

银行活动的暂时性停滞： 向上未尽的货币周期

报告要点：

● 社融存量同比增速终究拐头向下，进一步下滑至 9.6%，创历史新低，主要系企业债券和政府债券融资所致：

1) 自 10 月末起，企业债券的收益率大幅上升，从而增加了企业债的发行压力，当然，更为重要的原因是，连续一年以来，企业债的放缓主力是城投债发行的放缓，如果上半年可以被“开正门堵偏门”解释的话，下半年的解释只能是政府投资意愿的低迷；

2) 政府债券发行也是呈现出继续放缓的态势，这和专项债额度的青黄不接着重要关系。

● 贷款表现其实一般，虽总量尚可，但结构上发生了一些恶化：

1) 企业中长期贷款单月增长看似亮眼，但若细算增速，是低于 11 月的；

2) 居民贷款依旧同比减少，彰显消费需求和购房需求仍不足，从房屋销售的情况可见一斑；

3) 发生这个结构嬗变的应该不是非常宏观的因素，而是企业的预期变得比以前更加谨慎，这也许和疫情政策的放开有一定关系。

● 与此相对应的是，M2 有所放缓，但和上述的宏观压力关系不大，更有关系的应是银行活动暂时性停摆，这和银行在 12 月的工作时间偏短有关，当然，前期理财产品的净值风险也做高了 11 月的增速水平。

● 但是，我们不用太担心融资周期会就此回落：

1) 货币周期一律是供应导向的，银行本身是货币派发的永动机，即使实体经济不上，二级市场也能吸纳多余的货币，这至少保证 M2 所代表的实体流动性应该未到拐点；

2) 当然，这在短期会使得资产荒的现象得以缓解，但也许这不是常态，当银行恢复运转后，资产荒随时可能回来；

3) 当然，一级市场的空间也许有限，单单地产和基建，就可能会让社融缓慢变平。

● M1 的回落略有异常，毕竟经验上，M1 从来没有先行于 M2 出现拐点，那么，这次 M1 的放缓应本是风险偏好所致，也许和疫情存在关系，那么，当疫情平复后，大概率 M1 会有一些恢复。

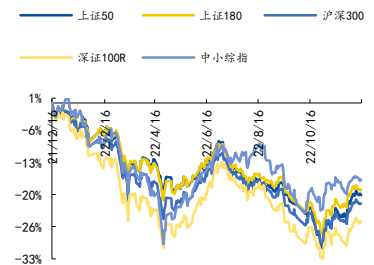
● 值得关注的是 M0，M0 一路加速至今未停，除了提前回家过年这个解释之外，M0 所代表的风险偏好周期还是向上的，这意味着后续我们面临的通胀风险依然值得警惕。

风险提示：地缘政治冲突超预期，疫情反复超预期等

主要数据：

上证综指：	3169.51
深圳成指：	11506.79
沪深 300：	4017.47
中小盘指：	12026.75
创业板指：	2474.01

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《2023 年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09
《跨境资本的防火墙：汇率破 7 不是个事儿》
2022.09.18

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 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

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间接损失承担任何责任。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