

被忽视的通胀交易：5月金融数据印象

报告要点：

1、贷款的结构依然如故：

- 1) 关乎地产销售的居民贷款依然在减速（从 8.9%到 8.3%）；
- 2) 关乎企业资本开支的中长期贷款的增长速度也在下降（从 11.7%到 11.5%）；
- 3) 只有短期贷款在提升，这可能体现了银行在放贷时比以往更为谨慎的态度，也可能和经济扩张需求仍待改善有关。

2、贷款是否企稳需要等待后续的进一步确认：

- 1) 可能部分 5 月的贷款增量是 4 月的贷款业务后延到 5 月去做所导致的，这可能与一些银行在 4 月因疫情而导致的关门时间增加有关，也可能与部分企业在经济停摆状态下暂停资本扩张有关；
- 2) 从贷款存量同比来看，5 月的贷款增长速度比 4 月快，但比 3 月慢，这意味着有部分新增贷款的超预期仅仅来源于季节性。

3、社融拉锯的状态依然在持续，能够稳住社融的仍然是企业债券和政府债券，这二者的速度攀到了一年以来的新高：

- 1) 政府债券的加速来自于地方政府继续为更快的基建筹集资金，当前专项债发行额度占全年目标的比例已逾 60%；
- 2) 企业债券虽然在加速，但在 5 月这个到期高峰，企业债券仍然属净偿还状态，只是比起去年同期来说，企业债券的偿还压力略低而已，企业债券的进一步走势仍然需要观察。

4、如果地产没有显著好转，那未来社融是否能稳在当前位置，要看政府融资的渠道是否会有有效拓宽：

- 1) 赤字率是个硬性目标，特别国债和地方财政转入资金是个避开赤字率的政府负债来源；
- 2) 但目前来看，如果把专项债债务增长稳在当前 36%左右的速度之上，今年的资金缺口将在 2.4 万亿左右，这部分如果全部由特别国债及预算稳定基金去调节的话（再考虑去年也有 1.2 万亿地方财政调入资金），该压力其实不低。

5、照此来看，M2 的上涨应主要因财政的加快支出而起，但因市场化机构的投资准备依然偏低，M1 依然在回落的状态之内。

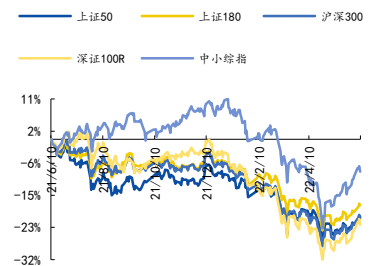
6、值得一提的是：M0 的增速已经达到 2011 年以来的新高：

- 1) 边际上，M0 可以大体指代风险偏好，M0 的加快可能意味着资金的风险偏好在上升；
- 2) 经验上，一旦该指标加快，可能意味着我们会面临着更加猛烈的通胀交易，也会意味着我们的通胀可能性在加大；

主要数据：

上证综指：	3238.95
深圳成指：	11810.58
沪深 300：	4175.67
中小盘指：	4147.38
创业板指：	2500.21

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《一季，芳菲——2022年下半年宏观经济展望》
2022.06.10
- 《海外地产复盘：日本向左，美国向右》
2022.05.31

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 021-51097188

3) 这可能和当前偏多的资金剩余有关，虽然商品的后续现金流不稳定，但一旦形成拥挤交易，市场对其安全性评估依然是令人放心的；

4) 这意味着，我们总体也许还在滞胀状态之中，只是管制政策、地缘政治、新冠疫情等变数影响了宏观指标的运行节奏，在大数定律上，CPI的上行也许是我们应该注意的线索。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

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