中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|资产配置专题报告

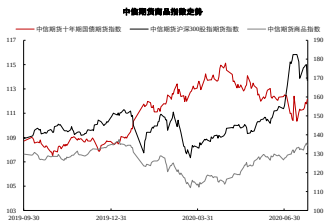
2020-08-11

7 月社融规模腰斩，但结构并不悲观

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

7 月社融规模总量回落，既有季节性影响，也反映经济增速斜率放缓，货币政策尽管大方向上将回归中性，但不会快速转向。而 M1 继续上升和企业中长期贷款相对平稳意味着企业投资活力逐步恢复，预计 8 月基建将带动中长期贷款进一步上升。



金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

摘要：

7 月社融规模为 1.69 万亿元，规模较 6 月减半，既存季节性扰动，也反映经济修复斜率较二季度放缓。新增人民币贷款环比减少主要是短期贷款收缩，中长期贷款相对稳定，企业长期投资需求维持高位，经济向上势头不变。

7 月 M2 同比 10.7%，小幅下滑，但仍在两位数高位，宏观杠杆率将逐渐回归；M1 同比继续增长，预计随着企业投资活跃度上升，下半年 M1 将持续上升。

社融结构上看，7 月环比增幅最大的部分是非金融企业境内股票融资，环比跌幅最大的部分是新增外币贷款和新增信托贷款。股票融资与 7 月股市行情关联，进口需求疲弱影响外币贷款，非标融资则在资管新规背景下持续压缩。

此外，7 月地方政府专项债融资规模为 5459 亿元，小幅低于 6 月和去年同期。8 月地方债发行规模高峰保障项目资金，降水影响褪去，虽有高温，但预计基建开工景气度逐渐回升，并将反映至基建增速正增长。

最后，社融数据走弱将改变权益市场风格，同时利好债市，但预计影响有限。社会融资需求放缓和 M2 回落预示着经济增速斜率放缓和宽松流动性环境的转折，而 M1 继续上升和企业中长期贷款相对平稳意味着企业投资活力逐步恢复，受益于经济增长的顺周期和低估值板块或将得到支撑。权益市场近期震荡调整，上半年资金抱团的局面或将改变，建议均衡布局。

对债市而言，社会需求放缓，尤其中小企业仍较为困难，意味着货币政策尽管大方向上将回归中性，但不会快速转向。前期收益率逐渐靠近震荡区间上边界之后，做多安全边际再度提升。本周将密集公布 7 月主要经济数据，此后进入数据短暂空窗期，或有利债市反弹。不过经济趋势向上，利率下行空间有限，所以整体维持震荡观点。

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；政策收紧。

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

7 月社融规模较 6 月减半，既存季节性扰动，也反映经济修复斜率较二季度放缓。7 月社会融资规模为 1.69 万亿元，其中新增人民币贷款 1.02 万亿元，社融规模存量同比增长 12.9%，高于上月存量增速 0.1 个百分点。7 月社融规模大幅低于 6 月的 3.43 万亿元，仅次于今年 2 月的 8737 亿元。融资需求出现回落，既有季节性影响，每年 7 月的社融规模都处于全年的相对低位，也反映下半年经济修复的斜率将放缓，尽管经济维持向上修复，但不可一蹴而就。

新增人民币贷款环比减少主要是短期贷款收缩，中长期贷款相对稳定，企业长期投资需求维持高位，经济向上势头不变。7 月短期贷款及票据融资为-1932 亿元，环比减少 7279 亿元，是去年 10 月以来首次跌为负值。居民的短期贷款为 1510 亿元，企业的短期贷款为-2421 亿元。短期贷款减少或与结构性存款变化有关，资金套利受到打压，影响短期需求。7 月中长期贷款为 1.2 万亿元，居民户中长期贷款 6067 亿元与上月基本持平，“房住不炒”环境中住房贷款需求整体稳定。企业中长期贷款 5968 亿元，环比小幅回落，但仍是疫情后较高数值，且同比大增 62%。企业中长期贷款保持高位，将带动下半年较高投资增速。

M2 同比小幅下滑，宏观杠杆率将逐渐回归；M1 同比继续增长，预计随着企业投资活跃度上升，下半年 M1 将持续上升。7 月 M2 同比 10.7%，仍在两位数高位，但是低于此前 3 个月保持不变的 11.1%。M1 同比增长 6.9%，较 6 月继续上涨 0.4%，维持上半年上升的趋势。

社融结构上看，7 月环比增幅最大的部分是非金融企业境内股票融资，环比跌幅最大的部分是新增外币贷款和新增信托贷款。7 月非金融企业境内股票融资为 1215 亿元，较上月大涨 677 亿元，这与 7 月股市行情关联较大。新增外币贷款今年 3 月以来持续走弱，7 月由正转负，为-524 亿元。贸易进口韧性不及出口端，外币需求短期承压。此外，7 月非标融资继续走弱，新增信托贷款减少 1367 亿元。资管新规背景下，非标融资规模持续压缩。也一定程度反映中小企业融资环境有待改善，货币政策下半年还将维持结构性特征，政策环境难以快速转向。

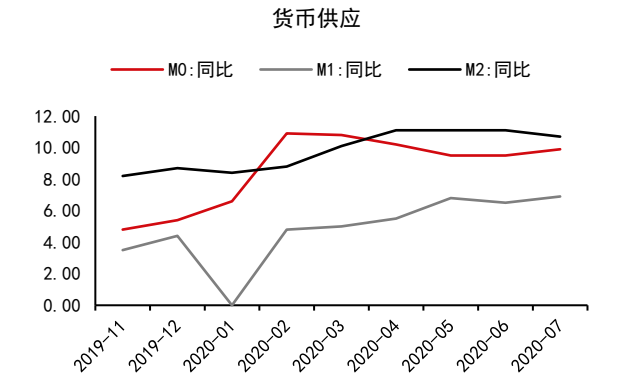
此外，7 月地方政府专项债融资规模为 5459 亿元，小幅低于 6 月和去年同期。7 月新增专项债发行规模放缓，同时今年 6-7 月南方降雨超往年同期，均对基建施工造成阻碍。未来 3 个月，约有 1.48 万亿新增专项债需要在 10 月底之前发行完毕，基建资金来源将得到保障。**8 月降水影响褪去，虽有高温，但预计基建开工景气度逐渐回升，并将反映至基建增速正增长。**

最后，社融数据走弱将改变权益市场风格，短期利好债市，但预计影响有限。

社会融资需求放缓和 M2 回落预示着经济增速斜率放缓和宽松流动性环境的转折，对前期主要受到流动性和预期推升的成长类高估值股票意味着短期逻辑松动。而 M1 继续上升和企业中长期贷款相对平稳意味着企业投资活力逐步恢复，受益于经济增长的顺周期和低估值板块或将得到支撑。权益市场近期震荡调整，上半年资金抱团的局面或将改变，建议均衡布局。

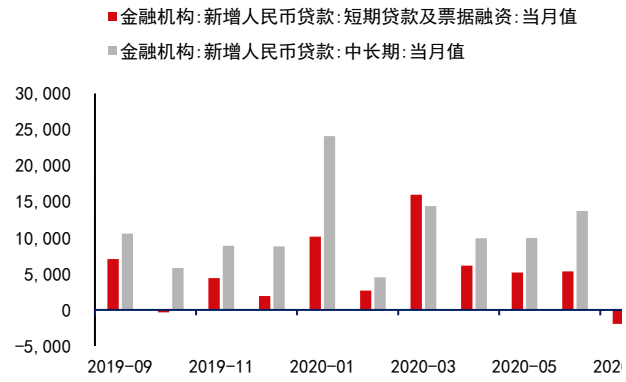
对债市而言，社会需求放缓，尤其中小企业仍较为困难，意味着货币政策环境将保持稳定，尽管大方向上将回归中性，但不会快速转向。前期收益率逐渐靠近震荡区间上边界之后，做多安全边际再度提升。本周将密集公布 7 月主要经济数据，此后进入数据短暂空窗期，或有利债市反弹。不过经济趋势向上，利率下行空间有限，所以整体维持震荡观点。

图1： M1 增速继续上涨，M2 增速回落 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图2： 短期贷款下跌，中长期贷款相对稳定 单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com