

固定收益研究/动态点评

2020年08月11日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：从CPI与核心CPI背离看趋势与扰动》2020.08
- 2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.08
- 3《固定收益研究：中性态度溢于言表》2020.08

政策基调变化下的放缓

2020年7月金融数据点评

核心观点

据人民银行，7月新增信贷9927亿元，社融规模1.69万亿元，存量同比12.9%，M2同比10.7%。有如下关键信息：第一，新增信贷、社融规模低于市场预期（Wind一致预期为1.86万亿）。政策基调变化可能是信贷增速放缓的主因；第二，结构来看，企业中长期贷款同比大幅多增，居民信贷创今年单月最大同比增幅，M1增速上移预示经济延续修复态势；第三，存款向股市搬家明显。市场角度看，货币政策常态回归制约利率下行空间，好在市场或已充分反映和定价。而信贷扩张速度放缓缓解长端利率上行压力。我们建议久期策略继续防守反击，股市资金驱动力度有所弱化。

政策基调变化，信贷增长随之放缓，中长期贷款延续高增

7月新增人民币贷款9927亿元，同比少增631亿元，政策基调变化可能是信贷增速放缓的主因。企业端，中长期贷款同比多增2290亿元，预计基建、制造业中长期贷款等较快增长，也存在直达实体货币政策工具带动，票据与短贷减少或反映政策收紧情况下，商业银行压缩对短期融资的支持。居民端，当月信贷创今年单月最大同比增幅，短期与中长期同比均明显增长，或显示居民消费活动加快修复，楼市火热大幅拉动个人按揭贷款增长。

低基数支撑社融增速反弹

7月社会融资规模1.69万亿元，同比多增4068亿元，社融增速12.9%，较6月走高0.1个百分点。其中政府债券融资5459亿元，7月一般国债和地方债为特别国债发行让路，总发行量环比减少较多。非标融资2649亿元，主要与监管政策的约束有关，但同比少减3576亿，主因去年同期基数较低。企业债券融资2383亿，同比少增561亿，7月初债券市场调整剧烈，导致诸多信用债取消发行。企业股票融资1215亿，创2017年11月以来单月最大规模，与7月份股市上涨较快，IPO发行较多有关。

股市火热引发存款搬家，财政资金投放加快

7月M2同比10.7%，较6月走低0.4个百分点；M1同比6.9%，较6月回升0.4个百分点。央行维持流动性中性，叠加银行储备项目不足、严查违规信贷等，货币派生速度放缓。而M1走高、剪刀差收窄主要系楼市销售火热带动，也反映实体流动性改善，有助于经济保持修复态势。存款结构看，一是资金从居民与企业流向非银部门，或系股市上涨导致的存款搬家现象。二是财政资金投放加快，特别国债大量发行而财政存款同比少增3219亿元，反映在直达市县创新机制下，政府债券资金下放的效率提高。

市场启示

政策取向调整，信用扩张的诉求大幅放缓。银行上半年项目释放较为充分，下半年储备项目也在减少，MPA等约束增加。昨日债市走强，其中7月份信贷数据可能低于市场预期是原因之一。货币政策常态回归、中性取向溢于言表，制约利率下行空间，好在市场或已充分反映和定价。而信贷扩张速度放缓缓解长端利率上行压力。我们建议久期策略继续防守反击，十年期国债向下难以突破2.8%，向上3.0-3.2%有配置和交易机会。7月居民存款向股市搬家现象明显，但8月份未必持续，加上信用扩张速度放缓，股市资金驱动力度有所弱化。

风险提示：经济回暖超预期、中美冲突超预期。

事件

央行公布 2020 年 7 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 9927 亿元，市场预期 11800 亿元，前值 18100 亿元。
 - (2) 社会融资规模 16900 亿元，市场预期 18600 亿元，前值 34342 亿元。
 - (3) M2 同比 10.7%，市场预期 11.2%，前值 11.1%；M1 同比 6.9%，前值 6.5%。
- (市场预期为 Wind 一致预期)

点评

政策基调变化，信贷增长随之放缓，中长期贷款延续高增

7 月为信贷的传统淡季，7 月新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿，且低于市场预期的 11800 亿元。早在 6 月金融数据发布会上监管层就曾释放信用扩张放缓的信号，近期二季度货币政策执行报告及易纲行长最新讲话也都将信贷和社融增速修改为“合理增长”，随着疫情和经济的好转，信用扩张的诉求大幅放缓。

政策基调变化可能是信贷增速放缓的主因。从企业端来看，7 月新增中长期贷款延续高增，7 月规模达到 5968 亿元，同比大幅多增 2290 亿元，显示基建配套贷款、制造业中长期贷款等增长仍较快，同时 7 月份直达实体新贷工具落地，对中长期贷款也起到拉动作用。而 7 月份企业票据融资和短期贷款则减少较多，反映信贷政策收紧的情况下，商业银行主动压缩对企业短期贷款和票据融资的支持，这从 7 月份票交所票据承兑和贴现数据大幅萎缩也是相符合的。

居民端，7 月新增贷款继续修复，创年初以来单月最大同比增幅。其中短期贷款、中长期贷款分别新增 1510 和 6067 亿元，同比分别多增 815 和 1650 亿元。一方面，居民消费活动继续修复；另一方面，虽然监管严查信贷资金流向，但 7 月份房地产销售反弹明显，部分地区再次出现房地产市场火爆的现象，拉动居民房贷增长，也可能存在少量消费贷进入楼市的情况。

低基数支撑社融增速反弹

新口径下 7 月社会融资规模达到 16900 亿元，略低于市场预期的 18600 亿。但 7 月社融增速达到 12.9%，较 6 月继续反弹 0.1 个百分点，剔除政府债券之后，7 月社融增速也反弹了 0.2 个百分点，主因去年社融基数较低。

分项来看，7 月政府债券融资 5459 亿，同比少增 968 亿，环比也有大幅减少，主因 7 月份一般国债和地方债为特别国债发行让路，虽然 7 月发行了 7100 亿特别国债，但政府债券总发行环比减少较多。

7 月非标融资-2649 亿，同比少减 3576 亿，主因去年 7 月基数较低。7 月非标融资负增长主要与监管政策的约束有关：首先，5 月份信托监管新规落地，对信托资金募集、信托贷款发放的影响显现，6 月份信托贷款已有明显下降，7 月降幅进一步扩大。其次，表外票据融资仍受到结构性存款监管等影响，同时也有季节性下降压力。不过 7 月份委托贷款-152 亿，同比大幅多增 835 亿，环比也有明显增长，部分非标融资需求可能由信托贷款转向委托贷款形式。

其他分项中 7 月份企业债券融资 2383 亿，同比少增 561 亿，7 月初债券市场调整剧烈，导致诸多信用债取消发行。1-7 月份企业债券融资规模达到 3.57 万亿，同比多增 1.7 万亿，预计可实现信用债券融资全年同比多增 1 万亿的目标。此外，企业股票融资 1215 亿，创 17 年 11 月以来单月最大规模，同比大幅多增 622 亿，这与 7 月份股市上涨较快，IPO 发行较多有关。

股市火热引发存款搬家，财政资金投放加快

7 月 M2 同比 10.7%，走低 0.4 个百分点；M1 同比 6.9%，回升 0.4 个百分点，M2 与 M1 剪刀差大幅收窄 1 个百分点。M2 走低主因为信贷扩张的诉求下降，央行维持流动性在偏中性的状态，叠加银行自身储备项目不足、严查违规信贷等因素，货币派生速度放缓。而 M1 走高、剪刀差收窄主要系楼市销售火热带动，从高频商品房销售与居民中长期贷款中有所体现，地产调控收紧的影响或滞后显现。同时也反映实体流动性改善，有助于经济保持修复态势。

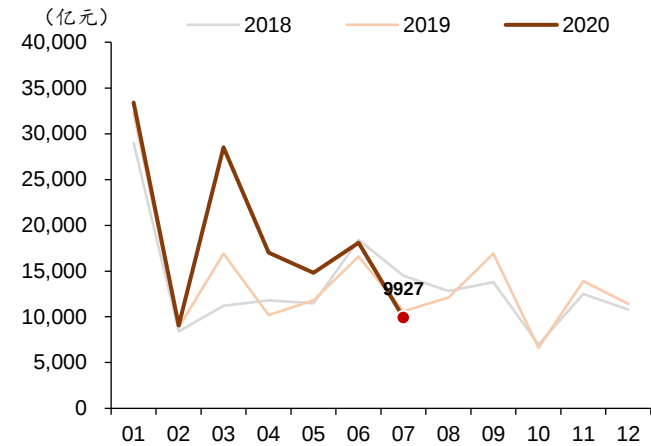
7 月新增存款 803 亿元，同比少增 5617 亿元。结构数据显示（1）7 月份资金从居民与企业流向非银部门，或系股市上涨导致的存款搬家现象。其中居民和企业存款分别减少 7195 亿元、1.55 万亿元，同比分别多减 6163 亿元、1600 亿元，而非银存款大幅增加 1.8 万亿元，同比多增 4600 亿元。（2）财政资金投放加快，7 月特别国债大量发行而财政存款同比少增 3219 亿元，反映在直达市县的创新机制下，政府债券资金下放的效率提高。

市场启示

政策取向调整，信用扩张的诉求大幅放缓。银行上半年项目释放较为充分，下半年储备项目也在减少，MPA 等约束增加。昨日债市走强，其中 7 月份信贷数据可能低于市场预期是原因之一。货币政策常态回归、中性取向溢于言表，制约利率下行空间，好在市场或已充分反映和定价。而信贷扩张速度放缓缓解长端利率上行压力。我们建议久期策略继续防守反击，十年期国债向下难以突破 2.8%，向上 3.0-3.2% 有配置和交易机会。7 月居民存款向股市搬家现象明显，但 8 月份未必持续，加上信用扩张速度放缓，股市资金驱动力度有所弱化。

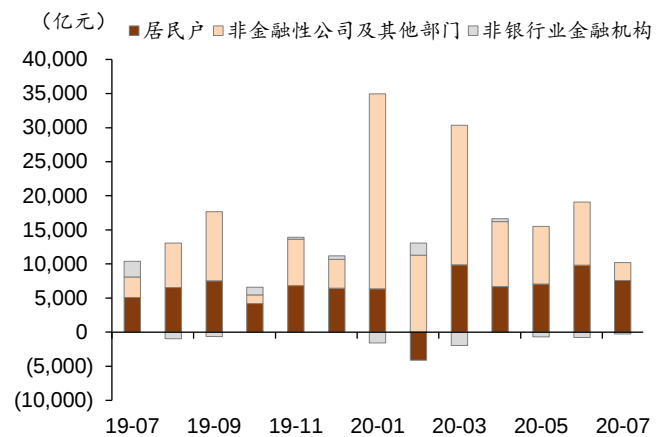
信贷

图表1：新增人民币贷款



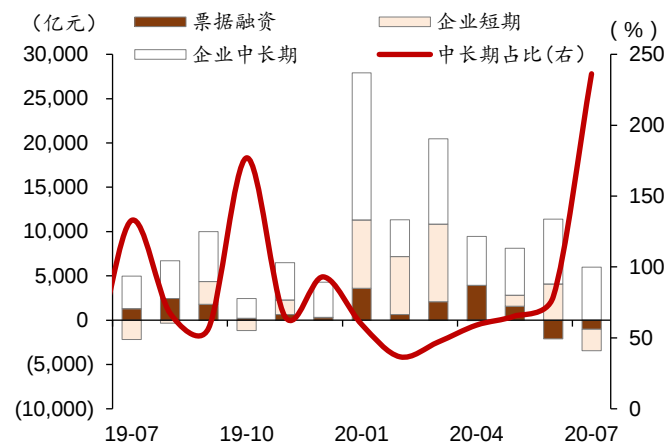
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



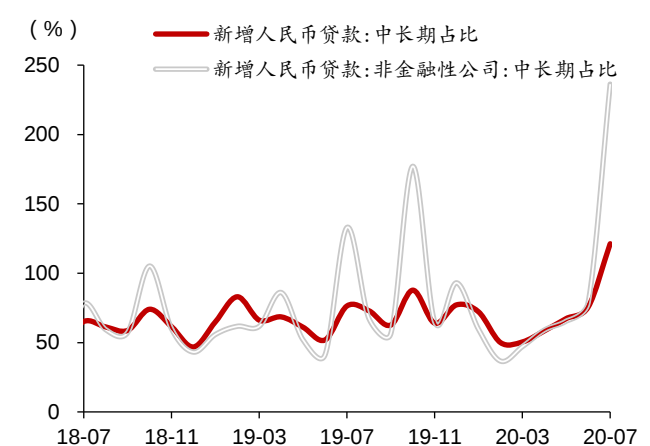
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

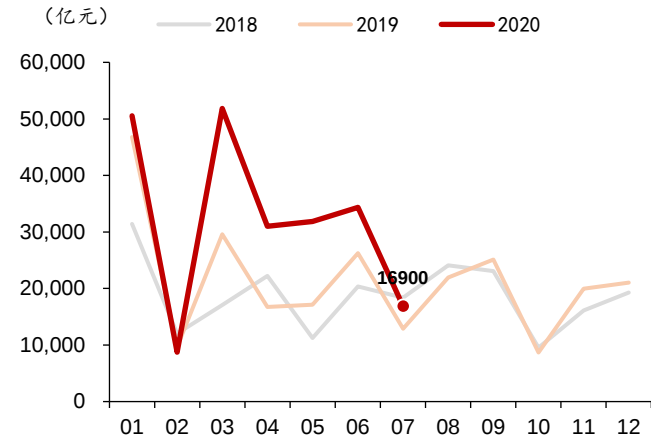
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

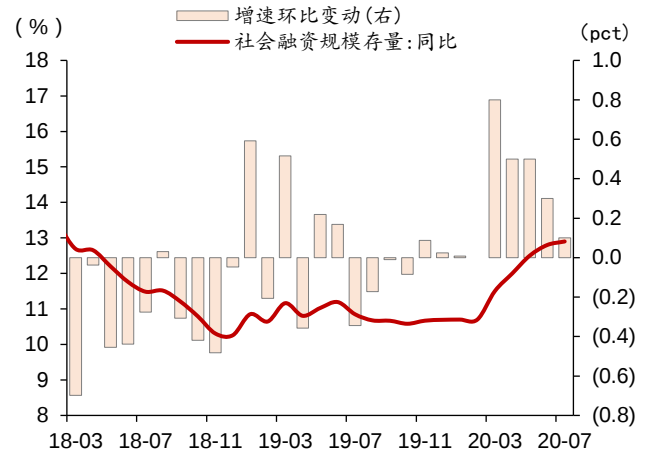
社融

图表5： 新增社会融资规模



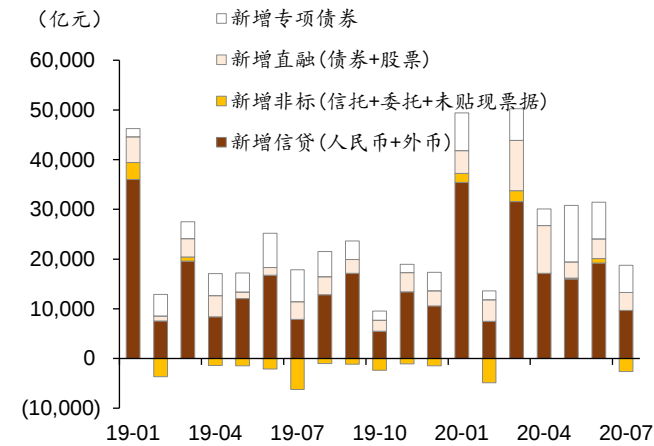
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



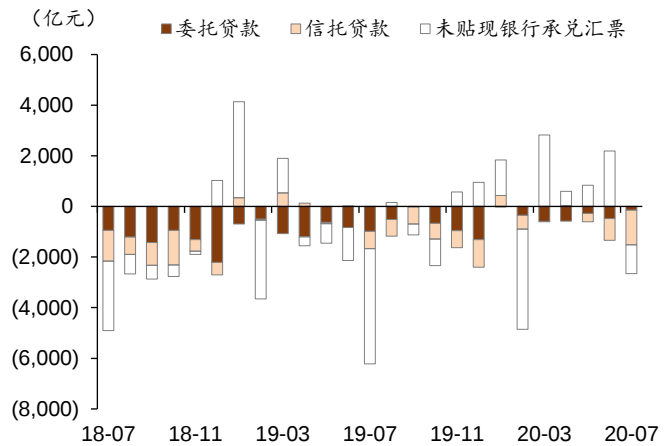
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



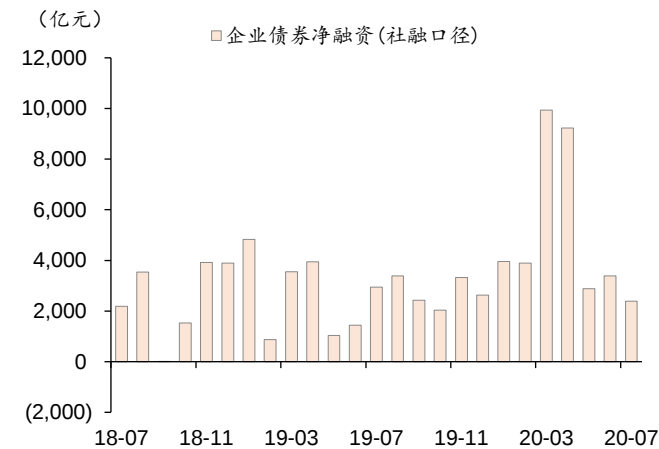
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



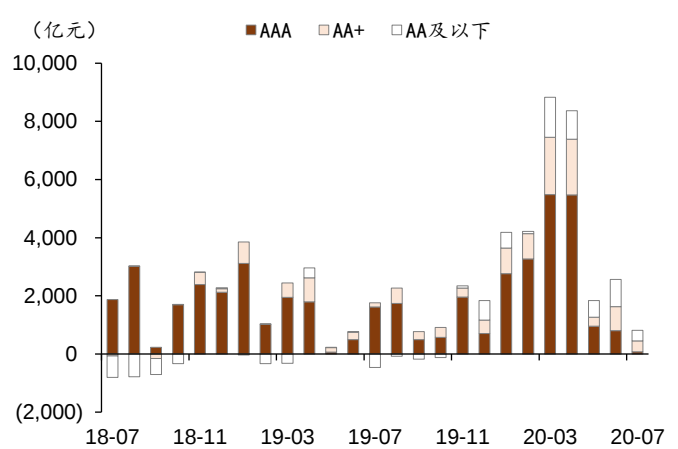
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 企业债净融资额（社融口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

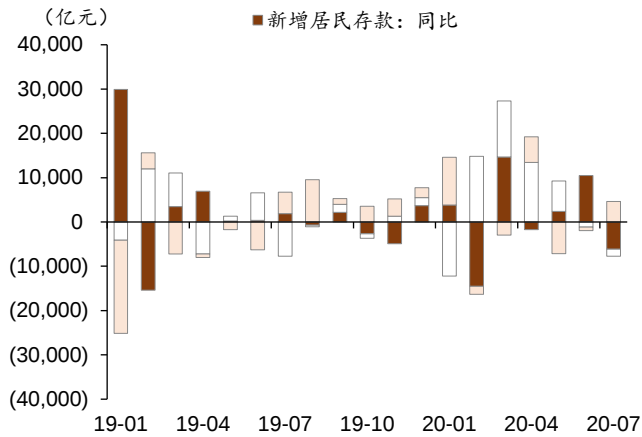
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

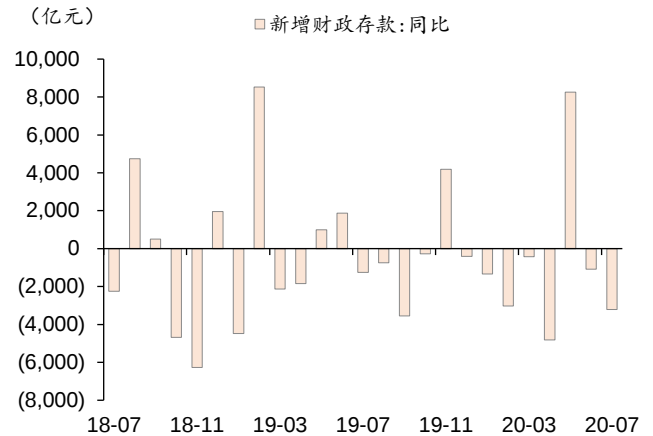
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



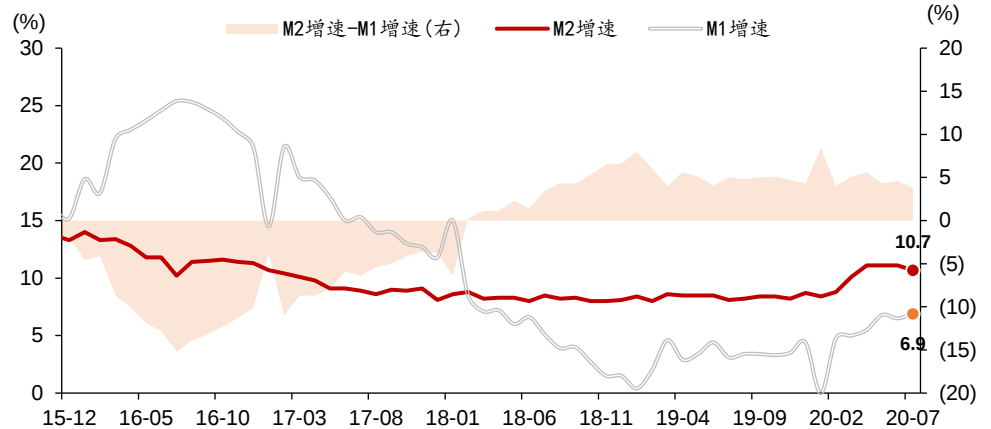
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款当月同比值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2 与 M1 剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、经济回暖超预期：**若经济超预期修复将使得货币政策缺少进一步宽松的必要性，甚至出于对金融风险等中长期因素考虑而逐步收紧。
- 2、中美冲突超预期：**若中美冲突超预期演化，对国内微观主体信心造成较大打击，可能

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_3250
