

梗阻的货币：融资的下滑暂时还看不到尽头

报告要点：

● 很明显的是：银行的信用投放在继续收缩，实体间流动性也在继续收缩，8月的M2及信贷不但继续减速，而且M2已探至历史的极低位置，信贷增长也创了2002年以来的新低。

● 按照周期的角度来说，近来的信用收缩是略为异常的，毕竟从偏稳定的银行间资金面来说，银行的信用投放不应出现如此之快的下降：

1) 其根由应该是政策对诸如地产、基建及部分高成长产业的管制，这导致实体的需求在变弱；

2) 这些管制导致资金的流动链条中出现了一些明显的梗阻，货币政策投放的资金无法充分传导到实体层面。

● 社融也同样如此，在直接融资的层面，信托及票据融资出现了偏剧烈的下滑，这些非标项目与信贷一同带动社融出现了相对明显的减速，且在此影响之下，社融增速回到了历史前低。

● 我们对融资并不乐观，但现实是，融资周期正在以比我们预期更快的速度下滑：

1) 如果我们假设这些行业管制是刚性的话，那货币政策在此时应是事倍功半的；

2) 我们不能推测政策会以比以往更宽的货币政策去稳住融资周期，毕竟一边管制一边放水的做法是不自洽的，如此来看，融资周期的下滑暂时是看不到尽头的。

● 而同样明显的是，在此梗阻之下，金融系统却产生了一个堰塞湖：

1) 在有限流向实体的资金中，真正被实体吸纳的资金更少，而剩余的部分则空转于金融领域，于是我们看到在银行三大债权中，只有对非银债权是上升的；

2) 另一个鲜明的现象是：M0也是加速的，这代表着在局限的空间中，资金的风险偏好是向上的；

3) 当然，风险偏好的升高是克制的，譬如：社融中的债券及股票在上升，而非标这种高风险资产的发行量却在骤降。

● 资金的risk-off周期还没有到来，对任何市场来说，真正关键的矛盾是说不清道不明的：

1) 我们仍然对债市持谨慎的看法，毕竟当前的风险偏好是上升的；

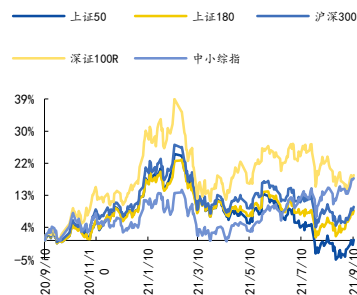
2) 由于更多比例的资金涌入金融市场，因此社融下降对金融市场的影响其实是打了折扣的，股票市场及商品市场至少不会因社融的下降而损失太多估值。

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：	3703.11
深圳成指：	14771.87
沪深300：	5013.52
中小盘指：	5133.79
创业板指：	3232.01

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《这就是我们不断强调的通胀超预期》

2021.09.09

《别人家的股市：美股创新高的背后》2021.09.06

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 孟君子
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_26576

