

**爱建证券有限责任公司
研究所**

研究员：吴正武

执业证书号：S0820511030001

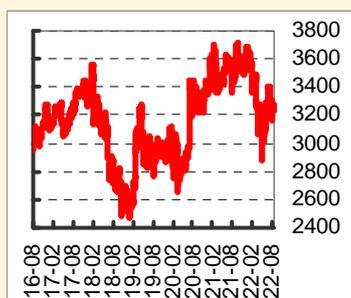
Tel: 021-32229888-25511

E-mail: wuzhengwu@ajzq.com

全部 A 股估值

市盈率： 17.94

市净率： 1.67

上证指数走势


资料来源：上海证券交易所

货币供给增速上升，货币需求增速下降

投资要点

- 2022年7月末，中国广义货币(M2)余额同比增长12%，增速分别比上月末和上年同期高0.6个和3.7个百分点。从2021年下半年开始，中国货币供给M2同比增速呈现明显上升趋势，说明居民、企业和其他单位更加倾向于把钱储存起来，而不是用于消费和投资。这种趋势与国家统计局发布的同期中国社会消费品零售总额同比增速和全国固定资产投资同比增速都呈现下行趋势是一致的。
- 2022年7月末，中国广义货币(M2)余额同比增长12%，狭义货币(M1)余额同比增长6.7%，货币供给M2同比增速快于M1同比增速。过去三年以来，除春节因素导致的异常波动外，中国货币供给M2同比增速大于同期货币供给M1同比增速，这种趋势说明居民、企业和其他单位更加倾向于选择较长的存款期限，获取较高的利息收入，而不是将钱用于消费、买卖股票和房地产、扩大企业经营规模等用途。
- 2022年7月末社会融资规模存量同比增长10.7%，增速比上月降低0.1个百分点。社会融资规模存量同比增速降低，说明货币需求下降，居民、企业和其他单位不愿意通过融资扩大消费、投资和生产规模。
- 中国社会融资规模存量中，人民币贷款余额近期占61%左右的比重，是社会融资的主渠道。2021年初以来，人民币贷款余额同比增速呈现一路下行走势。人民币贷款余额同比增速下降，说明居民和企业融资需求增速放缓，是导致经济下行的重要原因。
- 中国社会融资规模存量中，委托贷款余额、信托贷款余额、未贴现的银行承兑汇票余额近期合计占5%左右，这三种融资方式被称为“影子银行”贷款。从2017年开始，政府治理“影子银行”金融风险，取得了决定性胜利。在经济下行阶段，房地产、落后过剩产能等受到严格融资限制的行业对“影子银行”的融资需求强烈，政府应当巩固已经取得的治理成果，绝对不能让“影子银行”业务再次野蛮生长。
- 中国社会融资规模存量中，企业债券余额、政府债券余额、非金融企业境内股票余额近期合计占30%左右，是重要的社会融资渠道。与欧美、日本等主要发达资本主义国家相比，中国债券和股票融资无论是从总规模还是从占社会融资规模存量比重看，都有很大发展空间。在经济下行阶段，政府应当扩大财政赤字规模和比率，增加政府负债规模和增长速度。
- 国际通货膨胀处于高位，经济转为下行趋势，正向衰退边缘滑行，国际关系异常紧张。国内有效需求不足，经济持续下行。在这样的国内外环境下，股票市场投资要格外谨慎，预计2022年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

一、2022年7月，中国货币供给同比增速上升

根据中国人民银行公布的统计数据，2022年7月末，中国广义货币(M2)余额 257.81 万亿元，同比增长 12%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.7 个百分点；狭义货币(M1)余额 66.18 万亿元，同比增长 6.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 1.8 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.65 万亿元，同比增长 13.9%。

图 1：中国货币供给 M2 月度同比增速



资料来源：中国人民银行，

中国人民银行根据自身金融资产的特点，将货币供应量划分为如下货币层次：

M0=现金；

M1=M0+单位活期存款；

M2=M1+个人储蓄存款+单位定期存款；

M3=M2+商业票据+大额可转让定期存单。

目前，中国人民银行只公布了 M0、M1 和 M2，而 M3 只测算没有对外公布。

货币供给 M2，被称为广义货币供给量，它包括了一切可能成为现实购买力的货币形式，通常反映的是未来社会总需求变化和未来通货膨胀压力状态。

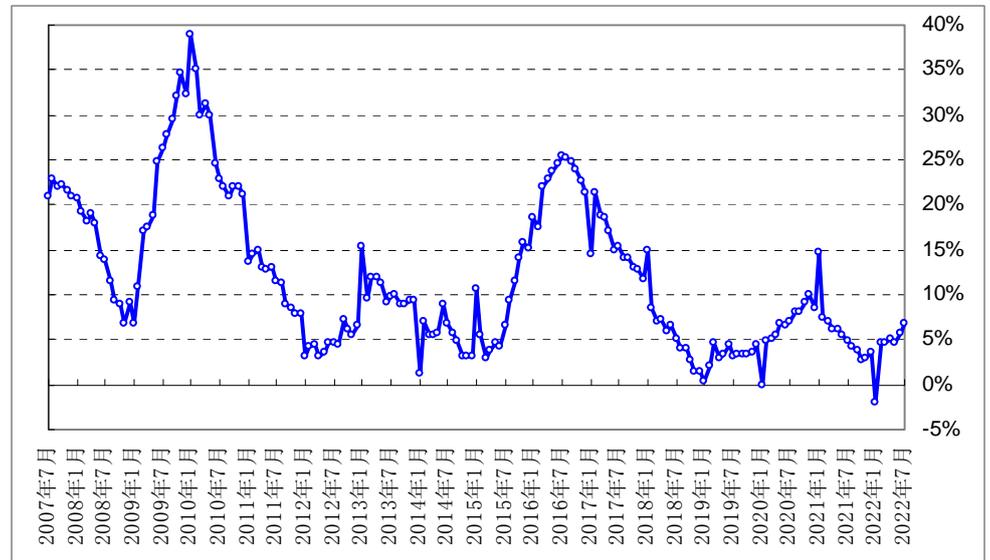
从 2021 年下半年开始，中国货币供给 M2 同比增速呈现明显上升趋势，说明居民、企业和其他单位更加倾向于把钱储存起来，而不是用于消费和投资。这种趋势与国家统计局发布的同期中国社会消费品零售总额同比增速和全国固定资产投资同比增速都呈现下行趋势是一致的，从不同的方面说明了居民和企业更加注重回避风险，居民不愿意花钱消费，企业不愿意花钱扩大生产规模。

拉动经济增长的“三驾马车”中，消费和投资是内需拉动力量，是最重要的拉动力量。内需拉动力量疲弱，是中国经济下行的主要原因。

二、2022年7月，中国货币供给M2同比增速快于M1同比增速

2022年7月末，中国广义货币(M2)余额同比增长12%，狭义货币(M1)余额同比增长6.7%，货币供给M2同比增速快于M1同比增速。

图2：中国货币供给M1月度同比增速



资料来源：中国人民银行，

货币供给M2同比增速快于M1同比增速已经持续了较长时间了。过去三年以来，除春节因素导致的异常波动外，中国货币供给M2同比增速大于同期货币供给M1同比增速，这种趋势说明居民、企业和其他单位更加倾向于选择较长的存款期限，获取较高的利息收入，而不是将钱用于消费、买卖股票和房地产、扩大企业经营规模等用途。

分析这种趋势，主要原因是居民、企业和其他单位面临的风险上升，居民面临的风险包括：失业率上升、工资奖金增长缓慢或者下降、医疗养老压力增加、股票和房地产价格下跌压力增大等；企业面临的风险包括：市场销售困难甚至被迫关门、产能过剩、上游能源原材料成本上升、厂房办公楼租金上涨、关键设备技术被“卡脖子”等。其他单位面临的风险包括：政府公务员降薪、事业单位及其员工收入增速降低等。

居民、企业和其他单位在权衡了各自风险承受能力以后，作出了降低消费和投资增速，更加倾向于回避风险的决策，导致了当期经济活动水平降低，是中国经济下行的主要原因。

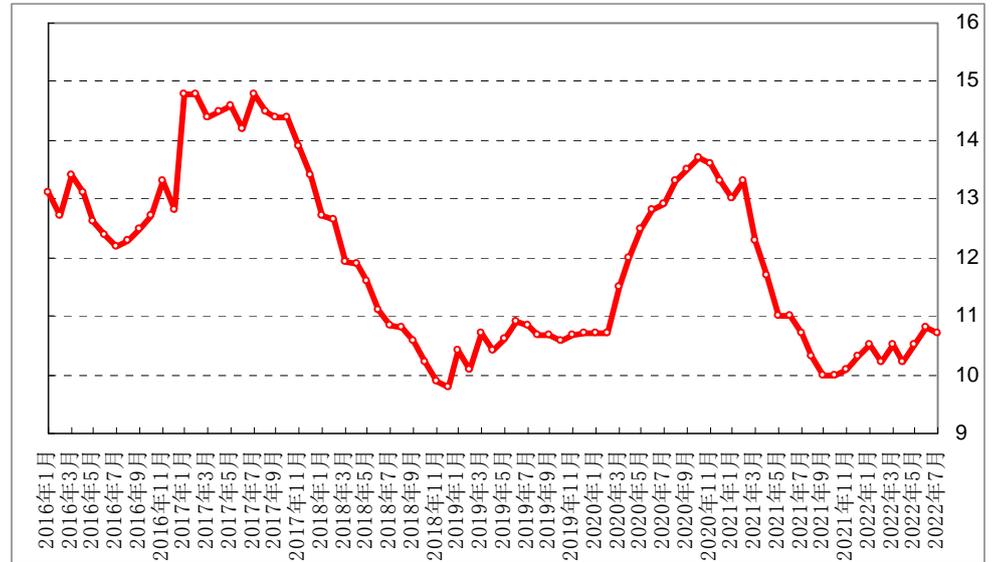
从另外一个方面看，货币供给M2同比增速快于M1同比增速说明当期的货币购买力量被蓄积起来了，2022年7月中国广义货币(M2)余额达到257.81万亿元规模，同比增长12%，增长速度呈现上升趋势，货币供给M2规模庞大和高速增长为未来通货膨胀埋下了隐患。

当前，欧美等地通货膨胀达到8%左右高水平，俄乌战争和席卷北半球的百年一遇的持续高温干旱导致全球能源和食品价格大幅度上涨，提高了居民消费支出和企业采购支出压力。中国每年需要进口规模庞大的石油、大豆、玉米和其它大宗商品，很难在全球高水平的通货膨胀独善其身，货币供给M2规模庞大和高速增长很可能对未来中国通货膨胀水平上升起推波助澜的作用。

三、2022年7月，中国社会融资规模存量同比增速降低

2022年7月末社会融资规模存量为334.9万亿元，同比增长10.7%，增速比上月降低0.1个百分点。从2021年第三季度以来，中国社会融资存量同比增速呈现止跌企稳、略有反弹的走势，但是反弹不稳定，经常有波动。

图3：中国社会融资存量同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，

社会融资规模存量同比增速降低说明货币需求下降，对包括债权融资和股权融资在内的社会总融资需求增长速度降低，居民、企业和其他单位更加倾向于不愿意通过融资扩大消费、投资和生产规模。

四、2022年7月，中国社会融资规模存量同比增速降低的因素分析

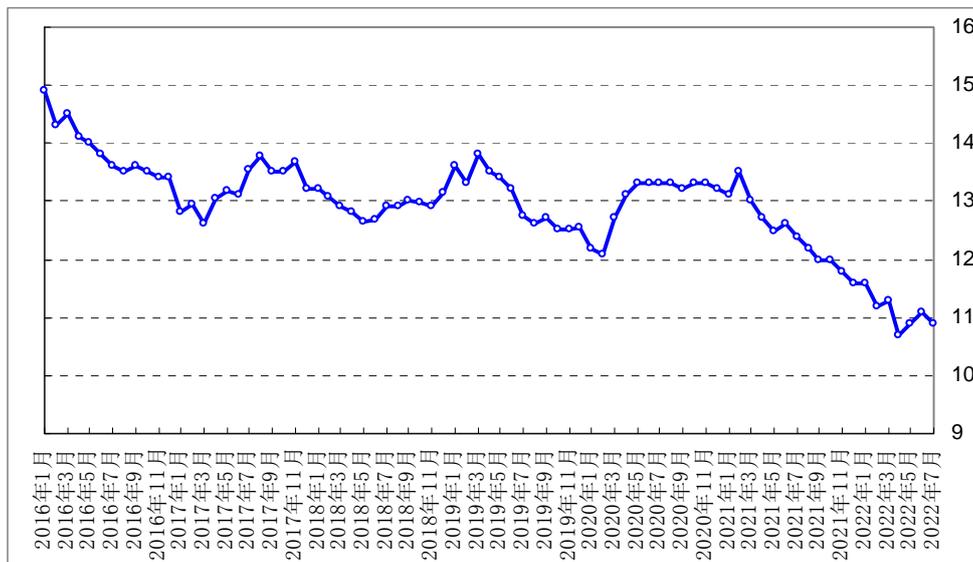
社会融资规模存量包括人民币贷款余额、外币贷款折合人民币余额、委托贷款余额、信托贷款余额、未贴现的银行承兑汇票余额、企业债券余额、政府债券余额、非金融企业境内股票余额等。是什么因素导致社会融资规模存量同比增速降低呢？

2022年7月末，中国社会融资规模存量中人民币贷款余额、外币贷款折合人民币余额、未贴现的银行承兑汇票余额、企业债券余额共四个组成部分的同比增速比上月降低，这四个组成部分合计占社会融资规模存量的72%左右，是导致中国社会融资规模存量同比增速降低的主要原因。

2022年7月末，中国社会融资规模存量中委托贷款余额、信托贷款余额同比继续降低，与上月相比降低的速度略有放缓。

2022年7月末，中国社会融资规模存量中政府债券余额和非金融企业境内股票余额同比增速比上月上升，这两个组成部分合计占社会融资规模存量的20%左右，是抑制社会融资规模存量同比增速降低的主要原因。政府债券余额同比增速由政府决定，非金融企业境内股票余额同比增速受中国证监会发行审查机构控制，两者同比增速都体现政策意图。

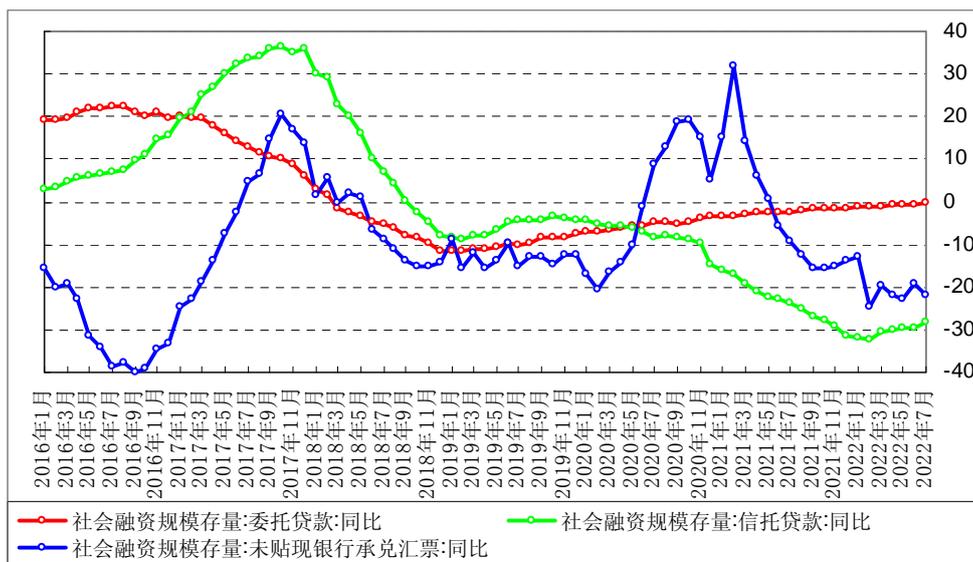
图 4：人民币贷款余额同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，

中国社会融资规模存量中，人民币贷款余额近期占 61%左右的比重，是社会融资的主渠道。2021 年初以来，人民币贷款余额同比增速呈现一路下行走势，其中经历过短暂的波动，但是不改下行的大趋势。社会融资的主渠道同比增速下降，说明居民和企业融资需求增速放缓，是导致经济下行的重要原因。政府为稳定经济增长，出台各种政策货币信贷刺激政策，目的在于促进居民、企业和其他单位扩大融资规模，增加消费和投资需求，拉动经济增长。但是问题的症结在于居民和企业融资需求增速为什么放缓？只有找到症结，才能对症下药，否则刺激政策很难取得预期效果，还会积累严重的副作用。

图 5：中国“影子银行”贷款余额同比增速（%）

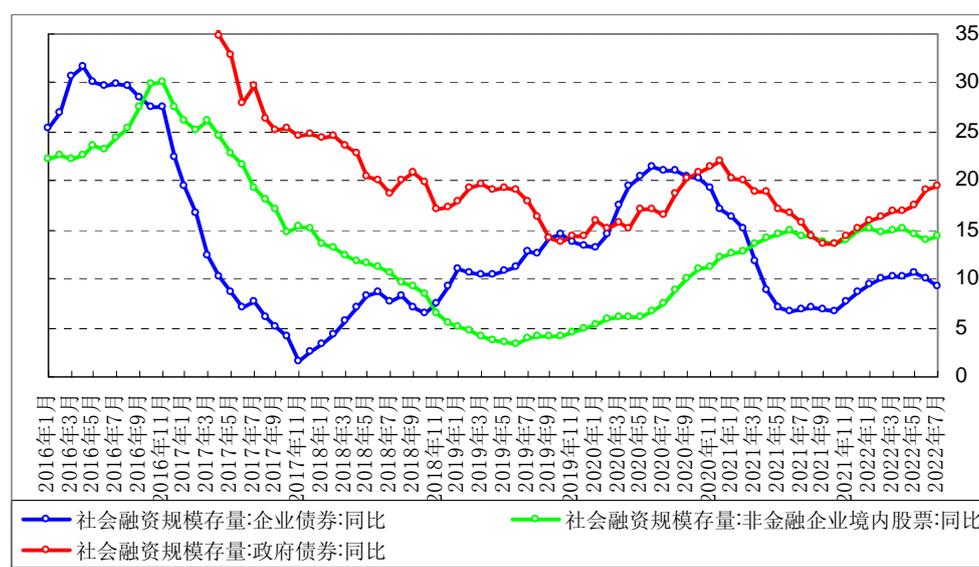


资料来源：中国人民银行，

中国社会融资规模存量中，委托贷款余额、信托贷款余额、未贴现的银行承兑汇票余额近期合计占 5%左右，这三种融资方式需要定期还本付息，与银行贷款类似，但是出借方又不是银行，因此被称为“影子银行”贷款。

从 2017 年开始，中国政府出台和执行资产管理新政策，治理“影子银行”领域金融风险，取得了决定性胜利，委托贷款余额和信托贷款余额同比增速处于负数区间。未贴现的银行承兑汇票与实体经济的买卖支付有关，不是独立的“影子银行”业务，其规模和增长速度随着实体经济业务的波动而波动，但是也受到中央银行的严格监控。在经济下行阶段，房地产、落后过剩产能等受到严格融资限制的行业对“影子银行”的融资需求强烈，政府应当巩固已经取得的治理成果，绝对不能让“影子银行”业务再次野蛮生长。

图 6：中国债券和股票余额同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，

中国社会融资规模存量中，企业债券余额、政府债券余额、非金融企业境内股票余额近期合计占 30%左右，是除银行贷款外最重要的社会融资渠道。

2022 年 7 月末，中国社会融资规模存量中企业债券余额为 31.5 万亿元，同比增长 9.3%；政府债券余额为 58.12 万亿元，同比增长 19.4%；非金融企业境内股票余额为 10.11 万亿元，同比增长 14.4%。

与欧美、日本等主要发达资本主义国家相比，中国债券和股票融资无论是从总规模还是从占社会融资规模存量比重看，都有很大发展空间，也说明中国资本市场发展滞后，运行机制存在问题，束缚了自身发展，束缚了实体经济的发展，也不利于分散化解金融风险。例如，在欧美、日本等主要发达资本主义国家，股票融资所占比重较高，股票融资不要还本也不要付息，企业经营风险通过股票价格涨跌可以得到分散化解。在中国，贷款融资所占比重较高，企业经营风险最终汇集到银行，银行贷款要求资格审查、资产抵押、担保、刚性兑付等不利于中小微企业得到贷款，也不利于分散化解金融风险。

在经济下行阶段，企业销售困难，产能过剩，不愿意扩大经营规模，除应付资金周转困难外，不愿意增加融资规模。在经济下行阶段，真正的逆行者是政府，政府应当扩大财政赤

字规模和比率，增加政府负债规模和增长速度。与其刺激这个刺激那个，不如躬亲入局，担当起稳定经济的大局。从统计数据上看，从2021年第四季度开始，政府债券余额同比增速呈现持续上升趋势，未来还应当继续保持上升趋势，只有这样才能稳定经济大盘。

中国经济下行的根本原因是资本主义制度和特权垄断制度导致的贫富两级分化，损坏了消费持续增长的基础，导致产能过剩和企业销售困难。政府应当下决心冲破阻力解决贫富两级分化问题，无论是减税降费还是增加财政支出，都应当缩小贫富两级分化而不是扩大贫富两级分化，否则将出现政府财政赤字扩大了，政府债务负担增加了，宏观杠杆扩大了，资产泡沫膨胀了，金融风险上升了，经济增速还是继续下行的结果。

五、结论

2022年7月，中国货币供给同比增速上升，货币供给M2同比增速快于M1同比增速，说明居民、企业和其他单位更加倾向于把钱储存起来，而不是用于消费和投资；更加倾向于选择较长的存款期限，获取较高的利息收入，而不是将钱用于消费、买卖股票和房地产、扩大企业经营规模等用途。

2022年7月，中国社会融资规模存量同比增速降低，与货币供给同比增速上升形成鲜明对比，是经济领域有效需求不足、供给大于需求局面在货币金融领域的反映。

在经济下行阶段，企业销售困难，产能过剩，不愿意扩大经营规模，除应付资金周转困难外，不愿意增加融资规模。在经济下行阶段，真正的逆行者是政府，政府应当扩大财政赤字规模和比率，增加政府负债规模和增长速度。与其刺激这个刺激那个，不如躬亲入局，担当起稳定经济的大局。政府应当下决心冲破阻力解决贫富两级分化问题，无论是减税降费还是增加财政支出，都应当缩小贫富两级分化而不是扩大贫富两级分化。

从国外环境看，美欧日本等主要西方资本主义国家通货膨胀快速上升，俄乌战争和席卷北半球的百年一遇的持续高温干旱导致全球能源和食品价格大幅度上涨，中央银行采取连续加息政策抑制通货膨胀，经济转为下行趋势，正向衰退边缘滑行。国际关系异常紧张，局部武装冲突激烈，背后势力逐渐分化成为两大阵营。美国纠集盟友对中国围堵战略正在部署，外交、军队挑衅接二连三。

在这样的国内外环境下，股票市场投资要格外谨慎，预计2022年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

注册证券分析师简介

姓名：吴正武，浙江大学管理学博士，2009年加入爱建证券有限公司，从事宏观经济研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com