

# 从 7 月金融数据看下半年股债特征

证券研究报告  
2020 年 08 月 13 日

作者

7 月社融信贷数据低于市场预期，直接原因是企业短期类贷款和表外融资增较多，根本原因在于 5 月以来的货币政策收紧和信托业务监管加强。虽然“总量”低于预期，但“质量”尚可，中长期贷款占比仍在提升，因此暂时不能得出经济复苏将明显放缓的结论。

但本轮信用扩张的顶点已经临近，预计信贷增速 6 月是年内高点，从 3 季度开始震荡回落，社融增速 10 月见顶后回落。央行从 5 月以来逐渐收紧流动性，导致信用扩张减速。下一阶段重点关注后续中长期贷款的增长情况。

在传统货币信用二元周期的框架下，“紧货币紧信用”对于利率债的压力有所减轻，但如果经济复苏仍在延续，则尚没有明确的做多动力；当紧信用进入到经济复苏放缓甚至重新出现下行压力后，可适时做多。对于股票是最不利的阶段，高估值板块受流动性收紧的抑制，信用收缩后经济出现下行压力导致周期股的业绩预期不佳，必需消费成为业绩确定性相对较高的抱团防御方向。

与传统周期不同，当前政策更强调跨周期调节，把稳增长和防风险都作为了中长期任务，意味着货币信用政策组合持续双紧的概率和力度都不大，因此股票主要表现出结构性行情（宽货币紧信用、紧货币宽信用）和趋势性行情（宽货币宽信用），债券主要表现出政策主导的震荡行情。

**风险提示：**海外经济复苏速度超预期；疫情/疫苗出现超预期变化

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

7月新增信贷（全口径）9927亿，存量同比增速13%，较6月下滑13.2%；新增社融1.69万亿，存量同比增速12.9%，较6月上升0.1%。本月社融信贷增量和增速均低于市场预期。

## 一、社融信贷低于预期的直接原因

直接原因是企业短期类贷款和表外融资负增较多。

对于信贷，从结构上看，居民部门表现较好，企业部门的短期类贷款（短贷+票据）是主要拖累项。

居民新增贷款7578亿，其中短期贷款1510亿，中长期贷款6067亿，均明显高于去年同期，这与消费的进一步复苏和商品房销售的高景气度一致。

企业新增贷款2645亿，低于去年同期，其中短期贷款-2421亿，票据融资-1021亿，是企业贷款偏低的主要拖累项；中长期贷款5968亿，明显高于去年同期的3678亿。

对于社融，从结构上看，股票融资表现较好，信贷和表外融资偏低是主要拖累项。

新增信贷（社融口径）1.02万亿，与全口径信贷低于预期一致，两种口径信贷的区别主要在于社融口径信贷不包括向非银金融部门发放的贷款。

表外融资负增长超预期是社融低于预期的重要原因，其中委托贷款-152亿，信托贷款-1367亿，未贴现票据-1130亿，合计-2649亿，负增幅度是今年以来仅次于2月的第二高，也是连续4个月正增长后的首次负增长。

新增非金融企业债券融资2383亿，政府债券5459亿，基本符合预期；新增股票融资1215亿，明显好于预期，是近32个月以来的最高值，主要与近期股票市场表现活跃有关。

## 二、社融信贷低于预期的根本原因

根本原因是5月以来的货币政策边际收紧和信托业务监管加强。

信贷低于预期的直接原因是票据融资负增较多，根本原因在于5月以来货币政策的逐渐收紧的滞后影响。相比于一般贷款，票据融资利率对货币市场利率的变化更敏感，因此当流动性宽松、货币市场利率较低时，票据融资利率也很快降至较低水平，甚至低于理财产品、结构性存款、存单等收益率，进而滋生套利空间；而当货币政策收紧、货币市场利率回升时，套利空间被迅速抹平，票据融资需求也快速回落。因此当货币政策由松转紧，适逢票据到期量较大时，往往会出现票据融资的大幅负增长，实际上6月票据融资已经开始负增。

图1：票据利率对货币市场利率的敏感性更高（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

对于社融，表外未贴现票据负增长与表内票据融资负增长一致，去年 7 月末贴现票据负增长达到-4562 亿。

7 月信托计划到期规模并不大，但负增幅度为最近两年单月最大，可能与近期信托监管力度加强有关。根据财新的报道，6 月中旬银保监会下发了《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》，明确要求信托公司压降信托通道业务，并要求压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，压降规模可能达到 1 万亿。

### 三、信贷结构暂时没有显示出经济复苏明显放缓的迹象

7 月社融信贷虽然在“总量”上低于预期，但“质量”较好：信贷偏低主要是因为套利空间消失后票据融资下滑较多，企业中长期贷款仍然较快增长；居民信贷增长较好，与消费继续复苏和商品房销售景气度较高一致。

具体来看，今年 1-7 月的新增贷款和新增企业贷款中，中长期贷款的占比仍在提升，且占比高于去年同期。因此，暂时不能由 7 月金融数据低于预期得出经济复苏将明显放缓的结论。

表 1：信贷总量回落但结构尚可（亿元）

	新增人民币贷款 (社融口径)	新增居民+企业 中长期贷款	比例	新增 企业贷款	新增企业 中长期	比例
2017.1-7	91,259.97	79,176	86.8%	47,835	46,432	97.1%
2018.1-7	100,817.52	71,651	71.1%	58,201	42,075	72.3%
2019.1-7	108,481.07	70,395	64.9%	65,574	38,478	58.7%
2020.1-7	133,829.00	88,635	66.2%	90,345	54,568	60.4%
2020.1-6	123,632.00	76,600	62.0%	87,700	48,600	55.4%
2020.1-5	104,742.00	62,903	60.1%	78,422	41,252	52.6%

资料来源：WIND，天风证券研究所

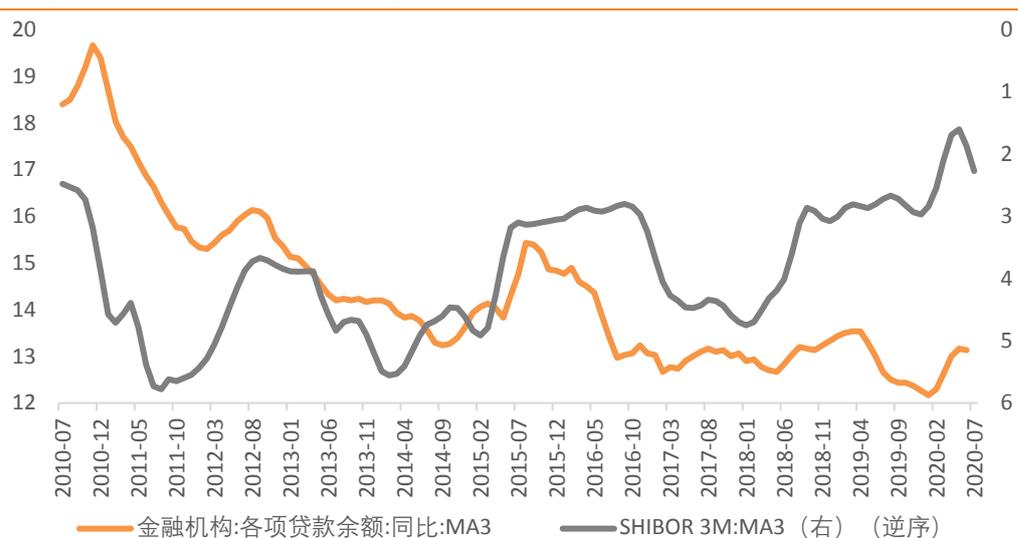
### 四、但本轮信用扩张的顶点已经临近

我们在前期报告《下半年中国经济与投资展望》和《下半年利率展望》中都进行过详细测算和阐述，下半年大概率出现信用扩张的顶点：“年底存量信贷（社融口径）同比增速最高不超过 13.2%，因此 6 月的 13.3% 已经是今年信贷增速的高点，3 季度将见顶回落；社融增速的高点稍微滞后，主要与政府债券的放量发行有关，全年新增社融大约在 33.5 万亿，年底存量增速 13.2% 左右，稍高于 6 月的 12.8%，从节奏上看，预计社融增速震荡上行至 10 月到达高点，随后回落到年底。”

因此，7 月信贷增速回落从方向上符合预期。展望后续，我们维持之前的判断，即信贷增速从 3 季度开始震荡回落，社融增速在 10 月见顶后回落，且回落可能会持续到明年年中。

对于这个判断，我们可以从两个方面来理解。一是央行行长易纲 6 月中旬在陆家嘴论坛上的讲话，提到“今年新增信贷近 20 万亿，新增社融超过 30 万亿”；二是央行从 5 月以来逐渐收紧流动性会导致信用扩张减速。

图 2：“紧货币”一般会滞后导致“紧信用”（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

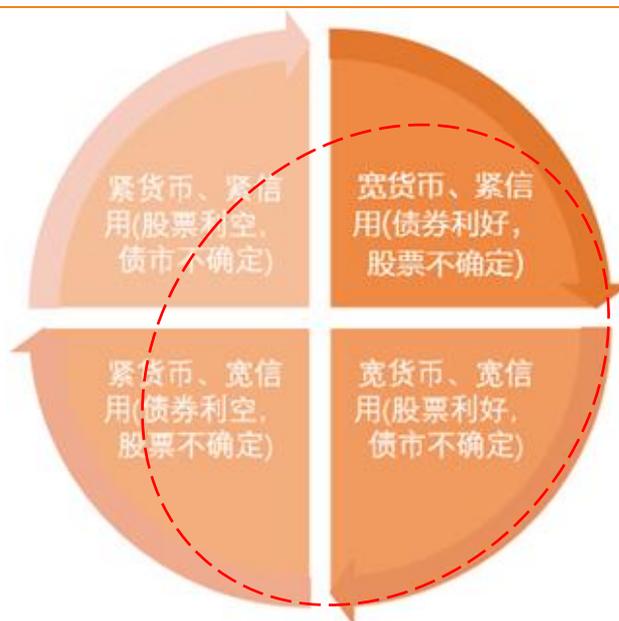
在传统的周期视角下，货币政策收紧的初期对应了经济复苏斜率最大的阶段，此时虽然流动性边际收紧，但经济复苏仍在延续，信用还在扩张（“紧货币宽信用”）；随后，企业融资需求仍然旺盛，信用风险偏低，中长期贷款增长较好，但短期类贷款受流动性收紧影响开始回落，信贷呈现“总量回落、结构尚可”的特征。

如果货币政策持续收紧，流动性收缩对信贷的影响最终会由短端传导至长端，此时经济复苏逐渐到达顶点后回落，企业融资需求下滑、信用风险上升，中长期贷款在信贷中的占比开始降低，呈现“总量回落、结构转差”的特征（“紧货币紧信用”）。

但是从供给侧结构性改革以来，传统货币信用周期的波动率变得越来越小，货币信用政策的调节手段也越来越趋向于高频度的微调，而不是大开大合式的刺激和收紧。7月底政治局会议首次强调要“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险的长期均衡”，在货币政策“更加灵活适度”的基础上，增加了有结构性意味的“精准导向”。因此对于下一阶段的货币信用政策而言，不会更松，但也没有进一步收紧的明确信号，将以基于基本面情况的微调和结构性政策为主，保持“货币供应量和社会融资规模合理增长”。

## 五、对资产价格的影响

图 3：传统货币-信用二元周期框架和现实情况



资料来源：天风证券研究所绘制

在传统货币信用二元周期的框架下，“紧货币宽信用”对于利率债是最不利的阶段，流动性收紧冲击短端利率、经济复苏和信用扩张冲击长端利率。宽信用下的经济复苏则有利于信用利差和评级利差收窄，因此信用债会有结构性的机会。“紧货币宽信用”对于股票的影响比较分化，对高估值板块（科技、食品、医药等）相对不利，对低估值板块（周期、金融等）相对有利。

“紧货币紧信用”对于利率债的调整压力有所减轻，但如果经济复苏仍在延续，则尚没有明确的做多动力。当紧信用进入到经济复苏放缓甚至重新出现下行压力后，利率债可参考货币政策的边际变化适时做多。“紧货币紧信用”对于股票是最不利的阶段，市场的风格再平衡可能进一步强化。高估值板块受流动性收紧的抑制，信用收缩后经济出现下行压力导致周期股的业绩预期不佳，食品饮料、农林牧渔等必需消费成为业绩确定性相对较高的抱团防御方向。

然而与传统周期不同，当前政策更强调跨周期调节，把稳增长和防风险都作为中长期任务，意味着货币信用政策组合持续双紧的概率和力度都不大，更多时候政策组合可能都落在“宽货币紧信用”（衰退）、“宽货币宽信用”（衰退-复苏）、“紧货币宽信用”（复苏-衰退）这三个区间。经济出现过热和政策组合进入“紧货币紧信用”（加速衰退）的概率都较低。因此，股票主要表现出结构性行情（宽货币紧信用、紧货币宽信用）和趋势性行情（宽货币宽信用），债券主要表现出政策主导的震荡行情。

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\\_3194](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3194)

