

从货币到信用，焦点转向节奏

——中国6月金融数据点评

事件

央行公布了6月金融数据，中国6月M2货币供应同比增长11.1%，预期增长11.1%，前值增长11.1%；中国6月新增人民币贷款为18100亿元，预期18000亿元，前值14821亿元；中国6月社会融资规模增量为34300亿元，预期30500亿元，前值31907亿元。

点评

趋势：信用改善的方向不变，焦点转向节奏。内部来看，库存周期的底部叠加疫情的冲击，宏观迎来了深坑；外部来看，中美的脱钩形成出口压力和资金流动风险，增强了内部政策的预期。对冲内部压力带来的货币宽松，在上半年的货币增速逐渐企稳、社融增量超预期上得到反馈；而对冲外部压力需要的政策定力、以及未来防金融风险的需求下，预计下半年信用总量维持当前扩张节奏，但结构性继续朝保民生领域倾斜。

结构：非标转标，表外压降。房地产领域的“房住不炒”总方向不变，带动信用的大旗将继续转向“直接融资”市场，我们注意到7月开始的股市杠杆回升，以及随后的基金发行火爆都体现了这种预期。任何事物的发展壮大都将经历“泡沫化”的过程，同时新旧的更替也将伴随着市场的震荡，6月的金融数据已经体现出这种转变（表外融资占比回落，直接融资占比上升）。转变的趋势已经显现，而且在美国开启金融战的情况下更显迫切（国有银行应急计划），无论对于中资美元债市场，还是中概股融资市场，都继续面临转变的过程，而这一过程对于国内金融市场也将迎来压力下的“标准化”春天。

节奏：关注信用扩张的节奏和结构。6月总量信用的扩张已经显现，下半年是控制节奏的过程，预计对于风险资产带来一定的调整可能。同时6月货币结构的扩张依然相对迟缓，显示出市场的扩张保持谨慎，无论是控制泡沫下的货币扩张，还是应对外部压力下的信用扩张，都是周期转变阶段的防御姿态，而非周期扩张阶段的进攻状态，因而我们预计利率品在经历了二季度市场预期经济回暖背景下的调整之后，将迎来阶段性的改善空间。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[关注风险，货币政策短期待机状态——美联储6月会议纪要简评](#)

2020-07-02

[专项债补充资本，信用扩张将改善——7月1日国常会点评](#)

2020-07-02

[关注周期底部的土改、教改、金改——中央全面深化改革委员会第十四次会议点评](#)

2020-07-01

[总量宽松政策呼之欲出（三）——617国常会点评](#)

2020-06-18

[修复期存波折——中国5月经济数据点评](#)

2020-06-16

[无惧美股新高，继续增加宽松预期——美联储6月FOMC点评](#)

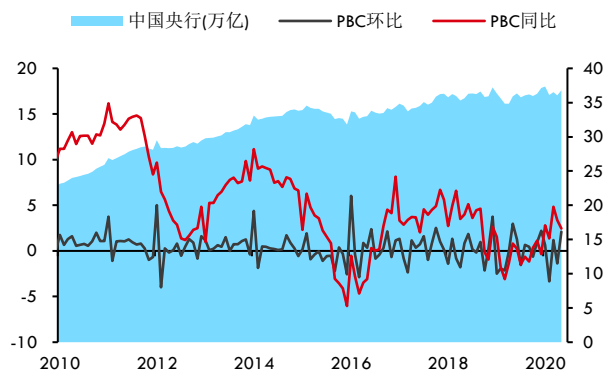
2020-06-11

[一份现代化的宣言书——两会以及417以来相关政策点评](#)

2020-05-25

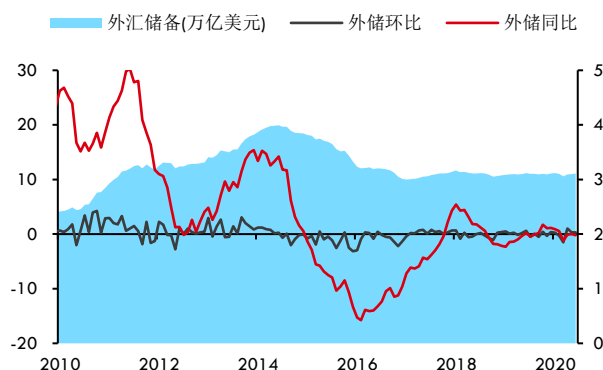
主要图表

图 1: 截止 5 月央行资产负债表规模稳定



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 截止 6 月外汇储备规模稳定



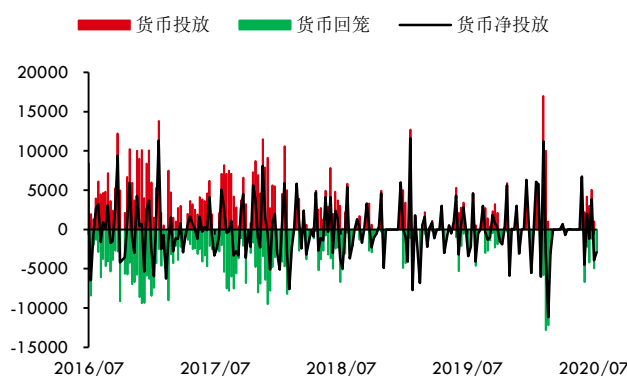
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 截止 5 月银行代客结售汇顺差改善



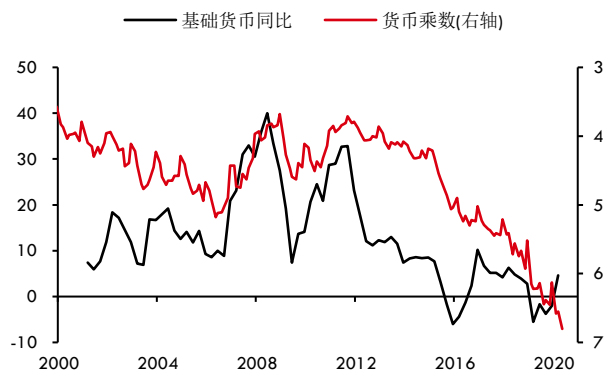
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 截止 7 月 10 日公开市场净回笼 (亿元)



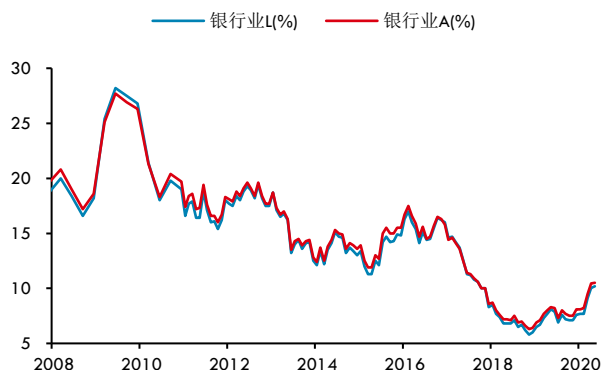
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 基础货币稳定但货币乘数扩张



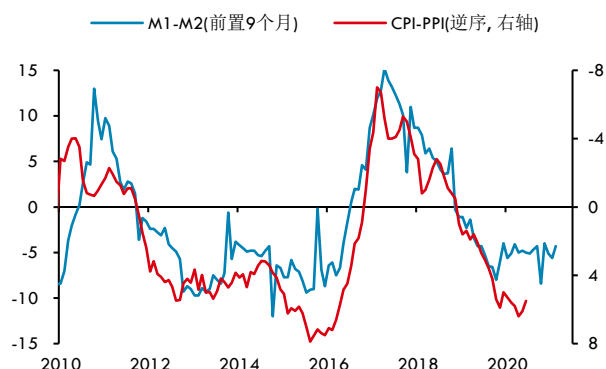
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 截止 5 月, 银行资产负债表继续扩张



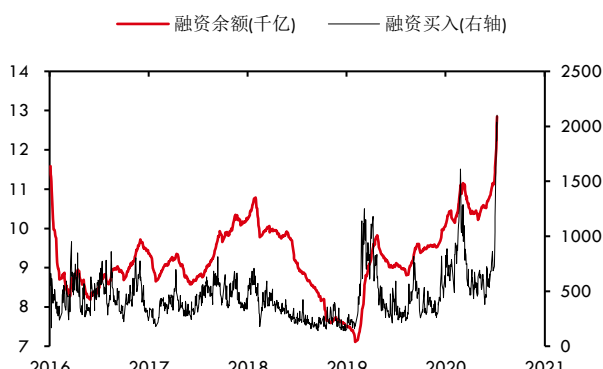
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 货币剪刀差和通胀剪刀差维持底部状态



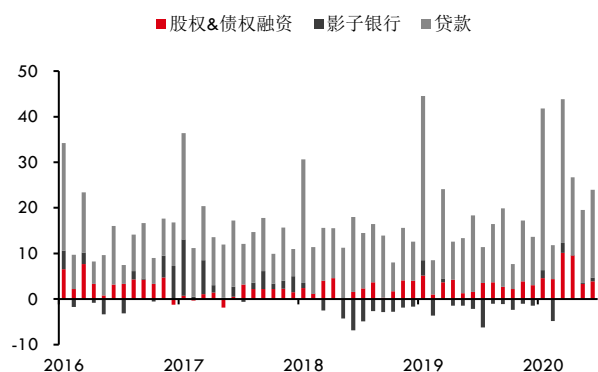
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 市场反馈预期的改善



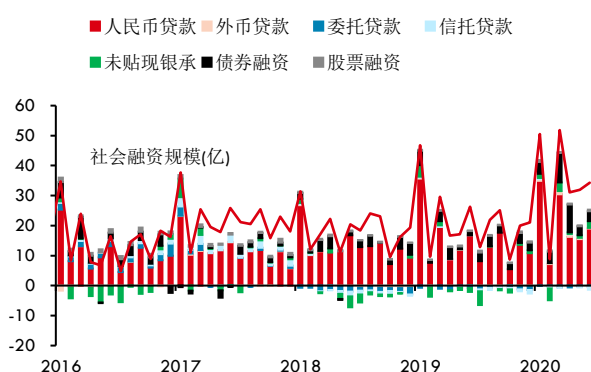
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 影子银行信用已不再压降



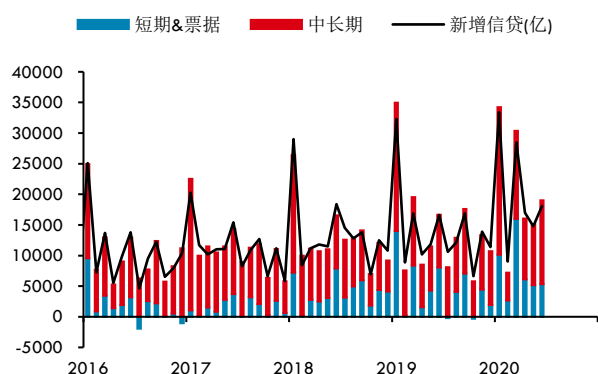
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 但信托和委托贷款继续收缩，银承扩大



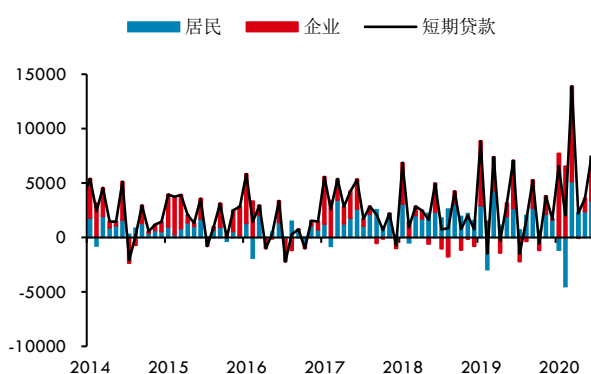
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 期限结构来看，中长期贷款继续扩张



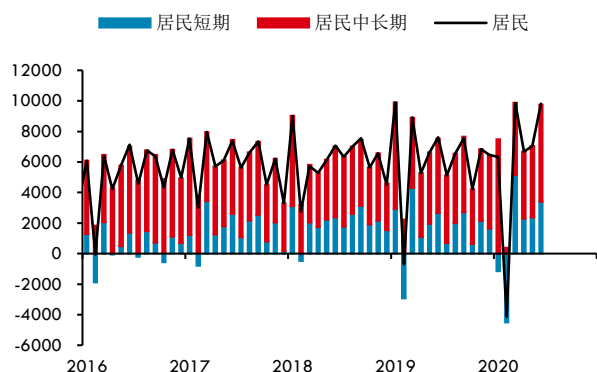
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 6 月短期贷款也有所改善，释放监管信号



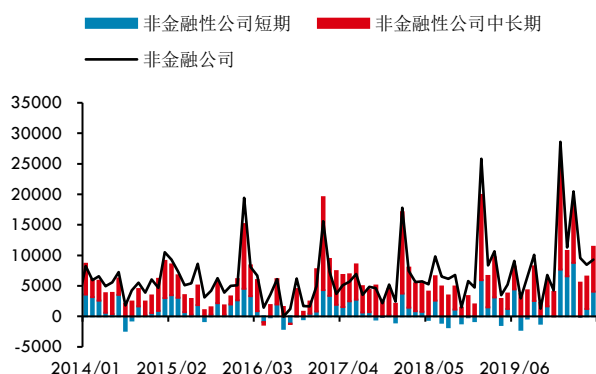
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 居民期限结构长期和短期同时扩张



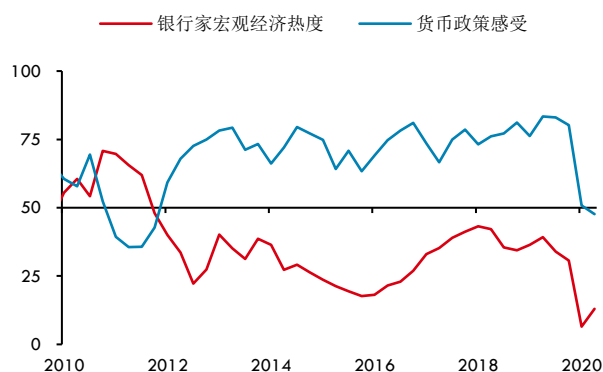
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 企业期限结构长期更快扩张



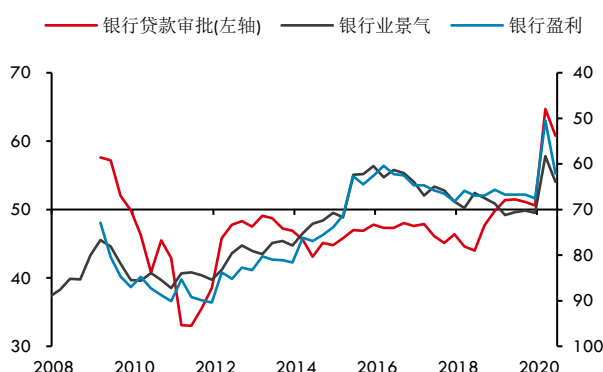
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 央行调查二季度银行预期改善



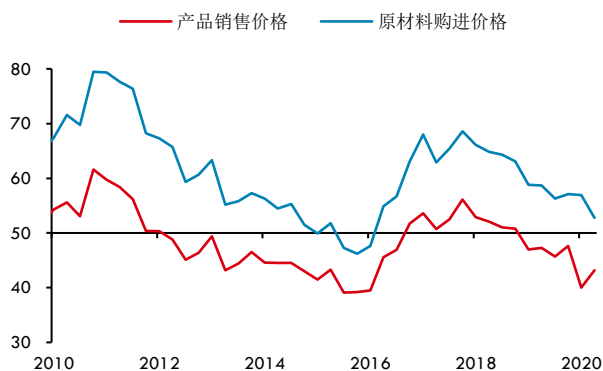
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 央行调查二季度贷款有所收紧



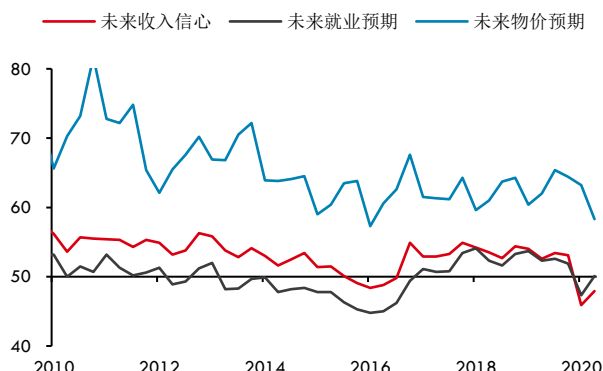
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 央行调查企业盈利预期有所改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 央行调查居民信心有所回升



数据来源: Wind 华泰期货研究院

附 1：2020 年上半年金融统计数据报告

来源：人民银行¹

一、广义货币增长 11.1%，狭义货币增长 6.5%

点评：货币负债端的增速在 6 月份出现企稳，M1 增速甚至小幅回落(回落 0.3 个百分点)的状态。

6 月末，广义货币(M2)余额 213.49 万亿元，同比**增长 11.1%**，增速与上月末**持平**，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.43 万亿元，同比**增长 6.5%**，增速比上月末**低 0.3 个百分点**，比上年同期高 2.1 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.95 万亿元，同比增长 9.5%。上半年净投放现金 2270 亿元。

二、上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，外币贷款增加 774 亿美元

6 月末，本外币贷款余额 171.32 万亿元，同比**增长 13%**。月末人民币贷款余额 165.2 万亿元，同比**增长 13.2%**，增速与上月末**持平**，比上年同期高 0.2 个百分点。

点评：人民币资产端呈现多增，其中居民中长期和企业中长期贷款均大幅增加。但是非银机构贷款表现为减少。

上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比**多增 2.42 万亿元**。分部门看，住户部门贷款增加 3.56 万亿元，其中，短期贷款增加 7552 亿元，**中长期贷款增加 2.8 万亿元**；企（事）业单位贷款增加 8.77 万亿元，其中，短期贷款增加 2.82 万亿元，**中长期贷款增加 4.86 万亿元**，票据融资增加 9697 亿元；非银行业金融机构贷款**减少 2775 亿元**。6 月份，人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比**多增 1474 亿元**。

6 月末，外币贷款余额 8643 亿美元，同比增长 5.6%。上半年外币贷款增加 774 亿美元，同比多增 536 亿美元。6 月份，外币贷款增加 154 亿美元，同比多增 234 亿美元。

三、上半年人民币存款增加 14.55 万亿元，外币存款增加 206 亿美元

6 月末，本外币存款余额 212.99 万亿元，同比**增长 10.5%**。月末人民币存款余额 207.48 万亿元，同比**增长 10.6%**，增速分别比上月末和上年同期**高 0.2 个**和 2.2 个百分点。

点评：人民币负债端继续小幅改善，环比增速提高 0.2 个百分点，同比增速也有所抬高。

上半年人民币存款增加 14.55 万亿元，同比**多增 4.5 万亿元**。其中，住户存款增加 8.33 万亿元，非金融企业存款增加 5.28 万亿元，财政性存款增加 4384 亿元，非银行业金融机构存款减少 7446 亿元。6 月份，人民币存款增加 2.9 万亿元，同比**多增 6371 亿元**。

6 月末，外币存款余额 7784 亿美元，同比增长 2.4%。上半年外币存款增加 206 亿美元，同比少增 119 亿美元。6 月份，外币存款增加 311 亿美元，同比**多增 212 亿美元**。

四、6 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.85%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.89%

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4054361/index.html>

点评：货币信用扩张背景下，银行间市场流动性呈现出量增、价升的格局。

上半年银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 669.11 万亿元，日均成交 5.53 万亿元，日均成交**同比增长 16.7%**。其中，同业拆借日均成交同比**下降 5.2%**，现券日均成交同比**增长 26.7%**，质押式回购日均成交同比**增长 19.3%**。

6 月份同业拆借加权平均利率为 1.85%，分别比上月和上年同期**高 0.6 个**和 0.15 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.89%，分别比上月和上年同期**高 0.6 个**和 0.15 个百分点。

五、国家外汇储备余额 3.11 万亿美元

6 月末，国家外汇储备余额为 3.11 万亿美元。6 月末，人民币汇率为 1 美元兑 7.0795 元人民币。

六、上半年跨境贸易人民币结算业务发生 3.08 万亿元，直接投资人民币结算业务发生 1.72 万亿元

上半年，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 2.19 万亿元、0.89 万亿元、0.51 万亿元、1.21 万亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2020 年上半年社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行²

点评：截止 6 月份社融增量继续呈现出增长——在企业债券和政府债券融资增长带动下，社融呈现出更快增长速度状态。结构上转换继续——人民币贷款占比减少、表外信托减少，但委托和贴现提高；债券、股票和政府债券增加。

初步统计，2020 年上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期**多 6.22 万亿元**。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.33 万亿元，同比**多增 2.31 万亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 3482 亿元，同比多增 3385 亿元；委托贷款减少 2306 亿元，同比**少减 2627 亿元**；信托贷款减少 1295 亿元，同比**多减 2223 亿元**；未贴现的银行承兑汇票增加 3862 亿元，同比**多增 4250 亿元**；企业债券净融资 3.33 万亿元，同比**多 1.76 万亿元**；政府债券净融资 3.79 万亿元，同比**多 1.33 万亿元**；非金融企业境内股票融资 2461 亿元，同比多 1256 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。

从结构看，上半年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 59.2%，同比**低 9.4 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币占比 1.7%，同比高 1.6 个百分点；委托贷款占比-1.1%，同比**高 2.3 个百分点**；信托贷款占比-0.6%，同比**低 1.2 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票占比 1.9%，同比**高 2.2 个百分点**；企业债券占比 16%，同比**高 5.3 个百分点**；政府债券占比 18.2%，同比**高 1.4 个百分点**；非金融企业境内股票融资占比 1.2%，同比**高 0.4 个百分点**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4054379/index.html>

附 3：2020 年 6 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行³

点评：这种结构转变在结构上表现得相对一致——表外压降（委托贷款、信托贷款和银承），但直接融资大幅增加（企业债券、政府债券），但是美中不足的是企业股票融资占比回落，预计在未来注册制、以及当前股市火热的情况下融资结构将回升。

初步统计，6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比**增长 12.8%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 163.9 万亿元，同比**增长 13.3%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.49 万亿元，同比**增长 12.6%**；委托贷款余额为 11.22 万亿元，同比**下降 5.6%**；信托贷款余额为 7.32 万亿元，同比下降 7.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.72 万亿元，同比**下降 1.3%**；企业债券余额为 26.8 万亿元，同比**增长 21.5%**；政府债券余额为 41.52 万亿元，同比**增长 17.1%**；非金融企业境内股票余额为 7.6 万亿元，同比**增长 6.6%**。

从结构看，6 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.3%，同比**高 0.3 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.9%，与上年同期持平；委托贷款余额占比 4.1%，同比**低 0.8 个百分点**；信托贷款余额占比 2.7%，同比**低 0.6 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.4%，同比**低 0.2 个百分点**；企业债券余额占比 9.9%，同比**高 0.8 个百分点**；政府债券余额占比 15.3%，同比**高 0.6 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比**低 0.2 个百分点**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。2018 年 7 月起，人民银行将“

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_3943

