

“极端”的金融数据意味着什么？

12月12日，央行公布11月金融数据。社融同比10.0%，较前值走低0.3pct；M2同比12.4%，较前值走高0.6pct；M1同比4.6%，较前值走低1.2pct。

➤ 11月金融数据呈现出历史罕见的“三高两低”极端特征。

11月M2与社融同比差值走阔至2.4%，为有数据记录以来**新高**。

11月M2和M1同比差值走阔至7.8%，为历史**极高水平**，甚至高于2018年。

11月居民存款当月同比多增1.5万亿，创下历史同期**新高**。

10月居民信贷增速降至6.4%，创下2014年以来**新低**。

11月城投融资进一步收缩，降至历史同期**极低水平**。

➤ 极端的金融数据，意味着当前整体融资需求正在逐层收缩。

M2增速高于社融，说明私人部门只存不贷，融资需求低迷。居民部门存款增速不断走高，贷款增速下行，**说明今年居民融资需求持续萎缩**。

M1描述企业投资意愿。10月后M1同比快速下降，**说明四季度企业需求降温**。

城投融资描述地方政府融资意愿和能力。11月城投融资快速萎缩，国债发行规模扩张。**说明11月地方政府加杠杆动能下降，目前中央政府加杠杆动能上升**。

从居民需求萎缩到企业部门投融资收敛，再到地方政府杠杆降温，当下国内需求正在经历逐步收缩。

➤ 极端的金融数据，意味着今年国内经济受困于“流动性淤积”。

居民不愿意利用信贷撬动杠杆，也不愿意配置地产，而是选择配置银行存款。最终居民部门高存款储蓄，低杠杆融资，缩地产配置。这种资产负债行为，**意味着当下居民消费投资不足，并非缺少资金，而是缺少对未来的信心**。

M1主体是企业活期存款，11月M1同比4.6%，为历史偏低水平。然而企业定期存款增速极高，**说明企业部门不缺现金存款，而是缺乏投资意愿**。

今年国内杠杆主线非常清晰，财政和货币宽松，政府加杠杆支撑全社会需求。而当企业和居民承接财政资金后，因风险偏好极度收缩，私人部门需求收缩，居民和企业持有资金无法有效撬动需求。

此时资金囤积在银行体系，金融市场困囿于“流动性陷阱”，资金无法走向实体需求。而这部分囤积在银行存款的资金，又可称为“超额流动性”。

➤ 2023能否重启内需，关键在于打开风险偏好，激活“超额流动性”。

11月初以来，国内市场交易复苏，海外交易衰退，国内外国宏观交易的方向截然不同。上周A股价值风格表现强势，债券市场调整，金属类大宗价格上涨，这是一组典型的国内复苏交易。显然这一轮复苏交易构筑在政策预期之上，现实数据并未明显改善，甚至整体需求正在逐步收缩。

政策的热预期，能否扭转当下实体经济的冷数据，其中有一个关键环节必须迈过，即重塑私人部门信心，打破“流动性陷阱”。这关系到资产负债行为能否得到重塑，需求收缩能否止住，经济可否走出通缩“寒冬”。

一旦信心重塑，私人部门停止缩表，那么当前囤积在银行间市场的超额流动性将流向风险资产，届时风险资产将迎来一波流动性红利。

2023年关注国内宏观经济，应密切关注这一金融行为变化所产生的影响。

风险提示：地产表现超预期；政策调控超预期；疫情超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

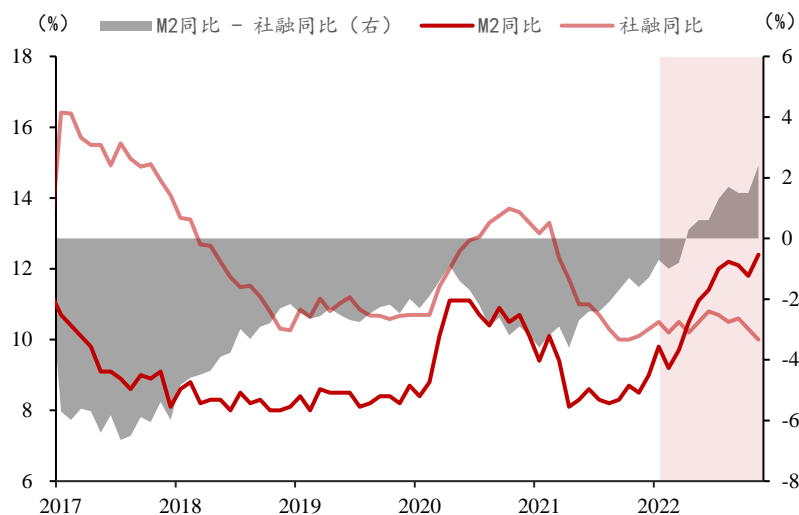
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

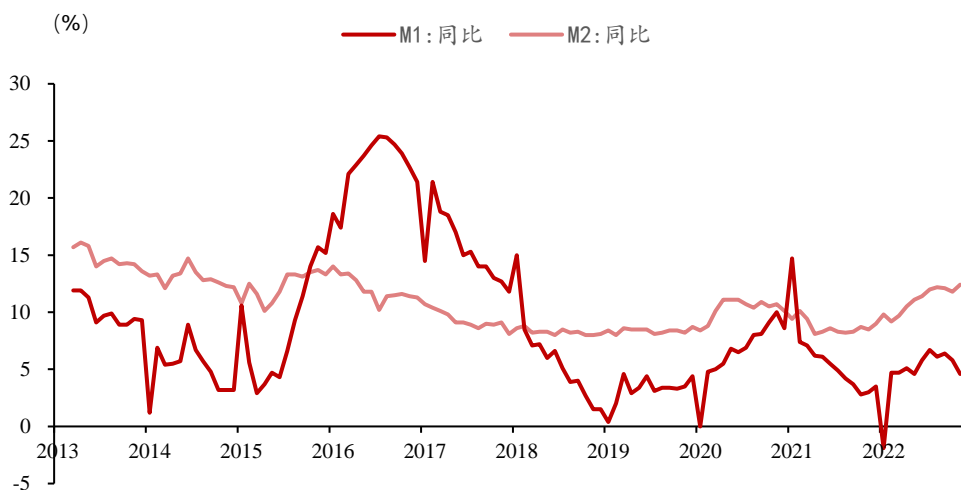
- 1.全球大类资产跟踪周报：国内风险资产继续强势-2022/12/11
- 2.海外疫情系列研究（一）：防疫放开三个阶段-2022/12/10
- 3.宏观事件点评：出口“断崖”预示着什么？-2022/12/08
- 4.2023年宏观经济及资产配置展望（五）：2023年金融条件展望：超额流动性退潮-2022/12/07
- 5.2023年宏观经济及资产配置展望（四）：2023年财政基建展望：中央加杠杆，地方缓投资-2022/12/04

图1：当下 M2 和社融同比差值攀至历史极值



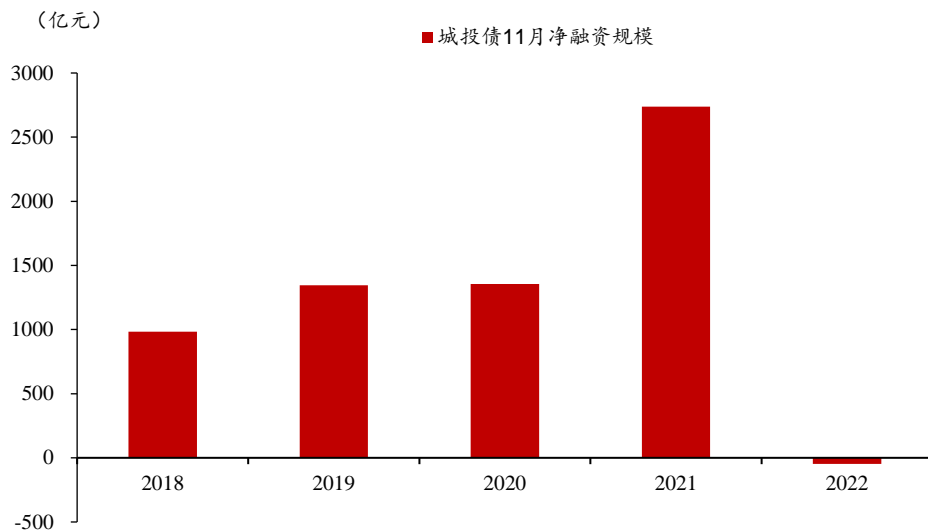
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：M2 和 M1 同比差值继续走高



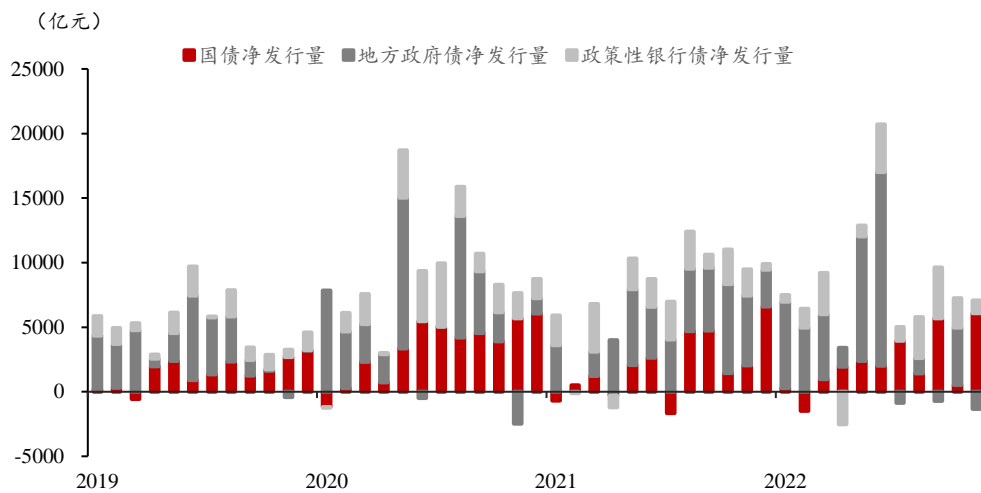
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: 今年 11 月城投融资快速收敛



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 11 月国债融资量大幅扩容



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026