

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ [shilingling@evergrande.com](mailto:shilingling@evergrande.com)

研究助理：王孟嫫

✉ [wangmengmo@evergrande.com](mailto:wangmengmo@evergrande.com)

**事件：**中国8月社会融资规模增量为35800亿元，预期26630.2亿元，前值16900亿元。中国8月M2同比增长10.4%，预期10.8%，前值10.7%。中国8月份人民币贷款增加1.28万亿元，同比多增694亿元。

## 1、8月金融数据和货币政策呈八大新特点及趋势：

1) 2020年货币政策宽松并未引起通胀上行，核心CPI持续低迷，主因是疫情后就业低迷、消费需求恢复缓慢、货币流通速度下降、外需不振。基建尤其新基建、资产市场吸纳了剩余流动性，2020年稳增长主要是地方政府加杠杆，居民和企业杠杆相对稳定。

2) 美联储三轮宽松周期，通胀始终保持低位，股价率先大涨，房价随后上涨。货币政策传导效率降低、需求低迷、股市房市吸收过剩流动性是主要原因。

3) 自5月以来，随着经济逐步恢复，货币政策从总量超宽松转入结构性宽松和结构性收紧，跨周期调节兼顾稳增长与防风险。

4) 总量层面，8月存量社融增速13.3%再创新高。结构层面，政府债券融资创历史新高、信贷平稳多增，为社融主力。信贷方面，居民和企业中长期贷款仍是主要支撑，居民购房需求不减、基建和房地产投资依然较强，票据延续6月以来的压降态势。

5) M2增速环比回落0.3个百分点，宽货币宽信用力度放缓、财政存款明显多增构成拖累。M1增速环比提升1.1个百分点，实体经济活跃度进一步上升。

6) 流动性层面，8月资金投放力度高于去年同期及今年6-7月水平，但超储率低位叠加政府债放量发行，同业存单利率继续上行，资金面处于紧平衡状态。

7) 展望未来，货币政策保持定力，结构性宽松与结构性收紧并存。CPI同比逐步回落、PPI在需求支撑下震荡回升，CPI回落+PPI回升的组合处于政策合意区间，货币政策将更加关注广义通胀和金融稳定。

8) 双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育。

## 2、货币政策保持定力，从总量超宽松转入结构性宽松和结构性收紧并存。

适度宽松的货币政策和积极的财政政策短期内都不具备退出条件。从政策取向来看，8月下旬，刘国强副行长在国务院政策吹风会上提出三个“不变”，即稳健货币政策的取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。海外疫情形势仍然严峻，特朗普选情告急，中美贸易摩擦升级，适度宽松的货币政策和积极的财政政策短期内都不具备退出条件。从政策操作来看，在金融机构超储率处于低位、政府债券放量发行、同业存单利率继续上行的背景下，8月央行大幅增加公开市场操作资金投放量，8月17日MLF超量续作，8月21日重启14天逆回购，均体现出货币政策加强与财政的协同，熨平资金面波动，呵护资金面平稳运行。

货币政策保持定力，从总量超宽松转向结构性宽松与结构性收紧并存。货币政策继续强调精准滴灌、直达实体。1万亿再贷款再贴现、两个直达实体的创新货币政策工具等结构性货币政策继续发挥作用，MPA考核力度加强，引导资金定向支持制造业、中小微及民营企业。

## 3、2020年上半年超宽松货币政策并未引起通胀明显上行，消费恢复缓慢、货币流通速度下降、外需不振、资产市场分流、地方政府加杠杆发力新基建是主要原因。

为应对疫情冲击，年初货币政策总量超宽松，5月以来经济稳步恢复后转为结构性宽松。M2和社会融资规模存量同比增速重回两位数，分别由2019年末的8.7%和10.7%回升至2020年8月的10.4%和13.3%。

但同时，核心CPI和PPI同比均处低位，货币超宽松为何并未引发通胀？钱去哪儿了？

我们认为主要是五大原因：

**第一，通胀就是过多的货币追逐过少的商品，当前国内消费恢复缓慢、全球经济低迷外需不振，经济供求基本面不支持通胀。**之所以没有引发通胀，就是因为增发的货币没有流向一般消费品。从CPI来看，受制于失业率高位、收入下行、杠杆率高位，居民倾向于保留存款减少消费，体现为居民存款大幅增长、社零数据恢复缓慢，导致核心CPI持续低迷。从PPI来看，外需不振，国际经济仍低迷，原油价格不具备大涨的基础。PPI缓慢上行，主要是地产基建投资拉动上游原材料价格上涨，但是力度不会像2009和2010年那么强。

**第二，货币流通速度下降对冲了货币增发。**经济低迷，消费者和投资者信心不足，社会交易活动减少，货币流通速度下降。费雪交易方程式 $MV=PT$ 的等号左边，虽然货币发行M大幅上升，但是货币流通速度V却显著下降，削弱了货币宽松的效果。

**第三，实体经济不再是货币交易的主体。**货币放水引发通胀其实有一个重要前提假设，那就是数量方程式等号右边中的全社会交易量T主要由新增商品和服务（即GDP）构成，这在费雪那个时代也许大致成立，但如今已不再适用。货币除了用于增量的GDP交易以外，还可用于存量的财富交易，以及资本市场等虚拟经济交易。目前虚拟经济的规模远大于实体经济，若继续沿用旧的分析逻辑，自然会导致误判。

**第四，相较于实体经济，资产市场和债务市场越来越多地吸纳剩余流动性，导致货币宽松却没有引发通胀，而是债务堆积、资产价格上涨和宏观杠杆率上升。**1) 股市、债市、房市、汇市、商品等资产越来越庞大，沉淀的资金越来越多，导致吸纳货币的能力越来越大。应对疫情，超宽松政策下，3月至8月上证综指累计上涨23%，不动产销售回暖。2) 政府和企业债务规模持续上升，既大量派生信用货币，又使得派生出的货币被固化在债务偿还当中。

**第五，资产价格上升加剧贫富差距，抑制消费和通胀，并引发民粹主义。**2008年国际金融危机之后，美联储投放天量货币，美国房价和股价持续大幅上涨，贫富差距拉大，民粹主义兴起，逆全球化涌动，政治极化加剧，“占领华尔街”运动、桑德斯和特朗普等反建制派崛起都是突出表现。社会消费低迷，经济下行，资金继续流向资本市场，形成货币-实体-资产的新循环。

4、国际经验来看，美国历次宽松均未引起通胀明显上行，主因是货币政策传导效率降低、需求低迷、股市房市吸收过剩流动性。

回顾美联储三轮宽松周期，我们发现，危机时期，美联储货币宽松后，股价率先大幅上涨，房价滞后修复，通胀始终保持低位运行。

21世纪以来，美国历次宽松均未引起通胀明显上行，美联储货币政策传导效率降低、需求长期低迷、股市房市吸收过剩流动性等是主因。其一，美联储货币政策传导效率降低。美联储大幅扩表的同时商业银行体系资产负债表相对稳定，并未同步出现大幅扩张。其二，需求长期低迷。近十年来，人口老龄化、工资增速放缓、长期低利率贫富分化加剧等问题日



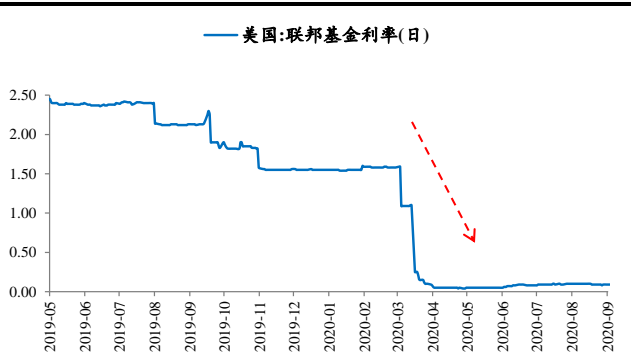
益严峻，总需求增长缓慢，总供给长期大于总需求。其三，股市、房市吸收过剩流动性。美国金融市场成熟，宽松周期中，实体经济疲软，流动性率先进入股市，房市滞后修复，股市房市吸收大量流动性。其四，美国充分利用全球价值链。全球化格局下，规模经济效应和外包等强化了低成本优势与产出能力，抑制了价格水平上涨。其五，通胀目标制货币政策框架的完善有助于稳定通胀预期。

1) 2020年3月至今：股市大涨，房价小幅上行，通胀低位运行。

美国开启新一轮宽松周期应对疫情冲击和经济衰退。1) 3月联邦基准利率降低150BP至零，同时法定存款准备金率降至零，重启QE政策；2) 3月中下旬美联储相继启动CPFF、PMCCF、SMCCF等非常规政策工具，向各部门直接提供流动性。3月4日至9月2日，美联储总资产规模从4.3万亿美元大幅扩张至7.1万亿美元，6个月内扩表2.8万亿美元。

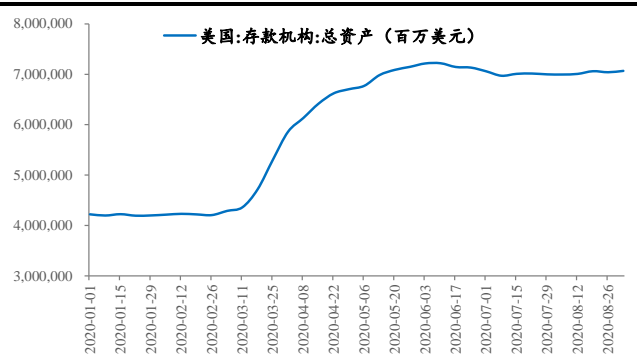
3月至今，美国通胀低位运行，美股大幅上涨，房价小幅上行。通胀来看，疫情冲击下需求低迷，3月至7月，美国物价指数几乎持平，CPI月同比均值仅为0.7%。股价来看，3月美股大幅下跌，4次熔断，但随货币宽松政策加码，美股反弹并大幅回升，3月末至8月末美国标普指数累计涨幅达35%。房价来看，3月至7月，美国新建住房均价小幅上涨4%。

图表：美国联邦基金利率降低至零



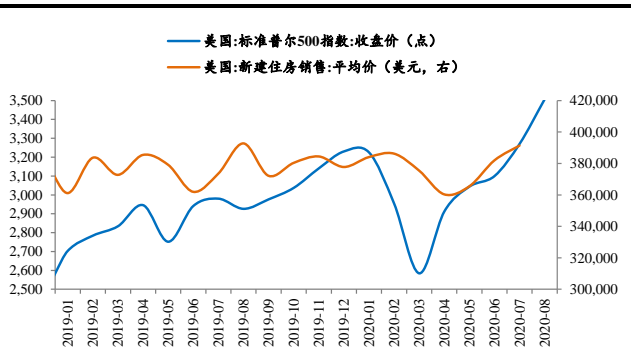
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美联储资产规模快速扩张



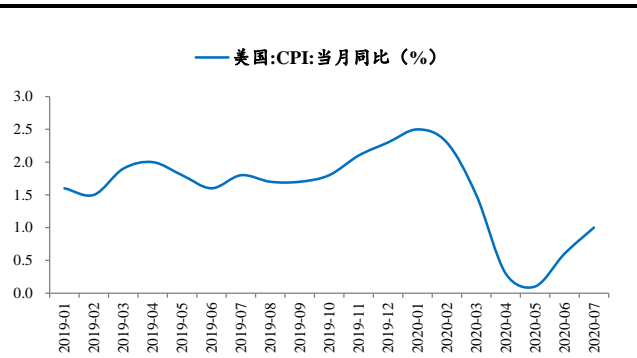
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：资金大量流入资本市场推升股价



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：货币超发未引起通胀大幅抬升



资料来源：Wind，恒大研究院

2) 2007年9月至2015年末：通胀平稳，股价大涨，房市滞后修复。

2007年9月至2015年末，为应对次贷危机，美国货币政策大幅宽松。1) 2007年9月起，联邦基金利率持续下调至0%-0.25%的历史最低水平。2) 美联储利用CPFF等多种非常规工具为市场注入流动性。3) 美联储先后开启三轮QE直至2014年底。2007年9月至2014年末，美联

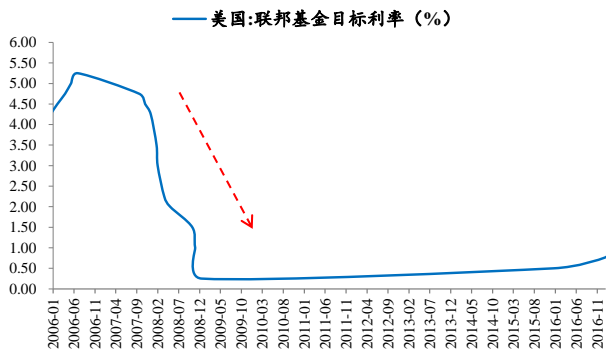




储资产规模从 0.9 万亿美元扩张至 4.6 万亿美元，增幅达 402%，但值得注意的是，同一时期，美国所有商业银行资产总额增幅仅为 43%。

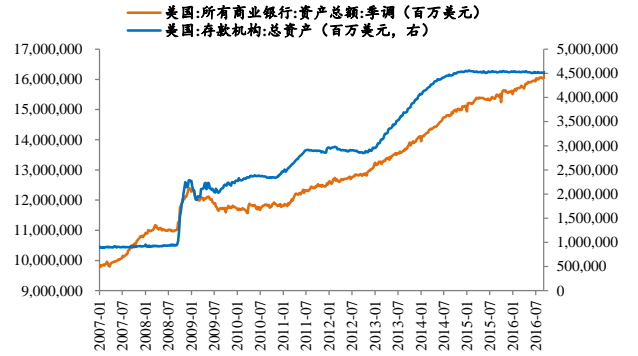
这一轮宽松周期中，资金大量流入资本市场，股市大涨，房价滞后于股市修复，物价保持稳定。通胀来看，2007 年下半年起，布伦特原油价格大幅攀升，带动能源类消费价格大涨，美国 CPI 同比一度攀升至 5.6%，但随着 2009 年油价回落，CPI 稳定在 2% 左右，货币超发未引起通货膨胀。股价来看，摆脱危机低谷期后，股价持续上涨，2009 年初至 2015 年末，标普指数累计涨幅达 119%。房价来看，房价恢复显著慢于股市，2011 年末房价触底反弹，至 2015 年末累计上涨 41%。

图表：美国联邦基金目标利率降至历史最低



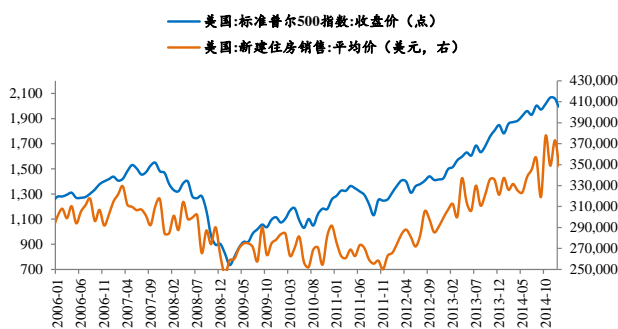
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美联储资产规模快速扩张



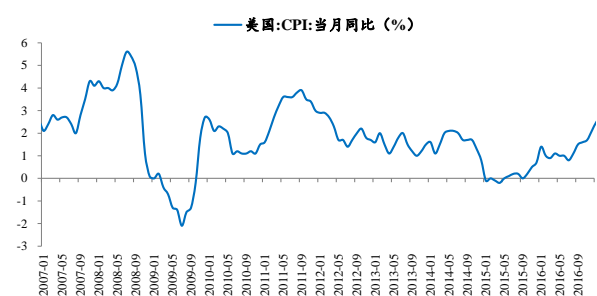
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：股价大涨，房价滞后修复



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：货币超发未引起通胀抬升



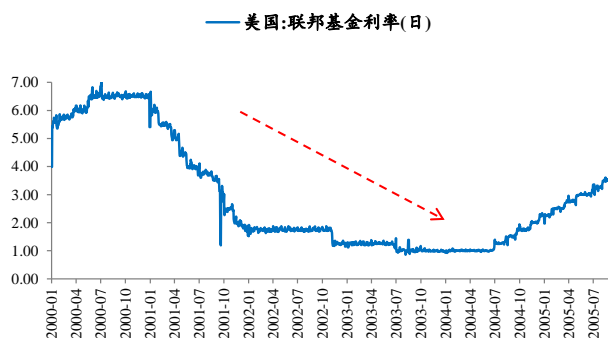
资料来源：Wind，恒大研究院

3) 2001 年 1 月至 2004 年 6 月：通胀平稳，房价大涨，地产泡沫，股市先跌后涨。

2001 年互联网泡沫破灭叠加“911”事件冲击，美国经济陷入衰退，美联储宽松货币政策化解经济下行压力。1) 2001-2003 年美联储连续 13 次降息，联邦基金利率由 2001 年初的 6.5% 下调至 2003 年 6 月的 1%。2) 为提振经济，政府刺激购房，以次贷为首的衍生信用产品扩张失控，2001-2006 年底，抵押贷款发放规模增加 4070 亿美元，达 2.5 万亿美元。

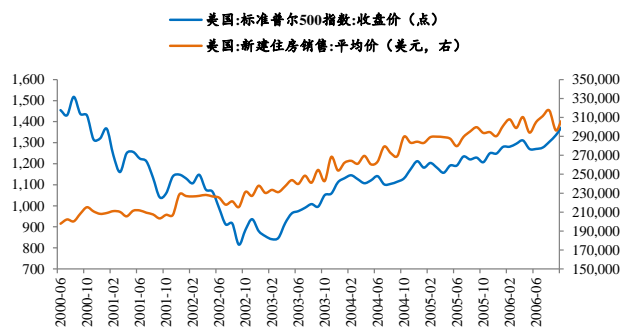
这一轮宽松周期内，房价大涨并催生地产泡沫，股价先跌后涨，通胀稳定。房价来看，流动性过剩、监管放松和金融创新共同催生了地产泡沫，2001 年初至 2006 年末，美国新房销售均价累计上涨 44%。股价来看，货币宽松前期，受经济下行及风险事件冲击，股市持续下跌，2003 年 3 月起触底回升，至 2006 年末，标普指数累计上涨 73%。通胀来看，这一阶段 CPI 月同比增速均值为 2.2%，保持低位运行，总体波动不大。

图表：美联储连续降息



资料来源：Wind，恒大研究院

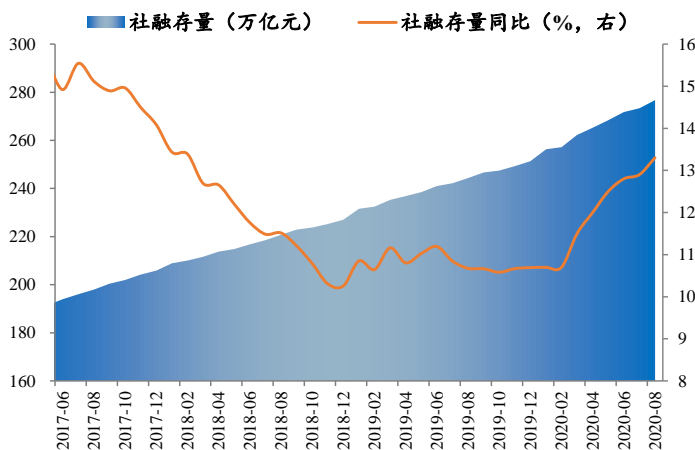
图表：美国房价大涨，催生地产泡沫



资料来源：Wind，恒大研究院

**5、总量层面，8月存量社融增速13.3%再创新高，预计四季度社融增速迎来拐点。**

图表：8月社融增速环比提升0.4个百分点



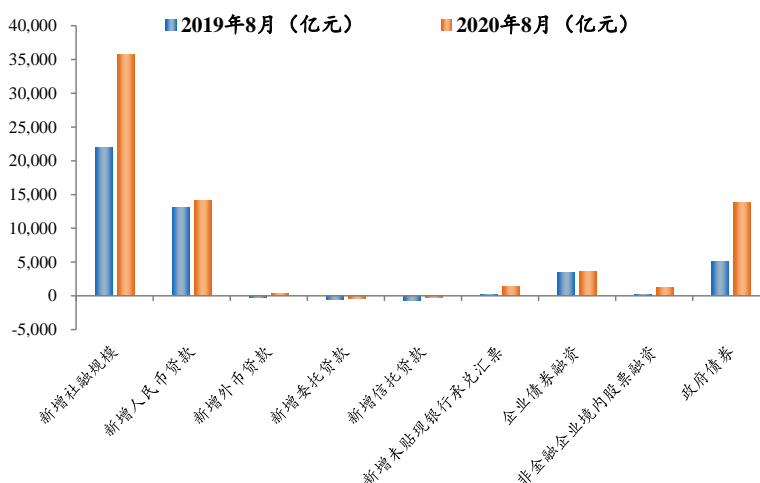
资料来源：Wind，恒大研究院

8月社融增速13.3%，环比提升0.4个百分点，再创新高，为2018年3月以来最高点。8月新增社会融资规模3.58万亿元，同比大幅多增1.39万亿元，同比增速13.3%，环比提升0.4个百分点。供给端，货币政策强调精准导向直达实体，同时加强与财政协同、促进政府债顺利发行。需求端，雨季扰动效应下降，基建投资加码，地产韧性较强，PMI连续6个月位于荣枯线以上，外需改善，PPI及工业企业利润处于上行通道，实体投资及居民消费购房需求继续恢复。

随着经济增长向潜在增速回归，货币政策强调总量适度，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，专项债逐步发行完毕，预计四季度社融增速迎来拐点。

**6、结构层面，政府债券放量发行、人民币贷款延续多增，构成社融主要支撑。**

图表：2020年8月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

其他融资方面，8月政府债券同比大幅多增8729亿元创历史新高。8月新增政府债券融资1.38万亿元，为历史单月最高值，同比大幅多增8729亿元，地方政府专项债及一般国债放量发行。专项债剩余额度约7000亿元将在9、10月发行完毕，一般国债及地方政府一般债券剩余额度超1.5万亿元将在9-12月发行，后续政府债券仍将是社融最主要的支撑项。

表内融资方面，信贷同比延续多增。8月新增人民币贷款1.42万亿元，同比多增1156亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，非标同比多增1725亿元，主要是未贴现银行承兑汇票多增。8月表外融资转正，新增710亿元，同比多增1725亿元。其中，未贴现承兑汇票、信托贷款、委托贷款分别同比多增1284亿元、少减342亿元、少减98亿元。在监管层规范信托融资、打击票据套利背景下，8月表外仍现多增，或印证实体经济需求改善、企业投融资需求回升。但监管整治金融乱象态度明确，叠加四季度信托到期量大，预计四季度非标压降节奏将有所加快，构成社融主要的拖累项。

直接融资方面，股市热度仍存，股票融资创2017年12月以来新高；企业债券融资环比回升、同比基本持平。8月新增企业债券融资3633亿元，同比小幅多增249亿元，环比多增1250亿元。8月资金面紧平衡状态下信用债利率有所上行，但企业抓住当前融资窗口，债券融资环比恢复。8月新增股票融资1282亿元，同比大幅多增1026亿元，创2017年12月以来新高，创业板注册制落地、股市交易热度仍存，继续拉动股票融资。

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\\_2567](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2567)

