

宏观专题

复苏中的投资机会（五）——“窖藏”资金慢释放，权益类资产估值中枢有望上移

2023年05月26日

【策略观点】

- ◆ 近期国内流动性宽松与通胀下行并存，引发了对流动性去向的广泛讨论。我们认为，当前国内流动性“窖藏”于金融系统中，在向实体经济部门传导阻力偏大，预计短期将部分留存于资本市场，有望推动权益类资产估值中枢。
- ◆ 国内存在超额流动性，而非超额储蓄。国内逆周期政策重点从供给端发力，流动性主要进入政府、国企等部门，受限于国内需求偏弱，流动性在实体经济生产、消费、分配等环节传导偏慢，淤积于金融系统中，造成通胀水平与货币数量背离，也形成了“超额流动性”。而民企、居民等私人部门真实收入未明显改善，近期住户储蓄多增主要来自对私人部门消费、投资的挤占。
- ◆ 物价回升或偏慢，超额流动性有望进入“蓄水池”。受限于国内货币政策较长的传导链条，流动性进入实体需要较长时间。同时，由于国内近期增量住户储蓄缺乏居民收入支撑，预计短期向消费转化率偏低。尽管国内不存在长期通缩或通胀的基础，需求修复带动物价上修可期，但回升节奏或偏慢，实体经济吸纳流动性还需时日。短期来看，超额流动性亟待寻求资金“蓄水池”。
- ◆ 我们预计资产价格、商品价格、服务价格依次抬升，短期超额流动性大概率留存在资本市场，推动权益类资产估值中枢上移。我们认为，超额流动性将延三条路径传导：1. 当前实体经济收益率偏低，短期流动性存留在金融系统中动机较强，其中相比于债券、地产等其他资产，权益类资产风险和收益相对均衡，或率先受益。2. 随着稳增长政策逐步落地生效，将引导流动性进入实体部门，地方政府、央国企或为主要流动性承接者，基建、制造业、地产等主要投资有望发力，推动相关商品价格上行。3. 长期看，国内经济修复确定性较强，流动性进入居民部门、进入实体是大势所趋，但“企业利润-就业-居民收入-消费-企业利润”良性循环尚未建立，实体经济或在下半年逐步吸纳流动性。

【风险提示】

- ◆ 地缘政治摩擦加剧，外部不确定性加大
- ◆ 海外经济衰退风险



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《由全面复苏转向结构性复苏——4月经济增长数据点评》

2023.05.18

《通胀结构性分化——4月物价数据点评》

2023.05.15

《外贸保持韧性——4月进出口数据点评》

2023.05.10

《利率进入高位平台期——美联储5月议息会议点评》

2023.05.05

《国内外通胀分化，上游制造业利润承压——3月工业企业利润数据点评》

2023.04.28

正文目录

1. 钱去哪了？金融数据与物价数据背离原因	4
1.1. 中美逆周期政策：不同风格的宽松，迥异的通胀	4
1.1.1 美国：逆周期政策增加转移支付，消费上升带来通胀	4
1.1.2 中国：逆周期政策供给端发力，对物价影响有限	7
1.2. 国内货币政策供给端发力为主，流向政府、国企偏多	8
1.2.1 政府部门：专项债持续扩容，流动性用于基础设施建设	9
1.2.2 企业部门：政策性放款居多，民间自发投资意愿较弱	10
1.2.3 居民部门：购房、消费意愿低迷，流动性较难进入实体	10
1.3. 供需循环受阻，国内流动性“窖藏”	11
1.3.1 美国货币直接投向家庭部门，流动性延“居民收入→储蓄→消费”路径传导	11
1.3.2 国内流动性难以进入需求端，淤积于金融系统	13
2. 物价回升或偏慢，超额流动性有望进入“蓄水池”	14
2.1. 国内暂无通缩风险，但物价回升或偏慢	14
2.2. “窖藏”流动性短期亟需“蓄水池”	14
3. 超额流动性何去何从？	16
3.1. 路线一：资本市场成资金蓄水池，股票类资产估值有望提振	16
3.2. 路线二：政策继续主导流动性投放，推动相关商品价格上行	17
3.3. 路线三：回暖信号有待进一步明确，预计实体经济在下半年逐步吸纳流动性	19

图表目录

图表 1：美国流动性投放引发通胀上行	4
图表 2：美国联邦基金利率与货币供应量	5
图表 3：美联储资产情况（万亿美元）	5
图表 4：美国个人经常转移收入与支出（百万美元）	6
图表 5：美国通胀水平升至第二次石油危机以来新高	6
图表 6：中国流动性投放并未引发通胀水平上行	7
图表 7：中国 M2 增速高于 M1	7
图表 8：国内 CPI 处于低位	8
图表 9：国内 PPI 负增长	8
图表 10：社融规模持续扩张	8
图表 11：社融主要构成	8
图表 12：2020 年以来，人民币贷款和政府债券是社融规模主要增量	9
图表 13：地方政府专项债扩容	9
图表 14：地方政府快速加杠杆（%）	9
图表 15：非金融企业中长贷同比多增	10
图表 16：各行业中长期贷款增速回升	10
图表 17：民间固定资产投资落后于国企	10
图表 18：居民短贷和中长贷同比少增	11
图表 19：消费和地产价格走势低迷	11
图表 20：美国转移支付弥补居民收入缺口，形成超额储蓄	12

图表 21: 美国居民工资收入水平提升.....	12
图表 22: 美国商品和服务消费回升.....	12
图表 23: 居民收入落后于经济增长.....	13
图表 24: 居民转移收入并未明显增长.....	13
图表 25: 国内居民储蓄增长.....	13
图表 26: 居民可支配收入用于消费的比重下降.....	13
图表 27: 商品与服务价格分化, 核心 CPI 低位运行.....	14
图表 28: 金融周期、经济周期、通胀周期错位.....	15
图表 29: 债市、股市、楼市承接超额流动性.....	15
图表 30: 流动性传导图.....	16
图表 31: 大部分实体行业利润低于无风险利率.....	17
图表 32: 商品房价格趋降.....	17
图表 33: 利率边际上行.....	17
图表 34: 政策引导流动性进入基建、制造业、房地产投资领域.....	18
图表 35: 建筑业高景气.....	18
图表 36: 建筑材料和主要工业品价格趋于上行.....	18
图表 37: PPI 拐点领先于工业企业库存拐点.....	19
图表 38: 消费者信心偏弱.....	19

1. 钱去哪了？金融数据与物价数据背离原因

1.1. 中美逆周期政策：不同风格的宽松，迥异的通胀

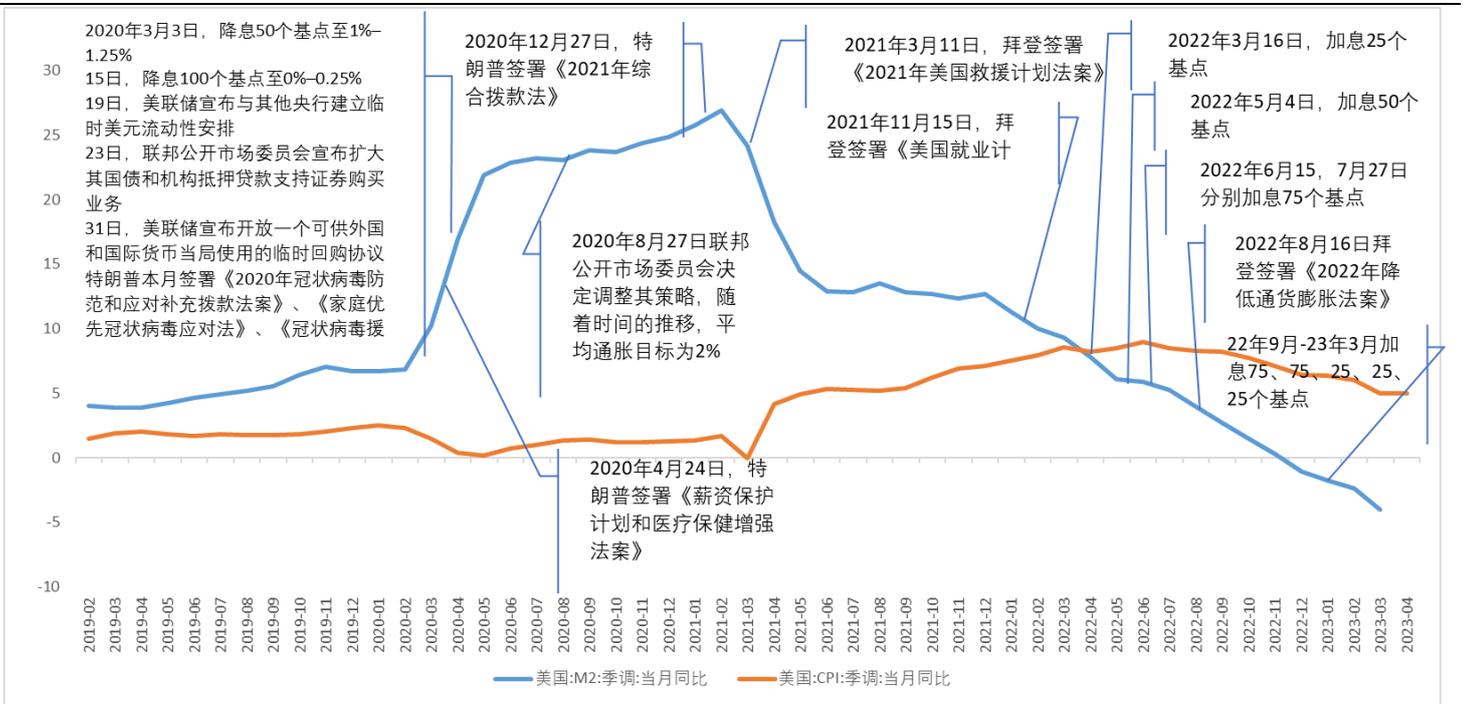
根据费雪方程 $MV=PQ$ ，在货币流通速度 V 和交易商品总量 Q 保持稳定时，货币流通量 M 决定物价 P 。2020 年疫情爆发以来，全球多数经济体采取了偏宽松的货币政策，货币流通量快速增长，但对物价的影响有所不同。

宽货币条件下，海外面临高通胀压力。在货币大规模投放叠加生产中断、供应短缺等因素作用下，全球通胀升至高位，且表现出较强黏性。当前全球通胀指标读数下行，很大程度上是能源和食品价格的急剧逆转，在许多国家，不包括能源和食品在内的核心通胀尚未见顶。国际货币基金组织（IMF）在 4 月份的世界经济展望中预计，2023 年核心通胀率将达到 5.1%，较 1 月份的预测大幅上调 0.6 个百分点，全球通胀形势仍严峻。

国内货币数据与物价数据加速分化。2023 年 4 月份，我国 CPI 同比增长 0.1%，环比连续三个月负增长；与此同时，4 月份广义货币 M2 同比增长 12.4%，增速处于 2016 年 Q2 以来高位。在经历货币政策宽松期后，国内价格水平反而降至低位，与费雪方程式相背离，其背后主要原因在于货币的循环通道不畅，货币流通速度 V 放缓。

1.1.1 美国：逆周期政策增加转移支付，消费上升带来通胀

图表 1：美国流动性投放引发通胀上行



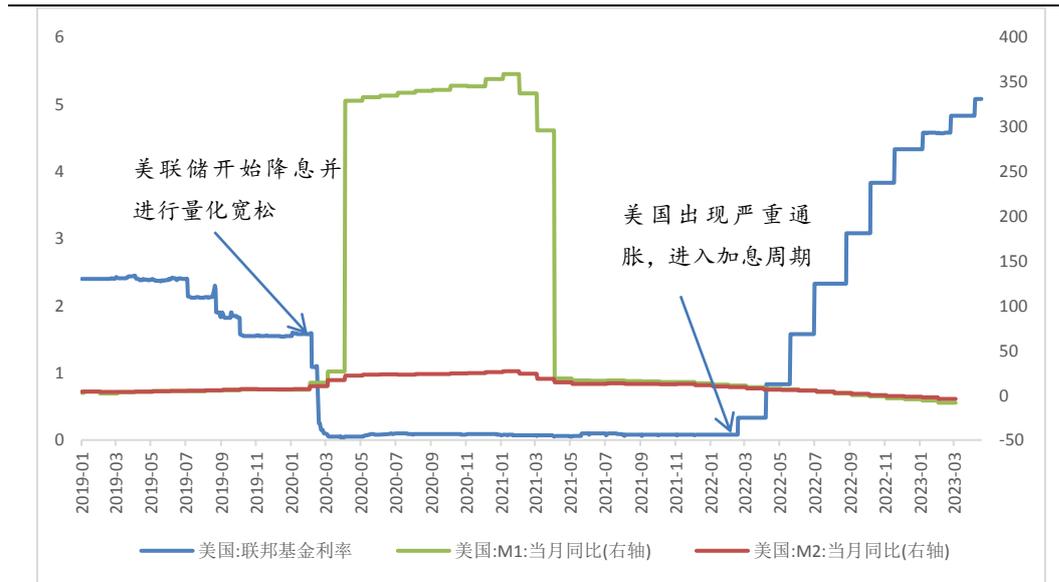
资料来源：Choice 宏观板块，美联储，美国国会，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

货币政策方面，2020 年起持续宽松，多种政策工具并行。2020 年新冠疫情在全球肆虐，全球金融市场以及实体经济受到极大冲击，如 2020 年 3 月 9 日至 22 日，美股经历 4 次熔断，市场信心受到严重打击。美联储和美国政府及时应对金融市场的反应，调整货币政策，2020 年 3 月 3 日起，美联储宣布降

息并下调超额准备金，联邦基金利率一度降至 0；美联储同时实行无上限的量化宽松政策，每周购买国债和住房抵押贷款支持证券分别达到 750 亿美元和 500 亿美元，并推出多种货币政策工具为市场提供流动性。

货币政策作用的结果上，流动性较强的 M1 增量明显。流动性投放方面，美国 M1 从 2020 年 4 月的 4.8 万亿美元增加到 2020 年 5 月 16.1 万亿美元；2023 年 3 月，最新的 M1 已经达到 19.1 万亿美元。M2 也随之增长，从 2020 年 3 月的 16 万亿美元增加到 2023 年 3 月的 21 万亿美元。美国货币扩张过程中，M1 增速显著大于 M2 增速，体系货币流动性较强。

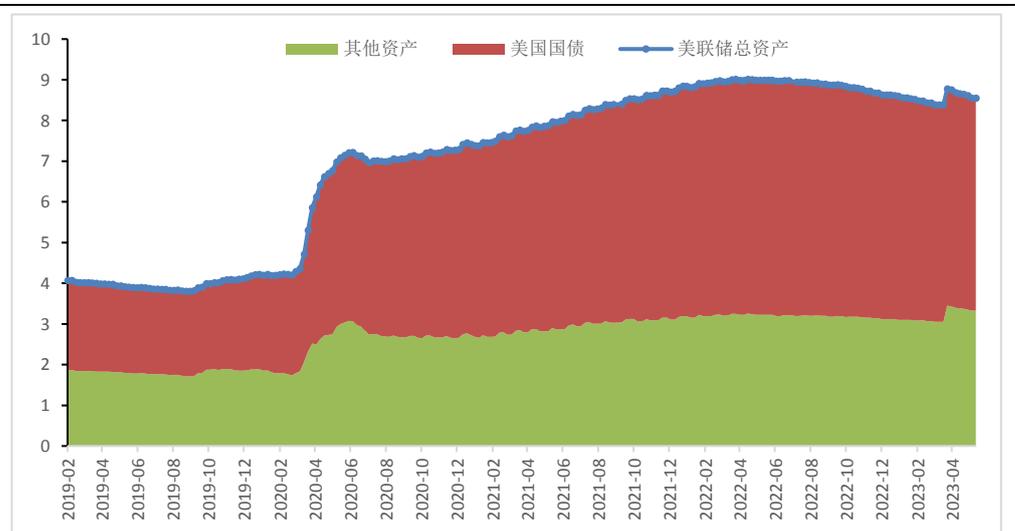
图表 2：美国联邦基金利率与货币供应量



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023-5-15

货币政策与财政政策联动，美联储资产负债表翻倍，主要用于购买国债，支持财政。美联储的资产负债表显示，美联储急速增发货币的重要流向是美国国债，2020 年 3 月到 2022 年美联储持有美国国债量持续增加。这些资金进入美联储的 TGA 账户中，支持了美国政府的财政政策。美国政府将发行国债募集到的资金，以向美国家庭发放多轮次补助款和退税的方式，发放到了美国普通家庭和中小企业手中。

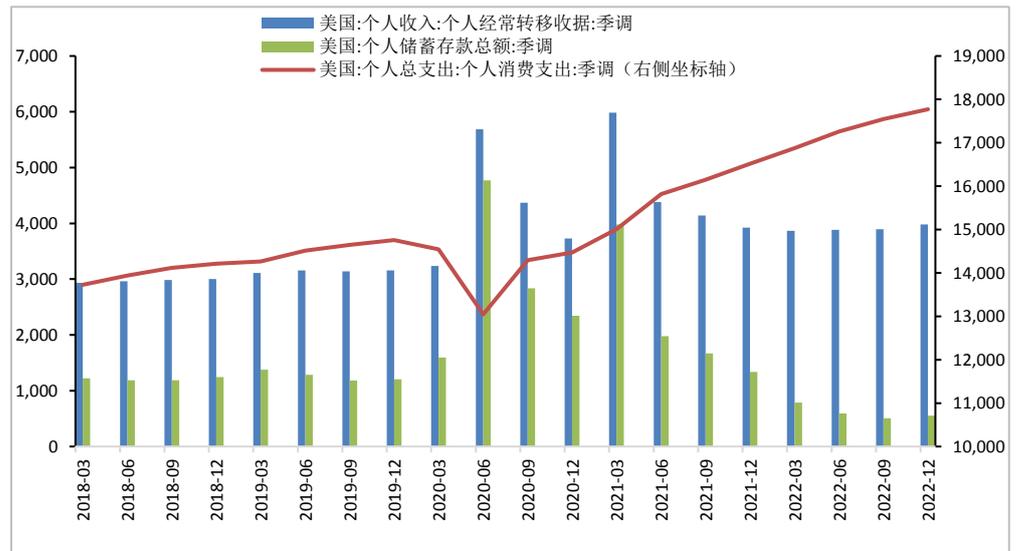
图表 3：美联储资产情况（万亿美元）



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023-5-12

美国政府先后颁布多项财政政策刺激经济增长，进行疫情救助和补贴。如2020年初的“CARES法案”提供了2.2万亿美元用于个人救济、企业贷款、教育减免等方面；2021年拜登政府签署“2021年美国救援计划法案”，其中重要的一条是为每周失业救济金增加300美元额外福利，扩大失业救济范围并将适用时间延长至9月6日。多轮财政政策的刺激迅速增加了美国个人的经常转移收入，并增加了美国家庭的储蓄存款。受此影响，个人经常转移收入和储蓄存款的增加，后续逐步转化为消费支出，推动美国经济在疫情期间持续恢复。

图表 4：美国个人经常转移收入与支出（百万美元）



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2022-12

美联储大量向居民和中小企业提供流动性的行为，使得居民出现超额储蓄，消费支出上升，不可避免的引起了严重的通货膨胀。2021年以来，美国通胀持续上行，CPI 同比增速一度达到9%以上，创1982年以来新高。为抑制通胀，自2022年3月起，美联储开始长达一年以上的加息周期，目前美国通胀逐渐得到控制，银行业由于加息产生的震荡也引起广泛关注，美联储的加息周期已经逐步走向尾声。

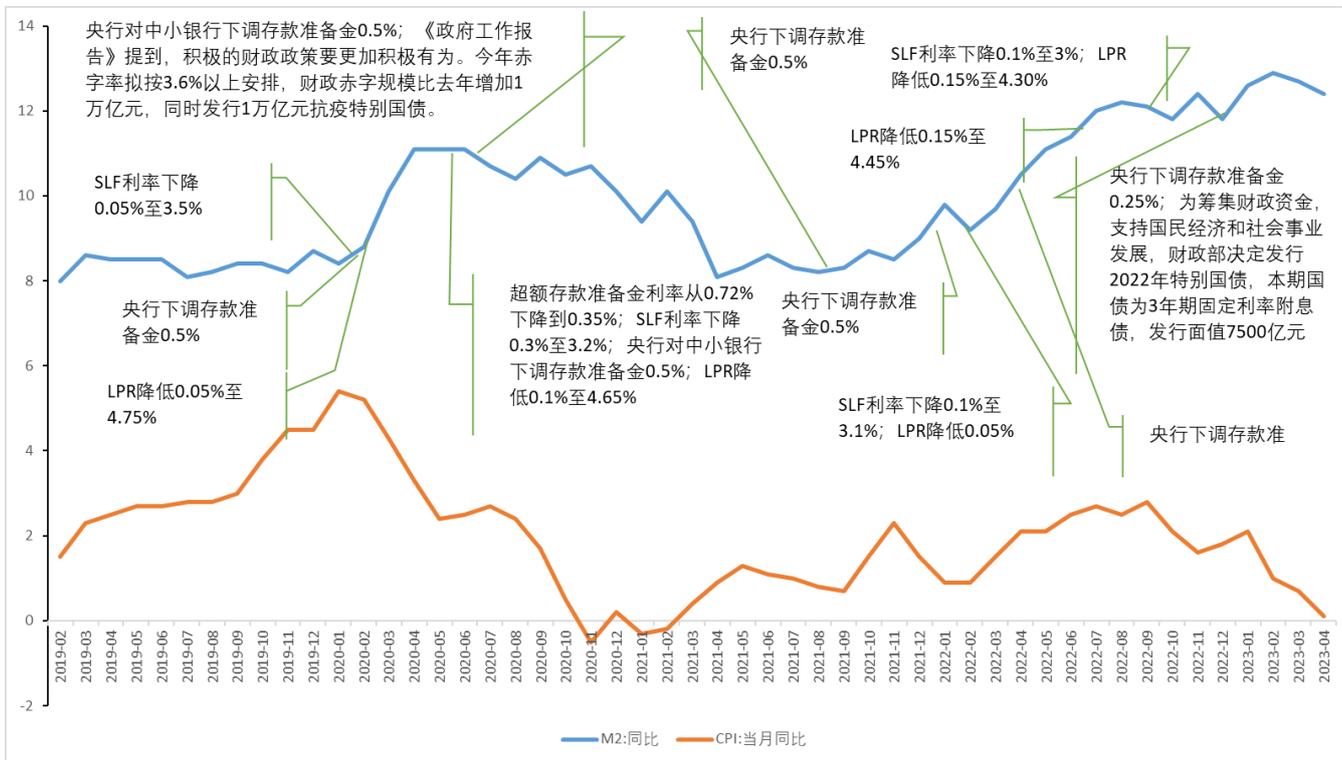
图表 5：美国通胀水平升至第二次石油危机以来新高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023-4

1.1.2. 中国：逆周期政策供给端发力，对物价影响有限

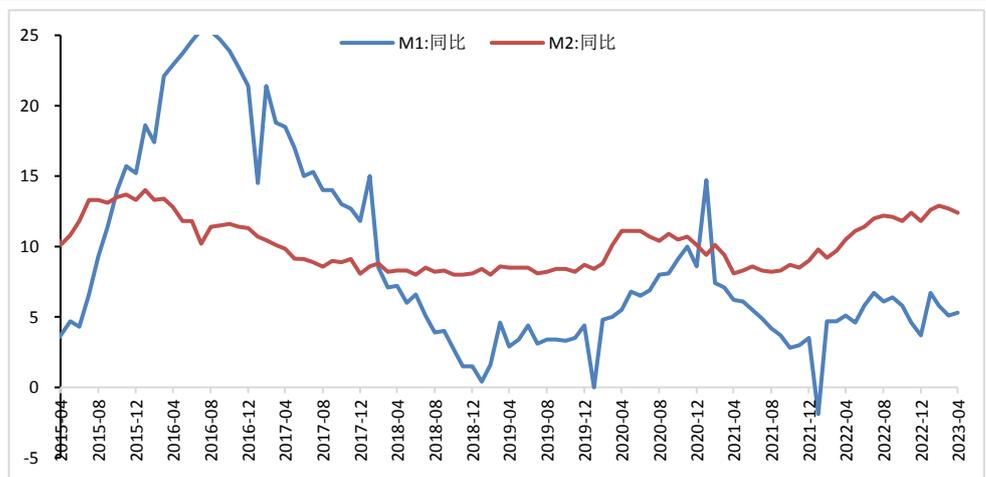
图表 6：中国流动性投放并未引发通胀水平上行



资料来源：Choice 宏观板块，央行，东方财富证券研究所，数据截至 2023-4

国内货币政策运用多种工具扩大货币乘数，M2 增长快于 M1，资金活跃度偏低。2020 年 3 月起，中国货币政策加大发力，中国人民银行通过降准、降息等方式维持流动性宽松，并运用再贷款、再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种方式短中长期相结合投放货币。政策作用下，2023 年 4 月 M2 货币乘数较 2020 年 3 月提高 1.44 倍至 7.99 倍，我国流通货币总量不断增加，M2 总量由 2020 年 3 月的 208 万亿元增至 2023 年 4 月的 280.8 万亿元，增长 35.0%。相比之下，由现金、活期存款等高流动性货币组成的狭义货币 M1 增长偏慢，2020 年 3 月至 2023 年 4 月增长 16.5%，低于该时期内 M2 增速。

图表 7：中国 M2 增速高于 M1

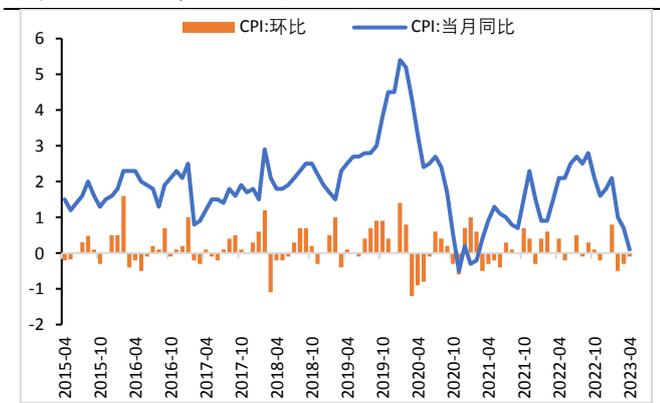


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

国内财政与货币相对独立，财政政策发力空间有限，流动性“精准滴灌”难度较大。相比于美国无限量化宽松、央行通过购买国债支持财政等手段，我国的财政收支平衡受到严格限制，对财政赤字货币化态度偏谨慎。财政部在2023年中央和地方预算草案报告中明确指出，“要保障财政更可持续，更好统筹当前和长远，尽力而为、量力而行，合理安排财政收支政策”，财政短期大幅扩张概率偏低。由于缺乏财政政策结构性扶持，特别是对疫情中受损较为严重的居民、私营企业等私人部门针对性政策支持，如美国的直接现金补助等，造成货币政策投放的流动性向居民、企业收入转化效率偏低。

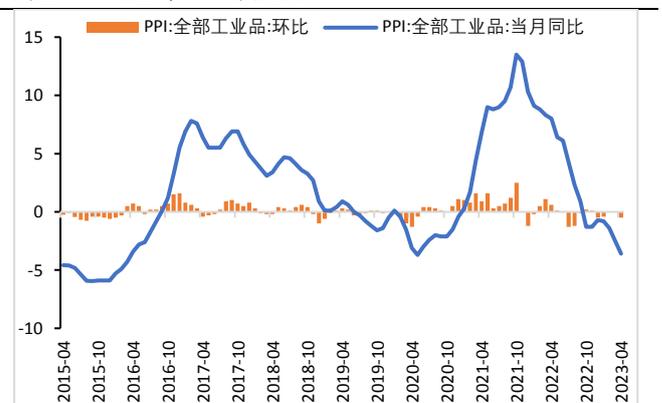
国内流动性投放对物价影响偏弱。回到费雪方程中，国内近期M1增速远低于M2，意味着货币流通速度V减小，流动性投放对物价的影响大幅减弱。2023年4月份我国通胀处于较低水平，其中CPI同比上涨0.1%，涨幅较3月回落0.6个百分点，环比下降0.1%；PPI同比下降3.6%，降幅较上月扩大1.1个百分点，环比下降0.5%。

图表 8：国内 CPI 处于低位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 9：国内 PPI 负增长

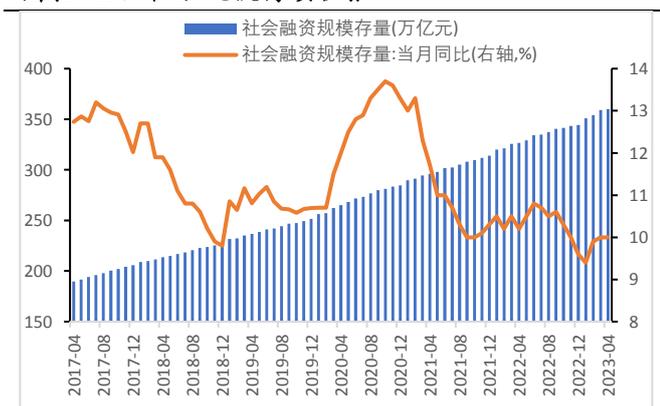


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

1.2. 国内货币政策供给端发力为主，流向政府、国企偏多

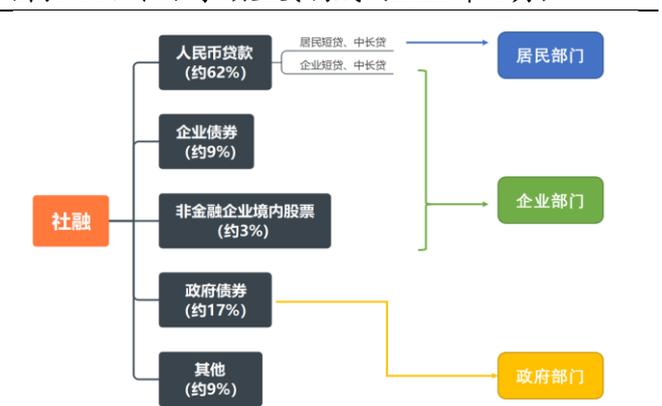
从国内货币流向看，疫情后社融主要增量在人民币贷款和政府债券。2020年以来，国内社融规模加速上行，截至2023年4月，社会融资规模存量达360万亿元，较2020年初增加104万亿元。其中，人民币贷款规模增长69万亿元，占新增社融规模的66.9%；政府债券规模增长24万亿元，占新增社融规模的23.1%。因此，对国内流动性的跟踪主要观察人民币贷款和政府债券，前者主要与居民、企业信贷行为有关，后者则主要是政府行为。

图表 10：社融规模持续扩张



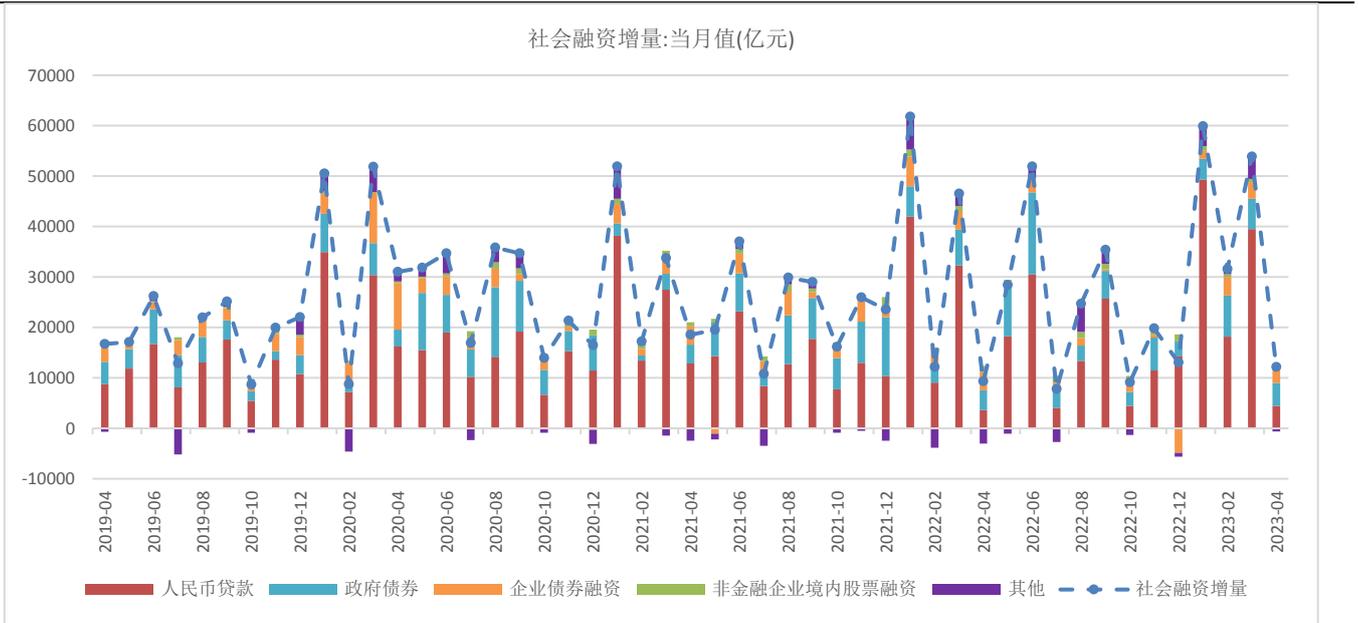
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 11：社融余额主要构成（2022年4月）



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

图表 12: 2020 年以来, 人民币贷款和政府债券是社融规模主要增量



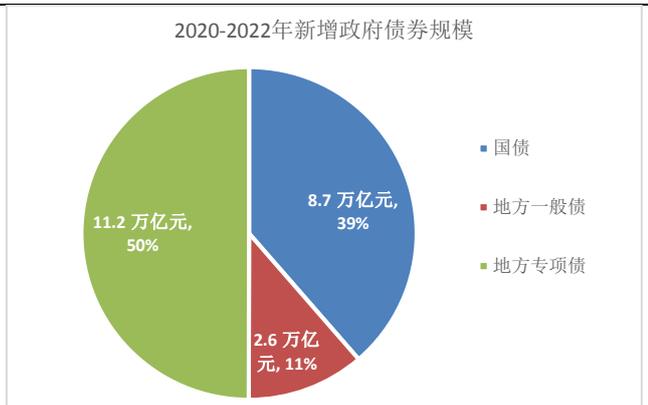
资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 4 月

1.2.1. 政府部门: 专项债持续扩容, 流动性用于基础设施建设

发行地方专项债成为政府债务扩张主要模式。2020-2022 三年期间, 政府债券余额共增长 22.5 万亿元。其中, 中央政府债券(国债)余额增长 8.7 万亿元, 占比 61.3%; 地方政府债券余额增长 13.8 万亿元, 占比 61.3%。此外, 从杠杆率上看, 2023 年一季度, 中央政府杠杆率较 2019 年末提高 4.6 个百分点至 21.4%, 地方政府杠杆率提高 8.6 个百分点至 30.1%, 也表明地方政府是政府部门加杠杆主力。分政府债券类型看, 三年间地方政府一般债余额增长 2.6 万亿元, 地方政府专项债余额增长 11.2 万亿元, 后者占政府债券增量的 50%, 是政府债务扩张的主要方式。

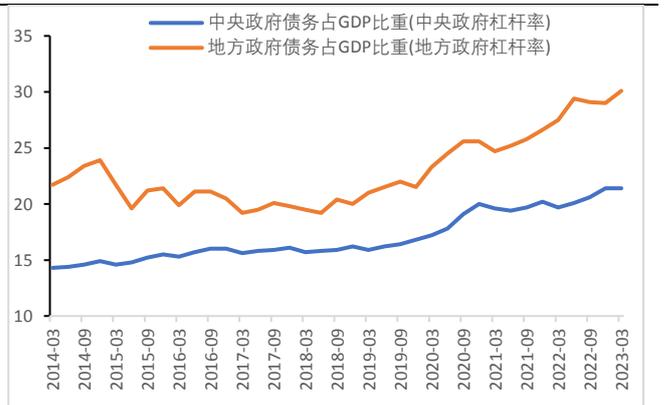
地方政府专项债主要用于基础设施建设、国家重大战略项目等。以 2022 年政府专项债的发行使用为例, 根据财政部披露, 2022 年专项债券重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程 9 大领域, 并考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。

图表 13: 地方政府专项债扩容



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

图表 14: 地方政府快速加杠杆 (%)

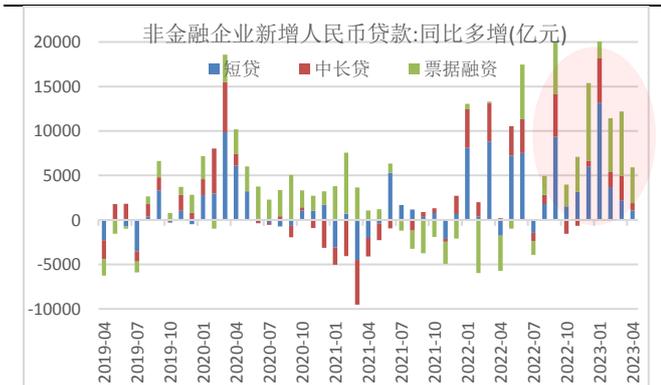


资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 3 月

1.2.2. 企业部门：政策性放款居多，民间自发投资意愿较弱

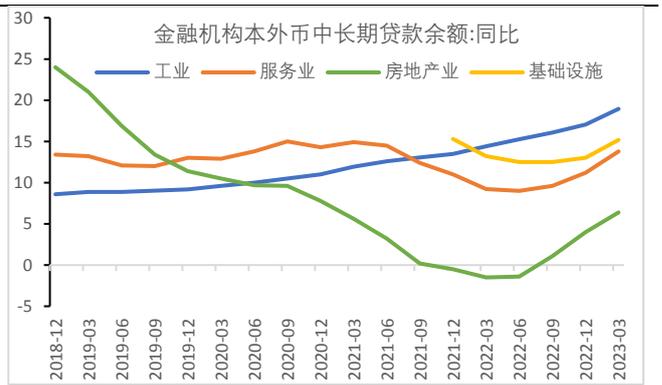
中长期贷款是企业信贷的主要支撑。2022年下半年以来，非金融企业新增中长期人民币贷款同比大幅多增。如2023年1-4月非金融企业新增人民币贷款2.0万亿元，其中，新增中长期人民币贷款3.1万亿元，短期人民币贷款1.0万亿元，票据融资-2.2万亿元。分行业看，2022年下半年以来，基础设施建设、工业、服务业、房地产等重点领域中长期贷款余额增速均有所回升。

图表 15：非金融企业中长贷同比多增



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

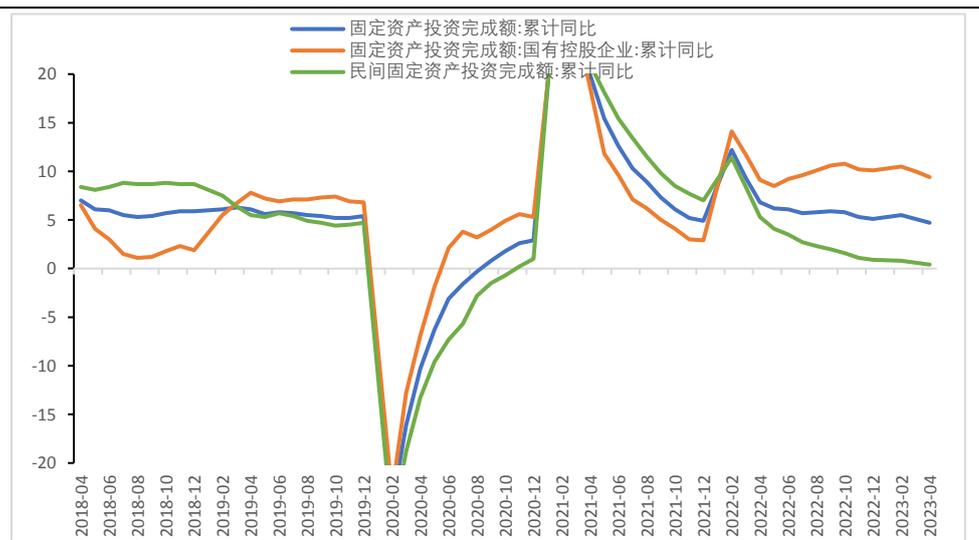
图表 16：各行业中长期贷款增速回升



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

企业中长期贷款或主要流向国企，用于相关领域投资。企业中长期贷款主要用于投资，其流向可从各类型企业固定资产投资完成额数据中大致推测。2022年以来，国有控股企业固定资产投资完成额增速高于民间，2023年1-4月前者同比增长9.4%，远高于总体投资增速；后者同比增长0.4%，远低于总投资增速。国企和民营企业的投资增速差距扩大，反映民企投资意愿偏弱，流动性更多的是通过国有企业信贷转化为投资。

图表 17：民间固定资产投资落后于国企



资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

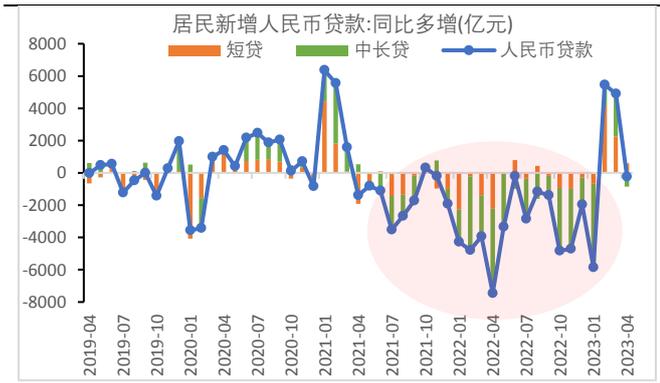
1.2.3. 居民部门：购房、消费意愿低迷，流动性较难进入实体

居民部门资产负债表收缩，流动性进入较少。2021年下半年以来，居民贷款增速放缓，短贷、中长贷同比增量转负。2023年初在低基数和国内经济快速

修复的背景下，居民信贷短期好转，但4月份金融数据转向，居民新增人民币贷款再次同比少增，信贷修复可持续性待观察。

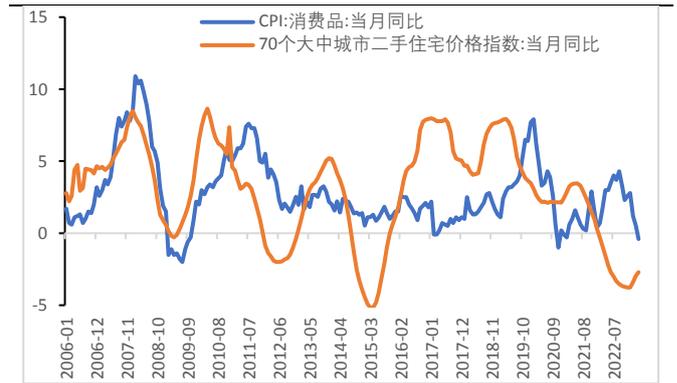
居民短贷指贷款期限在1年以内（含1年）的贷款，主要用于日常消费、经营周转等；中长贷指贷款期限在1年以上（不含1年）的贷款，主要用于住房、汽车等大宗消费。居民短贷、中长贷减少，意味着货币流向消费、地产等领域的通道受阻，消费品、商品房价格承压。2023年4月份，国内消费品CPI同比下降0.4%，为2009年金融危机结束后的次低点；70大中城市二手住宅价格同比降低2.7%，连续15个月回落。

图表 18：居民短贷和中长贷同比少增



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 19：消费和地产价格走势低迷



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

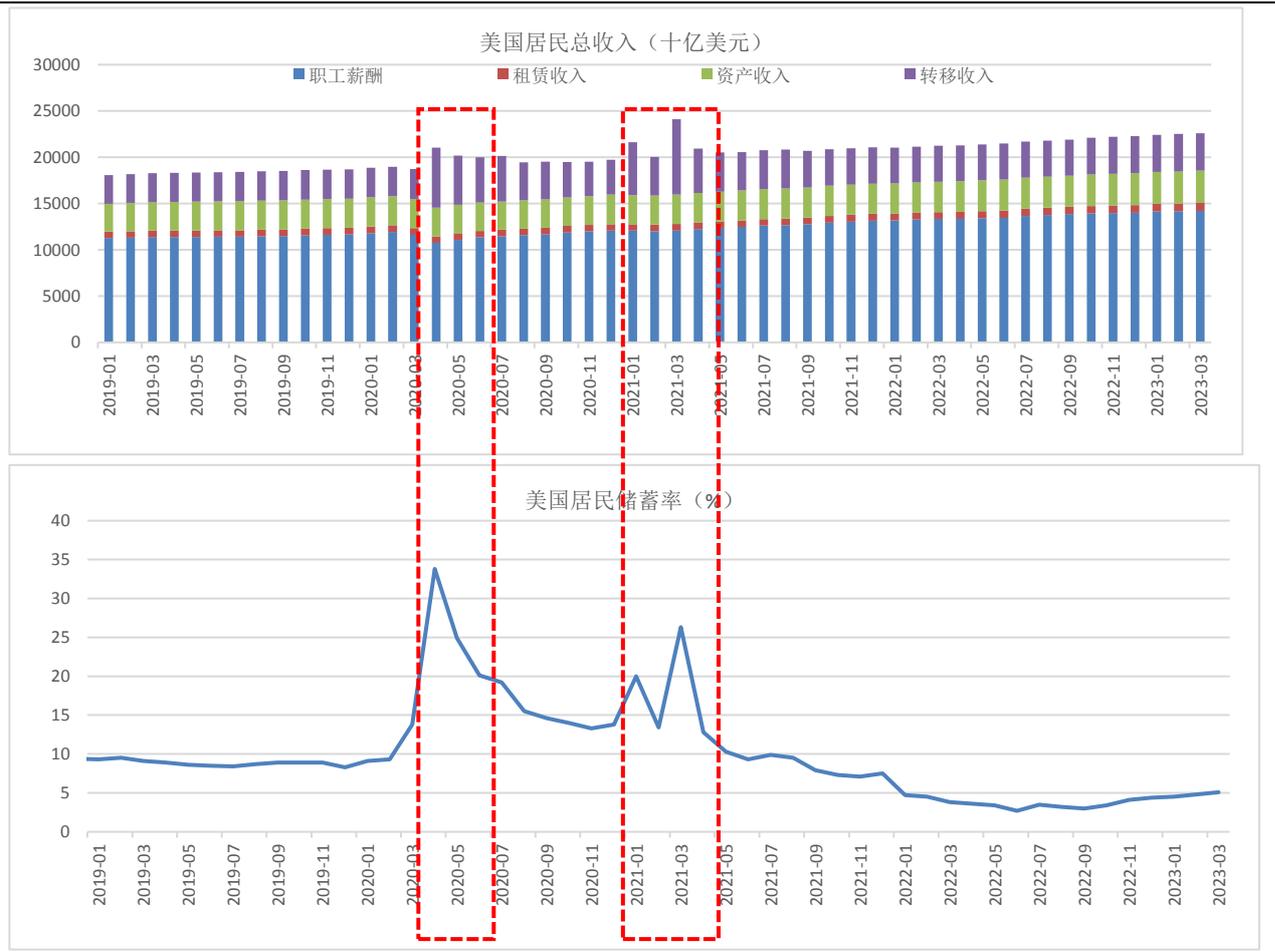
1.3. 供需循环受阻，国内流动性“窖藏”

1.3.1. 美国货币直接投向家庭部门，流动性延“居民收入→储蓄→消费”路径传导

2020年美国出台大规模政策刺激和补助后，转移支付短期大幅上升。如2020年二季度，美国转移支付收入同比增长76.9%，拜登政府执政后进一步推出新的刺激政策，2021年一季度转移支付收入同比增长87.5%。在转移支付作用下，美国居民收入不降反增，如2020年二季度和2021年一季度，美国居民总收入分别同比增长10.7%和16.1%。

转移支付最初转换为居民储蓄，随着经济不确定性减弱，超额储蓄逐步向消费释放。2020年Q2和2021年Q1，美国居民在收到转移支付后，储蓄率脉冲式提升，从此前的10%左右一度升至30%以上。进入2022年后，美国经济逐步回归正轨，转移支付有所减少，居民储蓄率降至5%以下，远低于疫情前水平，反映前期超额储蓄通过投资、消费等渠道，向实体经济释放。

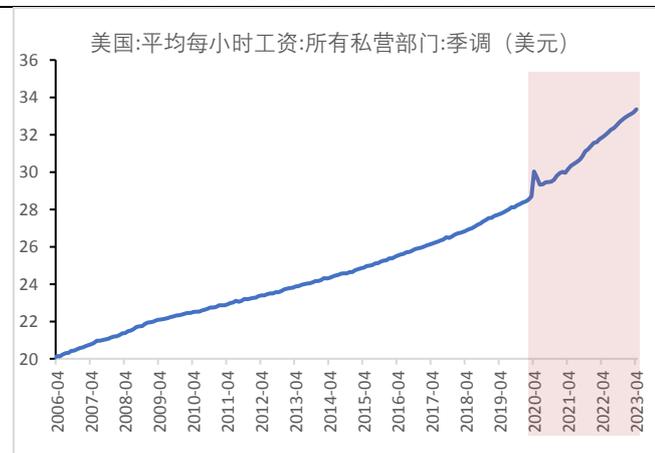
图表 20：美国转移支付弥补居民收入缺口，形成超额储蓄



资料来源：美国经济分析局，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 3 月

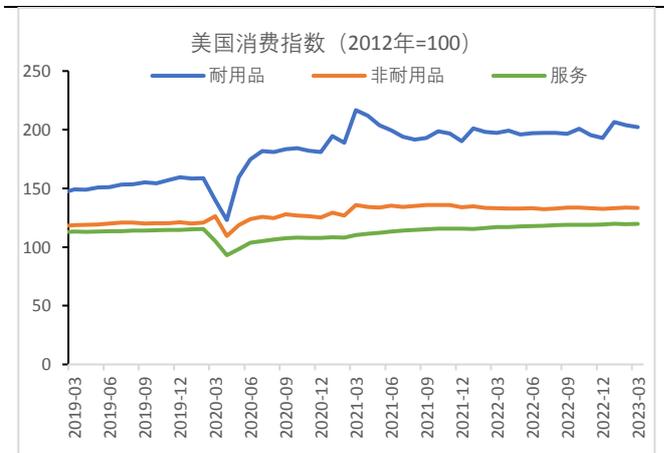
流动性在实体循环加速，工资-物价螺旋式上升。除了逆周期政策释放流动性，改善居民资产负债表外，在逆周期政策后美国居民工资收入水平持续提升，为消费高景气提供了强力保障。2023 年 4 月份，美国私营部门平均每小时工资达到 33.4 美元，较 2019 年末提高 5.0 美元，薪资涨幅 17.6%。由于具备稳定的收入来源，居民消费意愿提升，美国耐用品、非耐用品、服务消费先后增长，由政策释放的货币逐步进入实体产业中。

图表 21：美国居民工资收入水平提升



资料来源：美国经济分析局，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 22：美国商品和服务消费回升

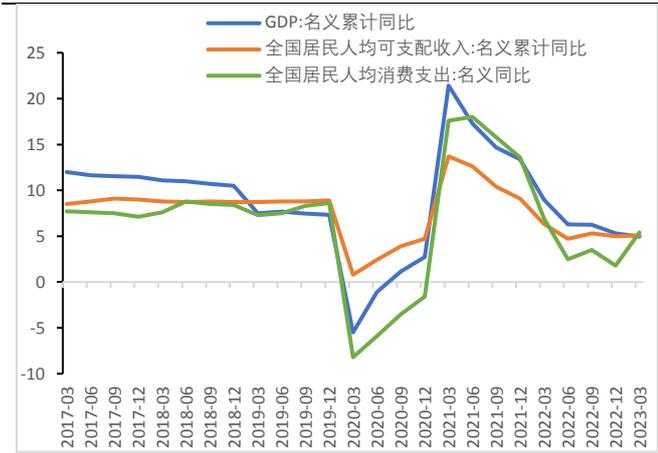


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

1.3.2. 国内流动性难以进入需求端，淤积于金融系统

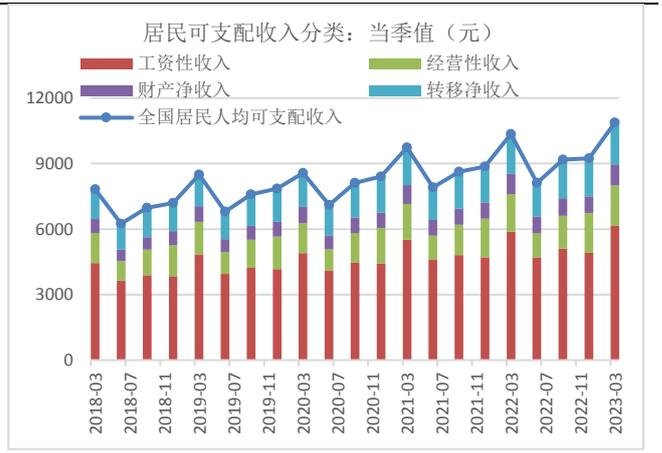
国内居民得到转移支付收入较少，可支配收入增速落后于经济增长。疫后居民收入受冲击明显，人均可支配收入增速下台阶，由此前的9%左右降至5%左右，且2021年以来，全国居民人均可支配收入同比增速持续低于同期名义GDP增速。同时，由于逆周期政策主要从供给端发力，疫情期间全国居民人均转移净收入增长不显著，未能起到弥补居民收入缺口的作用。

图表 23：居民收入落后于经济增长



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

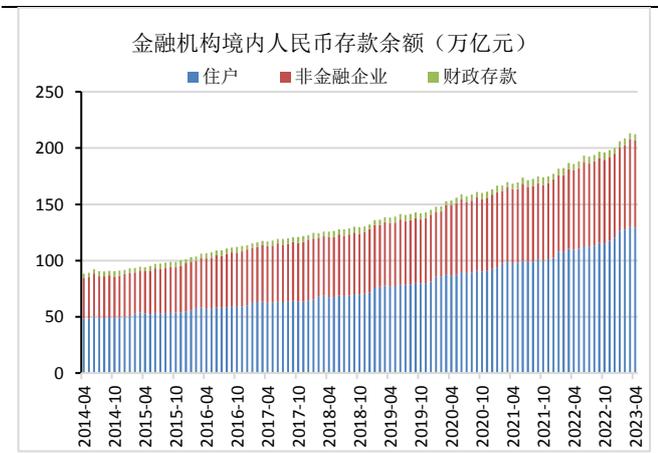
图表 24：居民转移收入并未明显增长



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

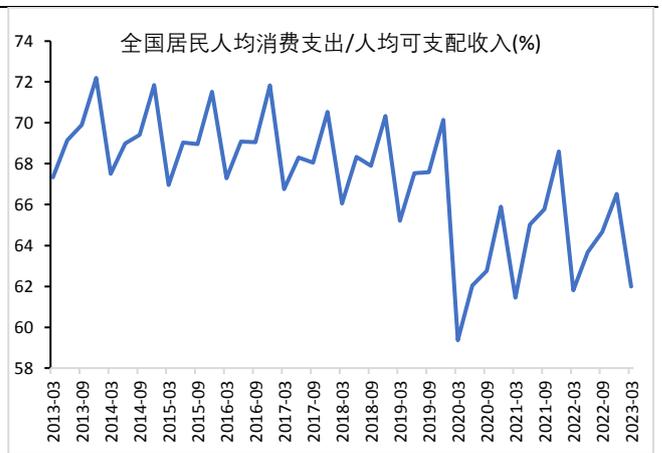
国内“超额储蓄”更多的来自对消费的挤占。2020年以来，我国居民存款快速增长，2023年4月国内住户存款余额129万亿元，较2019年底增长48万亿元。区别于美国超额储蓄主要来自政府对居民部门的转移支付，我国的“超额储蓄”是在居民收入未明显增长的情况下形成的，主要由于居民消费边际倾向降低。如2023年一季度，全国居民人均消费支出占居民人均可支配收入的62.0%，较2019年同期低3.2个百分点，意味着通过消费等行为向实体经济释放的流动性减少。同时，由于我国“超额储蓄”没有薪资上涨、转移收入提高等收入性因素作支撑，避险意味较强，缺乏像美国那样“将额外新增收入暂时储蓄，平摊至后续消费”这样的强逻辑，储蓄向消费转化的过程或不如美国顺畅。

图表 25：国内居民储蓄增长



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 26：居民可支配收入用于消费的比重下降



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

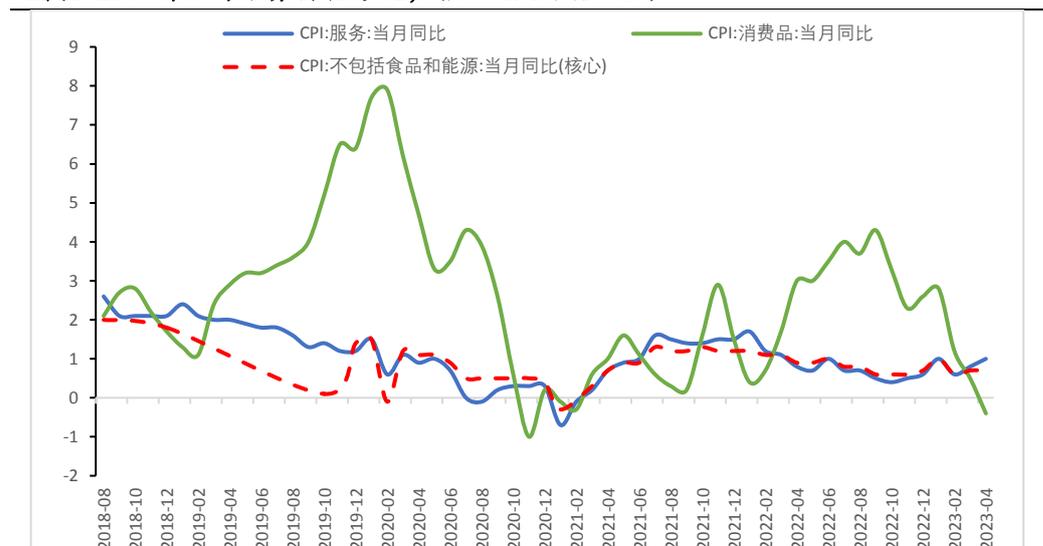
2. 物价回升或偏慢，超额流动性有望进入“蓄水池”

2.1. 国内暂无通缩风险，但物价回升或偏慢

国内经济稳步修复中，预期边际改善。国际上通货紧缩的定义是物价总水平持续下降，往往还伴随着货币供应量的减少和经济衰退。而国内经济目前处于修复期，2023年4月政治局会议明确指出“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势”，反映决策层对国内经济前景较为乐观。从实际数据看，2023年4月我国M2和社融增长分别同比增长12.4%、10.0%，增速保持稳定；同时综合PMI产出指数为54.4%，尚处于扩张区间，表明我国经济运行持续好转，不符合通缩的特征。

国内不存在长期通缩或通胀的基础，需求修复带动物价上修可期，但回升节奏或偏慢。当前国内经济延续复苏节奏，我们预计服务业CPI温和回升，对核心CPI的支撑作用增强，拉动物价整体上行；但居民收入预期偏弱，对住房、汽车、装修等大宗商品消费偏谨慎，将限制物价回升幅度。

图表 27：商品与服务价格分化，核心CPI低位运行

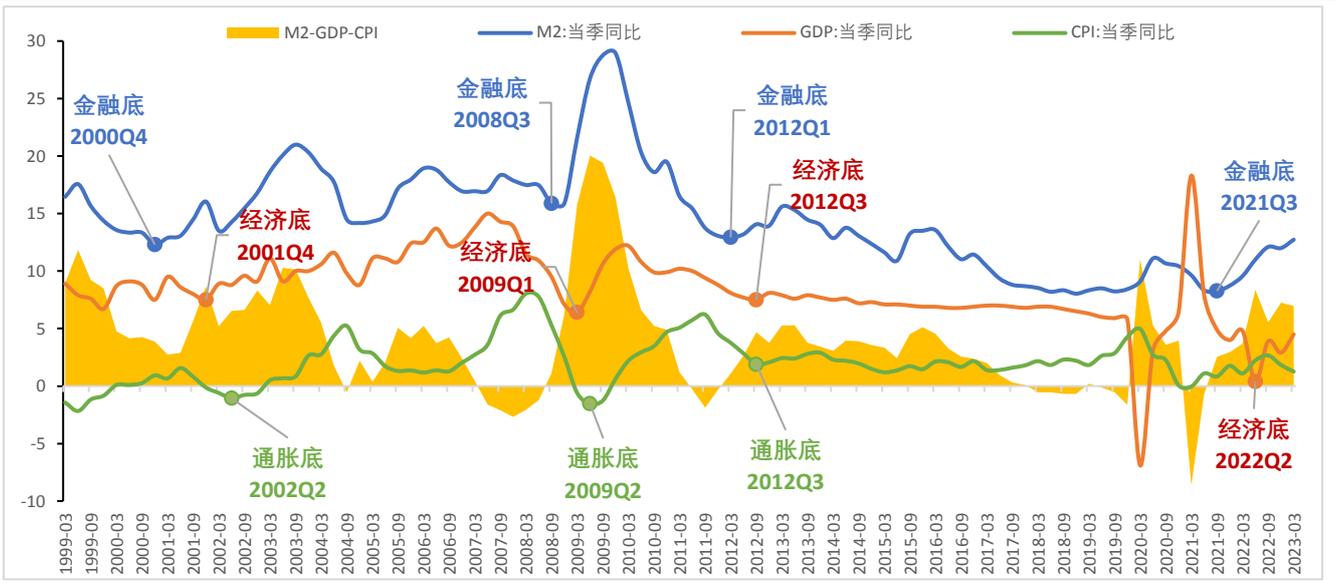


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

2.2. “窖藏”流动性短期亟需“蓄水池”

历史经验表明，国内金融底早于经济底，早于通胀底。如2000年、2008年、2012年三次经济下行后的复苏周期，M2拐点分别领先GDP拐点4个季度、2个季度、2个季度，领先CPI拐点6个季度、3个季度、2个季度。本轮M2拐点出现于2021年Q3，较2022年Q2的GDP拐点领先3个季度，而CPI拐点尚未确认。周期错位本质是政策的滞后性和公众预期的滞后性。在经济下行阶段，投放流动性、降息等逆周期政策有较强的滞后性，尤其是国内政策传导链条较长，从最初的货币政策发力到经济回暖，需要2~4个季度时间，而公众普遍预期改善则需要更长时间。

图表 28：金融周期、经济周期、通胀周期错位



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 3 月

周期错位引发短期超额流动性效应，短期需要资本市场“蓄水池”。货币政策投放的超额流动性在短期内难以传导至产出端和价格端，但这一时间段内实际货币数量明显增加，流动性未充分使用，大概率在资本市场中寻求资金“蓄水池”。可选的去向包括房地产、股市、债市等，造成资产价格波动。如 2008 年金融危机后，以 M2-GDP-CPI 衡量的超额流动性指标升至高位，且短期并未直接流入实体，而是由债市、股市、楼市先后承接流动性，2008 年 8-11 月中债全价指数上涨近 10%，2009 年 1-7 月上证指数上涨近 90%，2010 年新建商品住宅价格涨幅一度达到两位数。

图表 29：债市、股市、楼市承接超额流动性

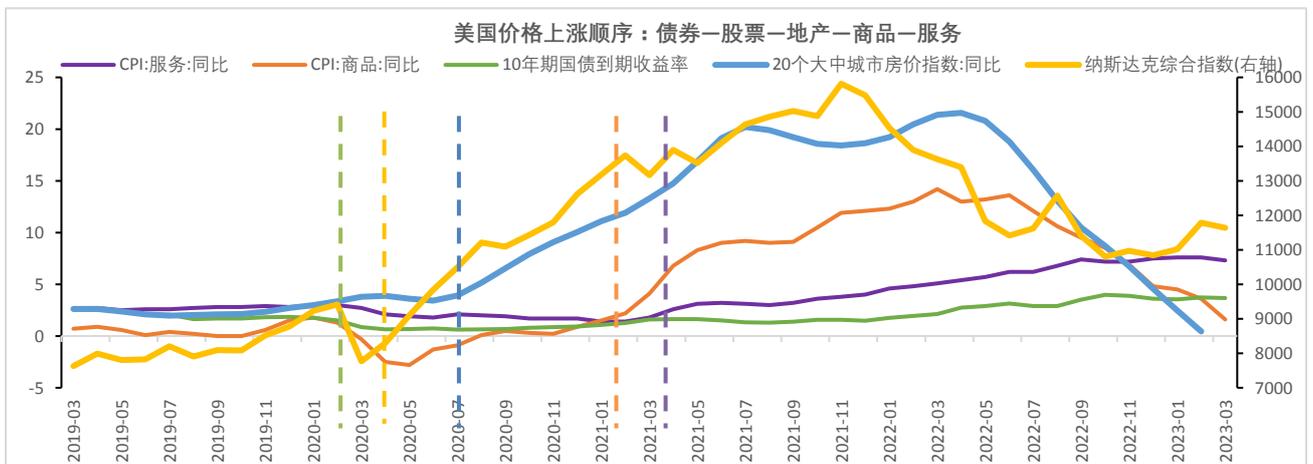
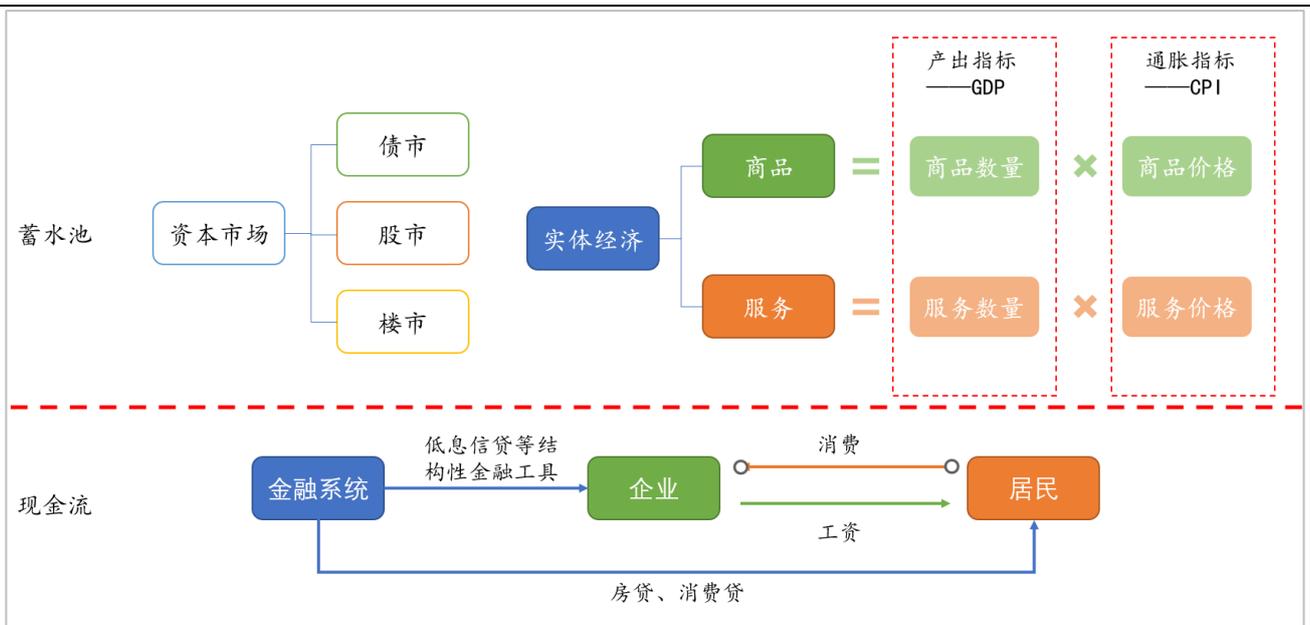


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 3 月

3. 超额流动性何去何从？

2022 年以来，以 M2-GDP-CPI 衡量的超额流动性指标再次升至高位，根据美国本轮复苏的经验，流动性大概率率先进入资本市场，之后向实体经济逐步释放。结合国内现状，我们认为将按三条路径演绎，**资产价格、商品价格、服务价格依次抬升**，其中，**短期超额流动性大概率留存在资本市场，推动权益类资产估值中枢上移。**

图表 30：流动性传导图

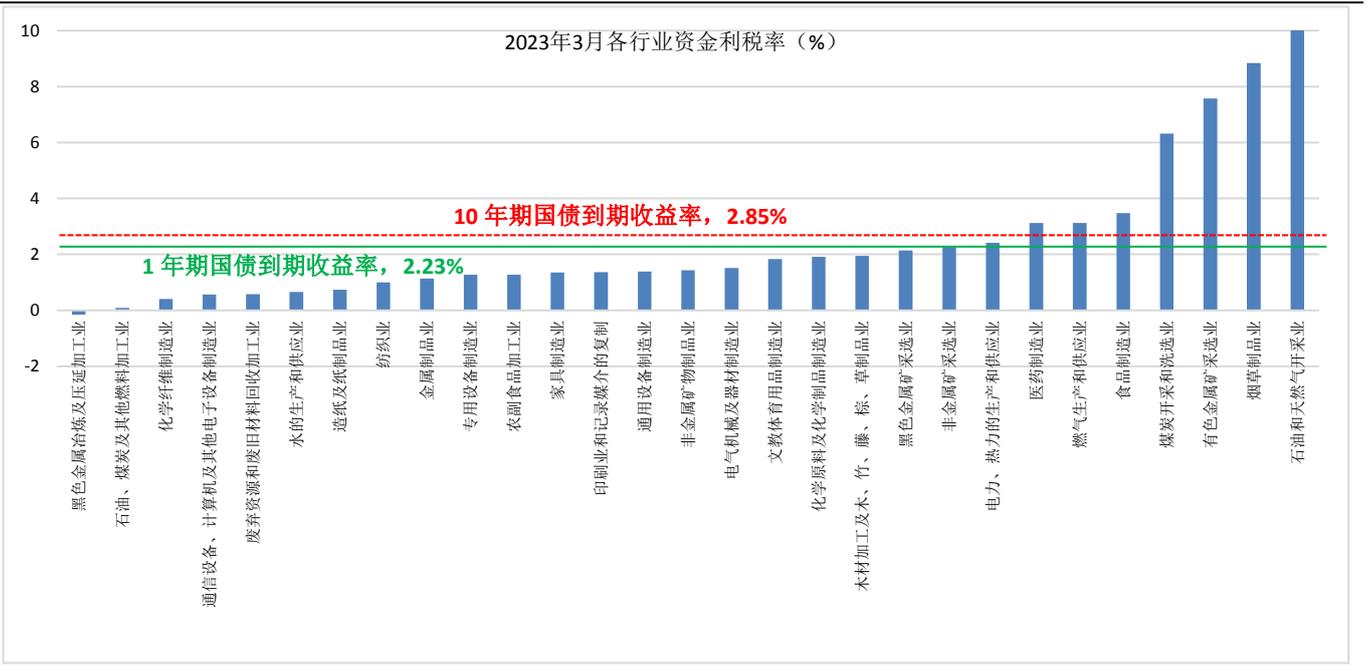


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 3 月

3.1. 路线一：资本市场成资金蓄水池，股票类资产估值有望提振

实体经济收益率偏低，短期流动性或将继续在存留在金融系统中。2023 年 3 月份，除石油、煤炭、有色、烟草等资源型行业外，其余行业工业企业资金利税率低于国债到期收益率，利润水平在无风险利率下方，资金进入实体经济动力不足。往后看，短期 PPI 仍处于下行周期，且出厂价格降幅大于购进价格，预示工业企业利润端还将继续承压，预计资金还在暂存与收益率更高的金融系统中。

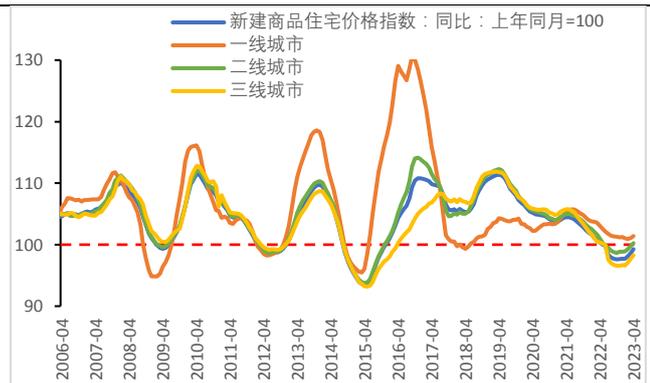
图表 31：大部分实体行业利润低于同期无风险利率



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

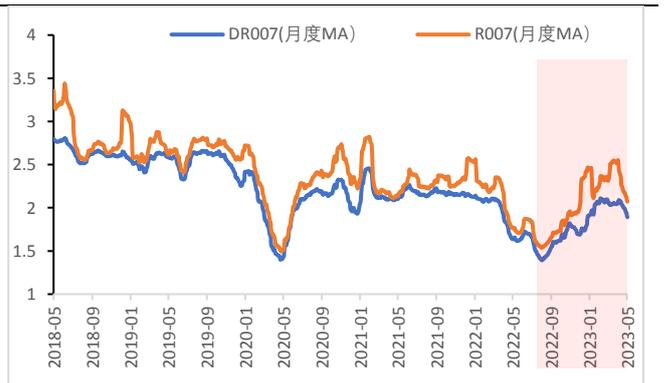
股权资产或率先收益，估值中枢有望上行。金融系统的资金主要进入债市、股市、楼市等资金蓄水池中。其中，楼市风险尚未完全释放，且在需求趋势性下行和“房住不炒”总基调下，收益趋于下降，对资金的吸引力有限。债市方面，国内经济平稳复苏背景下，政策利率进一步调降概率偏低，以 DR007 衡量的市场利率边际上行，债券资产面临贬值压力。因此，股市或为当前超额流动性最优蓄水池，具体方向上，根据此前报告《复苏中的投资机会（四）：财政模式或迎变革，关注资本市场、信息技术方向机会》，预计中国特色估值体系和数字经济两条主线将是超额流动性关注焦点。

图表 32：商品房价格趋降



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 33：利率边际上行



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-5-25

3.2. 路线二：政策继续主导流动性投放，推动相关商品价格上行

稳增长政策逐步落地生效，引导流动性进入实体部门，地方政府、央国企或为主要流动性承接者，制造业投资、基建投资、房地产投资受益。2022年下半年以来，投资托底经济作用强化，配套货币政策逐步出台。如调增政策性银行信贷额度 8000 亿元、政策性开发性金融工具 3000 亿元以上、设备更新改造专项再贷款 2000 亿元、保交楼专项借款 2000 亿元。当前定向支持基建、制造

业、房地产投资的货币政策处于落地生效期，根据央行统计数据，2023年3月末，制造业中长期贷款余额同比增长41.2%，比各项贷款的增速高29.4个百分点；基础设施领域中长期贷款余额同比增长15.2%，比各项贷款的增速高3.4个百分点。

图表 34：政策引导流动性进入基建、制造业、房地产投资领域

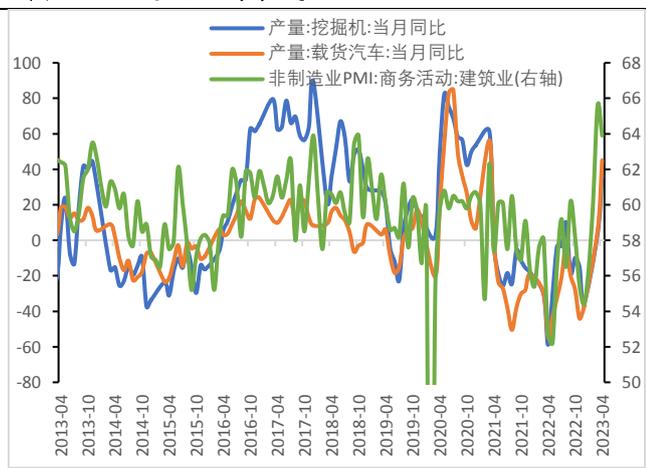
时间	会议或机构	内容	支持领域
2022. 6. 1	国常会	对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。	基础设施建设
2022. 6. 29	国常会	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。	补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金
2022. 7. 28	政治局会议	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。	基础设施建设投资
2022. 8. 29	央行	由央行指导，国家开发银行、中国农业发展银行等政策性银行推出“保交楼”专项借款，规模达到2000亿元，这笔专项借款封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付。	房地产投资
2022. 9. 7	国常会	依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜	交通、市政和产业园区基础设施、棚改等领域
2022. 9. 28	央行	设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款，设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上	制造业、社会服务领域和中小微企业

资料来源：中国政府网，央行，中国日报，东方财富证券研究所

工程项目开工建设提速，建筑原材料或拉动商品价格上行。2023年2月份以来，建筑业商务活动指数维持在60%以上的高景气区间，同时，挖掘机、载货汽车等主要工程机械产量恢复正增长，反映在政策催化下，新一轮建设周期重启信号渐显。2022年下半年以来，螺纹钢、玻璃、沥青等主要建筑业原材料价格趋于回升，预计受流动性进入建筑行业、工程项目开工建设提速影响，将进一步拉动相关大宗商品需求。

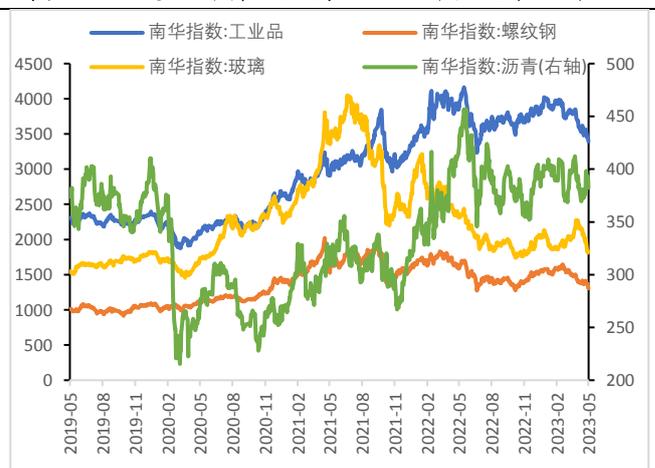
政策主导的商品需求范围和数量有限，特别是在当前外资和民间资本投资下行背景下，吸纳流动性能力偏弱，短期资本市场流动性大规模向商品转移的概率较低。

图表 35：建筑业高景气



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 36：建筑材料和主要工业品价格趋于上行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-5-25

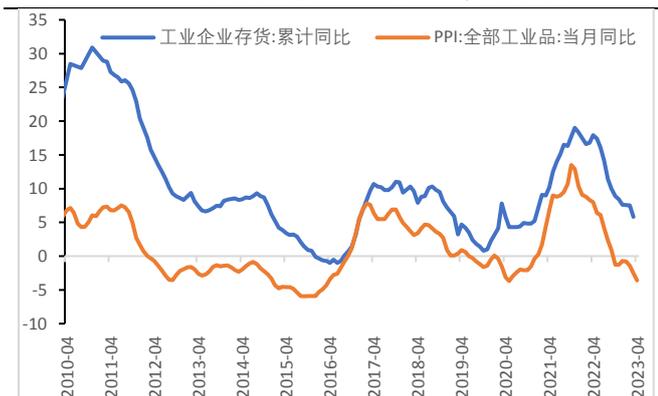
3.3. 路线三：回暖信号有待进一步明确，预计实体经济在下半年逐步吸纳流动性

私人部门是服务消费和大部分商品消费的主体，实体经济吸纳流动性的时间点，取决于流动性向私人部门传导的顺畅程度和私人部门的消费意愿。

一方面，流动性进入居民、私营企业等私人部门链条较长。根据第一部分结论，国内流动性不会直接进入私人部门，而是需要建立“企业利润-就业-居民收入-消费-企业利润”良性循环。我们预计在当前 PPI 下行周期叠加企业去库存周期背景下，循环的第一步企业利润回升大概率在下半年启动，流动性真正进入私人部门仍需时日。

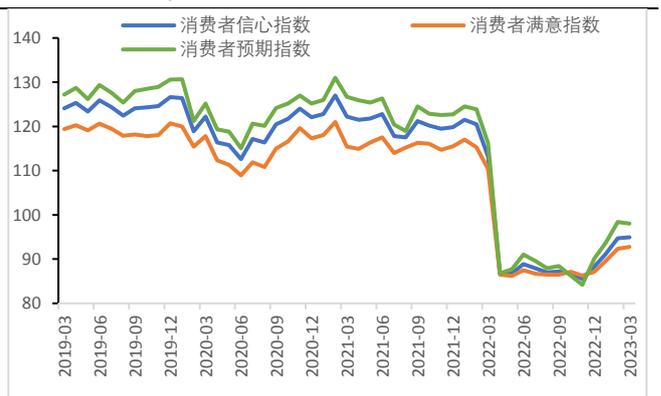
另一方面，预期修复缓慢，住户部门“超额储蓄”等“窖藏”流动性释放速率不宜高估。3 月份消费者信心指数、消费者满意指数、消费者预期指数分别录得 94.9%、92.8%、98.0%，仍远低于 2022 年以前水平，反映消费者对经济前景、收入水平、收入预期等方面偏悲观，信心修复缓慢。因此，流动性进入私人部门后，用于消费的比例大概率缓慢恢复，实体经济将逐步吸纳流动性，而非短期快速“抽水”。

图表 37：PPI 拐点领先于工业企业库存拐点



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

图表 38：消费者信心偏弱



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 3 月

【风险提示】

地缘政治摩擦加剧，外部不确定性加大
海外经济衰退风险

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。