

固定收益

金融数据结构仍然较好，利率债短期难见转机

——2020年7月金融数据点评



报告发布日期 2020年08月12日

研究结论

- 8月11日央行公布了7月金融数据，7月末，M2同比增长10.7%，较上月显著收窄，增速比上年同期高2.6个百分点。M1同比增长6.9%，前值6.5%，增速比上月末高0.4个百分点。M2和M1同比的剪刀差小幅收缩至3.8%。在各部门存款中，居民存款增速最高，7月末储蓄存款余额同比增长降至13.5%，储蓄存款当月减少7195亿元；非银存款增加1.8万亿，存量增速上升至13%附近；企业存款同比增速维持在11.4%附近，财政存款同比降幅扩大。
- 7月社融共新增1.69万亿元，比上年同期多4068亿元，存量增速上升至12.9%左右。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.02万亿元，同比多增2135亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少524亿元，同比多减303亿元；委托贷款减少152亿元，同比少减835亿元；信托贷款减少1367亿元，同比多减691亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1130亿元，同比少减3432亿元；企业债券净融资2383亿元，同比少561亿元；政府债券净融资5459亿元，同比少968亿元；非金融企业境内股票融资1215亿元，同比多622亿元。
- 企业贷款略弱于上年同期。7月企业新增贷款共计2645亿元，同比少增329亿元左右，主要是由于企业票据融资同比少增。企业短期贷款7月减少2421亿元，同比少增226亿元左右。中长期贷款增加5968亿元，同比多增2290亿元左右；票据融资减少1021亿元，同比减少2305亿元左右；非银贷款减少270亿元，较上年同期减少2598亿元左右。
- 居民贷款大幅好于上年同期，居民短期贷款同比显著增长。7月居民贷款总额增加7578亿元，同比多增2466亿元左右。其中，居民短期贷款增加1510亿元，同比多增815亿元左右。中长期贷款增加6067亿元，同比多增1650亿元左右。
- 对于接下来的社融存量增速走势，政府债券方面，从17年以来国债和地方债发行节奏来看，国债一般在第二季度到第四季度发行节奏较为平均，地方债则基本在三季度之前全部发行完毕，其中，专项债财政部要求在10月底之前发完。如果按照历年的发行节奏来看，三季度利率债仍然有较大的供给压力。
- 新增信贷是社融中占比最高的部分，2019年新增信贷占到新增社融的66%左右。我们分别假设2020年下半年新增信贷同比增长5%~15%三种情况。表外融资方面，由于利率整体处于较低水平，预计表外融资小幅正增长。企业债券方面，近期利率上行，7月企业债券净融资规模低于上年同期。权益融资方面，7月权益融资规模显著高于历史季节性，因此我们上调了三四季度的股票融资规模。
- 预计年内社融增速维持高位，从金融数据结构来看，利率债短期难见转机。第一，M2-M1剪刀差显著收窄，社融-GDP剪刀差预计也持续收缩，对债市而言，广义流动性增长放缓。第二，在财政收入改善，和政府债券持续发行情况下，财政存款余额同比增速显著收窄，显示财政支出发力。第三，居民信贷和企业中长期贷款均好于上年同期，预计企业和居民需求也有好转。

风险提示

- 如果非标超预期下行，或将影响我们对社融增速的判断。

证券分析师 黄海澜
021-63325888*2470
huanghailan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090002

相关报告

短期潜在风险未完全消退，中期有望维持上行趋势	2020-08-11
银行配置力度分化，外资与广义基金仍一强一弱	2020-08-11
财政政策和货币政策“半年报”，透露了哪些信息？	2020-08-10

金融数据结构仍然较好，利率债短期难见转机—— 2020年7月金融数据点评

8月11日央行公布了7月金融数据，7月末，M2同比增长10.7%，较上月显著收窄，增速比上年同期高2.6个百分点。M1同比增长6.9%，前值6.5%，增速比上月末高0.4个百分点。M2和M1同比的剪刀差小幅收缩至3.8%。在各部门存款中，居民存款增速最高，7月末储蓄存款余额同比增长降至13.5%，储蓄存款当月减少7195亿元；非银存款增加1.8万亿，存量增速上升至13%附近；企业存款同比增速维持在11.4%附近，财政存款同比降幅扩大。

7月社融共新增1.69万亿元，比上年同期多4068亿元，存量增速上升至12.9%左右。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.02万亿元，同比多增2135亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少524亿元，同比多减303亿元；委托贷款减少152亿元，同比少减835亿元；信托贷款减少1367亿元，同比多减691亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1130亿元，同比少减3432亿元；企业债券净融资2383亿元，同比少561亿元；政府债券净融资5459亿元，同比少968亿元；非金融企业境内股票融资1215亿元，同比多622亿元。

企业贷款略弱于上年同期。7月企业新增贷款共计2645亿元，同比少增329亿元左右，主要是由于企业票据融资同比少增。企业短期贷款7月减少2421亿元，同比少增226亿元左右。中长期贷款增加5968亿元，同比多增2290亿左右；票据融资减少1021亿元，同比减少2305亿元左右；非银贷款减少270亿元，较上年同期减少2598亿元左右。

居民贷款大幅好于上年同期，居民短期贷款同比显著增长。7月居民贷款总额增加7578亿元，同比多增2466亿元左右。其中，居民短期贷款增加1510亿元，同比多增815亿元左右。中长期贷款增加6067亿元，同比多增1650亿元左右。

对于接下来的社融存量增速走势，政府债券方面，从17年以来国债和地方债发行节奏来看，国债一般在第二季度到第四季度发行节奏较为平均，地方债则基本在三季度之前全部发行完毕，其中，专项债财政部要求在10月底之前发完。财政部《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》指出：截至7月31日，抗疫特别国债累计发行10000亿元，顺利完成1万亿元发行任务。2020年新增地方政府专项债券已发行22661亿元，完成全年计划（37500亿元）的60.4%。如果按照历年的发行节奏来看，三季度利率债仍然有较大的供给压力。

新增信贷是社融中占比最高的部分，2019年新增信贷占到新增社融的66%左右。我们分别假设2020年下半年新增信贷同比增长5%~15%三种情况。**表外融资方面**，由于利率整体处于较低水平，预计表外融资小幅正增长。**企业债券方面**，近期利率上行，7月企业债券净融资规模低于上年同期。**权益融资方面**，7月权益融资规模显著高于历史季节性，因此我们上调了三四季度的股票融资规模。

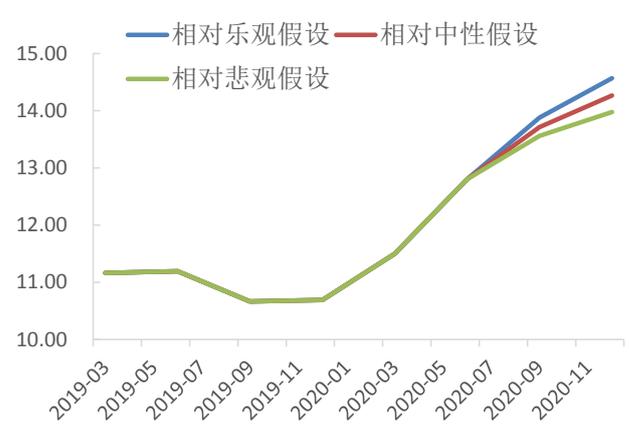
预计年内社融增速维持高位，从金融数据结构来看，利率债短期难见转机。第一，M2-M1剪刀差显著收窄，社融-GDP剪刀差预计也持续收缩，对债市而言，广义流动性增长放缓。第二，在财政收入改善，和政府债券持续发行情况下，财政存款余额同比增速显著收窄，显示财政支出发力。第三，居民信贷和企业中长期贷款均好于上年同期，预计企业和居民需求也有好转。

图 1：对社融增速测算的不同情景设定

	相对乐观假设	相对中性假设	相对悲观假设
信贷	新增信贷同比增速 Q3:15%;Q4:15%	新增信贷同比增速 Q3:10%;Q4:10%	新增信贷同比增速 Q3:5%;Q4:5%
表外融资	月均净融资500亿	月均净融资300亿	月均净融资0
企业债券	下半年每季度同比多增500亿	下半年每季度同比少增500亿	下半年每季度同比少增1000亿
股票	下半年每季度净融资2500亿	下半年每季度净融资2000亿	下半年每季度净融资1500亿
政府债券	国债三四季度平均发行。地方债10月底前发完。	国债三四季度平均发行。地方债10月底前发完。	国债三四季度平均发行。地方债10月底前发完。
其他	取18-19年每季度均值水平		

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：不同情境假设下，社融存量增速走势 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：社融和 GDP 增速之差与债券收益率高度负相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

如果非标超预期下行，或将影响我们对社融增速的判断。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_3217

