

融资：也许到了需要警惕的一刻

报告要点：

● 市场信用和政府融资的同比增速都出现了放缓：

- 1) 市场信用延续了收缩的状态，企业债券及贷款的同比增速延续下降态势，其中，贷款存量的增长速度再次滑至前低水平（10.9%）；
- 2) 值得关注的是：政府融资本是支撑这一轮社融回升的主力，但这次也出现了幅度明显的放缓，从形态上看，政府融资出现了相对明显的顶部迹象，2.8%赤字率目标对政府融资的限制作用也许正在形成。

● 人民币贷款的内部也是出现了分化：

- 1) 地产行业的低迷使得居民贷款依旧承压；
- 2) 企业贷款确实略有加快，但其扩张以短贷为主，这也许和企业谨慎预期有关，也许和银行的谨慎预期有关；
- 3) 当前来看，宽信用的过程并不顺畅，这似乎意味着实体需求和货币供应在匹配上存在不小的摩擦。

● 但实体层面并不缺钱，M2 同比增速进一步提高至 12.2%，是 2016 年 5 月以来的最高增速：

- 1) 毫无疑问，M2 加快的主因是财政投放的加快；
- 2) 但这个链条似乎略有走偏，在有限的融资空间下，政府努力地把手里的财富转移给企业，但企业拿到钱之后，似乎没有太大的实体投资需求；
- 3) 毕竟当前地产行业还尚未企稳，信用与实体的良性循环是存在难度的。

● 除了关注资产荒之外，我们多了一个更为底层的疑问，即如果政府融资放缓，且企业无法充分承接政府损失的信用的情况下，融资周期会不会转而掉头向下。

● 当然，这个变数不会影响资产荒的现实，货币供需缺口也会进一步扩大：

- 1) 剩余流动性大概率会在金融体系中打转，短期有利于推升国内资产价格，利好债券、股票；
- 2) 这个迹象确实比较明显，毕竟从高企的 M0 增速（近 10 年以来非春节月份的增速最高值）上，能看到风险偏好是继续上行的。

● 差异仅仅在于：基本面能对各个资产支撑到哪个地步：

- 1) 如果融资掉头向下，在缺少政府力量的情况下，经济基本面可能会进一步承压，这时，股票市场在回归现实后，会存在较大的波动率，但债券市场却更为安全；
- 2) 如果融资继续稳而向上，这时股票市场被证伪的节奏就会更加滞后，而债券市场的短端收益率相应下降的幅度会缩小（中长端所受影响不大）。

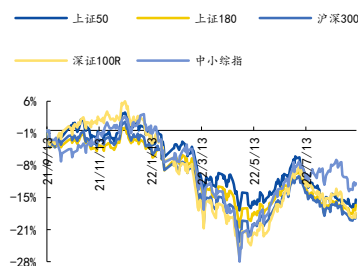
● 当下宏观层面的不确定性仍大，走一步看一步的策略仍是合适的，利率债仍是短时的占优资产；而对于股票来说，当前的流动性及基本面对股票市场绝谈不上利空，但我们要额外考虑政治周期对市场的影响。

风险提示：地缘政治冲突超预期，国内疫情反复超预期等。

主要数据：

上证综指：	3262.05
深圳成指：	11877.79
沪深 300：	4093.79
中小盘指：	4264.49
创业板指：	2548.22

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《利率只是颠簸：我们仍然坐在正确的列车上》
2022.09.05
- 《被爆炒的 30 年：亢奋情绪的背后还是流动性》
2022.08.30

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

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”）在中华人民共和国境内（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

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_46080

