

流动性还是梗阻： 2024年2月金融数据印象

投资要点：

● 流动性梗阻问题依然萦绕，贷款余额及狭义社融的增长速度继续收敛至9.7%和7.8%。

● 我们应从一个偏宏观的角度理解此次贷款问题：

- 1) 固然贷款的下滑会映射出某些需求问题，但即使有些需求表现不振，总有某些其他的需求会以更低的成本把多出来的货币消化掉；
- 2) 但这一次，在相对充裕的流动性背景下，银行手里的资金不能充分出清了，这是流动性问题，但本质上还是实体问题。

● 同样重要的是，财政也没法出清这些资金：

- 1) 今年开年以来，专项债发行的进度偏缓，叠加上今年所制定的偏克制的赤字率及专项债目标，财政也许会进入一小轮减速周期；
- 2) 体现在社融上，我们这一次看到的是狭义及广义社融的共同减速。

● 在资本市场上，这个现象会映射为持续性的 risk-off，毕竟在风险偏好上，银行的风险偏好是显著低于非银的，因此，银行的资本权重越大，资产风格越向债券倾斜，这比起2016年的债券市场牛平行行情，有了更坚实的基本面。

● 这个现象并非银行主动性形成的羊群效应：

- 1) 放长期限看，银行在这些年所做的信用下潜努力不可谓不明显，至今工业和制造业的中长期贷款增长速度仍然高达28%和32%；
- 2) 如果本质上是实体问题，那单单降利率债的杠杆，估计很难破坏这种梗阻的资金结构，我们可能还需要一些额外的非常规针对实体的政策。

● 此外，我们也需要额外注意到：非银金融机构贷款飘到了2015年以来的新高，这和2月权益市场的上涨似乎相互呼应，但这并不解决深层次问题，2015年我们也是靠高昂的非银金融机构贷款止住了跌势，但后续真正让行情稳定下来的，是逐步上升且很具韧性的信用周期。

● 当然，这些流动性问题不会和经济基本面一一对应，当前靠全球定价的库存周期，经济增长也能稳住，但这也不解决长期问题，如果实体的资产负债表不扩张，基本面也会有隐忧。

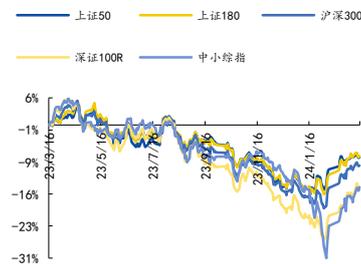
● 这些趋势已经超出周期的范畴，关键看后续政策会以怎样的姿态去应对，但目前来看，债券市场不必恐高，在趋势出现扭转迹象之前，利率债应会一直处于占优状态。

风险提示：国内宏观政策落地不及预期等

主要数据：

| | |
|--------|---------|
| 上证综指： | 3054.64 |
| 深圳成指： | 9612.75 |
| 沪深300： | 3569.99 |
| 中小盘指： | 3549.36 |
| 创业板指： | 1884.09 |

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《牛只是擦伤：关于债市的下跌》2024.03.13
《行动的勇气：发达国家流动性陷阱的启示》
2024.03.12

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

流动性梗阻问题依然萦绕，贷款余额及狭义社融的增长速度继续收敛至 9.7% 和 7.8%。

图 1：贷款余额增速继续收敛

图 2：狭义社融增速继续收敛



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们应从一个偏宏观的角度理解此次贷款问题：

1) 固然贷款的下滑会映射出某些需求问题，但即使有些需求表现不振，总有某些其他的需求会以更低的成本把多出来的货币消化掉；

2) 但这一次，在相对充裕的流动性背景下，银行手里的资金不能充分出清了，这是流动性问题，但本质上还是实体问题。

同样重要的是，财政也没法出清这些资金：

1) 今年开年以来，专项债发行的进度偏缓，叠加上今年所制定的偏克制的赤字率及专项债目标，财政也许会进入一小轮减速周期；

图 3：2024 年财政赤字率目标 3.0%

图 4：2024 年地方专项债目标 3.9 万亿元



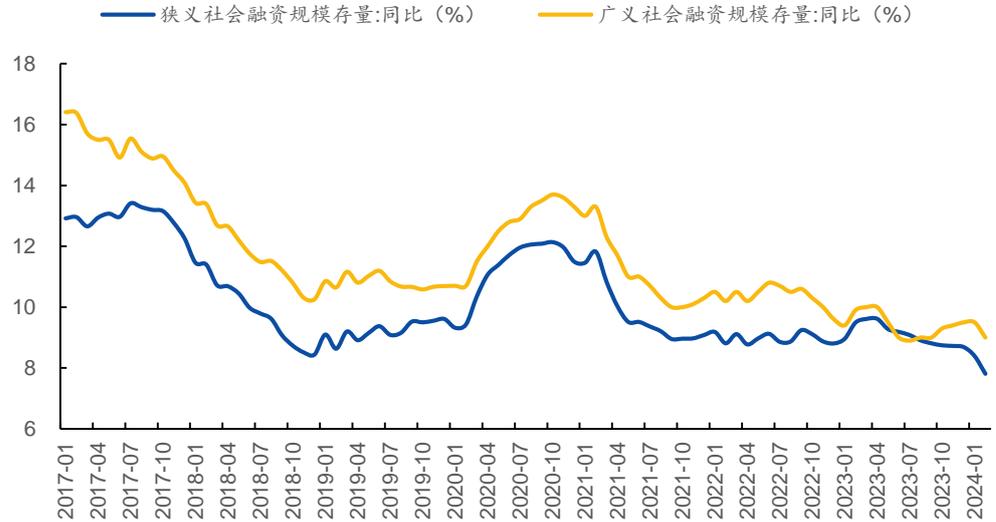
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 体现在社融上，我们这一次看到的是狭义及广义社融的共同减速。

图 5：社会融资规模同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

在资本市场上，这个现象会映射为持续性的 risk-off，毕竟在风险偏好上，银行的风险偏好是显著低于非银的，因此，银行的资本权重越大，资产风格越向债券倾斜，这比起 2016 年的债券市场牛平行行情，有了更坚实的基本面。

这个现象并非银行主动性形成的羊群效应：

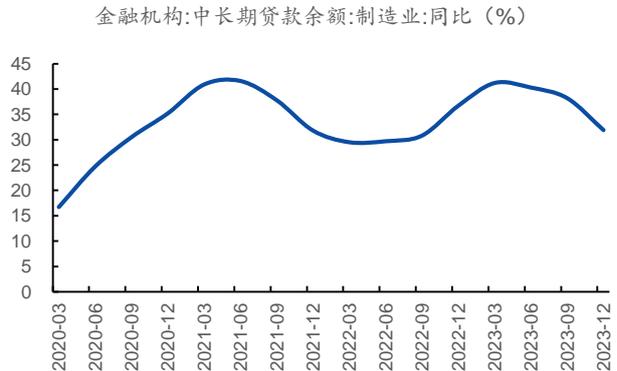
1) 放长期限看，银行在这些年所做的信用下潜努力不可谓不明显，至今工业和制造业的中长期贷款增长速度仍然高达 28%和 32%；

图 6：工业的中长期贷款同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：制造业的中长期贷款同比增速走势图

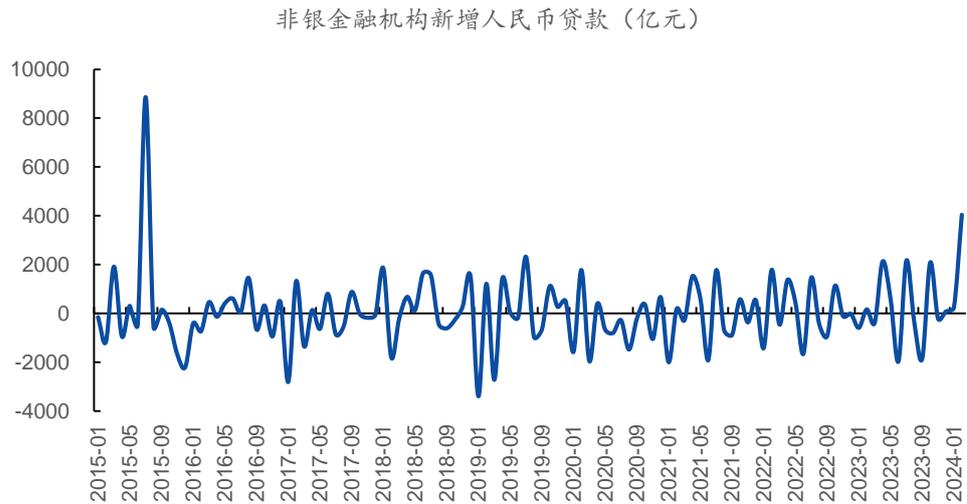


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 如果本质上是实体问题，那单单降利率债的杠杆，估计很难破坏这种梗阻的资金结构，我们可能还需要一些额外的非常规针对实体的政策。

此外，我们也需要额外注意到：非银金融机构贷款飙到了 2015 年以来的新高，这和 2 月权益市场的上涨似乎相互呼应，但这并不解决深层次问题，2015 年我们也是靠高昂的非银金融机构贷款止住了跌势，但后续真正让行情稳定下来的，是逐步上升且很具韧性的信用周期。

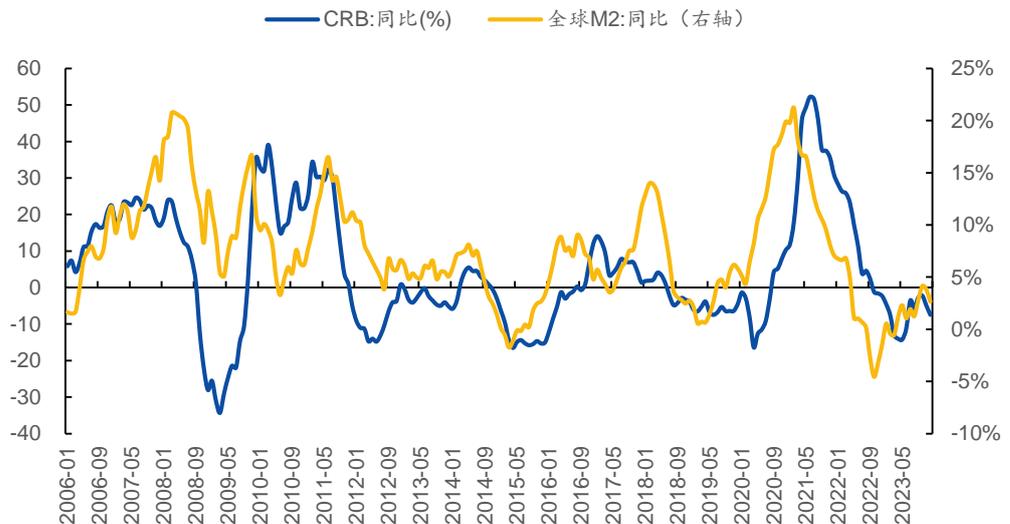
图 8：非银金融机构贷款飙到了 2015 年以来的新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

当然，这些流动性问题不会和经济基本面一一对应，当前靠全球定价的库存周期，经济增长也能稳住，但这也不解决长期问题，如果实体的资产负债表不扩张，基本面也会有隐忧。

图 9：CRB 走势受到全球流动性环境的影响



资料来源：Wind，国元证券研究所

这些趋势已经超出周期的范畴，关键看后续政策会以怎样的姿态去应对，但目前来看，债券市场不必恐高，在趋势出现扭转迹象之前，利率债应会一直处于占优状态。

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 |