

关于金融周期的几个关键点

报告要点:

● 大家都在关注新增社融和新增信贷，但其实，对金融周期最有意义的口径是存量同比，从这个口径看，这期的数据不如表面上看上去那么美好，至少信贷增长速度、社融增长速度和M2都是下降的，这代表着，本期新增口径的数据虽然高于预期，但确有季节性的原因在。

● 当然，从另一面讲，即使金融数据在减速，我们对金融数据也不用太悲观：

1) 我们还是强调，当前没有太多流动性陷阱的迹象，毕竟银行的信用投放是没有问题的，无论从信贷还是银行的三大债权（对居民、非金融机构、其他金融机构）来看，这些数据并没有破位，即使短时调整，在形态上仍然处于上升的轨道之内；

2) 至于社融，应该更多所受的是政府融资的拖累，这并不令人意外，毕竟今年地方政府专项债的规模增速是下降的，而且存在靠前发力的情况，此外，化债对政府的杠杆扩张也存在影响。

● 那接下来的一个关键问题就是，政府融资对宏观经济是否也存在关键性影响：

1) 其实，政府行为在融资和基本面中的影响是不一的，政府融资在社融中的占比可达25%左右，但政府投资占GDP的比重却在17%左右，也就是说，如果按照政府融资对社融的影响去推政府投资对GDP的影响的话，这个线性的斜率会放缓30%左右；

2) 当然，从一个更宏观的角度，如果不存在流动性陷阱的情况的话，那只要流动性到位，银行就能把流动性投放出去，实体层面的流动性就不至于掣肘太多，差异只是，这些流动性中有多少能够进入政府投融资体系而已；

3) 况且，今年基建的实际口径资金来源未必是下降的，今年以来政府债券融资仅仅放缓了3.3%，但PPI至今已经跌了4.7%。

● 此外，当前在贷款上的结构是，企业贷款偏强：

1) 6月住户贷款新增1308亿元，较5月增量减少了2364亿元；主要系短期贷款所致，但中长期贷款在近两月的增量也处近十年间的偏低水平；

2) 6月企业中长期贷款继续保持在18%以上高增长，显示企业对未来的预期并不弱，与此呼应的是，制造业投资的实际增速自去年6月开始拐头向上。

● M2的下降主要应该不是金融周期使然，我们知道，大部分M2都是由信贷所创造的，但如果财富出现集体搬家，也会造成M2与信贷之间的背离，如今M2相对信贷表现偏弱，其背后很可能是在不确定性消逝后，去年离开资本市场的钱又慢慢回到资本市场中去。

● 这使得剩余流动性的投资逻辑又增加了一层安全保障，充裕的剩余流动性利好不可证伪类资产，譬如此前涨势良好的20~30年期超长期利率债、AI、高股息可能行情都仍会延续。

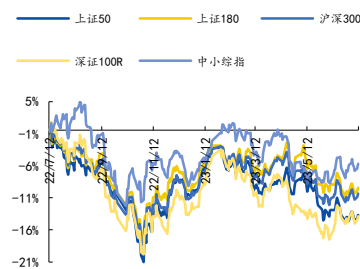
● 最后的问题是，如果货币政策变化不大，但社融一再减速，债券收益率会不会再下一个台阶：

1) 社融仅仅代表了资金流通速度，如果从量的角度来看，银行的信用派生没有问题，债券的配置资金不会因此而增加；

主要数据:

上证综指:	3221.37
深圳成指:	11028.68
沪深300:	3869.49
中小盘指:	3993.31
创业板指:	2216.78

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《后续PPI的方向和弹性》2023.07.10
- 《宏观与大类资产周报: 博经济下行的胜率在收敛》2023.07.09

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

-
- 2) 至于从实体回流债市的资金，很多资金都在长期和超长期债券上，现在来看，在充分的衰退交易之后，10Y 国债收益率已经跌到 2.6% 这个比较强的支撑线上，如果再进一步下降，还是要等待货币政策的证据；
 - 3) 如果后续经济和货币政策同时变平，配置盘的边际增量可能会慢慢消失，如果这个判断成立，收益率的大势也应该是变平的。

风险提示：宏观政策落地不及预期。

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”)在中华人民共和国境内(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