覆蓋需求的增量，我們預計煤價仍有望維持強勢，但高點會逐季下降，在整體一二線藍籌漲幅較大的情況下，煤炭股屬於有基本面支撐，低估值藍籌補漲的邏輯。我們推薦的動力煤公司：中煤能源，兗州煤業，陝西煤業。

焦煤短期仍未進入旺季，但市場悲觀預期較為充分，近期焦煤和鋼鐵庫存也都較低，而鋼鐵盈利很高，焦煤存在補庫週期反彈的可能。受益公司：神火股份，神火股份同時受益鋁供給側改革。

風險提示：政策實施力度風險，去產能慢於預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。