日期：2020 年 09 月 15 日

“紧货币、宽信用”完美组合 降息可期

——2020 年 8 月份金融数据点评

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

信贷、货币平稳中趋弱

中国货币当局维持货币政策正常化的政策实施，并没有受到海外宽松局面的影响，说明央行对维持货币政策常态化有明确取向。货币当局再度回归维持中性稳健的政策基调，政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上也仅是有限放松。

信贷期限再度长期化，经济短期活力仍待提升

2020 年疫情期间的企业信贷部门的均衡化，现在看来肯定不是当期经济活力增强带来的短期信贷需求上升，而是临时性救助性质信贷投放的结果。居民部门再度引领当月信贷增长，表明更多信贷增长都流向了房地产领域。从房地产供需两方面的信贷增长情况看，开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大。

货币虽归中性，宽信用渐次来

货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。2020 年 8 月份，中国社融增长结束延续 2 年多（自 2018 年 4 月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长；信贷余额同比增长受货币政策影响平稳中趋落的同时，社融增长持续回升态势并没有受到政策临时性放松政策回撤的影响，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

中小企业融资利率有所下行

正是楼市泡沫造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。当市场认识到楼市泡沫进一步上行趋势被强力扭转之后，流动性的分布就发生了改变。因此，即使货币政策由临时性宽松后撤，货币市场利率前期有较大上行，年中前后政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，之后流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境随之也慢慢改变。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率反而趋向下行！

“紧货币、宽信用”的完美组合可期

货币政策正常化的要求，对货币增长仍有进一步回落的影响，疫情期间央行创设的直达实体经济工具，在疫情后将作为结构性工具延续；加之资本市场功能在整体融资中作用的进一步上升，中国“宽信用”仍将得到发展。中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

事件： 8 月份金融数据公布

广义货币增长 10.4%。2020 年 8 月末，广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.13 万亿元,同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 4.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 8 万亿元,同比增长 9.4%。当月净投放现金 175 亿元。

人民币各项贷款增长 13.0%。2020 年 8 月末,人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 8415 亿元，其中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元；企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。

人民币各项存款增长 10.3%。2020 年 8 月末,人民币存款余额 209.49 万亿元，同比增长 10.3%，增速与上月末持平，比上年同期高 1.9 个百分点。8 月份人民币存款增加 1.94 万亿元，同比多增 1317 亿元。其中，住户存款增加 3973 亿元，非金融企业存款增加 7491 亿元，财政性存款增加 5339 亿元，非银行业金融机构存款减少 2612 亿元。

8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.42 万亿元，同比多增 1156 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 397 亿元，同比多增 644 亿元；委托贷款减少 415 亿元，同比少减 98 亿元；信托贷款减少 316 亿元，同比少减 342 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1441 亿元，同比多增 1284 亿元；企业债券净融资 3633 亿元，同比多 249 亿元；政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元；非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币平稳中趋弱

疫情期间偏宽松的状态正在逐渐逝去，这点已基本成市场共识，各机构间已没有多少分歧。2020 年 8 月份，人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元；人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，并保持了平稳态势。在央行信贷定向投放和流动性投放结构性调整的结构性政策作用下，8 月份广义货币同比增长 10.6%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点，回落程度超越市场和我们预期。

表 1　2020 年 8 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
上月实际	9927	11.1	13.0
提前预期中指		11.1	
提前预期均值		11.1	
本月实际	12900	10.4	13.0
本月预测	10000	10.6	13.0

数据来源：《证券市场周刊》，上海证券研究所

2 季度，中国疫情得到有效控制的局面就逐渐得到确认，伴随复工复产的推进，经济冲击的影响程度也逐渐得到控制，临时性的疫情影响救助措施逐步退出，货币政策开始逐步恢复正常。从预测分布看，虽然市场整体预期对货币环境都作出了宽松状况将改变的决策，但受海外疫情严峻形势和主要经济体宽松货币政策的影响，大部分机构认为中国货币政策由偏松转回中性的步伐也将比较缓慢，甚至会维持偏松环境。8 月份信贷和货币增长的实际情况表明，中国货币当局维持货币政策正常化的政策实施，并没有受到海外宽松局面的影响，说明央行对维持货币政策常态化有明确取向。这种情况表明，海外疫情在冲击下各主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境造成的影响较为有限；货币当局再度回归维持中性稳健的政策基调，但政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上也仅是有限放松。

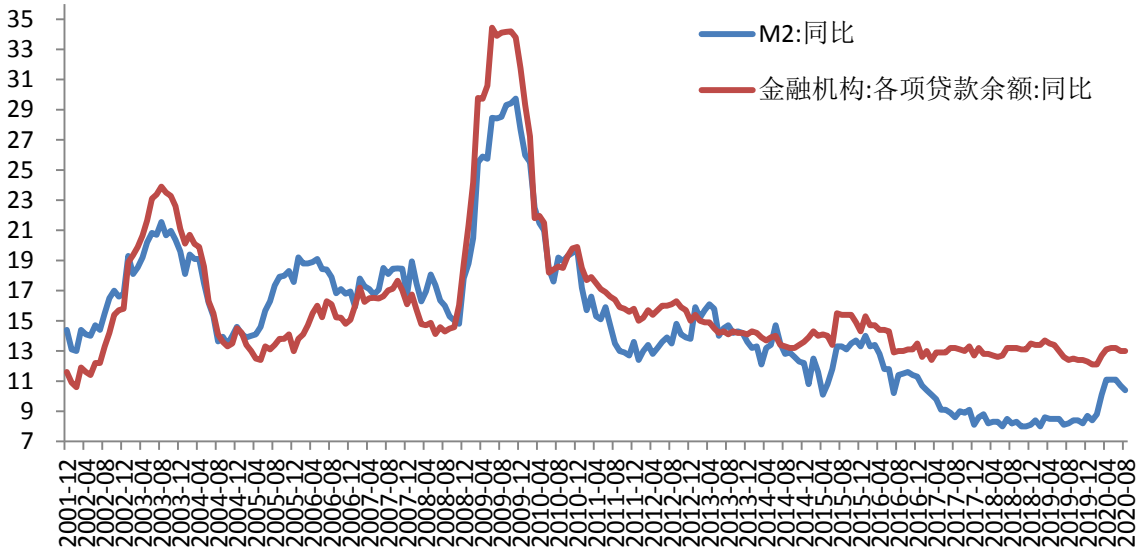
2.政策回归中性，结构调整重点地位更突出

前期应对疫情货币政策虽然有所放松，但政策重心在于“救助”——受疫情影响的企业将定向得到信贷支持。正是对受疫情影响企业的精准、定向支持，带来了货币增长和信贷增长的提高，但政策本意不在于放松，而在于“直达实体”的消除疫情冲击影响和对企业临时性困难的救助。应对疫情的金融放松，带有显著的“救助”体

征，它强调直达实体，这点与强调总量宽松的反周期货币政策放松，有着显著差异！

疫情期间的临时性宽松政策基调虽已改变，但疫情期间创造的一些结构性直达实体经济工具，仍会保留，有些还会得到进一步发展，以使新增流动性更多地流向实体经济中的中小企业。如普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划等。另外前期对中小企业的普惠金融支持，是疫情期间的重点，由于普惠金融疫情期间受到政策扶持力度较大，因此即使疫情期间普惠金融规模也得到了发展。由于普惠金融规模扩大，未来即使临时性扶持措施退出，在正常化的结构调整支持政策下，普惠金融也将得到加快发展，从而为整体信用和流动性增长，奠定平稳基础。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）



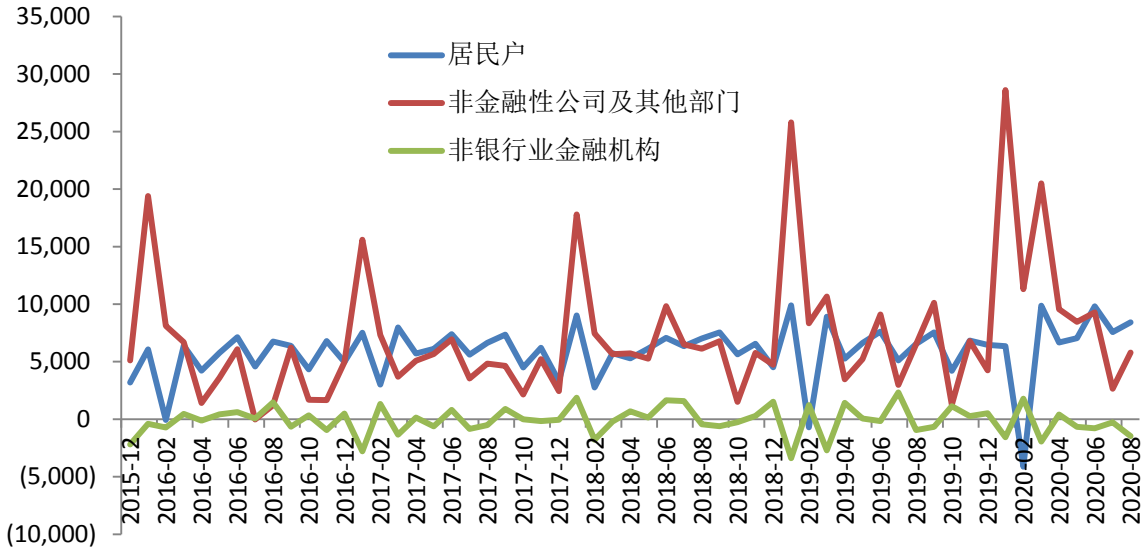
数据来源：Wind，　上海证券研究所

3.信贷期限再度长期化，经济短期活力仍待提升

疫情对 2020 年当期经济运行的影响还是比较明显的。虽然中国很快控制住了疫情，并及时开展了针对性的救助措施，减少了疫情对经济增长的影响，使得疫情冲击在全球范围内最为有限，但短期经济增长还是受到了明显冲击，1 季度经济实际增长有萎缩 6.8,2 季度恢复增长，但也只有 3.2，说明报复性反弹没有发生，也说明疫情对经济的影响具有一定的持续性。经济活动下降，对信贷需求和货币增长有一定影响。然而，除了救助性的、帮企业渡过难关的政策性贷款外，中国贷款增长还来自于身份商品市场融资需求的增长，尤其是居民部门楼市按揭贷款的增长。2020 年 8 月，中国人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。分部门看，住户部门贷款

增加 8415 亿元，企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，金融同业信贷缩减了 1474 亿元。而在居民部门中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元；可见，购房融资需求占了中国 8 月信贷增长的半壁江山，而居民部门的短期信贷实际上基本上也是购房临时周转需求，因此购房融资需求成了当期信贷增长的绝对主力。

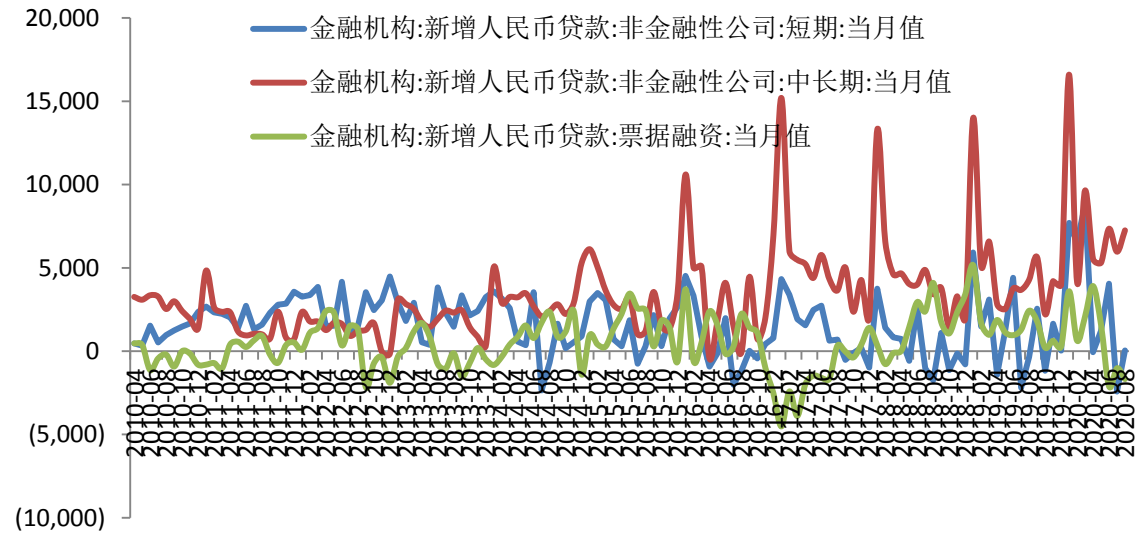
图 2　中国信贷增长的部门分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从企业部门看，经济进入复苏的 2 季度以来，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2020 年 8 月份的企业部门信贷增长，再度呈现了显著的长期化态势。

图 2　中国信贷增长的期限变化（亿元）

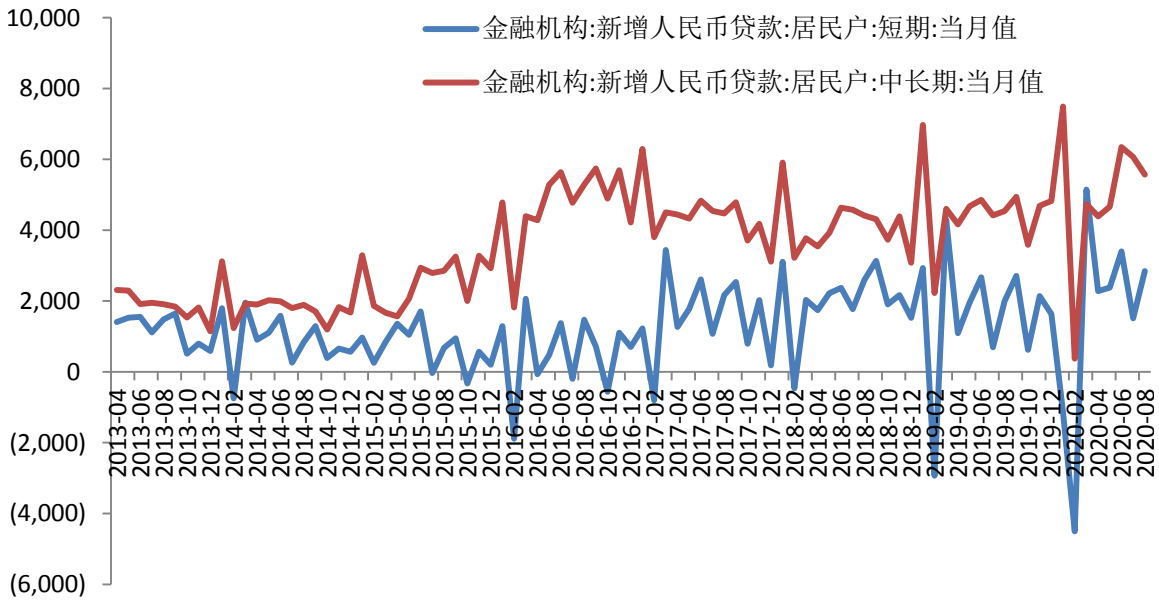


数据来源：Wind，　上海证券研究所

8 月份的企（事）业单位贷款增加 5797 亿元中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元。一般来说，企业部门的短期贷款需求反映了当期经济运行的活跃程度，当期经济活力疲弱则短期需求下降；企业部门信贷新增的期限结构看，短期信贷增长的快速反弹，表明经济当期运行活力在快速复苏。但是，2020 年疫情期间的企业信贷部门的均衡化，现在看来肯定不是当期经济活力增强带来的短期信贷需求上升，而是临时性救助性质信贷投放的结果。

居民部门再度引领当月信贷增长，表明更多信贷增长都流向了房地产领域。从房地产供需两方面的信贷增长情况看，开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。这说明，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大。就中国金融市场上的现有利率体系看，楼市泡沫是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！楼市泡沫使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金；正是楼市泡沫造就了房地产强大和近乎无穷尽的高息 “吸水”能力，使得其它领域，尤其是中小企业等普惠金融领域的资金利率一直难以有效下降！

图 4　中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

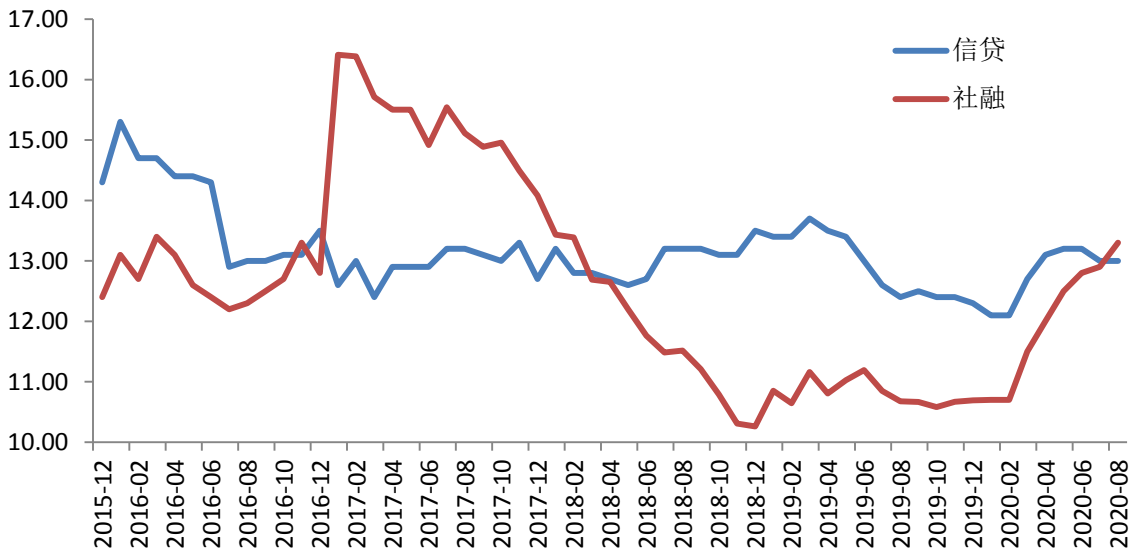
4.货币虽归中性，宽信用渐次来

笔者早在 2 季度末就指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性。首先，中国货币环境“存量过多”的格局并没

有改变，大量存量流动性积存在房地产、股市等身份商品市场，金融“脱实向虚”的改善空间仍然较大；其次，提高货币政策的有效性，需要发挥货币、信贷对真实投资增长等经济运行的支持和激励作用，当前就是要发挥资本市场功能，在新增货币和信贷的投放中注重结构性调整。即要通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；通过新增流动性的定向投放，达到流动性存量的结构调整。这意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！

2020 年的金融数据进一步印证了中国流动性环境的发展趋势：紧货币+宽信用。货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。新时期的宽信用与以往资金最终流向楼市的状况不同，新的宽信用，是在结构性政策引导下的、流动性存量分布向实体经济的调整。实际上，中国宽信用的发展，主要基于结构性政策效力的逐渐呈现。随着中国对资管市场治理完善程度的提高，结构性政策对中国宽信用发展的促进作用开始呈现。2020 年初货币的临时性放松，更是加速了中国“宽信用”的回升趋势。2020 年 8 月份，中国社融增长结束延续 2 年多（自 2018 年 4 月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长；信贷余额同比增长受货币政策影响平稳中趋落的同时，社融增长持续回升态势并没有受到政策临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展正逐步来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

图 5　中国信用增长的变化（同比/月，%）

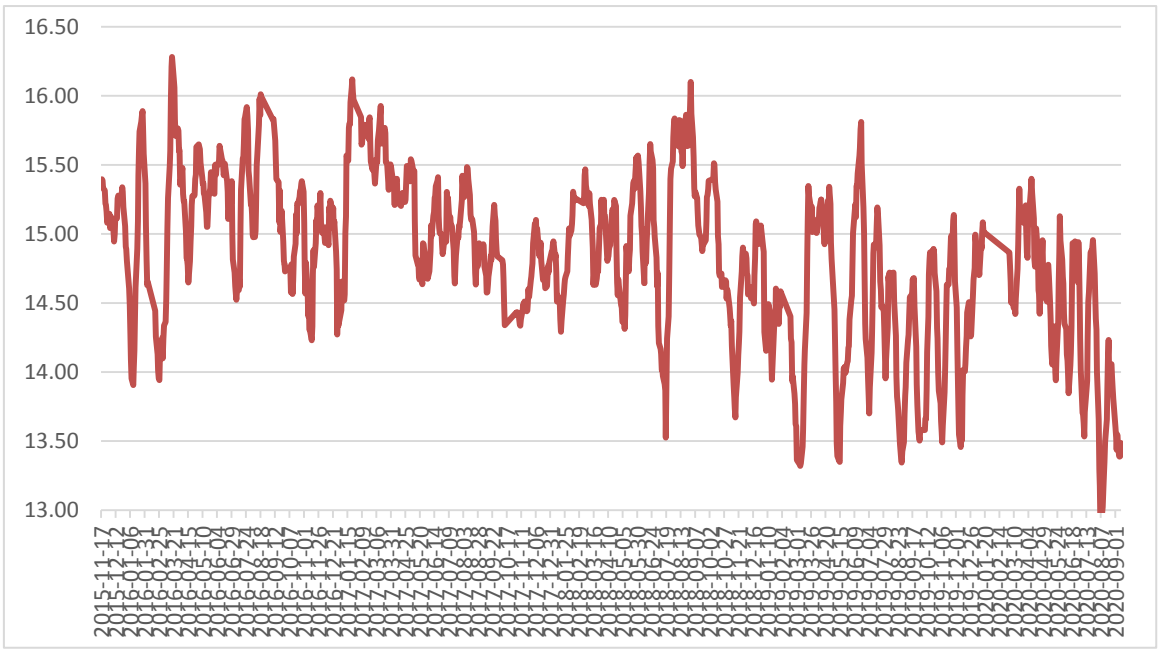


数据来源：Wind，　上海证券研究所

5.中小企业融资利率有所下行

尽管在疫情期间的流动性临时放松时期，中国宏调部门对楼市价格反弹一直保持了高度的警惕，对各地显露出得楼市“虚火”再起苗头，保持了露头就打的高压态势。楼市调控在压制住泡沫的同时，也改变了流动性的分布和资本市场生态环境，使得中国新时期的“宽信用”发展，呈现了对实体经济更友好的特征。正是楼市泡沫造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力实在太强，金融机构实在无法抗拒！当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，表明实体企业融资仍然难以有效竞争过房地产融资。楼市泡沫使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金！可见，楼市泡沫不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！当市场认识到楼市泡沫进一步上行趋势被强力扭转之后，流动性的分布就发生了改变。因此，即使货币政策由临时性宽松后撤，货币市场利率前期有较大上行，年中前后政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，之后流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境随之也慢慢改变。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率反而趋向下行！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，呈现趋势性下降态势。

图 6 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件预测：趋势判断

6.“紧货币、宽信用”的完美组合可期

货币政策重心再度回归到结构调整，货币、信贷增长将延续平稳中回落态势。货币政策正常化的要求，对货币增长仍有进一步回落的影响，信贷增长也将再现有基础上保持平稳中回落态势。随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。前期偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。但在复工、复产有序推进，防控取得胜利的情况下，货币临时性放松的境况将改变，当前广义货币增速仍偏高而难以持续。

疫情期间央行创设的直达实体经济工具，在疫情后将作为结构性工具延续；加之资本市场功能在整体融资中作用的进一步上升，中国“宽信用”仍将得到发展，“紧货币、宽信用”这一看似不可能的完美组合将呈现。中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人受到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。