

“无效”的预期差，大行未左侧交易本月社融

—7月金融数据点评 20220814

报告日期: 2022-08-14

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

研究助理: 杨佩霖

执业证书号: S0010122040030

电话: 17861391391

邮箱: yangpl@hazq.com

主要观点:

● 事件: 7月社融同比少增 3191 亿元, 社融-M2 增速倒挂加剧

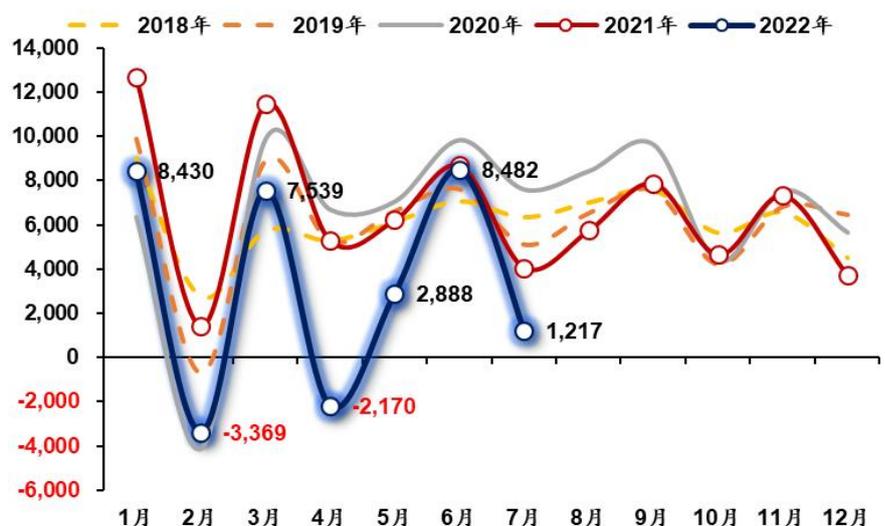
8月12日, 央行发布2022年7月金融数据。7月, M2同比增长12%, 增速较上月提高0.6pct, 较去年同期提升3.7pct; 社会融资规模新增7561亿元, 较去年同期少增3191亿元; 社融存量同比增长10.7%, 环比回落1.35pct。

7月金融数据反映出目前基本面的三大特点: ①实体融资需求仍然偏弱, 短期的刺激和冲量不能带来稳定性和延续性, 反而放大了大小月之间的波动; ②政府加杠杆和净支出仍然是社融、M2的重要变量, 居民/企业或进入主动去杠杆阶段; ③社融-M2倒挂进一步加剧。

● 特点1: 实体融资需求仍然偏弱, 刺激与冲量加剧跨月波动

7月新增社融7561亿元, 不仅低于市场一致预期的1.39万亿元, 亦较去年同期少增3191亿元。排除6月银行季末冲量导致的透支信贷需求外, 更为关键的原因是居民与企业端融资需求仍未改善。

图表1 人民币贷款当月新增(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

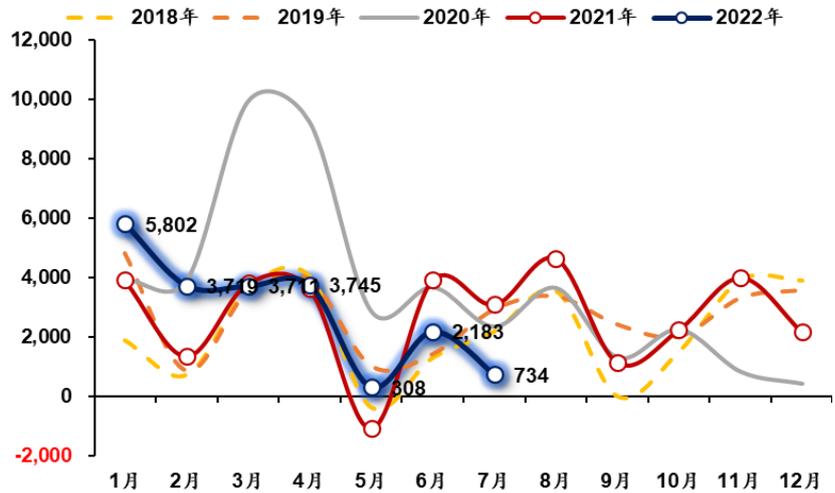
从结构上来看, 新增人民币贷款6790亿元(市场预期1.15万亿), 同

相关报告

- 1.《经济加速修复的迹象——6月金融数据点评》2022-07-11
- 2.《融资结构的弱改善——5月金融数据点评》2022-06-10
- 3.《需求的疲态与社融-M2的倒挂——4月金融数据点评》2022-05-13
- 4.《总需求仍然是问题的关键——3月金融数据点评》2022-04-11

比少增 4010 亿元。社融缩量的主要原因在于居民信贷需求的缺位（当月新增 1217 亿元，同比少增 2842 亿元）以及企业债券融资需求的缺失（当月新增 734 亿元，同比少增 2357 亿元）。

图表 2 企业债券当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

相较之下，票据融资新增 3136 亿元，同比多增 1365 亿元，占到当月新增人民币贷款的 46%。一方面反映融资需求偏弱+供给偏强的背景下银行手握大量信贷额度但无处投放，进而只能依靠大规模“票据冲量”来满足信贷需求，7 月未贴现承兑汇票当月新增-2744 亿元，环比同比均走弱；另一方面是企业实际交易支付需求偏弱。

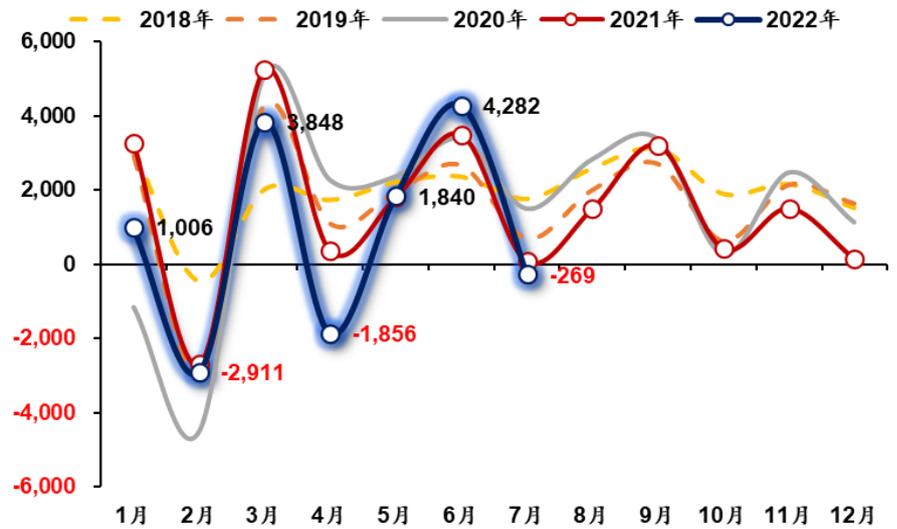
● **特点 2: 政府加杠杆和净支出是影响社融、M2 的重要变量，而居民/企业或已进入主动去杠杆**

7 月政府债券净融资 3998 亿元，考虑去年的低基数效应下同比多增 2178 亿元。但从地方政府债务融资的发行规模来看，7 月份专项债、政策性金融贷款等财政资金对需求的撬动作用有所下滑。

居民端贷款新增 1217 亿元，同比少增 2842 亿元，短贷、长贷两端均偏弱。其中短期贷款新增-269 亿元，同比少增 354 亿元，中长期贷款新增 1486 亿元，同比少增 2488 亿元。

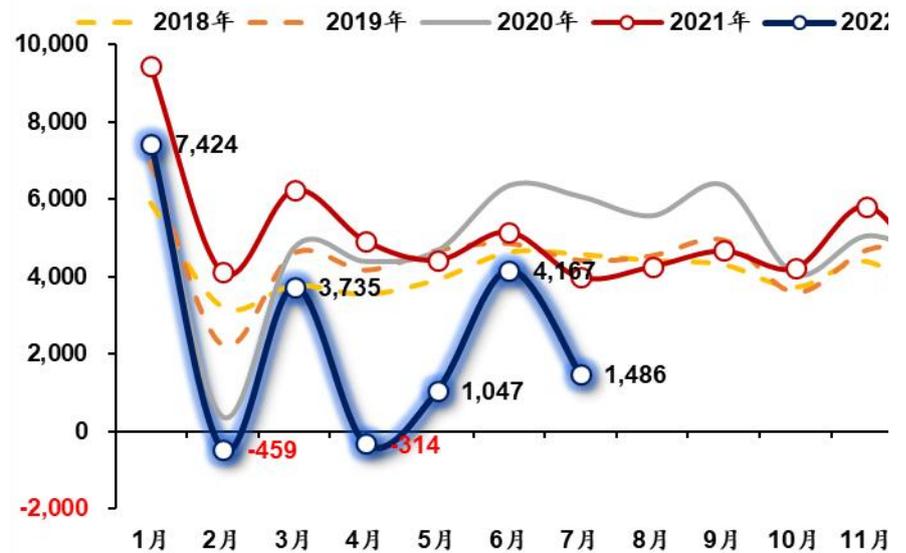
居民中长期贷款增长乏力的背后反映了地产风险尚未出清、疫情冲击下，居民对未来收入的预期转向悲观，进而导致收缩支出、压降负债，将对消费、购房等需求带来直接拖累。7 月 30 城商品房成交套数同比下滑 33.6%、成交面积同比下滑 33.0%，居民购房需求改善与信贷结构优化前地产企稳预计仍有较大难度。

图表 3 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

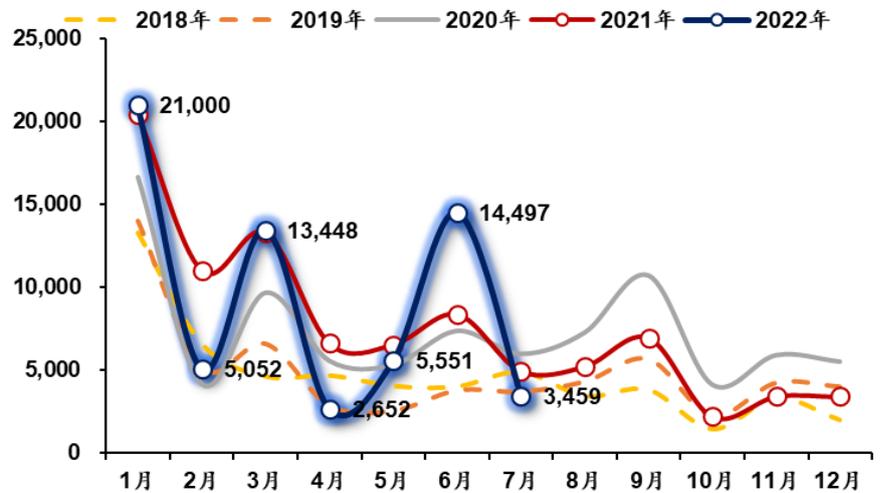
图表 4 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

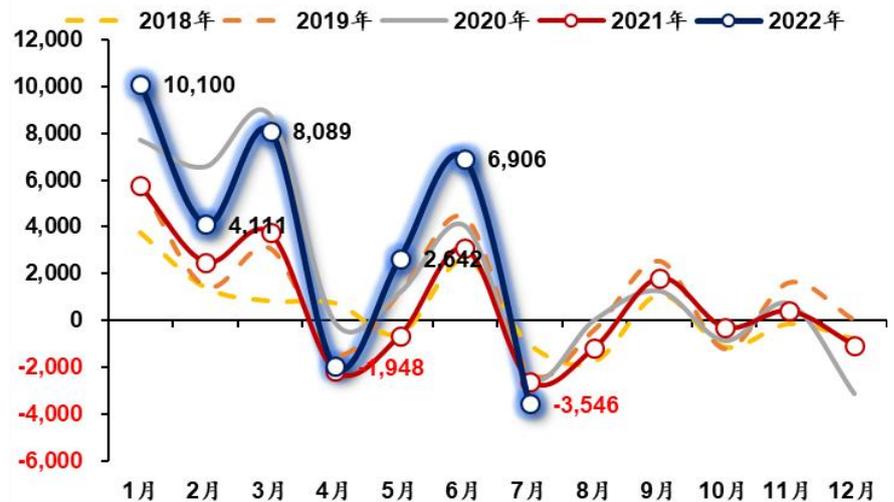
6月冲量透支企业信贷需求, 7月企业端贷款新增 2877 亿元, 同比少增 1457 亿元。其中中长期企业贷款新增 3459 亿元, 同比少增 1478 亿元。一方面受到 6 月冲量透支信贷需求的影响, 另一方面与城投净融资下滑、地产风险带动产业上下游企业融资需求下滑等因素有关。

图表 5 企业中长期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 企业短期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

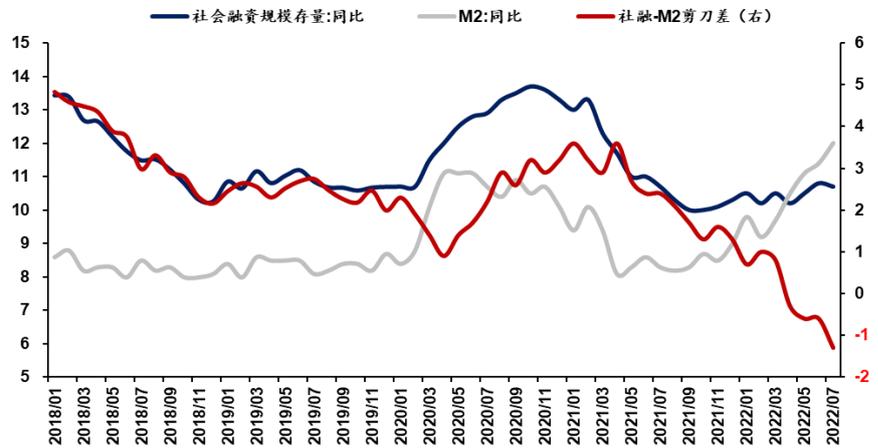
● 特点 3: 社融-M2 倒挂更加显著

我们在《详细拆解一下“社融-M2”剪刀差》报告中指出，“社融-M2 剪刀差”本质是统计口径的差异，财政净支出、银行拆放非银均会引起剪刀差的变化。

7月，社融同比录得 10.7%，回落 0.1pct，而 M2 同比则大幅回升 0.6pct 至 12.0%，“社融-M2”负值剪刀差已连续四个月为负。财政支出和拆放非银由于不是金融机构对实体部门提供的融资，因此不计入社融，但由于二者均会增加一般性存款，因此会影响 M2。“社融-M2”剪刀差的进一步走阔或意味着财政刺激、金融体系内流动性与实体融资需

求的进一步背离。

图表 7 7月，“社融-M2”剪刀差连续四个月为负（单位：%、PCT）



资料来源：Wind，华安证券研究所

● **机构反应：7月社融较弱且不及预期，而大行却并未左侧积极布局，再次确认震荡市行情**

尽管7月社融数据同比大幅少增，而且显著低于市场预期，理论上存在左侧交易机会，而大行及政策行并未积极交易此次预期差。

回顾近四次社融数据，4月、7月同比少增，且低于预期；5月、6月同比多增，且好于预期。对比社融披露当周和非社融披露周的机构现券净买入行为，可以大致判断哪次数据披露前“聪明的投资者”在左侧博弈预期差。（银行相对于非银对信贷数据、社融数据的预测更加准确且领先，因此在社融交易中可看作“聪明的投资者”）。

- 5月13日，央行发布4月金融数据，社融同比少增9468亿元。5月9日-5月13日，大行及政策行多买国债132亿元、多买政金债29亿元，**两大主要利率债合计多买161亿元。**
- 6月10日，央行发布5月金融数据，社融同比多增8399亿元。6月6日-6月10日，大行及政策行少买国债43亿元、少买政金债120亿元，**两大主要利率债合计少买163亿元。**
- 7月11日，央行发布6月金融数据，社融同比多增14683亿元。7月4日-7月8日，大行及政策行多买国债52亿元、多买政金债78亿元，**两大主要利率债合计多买130亿元。**
- 8月12日，央行发布7月金融数据，社融同比少增3191亿元。8月8日-8月12日，**大行及政策行少买国债59亿元、多买政金债104亿元，两大主要利率债合计多买45亿元。**

图表 8 4月社融披露周的机构现券净买入变化（单位：亿元）

4月社融同比少增 0509-0513	社融披露周			非社融披露周			社融披露周-非社融披露周		
	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计
大型商业银行/政策性银行	(39)	35	(5)	(172)	6	(166)	132	29	161
股份制商业银行	(74)	(46)	(120)	(1)	(40)	(41)	(72)	(6)	(78)
城市商业银行	(113)	(452)	(565)	(96)	(88)	(184)	(17)	(364)	(381)
农村金融机构	48	(29)	19	84	79	163	(37)	(108)	(145)
外资银行	39	6	45	46	(7)	39	(7)	13	6
证券公司	26	(136)	(110)	179	(70)	108	(153)	(66)	(219)
保险公司	21	90	112	18	(3)	15	3	93	97
基金公司及产品	40	277	317	28	135	163	12	142	154
货币市场基金	129	298	427	31	63	94	98	235	333
理财子公司及理财类产品	(7)	171	164	4	39	43	(11)	132	121
其他产品类	23	87	110	(2)	(40)	(41)	25	126	151
境外机构	(95)	(184)	(279)	(126)	(68)	(194)	31	(116)	(85)

资料来源：CFETS，华安证券研究所，注释：为剔除新券二级分销对数据的影响，仅分析老券净买入情况，下同

图表 9 5月社融披露周的机构现券净买入变化（单位：亿元）

5月社融同比多增 0606-0610	社融披露周			非社融披露周			社融披露周-非社融披露周		
	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计
大型商业银行/政策性银行	43	(79)	(36)	86	41	127	(43)	(120)	(163)
股份制商业银行	64	(19)	45	(32)	(198)	(230)	95	179	275
城市商业银行	58	(252)	(194)	(53)	(256)	(308)	111	4	114
农村金融机构	23	356	379	(115)	(36)	(150)	138	392	530
外资银行	65	(35)	30	(14)	4	(10)	79	(39)	40
证券公司	(83)	(12)	(95)	70	(42)	28	(153)	30	(123)
保险公司	19	13	33	(5)	14	9	24	(1)	23
基金公司及产品	(30)	(127)	(157)	33	277	310	(63)	(404)	(467)
货币市场基金	40	171	211	57	104	161	(18)	68	50
理财子公司及理财类产品	30	73	103	14	168	182	16	(95)	(79)
其他产品类	(8)	(46)	(54)	29	56	85	(37)	(102)	(139)
其他	(220)	(43)	(264)	(72)	(132)	(204)	(149)	89	(60)

资料来源：CFETS，华安证券研究所，注释：为剔除新券二级分销对数据的影响，仅分析老券净买入情况，下同

图表 10 6月社融披露周的机构现券净买入变化（单位：亿元）

6月社融同比多增 0704-0708	社融披露周			非社融披露周			社融披露周-非社融披露周		
	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计
大型商业银行/政策性银行	12	54	66	(40)	(25)	(65)	52	78	130
股份制商业银行	(138)	(595)	(732)	91	(144)	(53)	(229)	(451)	(680)
城市商业银行	37	(291)	(254)	108	(308)	(201)	(70)	17	(53)
农村金融机构	341	1011	1353	127	338	465	214	673	888
外资银行	(13)	(48)	(61)	10	9	19	(23)	(58)	(80)
证券公司	(152)	(317)	(469)	(183)	(161)	(344)	31	(156)	(125)
保险公司	(6)	21	15	(3)	10	7	(4)	12	8
基金公司及产品	(58)	(288)	(346)	24	201	225	(82)	(489)	(571)
货币市场基金	(13)	356	343	(40)	144	104	27	211	238
理财子公司及理财类产品	11	89	100	9	19	28	2	70	72
其他产品类	(18)	4	(14)	(18)	15	(3)	1	(12)	(11)
其他	(4)	5	1	(85)	(98)	(183)	81	103	184

资料来源：CFETS，华安证券研究所，

图表 11 7月社融披露周的机构现券净买入变化（单位：亿元）

7月社融同比少增 0808-0812	社融披露周			非社融披露周			社融披露周-非社融披露周		
	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计	国债	政金债	合计
大型商业银行/政策性银行	(100)	24	(76)	(41)	(80)	(121)	(59)	104	45
股份制商业银行	(9)	(391)	(400)	(19)	(326)	(345)	10	(65)	(55)
城市商业银行	(308)	(480)	(788)	(289)	(628)	(917)	(19)	149	129
农村金融机构	225	367	592	(15)	(572)	(587)	240	939	1178
外资银行	4	(4)	1	45	(3)	42	(40)	(1)	(41)
证券公司	(104)	(118)	(222)	30	122	152	(133)	(241)	(374)
保险公司	7	(1)	6	(13)	2	(11)	20	(3)	17
基金公司及产品	53	(1)	52	175	785	960	(122)	(786)	(909)
货币市场基金	76	238	315	20	179	198	57	60	117
理财子公司及理财类产品	11	222	233	28	243	271	(17)	(21)	(38)
其他产品类	7	203	209	50	356	406	(43)	(153)	(197)
其他	138	(59)	79	30	(78)	(48)	108	19	127

资料来源：CFETS，华安证券研究所

由上述数据可见，大行左侧交易了4月、5月社融预期差，却并未积极参与6月、7月的预期差博弈。6月社融总量、结构双改善，大行并未做空现券，反而选择超额买入，或许与完成年中资产投放任务有关，也可能说明银行更清楚6月社融改善缺乏延续性。然而，7月社融出炉前，大行也并未积极做多现券，再次说明当前债市已经无需更多的数据去反复验证基本面的强弱，也再一次确认了债市将继续维持震荡市的行情特征。

- 风险提示

疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。