

社融见顶 秋意浓浓

观点概述

截止 8 月底消费增速已转正，工业生产基本恢复去年底的水平，8 月工业增加值增速达到 5.6%，回到正常水平。

8 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，延续稳定增长态势。从 1-8 月看，累计利润同比下降 4.4%，降幅比 1-7 月份收窄 3.7 个百分点。8 月末，规模以上工业企业产成品存货 4.55 万亿元，增长 7.9%，较上月增长 0.5 个百分点，结束连续 5 个月的去库状态，结合工业产能利用率回升的态势看，工业企业有望进入主动补库周期。

两会前主要以货币政策发力为主，两会后以财政政策发力为主，到四季度则是卸力为主。宏观杠杆率连续两个季度大幅上升后，在稳增长与防风险的平衡中，防风险逐渐占据主导。前 8 月新增社融达 26 万亿，剩余 4 月月均仅万亿，即基本确定 8 月社融增速为年内高点。

进入主动补库周期的实体尚能维持数月，不过随着财政融资的褪去，社融大概率见顶回落，打压经济复苏进程。

对于权益市场来说，补库周期中的企业会给予股价正向驱动，但监管政策往往与货币财政刺激一致，共同打压市场偏好，建议转入防御为主，或买 IH 抛 IC 进行对冲。

对于利率来讲，社融增速对国债收益率往往具有一定领先性，随着供给压力的下降，未来国债价格重心趋于上行。

商品估值分化，驱动上，经济复苏和政策常态化，也让商品整体失去共性，比较明确的是处于高景气度的地产在双循环框架下会处于高压状态，而估值较高的金属等还由于受到自身供应的问题短期也难以改变现有格局。

风险因素

- 1、疫情失控，全球大流行；
- 2、原油超预期上行。

研究员：程赵宏

邮箱 chengzh@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85237429

从业资格号：F0268663

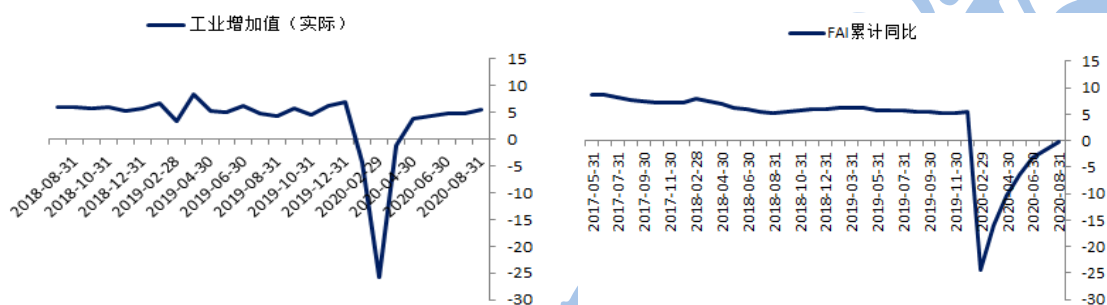
投资咨询资格号：Z0002593

一、中国经济持续复苏

两会后，中国经济恢复速度加快，截止 8 月底消费增速已转正，工业生产基本恢复去年底的水平，8 月工业增加值增速达到 5.6%，回到正常水平。固定资产投资自年初以来累计增速逐月回升，接近转正，其中，地产投资表现强劲，不仅累计增速保持连续上升态势，而且已连续 3 个月保持正增长，单月增速也连续 2 个月维持 11% 的高增速水平。在财政货币政策的共同呵护下，制造业投资和基建投资均保持上升势头，基建投资累计增速也接近转正，制造业受疫情影响较大，回升速度偏慢，不过近几个月的财新 PMI 显示景气度回升正在加速。

图 1：中国工业增加值

图 2：中国固定资产投资

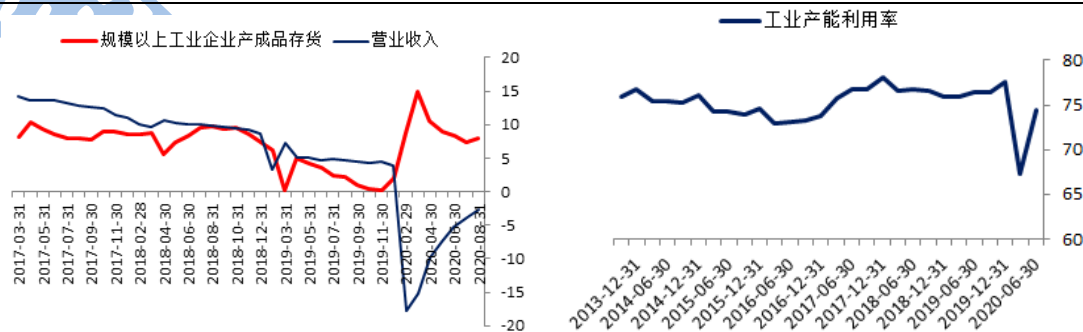


资料来源：Wind 国海良时期货研究所

企业经营看，8 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，延续稳定增长态势。从 1-8 月看，累计利润同比下降 4.4%，降幅比 1-7 月份收窄 3.7 个百分点，工业企业利润稳定增长。一揽子减税降费等纾困惠企政策持续发力显效，8 月份，规上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.47 元；规上工业企业营业收入利润率同比提高 0.8 个百分点，已连续 4 个月同比提高。8 月份，装备制造业利润同比增长 23.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 8.1 个百分点。1—8 月份，采矿业实现利润总额 2336.0 亿元，同比下降 38.1%；制造业实现利润总额 31415.5 亿元，下降 1.0%。其中，8 月通用设备制造业利润同比增长 37.0%，电气机械和器材制造业增长 13.3%，增速分别比 7 月份加快 11.0 和 5.2 个百分点。8 月末，规模以上工业企业产成品存货 4.55 万亿元，增长 7.9%，较上月增长 0.5 个百分点，结束连续 5 个月的去库状态，结合工业产能利用率回升的态势看，工业企业有望进入主动补库周期。

图 3：工业企业进入主动补库

图 4：产能利用率



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

二、政策减力 信用扩张受限

经济逐步恢复的同时，随着疫情的稳定，政策常态化也在酝酿。由于财政预算需要全国人大审批，所以刺激政策的演化也基本以两会为分界线。两会前主要以货币政策发力为主，两会后以财政政策发力为主，到四季度则是卸力为主。

（一）刺激政策的切换伴随利率升降

疫情尚未发酵的 1 月底，虽然货币政策仍相对宽松，但稳健中性，可认为是常态，DR007 处于 2.5% 的利率走廊区间下轨附近。随着疫情在 2、3 月发酵，货币政策不断加力，期间经历过两次降准（包括定向），三次下调 1 年期 LPR，两次下调 7 天期逆回购利率，一次下调超额存款准备金率等，致使 DR007 重心不断下移，最低探至 1.1%。而彼时的财政政策仍在酝酿种，直至 5 月两会结束，财政才开始发力，货币政策就此“隐居”。5 月全国发行地方政府债券 13024 亿元，接近历史最高水平，也是年内最高水平，6、7 月万亿抗疫特别国债发行完毕，8 月地方债再次放量至 11997 亿的年内次高水平。

刺激政策的切换直接推高市场资金成本，随着经济的加快恢复，DR007 一路上升至 2.4% 的疫情水平，10 年期国债利率也有最低 2.5% 上升至 3.1%，也基本将疫情期间的 60BP 降幅全部收回。

图 5：资金利率 DR007 月以来持续上升

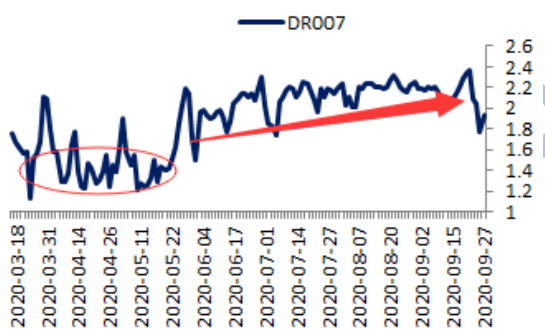
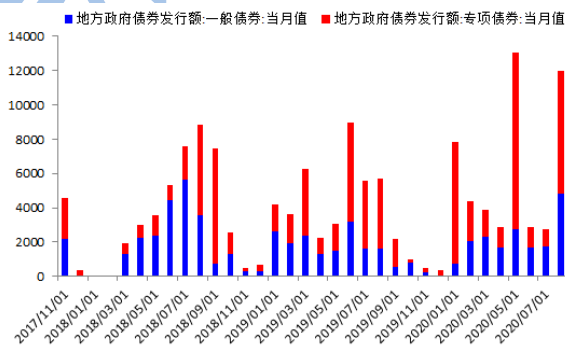


图 6：地方债发行额



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

（二）四季度信用扩张受限

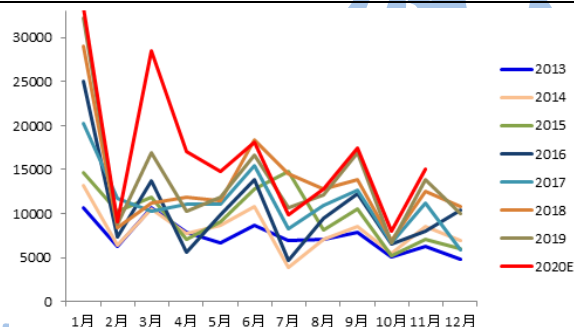
宏观杠杆率连续两个季度大幅上升后，在稳增长与防风险的平衡中，防风险逐渐占据主导，确保全年主要目标任务完成下更多考虑政策储备以应对当今世界“百年未有之大变局”。在 6 月举办的陆家嘴论坛上，易纲行长对 2020 年全年信贷总量进行了展望：预计全年信贷将增长 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。对应的新增信贷、社融增速分别为 13%、12%。从前 8 个月的信贷、社融数据来看，年内剩余 4 个月的信贷总额不超 6 万亿，月均额度不到 1.5 万亿。前 8 月新增社融达 26 万亿，剩余 4 月月均仅万亿，即基本确定 8 月社融增速为年内高点。

8 月财政融资对社融增速产生了很大的拉动，4 季度财政融资增速大概率下降。8 月社融增量为 35800 亿元，同比多增 13900 亿元，社融同比增速 13.3%，其中对实体人民币贷款贡献了 1156 亿元同比增量，而政府债券则贡献了 8729 亿元同比增量。实际上自 2019 年以来财政融资就是社融增长重要的组成部分：政府债券项对社融同比变化的拉动基本维持在 20%以上，通常可以贡献超过 2.5%的同比增速。新增的主力——专项债已发行近 80%，按照 10 月底发行完毕的计划，预计 9、10 月发行额度约 5000 亿、4000 亿，对社融的拉动会逐步减弱。

图 7：中国社融增速（预测）



图 8：中国新增信贷（预测）



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

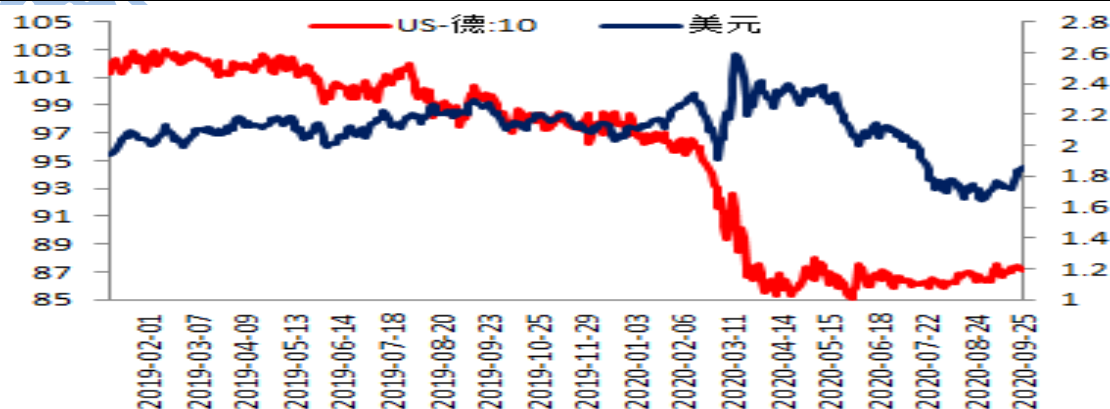
三、美国大选前政策陷入拉锯

美国大选进入倒计时，随着疫情缓慢好转，经济数据修复，美联储闪烁其词，强调财政政策的重要性。美国两党对于新的财政刺激计划交锋数回合，众议院议长南希·佩洛西表示，民主党将在不久后公布新的“提案”，与财政部长史蒂文·姆努钦大选前仍有就刺激计划达成协议的机会。

欧洲方面，由于新冠疫情的冲击，欧元区第二季度 GDP 下跌了 11.8%。此前市场预计 2020 年下半年欧元区经济能够复苏，但随着目前新冠疫情卷土重来，复苏进程受阻。

疫情改变欧元强势格局，美国新的刺激计划遭搁浅，美股回落，美元开始走强，大选前这种局面或将维持。

图 9：美德利差与美元



四、总结

通过对今年以来疫情下的经济政策分析，我们认为，财政接力货币政策后，四季度防风险占据主导，信用扩张受限。进入主动补库周期的实体尚能维持数月，不过随着财政融资的褪去，社融大概率见顶回落，打压经济复苏进程。

对于权益市场来说，补库周期中的企业会给予股价正向驱动，但监管政策往往与货币财政刺激一致，共同打压市场偏好，转入防御为主，或买 IH 抛 IC 进行对冲。

对于利率来讲，社融增速对国债收益率往往具有一定领先性，随着供给压力的下降，未来国债价格重心趋于上行。

商品估值分化，驱动上，经济复苏和政策常态化，也让商品整体失去共性，比较明确的是处于高景气度的地产在双循环框架下会处于高压状态，而估值较高的金属等还由于受到自身供应的问题短期也难以改变现有格局。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。