

## 金融数据回落，货币宽松结束了吗？

### 恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2020/8/10

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：**7月社会融资规模增量为1.69万亿元，比上年同期多4068亿元。中国7月新增人民币贷款9927亿元，预期11815.9亿元，前值18100亿元。7月M2同比增10.7%，预期11.2%，前值11.1%。

1、7月M2增速从上月的11.1%回落至10.7%，社融数据环比也出现放缓，引发市场关于货币政策宽松是否结束的担忧，金融市场也出现一定调整。

我们认为，随着国内疫情有效控制，经济逐步恢复，实施兼顾稳增长和防风险的跨周期调节，货币政策正从上半年的总量超宽松转向下半年的结构性适度宽松，提高对实体经济的精准直达。

由于海外疫情形势仍严峻，全球经济深度衰退，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。

近年随着供给侧结构性改革、货币政策和金融稳定的双支柱调控框架、国内国际双循环、兼顾稳增长和防风险的跨周期调节等提出和落地，我国公共政策理念日趋成熟完善。

我们建议，应对疫情和经济下行最简单有效的办法是“新基建”，短期有助于扩大有效需求、稳增长、稳就业，长期有助于释放中国经济增长潜力，培育新经济，推动改革创新，改善民生福利。“新基建”从学术讨论走向国家战略，写入2020年政府工作报告，各地正加大力度投资5G、数据中心、人工智能、新能源汽车、充电桩等新型基础设施建设。

近期货币政策和金融数据的主要变化有：

1) 整体趋势来看，货币政策从逆周期调节到跨周期调节，强调精准导向，保持结构性宽松。

2) 总量层面，7月存量社融增速12.9%，环比微升0.1个百分点，宽信用力度边际收敛。

3) 结构层面，人民币贷款、表外票据构成社融主要支撑。居民和企业中长期贷款延续多增，企业投资意愿和居民购房需求继续回暖。

4) M2增速环比回落0.4个百分点，宽信用边际收敛、财政存款环比大幅多增构成拖累。M1增速环比提升0.4个百分点，实体经济活跃度进一步上升。股市火爆，引发存款搬家。

5) 流动性层面，7月资金投放量缩价平，市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

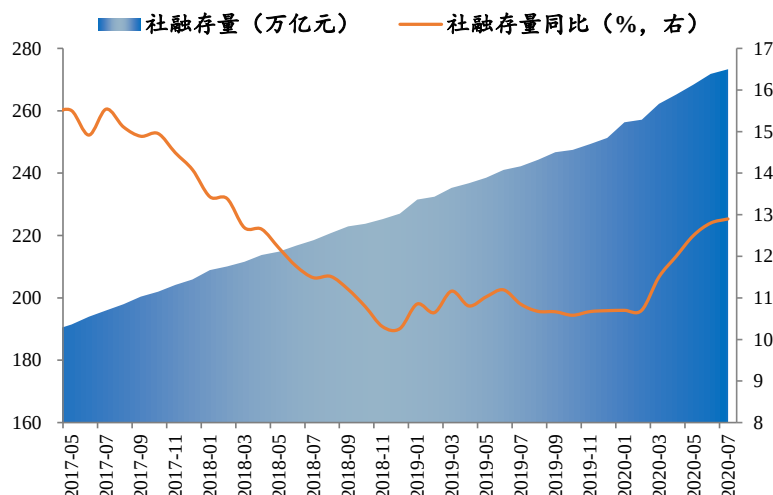
6) 实体融资成本层面，7月末存量社融平均成本较2019年末已降低约60BP。目前短融、公司债发行利率仍低于去年年末，但中票发行利率已高于去年年末水平。

7) 下半年CPI回落+PPI回升的组合处于政策合意区间，股市走牛楼市回暖背景下，货币政策将更加关注包括房价、股价在内的广义通胀和金融稳定。

8) 展望下半年，货币政策兼顾稳增长与防风险，从总量超宽松到结构性适度宽松。坚持总量政策适度、结构性政策精准投放，以继续完善利率传导机制等综合手段推动实体融资成本下行。

2、总量层面，7月存量社融增速12.9%再创新高，但同比多增量明显减少，宽信用力度逐步收敛。

图表：7月社融增速环比微升 0.1 个百分点



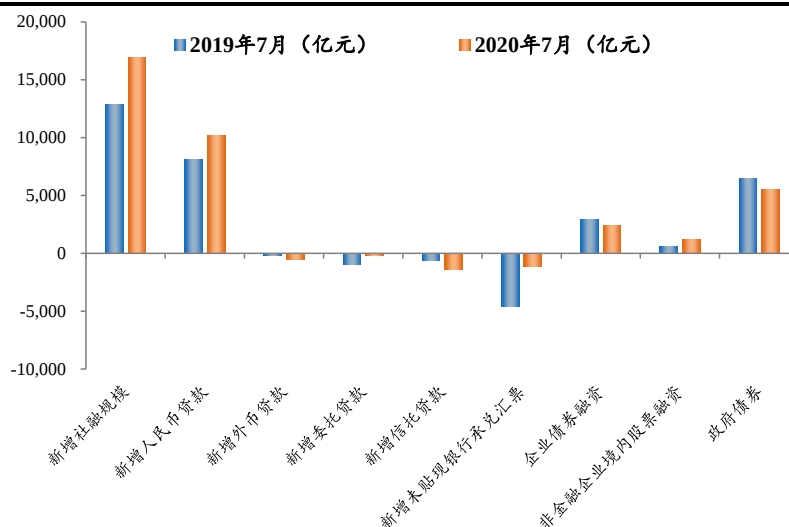
资料来源：Wind，恒大研究院

7月社融增速 12.9%，环比微升 0.1 个百分点，为 2018 年 3 月以来最高点。7月新增社会融资规模 1.69 万亿元，同比多增 4068 亿元，同比增速 12.9%，环比微升 0.1 个百分点。供给端，金融让利实体，银行继续增加信贷投放、债券购买；需求端，PMI 连续 5 个月位于荣枯线以上，7月出口数据继续超预期，工业企业利润处于上行通道、部分城市地产销售回暖，实体企业投资、居民购房及消费需求稳步恢复。

但是，社融同比多增量明显减少。7月社融同比延续多增，但多增量从上半年的月均 1 万亿元回落至 4068 亿元，存量社融增速上升幅度明显放缓。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 4 季度社融、信贷增速将迎来拐点。

3、结构层面，人民币贷款、未贴现银行承兑汇票为社融主要支撑，股市回暖，企业债、政府债拖累社融。

图表：2020 年 7 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

表内融资方面，信贷同比延续多增。7月新增人民币贷款 1.02 万亿元，同比多增 2135 亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，非标环比再次萎缩，但在未贴现银行承兑汇票带动下，同比大幅少减。7月表外融资减少 2649 亿元，环比再度萎缩，但同比大幅少减 3576 亿元，主要是未贴现承兑汇票少减 3432 亿元。信托贷款多减 691 亿元，委托贷款少减 835 亿元。资管新规过渡期延长一年，但监管整治金融乱象态度明确，预计下半年非标压降规模将明显高于上半年，构成社融最主要的拖累项。

直接融资方面，7月股市火爆，股票融资超千亿，为 2017 年 11 月以来首次；债市调整，企业债券融资同比少增 561 亿元。7月新增股票融资 1215 亿元，为 2017 年 11 月以来首次突破千亿元，同比多增 622 亿元，主要受 7 月股市行情向上带动。7月新增企业债券融资 2383 亿元，同比少增 561 亿元。5 月以来债市明显调整，信用债收益率上行至年初水平，叠加严监管打击套利和资金空转，企业债发行量较上半年明显回落。

其他融资方面，7月政府债券同比少增 968 亿元，让位于特别国债。7月新增政府债券融资 5459 亿元，专项债节奏放缓，为抗疫特别国债集中发行腾出空间。但专项债剩余额度约 1.5 万亿元要求在 10 月底前发行完毕，一般国债及地方政府一般债券剩余额度超过 2 万亿元将在下半年发行，后续政府债券仍将是社融最主要的支撑项。

4、对实体部门信贷总量延续多增但增量回落，预计下半年信贷增量趋于收敛。

剔除非银贷款科目后，7月金融机构对实体部门发放的信贷同比多增 2135 亿元。7月金融机构口径新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿元。主要受非银贷款同比大幅少增 2598 亿元扰动。因此，剔除非银贷款科目后，金融机构对居民及企业部门信贷新增 1.0 万亿元，同比多增 2135 亿元。

7月实体部门信贷延续多增，但同比增量较上半年回落。易纲行长提出预计全年新增贷款 20 万亿元，下半年月均新增信贷应在 1.3 万亿元左右，远低于上半年的月均 2 万亿元，信贷平稳增长但同比增量趋于收敛。

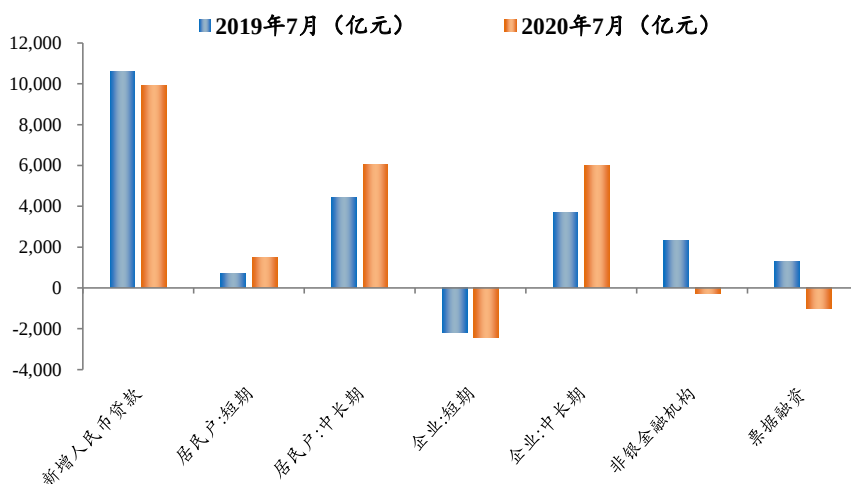
5、信贷结构延续改善，居民和企业中长期贷款延续多增，居民购房需求和企业中长期投资意愿继续回升。

企业贷款层面，货币政策强调精准导向、直达实体，监管打击套利，短贷及票据继续缩减，企业中长期贷款仍是主要支撑，结构延续改善。7月新增企业贷款 2645 亿元，同比少增 329 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 226 亿元、多增 2290 亿元、少增 2305 亿元。监管层整治资金空转，打击结构性存款、规范票据发行，短贷及票据延续 6 月以来的缩减态势。新增企业中长期贷款占比的同比环比数据均在继续提升，结构延续改善。供给端，直达实体的创新工具、1 万亿再贷款再贴现额度持续发放，7月 1 日再贷款再贴现利率调降、允许专项债支持中小银行补充资本金，共同支持银行信贷投放；需求端，前期政府债放量发行，基建项目带动中长期配套贷款，企业中长期投资需求逐步回升。

居民贷款层面，中长期贷款多增 1650 亿元，居民购房需求仍然较强。7月新增居民贷款 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。其中，短期贷款新增 1510 亿元，同比多增 815 亿元，7月乘用车零售同比增速上升、餐饮等消费回暖。中长期贷款新增 6067 亿元，同比多增 1650 亿元，7月 30 个大

中城市商品房销售面积同比增速进一步回升至 11%，居民购房需求延续回暖。

图表：2020 年 7 月新增信贷结构



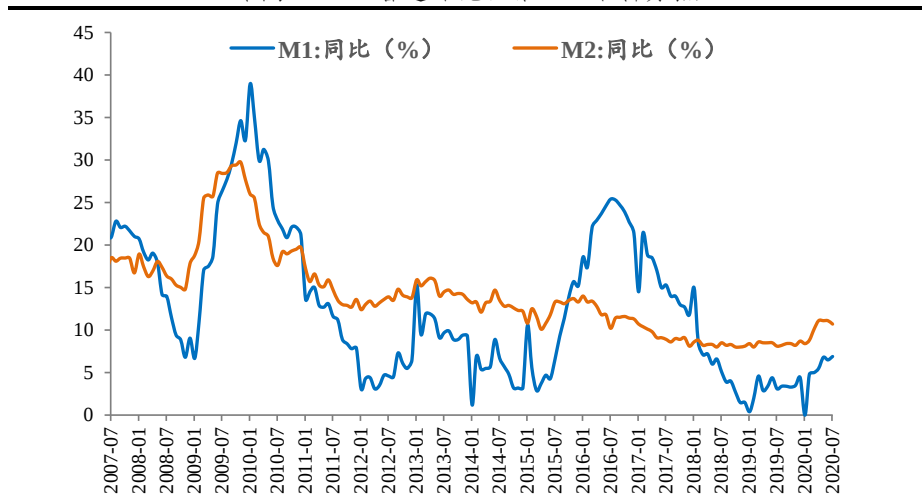
资料来源: Wind, 恒大研究院

**6、M2 增速环比回落 0.4 个百分点，宽信用力度边际收敛叠加缴税大月财政存款增加构成拖累，股市火爆引发存款搬家。M1 增速环比提升 0.4 个百分点，实体经济活跃度进一步上升。**

**7 月 M2 同比增速 10.7%，环比回落 0.4 个百分点。**7 月银行信贷投放、债券购买力度边际收敛，叠加缴税大月、特别国债发行造成财政存款环比增加 1.1 万亿元，对 M2 增速构成拖累。**从结构来看，股市火爆，引发存款搬家。**1) 企业存款和居民存款向财政存款和非银存款转化。企业存款减少 1.55 万亿元，同比多减 1600 亿元，居民存款减少 7195 亿元，同比多减 6163 亿元。一方面，7 月为缴税大月，企业及居民存款向财政存款转化。另一方面，7 月上股市大涨，居民及企业存款向非银存款转化，引发存款搬家。2) 财政存款增加 4872 亿元，同比少增 3219 亿元，财政支出加快。3) 非银金融机构存款增加 1.8 万亿元，环比大幅多增 2.4 万亿元，季初商业银行将存款重新转化为理财产品，非银存款季节性回升，叠加 7 月初股市大涨背景下大量投资者入市，推升非银存款。

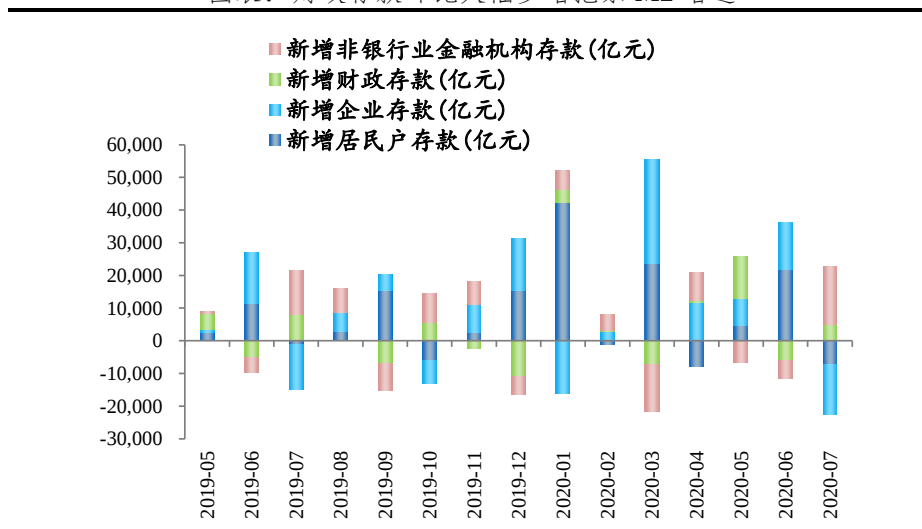
**M1 同比增速 6.9%，环比提升 0.4 个百分点，居民购房需求持续回暖、基建发力，交易性需求持续恢复，实体经济活跃度进一步上升。**

图表：M2 增速环比回落 0.4 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政存款环比大幅多增拖累 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

7、流动性层面，7月资金投放量缩、价平，市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

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\\_3193](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3193)

