

流动性的嬗变： 当实体周期与金融周期出现裂痕

报告要点：

● 当前的实体周期与金融周期之间是存在裂口的：

- 1) 金融周期正在向上，这应该是过去一段时间积极政策的常规反应；
- 2) 但实体层面则较为疲弱，在地产依然下沉的状态下，经济周期的启动是比较困难的；
- 3) 这代表着：资金的投入和产出是不相匹配的。

● 但这并不奇怪，历史上经济与金融周期之间的关系本不相线性：

- 1) 其原因很可能是：在实体资金需求受限的状态下，大量的资金流向了金融市场，至少在资金成本足够低时，金融市场上能给出相对确定的收益；
- 2) 两个与此匹配的事情是：M0 同比增速已经升至 2010 年以来的新高，这意味着资金的风险偏好在上行；银行间回购成交量的同比增速居 16 年来高位，这意味着在金融体系中，低成本的资金通过回购市场在不断被吸纳。

● 这个现象可以理解：金融市场和实体市场之间存在着更大的价格歧视，这个现象俗称资产荒。

● 往后来看，实体和金融周期的裂口也许还会继续扩张：

- 1) 唯一能止住金融周期向上的是财政力度的收敛，但我们应该知道，财政会同时影响金融端和实体端，若金融输入端大幅收敛，实体的输出端则会大幅收敛；
- 2) 尽管后续财政的力度大概率变得式微，但这并不影响周期之间的裂口方向；
- 3) 更大的宏观背景是：在 PPI 下行、企业盈利增速下行的大背景下，预计货币政策仍会维持在偏松位置，流动性继续保持充裕，资产荒现象可能会更加明显。

● 在我们面对大量无法入实的信用资金时，理论上大多资产都会受益：

- 1) 利率债会是最为直接受益的品种，当金融与实体劈叉时，利率债大概率会出现基本面无法解释的上涨，以及曲线的平坦化下移；
- 2) 股市同样也会受益于资产荒：历史上金融和实体的分裂阶段，A 股都取得了正的绝对收益，结构上，成长风格通常会获得正的超额收益；
- 3) 信用债也是需要关注的一类资产：一是资管新规落地后，资金在利率债上加杠杆已不现实，只能寻找票息更厚的资产；二是当前大量信用是通过标准化合约投放出来的，风险偏好有限，投资于固定收益资产更加合适。

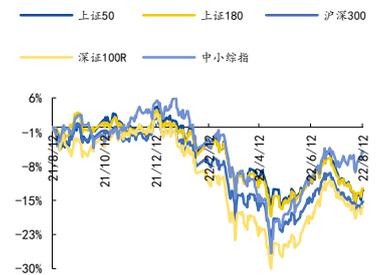
● 我们面临的，应该会是类如 2015 年那般实体混沌、金融活跃的状态，在此状态内，利率债和信用债的胜率更大，股市除了资产荒之外，我们也需要额外讨论政治周期的影响，这涉及资金的多资产选择问题。

风险提示： 货币政策超预期、地产政策超预期。

主要数据：

上证综指：	3276.89
深圳成指：	12419.39
沪深 300：	4191.15
中小盘指：	4364.03
创业板指：	2690.83

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《信用债资产荒 2.0：交易可能会再度变得拥挤》
2022.08.04
- 《【国元总量 | 每日一图】从夜光指数看经济复苏》2022.08.01

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweidun@gyzq.com.cn
电话	
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

引言	4
1.金融周期的向上	5
2.实体层面的疲弱	6
3.金融与实体的分歧	8
4.事情的后续	9
5.站在风口的资产	9

图表目录

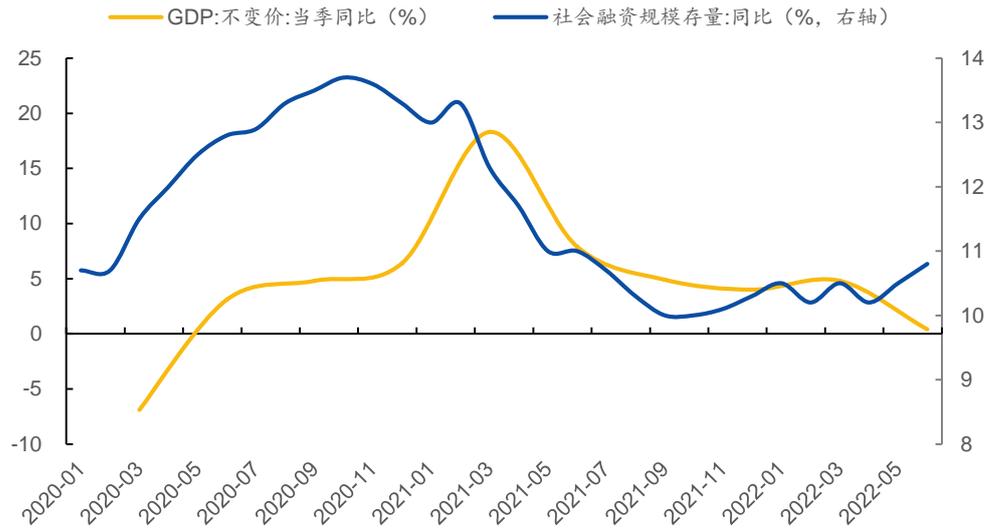
图 1: 近期实体周期与金融周期出现背离	4
图 2: 股、债、商品共涨	4
图 3: 金融周期的向上	5
图 4: 政府债、企业债对社融的拉动作用明显	5
图 5: 居民贷款连续数月同比负增长	5
图 6: 企业新增中长期贷款环比显著好转 (%)	6
图 7: 企业新增中长期贷款同比显著好转 (%)	6
图 8: 地产投资对宏观经济影响重大	6
图 9: 30 大中城市商品房销售面积 7 月同比-34%	6
图 10: 居民对购买期房仍高度谨慎	7
图 11: 当前地产竣工中, 留给现房销售的比例不大	7
图 12: 地产销售传导到资本开支存在时间差	7
图 13: 7 月 PMI 再次跌破荣枯线	8
图 14: 16-24 岁人口失业率处于历史高位	8
图 15: M0 同比增速创 2012 年以来新高	8
图 16: 银行间回购规模的快速扩张值得警惕	8
图 17: 今年财政赤字率目标 2.8%	9
图 18: 预计年内 PPI 同比持续下行	9
图 19: 金融周期与实体周期 (%)	10
图 20: 10Y 国债收益率表现 (%)	10
图 21: 股市也会受益于资产荒 (%)	10

图 22: 信用债一级认购倍数	11
图 23: 信用利差走势	11
图 24: 万得全 A 指数走势图	11

引言

今年二季度开始，实体周期与金融周期之间出现了在方向上不相匹配的裂口：一方面是金融周期的向上，无论是社融同比还是 M2 同比，都迎来了一轮增速的加快；而另一方面，实体周期较为疲弱，名义 GDP 的增长降速，PMI 也大都处于荣枯线之下。

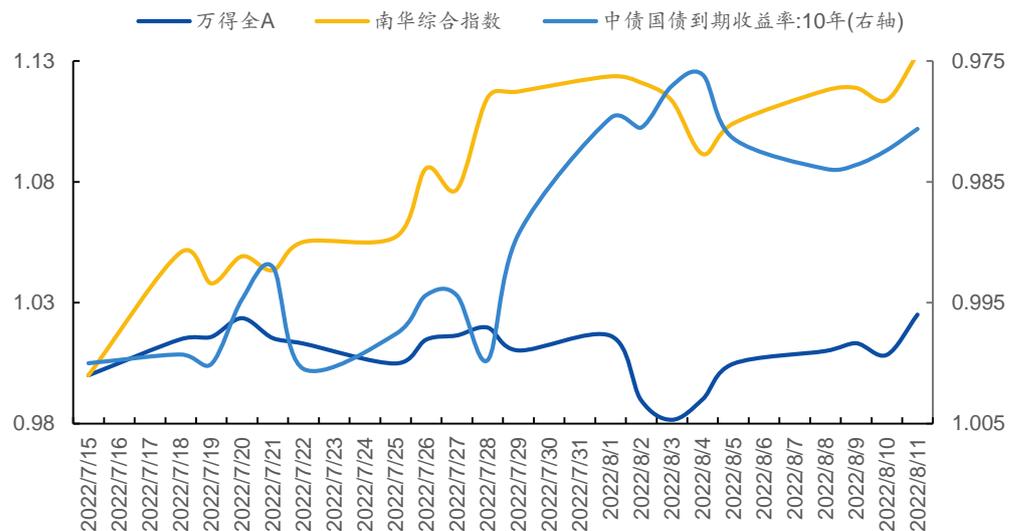
图 1：近期实体周期与金融周期出现背离



资料来源：wind，国元证券研究所

在这种状态之下，我们看到大类资产的价格表现所体现出的预期是混乱的，近期更是出现了股、债和商品共涨的现象。如何理解当前实体与金融层面的背离，这对大类资产配置将产生什么影响，本文拟对此进行研究。

图 2：股、债、商品共涨



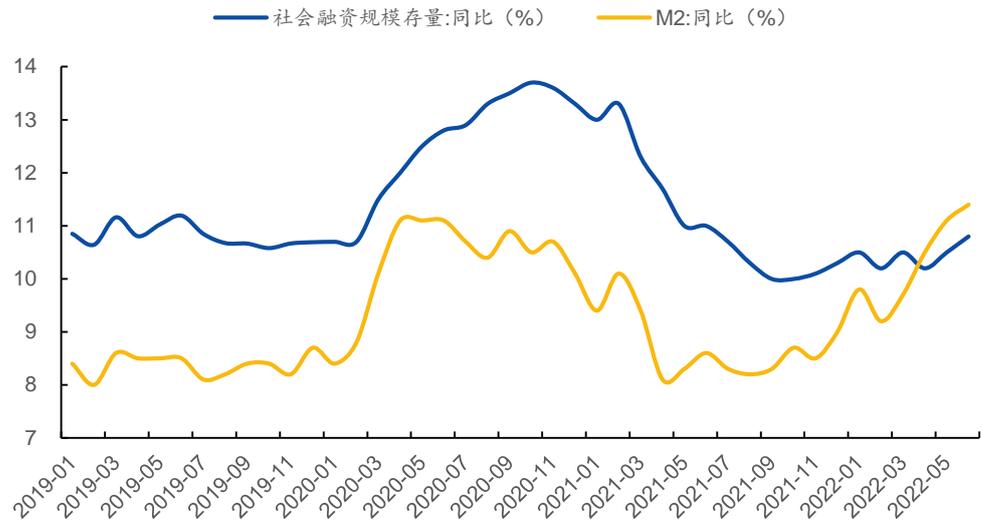
资料来源：wind，国元证券研究所

注：以 2022 年 7 月 15 日的价格为基数计算

1.金融周期的向上

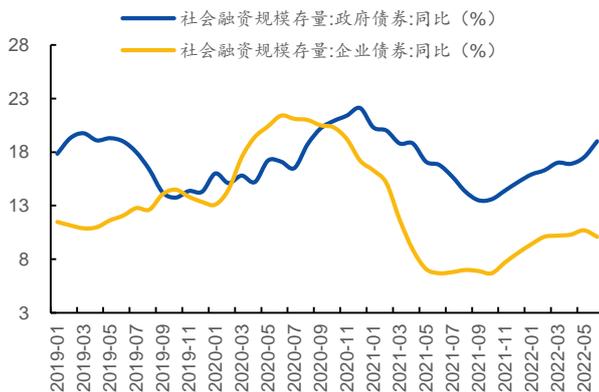
无论是 M2 同比还是社融同比，都指向金融周期是向上的。M2 同比自 2021 年 4 月开始筑底向上，社融同比也自 2021 年 9 月开始筑底向上，从这个角度来讲，金融周期无疑是处于上行阶段，虽然市场对于上行的质量存在一些质疑。从结构来看，财政确实对于金融周期的拉动力度很大：政府债券、城投债券的加速对社融的企稳回升起到了关键作用，财政支出的加快也在带动 M2 增速的明显加快。

图 3：金融周期的向上



资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：政府债、企业债对社融的拉动作用明显



资料来源：wind，国元证券研究所

图 5：居民贷款连续数月同比负增长

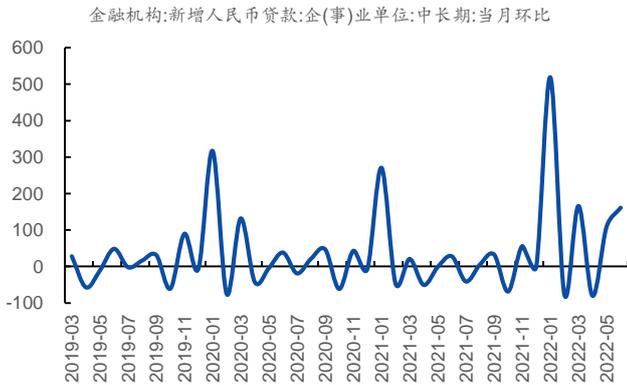


资料来源：wind，国元证券研究所

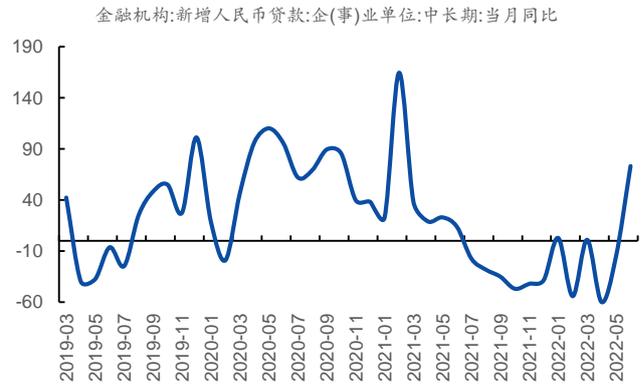
但是结构问题已经出现了环比改善。从企业新增中长期贷款这一指标来看，5、6月份一直在环比大幅改善，且6月改善幅度相较于5月更大，这与宏观经济在此期间处于疫情后的复苏阶段有关。可见，金融周期向上的拉动力在4月后出现了微妙的变化：由财政主导，转变为财政和企业共同拉动。

图 6：企业新增中长期贷款环比显著好转（%）

图 7：企业新增中长期贷款同比显著好转（%）



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

2. 实体层面的疲弱

与不断上行的金融周期形成鲜明对照的是，实体层面呈现出偏疲弱的图景。

地产行业对实体经济有着至关重要的影响。从历史经验来看，每一轮的经济向上，都伴随着地产投资的同比向上；在地产投资同比向下的阶段，经济都没有真正地起来过。当下国内实体经济恢复的一大难题就是地产行业的沉疴难起：从行业最先行的指标地产销售来看，当下仍处于下行阶段，虽然 6 月随着疫情的边际好转，地产销售的同比下滑幅度收窄，但是 7 月又出现了-34%的同比大幅下滑，地产销售难言企稳。

图 8：地产投资对宏观经济影响重大

图 9：30 大中城市商品房销售面积 7 月同比-34%



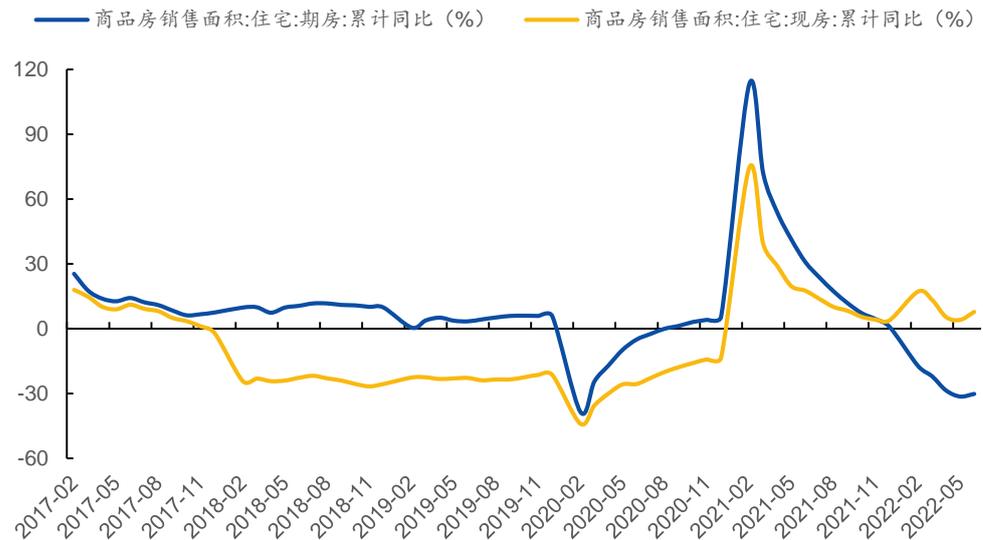
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

本轮地产下行的核心原因在需求端而不是供应端。去年年初开始针对地产行业实施的三条红线政策限制了地产开发商的融资，由此导致了部分楼盘出现无法按时交付或者质量、配套等低于销售时约定的情况，居民对期房的信心大幅受挫。从销售结构来看，近期商品房销售主要是由现房销售拉动的，期房销售仍处于快速下滑之中，可见居民对期房购买的高度谨慎。

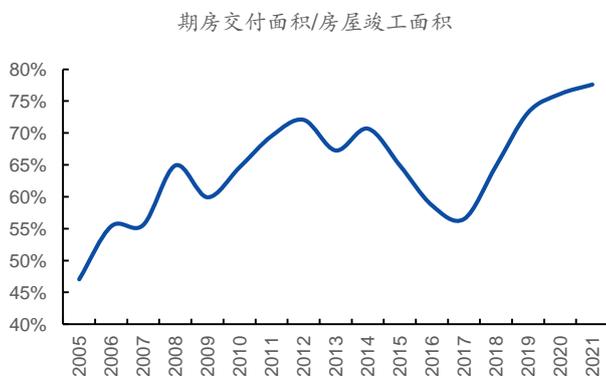
图 10：居民对购买期房仍高度谨慎



资料来源：wind，国元证券研究所

虽然政府采取了积极的政策，但是居民的购房信心难以短期扭转，那么地产销售的企稳回升就需要现房供应的跟上，但是现实来看可能不太乐观。每年竣工的住宅面积中，有 70% 以上要用于交付过去销售的期房，剩下的不足 30% 才构成现房销售；更何况当前竣工面积的同比降幅还在不断扩大。而且，对宏观经济起到拉动作用的是地产投资，从地产销售传导到地产投资是有时间差的，经验预判本次时间差将在 3 个季度左右，即年内地产投资对经济好转难以起到正面作用。

图 11：当前地产竣工中，留给现房销售的比例不大



资料来源：wind，国元证券研究所

图 12：地产销售传导到资本开支存在时间差

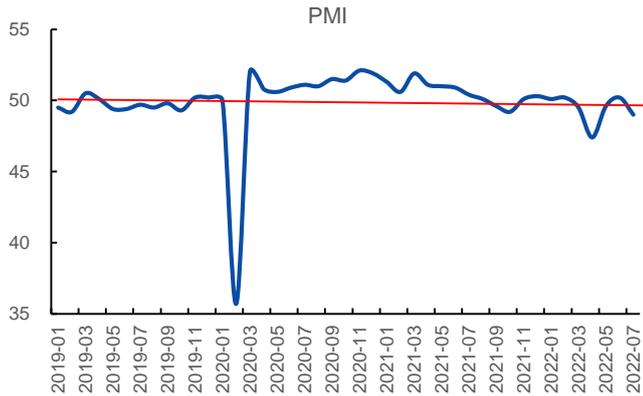


资料来源：wind，国元证券研究所

3.金融与实体的分歧

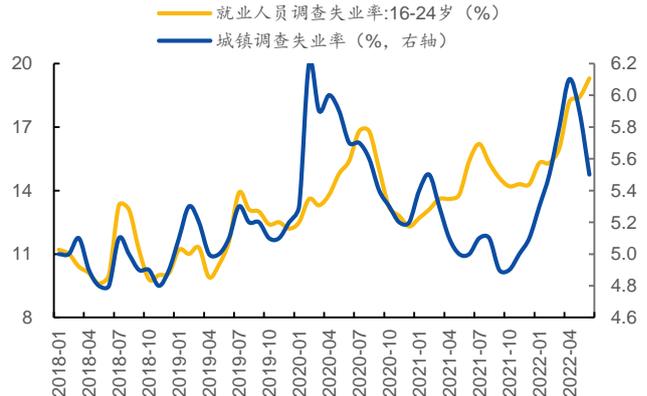
在金融周期向上的同时，我们看到实体层面的需求还是偏弱的，如何理解这种差异？我们认为和金融向实体的传导不畅有关，即汹涌的资金并没有流向实体经济，而是大量淤积在金融体系中空转，进而会导致部分大类资产价格出现基本面难以解释的波动。

图 13：7 月 PMI 再次跌破荣枯线 (%)



资料来源：wind，国元证券研究所

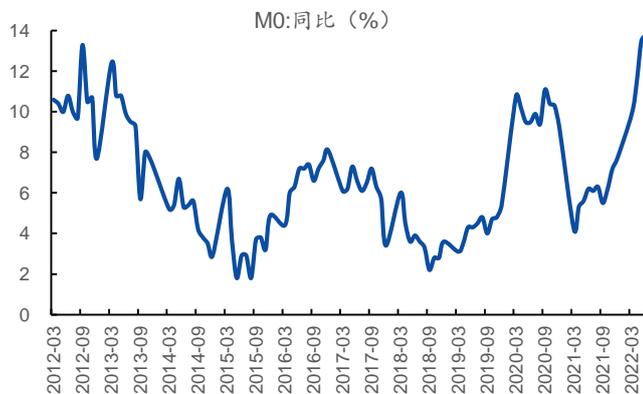
图 14：16-24 岁人口失业率处于历史高位



资料来源：wind，国元证券研究所

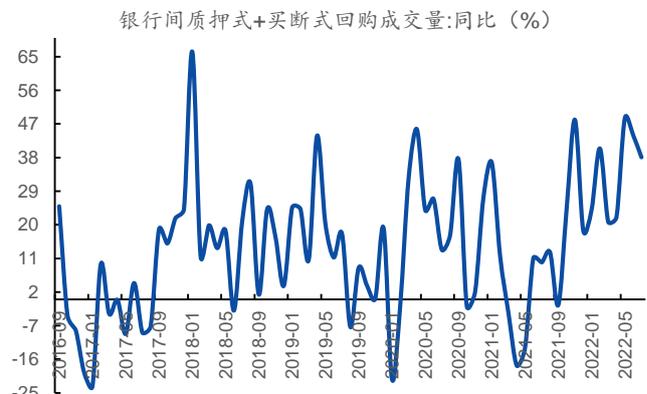
对于上述判断我们可以找到一些印证。M0 同比增速持续加快，6 月增速 13.8% 创了 2012 年以来的新高（不考虑春节前后的波动）；M0 是流动性最好的货币，它代表了风险偏好最高的那一部分资金的规模，M0 同比增速新高说明交易资金的规模是非常大的。同时，银行间质押式回购和买断式回购的成交量同比增速处于 2017 年以来的高位，说明在货币极度充裕的背景下，金融机构通过回购市场大量吸纳低成本的资金。

图 15：M0 同比增速创 2012 年以来新高



资料来源：wind，国元证券研究所

图 16：银行间回购规模的快速扩张值得警惕



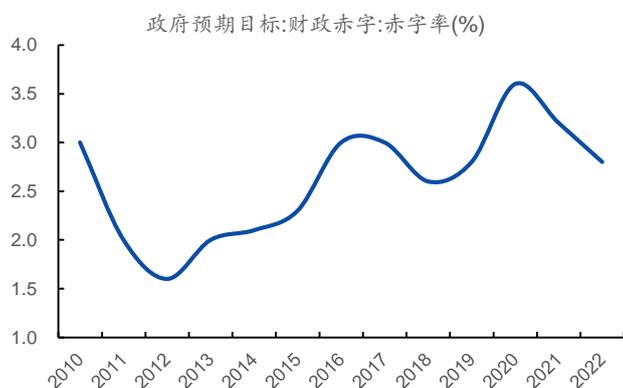
资料来源：wind，国元证券研究所

4.事情的后续

在讨论受益资产之前，我们试图先预判下后续的可能发展，即后续资金会不会大量地脱实就虚——这一方面取决于实体经济的吸水性，另一方面也取决于金融周期是否会继续上行。我们认为判断的主要依据是财政口的后续投放力度，因为它不仅会影响到货币的供应，也会影响到实体的需求。

而后续财政这一力量可能是比较式微的。在全年 2.8%赤字率这一框架下，接下来的财政支出力度大概率放缓，基建对于实体经济的拉动也会边际减弱，从经验来看，对实体经济的影响可能会更大一些。在 PPI 下行、企业盈利增速下行的大背景下，预计货币政策仍会维持在偏松位置，流动性继续保持充裕，资产荒现象可能会更加明显。

图 17：今年财政赤字率目标 2.8%



资料来源：wind，国元证券研究所

图 18：预计年内 PPI 同比持续下行



资料来源：wind，国元证券研究所

5.站在风口的资产

资产荒背景下，最直接受益的品种是利率债。低成本获得的资金如果风险偏好不高的话，大概率会投资于利率债。因此我们可以看到，当金融周期与实体周期出现分裂时，利率债大概率会出现基本面无法解释的上涨，以及利率曲线的平坦化下移，后者产生的原因是资金出于获得更多的无风险收益的目的而主动拉长久期。回溯历史，2012H1、2015H2、2018.10-2019.03 以及 2021.04-2021.12，都出现了金融周期向上、实体周期向下的劈叉，10Y 国债收益率在偏稳的基本面下出现了显著的下行。

图 19: 金融周期与实体周期 (%)



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 20: 10Y 国债收益率表现 (%)



资料来源: wind, 国元证券研究所

股市同样也会受益于资产荒，只是波动性会更大。相较于利率债，股市不存在稳定可预期的未来现金流，短时不可证伪的成分更多。回溯历史，每次金融和实体的分裂阶段，A 股都会取得正的绝对收益；结构上，各风格间超额收益的高低，则更多由自身的基本面决定，但成长风格通常会获得正的超额收益——这也不难解释，在资金极度充裕时，成长板块的估值会率先得到提振。

图 21: 股市也会受益于资产荒 (%)

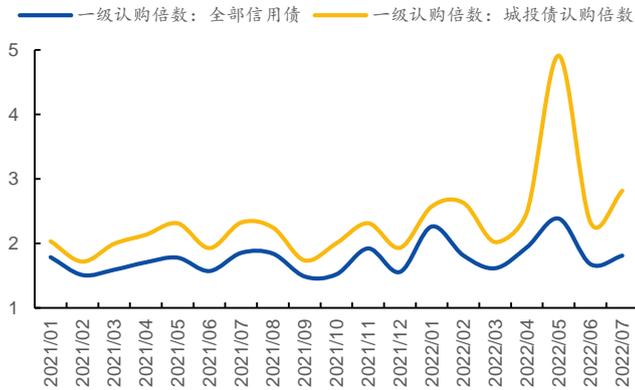
板块	区间涨跌幅 2012H1	区间涨跌幅 2015H2	区间涨跌幅 2018.10-2019.03	区间涨跌幅 2021.04-2021.12
CS金融(风格)	10.59	-1.07	27.36	-3.53
CS周期(风格)	-0.04	-4.28	13.11	37.37
CS消费(风格)	13.40	2.59	29.60	7.38
CS成长(风格)	11.85	12.95	24.20	45.26
CS稳定(风格)	5.76	-13.35	15.94	22.36
全部A股	7.08	1.61	22.78	27.21

资料来源: wind, 国元证券研究所

注: 区间涨跌幅以流通市值加权平均计算

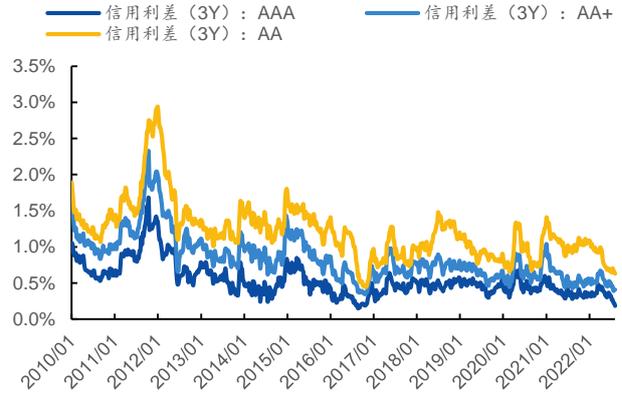
信用债也是需要关注的一类资产。在过去几轮实体与金融劈叉阶段，市场没有给予信用债过多的关注，因为彼时信用债的表现相对中规中矩；但是在今年二季度，信用债领域的资产荒引发了市场的强烈关注，其中的原因大概有二：一是资管新规落地后，期限错配被严控，资金再像 2015、2016 年那般的在利率债上加杠杆已不现实，只能寻找票息更厚的资产；二是当前大量信用是通过标准化合约投放出来的，这部分钱往往风险偏好有限，投资于固定收益资产更加合适。

图 22: 信用债一级认购倍数



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 23: 信用利差走势



资料来源: wind, 国元证券研究所

总结来看，诚然我们需要关注实体经济，但资产定价除了受实体经济的影响以外，还和金融周期有着密切的关联。资金的脱实就虚可以对金融体系起到稳定器的作用，在流动性过剩时期，股市和债市一般都不会出现大幅度的下探。在这种环境下，就大类资产配置而言，利率债和信用债的确定性更强；股市则波动性更大，除了实体、金融周期，政治周期也可能会影响股市的表现和节奏。

图 24: 万得全 A 指数走势图



资料来源: wind, 国元证券研究所

风险提示: 货币政策超预期、地产政策超预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188