



德邦证券
Topsperity Securities

2023年6月14日
证券研究报告 | 策略月报

降息，打通循环的一环 ——普林格与盈利周期跟踪



证券分析师

姓名：吴开达

资格编号：S0120521010001

邮箱：wukd@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：林晨

资格编号：S0120522040001

邮箱：linchen@tebon.com.cn

研究助理

姓名：汪书慧

邮箱：wangsh3@tebon.com.cn

投资要点

- **《待春来启示录》：宏观驱动：寻底期的普林格与盈利周期。**
- **1) 判断业绩拐点是市场能否走出寻底期的核心矛盾，市场底通常领先业绩拐点1-2个季度出现。当经济周期处于普林格阶段2-4时（即同步指标上行阶段），股票均有不错的表现，明确同步指标是否出现持续上行趋势成为突破寻底期的关键。**
- **2) 普林格同步指标是核心，但需要结合先行指标共同判断。**首先由于同步指标的拐点落后于指数底部，并且仅依靠同步指标，需要更长的时间来验证（至少还需要1-2个月的回升才能确认低点），对市场判断会出现偏误。因此，我们认为结合先行指标来判断，对于经济底部的判断会提高前瞻性。从货币-信用的传导关系上，M2领先M1在3-5个月不等，除掉2008年以后，M1应该至少是同步于底部。但本轮M1指示意义失效，突破寻底期的关键在于M1回升的持续性，居民中长贷才是更加核心的指标。居民中长贷顶部往往领先企业中长贷，底部通常比较接近。并且权益市场寻底期时这两项在同比意义上均出现回升。
- **3) 更高频的先行指标要落到资金价格。**狭义流动性资金价格触底企稳是市场出现底部的充分不必要条件。资金价格下行至需求回暖期间存在时滞。利率下行至企稳阶段往往出现在普林格阶段1、阶段2，资金价格触底时间往往会同步或早于经济复苏期。
- **社融脉冲走弱，同步指标回升受阻。**5月PMI读数分化，官方PMI持续回落，6月工业生产腾落指数也表现不佳，显示目前同步指标回升受阻。虽新增居民中长贷同比由负转正、企业中长贷持续走强，但新增人民币贷款、政府债券同比下行幅度较大，社融脉冲走弱。
- **利率政策再度发力，关注后续经济能否畅通循环。**6月13日央行7天逆回购利率由2%调至1.9%，MLF有望跟随下调，M2/M1由于22年高基数，目前出现回落，但仍处于高位，利率政策再度发力，政策层面有望继续呵护实体经济信心。
- **继续看好大科技。**4月生产与5月金融、PMI、通胀、出口等数据显示同步指标底部修复受阻、滞后指标加速回落，普林格周期处于非典型复苏，继续看好大科技。
- **风险提示：海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期，疫情反复超预期。**

1.同步指标：5月复苏持续受阻，PMI表现分化

➢ 宏观景气修复受阻，5月制造业PMI继续小幅回落，非官方中国PMI升入荣枯线以上，分别报48.8、50.9，前值49.2、49.5（%）。

PMI的底部往往与指数的底部较为接近，5月市场承压

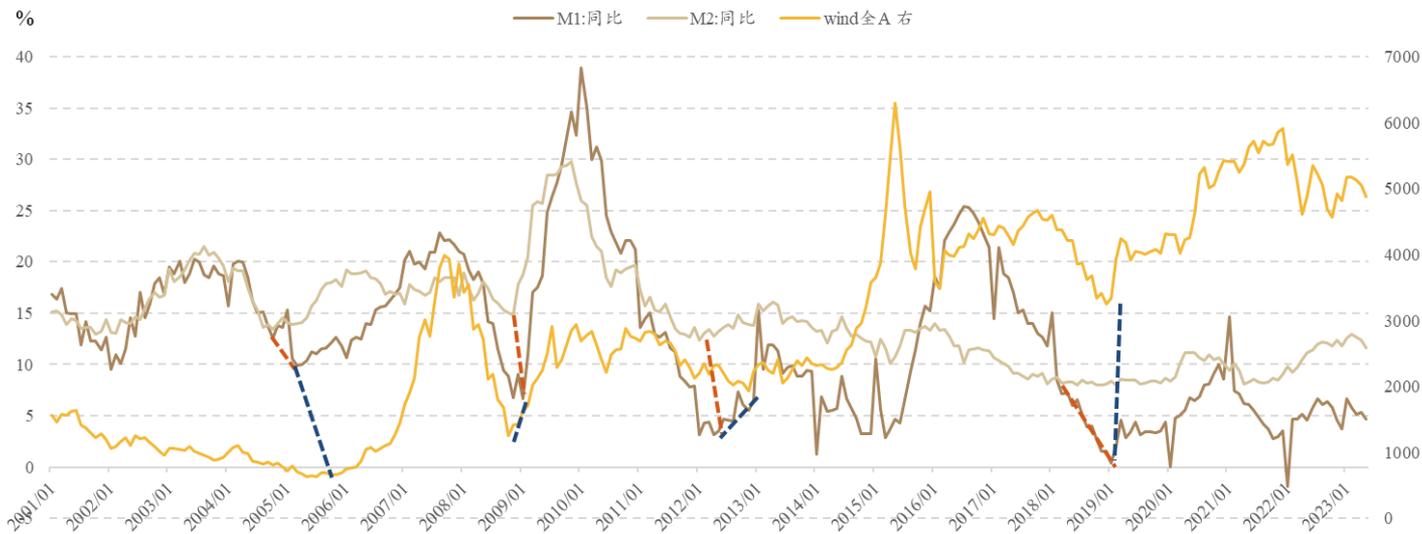


数据来源：wind，德邦研究所

2.1 先行指标：M2收敛，社融存量同比小幅回落，超额流动性继续回落

- 从货币-信用的传导关系上，M2领先M1，M1领先于股市底部。M2表示全社会流动性情况，包括实体与虚拟，M1中主要为单位活期存款情况，不包含居民存款，企业层面其反映了生产和投资意愿，全社会层面则反映了货币活跃程度，是观察微观预期与经济景气的指标。M2低点领先M1在3-5个月不等，而M1对于股指的领先规律不明显，但去除掉2008年，M1应该至少是同步于市场的。
- M1、M2、社融存量同比均回落，M1报4.7%，前值5.3%，M2报11.6%，前值12.4%，社融存量同比报9.5%，前值10%，由于M2下行幅度更大，社融-M2的剪刀差收窄至-2.1%，自1月以来持续收窄，前值-2.4%，反映超额流动性回落。

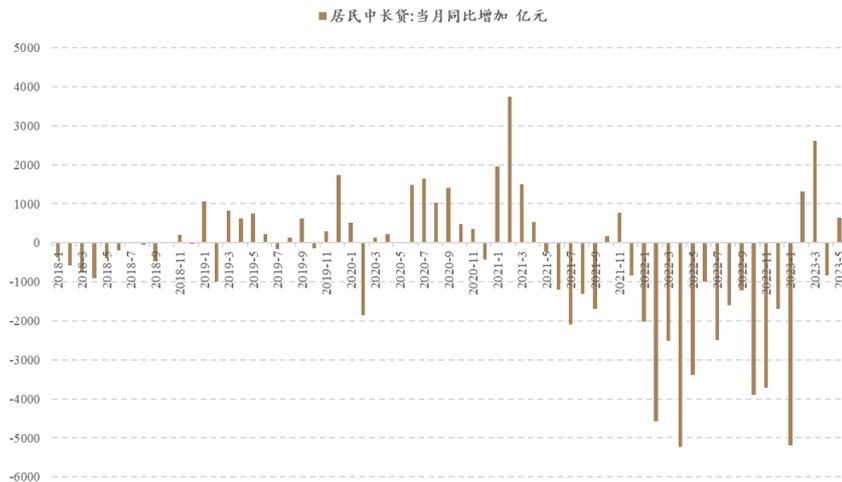
M2底部领先M1底部(红线连接低点)，M1至少是同步指数(蓝线连接低点)



2.2 先行指标：新增人民币贷款、政府债券同比下行，社融脉冲回落

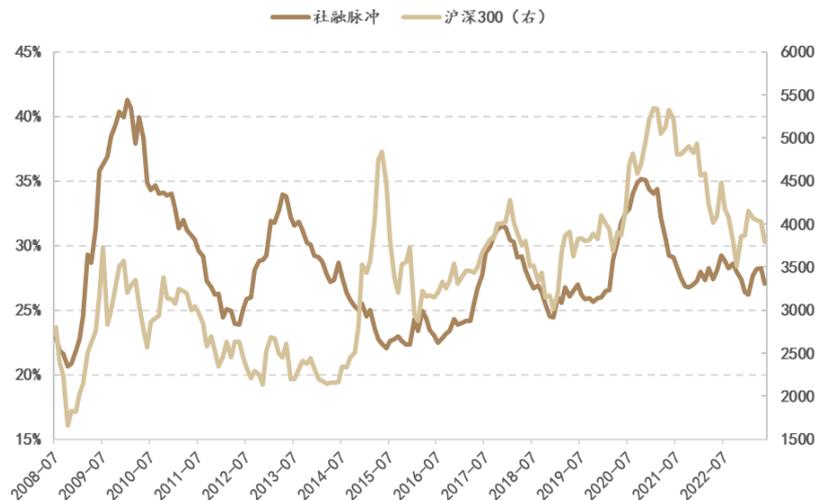
- 5月社融脉冲为27.07%，前值28.26%。主要是由于5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上年同期少1.31万亿元，其中新增人民币贷款、政府债券同比下行幅度较大，企业债券也出现明显回落。居民方面，新增贷款5月同比增784亿，同比由负转正，新增中长贷同比增637亿元。企业方面，新增中长贷同比增2147亿元，新增短贷同比减少2292亿元，票据同比减6709亿元，结构仍然良好。

居民中长贷新增同比转正



数据来源：wind，德邦研究所

5月社融脉冲下行至2023年2月来低点

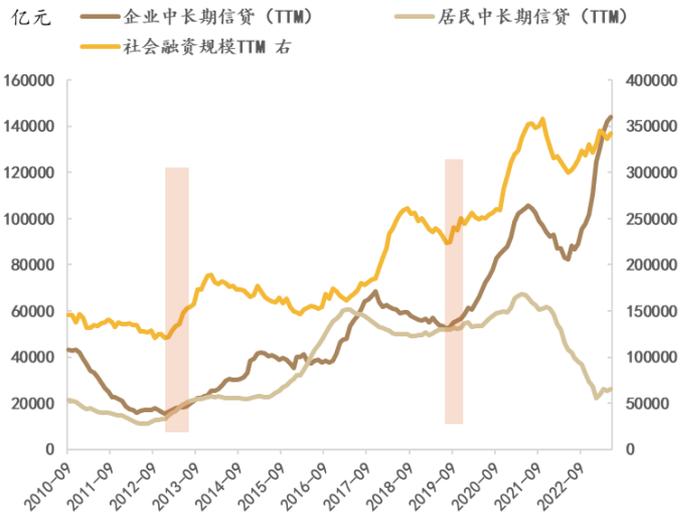


数据来源：wind，德邦研究所

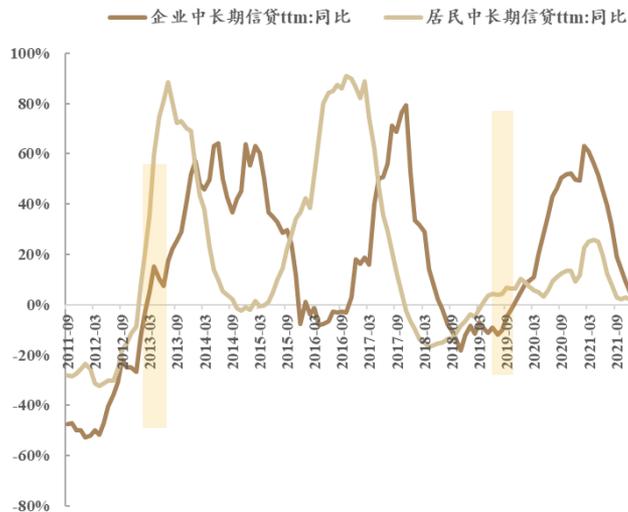
2.3 先行指标：企业贷持续拔高，居民低位回升

- 突破寻底期的关键在于M1回升的持续性，居民中长贷才是更加核心的指标，而居民中长贷与商品房销售周期关系紧密。居民中长贷和企业中长贷的底部通常比较接近并且市场寻底期间（下图底色为上述寻底期阶段），这两项指标在同比意义上均出现回升，并且居民中长贷往往在绝对量上已经开始回升。
- 企业、居民同比均出现改善，居民中长贷TTM同比增速报-39.57%，前值-45.3%，从历史低位持续反弹，而企业中长贷则持续上行，TTM同比达到75.3%，前值70.7%，创下2022年以来新高。

寻底期居民贷款底部往往回升



企业、居民分化收窄



2.4 先行指标：货币再回宽松

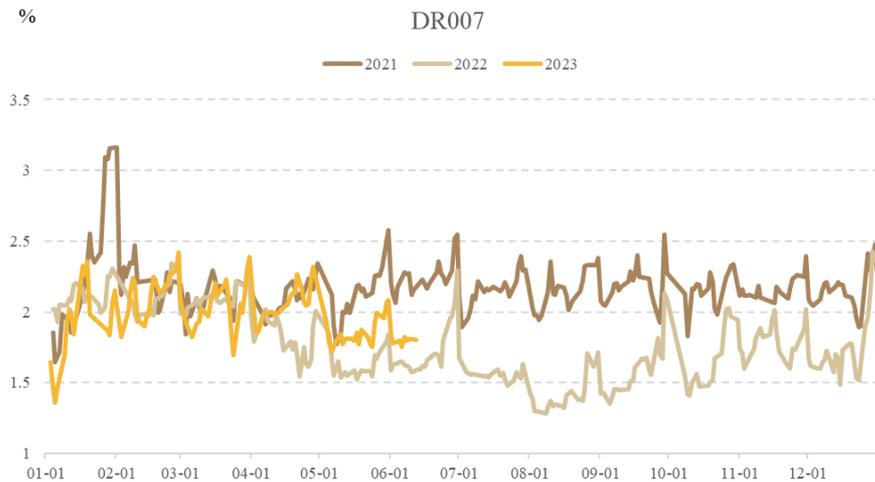
- 狭义流动性资金价格触底企稳是市场出现底部的充分不必要条件。宽松货币往往出现在普林格周期1——逆周期调节阶段，由于利率宽松，需求出现回暖，再观察到需求回暖以后，央行控制流动性闸门，引导利率上行，同时实体借贷需求增加，同样也会拉动利率上行。但利率下行至需求回暖期间存在时滞，利率下行至企稳阶段往往出现在普林格阶段1、阶段2。
- 5月DR007月均值低于2%，从季节效应上来看，DR007价格低于2021年，高于2022年，但环比上月出现走弱。shibor3M于3月15日升至2.50%以后由于全面降准又小幅回落，6月12日报2.15%。

资金价格触底，对于股市底部具有领先性



数据来源：wind，德邦研究所

2月以来，资金利率回归中性



数据来源：wind，德邦研究所

2.4先行指标：货币再回宽松

- 央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，6月13日以利率招标方式开展20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%，上次为2.0%。Wind数据显示，当日20亿元逆回购到期，因此当日完全对冲到期量。
- 为了平滑季节性效应，我们观察DR007的20日均值，其下行分为两波：第一波是3月20日的全面降准，从2.1%左右下行至2.05%附近，第二波是在5月下旬以后回到7天逆回购利率下方，6月上旬在1.85%左右。因此，7天逆回购利率下调至1.9%，在DR007的20日均值附近，有望稳固市场利率中枢的下行节奏，类似2022Q1。

7天逆回购利率下调至DR007的20日均值附近

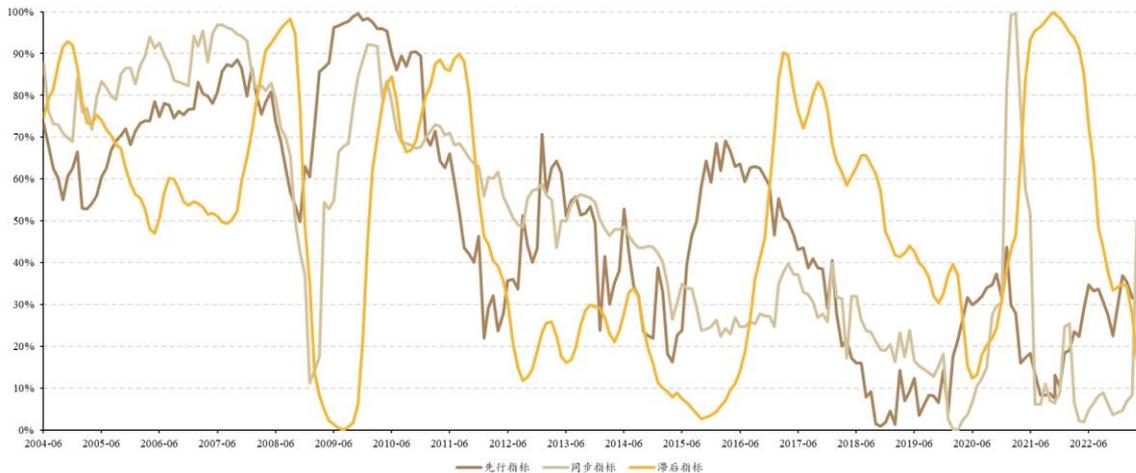


数据来源：wind，德邦研究所

3.驱动研判：降息，打通循环的一环

- **社融脉冲走弱，同步指标回升受阻。**5月PMI读数分化，官方PMI持续回落，6月工业生产腾落指数也表现不佳，显示目前同步指标回升受阻。虽新增居民中长贷同比由负转正、企业中长贷持续走强，但新增人民币贷款、政府债券同比下行幅度较大，社融脉冲走弱。
- **利率政策再度发力，关注后续经济能否畅通循环。**6月13日央行7天逆回购利率由2%调至1.9%，MLF有望跟随下调，M2/M1由于22年高基数，目前出现回落，但仍处于高位，利率政策再度发力，政策层面有望继续呵护实体经济信心。
- **继续看好大科技。**4月生产与5月金融、PMI、通胀、出口等数据显示同步指标底部修复受阻、滞后指标加速回落，普林格周期处于非典型复苏，继续看好大科技。

普林格周期处于非典型复苏



4. 风险提示

- 海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期，疫情反复超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券董事总经理|研究所副所长、总量组长、首席策略分析师（含公司、新股、REITs研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师，主要研究市场微观结构。曾任国泰君安策略联席首席，所在团队获得过策略研究新财富、II-China、水晶球、金牛奖等多个最佳分析师奖项，拥有超过10年资本市场投研经历，兼具一级、二级买方投资及二级卖方研究经验，践行“自由无用，策略知行”。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128