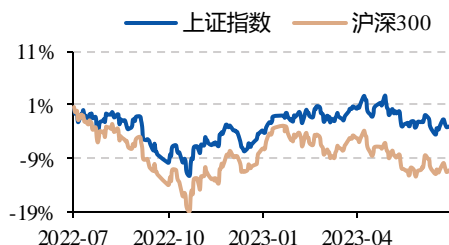


“货币-信用”流动性分析框架理论与实际研究

大类资产专题深度

2023年07月11日

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-0.86	-3.72	-4.54
沪深300	0.20	-6.77	-13.20

黄红卫

分析师

执业证书编号:S0530519010001
huanghongwei@hncasing.com

叶彬

研究助理

yebin@hncasing.com

相关报告

- 1 经济金融高频数据周报 (7.3-7.7) 2023-07-09
- 2 财信宏观策略&市场资金跟踪周报 (7.10-7.14): 市场继续磨底, 中长线看好 A 股 2023-07-09
- 3 经济金融高频数据周报 (6.26-6.30) 2023-07-02

投资要点

- “货币-信用”流动性组合划分: 央行“宽货币”行为一般是为了达到“宽信用”效果, “紧货币”行为一般是为了达到“紧信用”效果。由于货币政策时滞性带来的窗口期和实体经济融资需求与预期有偏差, 央行的货币行为达不到预期效果, 因此市场就产生了“宽货币+紧信用”和“紧货币+宽信用”这两种过渡状态。
- 大类资产在不同流动性组合表现: 结合行情回溯, “宽货币+紧信用”时, 债券表现最佳, 因为资金供给意愿很强, 而社会融资需求不旺盛, 导致利率下降, 债券价格上涨; “宽货币+宽信用”时, 股票表现最佳, “双宽”状态下一般反映经济增长水平恢复和企业盈利改善, 同时利率相对较低, 提升了市场对股票的估值和预期; “紧货币+宽信用”时, 经济增长水平保持相对高位, 信用扩张程度较深, 企业经营生产活动活跃, 大宗商品需求旺盛, 企业盈利增长较快, 商品和股票都有不俗表现; “紧货币+紧信用”时, 往往代表经济增速下行、企业经营活动放缓、盈利水平恶化, 对大宗商品的需求下降, 同时流动性偏紧, 因此“双紧”状态下股票、商品和债券表现较为不确定。
- 股票风格在不同流动性组合表现: “宽货币+紧信用”状态下, 一般经济增速处于下行或者筑底时期, 以配置现金流及业绩有保障的稳定、消费风格等偏防御属性股票为主; “宽货币+宽信用”状态下, 往往经济增速处于上行或者复苏时期, 市场流动性充裕且企业盈利普遍改善, 投资者风险偏好提高, 以配置成长、金融风格等偏进攻股票为主; “紧货币+宽信用”状态下, 经济过热、企业盈利水平较高, 以配置金融、周期、消费风格这类受益相对更大的股票为主; “紧货币+紧信用”状态下, 流动性偏紧缩、通胀水平较高, 以配置市值偏小的成长风格、具备稳定盈利的消费风格为主。
- 投资建议: 预计未来一段时间, 经济增长弱修复趋势将会持续存在, 央行大概率会延续保持流动性合理充裕的操作思路, “宽货币”环境大概率将长期存在。受制于工业企业利润下滑、房地产持续低迷、居民收入增速趋缓等因素, 市场信心不足, 压制“信用”环境转宽; 但随着消费稳步复苏、贷款成本走低等因素影响, 为“信用”环境转宽提供了有力保障, “信用”环境将会逐渐完成底部构筑, 待政策发力时转入“宽信用”环境。在“宽货币”环境长期持续情况下, 建议部分配置债券作为防守资产; 在“紧信用”转换“宽信用”时期, 建议逐步建仓股票作为进攻资产。股票风格配置方面, 建议配置稳定、消费风格股票作为防守资产, 布局成长风格股票作为进攻资产。
- 风险提示: 数据指标具有滞后性, 货币政策超预期, 国内经济增速超预期, 海外冲击超预期。

内容目录

1 认识流动性	4
1.1 流动性定义	4
1.2 狭义流动性	4
1.3 广义流动性	7
1.4 小结	8
2 “货币-信用”流动性分析框架	9
2.1 “货币-信用”流动性组合	9
2.2 “宽货币+紧信用”下大类资产配置	14
2.3 “宽货币+宽信用”下大类资产配置	15
2.4 “紧货币+宽信用”下大类资产配置	16
2.5 “紧货币+紧信用”下大类资产配置	16
2.6 小结	17
3 “货币-信用”组合下股票风格表现	18
3.1 “宽货币+紧信用”下股票风格表现	18
3.2 “宽货币+宽信用”下股票风格表现	19
3.3 “紧货币+宽信用”下股票风格表现	20
3.4 “紧货币+紧信用”下股票风格表现	21
3.5 小结	22
4 国内“货币-信用”流动性组合分析	22
4.1 “货币”状态及预测	22
4.2 “信用”状态及预测	24
4.3 资产配置建议	26
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 央行公布的超储率 (%)	5
图 2: “货币-信用”组合划分	10
图 3: R007 与 1 年期国债走势 (%)	10
图 4: M2 与社融同比增速 (%)	11
图 5: 沪深 300 月度平均值 (点)	13
图 6: 南华综合指数月度平均值 (点)	13
图 7: 中债国债总指数月度平均值 (点)	14
图 8: 工业增加值 (%)	22
图 9: 固定资产投资增速 (%)	22
图 10: 房地产主要指标 (%)	23
图 11: 基建投资同比增速 (%)	23
图 12: 液压挖掘机内销累计同比增速 (%)	23
图 13: 制造业投资同比增速 (%)	24
图 14: CPI 同比增速 (%)	24
图 15: 工业利润同比增速 (%)	24
图 16: 中国中小企业信心指数(点)	24

图 17: 社零同比增速 (%)	25
图 18: 消费者信心指数 (点)	25
图 19: LPR 报价 (%)	25
图 20: 贷款加权平均利率 (%)	25
表 1: “宽货币”阶段	11
表 2: “紧货币”阶段	11
表 3: “宽信用”阶段	12
表 4: “紧信用”阶段	12
表 5: “货币-信用”组合划分情况及大类资产表现	12
表 6: “宽货币+紧信用”各时期大类资产表现	14
表 7: “宽货币+宽信用”各时期大类资产表现	15
表 8: “紧货币+宽信用”各时期大类资产表现	16
表 9: “紧货币+紧信用”各时期大类资产表现	17
表 10: 理论上不同组合下大类资产配置建议	17
表 11: 2005 年以来不同组合下大类资产实际表现	18
表 12: 各风格指数在“宽货币+紧信用”所有时期涨跌幅	18
表 13: 各风格指数在“宽货币+紧信用”所有时期涨跌幅排名	19
表 14: 各风格指数在“宽货币+宽信用”所有时期涨跌幅	19
表 15: 各风格指数在“宽货币+宽信用”所有时期涨跌幅排名	20
表 16: 各风格指数在“紧货币+宽信用”所有时期涨跌幅	20
表 17: 各风格指数在“紧货币+宽信用”所有时期涨跌幅排名	20
表 18: 各风格指数在“紧货币+紧信用”所有时期涨跌幅	21
表 19: 各风格指数在“紧货币+紧信用”所有时期涨跌幅排名	21
表 20: 各流动性组合下股票风格配置建议	22

1 认识流动性

1.1 流动性定义

流动性是一个经济学和金融学中常用的概念，它有多种含义和分类。一般来说，流动性指资产能够以一个合理的价格顺利变现的能力，它反映了资产的交易便利程度和价格稳定性。流动性对于金融市场和实体经济都有重要的影响，它关系到资金的供需平衡、信用的扩张和收缩、货币政策的传导和效果等方面。因此，了解和分析流动性的特征和变化对于投资者和决策者都是必要的。

流动性可以从不同的角度进行分类，本文主要关注流动性在金融领域中的划分。根据流动性所涉及的对象和范围，我们可以把流动性分为**狭义流动性**和**广义流动性**两种。

1.2 狭义流动性

（一）定义

狭义流动性，又称为银行体系流动性，一般指的是银行间市场资金的充裕程度，反映了金融机构可以直接使用的资金多少。银行间市场是金融机构之间进行短期资金借贷的市场，主要有质押式回购、同业拆放、利率互换等交易方式。狭义流动性反映了银行和非银金融机构之间货币资金情况，一般企业和个人是进入不到这个圈子的。狭义流动性是央行货币政策最先作用的领域，也是影响广义流动性和金融市场流动性的重要因素。

（二）传导机制

狭义流动性的传导机制是指央行通过货币政策工具直接调控基础货币，从而影响银行间市场的流动性状况。具体来说，有以下四个步骤：

1、央行投放或回笼基础货币

央行可以通过公开市场操作、中期借贷便利、再贴现等方式向商业银行投放或回笼基础货币，也可以通过调整法定存款准备金率来影响商业银行的准备金需求。央行投放基础货币会增加银行间市场的流动性，回收基础货币会降低银行间市场的流动性。

2、大型银行满足自身流动性需求

大型银行通常具备一级交易商资格，可以直接参与央行的公开市场操作，从而获得或提供基础货币。大型银行会根据自身的流动性状况和预期，决定参与央行操作的规模 and 价格。当大型银行的流动性需求得到满足后，剩余的基础货币就会进入下一步的传导。

3、大型银行将多余的流动性传递给中小银行

中小银行通常没有一级交易商资格，不能直接参与央行的公开市场操作，只能通过同业拆借市场向大型银行借入或贷出基础货币。当大型银行有多余的基础货币时，会倾

向于将其拆借给中小银行，以获取利息收益；当大型银行缺乏基础货币时，会倾向于从中小银行拆入基础货币，以满足支付需求。这样一来，基础货币就会在不同规模的商业银行之间进行分配和调节。

4、中小银行将剩余的流动性传递给非银机构

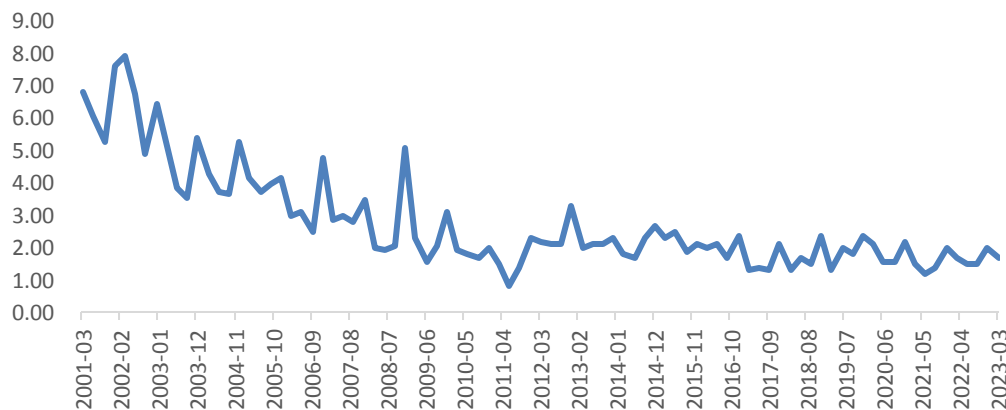
非银机构包括信托、券商、保险等金融机构，它们也需要参与银行间市场进行资金勾兑。非银机构不能直接向央行获得或提供基础货币，也不能直接与商业银行进行同业拆借，只能通过代理人或其他方式向商业银行借入或贷出基础货币。当中小银行有剩余的基础货币时，会倾向于将其拆借给非银机构，以获取更高的利息收益；当中小银行缺乏基础货币时，会倾向于从非银机构拆入基础货币，以满足支付需求。这样一来，基础货币就会在不同类型的金融机构之间进行分配和调节。

（三）观测指标

1、量的维度

量的维度主要看**超额存款准备金率(超储率)**，超储率是超额存款准备金与金融机构需缴准一般性存款的比值。它是商业银行可自由支配的资金，反映了银行间市场的资金供求状况。超储率高，说明银行间市场资金充裕，流动性宽松；超储率低，说明银行间市场资金紧张，流动性紧缩。

图 1：央行公布的超储率（%）



资料来源：财信证券，ifind

超额存款准备金是金融机构存放在中央银行、超出法定存款准备金的部分，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。法定存款准备金是根据法律规定，金融机构必须按照一定的比例将其吸收的存款存放在中央银行，以保证支付能力和稳定货币市场。超额存款准备金可以反映金融机构的流动性状况，也可以作为央行调节货币供应量的工具。

超额存款准备金受到多种因素的影响，根据央行资产负债表，影响因素主要分为六个方面：

1、外汇占款：是指央行收购外汇资产而相应投放的本国货币，受到进出口和结汇意愿的影响。资产端外汇占款增加，则负债端储备货币增加，意味着基础货币增加，银行将多余的流动性回流央行，超额存款准备金增加，狭义流动性宽松。

2、对其他存款性公司债权：是指央行通过各类货币政策工具向商业银行投放的资金，如再贷款、再贴现、MLF、SLF、OMO等。对其他存款性公司债权增加，意味着基础货币增加，银行将多余的流动性回流央行，超额存款准备金增加，狭义流动性宽松。

3、货币发行：是指流通中的货币和银行库存现金，通常变化不大，但在节假日会有明显增加。货币发行增加，意味着流入实体资金增加，银行在央行存款减少，超额存款准备金减少，狭义流动性紧张。

4、法定存款准备金：是指商业银行按照央行规定的比例缴纳的存款准备金，通常受到央行的调控。法定存款准备金增加，意味着超额存款准备金减少，狭义流动性紧张。

5、非金融机构存款：是指支付机构交存央行的客户备付金存款，主要受到电商平台交易活跃度的影响。非金融机构存款增加，意味着银行在央行存款减少，超额存款准备金减少，狭义流动性紧张。

6、政府存款：是指政府在央行的账户余额，受到财政收支和债券发行的影响。政府存款增加，意味着银行在央行存款减少，超额存款准备金减少，狭义流动性紧张。

2、价的维度

价的维度主要看**银行间质押式回购利率(DR007、R007等)**，它是银行间市场资金的价格，反映了银行间市场的资金成本。回购利率高，说明银行间市场资金贵，流动性紧张；回购利率低，说明银行间市场资金便宜，流动性宽松。央行将DR007作为回购市场的基准利率指标之一，用于引导市场预期和货币政策传导。央行对于狭义流动性的调控框架，由过往以量为主的方式逐步转变成以价为主的方式，因此在狭义流动性观测维度中，以银行间质押式回购利率为主的价格维度重要性持续提升。

银行间质押式回购利率主要受以下因素影响：

1、央行公开市场操作：央行通过买卖国债、央票等金融工具，向市场投放或回收基础货币，从而影响银行间市场的资金供求平衡，进而影响回购利率的水平。一般来说，央行投放基础货币会降低回购利率，央行回收基础货币会提高回购利率。

2、政策利率：政策利率是央行制定的一系列与货币政策相关的利率，包括存款准备金利率、再贴现利率、中期借贷便利(MLF)利率等。政策利率是央行对市场利率的信号和锚定，反映了央行对货币政策取向的预期。一般来说，政策利率上调会推高回购利率，政策利率下调会拉低回购利率。

3、税期：税期是指每个月或每个季度的最后几个工作日，各类企业和机构需要缴纳各种税费，从而导致银行间市场资金需求增加，资金面紧张。税期一般会推高回购利率，尤其是短期回购利率。税期过后，回购利率一般会回落。

1.3 广义流动性

（一）定义

广义流动性是指实体经济流动性，也就是实体经济从金融体系获得的资金总额，反映了实体经济的融资难易度和成本。广义流动性是经过信用传导之后，银行向实体经济投放信贷的广义货币供给，包括非银机构、一般企业和居民。

（二）传导机制

广义流动性的传导机制是指央行通过货币政策工具影响基础货币，即狭义流动性，进而影响银行体系通过信用派生创造的广义货币，即广义流动性，从而对实体经济的投资、消费、出口等产生影响的过程。广义流动性的传导机制主要包括以下四个渠道：

1、利率传导渠道

央行通过公开市场操作、存款准备金率、再贷款等工具调节基础货币供应量，从而影响银行间市场利率和贷款市场报价利率(LPR)，进而影响实体经济获取信用资金的成本，刺激或抑制投资和消费需求。

2、资产价格传导渠道

央行通过调节基础货币供应量，影响股票、债券、房地产等资产价格，从而影响居民和企业的财富效应，进而影响消费和投资需求。

3、汇率传导渠道

央行通过调节基础货币供应量，影响国内外利率差异，进而影响国际资本流动和汇率水平，从而影响出口竞争力和净出口需求。

4、信贷传导渠道

央行通过调节基础货币供应量，影响银行体系的流动性、资本和利润状况，进而影响银行对实体经济的信贷供给，从而影响实体经济的融资能力和融资成本。

（三）观测指标

1、量的维度

量的维度主要看是 M2 和社融，二者分别从金融机构的负债端和资产端反映了实体经济流动性充裕程度，大体趋势一致，部分时期存在较大的差异。

1、M2：M2 是货币供应量的一种衡量标准，包括流通中的现金、活期存款、定期存款、通知存款、协议存款、其他存款等。M2 反映了金融机构对实体经济提供的货币资金总量，是广义流动性的重要指标之一。

2、社融：社融是社会融资规模的简称，是指社会主体（非金融部门）从金融体系（包

括金融机构和非银行金融机构)以及非金融部门获取的资金总量。社融包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股权融资、非标准化债权类融资工具等多种形式。社融反映了实体经济从各种渠道获取的信用资金总量,是广义流动性的重要指标之一。

2、价的维度

价的维度主要看金融机构发放人民币贷款利率和票据利率,二者分别从实体经济融资成本和银行资金充裕度的角度反映了流动性充裕程度。

1、人民币贷款利率:指金融机构向实体经济发放人民币贷款时所收取的利率水平,反映了实体经济获取信用资金的成本高低。贷款利率受到央行货币政策、市场供求关系、风险偏好等因素的影响,是广义流动性的重要指标之一。目前,贷款利率以LPR为基准。LPR是由具有代表性的报价行,根据本行对最优质客户的贷款利率,以公开市场操作利率加点形成的方式报价,由人民银行授权全国银行间同业拆借中心计算并公布的基础性的贷款参考利率。2019年8月,央行发布公告称改革完善LPR形成机制,将公开市场操作利率作为报价锚,要求各金融机构在新发放的贷款中主要参考LPR定价,并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准。

2、票据利率:票据利率是指票据市场的利率,根据票据的种类、交易方式、交易对象等不同,可以分为贴现利率、转贴现利率、质押式回购利率、买断式回购利率、再贴现利率等。票据利率是市场化时间较早、市场化程度较高的市场利率之一,又因为票据资产兼具资金和信贷的双重属性,票据利率是反映实体经济金融通需求和金融机构货币信贷供给的重要价格。一般来说,当票据利率上升时,表明实体经济对资金的需求增加,银行会提高贷款基准利率或浮动比例来提高收益,反之则会降低。

1.4 小结

狭义流动性,又称为银行体系流动性,一般指的是银行间市场资金的充裕程度,反映了金融机构可以直接使用的资金多少。狭义流动性主要受央行货币政策工具的影响,它是货币供应量和利率水平的重要决定因素。**广义流动性**,又称为实体流动性,一般指的是实体经济流动性,同时受到实体经济融资需求、传导渠道、资金供给等多重因素影响,反映实体经济的融资难易度及成本。广义流动性不仅受狭义流动性的制约,还受到监管政策、实体融资需求、信用风险等因素的影响,它是经济增长和通胀水平的重要驱动力。

狭义流动性是广义流动性的基础,广义流动性的扩张在大部分时候会消耗狭义流动性;另一方面广义流动性的扩张大致受融资需求、流动性约束和资本金约束三大因素影响,狭义流动性充裕不意味着广义流动性也充裕。

2 “货币-信用”流动性分析框架

2.1 “货币-信用”流动性组合

（一）“货币”与“信用”定义

“货币-信用”流动性分析框架是一种从货币和信用总量的角度来研究流动性的方法。一般来说，狭义性流动性泛指央行通过调控基础货币投放，影响银行体系的超额准备金，进而决定信用创造潜力，可以将此过程简化理解为“货币”行为；广义流动性泛指银行体系在基础货币的基础上进行信用扩张，导致存款派生或转移，增加社会融资规模，可以将此过程简化理解为“信用”行为。

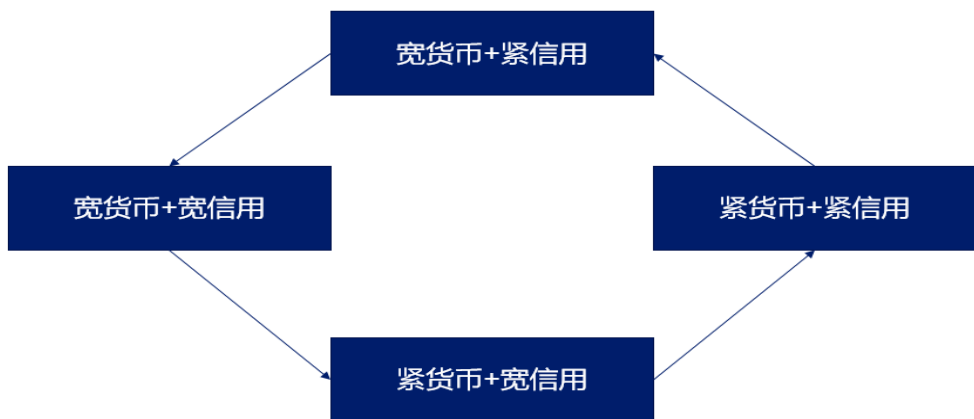
（二）“货币-信用”流动性组合

“货币”行为提供流动性供给，“信用”行为体现出流动性需求。从流动性起点央行的角度来看，“货币”行为目的就是为了影响“信用”行为。如央行阶段性“放水”，一般是为了扩张信用；央行阶段性“关紧阀门”，一般是为了收缩信用。但是，从央行“放水”开始，到“水”注入实体经济这个“蓄水池”，主要存在两个原因使最终结果背离央行“放水”初衷。一是央行货币政策从狭义到广义流动性体系一般有3-12个月的传导过程，因此政策效果有时滞性；二是实体经济融资需求，直接决定了信用扩张的动力。

我们把央行货币政策边际宽松定义为“宽货币”，边际收紧定义为“紧货币”；把信用边际扩张定义为“宽信用”，信用边际收紧定义为“紧信用”。结合前文分析，央行“宽货币”行为一般是为了达到“宽信用”效果，“紧货币”行为一般是为了达到“紧信用”效果，于是有了“宽货币+宽信用”和“紧货币+紧信用”这两种状态。但是，在实际操作过程中，由于货币政策时滞性带来的窗口期和对实体经济融资需求与预期有偏差，央行的货币行为达不到预期效果，因此市场就产生了“宽货币+紧信用”和“紧货币+宽信用”这两种过渡状态。

“货币”和“信用”组成的这四种流动性状态，形成了“货币-信用”流动性分析框架的基础，在这四种状态下，大类资产往往会不同表现。理论上，这四种状态呈现出先后轮动的状态；实际上，由于“宽紧”没有明确的概念界定导致无法统一标准，加上市场情况复杂多变，并不一定会按顺序轮动。

图 2：“货币-信用”组合划分



资料来源：财信证券

（三）2005 年以来“货币-信用”流动性组合划分

1、判定“货币”宽与紧

一般来说，利率是反映“货币”宽与紧最常见、最直观的指标，同时市场更关注货币政策松与紧的边际变化，预示着货币政策方向阶段性转向。“货币”的宽与紧更多体现的是狭义流动性体系资金充裕程度，因此本文采用 1 年期国债利率（月平均）和 R007（月平均）走势变化来界定“货币”宽与紧。1 年期国债利率相比 10 年期国债利率，对资金面的反应更加敏感；R007 则是衡量狭义流动性体系内资金价格的常用指标；二者均采用月平均值来平滑短期大幅波动。

图 3：R007 与 1 年期国债走势（%）



资料来源：财信证券，ifind

本文从 2005 年 6 月起回测，“货币”方面根据 R007 与 1 年期国债走势，先后划分出 6 个“宽货币”和 5 个“紧货币”阶段，具体如下表。

表 1：“宽货币”阶段

序号	开始时间	结束时间	持续月份
1	2005.06	2005.10	4
2	2007.12	2009.06	18
3	2011.06	2013.06	24
4	2014.01	2016.08	31
5	2017.12	2020.03	25
6	2020.12	2023.06	30

资料来源：财信证券，ifind

表 2：“紧货币”阶段

序号	开始时间	结束时间	持续月份
1	2005.10	2007.12	26
2	2009.06	2011.06	24
3	2013.06	2014.01	7
4	2016.08	2017.12	16
5	2020.03	2020.12	9

资料来源：财信证券，ifind

2、判定“信用”宽与紧

一般来说，相比与“货币”看价，“信用”更看重量。“信用”的宽与紧更多体现的是信用扩张程度。广义货币供应量（M2）的变化情况可以同步反映“信用”的变化情况，同时社会融资总量的变化情况也是判定“信用”宽与紧的重要指标，因此本文采用 M2 同比增速和社融总量同比增速来判定“信用”宽与紧，其中社融同比月度数据从 2016 年 1 月起、2015 年为季度数据、2015 年之前为年度数据均辅以参考。

图 4：M2 与社融同比增速（%）



资料来源：财信证券，ifind

“信用”方面根据 M2 同比增速与社融存量同比增速的趋势，先后划分出 6 个“宽信用”和 6 个“紧信用”阶段，具体如下表。

表 3：“宽信用”阶段

序号	开始时间	结束时间	持续月份
1	2005.06	2007.12	30
2	2008.11	2009.11	12
3	2012.09	2013.06	9
4	2015.04	2016.01	7
5	2016.08	2017.12	16
6	2018.12	2019.06	7
7	2020.03	2021.03	12

资料来源：财信证券，ifind

表 4：“紧信用”阶段

序号	开始时间	结束时间	持续月份
1	2007.12	2008.11	11
2	2009.11	2012.09	34
3	2013.06	2015.04	22
4	2016.01	2016.08	7
5	2017.12	2018.12	12
6	2019.06	2020.04	10
7	2021.04	2023.06	26

资料来源：财信证券，ifind

将划分好的“货币”与“信用”阶段进行组合，形成了 19 个流动性组合，如下表：

表 5：“货币-信用”组合划分情况及大类资产表现

序号	起止时间	阶段划分
1	2005.06-2005.10	宽货币+宽信用
2	2005.10-2007.12	紧货币+宽信用
3	2007.12-2008.11	宽货币+紧信用
4	2008.11-2009.06	宽货币+宽信用
5	2009.06-2009.11	紧货币+宽信用
6	2009.11-2011.06	紧货币+紧信用
7	2011.06-2012.09	宽货币+紧信用
8	2012.09-2013.06	宽货币+宽信用
9	2013.06-2014.01	紧货币+紧信用
10	2014.01-2015.04	宽货币+紧信用
11	2015.04-2016.01	宽货币+宽信用
12	2016.01-2016.08	宽货币+紧信用
13	2016.08-2017.12	紧货币+宽信用
14	2017.12-2018.12	宽货币+紧信用
15	2018.12-2019.06	宽货币+宽信用
16	2019.06-2020.03	宽货币+紧信用
17	2020.03-2020.12	紧货币+宽信用
18	2020.12-2021.04	宽货币+宽信用
19	2021.04-2023.06	宽货币+紧信用

资料来源：财信证券，ifind

（四）大类资产指标选择

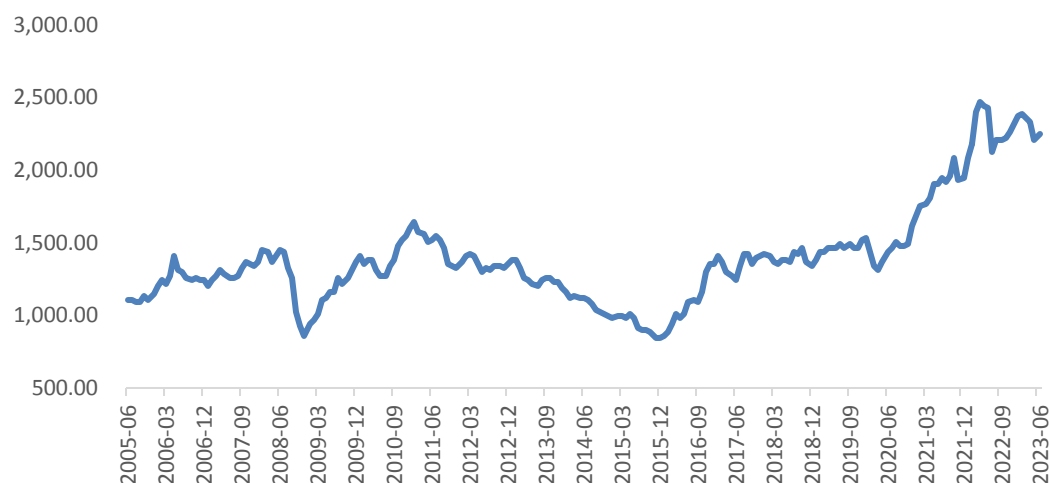
股票方面，沪深 300 指数由沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只证券组成，可较为客观地反映大盘走势，因此本文采用沪深 300 指数代表股票行情；商品方面，南华综合指数由南华研究所创立，目的是监测和反映中国大宗商品市场价格变化趋势，该指数被普遍认为具有合理性、稳定性以及强代表性特点，使其成为研究中国大宗商品价格走势的有力指标，本文采用南华综合指数代表商品行情；债券方面，中债国债总指数由中债公司下属全资子公司中债金融估值公司编制，较好反映了国债市场整体价格变动的指标代表债券行情，因此本文采用中债国债总指数代表债券行情。

图 5：沪深 300 月度平均值（点）



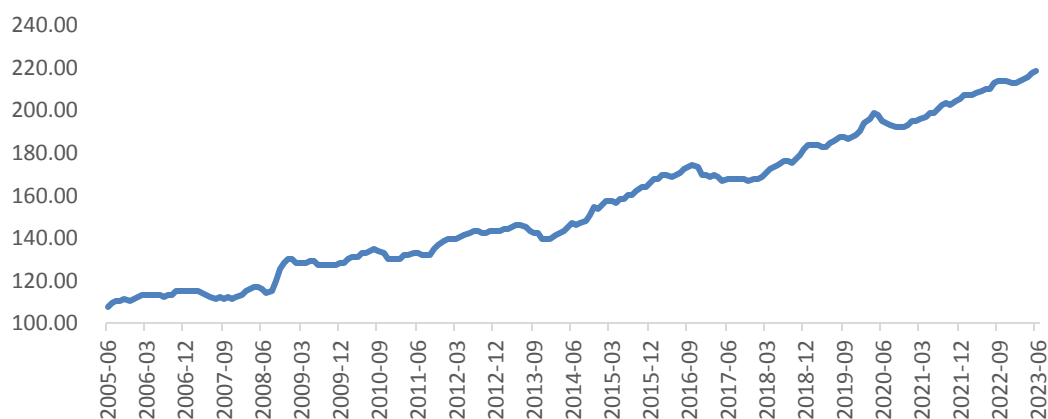
资料来源：财信证券，ifind

图 6：南华综合指数月度平均值（点）



资料来源：财信证券，ifind

图 7：中债国债总指数月度平均值（点）



资料来源：财信证券，ifind

2.2 “宽货币+紧信用”下大类资产配置

（一）流动性过剩，利好债市

“宽货币+紧信用”的流动性状态是指央行货币政策目标是宽松的，但是实际的信用派生结果是紧的。这种状态产生的原因可能有以下几个方面：一是经济下行时，央行释放流动性，但企业和个人信心不足，贷款意愿不高，导致信用扩张受阻，这也是最常见的原因；二是金融监管加强、防范金融风险、打击影子银行等非标准化融资渠道，减少信用的非正规来源；三是货币政策传导有时滞性，这是必然存在的原因，但如果只有这个因素，“紧信用”将很快过渡至“宽信用”状态。

这种状态一般对应债券市场牛市，因为资金供给意愿很强，而社会融资需求不旺盛，导致利率下降，债券价格上涨，利好债市；股票市场受制于紧缩的信用环境，难有大的表现，但因流动性相对充裕，对股票市场又形成一定支撑；大宗商品市场则面临紧缩信用下供过于求或需求疲软的困境，价格往往呈现下行趋势。

（二）行情回测

表 6：“宽货币+紧信用”各时期大类资产表现

时间段	沪深 300	南华综合	中债国债
2007.12-2008.11	-63.99%	-31.18%	14.22%
2011.06-2012.09	-24.21%	-11.38%	7.47%
2014.01-2015.04	101.97%	-16.90%	12.01%
2016.01-2016.08	3.51%	30.50%	2.98%
2017.12-2018.12	-22.29%	-4.54%	8.39%
2019.06-2020.03	3.48%	-8.62%	6.42%
2021.04-2023.06	-23.90%	24.04%	10.84%
平均值	-3.63%	-2.58%	8.90%
中位数	-22.29%	-8.62%	8.39%

资料来源：财信证券，ifind

本文划分的 7 个“宽货币+紧信用”组合中，债券表现最好，中债国债综合指数在所有区间均为正收益，其中超过 10% 的有 3 次，超过 5% 的有 6 次；股票表现波动较大，除 2015 年因“杠杆牛”沪深 300 指数涨幅超 1 倍以外，其余区间表现平平，有 4 次负收益并且均超过 -20%；商品表现则较差，南华综合指数仅有 2 次区间为正收益，5 次区间为负收益，有 3 次超过 -10%。

2.3 “宽货币+宽信用”下大类资产配置

（一）盈利改善，利好股市

“宽货币+宽信用”的流动性状态是指央行宽松的货币政策目标，有效传导至实体经济，并且实体经济融资需求边际增加，信用环境逐步扩张。一般来说，这种状态是央行“宽货币”行为想要达到的理想状态。央行通过降准、降息、再贷款、再贴现、MLF、PSL 等工具向市场注入流动性，通过狭义流动性体系传导至广义流动性体系，并且实体经济部门有较为强烈的融资意愿，市场上表现为流动性相对充裕且实体经济融资持续改善。

这种状态一般对应股票市场牛市，因为“宽货币+宽信用”组合往往表示经济增长水平恢复和企业盈利改善，同时利率相对较低，提升了市场对股票的估值和预期，大盘出现较好行情的概率较大；大宗商品市场在“宽信用”的环境下也会有较好表现，实体经济增强的融资需求和投资意愿，加大了相关大宗商品需求，抬高了商品价格；债券市场在“宽货币”的环境下一般也有较强表现，但随着“宽信用”程度加深，市场利率逐步提升，债券价格随之走低，因此债券市场整体难有大的表现。

（二）行情回测

表 7：“宽货币+宽信用”各时期大类资产表现

时间段	沪深 300	南华综合	中债国债
2005.06-2005.10	2.08%	2.39%	3.91%
2008.11-2009.06	65.75%	24.93%	0.86%
2012.09-2013.06	5.25%	-9.54%	2.35%
2015.04-2016.01	-29.24%	-13.25%	6.96%
2018.12-2019.06	18.75%	8.61%	1.49%
2020.12-2021.04	1.09%	12.26%	1.90%
平均值	10.61%	4.23%	2.91%
中位数	3.67%	5.50%	2.13%

资料来源：财信证券，ifind

本文划分的 6 个“宽货币+宽信用”组合中，股票表现最好，沪深 300 指数有 5 次区间为正收益，2 次超 20%，仅有 1 次区间因正值 2015 年“杠杆牛”破灭，跌幅较大；商品表现次之，南华综合指数有 4 次区间为正收益，2 次超过 10%；债券表现一般，中债国债总指数尽管均为正收益，但仅有 1 次超 5%。

2.4 “紧货币+宽信用”下大类资产配置

（一）经济过热，商品为王

“紧货币+宽信用”的流动性状态是指央行货币政策目标是偏紧的，但是实际的信用派生结果仍是扩张的。这种状态产生的原因主要是经济过热时，信用扩张程度较深、社会杠杆率较高，累积了一定风险，央行会选择偏紧的货币政策。但是，由于“宽信用”环境下社会经济活动保持活跃，投资回报率较高，企业和个人信心十足，贷款意愿强烈，加之商业银行也会考虑自身利益，导致信用扩张程度难以及时有效控制。

这种状态一般对应大宗商品市场牛市，因为“宽信用”环境下往往表示经济增长水平保持相对高位，信用扩张程度较深，企业经营生产活动活跃，大宗商品需求旺盛，供求关系不平衡推高了商品价格；股票市场而言，因为较高经济增长水平往往反映着企业盈利也处于相对高位，有利于股票估值提升，在此种状态下虽然也有不俗表现，不过相比于“宽货币+宽信用”时期稍有逊色，原因是“紧货币”时期意味着利率偏高，估值折现率选取也更高，分子不变情况下分母变大，不利于提升股价；债券市场则熊市概率较大，因为在此种流动性状态下，资金供给意愿有限，但社会融资需求旺盛，资金供求失衡导致市场利率走高，对债券价格形成压制。

（二）行情回测

表 8：“紧货币+宽信用”各时期大类资产表现

时间段	沪深 300	南华综合	中债国债
2005.10-2007.12	462.00%	19.45%	0.24%
2009.06-2009.11	17.16%	12.83%	-1.28%
2016.08-2017.12	22.30%	26.70%	-2.94%
2020.03-2020.12	31.94%	23.07%	-2.71%
平均值	133.35%	20.51%	-1.67%
中位数	27.12%	21.26%	-2.00%

资料来源：财信证券，ifind

本文划分的 6 个“宽货币+宽信用”组合中，股票和商品表现最好，其中，沪深 300 指数和南华综合指数在所有区间均实现了超 10% 正收益；债券表现较差，中债国债总指数有 3 次区间为负收益。

2.5 “紧货币+紧信用”下大类资产配置

（一）经济增速放缓，观望为主

“紧货币+紧信用”的流动性状态是指央行偏紧的货币政策目标，有效传导至实体经济，并且实体经济融资需求边际减少，信用环境逐步收缩。一般来说，这种状态是央行“紧货币”行为想要达到的理想状态。此种流动性组合往往表明经济增长处于滞胀阶段，通胀水平相对偏高，但经济增长速度显著放缓，投资回报率走低。

这种状态一般以持币观望为主，债券市场表现相对更好。对于债券市场，“紧货币”环境下意味着狭义流动性不足，资金供给有限，但“紧信用”环境下实体经济融资需求亦不足，因此债券市场多以震荡为主；对于股票市场 and 大宗商品市场，“紧信用”环境下，经济增速下行，企业经营活动放缓，盈利水平恶化，对大宗商品的需求下降，导致股票市场和大宗商品市场走弱，加之“紧货币”带来的流动性紧缩，利率也并不处于低位，不利于推高资产价格，导致股票市场和大宗商品市场走熊概率较高。

（二）行情回测

表 9：“紧货币+紧信用”各时期大类资产表现

时间段	沪深 300	南华综合	中债国债
2009.11-2011.06	-15.83%	15.94%	4.08%
2013.06-2014.01	-6.15%	-2.70%	-4.14%
平均值	-10.99%	6.62%	-0.03%

资料来源：财信证券，ifind

本文仅划分了 2 个“紧货币+紧信用”组合，但总体来看，“双紧”环境下，股票、商品和债券都难比较确定的可观行情。

2.6 小结

综合来看，本文划分了近 18 年以来“货币-信用”流动性组合，结合行情回测，其结果大致与前文中理论分析相匹配。“宽货币+紧信用”时，债券表现最佳，股票和商品多数时期表现不佳；“宽货币+宽信用”时，股票表现最佳，商品次之，债券虽表现稳定，但难有大行情；“紧货币+宽信用”时，商品和股票都有不俗表现，债券则承压明显；“紧货币+紧信用”时，股票、商品和债券表现较为不确定。

简而言之，根据前文分析及回测，可以发现“宽信用”环境下股票和商品一般都能有不错表现，跟“货币”环境“宽紧”与否关系不大；而“宽货币”环境下债券有可观表现，但在“紧信用”环境下出现大行情的概率更高。

表 10：理论上不同组合下大类资产配置建议

流动性组合	大类资产配置建议
宽货币+紧信用	债券>股票>商品
宽货币+宽信用	股票>商品>债券
紧货币+宽信用	商品>股票>债券
紧货币+紧信用	持币观望

资料来源：财信证券，ifind

表 11：2005 年以来不同组合下大类资产实际表现

流动性组合	大类资产配置建议
宽货币+紧信用	债券>股票>商品
宽货币+宽信用	股票>商品>债券
紧货币+宽信用	商品=股票>债券
紧货币+紧信用	行情不确定性高

资料来源：财信证券，ifind

3 “货币-信用”组合下股票风格表现

本文选取五种中信风格指数作对比，包括稳定、成长、消费、金融和周期，分别回测在四大类“货币-信用”组合下指数涨跌幅表现。其结果通过两个维度评价，一是单个风格指数在某大类“货币-信用”组合所有时期与沪深 300 指数平均涨跌幅差，该值越高则相对表现越好；二是单个风格指数在某大类“货币-信用”组合各个时期涨跌幅排名相加，该值越低则相对表现越好。

3.1 “宽货币+紧信用”下股票风格表现

“宽货币+紧信用”状态下股票市场表现偏弱，除去 2014.01-2015.05 明显牛市，股票市场基本处于震荡市或者熊市，本文重点关注震荡市或者熊市中风格表现情况。在这 6 段震荡市或者熊市中，五种风格指数与沪深 300 指数涨跌幅平均差分别由高到低分别为稳定风格 6.72%、成长风格 6.11%、消费风格 5.57%、金融风格 3.87% 和周期风格 1.48%。

表 12：各风格指数在“宽货币+紧信用”所有时期涨跌幅

时段	稳定	成长	消费	金融	周期	沪深 300
2007.12-2008.11	-52.35%	-61.71%	-57.22%	-63.48%	-65.57%	-63.99%
2011.06-2012.09	-23.33%	-22.08%	-15.65%	-12.64%	-33.73%	-24.21%
2014.01-2015.04	176.82%	121.36%	90.30%	137.47%	126.38%	101.97%
2016.01-2016.08	-0.74%	4.60%	10.60%	7.52%	7.06%	3.51%
2017.12-2018.12	-20.23%	-32.92%	-23.02%	-16.25%	-29.47%	-22.29%
2019.06-2020.03	-8.42%	22.81%	10.01%	-4.03%	4.32%	3.48%
2021.04-2023.06	17.97%	-1.45%	-18.69%	-15.33%	-1.11%	-23.90%
平均值	-14.52%	-15.13%	-15.66%	-17.37%	-19.75%	-21.23%
中位数	-14.33%	-11.77%	-17.17%	-13.99%	-15.29%	-23.10%

资料来源：财信证券，ifind（平均值、中位数统计范围不包括 2014.01-2015.04 时期）

表 13：各风格指数在“宽货币+紧信用”所有时期涨跌幅排名

时段	稳定	成长	消费	金融	周期
2007.12-2008.11	1	3	2	4	5
2011.06-2012.09	4	3	2	1	5
2016.01-2016.08	5	4	1	2	3
2017.12-2018.12	2	5	3	1	4
2019.06-2020.03	5	1	2	4	3
2021.04-2023.06	1	3	5	4	2
总计	16	19	15	16	22

资料来源：财信证券，ifind

五种风格指数在“宽货币+紧信用”状态各个时期涨跌幅排名相加后，结果由低到高分别为**消费、稳定、金融、成长和周期风格**。

结合两个维度，在“宽货币+紧信用”状态下，**稳定风格和消费风格股票表现相对更好**。“宽货币+紧信用”状态下，往往对应着经济增速下行或者筑底时期，大盘整体表现较差。稳定风格股票表现较好主要原因是，该类股票以公用事业行业为主，因其具备稳定现金流，风险相对更低；消费风格股票表现较好主要原因是，该类股票以食品、饮料、医药等刚需消费类企业为主，受经济下行周期的压制相对较少，盈利相对更加稳定。

3.2 “宽货币+宽信用”下股票风格表现

“宽货币+宽信用”状态下股票市场表现较强，除去 2015.04-2016.01 明显熊市，股票市场基本处于震荡市或者牛市，本文重点关注震荡市或者牛市中风格表现情况。在这 5 段震荡市或者牛市中，五种风格指数与沪深 300 指数涨跌幅平均差分别由高到低分别为**成长风格 8.54%、金融风格 5.09%、消费风格 3.30%、周期风格 1.17%和稳定风格-8.61%**。

表 14：各风格指数在“宽货币+宽信用”所有时期涨跌幅

时段	稳定	成长	消费	金融	周期	沪深 300
2005.06-2005.10	-2.05%	6.75%	5.56%	7.04%	1.75%	2.08%
2008.11-2009.06	35.28%	94.87%	71.21%	79.55%	82.26%	65.75%
2012.09-2013.06	5.68%	19.79%	3.66%	15.57%	0.23%	5.25%
2015.04-2016.01	-32.60%	-19.50%	-17.06%	-24.92%	-24.14%	-29.24%
2018.12-2019.06	9.22%	15.80%	27.02%	19.91%	8.57%	18.75%
2020.12-2021.04	1.76%	-1.60%	1.97%	-3.70%	5.95%	1.09%
平均值	9.98%	27.12%	21.88%	23.67%	19.75%	18.58%
中位数	5.68%	15.80%	5.56%	15.57%	5.95%	5.25%

资料来源：财信证券，ifind（平均值、中位数统计范围不包括 2015.04-2016.01 时期）

表 15：各风格指数在“宽货币+宽信用”所有时期涨跌幅排名

时段	稳定	成长	消费	金融	周期
2005.06-2005.10	5	2	3	1	4
2008.11-2009.06	5	1	4	3	2
2012.09-2013.06	3	1	4	2	5
2018.12-2019.06	4	3	1	2	5
2020.12-2021.04	3	4	2	5	1
总计	20	11	14	13	17

资料来源：财信证券，ifind

五种风格指数在“宽货币+宽信用”状态各个时期涨跌幅排名相加后，结果由低到高分别为**成长、金融、消费、周期和稳定风格**。

结合两个维度，在“宽货币+宽信用”状态下，**成长风格和金融风格股票表现相对更好**。“宽货币+宽信用”状态下，往往对应着经济增速上行或者复苏时期，市场流动性充裕，企业盈利普遍改善。成长风格股票表现较好主要原因是，在流动性充裕且盈利改善状态下，市场风险偏好提高，愿意给予以信息科技、新兴产业为主的成长风格股票更高估值；金融风格股票表现较好主要原因是，“宽货币+宽信用”状态下，金融资金成本较低、业务量明显增加，利润边际改善，估值得以修复。

3.3 “紧货币+宽信用”下股票风格表现

“紧货币+宽信用”状态下股票市场表现较强，4段时期基本为牛市，五种风格指数与沪深300指数涨跌幅平均差分别由高到低分别为**金融风格13.47%、周期风格-21.26%、消费风格-25.67%、成长风格-59.02%和稳定风格-73.08%**。

表 16：各风格指数在“紧货币+宽信用”所有时期涨跌幅

时段	稳定	成长	消费	金融	周期	沪深300
2005.10-2007.12	219.66%	258.87%	344.79%	544.42%	392.98%	462.00%
2009.06-2009.11	8.86%	23.54%	29.40%	14.40%	25.02%	17.16%
2016.08-2017.12	8.40%	-8.72%	13.01%	15.21%	1.22%	22.30%
2020.03-2020.12	4.17%	23.65%	43.53%	13.23%	29.15%	31.94%
平均值	60.27%	74.34%	107.68%	146.82%	112.09%	133.35%
中位数	8.63%	23.60%	36.47%	14.81%	27.09%	27.12%

资料来源：财信证券，ifind

表 17：各风格指数在“紧货币+宽信用”所有时期涨跌幅排名

时段	稳定	成长	消费	金融	周期
2005.10-2007.12	5	4	3	1	2
2009.06-2009.11	5	3	1	4	2
2016.08-2017.12	3	5	2	1	4
2020.03-2020.12	5	3	1	4	2
总计	18	15	7	10	10

资料来源：财信证券，ifind

五种风格指数在“紧货币+宽信用”状态各个时期涨跌幅排名相加后，结果由低到高分别为**消费、金融、周期、成长和稳定风格**。

结合两个维度，在“紧货币+宽信用”状态下，**金融风格、周期风格和消费风格股票表现相对更好**。“紧货币+宽信用”状态下，往往对应着经济增长较快时期，社会融资规模可观，企业盈利维持在较高水平。金融风格股票表现较好原因主要还是经济高速增长带来的业绩激增，提升了其估值水平；周期风格股票表现较好主要原因是，该类股票以有色、煤炭、钢铁和建材等顺周期行业为主，在经济过热时期，相关企业盈利处于高位，利于提升估值水平；消费风格股票表现较好主要原因是，经济繁荣带来了全社会消费旺盛，消费风格类股票业绩一般处于历史高位，估值得以提升。

3.4 “紧货币+紧信用”下股票风格表现

“紧货币+紧信用”状态下股票市场表现较弱，2段时期基本为熊市，五种风格指数与沪深300指数涨跌幅平均差分别由高到低分别为**成长风格 24.57%、消费风格 22.39%、周期风格 10.02%、稳定风格 3.11%和金融风格-5.84%**。

表 18：各风格指数在“紧货币+紧信用”所有时期涨跌幅

时段	稳定	成长	消费	金融	周期	沪深 300
2009.11-2011.06	-12.75%	8.82%	11.55%	-27.86%	-0.18%	-15.83%
2013.06-2014.01	-3.02%	18.34%	11.25%	-5.79%	-1.77%	-6.15%
平均值	-7.89%	13.58%	11.40%	-16.83%	-0.98%	-10.99%

资料来源：财信证券，ifind

表 19：各风格指数在“紧货币+紧信用”所有时期涨跌幅排名

时段	稳定	成长	消费	金融	周期
2009.11-2011.06	4	2	1	5	3
2013.06-2014.01	4	1	2	5	3
总计	8	3	3	10	6

资料来源：财信证券，ifind

五种风格指数在“紧货币+紧信用”状态各个时期涨跌幅排名相加后，结果由低到高分别为**成长、消费、周期、稳定和金融风格**。

结合两个维度，在“紧货币+紧信用”状态下，大盘表现较差，**成长风格和消费风格表现则相对更好**。“紧货币+紧信用”状态下，经济增速开始出现下行趋势、滞胀现象显现，企业盈利逐渐被高通胀所侵蚀。成长风格股票表现较好主要原因是，该类股票一般市值较小，流动性紧缩时期更受投资者青睐，同时在企业盈利普遍下降时，以信息科技、新兴产业为主的成长风格股票，具备更大的想象空间；消费风格股票表现较好主要原因是，刚性消费需求加上高物价环境，使得部分消费企业在经济增速趋缓时，仍有着不错的盈利能力，安全边际较高。

3.5 小结

综上所述，“宽货币+紧信用”状态下，一般经济增速处于下行或者筑底时期，以配置现金流及业绩有保障的稳定、消费风格等偏防御属性股票为主；“宽货币+宽信用”状态下，往往经济增速处于上行或者复苏时期，市场流动性充裕且企业盈利普遍改善，投资者风险偏好提高，以配置成长、金融风格等偏进攻股票为主；“紧货币+宽信用”状态下，经济过热、企业盈利水平较高，以配置金融、周期、消费风格这类受益相对更大的股票为主；“紧货币+紧信用”状态下，流动性偏紧缩、通胀水平较高，以配置市值偏小的成长风格、具备稳定盈利的消费风格为主。

表 20：各流动性组合下股票风格配置建议

流动性组合	风格配置建议
宽货币+紧信用	稳定、消费
宽货币+宽信用	成长、金融
紧货币+宽信用	金融、周期、消费
紧货币+紧信用	成长、消费

资料来源：财信证券，ifind

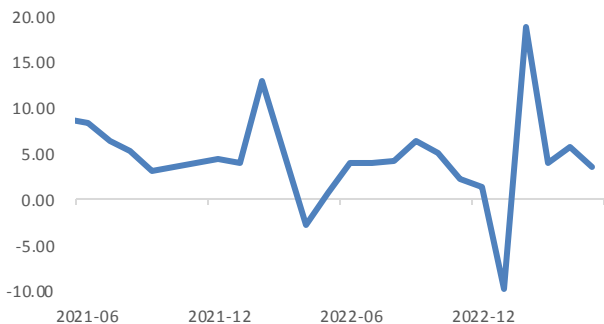
4 国内“货币-信用”流动性组合分析

4.1 “货币”状态及预测

当前我国经济增速放缓，内生动力有所不足。5月份规模以上工业生产增加值同比增长3.5%，较上月回落2.1个百分点，工业生产持续弱修复。未来一段时间，需求不足或仍将制约工业生产快速修复，加上工业利润持续走低，工业增加值增速或维持低位。

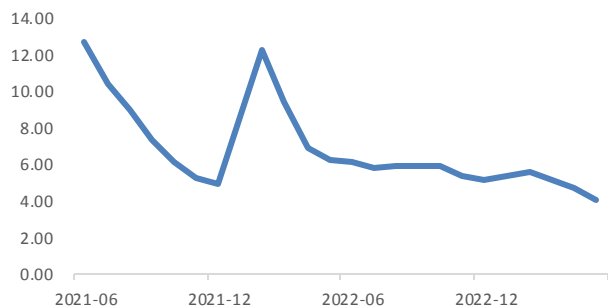
投资方面，受房地产拖累，1-5月份固定资产投资累计同比增速为4%，较上月回落0.7个百分点，增速连续3个月下滑，投资整体偏低迷。

图 8：工业增加值 (%)



资料来源：财信证券，ifind

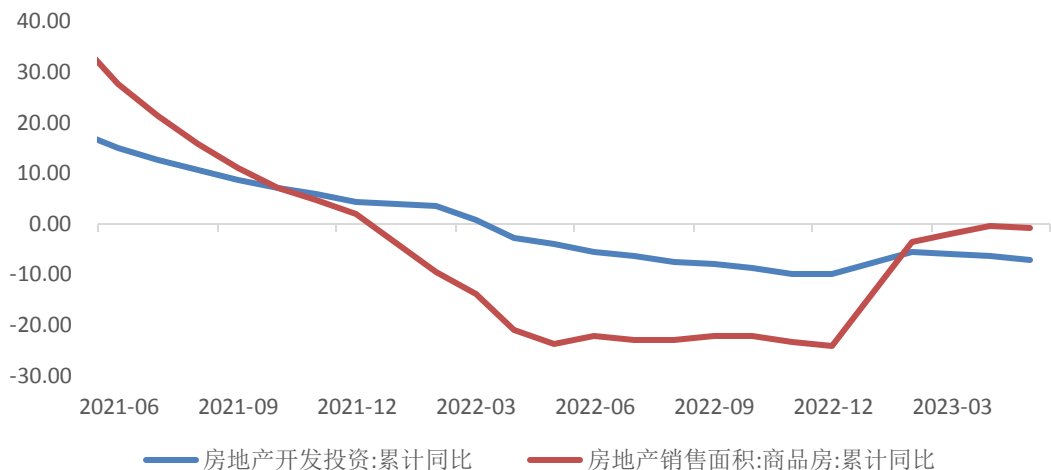
图 9：固定资产投资增速 (%)



资料来源：财信证券，ifind

房地产方面，主要数据持续走低，1-5 月份房地产开发投资累计同比增速为-7.2%，该指标连续 13 个月为负；5 月份商品房销售面积累计同比增速为-0.9%，该指标连续 15 个月为负。预计未来一段时间，若没有明显增量利好政策支持，在商品房去库存、开发商拿地意愿不强、销售不及预期等背景下，房地产持续低迷的概率较大。

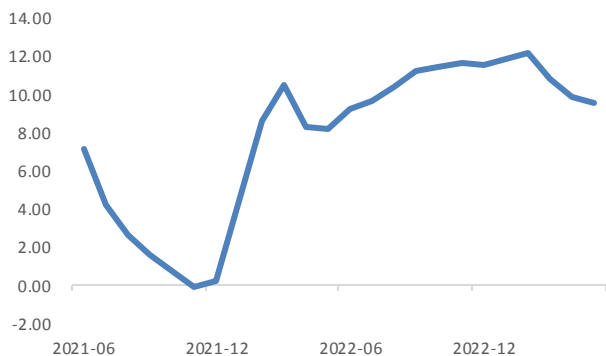
图 10：房地产主要指标（%）



资料来源：财信证券，ifind

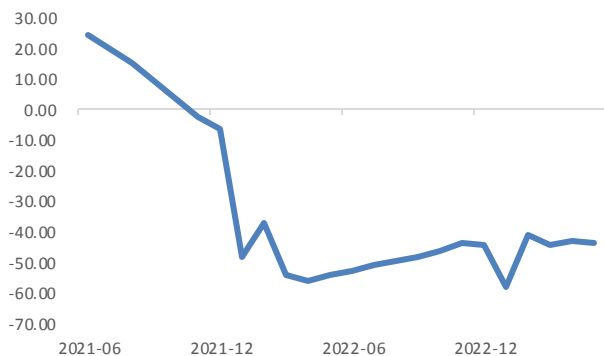
基建方面，整体上对投资形成弱支撑，但同样有增速下降趋势，1-5 月份基础设施建设投资累计同比增速为 9.53%，较上月略有回落，增速连续 3 个月下滑；1-5 月份液压挖掘机内销累计同比增速为-43.9%，该指标连续 19 个月为负。预计未来一段时间，在国内经济恢复放缓和出口回落压力加大的背景下，基建将继续成为托底经济的主力军，但城投融资仍面临严监管约束，对基建投资增速形成一定压制。

图 11：基建投资同比增速（%）



资料来源：财信证券，ifind

图 12：液压挖掘机内销累计同比增速（%）



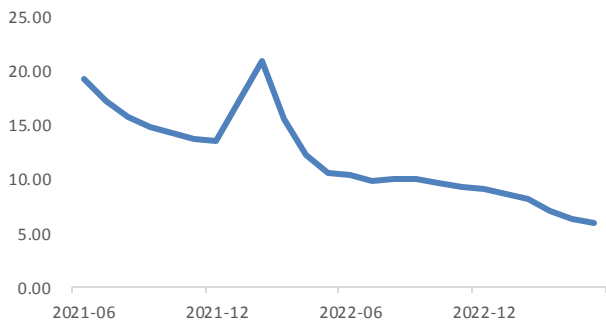
资料来源：财信证券，ifind

制造业方面，1-5 月份制造业投资完成额累计同比增速为 6.0%，较上月回落 0.4 个百分点，连续 7 个月下滑，尽管韧性犹存，但有减缓趋势。预计未来一段时间，受海外需求

冲击及去库存周期影响，制造业投资增速或有不小下行压力。

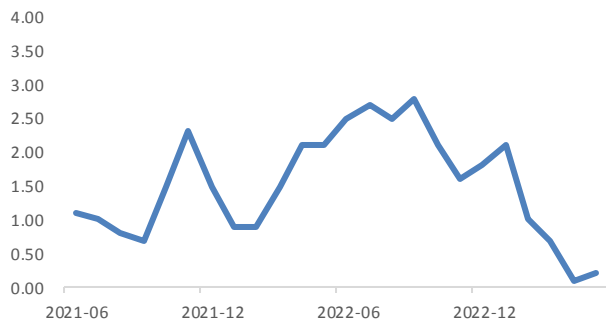
物价方面，5 月份 CPI 同比增速为 0.2%，当前我国 CPI 同比增速已经连续 4 个月在不超过 1% 区间运行，低通胀水平是需求不足在价格上的反映。

图 13：制造业投资同比增速 (%)



资料来源：财信证券，ifind

图 14：CPI 同比增速 (%)



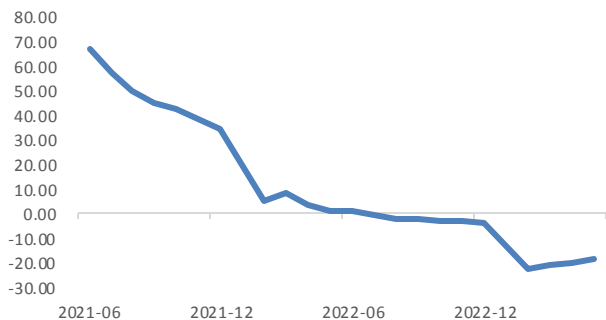
资料来源：财信证券，ifind

综合来看，目前经济增长内生动力有所不足，在一段时间内，经济增长弱修复趋势将会持续存在。为应对内需不足，央行大概率会延续保持流动性合理充裕的操作思路，货币政策端从量和价方面为实体经济提供有力支持。因此，市场延续“宽货币”流动性状态的概率较大。

4.2 “信用”状态及预测

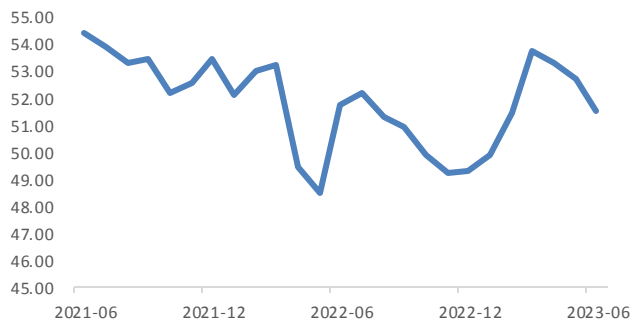
5 月份社融同比增速连续 7 个月未超过 10%，M2 同比增速也连续 3 个月下滑，市场仍处于“紧信用”状态。1-5 月份规模以上工业企业利润总额累计同比增速为-18.8%，该指标已经连续 10 个月为负。预计未来一段时间，受国内需求边际走弱压力加大影响，加上地产恢复动能放缓以及出口回落风险增加，仍不利于工业利润较快修复，因此工业利润大概率延续弱修复格局。这种状况下，企业扩张的信心受阻，中国中小企业信心指数已经连续 3 个月下滑，不利于提升企业加杠杆扩大生产的意愿。

图 15：工业利润同比增速 (%)



资料来源：财信证券，ifind

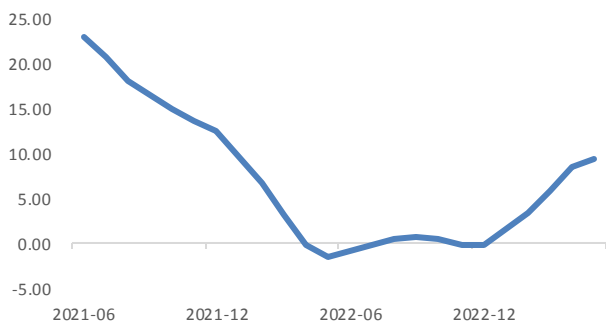
图 16：中国中小企业信心指数(点)



资料来源：财信证券，ifind

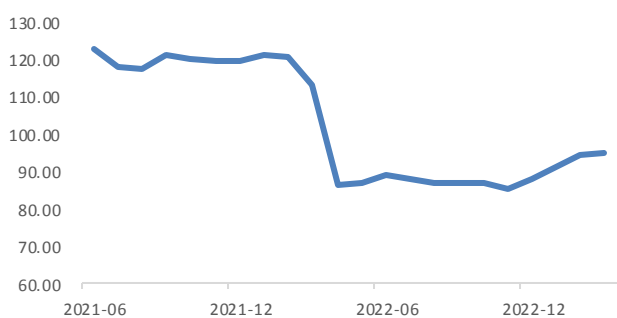
但消费复苏维持良好势头，为“信用”环境由紧到宽打下基础。5 月份社零增速为 9.3%，较前一月上涨 0.8 个百分点，增速连续 4 个月保持上升态势。预计未来一段时间，三方面因素将支撑消费继续保持较为强劲的恢复趋势。一是居民储蓄将为消费持续回升提供保障，近三年来居民储蓄存款年均增加约 12.5 万亿元，为疫情前五年年均增幅的 1.9 倍左右，一季度以来消费者信心指数连续攀升，居民储蓄转化为消费仍值得期待。二是社零同比增速持续回暖，但仍有较大提升空间，也会为消费增速持续保持较快增长提供动力，如 2020-2022 年社会消费品零售总额三年平均增长 2.6%，增速较疫情前 2019 年回落 5.4 个百分点，消费修复空间仍大。三是政策方面大力支持恢复和扩大消费，预计未来一段时间内，扩消费政策将持续对消费形成有力支撑。消费端是打通国内循环、提高经济内生增长动力的关键，消费恢复有利于增加企业利润、提高企业生产积极性，同时改善居民就业和收入，提振市场信心，是“信用”由紧转宽的一大突破口。

图 17：社零同比增速 (%)



资料来源：财信证券，ifind

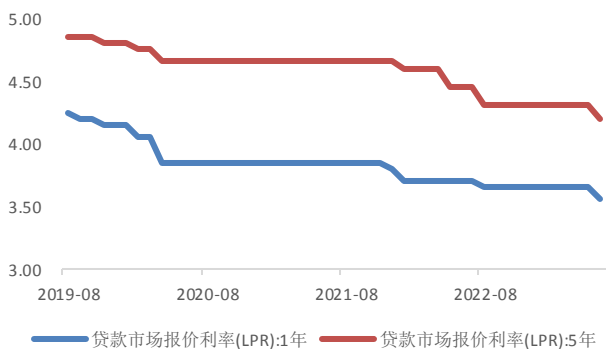
图 18：消费者信心指数 (点)



资料来源：财信证券，ifind

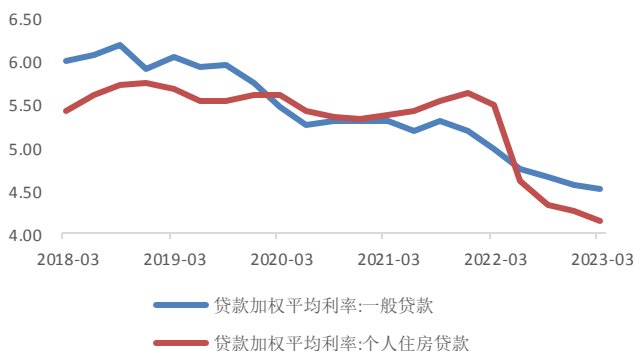
同时，当前市场贷款融资成本处于历史低位。LPR 报价 6 月 20 日时隔 8 个月后再度下调，1 年期报 3.55%。5 年期报 4.20%。从央行公布的数据来看，截止一季度，一般贷款加权平均利率为 4.53%，连续 6 个月下降；个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，连续 5 个月下降。贷款成本走低有利于刺激实体经济部门融资需求，在价格方面为“信用”环境转宽做好铺垫。

图 19：LPR 报价 (%)



资料来源：财信证券，ifind

图 20：贷款加权平均利率 (%)



资料来源：财信证券，ifind

4.3 资产配置建议

“货币环境”方面，当前处于“宽货币”状态。预计未来一段时间，经济增长弱修复趋势将会持续存在，央行大概率会延续保持流动性合理充裕的操作思路，“宽货币”环境大概率将长期存在。

“信用环境”方面，当前处于“紧信用”状态。受制于工业企业利润下滑、房地产持续低迷、居民收入增速趋缓等因素，市场信心不足，企业端、居民端加杠杆意愿不强，压制“信用”环境转宽；但随着消费稳步复苏、贷款成本走低等因素影响，为“信用”环境转宽提供了有力保障。总体来看，预计未来一段时间，“信用”环境将会逐渐完成底部构筑，待政策发力时转入“宽信用”环境。

综上，在“宽货币”环境长期持续情况下，建议部分配置债券作为防守资产；在“紧信用”转换“宽信用”时期，建议逐步建仓股票作为进攻资产。股票风格配置方面，建议配置稳定、消费风格股票作为防守资产，布局成长风格股票作为进攻资产。

5 风险提示

数据指标具有滞后性，货币政策超预期，国内经济增速超预期，海外冲击超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438