唯一的好消息：金融数据所隐含的政策密码

报告要点：

- **M2 的升高其实并不来源于宽信用：**

1）贷款的存量增长是偏稳的，且 M1 的增长速度下降很快，这代表着此前万众期待的宽信用的效果应是不及预期的；

2）更有可能的是：财政存款在 10 月可能是明显减速的状态，从而推高了 M2 的增长；

3）对实体来说，这算是一个积极的消息，对于此前我们担心的财政链条的负向循环，有可能正在政策的引导下逐步化解。

- **财政的积极变化从另一个角度也可以印证的是：社融增长是偏稳的，其中如果查看各个细项的变化时，最大的向上贡献来自于政府债券。**
- **除此之外，来自于其他方面的好消息并不多，居民贷款在明显减速，企业贷款的增长速度也变化不大。**
- **唯一令人疑虑的，是连续两个月卡在 10%的社融增长：**

1）社融增长注定会跌破两位数，这与随着经济发展的饱和，经济增长会向 0 收敛是一个道理；

2）然而，经验上，10%似乎是政策在短期的一个尽力留守的底线，2018 年为了使社融维持在双位数增长，社融统计口径连续调了两次；

3）社融时隔三年又回到了 10%这一关口，我们推测至少政策会通过放松管控的方式去把社融增长稳在双位数。

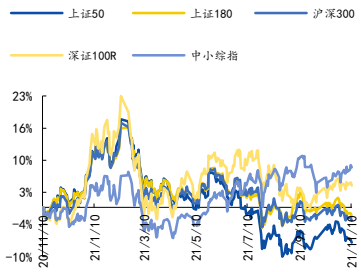
- **从一个乐观角度去考虑的话，积极的财政融资会成为后续社融的主要向上的推手，此外，如果地产的管控能放松一些的话，那按揭贷款及地产融资也许会由降变平，这些都会导致在明年年底前社融增长一直盘桓在 10%的关口，但也不会出现明显上升。**
- **如果稳融资能兑现的话，那经济增长也会由下转平，这意味着：之前因产业管控而被透支的经济增长部分，都会在后面随着管控政策的放开而慢慢找补回来，如果这样的话，那也许按照周期来说，明年年底的那个周期上的低点不会比现在低太多。**
- **但毕竟办法是有限的，而且，在一个理论上融资周期下滑的时间段，我们无法对经济回升和融资回暖的幅度有太高期待。**
- **从一个更加宏观的角度，后续我们稳融资的方式应是往实体里“挤”资金，而非再次放水，那面临抽水的领域，应是现在在高位的金融市场，至少这个变化对利率债是不利的。**
- **至少现在来看，债券市场面临着风险收益比偏低的状态，股票市场的边际脆弱性也在增加，如果 PPI 已经见顶的话，则商品市场的速度也会收敛下来。**

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：	3492.46
深圳成指：	14515.88
沪深 300：	4821.19
中小盘指：	4830.73
创业板指：	3399.66

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《宽松不应如此晦涩：关于央行的碳减排工具》

2021.11.09

《商品的黄昏：关于资源股和 CRB 的前兆》

2021.10.26

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

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

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_29260