

解铃不是系铃人：稳信用的未来

报告要点：

● 宽信用和稳货币似乎是一个悖论：

- 1) 稳货币的基调应已坐实，央行资产负债表在7月出现了9400亿元的缩表，几乎与7月降准所释放的流动性相当，对冲降准的节奏比之前的预想更快；
- 2) 但经验上，唯有宽货币才能实质性宽信用，若银行的超储率不得以根本性改善，信用貌似不能根本变宽。

● 但其实，今年以来宽信用和稳货币这两个做法同时出现并不违和：

- 1) M2和信贷至少截至目前没有出现加速的迹象；
- 2) 流动性偏弱原因并不是流动性，而是对地产及基建的约束政策。钱无法被注入这两个领域，银行对居民及企业的债权在近来都是减速的。

● 人为性资产荒导致无处可去的资金在长端债券领域集中交易。

● 若想化解这种资产荒，唯有重新放松地产基建，但笔者认为可能性不大：

- 1) 当前资金的风险偏好其实不低，通胀交易也很旺盛，如果一旦开闸引水，可能会造成地产商及地方政府新一轮加杠杆；
- 2) 经济基本面的预期也许没有那么差，即刻放松的紧迫性也可能并没有那么强。这些产业政策在启用时，应是已做好了压力测试，虽然可能实际后果与事前预想存在偏差，但这个偏差应不太大，至少不会造成基本面的严重衰退。

● 但政策也不会坐视不管，宽信用的未来可能不好也不差：

- 1) 政策可能会继续把资金往小微企业挤，用以部分对冲地产及地方债的融资压力，毕竟当前的普惠小微贷款已经出现了新一轮的加速；
- 2) 政策的初衷应是稳信用而不是宽信用，即M2保持在8%左右的水平即可，如果政策真的想宽信用，至少应在近期看到实质性的放水迹象，央行的资产负债表也不至于出现如此大幅的收缩。

● 无论如何，宽信用的举措表示利率债的牛市不可继续：

- 1) 信用代表利率中枢，如果信用被稳住，至少说明利率的下降空间被锁死；
- 2) 如果宽信用的效果不及预期，那货币政策会将多余的资金回笼起来，这也会开启利率债市场的压力。

● 事情往往是自我循环的，宽信用对短期的信用债市场存在一些稳定作用，但远期的信用债市场风险依然未能化解：

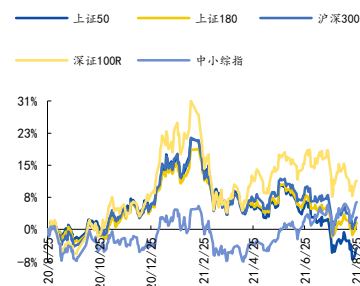
- 1) 如果利率如期上升，这可能会造成明年的融资进一步压力，信用风险还是这么多，只是被推后到明年；
- 2) 即使短时的信用被稳住，信用大概率也会呈现出高低不平的结构性差异。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3540.38
深圳成指：	14697.50
沪深300：	4898.16
中小盘指：	4918.07
创业板指：	3348.66

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《关于疫情这个不大不小的借口：经济衰退的本源》2021.08.17
- 《当前的资金面已经亮起了黄灯——预测流动性的红绿灯》2021.08.13

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@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”)在中华人民共和国内地(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。

免责条款

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

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_25934

