



【华西固收研究】总量继续高增，非标转标结构分化，下半年增速预计回落

——6月金融数据点评 20200710

一、事件概述

2020年7月10日央行发布2020年6月金融数据。6月份，M2同比增长11.1%，增速与上月持平，较去年同期高2.6pct；社会融资规模增量3.43万亿元，存量271.82万亿元，同比增长12.8%，增速较上月提升0.3pct。

二、分析与判断：

►人民币贷款与信托贷款的“冰火两重天”

6月份社融增速较上月增长0.3pct，创2018年2月以来增速新高。分拆来看：

1) 新增人民币贷款再度超预期，逆周期调控持续发力或形成背后推手。6月份社融口径新增人民币贷款1.9万亿元，同比多增14%，创有数据统计以来同期新高。一方面，5月份集中发行1万亿新增专项债对应项目逐步落地，带来大量信贷需求；另一方面，疫情结束后楼市需求仍处于消化期，房贷需求走高拉升信贷数据。展望下半年，疫情后各地复工复产已陆续恢复正常，专项债项目逐步落地伴随大量配套融资需求，有望对后续信贷规模持续形成支撑。

2) 信托贷款大幅度压降。6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853亿元，其中委托贷款、信托贷款分别压降484亿元/852亿元。6月中旬市场一度传言暂停报备融资类信托业务，后虽经官方辟谣，但亦再度指出压缩违法违规的融资类信托业务。从数字来看，6月份信托贷款压降852亿元，创2018年10月以来压降规模次高峰。2018年以来，社融口径信托贷款、委托贷款合计已压降近4万亿元，我们预计到2020年末，表外三项合计存量约为17.78万亿元，较2019年下降19.94%。非标转标背景下，需关注部分非标融资依赖度较高的企业后续再融资压力。

3) 企业债券“黄金时代”难返，取消发行潮的背后，是迅速走高的债券融资成本。6月份企业债券融资新增3311亿元，环比小幅增长340亿元，同比多增1872亿元，但与3-4月份近万亿的企业债券融资规模已“不可同日而语”。企业债券融资逐步降温的背后，是利率迅速走高带来的债券取消发行潮。6月份信用债（剔除存单）取消发行规模达到662.9亿元，较5月份再度走高近250亿元，取消发行债券中非国企债占比不足10%，外评AAA主体占比超60%，反映出大部分发行人取消发行债券的初衷并非自身资质问题导致发行失败，而仍是对融资成本的“纠结”。

4) 统计口径差异推升6月社融分项中政府债券融资数据。6月份政府债券新增7400亿元，创2018年10月以来第三高。从发行情况来看，6月份新增一般债+专项债发行仅845亿元，国债净融资也仅有2500亿元左右，但由于社融统计的政府债券以登记日为准，较财政口径有所滞后，而5月最后两个工作日地方政府专项债发行超3500亿元，部分实际在5月发行的地方债被纳入6月社融口径政府债券统计，导致6月份实际上地方政府债发行并不多的情况下，社融政府债券分项依然维持高位。

6月份M0存量7.95万亿元，同比上升9.5%，增速与上月基本持平；M1存量60.43万亿元，同比增长6.5%，增速较上月回落0.3pct；M2存量213.49万亿元，同比增长11.1%，增速与上月基本持平。**M2-M1剪刀差有所扩大，或说明目前实际需求与投资热情的回暖仍需时间。**

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+21777亿元/+14446亿元/-5568亿元。其中企业存款放量应当与6月份财政存款向企业存款的转移有关，6月财政存款降6102亿元；非银存款走低则与半年末非银系统季节性流动性收紧有关，而居民存款大幅走高符合季节性规律，或与半年末银行为应对考核吸引居民部门存款有关。

►实体部门中长贷仍处高位，票据融资大幅缩量

1) 6月居民信贷仍在高位，中长贷放量或仍与疫情后的购房需求陆续消化有关。6月份居民部门新增人民币贷款9815亿元，为近17个月以来次高峰，其中居民中长贷新增6349亿元，同样为近17个月以来次高峰。居民中长贷的放量或仍与疫情后楼市需求集中释放有关。

2) 实体部门信贷持续放量，票据融资大幅收缩。6月份非金融性公司新增信贷9278亿元，同比多增173亿元，其中短期贷款、票据融资、长期贷款分别新增4051亿元/-2104亿元/7384亿元。若将票据融资+短贷视为短期贷

款，6 月份实体部门新增贷款中短期与中长期比例为 1:3.79，期限结构表现良好。如前文所述，后续随着专项债对应基建项目逐渐落地，企业中长贷仍有一定放量空间。

► 预计下半年人民币贷款增速持平，表外三项加速收缩

我们预计下半年社融存量同比增速将由 5 月份的 12.50% 逐渐下降至 12% 左右。

- 1) 人民币贷款存量同比增速将由 13.30% 逐渐下降至 13.20%，部分月份可能低于 13.0%。此外，由于抗疫特别国债的发行，一般国债、地方债将会适当延后发行，导致下半年政府债券存量同比增速也将持续抬升，由 5 月份的 17.2% 提升至年末的 24%；
- 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 亿元，而 1-5 月份已经实现 2.99 万亿元，留给 6-12 月的额度仅为 1.25 万亿元，远低于上半年水平。预计全年企业债券融资存量同比增速将在 18% 左右；
- 3) 表外三项将进入加速压降的过程中。截至 2020 年 5 月，表外三项存量同比增速为 -6.65%，预计年末下探至 -20% 左右。

三、投资策略：短期内仍需警惕收益率上行风险

金融数据再度超预期，叠加近期股债“跷跷板”效应，短期内仍需警惕收益率上行风险。近期收益率大幅上行，主要是由于短期内股市大涨进而引发的股债资金“跷跷板”效应。短期内，从资金面来看，权益市场大概率仍处于牛市阶段，资金回流至债市概率相对较小，同时央行货币政策调整基本已经到位，下一阶段资金面整体宽松的概率不大；基本面来看，“兵马未动，粮草先行”，金融数据持续回暖叠加逆周期调控逐步加码，对于债市也并不友好。因此短期内债市利空因素相对较多，建议保持相对谨慎。

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/hxzc/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_3995

