

货币政策从超宽松到结构性宽松

——6 月金融数据点评

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2020/7/10

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究助理：王孟嫔

✉ wangmengmo@evergrande.com

事件：中国 6 月 M2 同比增长 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。6 月新增人民币贷款 1.8 万亿元，预期 1.76 万亿元，前值 1.48 万亿元。6 月份社会融资规模增量为 3.43 万亿元，比上年同期多 8099 亿元。

1、近期货币政策及 6 月金融数据，呈八大变化：

1) 整体趋势来看，货币政策从危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”常态模式。

2) 6 月社融增速 12.8% 再创 2018 年 3 月以来新高，宽信用延续，但社融上升的斜率边际放缓。

3) 信贷结构延续改善，经济弱恢复、楼市销售回暖、股市走牛，企业中长期贷款和居民中长期贷款同比均大幅多增。

4) M2 增速 11.1%，环比持平，但高于 2019 年的 8%。居民和企业存款大幅多增，银行和财政部门让利于实体部门。M1 增速环比回落 0.3 个百分点但仍处于高位，企业和居民投资保持谨慎。

5) 从流动性层面看，6 月资金投放量缩价平，银行间市场及债券市场利率均有所上行。

6) 从影响看，宽货币转向宽信用，稳企业、稳就业，利好股市、利空债市，房地产市场结构性恢复但难以出现全面繁荣。

7) 展望下半年，美国、日本等疫情二次爆发，印度、巴西等新兴经济体疫情严峻，外贸形势不容乐观，货币政策仍将延续宽松基调，难以转紧，但力度减弱，以结构性宽松为主，提高“直达性”，宽信用、降成本，兼顾防风险和稳杠杆。

8) 值得注意的是，近期股市、黄金等资产价格纷纷大涨，根本原因是全球流动性宽松，美国 QE、零利率，中国降息降准，国内经济虽然逐步恢复但形势仍严峻。建议政策定向引导流动性流向新老基建，既能建设基础设施、带动就业，还能带动上下游产业链和企业，是宽货币到宽信用最好的方式。

2、货币政策从危机状态转向常态模式，结构性政策发力。

从政策取向来看，货币政策从危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”常态模式。从原因来看，一方面，经济延续恢复态势，5 月当月工业增加值增速转正、PMI 连续 4 个月位于荣枯线以上，6 月 PPI 环比转正、同比跌幅收窄，货币政策无需继续大幅宽松。另一方面，3-4 月流动性高度充裕的背景下，金融机构加杠杆、企业票据套利现象抬头，监管出拳抑制资金空转、遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体。

从近期监管层态度来看，6 月 18 日陆家嘴论坛、6 月末“余初心”发文、7 月 1 日央行货币政策委召开二季度例会，均释放出相同的政策信号：坚持总量适度，积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出，但适时退出并不意味着收紧货币，目的是为了“退空转”，提高政策的“直达性”，更好地服务实体经济。

从政策操作来看，6 月总量政策继续保持谨慎适度，但结构性政策仍在加码。一方面，6 月总量性政策发力的预期再次落空。6 月 17 日国常会降息降准预期落空，央行仍以公开市场操作为主，量缩、价平，6 月 18 日重启 14 天逆回购，抚平特别国债发行、跨季跨半年带来的短期流动性波动。另一方面，结构性政策仍在加码，重点是精准滴灌、直达实体。

1) 6 月 1 日，央行创设两个直达实体经济的货币政策工具。2) 6 月 17 日国常会强调，推动金融系统全年向各类企业让利 1.5 万亿元。3) 7 月 1 日，央行下调支农支小再贷款利率、再贴现利率各 25BP，下调金融稳定

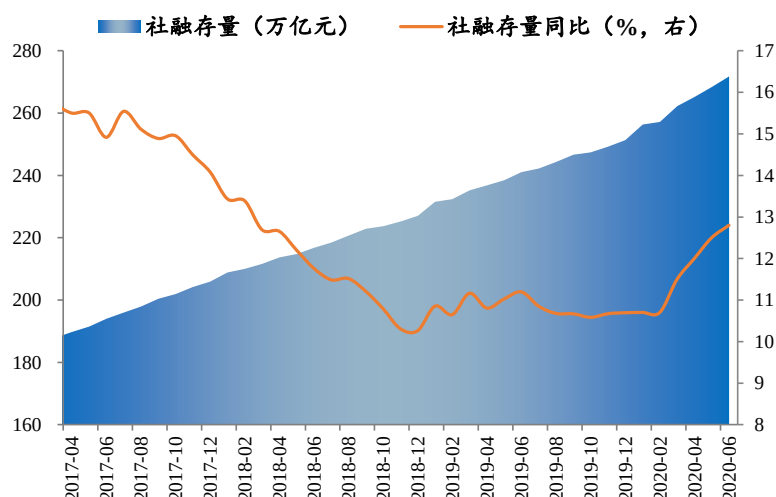
再贷款利率 50BP，其中再贴现利率为 2010 年 12 月以来的首次调整。4) 7 月 1 日国常会提出，允许地方政府专项债支持中小银行补充资本金。

3、总量层面，社融增速再创新高，6 月社融增速 12.8% 创 2018 年 3 月以来新高，宽信用态势延续，但社融上升的斜率边际放缓。

6 月社融增速 12.8%，创 2018 年 3 月以来新高，环比提升 0.3 个百分点。6 月新增社会融资规模 3.43 万亿元，同比多增 8099 亿元，高于 2017 年以来（可比口径下）的历年同期规模。1-6 月合计新增社融 20.83 万亿元，同比大幅多增 6.22 万亿元。6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增速 12.8%，环比提升 0.3 个百分点，连续 4 个月提升。供给端，监管再次强调金融让利实体，宽信用政策继续发力，支持银行信贷投放、债券购买；需求端，PMI 连续 4 个月位于荣枯线以上，基建发力继续带动内需修复，房地产销售数据延续好转，显示实体企业投资、居民购房及消费需求继续回暖。

3 月以来的宽信用态势延续，但社融同比多增量从 3-5 月的天量水平（2.2 万亿、1.4 万亿、1.5 万亿）下降至 6 月的 8099 亿元，社融上升的斜率边际放缓。

图表：6 月社融增速环比提升 0.3 个百分点



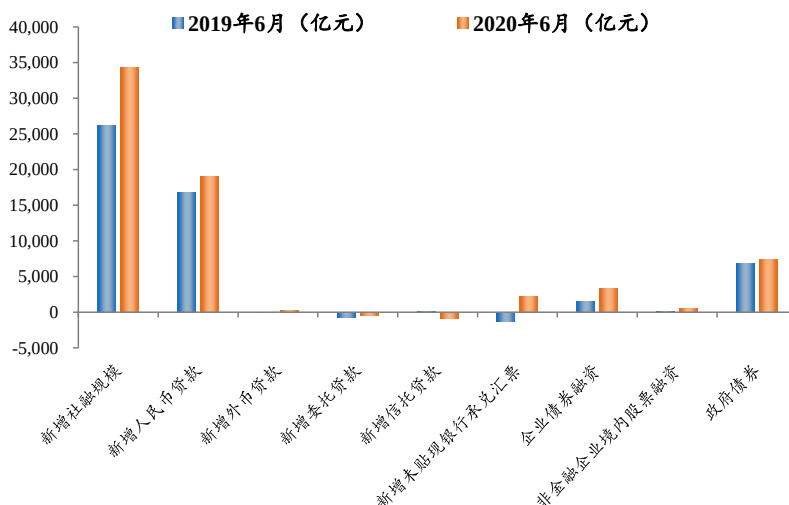
资料来源：Wind，恒大研究院

4、结构层面，企业及居民中长期贷款延续多增、企业债发行回暖，未贴现承兑汇票大幅多增，构成社融主要支撑。

表内融资方面，信贷同比延续多增。6 月新增人民币贷款 1.9 万亿元，同比多增 2306 亿元，企业及居民中长期贷款是主要支撑。直接融资方面，企业债券融资同比多增 1872 亿元。6 月新增企业债券融资 3311 亿元，同比多增 1872 亿元。6 月信用债市场利率上行，但企业债融资额环比回升，反映企业抓住当前融资窗口、重新加大债券发行力度。表外融资方面，未贴现汇票带动表外同比大幅多增。6 月表外融资新增 853 亿元，同比大幅多增 2976 亿元，其中未贴现承兑汇票同比多增 3500 亿元，5 月以来监管层整治资金空转，打击结构性存款、规范票据发行，票据套利现象有所抑制。信托贷款多减 867 亿元，银保监会加强对资金信托、融资类信托的监管力度，未来信托贷款规模或将进一步压降。其他融资方面，政府债券同比微增 533 亿元。6 月新增政府债券融资 7400 亿元，财政部放慢专项债发行节奏，为抗疫特别国债腾出空间，叠加去年同期高基数，政府债增长放缓。但两会已下达全年特别国债、财政赤字、专项债额度

合计 8.5 万亿元，下半年剩余额度 4.7 万亿元，后续政府部门加杠杆将继续支撑社融增长。

图表：2020 年 6 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

5、信贷总量来看，贷款延续多增，宽信用政策持续加码。

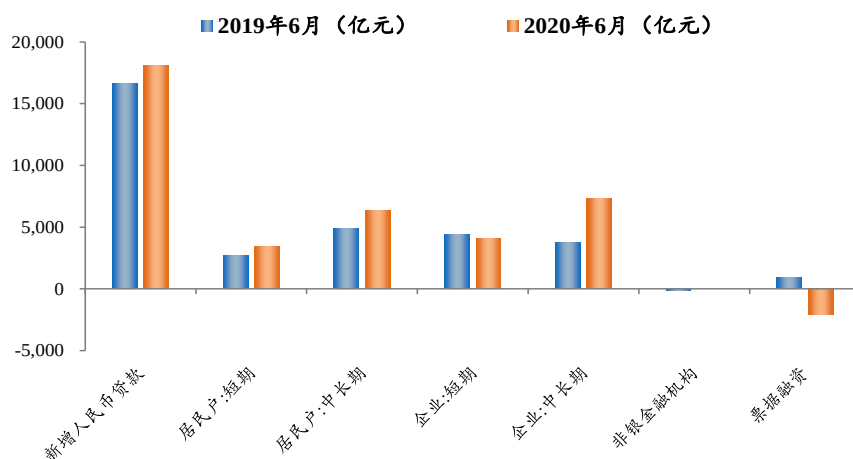
6 月金融机构口径新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1474 亿元。1-6 月合计新增信贷 12.09 万亿元，同比大幅多增 2.42 万亿元。宽信用政策持续发力，支撑信贷增长。其一，1 万亿再贷款再贴现额度持续发放。其二，6 月 1 日央行创设两个直达实体经济的货币政策工具，一是普惠小微企业贷款延期支持工具，预计可覆盖普惠小微企业贷款本金约 7 万亿元，二是普惠小微企业信用贷款支持计划，可带动新发 1 万亿普惠小微企业信用贷款。其三，6 月 17 日国常会再次强调，推动金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元。

6、信贷结构延续改善，企业中长期贷款仍是主要支撑，居民信贷占比持续上升显示消费购房需求继续复苏。

企业贷款来看，宽信用支持下企业中长期贷款仍是主要支撑，结构延续改善。6 月新增企业贷款 9278 亿元，同比多增 173 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 357 亿元、多增 3595 亿元、少增 3065 亿元。短贷及票据大幅少增，或因监管层整治资金空转，打击结构性存款、规范票据发行，中小银行资产负债表短期内受到一定冲击。新增企业中长期贷款占比的同比环比数据均明显提升，结构延续改善。供给端，宽信用政策持续发力，银行加大信贷投放；需求端，前期政府债放量发行，基建发力带动中长期配套贷款，企业投资需求边际回暖。

居民贷款来看，新增居民贷款占比由 2 月疫情冲击下的历史低点-46% 恢复至 54%，居民需求持续复苏。6 月新增居民贷款 9815 亿元，同比多增 2198 亿元。其中，短期贷款新增 3400 亿元，同比多增 733 亿元，“618”购物节带动居民消费继续回暖。中长期贷款新增 6349 亿元，同比多增 1491 亿元，6 月 30 个大中城市商品房销售面积同比增速大幅回升至 9%，为疫情以来首次正增长。

图表：2020 年 6 月新增信贷结构

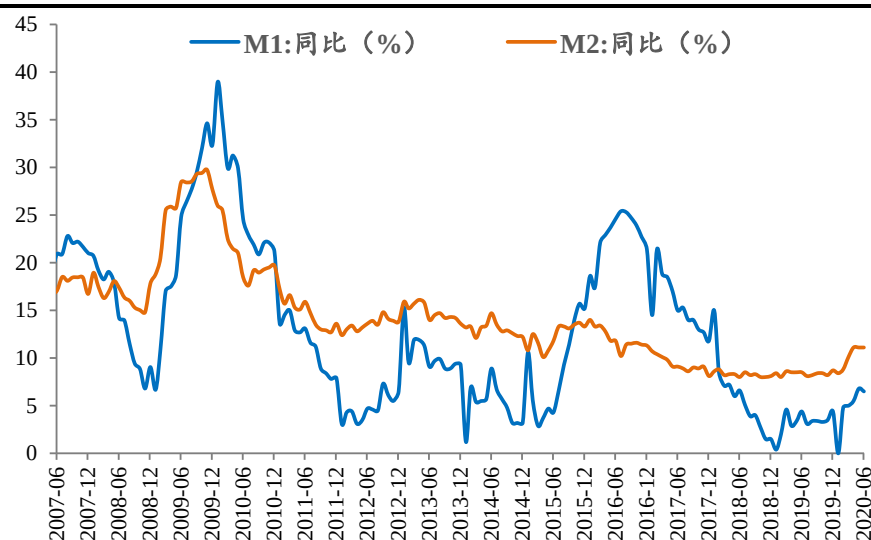


资料来源: Wind, 恒大研究院

7、M2 增速环比持平，财政和银行部门让利于实体部门；M1 增速环比回落 0.3 个百分点但仍处于相对高位。

6 月 M2 环比持平，M1 环比回落略超预期。6 月宽信用政策支持银行信贷投放、债券购买，但财政支出速度略低于预期，对 M2 增速构成一定拖累。从结构来看，6 月企业存款增加 1.4 万亿元，同比少增 1183 亿元，居民存款增加 2.2 万亿元，同比大幅多增 1 万亿元，一方面，季末商业银行考核回笼存款，另一方面，5 月以来债市大跌、股市回暖，投资者或赎回货基债基至存款账户。财政存款减少 6102 亿元，同比多减 1082 亿元，但考虑到前期地方债募集大量资金，财政支出节奏略低于预期。非银金融机构存款减少 5568 亿元，同比多减 745 亿元，或反映资金面边际收紧背景下，金融机构加杠杆、企业发行票据购买理财套利等资金空转现象有所抑制。M1 同比增速 6.5%，仍处于相对高点，流动性活跃，但 M1 环比下降 0.3 个百分点略超预期，一方面源于去年同期高基数，另一方面经济弱复苏背景下，企业和居民投资意愿相对谨慎。

图表：M2-M1 剪刀差再度走阔

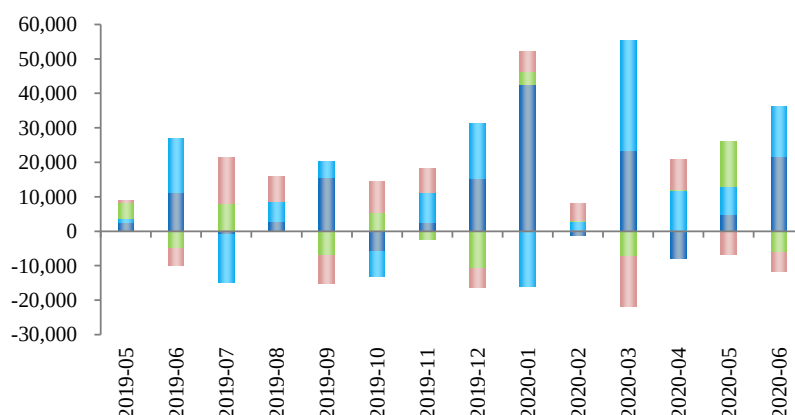


资料来源: Wind, 恒大研究院

图表：财政部门让利于实体部门

■ 新增非银行业金融机构存款(亿元) ■ 新增财政存款(亿元)

■ 新增企业存款(亿元) ■ 新增居民户存款(亿元)



资料来源：Wind，恒大研究院

8、流动性层面，6月资金投放量缩、价平，银行间市场及债券市场利率均有所上行。

公开市场操作来看，6月央行净回笼流动性 5679 亿元，低于 2019 年同期水平（净投放 1425 亿元）。1）6月央行以公开市场操作为主，6月18日重启14天逆回购，累计通过OMO、MLF等渠道净回笼流动性 5679 亿元，低于去年同期水平，主要受MLF大幅缩量续作影响。2）2020年1-6月，央行通过降准、OMO、MLF等渠道，累计净投放流动性 1.3 万亿元，与 2019 年同期水平（1.1 万亿元）趋近，反映出货币政策从应对危机状态逐步向常态模式回归。

再贷款再贴现来看，6月再贷款额度再增 4400 亿元，2020 年再贷款再贴现额度已累计增加 2.24 万亿元，远高于 2019 年全年新增额度。2020 年1-4月，再贷款再贴现额度累计新增 1.8 万亿元，6月1日，央行设立两项货币政策创新工具，再贷款额度新增 4400 亿元。7月1日起，1年期支农支小再贷款、金融稳定再贷款、再贴现利率分别下调至 2.25%、1.75%、2%。

银行间资金利率、债券市场利率均有所上行。DR007 重回 7 天逆回购利率附近，1 年期、10 年期国债收益率分别上行约 50BP、20BP，高等级 1 年期信用债 1 年期企业债收益率上行近 70BP，接近年初水平。

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_3912

