

流动性的嬗变： 当实体周期与金融周期出现裂痕

报告要点：

● 当前的实体周期与金融周期之间是存在裂口的：

- 1) 金融周期正在向上，这应该是过去一段时间积极政策的常规反应；
- 2) 但实体层面则较为疲弱，在地产依然下沉的状态下，经济周期的启动是比较困难的；
- 3) 这代表着：资金的投入和产出是不相匹配的。

● 但这并不奇怪，历史上经济与金融周期之间的关系本不相线性：

- 1) 其原因很可能是：在实体资金需求受限的状态下，大量的资金流向了金融市场，至少在资金成本足够低时，金融市场上能给出相对确定的收益；
- 2) 两个与此匹配的事情是：M0 同比增速已经升至 2010 年以来的新高，这意味着资金的风险偏好在上行；银行间回购成交量的同比增速居 16 年来的高位，这意味着在金融体系中，低成本的资金通过回购市场在不断被吸纳。

● 这个现象可以理解：金融市场和实体市场之间存在着更大的价格歧视，这个现象俗称资产荒。

● 往后来看，实体和金融周期的裂口也许还会继续扩张：

- 1) 唯一能止住金融周期向上的是财政力度的收敛，但我们应该知道，财政会同时影响金融端和实体端，若金融输入端大幅收敛，实体的输出端则也会大幅收敛；
- 2) 尽管后续财政的力度大概率变得式微，但这并不影响周期之间的裂口方向；
- 3) 更大的宏观背景是：在 PPI 下行、企业盈利增速下行的大背景下，预计货币政策仍会维持在偏松位置，流动性继续保持充裕，资产荒现象可能会更加明显。

● 在我们面对大量无法入实的信用资金时，理论上大多资产都会受益：

- 1) 利率债会是最为直接受益的品种，当金融与实体劈叉时，利率债大概率会出现基本面无法解释的上涨，以及曲线的平坦化下移；
- 2) 股市同样也会受益于资产荒：历史上金融和实体的分裂阶段，A 股都取得了正的绝对收益，结构上，成长风格通常会获得正的超额收益；
- 3) 信用债也是需要关注的一类资产：一是资管新规落地后，资金在利率债上加杠杆已不现实，只能寻找票息更厚的资产；二是当前大量信用是通过标准化合约投放出来的，风险偏好有限，投资于固定收益资产更加合适。

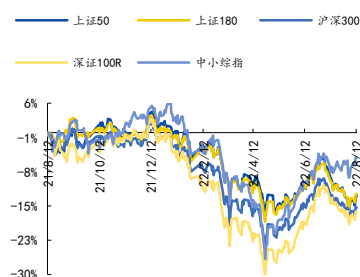
● 我们面临的，应该会是类如 2015 年那般实体混沌、金融活跃的状态，在此状态内，利率债和信用债的胜率更大，股市除了资产荒之外，我们也需要额外讨论政治周期的影响，这涉及资金的多资产选择问题。

风险提示：货币政策超预期、地产政策超预期。

主要数据：

上证综指：	3276.89
深圳成指：	12419.39
沪深 300：	4191.15
中小盘指：	4364.03
创业板指：	2690.83

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《信用债资产荒 2.0：交易可能会再度变得拥挤》
2022.08.04
- 《【国元总量 | 每日一图】从夜光指数看经济复苏》2022.08.01

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweidun@gyzq.com.cn
电话

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

内容目录

引言	4
1.金融周期的向上	5
2.实体层面的疲弱	6
3.金融与实体的分歧	8
4.事情的后续	9
5.站在风口的资产	9

图表目录

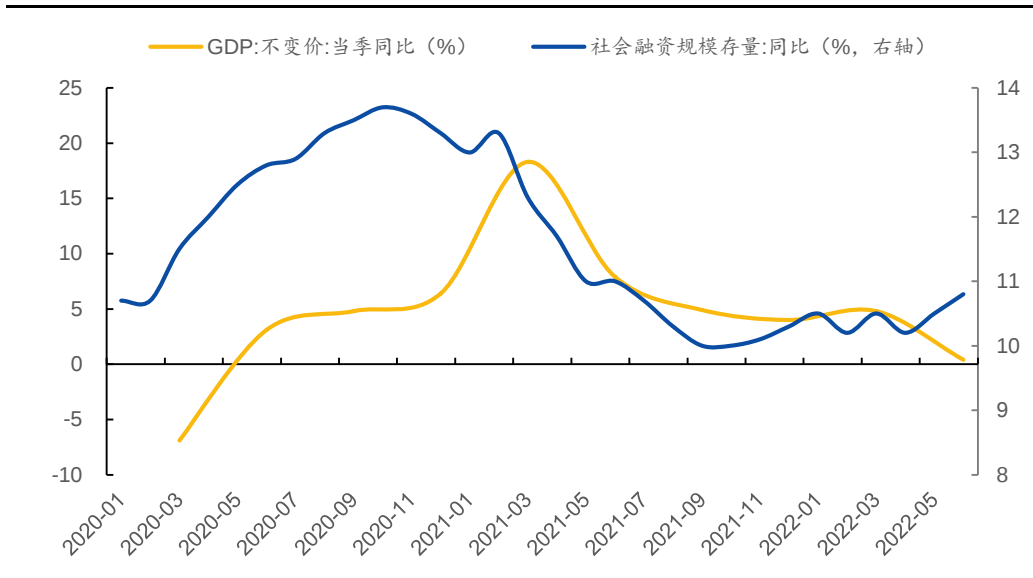
图 1: 近期实体周期与金融周期出现背离	4
图 2: 股、债、商品共涨	4
图 3: 金融周期的向上	5
图 4: 政府债、企业债对社融的拉动作用明显	5
图 5: 居民贷款连续数月同比负增长	5
图 6: 企业新增中长期贷款环比显著好转 (%)	6
图 7: 企业新增中长期贷款同比显著好转 (%)	6
图 8: 地产投资对宏观经济影响重大	6
图 9: 30 大中城市商品房销售面积 7 月同比-34%	6
图 10: 居民对购买期房仍高度谨慎	7
图 11: 当前地产竣工中, 留给现房销售的比例不大	7
图 12: 地产销售传导到资本开支存在时间差	7
图 13: 7 月 PMI 再次跌破荣枯线	8
图 14: 16-24 岁人口失业率处于历史高位	8
图 15: M0 同比增速创 2012 年以来新高	8
图 16: 银行间回购规模的快速扩张值得警惕	8
图 17: 今年财政赤字率目标 2.8%	9
图 18: 预计年内 PPI 同比持续下行	9
图 19: 金融周期与实体周期 (%)	10
图 20: 10Y 国债收益率表现 (%)	10
图 21: 股市也会受益于资产荒 (%)	10

图 22: 信用债一级认购倍数	11
图 23: 信用利差走势	11
图 24: 万得全 A 指数走势图	11

引言

今年二季度开始，实体周期与金融周期之间出现了在方向上不相匹配的裂口：一方面是金融周期的向上，无论是社融同比还是 M2 同比，都迎来了一轮增速的加快；而另一方面，实体周期较为疲弱，名义 GDP 的增长降速，PMI 也大都处于荣枯线之下。

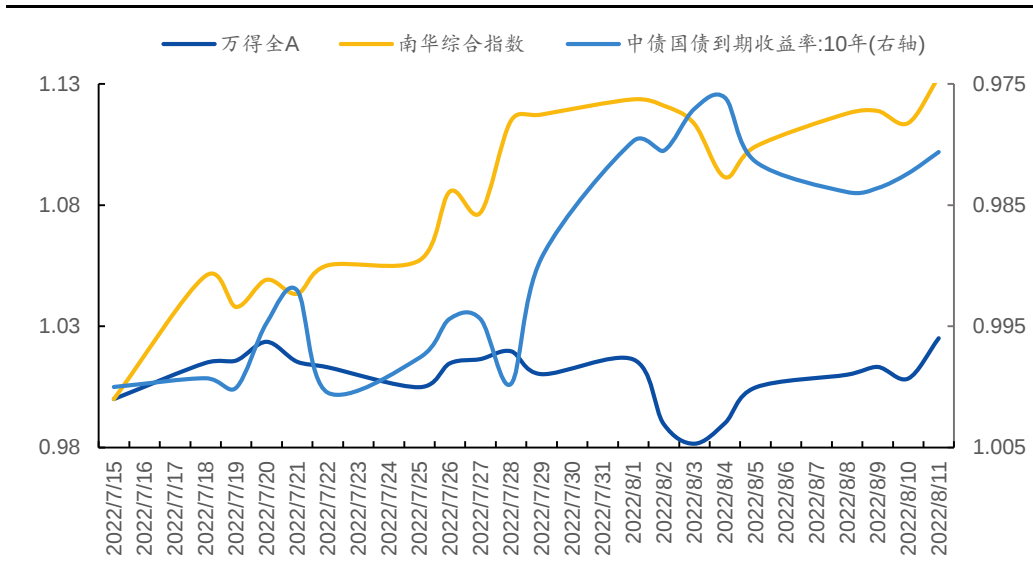
图 1：近期实体周期与金融周期出现背离



资料来源：wind，国元证券研究所

在这种状态之下，我们看到大类资产的价格表现所体现出的预期是混乱的，近期更是出现了股、债和商品共涨的现象。如何理解当前实体与金融层面的背离，这对大类资产配置将产生什么影响，本文拟对此进行研究。

图 2：股、债、商品共涨



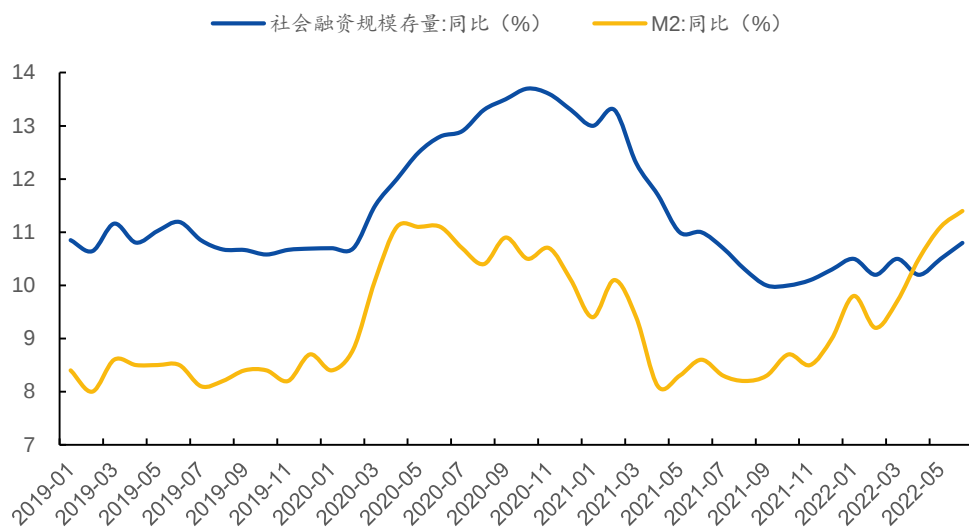
资料来源：wind，国元证券研究所

注：以 2022 年 7 月 15 日的价格为基数计算

1. 金融周期的向上

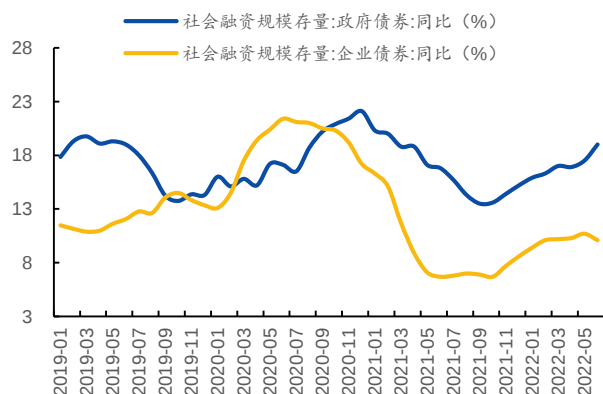
无论是 M2 同比还是社融同比，都指向金融周期是向上的。M2 同比自 2021 年 4 月开始筑底向上，社融同比也自 2021 年 9 月开始筑底向上，从这个角度来讲，金融周期无疑是处于上行阶段，虽然市场对于上行的质量存在一些质疑。从结构来看，财政确实对于金融周期的拉动力度很大：政府债券、城投债券的加速对社融的企稳回升起到了关键作用，财政支出的加快也在带动 M2 增速的明显加快。

图 3：金融周期的向上



资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：政府债、企业债对社融的拉动作用明显



资料来源：wind，国元证券研究所

图 5：居民贷款连续数月同比负增长

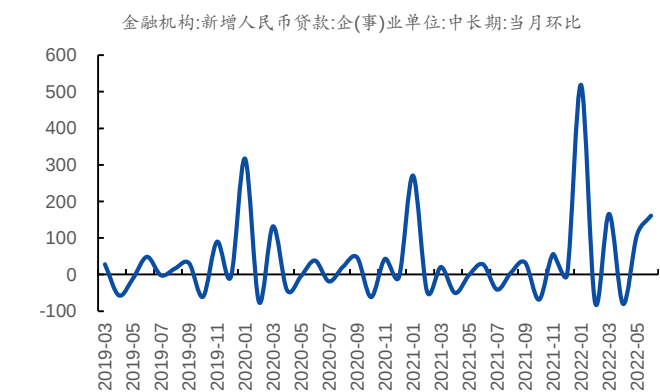


资料来源：wind，国元证券研究所

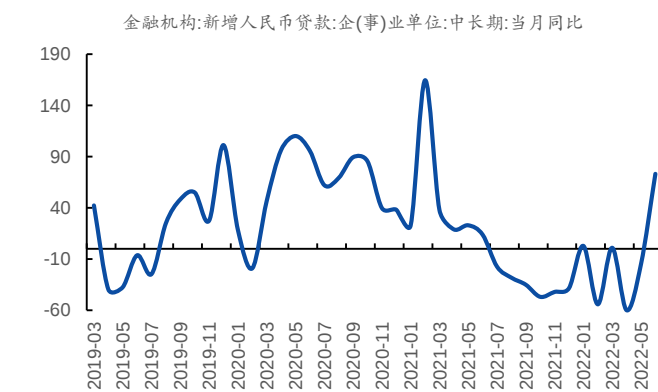
但是结构问题已经出现了环比改善。从企业新增中长期贷款这一指标来看，5、6月份一直在环比大幅改善，且6月改善幅度相较于5月更大，这与宏观经济在此期间处于疫情后的复苏阶段有关。可见，金融周期向上的拉动力在4月后出现了微妙的变化：由财政主导，转变为财政和企业共同拉动。

图 6：企业新增中长期贷款环比显著好转（%）

图 7：企业新增中长期贷款同比显著好转（%）



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

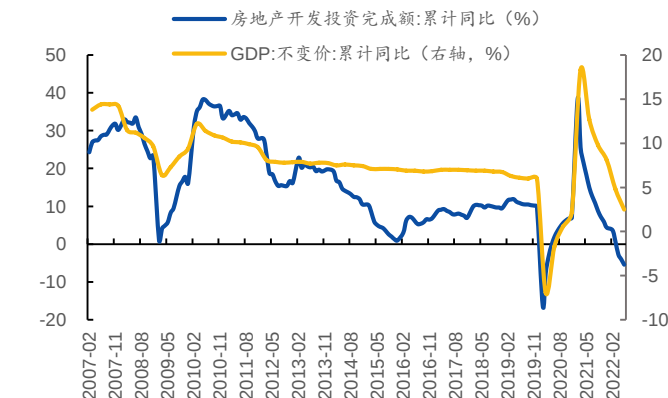
2. 实体层面的疲弱

与不断上行的金融周期形成鲜明对照的是，实体层面呈现出偏疲弱的图景。

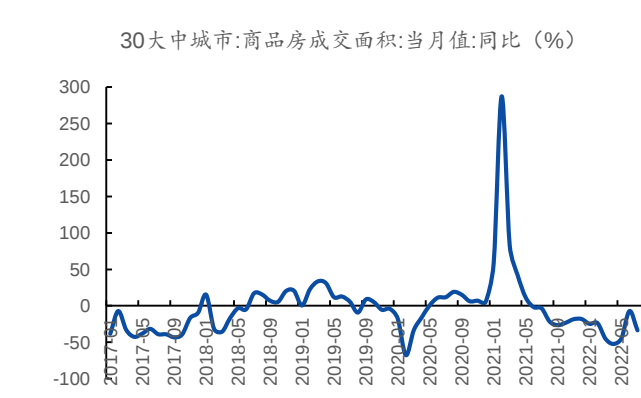
地产行业对实体经济有着至关重要的影响。从历史经验来看，每一轮的经济向上，都伴随着地产投资的同比向上；在地产投资同比向下的阶段，经济都没有真正地起来过。当下国内实体经济恢复的一大难题就是地产行业的沉疴难起：从行业最先行的指标地产销售来看，当下仍处于下行阶段，虽然6月随着疫情的边际好转，地产销售的同比下滑幅度收窄，但是7月又出现了-34%的同比大幅下滑，地产销售难言企稳。

图 8：地产投资对宏观经济影响重大

图 9：30 大中城市商品房销售面积 7 月同比-34%



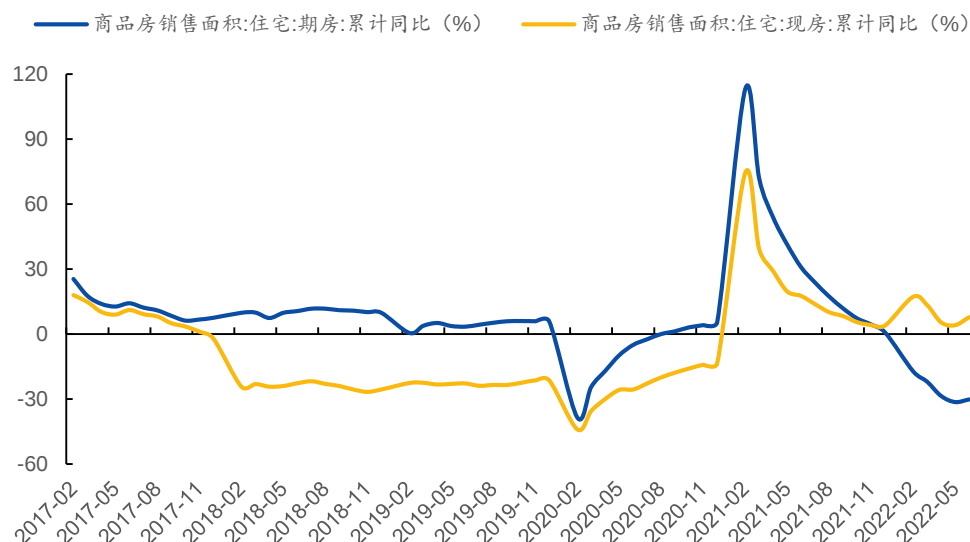
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

本轮地产下行的核心原因在需求端而不是供应端。去年年初开始针对地产行业实施的三条红线政策限制了地产开发商的融资，由此导致了部分楼盘出现无法按时交付或者质量、配套等低于销售时约定的情况，居民对期房的信心大幅受挫。从销售结构来看，近期商品房销售主要是由现房销售拉动的，期房销售仍处于快速下滑之中，可见居民对期房购买的高度谨慎。

图 10：居民对购买期房仍高度谨慎



资料来源：wind，国元证券研究所

虽然政府采取了积极的政策，但是居民的购房信心难以短期扭转，那么地产销售的企稳回升就需要现房供应的跟上，但是现实来看可能不太乐观。每年竣工的住宅面积中，有 70% 以上要用于交付过去销售的期房，剩下的不足 30% 才构成现房销售；更何况当前竣工面积的同比降幅还在不断扩大。而且，对宏观经济起到拉动作用的是地产投资，从地产销售传导到地产投资是有时间差的，经验预判本次时间差将在 3 个季度左右，即年内地产投资对经济好转难以起到正面作用。

图 11：当前地产竣工中，留给现房销售的比例不大

图 12：地产销售传导到资本开支存在时间差

期房交付面积/房屋竣工面积

商品房销售面积:累计同比 (%)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45232

