

# 剩余流动性问题日益凸显：2023年12月金融数据印象

## 核心观点：

### ● 贷款的问题是结构性的：

1) 居民按揭贷款的增长速度一直横在5%附近，这和其背后的地产销售趋势大体一致；

2) 边际上压力大的是企业贷款，其前提也是企业贷款刚刚走过了一轮非常充裕的时期，甚至在2023年年初，企业贷款增长速度曾达到过11年以来新高，然而，这些形成的实物资产没有线性的需求匹配，于是，目前的企业贷款减速是一个自然回落的过程。

### ● 从这个结构能看到，宏观面上的企业对资金的需求弹性已经消失：

1) 在2022年，制造业的资本开支源于地产挤出来的流动性，但目前看，即使地产继续挤出流动性，企业的投融资需求也不会相应向上；

2) 于是，这部分剩余出来的流动性，就只能靠政府去补，于是，我们看到了政府债券的再次向上，且社融的表现强于贷款本身。

● 但我们也要承认，企业并不是一个高度趋同的群体，其内部的两极化也非常明显，比如，信托贷款在持续加快，这体现出腰部以下的企业对流动性的需求不计成本。

● 在总量的意义上，融资中市场的部分可能会继续收缩，但这不一定代表着后续经济压力的增长，企业的资本开支即使下降，但库存周期若逐步加快，也能对冲掉企业固投这一损失的部分，譬如2016-2017年，那一轮经济周期的复苏就是在企业投融资持续下降的环境下完成的。

● 另外需要考虑的问题是：2014年之后，财政中市场化的色彩被逐步剥离干净，财政的角色从一个为地方政府赚钱的商人变成了一个站在上帝视角的逆周期调控者，那么，一旦中上游循环起来，经济在边际上变稳，财政可能不会利用越来越多的剩余流动性应投尽投，而可能更多会考虑赤字率及稳定性问题，这时，政府融资并不必然选择撑住融资周期。

● 如此的话，经济变稳和剩余流动性就会共存，我们最近看到债券收益率曲线的平坦化，已经是一个剩余流动性所造成的后果，在这种环境下，虽然融资周期很脆弱，但货币政策放宽的可能性也不大。

### ● 这些特征映照在资产配置上，情况会变得复杂一些：

1) 一旦资金利率的弹性失灵，资产配置的机会可能会重回债券；

2) 但受调控的影响，剩余流动性不会一直存在，这会导致利率债所面临的机会短期且无序；

3) 虽然这些趋势对权益市场不利，但权益市场目前的位置足够低，可以进行一些少量抄底。

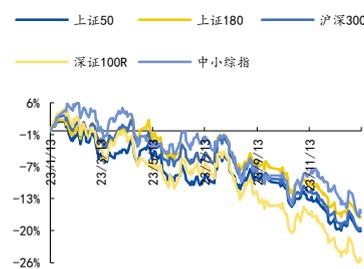
## 风险提示：

国内消费需求恢复不及预期，国内宏观政策不及预期

## 主要数据：

上证综指：	2881.98
深圳成指：	8996.26
沪深300：	3284.17
中小盘指：	3381.64
创业板指：	1761.16

## 主要市场走势图



资料来源：Wind

## 相关研究报告

《科技比周期更硬核：2024行业比较展望》

2023.12.28

《重建平衡的金融周期》2023.11.13

## 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188  
联系人 黄海  
邮箱 huanghai@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](http://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