

重建平衡的金融周期

报告要点:

● 贷款增长速度基本稳定，连续两个月停留在去年4月份以来的这个波动箱体的下沿，结构上，居民按揭贷款出现了一些起色，取而代之的是，企业中长贷的增速在高位继续下降。

● 我们偏向于认为，目前贷款增长速度已经到了短时的下限，往后的贷款不见得有再大的减速空间：

1) 大家都说地产这一轮影响信用派生的痛点，但目前随着地产在周期意义下的出清，按揭贷款的增长趋势已经在今年明显企稳；

2) 虽然地产企业本身在去杠杆，但当前企事业单位贷款的增长速度已经攀至2012年以来的高位，即使一个行业的需求被阻断，自然有其他行业在承接这部分腾挪出来的额度；

3) 而且，我们有理由怀疑非银行业金融机构的贷款降低了今年贷款的增长速度，如果抛掉非银行业金融机构贷款的话，今年贷款的速度是明显高于去年的。

● 社融增长速度略为上勾，回到9.3%，这主要和政府债券的放量存在关系，从10月总体资金面的表现看，也许和增发的一万亿国债部分相关。

● 往未来看，财政的发力未必会跨年：

1) 一万亿增发国债中，五千亿的额度延到明年使用，也许背后的考虑就是今年一次性释放完高企的赤字率；

2) 《马斯特里赫特条约》所设定的3%的赤字率安全性还是需要额外注意，这是政府扩张的一个具体约束。

● 但即使财政退潮，社融也不见得会减速太多，目前从结构上的信用需求看，市场部门和政府部门接近平衡，社融也没有因财政的发力而虚高太多（不像2022年上半年），这是目前社融的一个偏强的安全边际。

● 在各项金融数据里，相对更有下降空间的是M2，当前M2的相对位置明显偏高，其原因和去年的财富集体搬家有关，但目前随着财富回流资本市场，M2应会继续减速，但市场的活跃度也会随之增加。

● 但M1在低位且还在继续减速，这和在高位的企业部门信用投放差异甚大，这个裂口应该能反映企业部门在资本开支上的信心问题，从这个角度看，过去一轮对企业扩张信用的尝试，尽管在负债端有效，但在资产端是失效的。

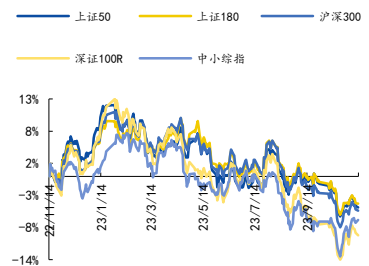
● 但目前看，先无论对实体的意义，金融周期一则应已不支持货币政策再走向宽松，二则当前金融周期也不在risk-off状态，因此，这个金融周期的状态和走势是略微倾向于中高风险资产的。

风险提示：财政政策、货币政策不及预期

主要数据:

上证综指:	3046.53
深圳成指:	9988.83
沪深300:	3579.41
中小盘指:	3683.71
创业板指:	2009.21

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

《《资本新规》: 银行的有限松绑》 2023.11.05
《行业比较(三): 投融资领先的理想与现实》
2023.10.25

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188
联系人 黄海
邮箱 huanghai@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。

免责声明

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