

## 关于金融周期：一些思考和猜想

### 报告要点：

● 5月金融数据的拐头向下，引发了众多猜想。究其原因，应该是短贷及票据出现了意外收缩，当然，政府融资链还在向下，但这个事实并不令人意外。

● 我们有很多种方式可以解读短贷及票据的向下，譬如：

- 1) 票据在新规及基数压力之下，出现了相对明显的下降；
- 2) 银行在净息差压力之下，开始少贷甚至不贷短贷；
- 3) 银行的降薪影响了渠道人员的积极性；
- 4) 企业融资的压力在减轻，开始把融资重点放在长期负债上。

● 但无论是哪种原因，都避不开两个问题：

1) 如果银行有充足的流动性的话，即使某些融资渠道需求不足或被堵住，为何银行不把这些流动性迅速投向其他资金需求之上，为何总量的融资数据是收缩的；

2) 如果是需求全面收缩的问题，银行落入流动性陷阱，那为何去年下半年在需求更加低迷的状态下，融资数据却一路向上。

● 经过了一些思考和排除，我们认为相对更有可能性的是：银行的流动性出了问题，而不是需求出了问题：

1) 简单回顾一下便知，从去年年中开始，DR007 和 R007 便从一个很低的位置开始持续上行，直到今年一季度末，这个上行势头才止住，这背后应该是央行在持续收紧流动性；

2) 这确实会导致接下来的一段时间，银行对实体的信贷及信用存在收缩风险。

● 这个解释能够排除掉其他疑问，尤其是需求问题：

1) 如果需求不行，那么当前的长贷明显好于短贷，甚至居民按揭贷款也有所加速，这些结构性特征是有悖于弱需求这个猜想的；

2) 如果企业流动性变得充裕，那为何非标在持续提速，非标规模增速创5年以来的最高水平。

● 当然我们需要时间去坐实这个结论，但如果不是流动性陷阱的话，那其实融资周期不太会快速拐头向下：

1) 毕竟虽然这一轮货币收紧存在一些持续性，但其力度总体微弱，而且这个收紧不是周期性的；

2) 虽然往后来看，需求的压力不小（居民贷款、政府融资），但按照资金可以出清的假设，只要货币政策还在放松状态，融资不太会持续萎缩。

● 那么，资产荒这个逻辑依然可以说通，国债 30Y-10Y 利差的收窄还未结束，AI 产业链以及高股息的机会仍然存在。

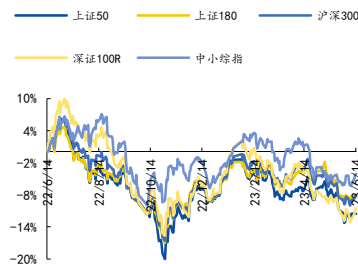
● 但在资产配置上，一旦宏观变平，后续的大类资产会落入一个略为混沌的状态，即债券虽然占优，但收益率下行空间可能有限，其他资产虽然有空间，但与宏观的方向不匹配。在这一情况下，建议我们在各类资产投资上更多去挖阿尔法层面的机会，利率债在增配超长期债券的同时，可以在 10Y 以下这个区间适度降降久期。

风险提示：宏观政策落地不及预期。

### 主要数据：

上证综指：	3228.99
深圳成指：	10984.56
沪深 300：	3864.02
中小盘指：	3997.44
创业板指：	2163.34

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《大城小债的那些事儿 20230602-20230609》

2023.06.11

《价格在变平：5月物价数据印象》2023.06.09

### 报告作者

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

## 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。

## 免责声明

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