

兵临城下的预期

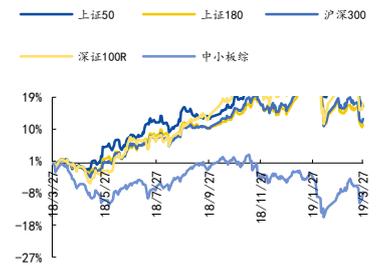
报告要点:

- **贷款在下降，社融也在下降，M2却明显加快，唯一的理由是财政支出在加快，这和近期财政变宽的状态是一致的。**
- **贷款的分项数据意味着供需双衰，居民贷款再现净下降，企业中长期贷款再次回到低增长状态，二者的增速水平环比分别下降了1.2%和0.7%。**
- **并非财政不够努力，而是市场化部门融资的下降太快：**
 - 1) 社融里，政府债券的融资速度仅仅环比回落了0.1%，但企业债相应提升了0.1%；
 - 2) 分行业看，企业债中加速的主力还是交运和建装，城投债卷土重来。
- **诚然，市场化部门融资的下降不全是周期的原因：**
 - 1) 疫情一定对融资存在影响，当需求受到影响之后，企业资本开支的意愿自然一落千丈；
 - 2) 这些融资需求的损失并非全部是暂时性的，在防疫中破产的企业及移走的产业链是融资需求中永久损失的部分；
 - 3) 但我们还需要至少观察一期数据，才能摸清疫情的暂时性影响有多大，在疫情好转的假设下，也许5月的金融数据要略好于4月。
- **但不能掉以轻心的是，财政这个唯一支撑需求的力量在衰减：**
 - 1) 截止4月末，地方专项债的发行规模已近2万亿，比起今年的目标来说，进程已经过半；
 - 2) 城投债近期的加速其实和近期政策的放松有关，但之前为了稳增长，城投的发力已经非常充分，在2020及2021这两年，城投存量已然出现了近60%的增长，如果城投在今年继续加快的话，将是一件十分困难的事情。
- **这意味着：如果抛掉疫情这个波动项的话，当前的信用周期已经出现了一些磨顶的迹象，如果想继续打开向上的空间，我们必须要靠PSL、特别国债、建设专项债等非常规性政策。**
- **至少在短时，我们也许会看到比之前更明显的risk-off情绪：**
 - 1) 如果此前存在着对基本面的乐观预期的话，大多乐观预期的底层想法是看到了信用周期的改善，而这次的金融数据无论存在多大成分的暂时性利空，都会消磨掉不少乐观预期；
 - 2) 对利率债来说，这至少会存在短时利好。
- **但如果就此得出利率债重返牛市的结论，可能还为时尚早：**
 - 1) 在兵临城下的悲观预期之下，打开新的向上空间已经迫在眉睫，毕竟就年度增长目标来说，GDP低开低走在历史上极为罕见；
 - 2) 此外，货币政策宽松应不在政策的可选范畴之内，当前基本面的痛点本不在货币上，且急跌的汇率应该会使得货币政策的空间变得更为狭小；

主要数据:

上证综指:	3084.28
深圳成指:	11159.79
沪深300:	3988.60
中小盘指:	3901.70
创业板指:	2358.16

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《流动性是一只薛定谔的猫：2022Q1 货币政策执行报告印象》2022.05.10
- 《迷茫的A股：探寻股市的底部位置》2022.04.27

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	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

3) 新的财政工具的出台和产业结构的进一步放松，应该是更加行之有效的方法，前者会提升资金需求，后者则会提升风险偏好，无论如何，利率债今年的牛市逻辑并不一定是顺畅的。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

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间接损失承担任何责任。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