

2022年08月15日

金融数据或许并没有那么弱

——2022年7月金融数据点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 波动较大是2022年金融数据的核心特点

回顾2022年1月至今的金融数据，其中2022年1月、3月、5月、6月均显著高于往年同期，而4月、7月显著低于往年同期，2022年的金融数据存在非常大的波动。由于2022年金融数据的较大波动，因此仅关注单月数据，并放大单个月数据的意义，我们认为是不太合适的，更值得关注的是金融数据的趋势。

我们对数据进行3个月的滚动求和处理来看最近三个月的金融数据状况，减少数据的波动，并重点关注数据的变化趋势。通过数据处理后的结果可以发现，即使金融数据在7月出现了明显回落，5-7月的3个月合计值也仍然远高于往年同期。

● 复苏过程中，金融数据的单月回落并不少见

2020年7月新增信贷明显回落，且低于2018、2019年，但是显然，2020年的经济上行，到7月份时并未结束，2020年GDP季度一直呈现上升趋势。

2019年2月，社融存量同比掉头向下，回落0.2%。彼时市场也出现了一些对经济的谨慎预期，但结果却是2019年3月的经济数据的全面、大幅上行。

● 2021-2022年的另一个特点是政府融资与实体数据的背离

2021年下半年、2022年二季度，国债与地方债净发行量远远高于以往，同时我们也确实看到，基建投资增速的明显上行，但是，目前为止我们不仅没看到物量上行，甚至远远低于往年。

按照基建投资的统计规则，只要下拨资金、审批项目，就计入基建投资；但按照GDP的统计规则，只有形成实物工作量才能计入GDP。由于二季度的政府发力时点恰好与上海疫情重合，之后就是7-8月的异常高温，这就导致“政府融资”与“基建增速”两者基本一致，但与GDP的背离非常大。因此，第三季度的政府工作重点，确实不在于“出台增量政策”，而是让2021年下半年至2022年上半年的远高于往年的政府融资，实实在在的变成三季度乃至四季度的GDP。从这个意义上讲，即使第三季度的政府融资同比走弱，也不代表经济要下行；三季度要关注的是，之前的政府融资，是否可以有效形成实物工作量。

● 8月之后的政府融资并非没有后手

1、地方债：7月政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，大概率指的往年未发完的约1.3万亿地方债额度，这可能是四季度的增量政府融资；

2、国债：除地方政府债务限额可以使用往年额度之外，国债也有类似情况，通过2020年和2021年中央和地方预算执行情况报告所披露的国债余额测算，最大空间约是7800亿，其中3700亿来源于2021年的国债少发。

2022年中央财政赤字计划为2.65万亿，但国债净发行量可高于该数值，可以通过“待发国债”科目进行调节。以2020年为例，中央赤字计划为2.78万亿，实际国债净发行为3.08万亿，多发3000亿，来源是往年留下的“待发国债”（往年国债的净发行量往往小于当年的中央赤字计划，未发额度计入“待发国债”）。2022年1-7月国债净融资仅为1万亿，8-12月的剩余净融资额度在1.65万亿，略低于2021年8-12月的1.9万亿（值得注意的是，其中40%是贴现国债，实际的供给压力很小）；如果使用2021年新增的“待发国债”3700亿，则8-12月的国债净融资可达2万亿，国债的供给压力仅次于2020年下半年。

● **风险提示：**政策变化不及预期，疫情反复。

相关研究报告

目 录

1、波动较大是 2022 年金融数据的核心特点.....	3
2、复苏过程中，金融数据的单月回落并不少见.....	4
3、2021-2022 年的另一个特点是政府融资与实体数据的背离.....	5
4、8 月之后的政府融资，并非没有后手.....	7
5、风险提示.....	7

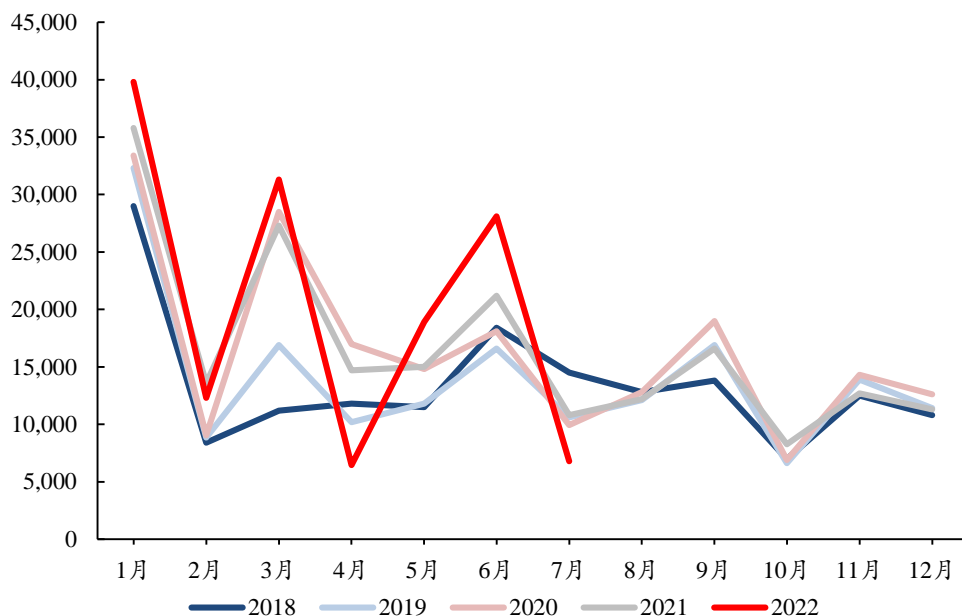
图表目录

图 1：2022 年金融数据波动较大（亿元）.....	3
图 2：5-7 月的 3 个月合计信贷仍然远高于往年同期（亿元）.....	4
图 3：2020 年 7 月信贷也曾出现明显回落，但后续经济依然上行（%）.....	4
图 4：2019 年 2 月社融存量增速回落，但 3 月大幅上行（%）.....	5
图 5：2021 年下半年和 2022 年上半年国债与地方债净发行量远高于以往（亿元）.....	5
图 6：基建投资增速快速上行（其中 2021 年为两年同比）（亿元）.....	6
图 7：水泥发运率远低于往年同期（%）.....	6

1、波动较大是 2022 年金融数据的核心特点

回顾 2022 年 1 月至今的金融数据，其中 2022 年 1 月、3 月、5 月、6 月显著高于往年同期，而 4 月、7 月显著低于往年同期。如图中可以清晰看出，无论是高还是低，都比往年的波动大很多。

图1：2022 年金融数据波动较大（亿元）



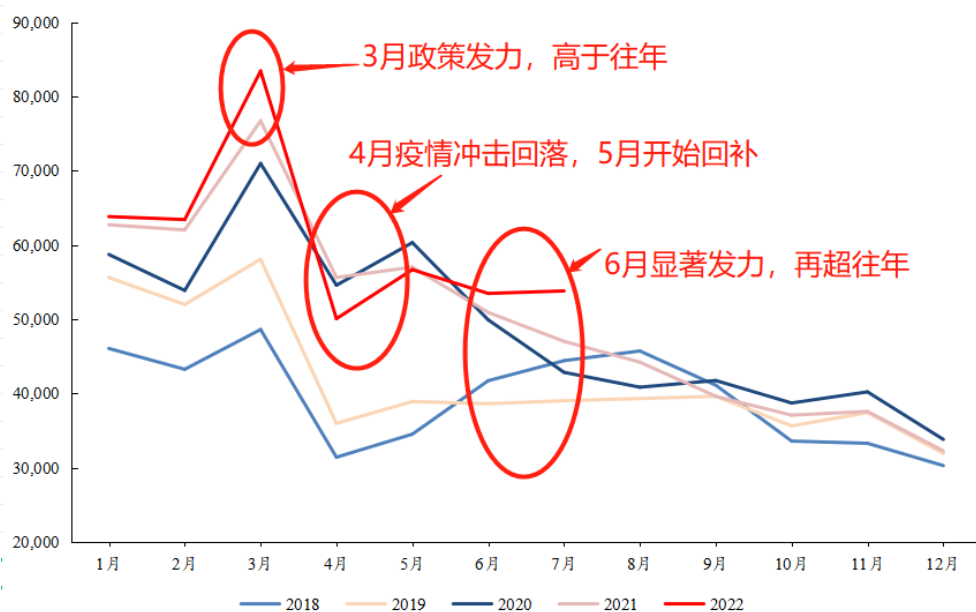
数据来源：Wind、开源证券研究所

由于 2022 年金融数据的较大波动，因此仅关注单月数据，并放大单个月数据意义，我们认为是不太合适的，更值得关注的是金融数据的趋势。

我们可以设计一个指标：3 个月的滚动求和，来看最近三个月的金融数据状况，从而减少数据的波动，并重点关注数据的变化趋势。

通过数据处理我们可以发现，以新增信贷为例，即使 7 月明显回落，5-7 月的 3 个月合计信贷也仍然远高于往年同期。

图2：5-7月的3个月合计信贷仍然远高于往年同期（亿元）



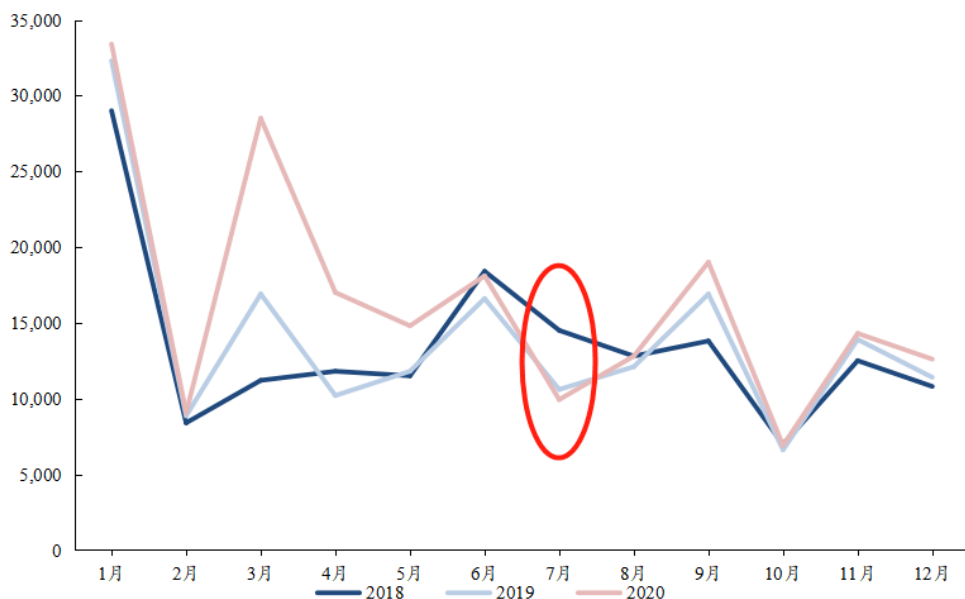
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、复苏过程中，金融数据的单月回落并不少见

回顾历史时期，在经济复苏过程中，金融数据的短时回落并不罕见。

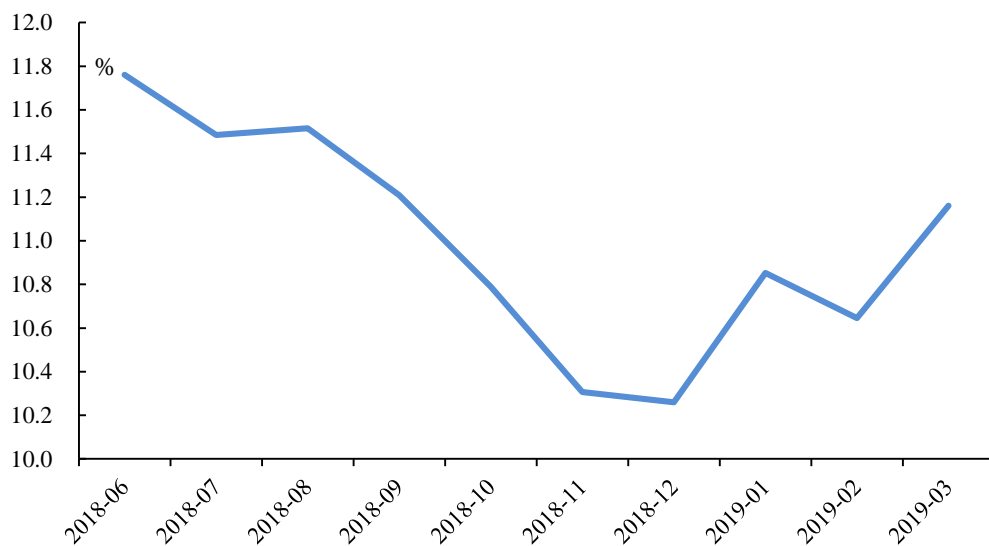
案例一：2020年7月新增信贷明显回落，且低于2018、2019年，但是显然，2020年的经济上行，到7月份时并未结束，2020年GDP季度一直呈现上升趋势。

图3：2020年7月信贷也曾出现明显回落，但后续经济依然上行（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

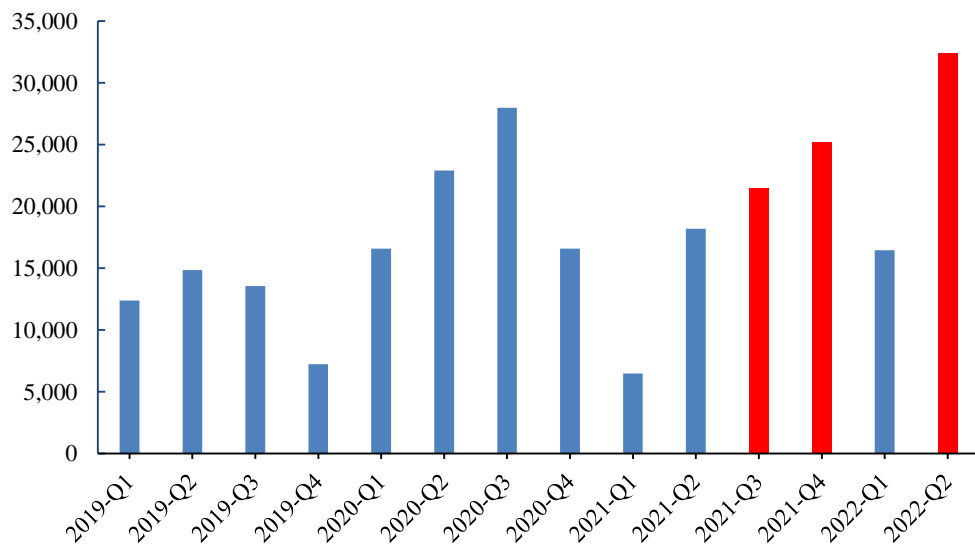
案例二：2019年2月，社融存量同比掉头向下，回落0.2%。彼时市场也出现了一些对经济的谨慎情绪，但结果却是2019年3月的经济数据的全面、大幅上行。

图4：2019年2月社融存量增速回落，但3月大幅上行（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2021-2022 年的另一个特点是政府融资与实体数据的背离

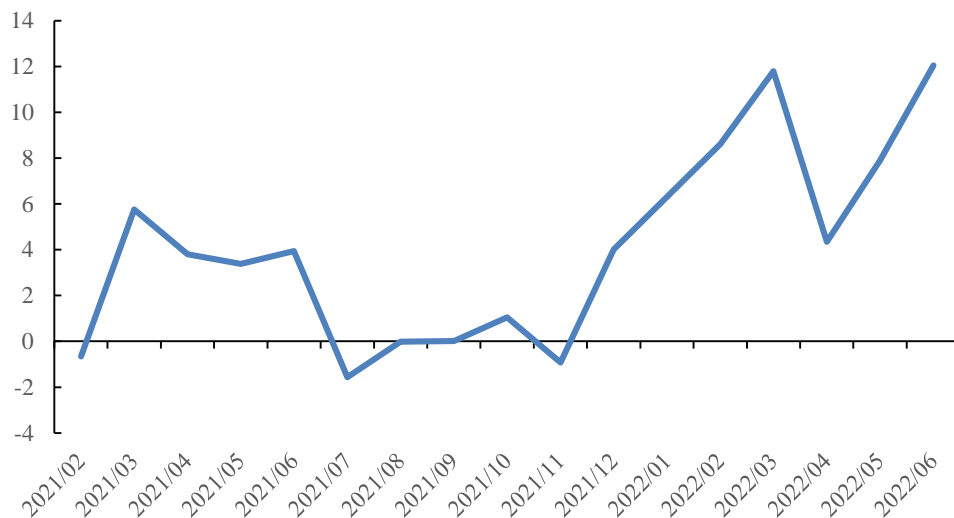
2021 年下半年、2022 年二季度，国债与地方债净发行量远远高于以往同期水平。

图5：2021 年下半年和 2022 年上半年国债与地方债净发行量远高于以往（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

同时我们也确实看到，基建投资增速在 2021 年年末以来明显上行。

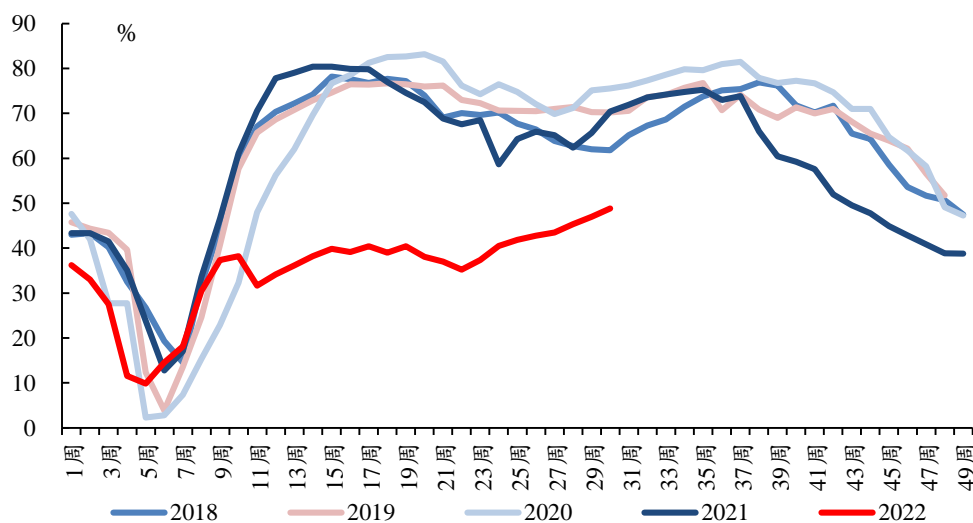
图6：基建投资增速快速上行（其中 2021 年为两年同比）（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

但是，我们不仅没看到物量上行，甚至远远低于往年，以水泥发运率为例，2022 年的水泥发运率远低于往年同期水平。

图7：水泥发运率远低于往年同期 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

按照基建投资的统计规则，只要下拨资金、审批项目，就计入基建投资；然而，按照 GDP 的统计规则，只有形成实物工作量，才能计入 GDP。

由于二季度的政府发力时点恰好与上海疫情重合，之后就是 7-8 月的异常高温，这就导致“政府融资”与“基建增速”两者基本一致，但与 GDP 的背离非常大。

因此，第三季度的政府工作重点，确实不在于“出台增量政策”，当前的重点，是让 2021 年下半年至 2022 年上半年的远高于往年的政府融资，实实在在的变成三季度乃至四季度的 GDP。

从这个意义上讲，即使第三季度的政府融资同比走弱，也不代表经济要下行；三季度要重点关注的是之前的政府融资，是否形成了实物工作量。

4、8月之后的政府融资，并非没有后手

1、地方债：7月政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，大概率指的往年未发完的约1.3万亿地方债额度，这可能是四季度的增量政府融资；

2、国债：除地方政府债务限额可以使用往年额度之外，国债也有类似情况，通过2020年和2021年预算执行情况报告所披露的国债余额测算，最大空间约是7800亿，其中3700亿来源于2021年的国债少发。

2022年中央财政赤字计划为2.65万亿，但国债净发行量可以高于该数值，可以通过“待发国债”科目进行调节。

以2020年为例，中央赤字计划为2.78万亿，实际国债净发行为3.08万亿，多发3000亿，来源是往年留下的“待发国债”（往年国债的净发行量往往小于当年的中央赤字计划，未发额度计入“待发国债”）。

2022年1-7月国债净融资仅为1万亿，8-12月的剩余净融资额度在1.65万亿，略低于2021年8-12月的1.9万亿（值得注意的是，其中40%是贴现国债，实际的供给压力很小）；如果使用2021年新增的“待发国债”3700亿，则8-12月的国债净融资可达2万亿，国债的供给压力仅次于2020年下半年。

5、风险提示

政策变化不及预期，疫情反复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn