

2023-6-2



为什么说今年超额流动性为非银带来 β 机遇

证券研究报告

证券分析师：夏聿印 证书编号：S1190523030003

摘要

截至2023年4月末，中国广义货币M2余额280.85万亿元，2022年同期广义货币量是250万亿，相当于一年内增长了**30.85万亿**；2022年中国的GDP为121万亿元，相比2021年的115万亿元，同比增长6万亿元；仅从2022年至今的数据来看，与30万亿新增流动性相匹配的GDP增长仅为6万亿，广义货币的增长是GDP增长的五倍。既然增量如此错配，我们需要考虑这些货币流向了哪一类资产。

通过分析，超额释放的流动性大部分进入了包括同业拆借及质押回购业务的同业市场，并因此造成了资金在金融机构间空转的现象，但这并不完全由金融机构主导，本质则是流动性的“**供需失衡**”，宏观经济目前处于弱复苏阶段，实体经济对于资金的需求并未完全恢复，资金更多只能在金融机构间流动。

超额流动性持续进入同业市场必然**推高企业资产负债表中的总资产和净资产规模**。过去3年，中国三大类金融机构银行业、保险业、证券业的合计总资产和所有者权益（可以理解为净资产），一直都在保持着持续的高增长，为非银企业今年估值的整体抬升打下了基础。

目录

1

M2货币持续释放

2

超额流动性的主要承接市场

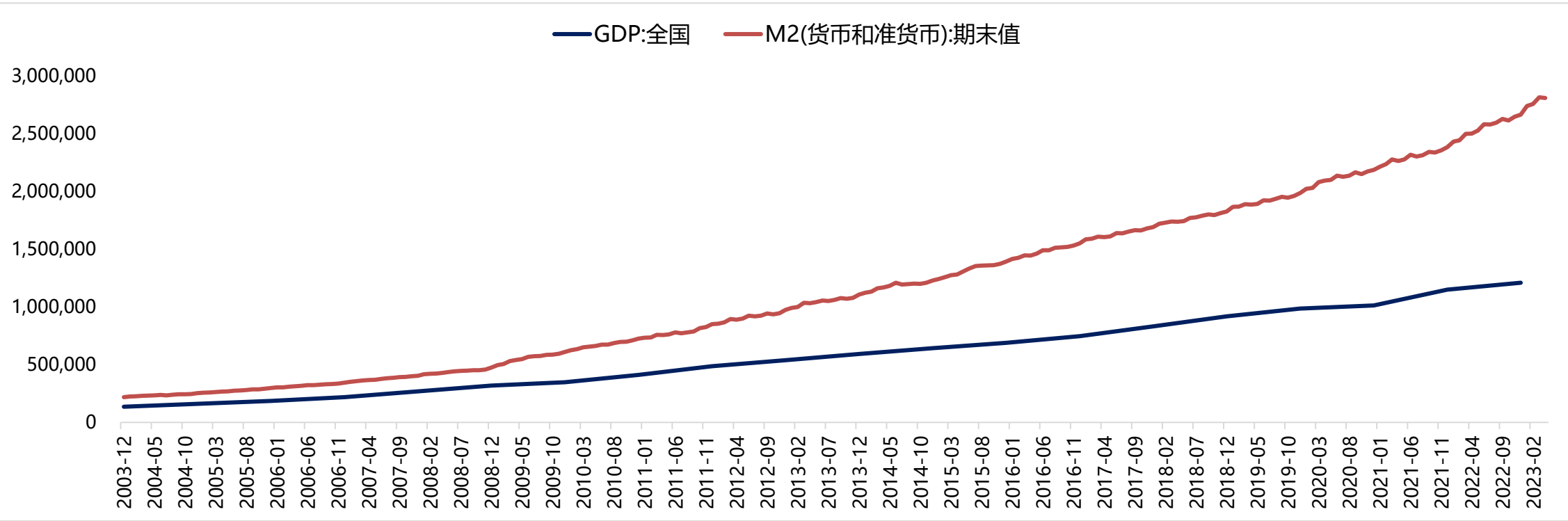
3

非银企业净资产提升机会

一、流动性持续释放，超出GDP增长幅度

截至2023年4月末，中国广义货币M2余额280.85万亿元，2022年同期广义货币量是250万亿，相当于一年内增长了**30.85万亿**；2022年中国的GDP为121万亿元，相比2021年的115万亿元，同比增长6万亿元；与经济增长同频的充足流动性是现代经济学框架中重要的一环，仅从2022年至今的数据来看，与30万亿新增流动性相匹配的GDP增长仅为6万亿，广义货币的增长是GDP增长的五倍。既然增量如此错配，我们需要考虑这些货币流向了哪一类资产？

全国GDP及M2期末累计值对比：

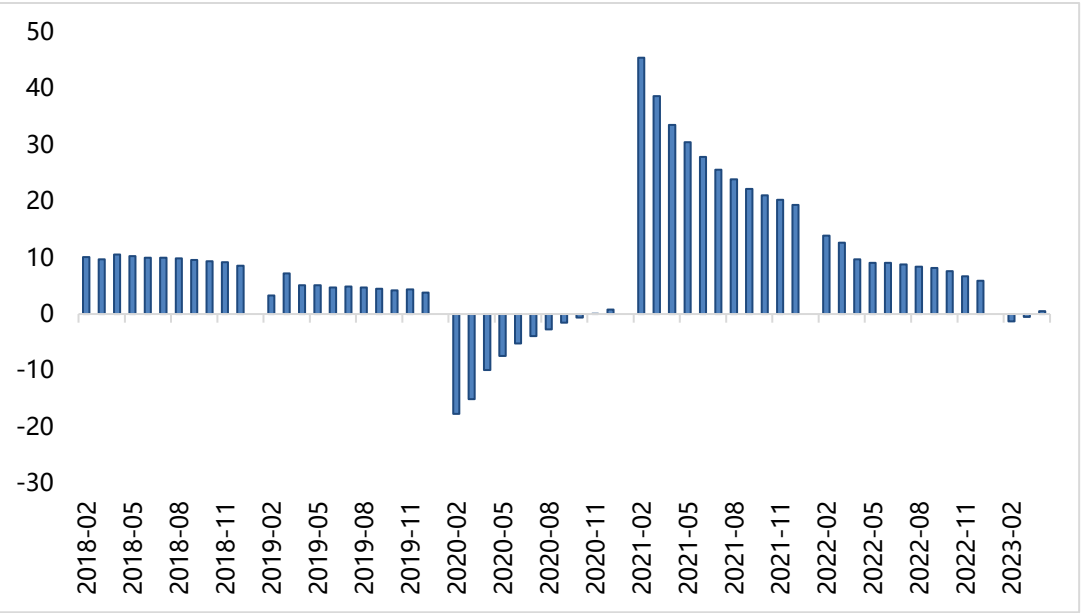


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、超发货币是否进入实体经济？

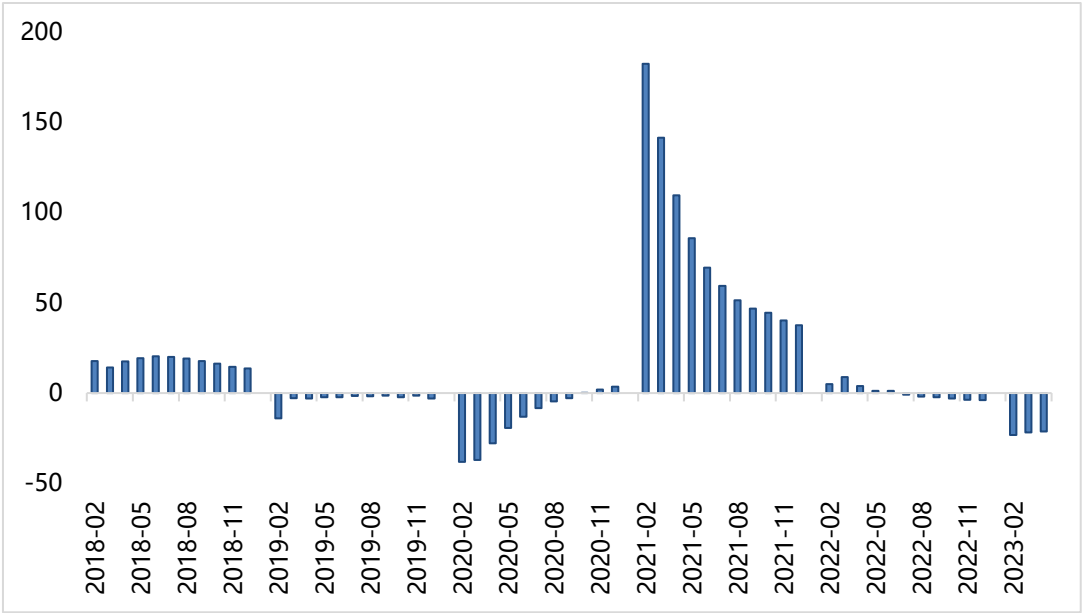
流动性的持续增发绝不等于滥发，持续的超额流动性使得市场平均资金成本降低，但“新钱”总需有个去处，并且根据费雪公式 $MV=PQ$ ，右边商品的价格乘以商品数量近似于全部企业的营收总额，以2022年全年与2023年一季度数据来看，各类型企业部门**没有出现大幅度的营收与利润的扩张**，意味着商品和服务的整体价格P与商品和服务的数量Q并未出现大幅提高；并且PMI采购经理指数在2022年也处于下降趋势当中，因此预估流动性并未大幅流入实体经济。

规模以上工业企业月度营收同比增速（%）：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

规模以上工业企业月度利润同比增速（%）：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

目录

1

M2货币持续释放

2

超额流动性的主要承接市场

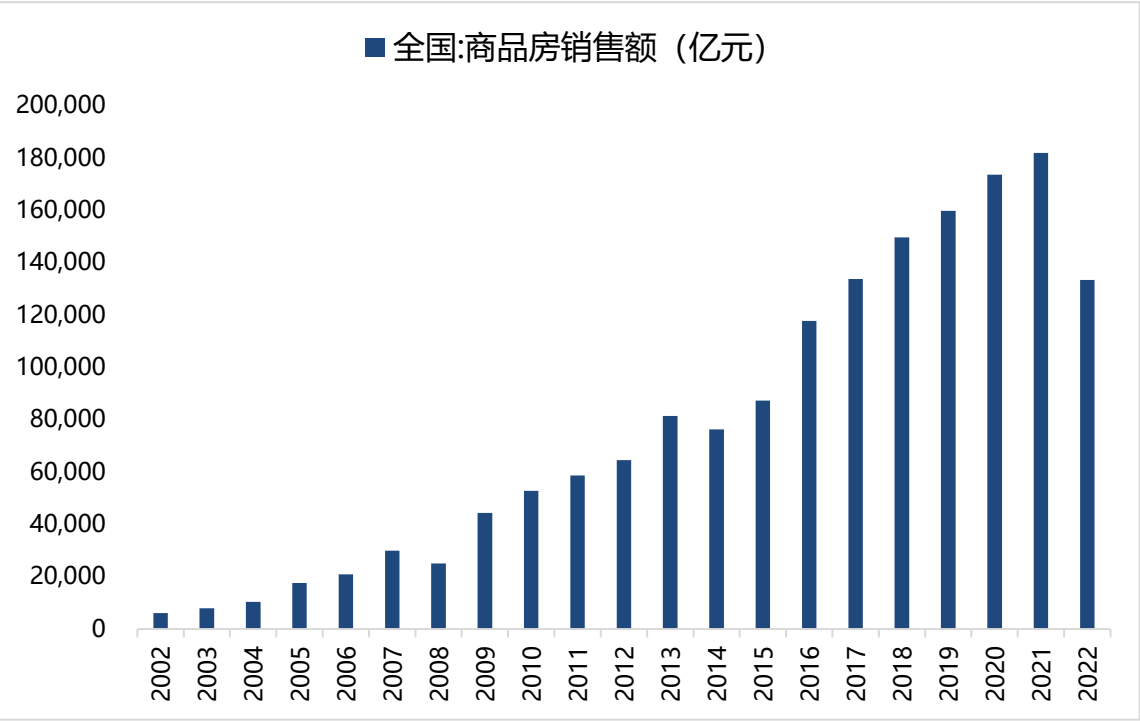
3

非银企业净资产提升机会

二、流动性主要承接市场 - 房地产市场

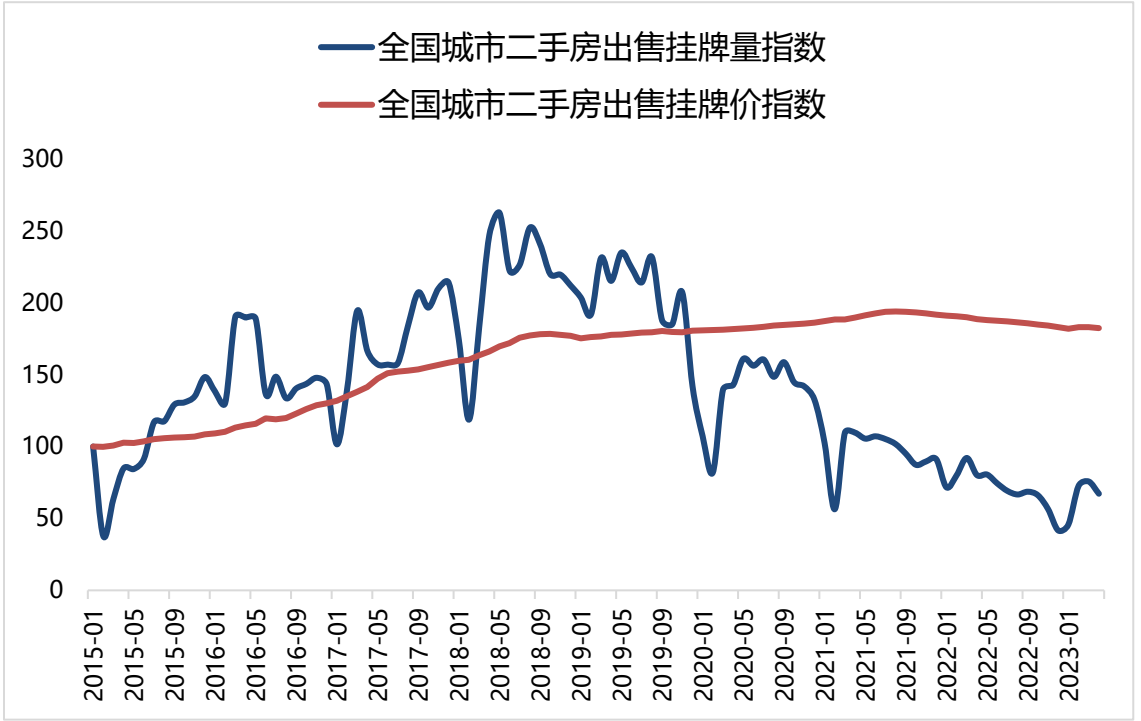
房地产作为中国居民部门资产的重要组成部分之一，在近20年间对经济的增长起到了压舱石的作用，我们可以看到以新房销售额为首的数据在前20年间持续保持着增长的趋势，虽然在07、08及14、15年间出现了小幅下滑但整体回调幅度不大，增长趋势仍未被打破；但在过去的2022年，维持20余年的新房销售增长趋势第一次出现了较大幅度的下滑，销售额整体降低约5万亿元。因此我们认为，新增的30万亿流动性也并未流入房地产市场。

全国商品房新房销售额：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

全国二手房挂牌数量及价格指数：

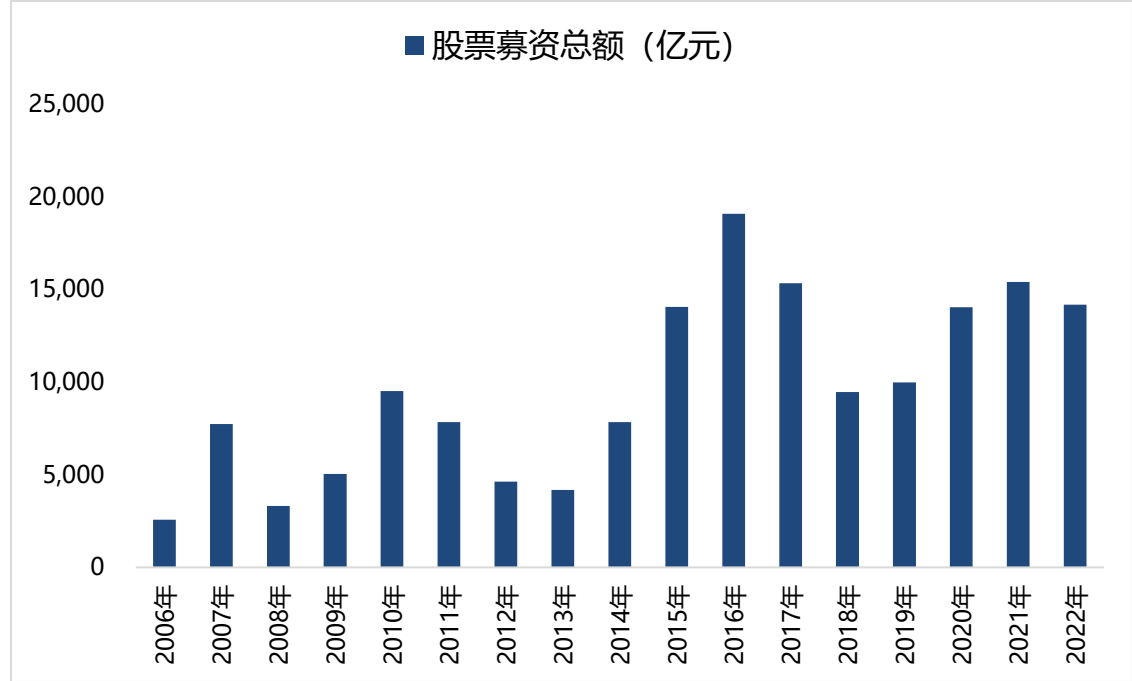


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、流动性主要承接市场 - 股票市场

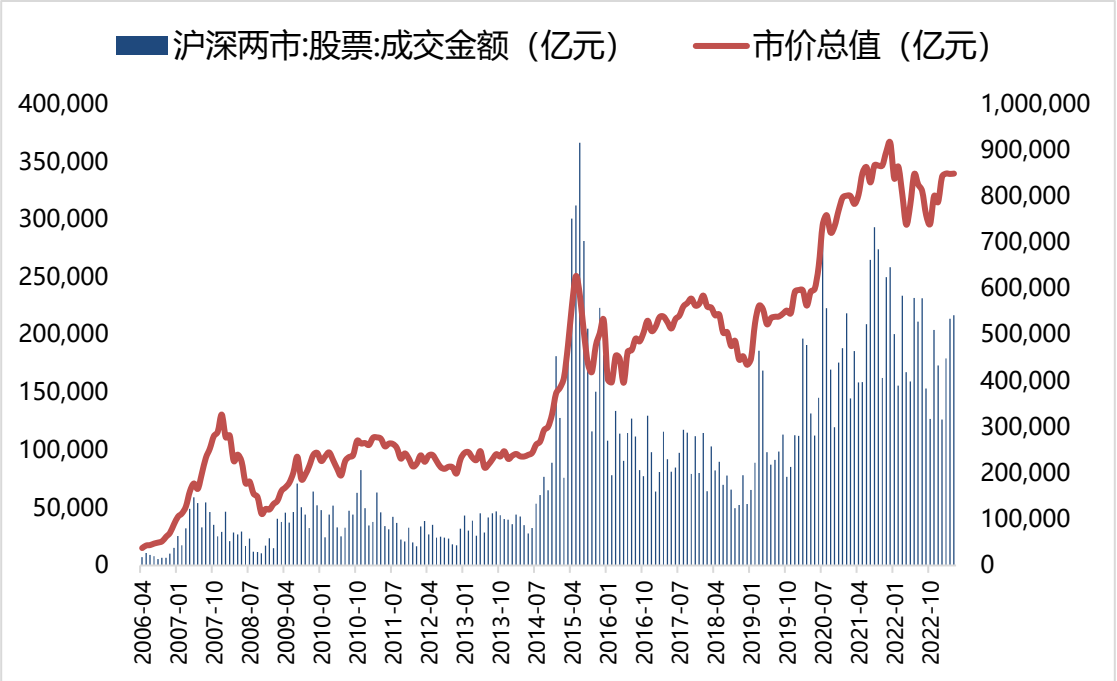
作为流动性主要承接市场之一的股票市场在2022年的增长规模也处于放缓态势之中，从数据上来看，2022年全年股票市场募集资金为1.36万亿元，而2020年与2021年则分别为1.37万亿元与1.51万亿元；与IPO规模类似，沪深两市股票成交金额同样处于下降趋势，成交额在2021年8月达到阶段性高点后便不断下滑，在2022年保持全年下滑趋势，因此我们可以推断，无论是从IPO规模还是两市成交额上来看，超额流动性也并未进入股票市场。

A股市场历年股票募资金额：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

沪深两市月度成交额及总市值变动：

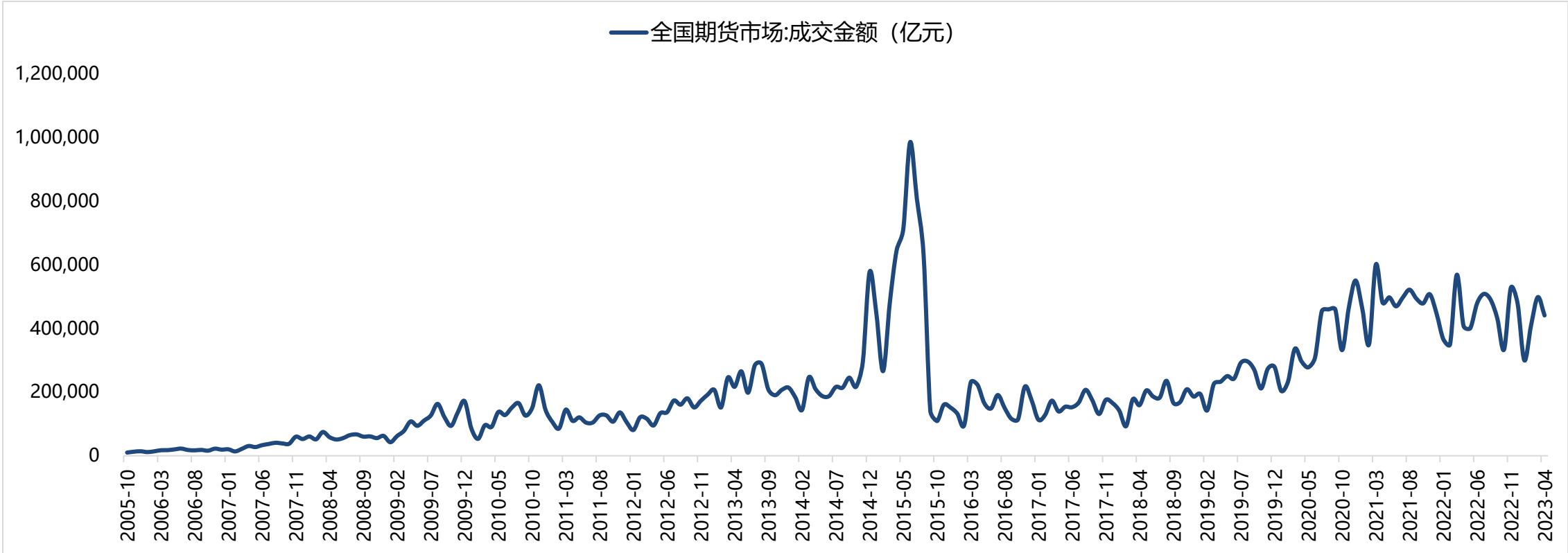


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、流动性主要承接市场 - 期货市场

我国期货市场近些年发展较为迅速，成交额自2018年起逐步攀升并在2021年3月达到阶段性高点60万亿元；从数据上来看，在2022年间，期货市场成交额整体呈下降趋势并且延续至今，因此我们认为超额流动性也并未进入期货市场。

月度期货市场成交金额：



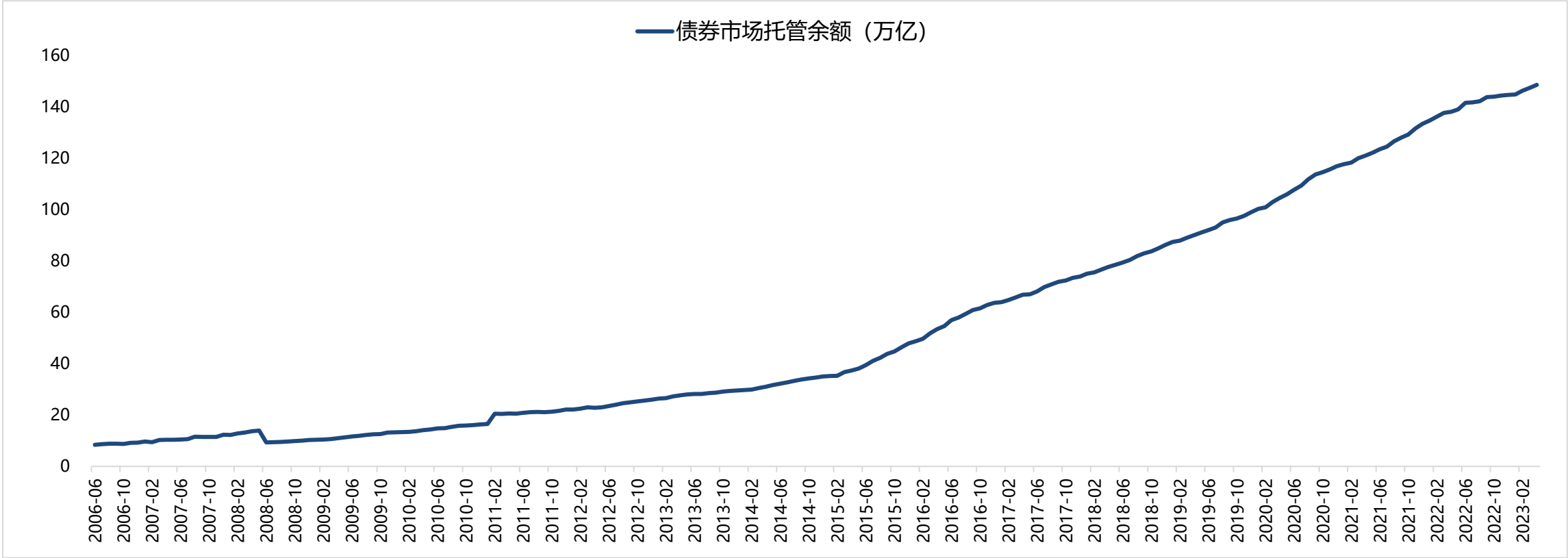
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、流动性主要承接市场 - 债券市场

从债券市场托管余额上来看，2022年末与2021年末规模分别为144.8万亿元与131.7万亿元，2022年债券市场规模增加了13.1万亿元，同比增长约**9.9%**；作为大类资产构成中的一部分，债券市场规模在2022年实现了正增长，但仍未完全承接了30万亿的新增流动性，并且规模增速也远不及M2年度增速。

债券市场托管余额-期末值：

— 债券市场托管余额（万亿）



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、流动性主要承接市场 - 同业市场

同业市场是中国金融市场中的一个重要部分，它是指各类金融机构之间进行短期资金借贷和交易的市场。在同业市场上，各金融机构之间可以进行资金融通、风险管理和利润获取等活动。

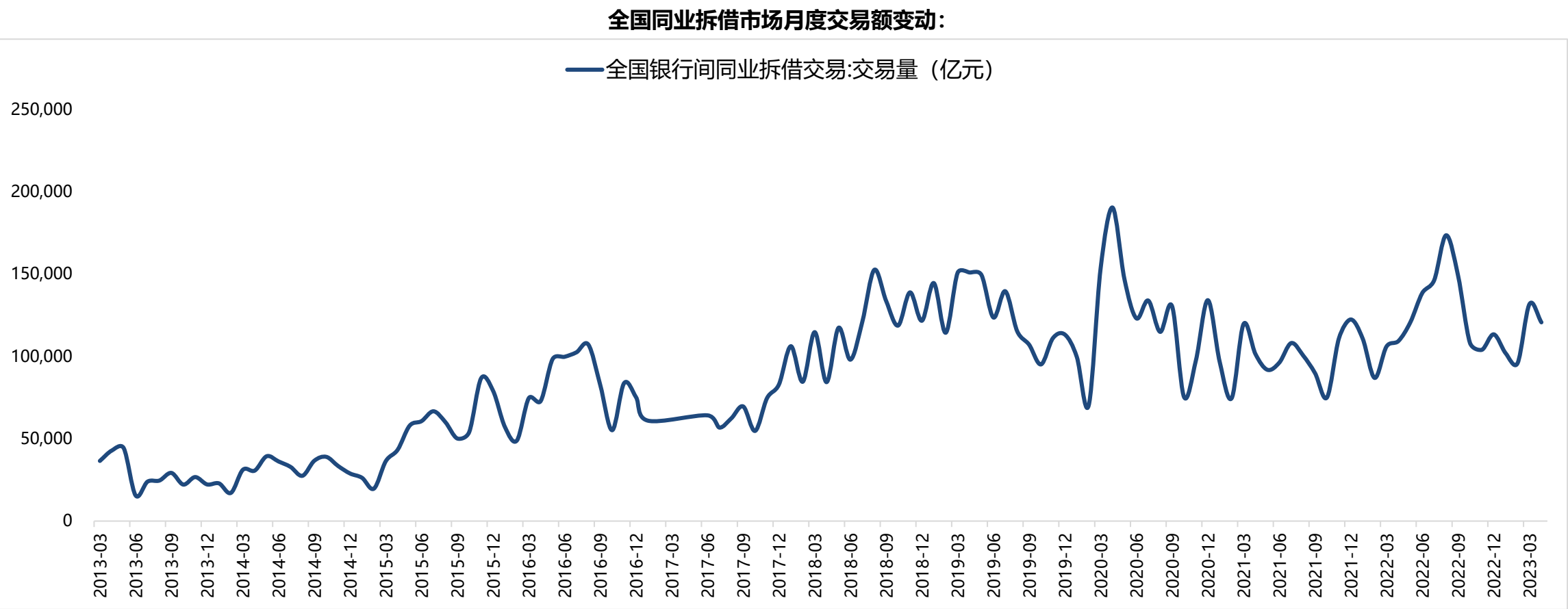
同业市场的参与主体包括商业银行、证券公司、保险公司、信托公司等金融机构。这些机构根据自身的资金需求和风险偏好，在同业市场上进行资金的借入和借出。同业市场的交易形式主要包括拆借、买卖国债、买卖金融衍生品等。

- 首先，拆借是同业市场上最常见的交易形式之一。拆借是指金融机构之间通过互相借入和借出资金，以满足短期资金需求或进行调剂。拆借的期限通常在一天到一年之间，利率可以通过市场供求和风险评估来确定。
- 其次，同业市场还提供了买卖国债的交易平台。金融机构可以通过在同业市场上买卖国债，进行资金调度和投资运作。这种交易形式可以帮助金融机构调整自身的债务结构、管理流动性风险，并获取利息收益。
- 此外，同业市场还提供了金融衍生品的交易平台。金融衍生品包括期货、期权、利率互换等工具，可以用于风险管理和投机。金融机构可以在同业市场上进行金融衍生品的买卖，以对冲风险、获取投资收益或满足客户需求。

同业市场对于金融市场的正常运行起着至关重要的作用。它提供了金融机构之间短期资金的流动渠道，有助于维护金融市场的流动性和稳定性。

二、流动性主要承接市场 - 同业市场

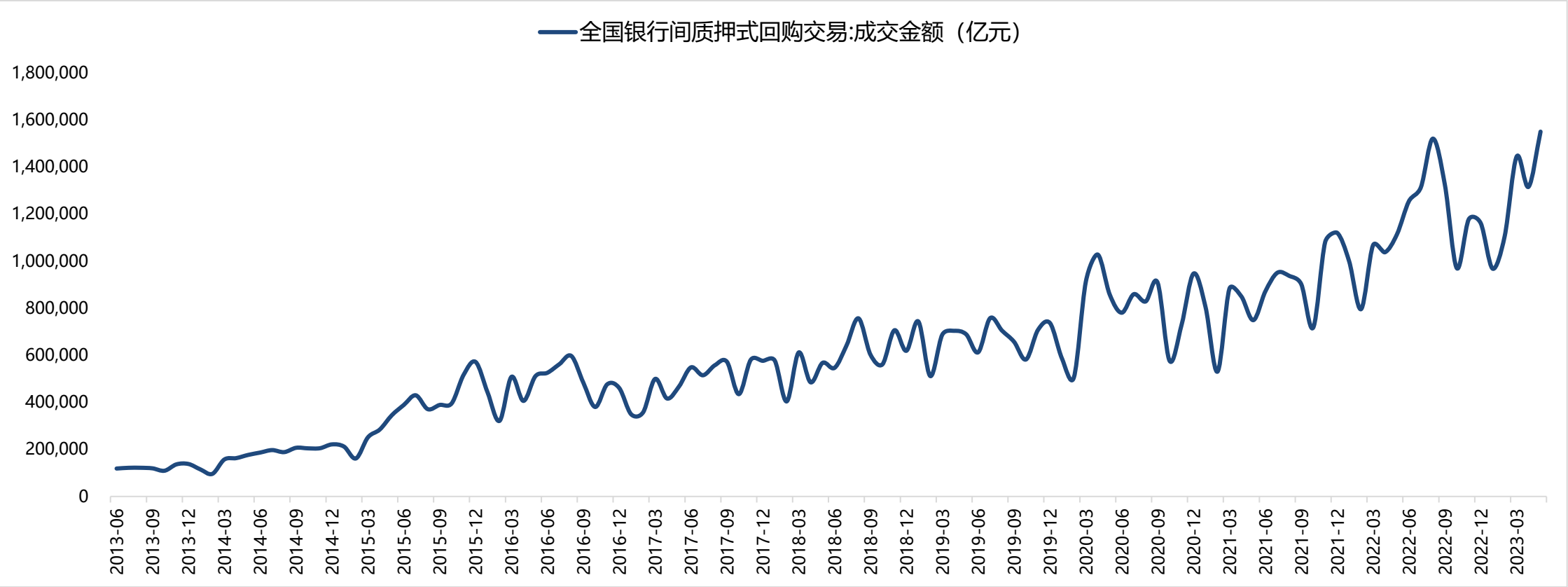
在同业市场的交易中，主要包括了同业拆借和质押式回购两种交易方式。我们将首先分析同业拆借市场近两年的规模变动。2022年银行间同业拆借产生交易规模为146.82万亿元，而2021年则为118.82万亿元，2022年交易规模增长约**28万亿元**，**同比增长率达23.67%**。



二、流动性主要承接市场 - 同业市场

在质押回购交易市场中，2022年共产生交易额**1374.58万亿元**，2021年则为1040.45亿元，**规模增长334.13亿元，同比增长32.11%**。从数据来看，同业市场的规模存量远高于其他市场，并且在2022年末实现较高增长；**因此我们推断超额流动性主要进入了同业市场，并造成了部分“资金空转”现象。**

全国银行间质押式回购月度交易额变动：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

目录

1

M2货币持续释放

2

超额流动性的主要承接市场

3

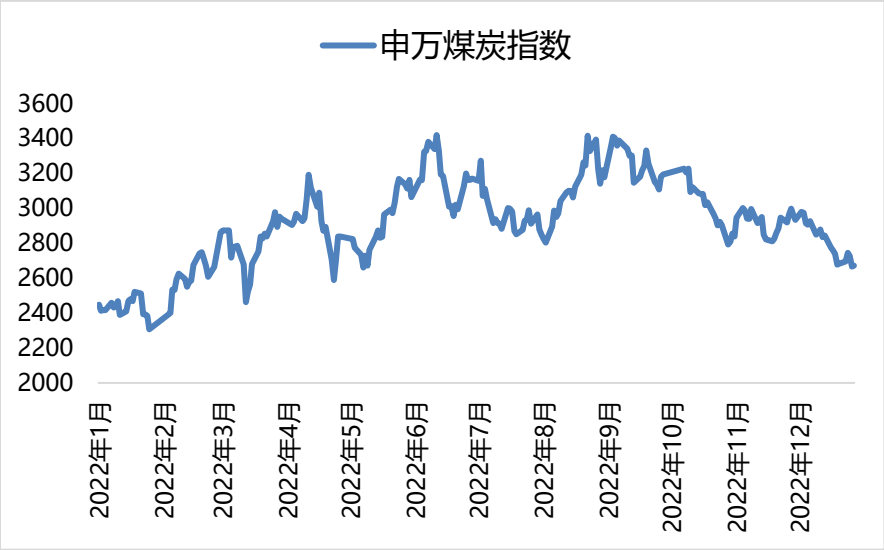
非银企业净资产提升机会

三、非银企业净资产提升机会

通过分析我们看出，超额释放的流动性大部分进入了包括同业拆借及质押回购业务的同业市场，并因此造成了资金在金融机构间空转的现象，但这并不完全由金融机构主导，本质则是流动性的“供需失衡”，宏观经济目前处于弱复苏阶段，实体经济对于资金的需求并未完全恢复，资金更多只能在金融机构间流动。

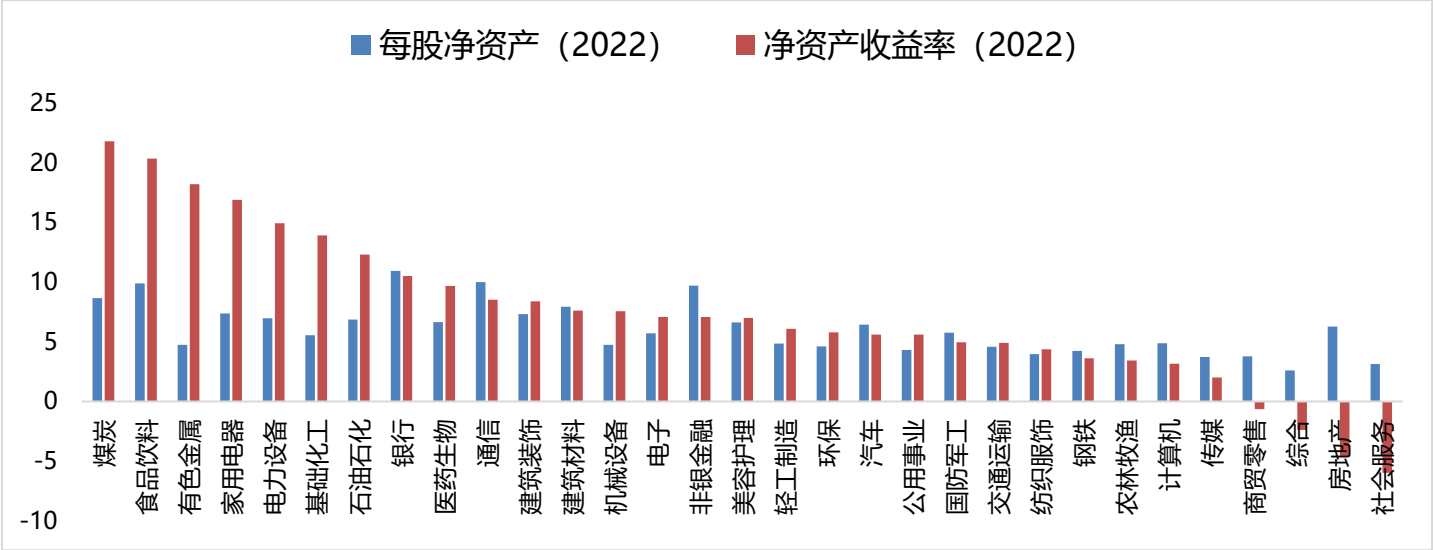
与当前情况类似的则是2021及2022年的煤炭行业：受到碳中和等政策性产业调控影响，煤炭行业产量持续放缓，但因疫情得到控制、部分省份清洁能源政策过于激进等因素，经济恢复速度超预期，致使煤炭需求量短期大增，最终造成了行业整体供需失衡，煤炭价格于2021及2022年持续走高，最终使得煤炭相关企业实现全年业绩正增长，净资产收益率在2022年申万全行业中表现最佳。

申万煤炭行业指数2022年表现：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

申万各行业2022年PB及ROE表现：

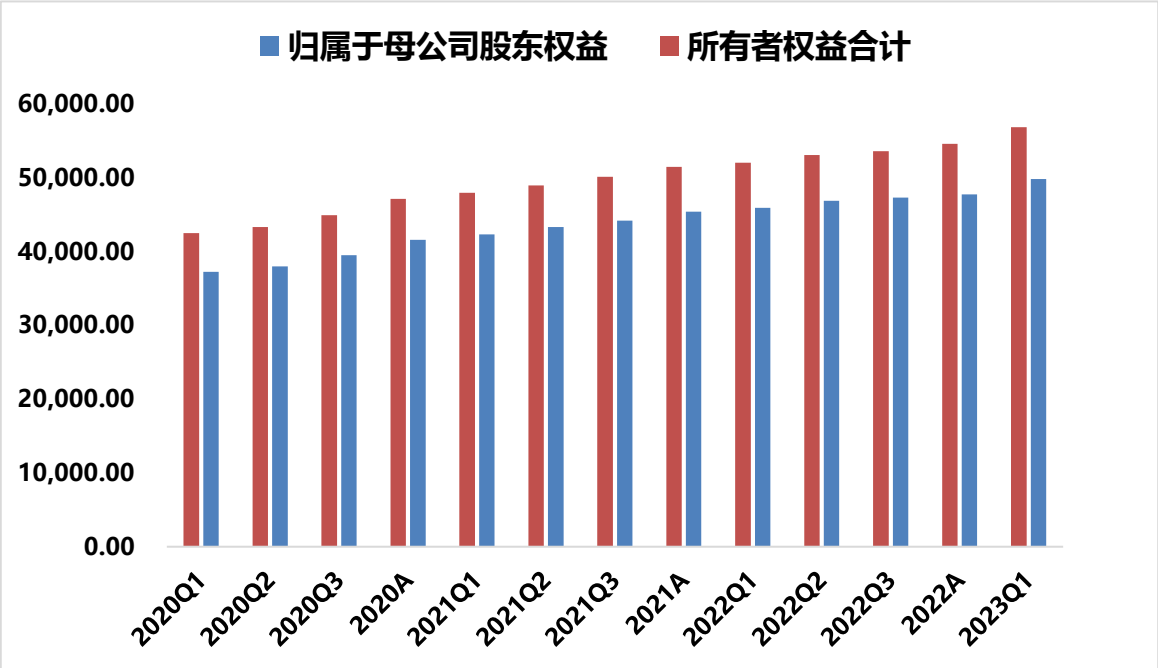


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

三、非银企业净资产提升机会

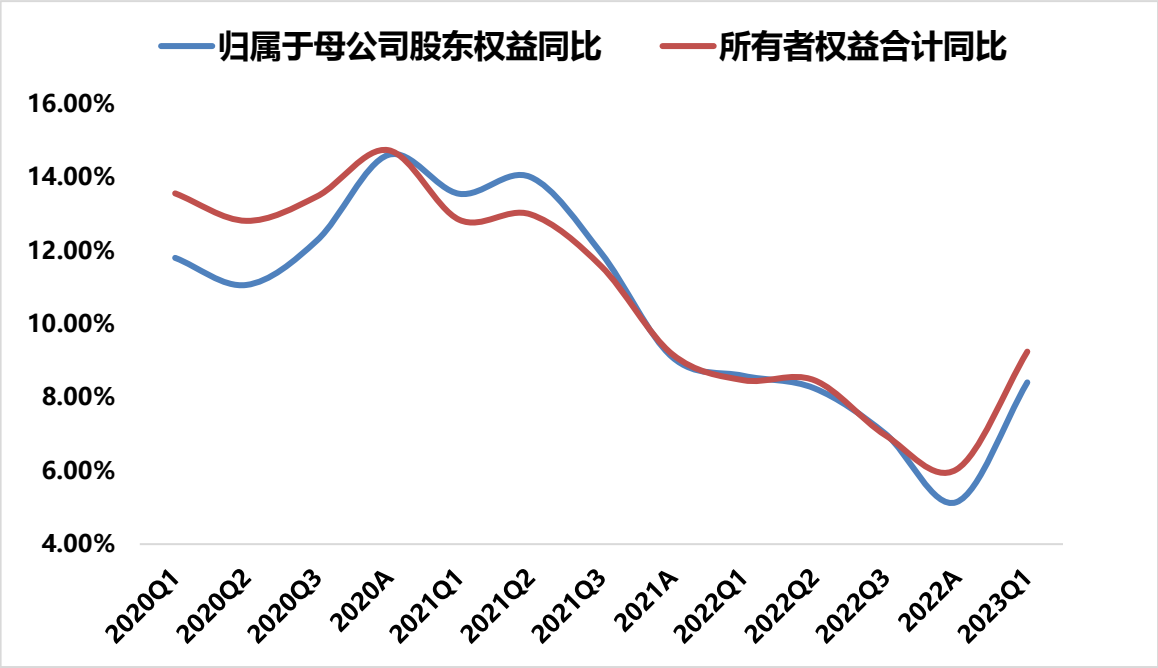
非银金融企业的供需就是对资金的进出，超额流动性持续进入同业市场必然**推高企业资产负债表中的总资产和净资产规模**。过去3年，中国三大类金融机构银行业、保险业、证券业的合计总资产和所有者权益（可以理解为净资产），一直都在保持着持续的高增长，为非银企业今年估值的整体抬升打下了基础。

非银金融企业历年所有者权益规模变动（亿元）：



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

非银金融企业历年所有者权益规模同比变动（%）：

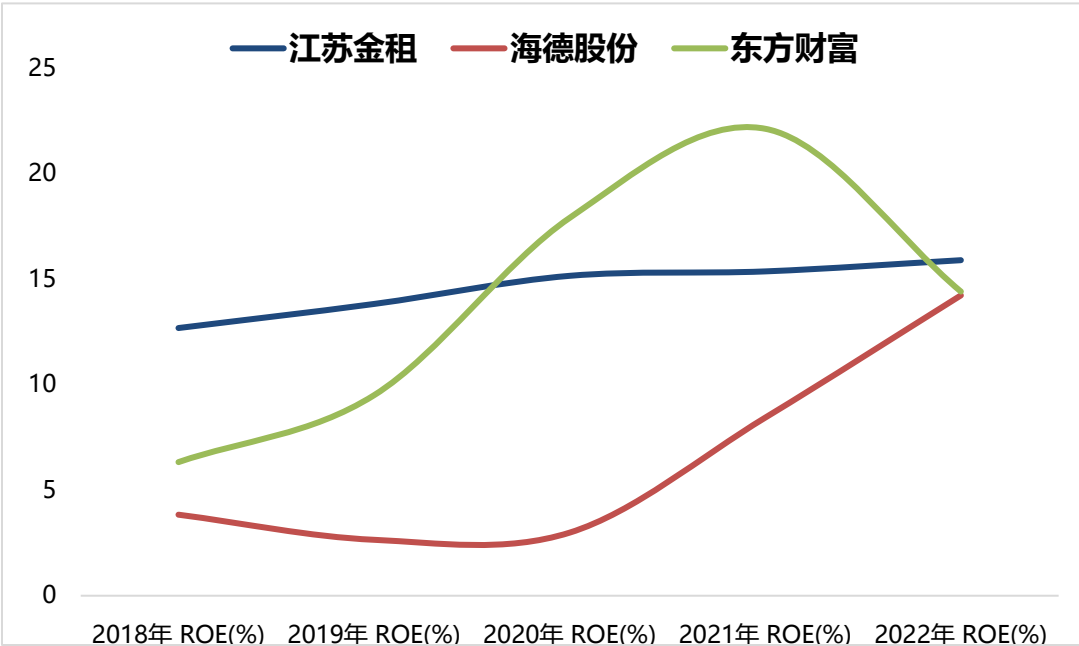


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

三、非银企业净资产提升机会

在具体标的上，由于金融机构整体净资产提升，具有高ROE的企业今年相应利润弹性会更高，因此我们建议关注加权ROE行业内领先的**江苏金租**，**海德股份**，**东方财富**。

各公司历年ROE表现：



各公司历年ROE表现：

证券名称	2018年 ROE(%)	2019年 ROE(%)	2020年 ROE(%)	2021年 ROE(%)	2022年 ROE(%)
江苏金租	12.68	13.82	15.15	15.36	15.89
海德股份	3.83	2.64	2.98	8.43	14.22
东方财富	6.32	9.49	17.89	22.11	14.40

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

海德股份	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,062.88	1,584.32	2,040.73	3,408.03
营业总收入增长率	59.46%	50.01%	27.97%	66.97%
归母净利润(百万元)	700.14	1,023.12	1,307.85	2,179.96
归母净利润增长率	82.63%	46.13%	27.83%	66.68%
基准股本(百万股)	929.65	929.65	929.65	929.65
EPS摊薄(元)	0.75	1.1	1.41	2.34

江苏金租	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,346.03	4,979.18	5,639.68	6,287.23
营业总收入增长率	10.29%	14.57%	13.27%	11.48%
归母净利润(百万元)	2,411.58	2,687.61	2,965.36	3,263.73
归母净利润增长率	16.36%	11.45%	10.33%	10.06%
基准股本(百万股)	2,987.02	2,987.03	2,987.03	2,987.03
EPS摊薄(元)	0.81	0.90	0.99	1.09

东方财富	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12,485.58	13,983.85	16,375.08	19,027.85
营业总收入增长率	-4.65%	12.00%	17.10%	16.20%
归母净利润(百万元)	8,509.46	10,379.93	12,005.26	13,948.20
归母净利润增长率	-0.51%	21.98%	15.66%	16.18%
基准股本(百万股)	13,214.16	15,857.00	15,857.00	15,857.00
EPS摊薄(元)	0.65	0.65	0.76	0.88

- 货币政策变动风险;
- 经济复苏不达预期;
- 海外动荡局势加剧;
- 市场波动加剧;

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
