

“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

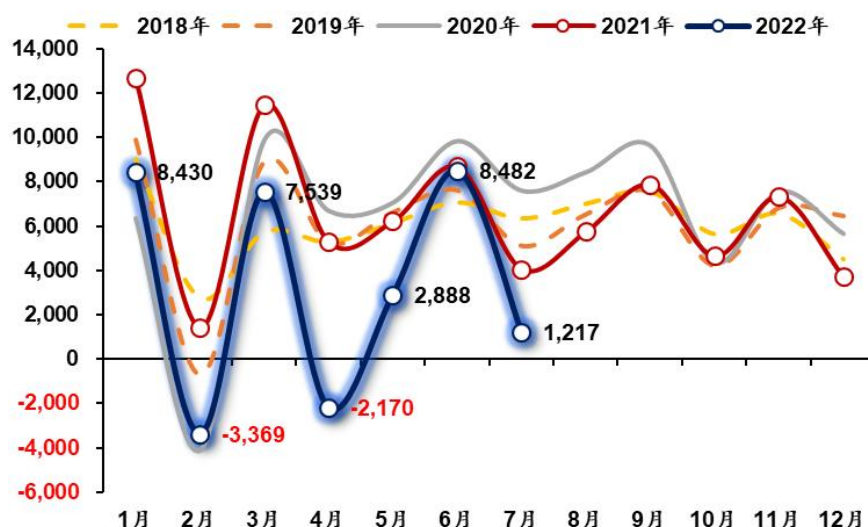
8月12日, 央行发布2022年7月金融数据。7月, M2 同比增长12%, 增速较上月提高0.6pct, 较去年同期提升3.7pct; 社会融资规模新增7561亿元, 较去年同期少增3191亿元; 社融存量同比增长10.7%, 环比回落1.35pct。

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

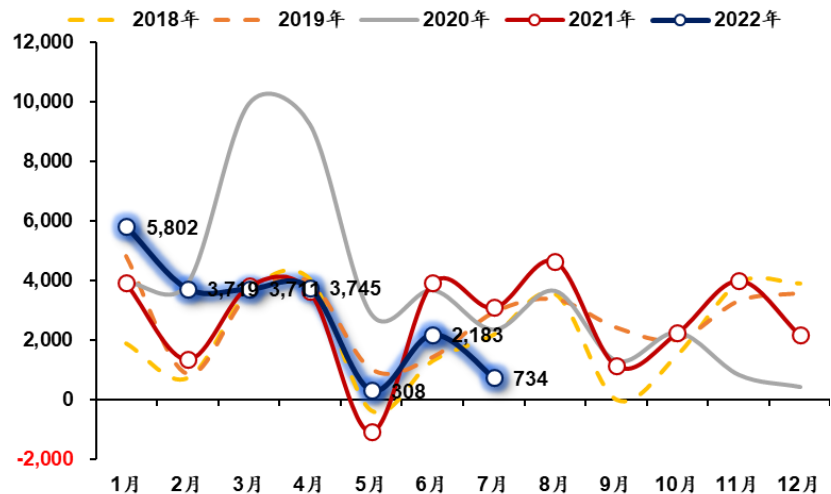
从结构上来看, 新增人民币贷款6790亿元(市场预期1.15万亿), 同

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。

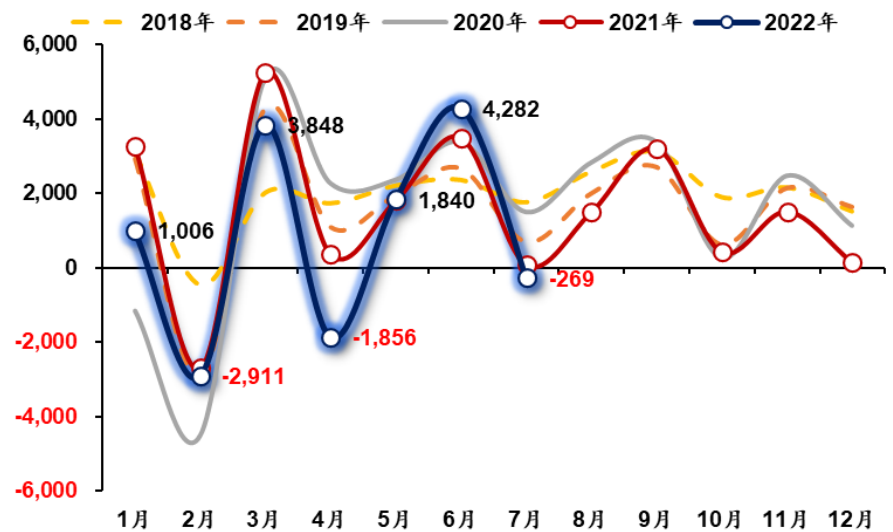
● 特点 2：政府加杠杆和净支出是影响社融、M2 的重要变量，而居民/企业或已进入主动去杠杆

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。

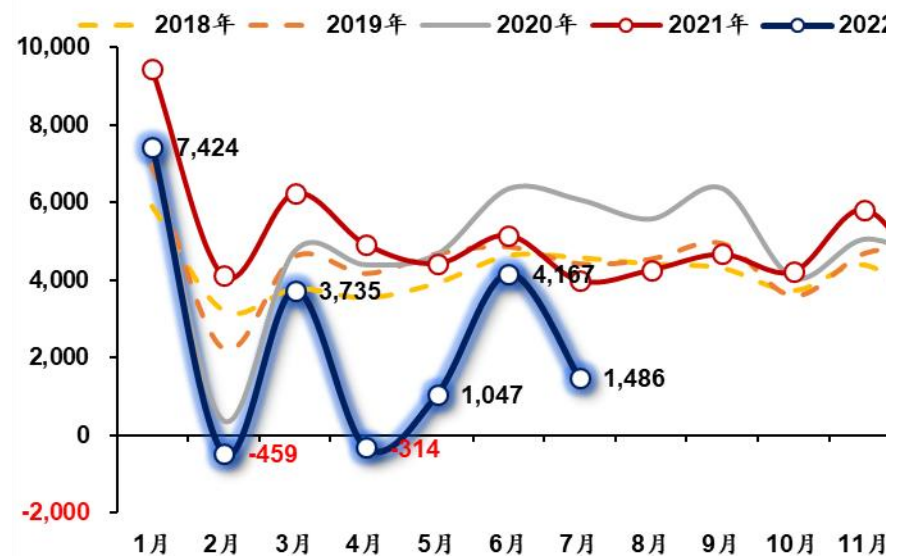
居民中长期贷款增长乏力的背后反映了地产风险尚未出清、疫情冲击下，居民对未来收入的预期转向悲观，进而导致收缩支出、压降负债，将对消费、购房等需求带来直接拖累。7 月 30 城商品房成交套数同比下滑 33.6%、成交面积同比下滑 33.0%，居民购房需求改善与信贷结构优化前地产企稳预计仍有较大难度。

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

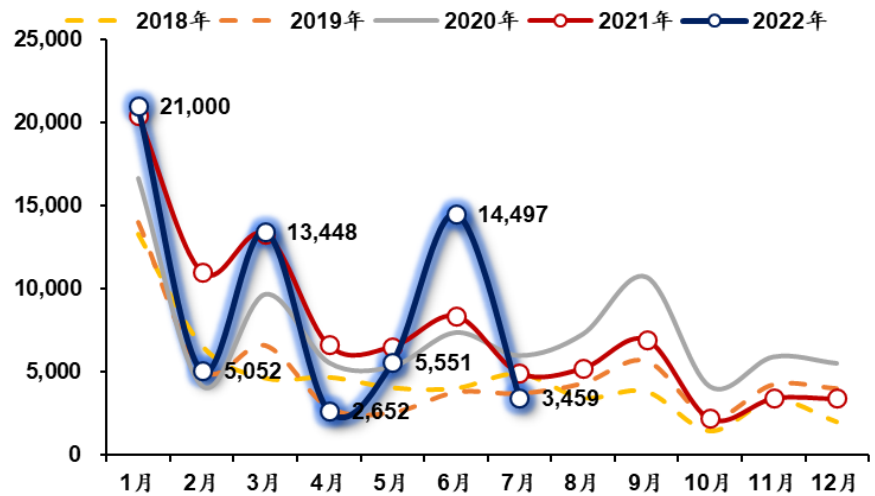
图表 4 居民中长期贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

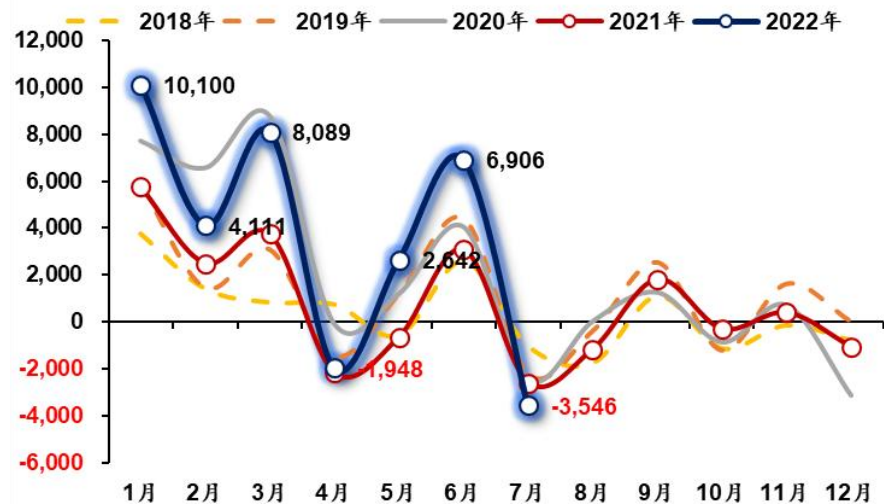
6月冲量透支企业信贷需求，7月企业端贷款新增 2877 亿元，同比少增 1457 亿元。其中中长期企业贷款新增 3459 亿元，同比少增 1478 亿元。一方面受到 6 月冲量透支信贷需求的影响，另一方面与城投净融资下滑、地产风险带动产业上下游企业融资需求下滑等因素有关。

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

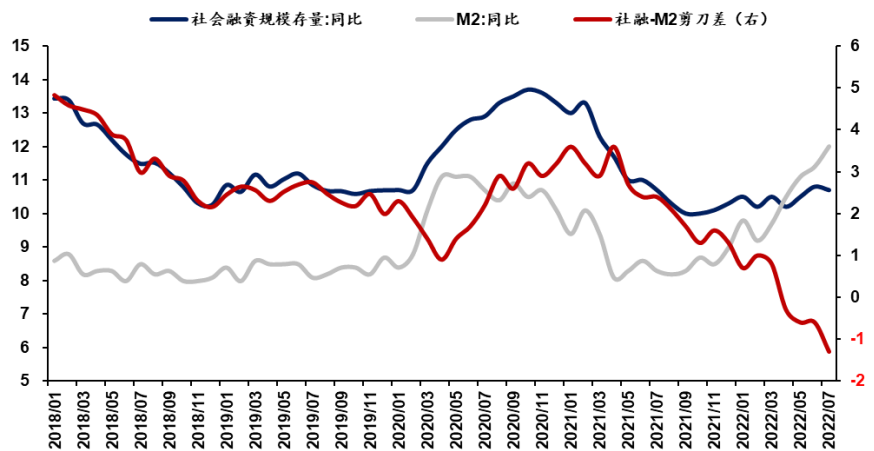
● 特点 3：社融-M2 倒挂更加显著

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45146

