

财政在以一己之力宽信用

报告要点：

● M2 加速的主因应是债券发行的加速：

- 1) 贷款还没有扩张，贷款的整个速度是往下走的；
- 2) M2 加速的一个可能性原因是企业债发行的加速，这说明腰部企业的信用可能开始走宽；
- 3) 另一个推动 M2 加速的原因是外汇流入，虽然外汇占款表现平平，但银行结售汇在近一年时间内一直在往上走。

● 债券发行的加速也同时使得社融出现了一些加速，政府债券及企业债券的发行分别加快了 0.8% 及 0.7%。

● 但如果观测各个行业的话，推动企业债券加速的应该还是城投债，只有公用事业和建筑装饰行业的债券占比在 12 月出现了一些上升。

● 这所映射的一个状态是：财政还是在以一己之力稳定经济，至于我们之前期待的地产及其他产业的扩张，目前至少还没有看到。

● 财政先行的规律并不一定能适用于这一轮周期：

- 1) 这一轮产业和财政的逻辑是独立的，产业后续能否扩张，全依赖于产业管控政策的放松及其所带来的效果，这些都是需要进一步观察的；
- 2) 如果我们对财政充分乐观的话，政府债券若出现有如 2020 年那般扩张，社融会因此而抬升 1.2%，但如果贷款没有起色的话，社融会因此而降低 1%，社融上升及下降的空间旗鼓相当。

● 最后的结果可能是：财政没有那么乐观，贷款也没有那么悲观，社融归到底的变化是极其有限的，融资周期可能由降转平。

● 但如果最后呈现出这个结构的话，我们同样要放低对经济增长的期待：

- 1) 政府其实是负债率偏高的部门，其债务占总债务的 21% 左右，但基建对经济增长的贡献率只有不足 6%，即使政府债券加速，其对经济增长的影响应是打了折扣的；
- 2) 虽然目前来看，经济增长的减速风险在逐步下降，但我们需谨慎对待后续经济的弹性，对于经济方向变化对于资产配置的影响，也许也没有那么显著。

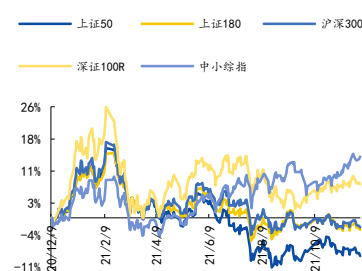
● 当然，M0、M1 逆势走高意味着资金的活性在增加，这在一定程度上意味着实体的确在出现一些积极的变化，只是这个边际意义的拐点，目前来看还不具备重仓博弈的价值。

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：	3563.89
深圳成指：	14795.73
沪深 300：	4832.03
中小盘指：	4973.47
创业板指：	3495.59

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《不是每次降准，都有美好回忆》2021.12.06
- 《虚往，实归——2022 年宏观经济展望》2021.12.03

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_35973

