



【华西固收研究】信贷结构表现亮眼，社融增速高点已至

——7月金融数据点评 20200811

一、事件概述

2020年8月11日央行发布2020年7月金融数据。7月份，M2同比增长10.7%，增速较上月回落0.4pct，较去年同期高2.6pct；社会融资规模增量1.69万亿元，存量273.33万亿元，同比增长12.9%，增速较上月提升0.1pct。

二、分析与判断：

► 信贷增幅回落，非标大幅压降，社融增速下半年趋势性回落的起点或已来临

7月份社融增速较上月增长0.1pct，持续创2018年2月以来增速新高，但社融增速增长幅度则创2020年2月以来新低，分拆来看：

1) **新增人民币贷款规模较上月近乎“腰斩”，季节性因素+政策性因素或为双重推手。**7月份社融口径新增人民币贷款1.02万亿元，同比多增2114亿元，增量为2020年2月以来新低。季节性因素可能是7月份信贷规模大幅回落的原因之一，从往年情况来看，7月份信贷规模往往会较6月份有所回落，主要由于6月份为半年末，银行可能会有信贷规模冲量需求，7月份的部分信贷需求可能在6月份已经被提前消化。但从本年情况来看，季节性因素并不能完全解释7月份信贷规模“腰斩”，主要由于从往年情况来看，7月份新增信贷规模与同处于季度初的4月份相比一般处在同一量级，而本年7月新增信贷则较4月少增超6000亿元。7月信贷收缩的另一层原因或为监管层对目前高企的宏观杠杆率的担忧。在二季度货币政策执行报告中，央行将之前连续两个季度货执报告“广义货币M2及社会融资规模增速应略高于名义GDP增速”的措辞修订为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，体现出央行对信贷扩张的态度，由鼓励信贷扩张先行带动经济恢复，转变为经济逐渐恢复后维持信贷规模合理增长的愿景。下半年信贷规模增量可能整体稳中回落，大概率难再有上半年的增长规模。

2) **信托贷款压降幅度创2018年6月以来新高。**7月表外三项（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）增量为-2649亿元，其中委托贷款、信托贷款分别压降152亿元/1367亿元。新备案集合信托产品同样呈现大幅走低趋势，根据用益信托数据，7月份集合信托发行规模共1281.56亿元，较6月份大幅下降58.96%，产品成立规模仅为1175个，较6月份下降53.74%。下半年央行对宏观杠杆率的合理控制的背景下，非标持续压降仍将是趋势。

3) **特别国债支撑7月份社融增量，8-10月专项债有望支撑社融数据。**7月社融分项中的政府债券增量5459亿元，占7月社融增量规模的53.5%。考虑到7月份新增地方债基本停发，政府债券增量主要是由当月特别国债支撑。7月份特别国债发行7100亿元，其中月末发行的1400亿元由于统计口径的差异可能被计入次月社融。根据财政部要求，地方政府新增专项债力争在10月底之前发行完毕，假设8-10月发行节奏均等，未来三月专项债每月仍可以为社融带来约5000亿元增量。

4) **企业债券融资持续回落，下半年预计增量不大。**7月份社融分项企业债券融资新增2383亿元，较上月少增1000亿元。上半年低利率环境下，企业多已储备充足“余粮”，也因此对融资成本更加敏感。根据国常会企业债券融资全年多增1万亿的目标，8-12月企业债券新增规模仅为6800亿元左右，将明显低于上半年企业债券增量。

基础货币回笼+货币乘数回落带动7月M2增速回落。7月份M0存量7.99万亿元，同比上升9.9%，增速较上月提升0.4pct；M1存量59.12万亿元，同比增长6.9%，增速较上月增长0.4pct；M2存量212.55万亿元，同比增长10.7%，增速较上月回落0.4pct。M2增速的回落一方面受基础货币回笼影响，6月+7月央行对到期的MLF、TMLF进行缩量续作，缩量金额近7000亿元；另一方面信贷需求回落带来的货币乘数回落，从而影响流通货币量。

从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别变动-7195亿元/-15500亿元/18000亿元。7月份存款呈现出明显的居民、企业存款向非银存款转移的特征，主要由于7月份A股牛市带来的资金入场，从而带动非银存款走高；此外企业存款走低或与前期发行专项债对应基建项目逐渐落地带来的企业投资有关。

► 信贷结构持续改善，居民贷款热情不减

1) **7月居民信贷放量主因或仍为楼市复苏。**7月份居民部门新增人民币贷款7578亿元，同比多增2466亿元，其

中居民中长贷新增 6067 亿元。居民中长贷的持续放量与楼市复苏息息相关，但需要注意的是年中以来监管层关注到了部分城市楼市过热的现象，深圳等地已出台政策对当地楼市进行降温，下半年楼市持续性仍有待观察，居民贷款后续或温和回落。

2) 实体部门信贷缩量，但期限结构持续改善。7 月份非金融性公司新增信贷 2645 亿元，为 2019 年 10 月以来最低值，其中短期贷款、票据融资、长期贷款分别新增-2421 亿元/-1021 亿元/5968 亿元。尽管 7 月份信贷规模整体压缩，但实体部门中长贷增量依旧维持在较高水平。在当前时点，疫情期间企业缺流动性的问题已经得以缓解，若要控制宏观杠杆率的同时维持实体经济复苏态势，压降短贷的同时维持中长贷规模是最优解，7 月份社融数据在这方面交出了满分答卷。

► **预计全年社融新增规模 32 万亿元左右，8-12 月信贷月均增长 1.3 万亿元左右**

- 1) **预计 8-12 月人民币贷款月均增幅 1.3 万亿元左右。**根据 6 月份陆家嘴论坛易纲行长讲话，全年新增人民币贷款新增规模 20 万亿左右，而 1-7 月份已经完成 13.34 万亿元，测算可得 8-12 月新增人民币贷款增量仅有约 6.64 万亿元空间，增幅将明显低于上半年；
- 2) **企业债券融资方面，下半年的发债进度或将慢于上半年。**假设全年企业债券净融资比去年多增 1 万亿元，则全年累计净融资应为 4.24 万亿元，而 1-7 月份企业债券净融资已经达到 3.57 万亿元，留给 8-12 月的额度仅为 6700 亿元，月均仅为 1340 亿元；
- 3) **表外三项将进入加速压降的过程中。**截至 2020 年 7 月，表外三项存量同比增速为-4.04%，预计年末下探至-13%左右。

三、投资策略：债市短期内仍面临不确定性，震荡走势或为下一阶段主线

金融数据逐步恢复常态化，对债市利空已经被消化，短期内债市仍面临不确定性，把握震荡行情下的交易性机会。疫情逐步控制，货币政策已经由疫情期间的宽松状态逐步向中性转变，此外短期内债市仍将面临股债跷跷板、地方债冲击、基本面持续复苏等因素冲击；但与此同时货币政策已经进入稳定期，短期内再度收紧的概率较小，此外债市对中美关系摩擦虽然表现趋向钝化，但是未来中美关系不确定性依然较大，建议继续关注三季度经济恢复程度及中美关系走势。货币政策的相对确定性叠加多重不确定性的相互交织，未来一段时间债市或以震荡为主，建议把握交易性机会，并关注信用债票息机会。

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn

研究助理：张伟

邮箱：
zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

联系电话：021-20227900

联系电话：010-59775371

联系电话：010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_3246

