今年放的货币都去哪了？

——8 月金融数据点评

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/9/11

首席经济学家： 任泽平

研究员： 石玲玲

shilingling@evergrande.com

研究助理： 王孟嫫

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

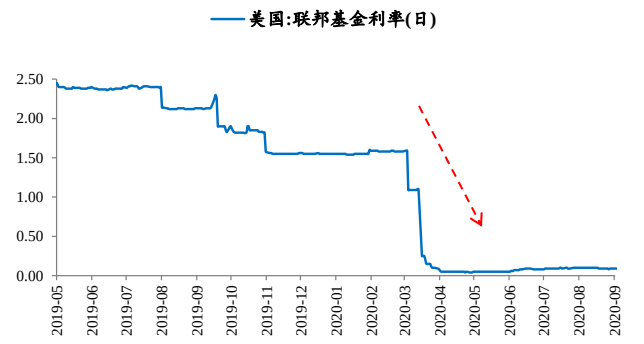
益严峻，总需求增长缓慢，总供给长期大于总需求。**其三，股市、房市吸收过剩流动性。**美国金融市场成熟，宽松周期中，实体经济疲软，流动性率先进入股市，房市滞后修复，股市房市吸收大量流动性。**其四，美国充分利用全球价值链。**全球化格局下，规模经济效应和外包等强化了低成本优势与产出能力，抑制了价格水平上涨。**其五，通胀目标制货币政策框架的完善有助于稳定通胀预期。**

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。

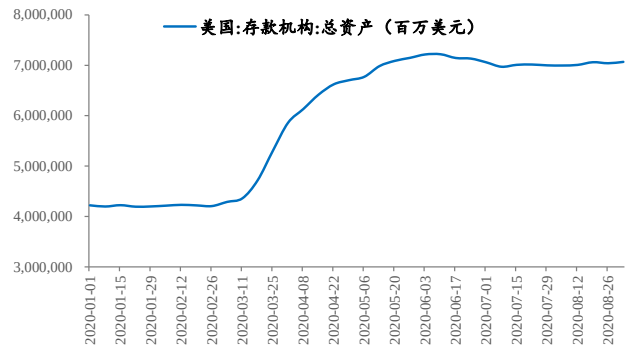
3 月至今，美国通胀低位运行，美股大幅上涨，房价小幅上行。通胀来看，疫情冲击下需求低迷，3 月至 7 月，美国物价指数几乎持平，CPI 月同比均值仅为 0.7%。**股价来看，**3 月美股大幅下跌，4 次熔断，但随货币宽松政策加码，美股反弹并大幅回升，3 月末至 8 月末美国标普指数累计涨幅达 35%。**房价来看，**3 月至 7 月，美国新建住房均价小幅上涨 4%。

图表：美国联邦基金利率降低至零



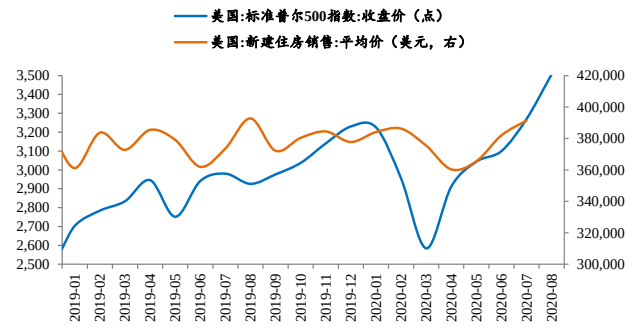
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美联储资产规模快速扩张



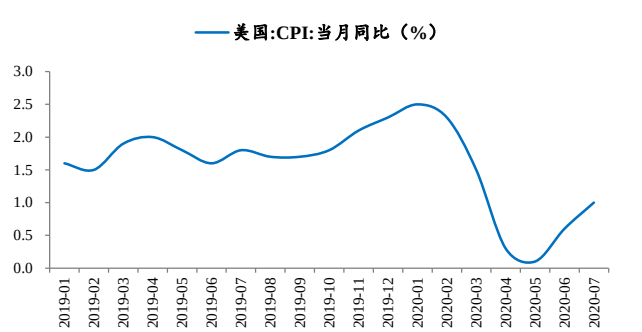
资料来源：Wind，恒大研究院

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

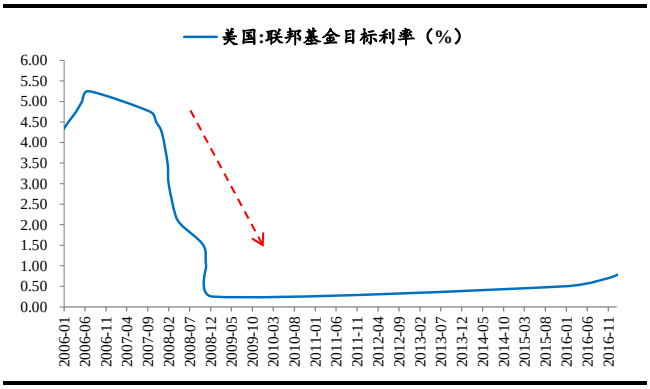
2）2007 年 9 月至 2015 年末：通胀平稳，股价大涨，房市滞后修复。

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%。

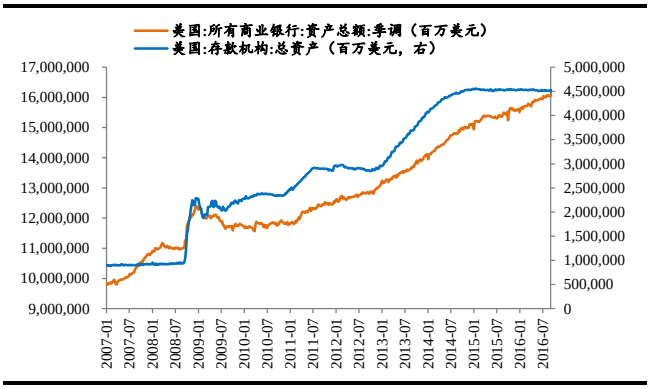
这一轮宽松周期中，资金大量流入资本市场，股市大涨，房价滞后于股市修复，物价保持稳定。通胀来看，2007 年下半年起，布伦特原油价格大幅攀升，带动能源类消费价格大涨，美国 CPI 同比一度攀升至 5.6%，但随着 2009 年油价回落，CPI 稳定在 2%左右，货币超发未引起通货膨胀。**股价来看，**摆脱危机低谷期后，股价持续上涨，2009 年初至 2015 年末，标普指数累计涨幅达 119%。**房价来看，**房价恢复显著慢于股市，2011 年末房价触底反弹，至 2015 年末累计上涨 41%。

图表：美国联邦基金目标利率降至历史最低



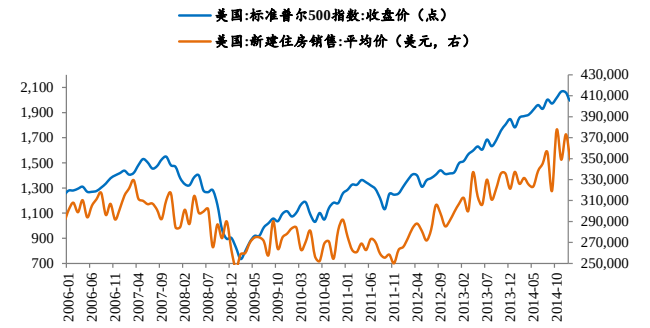
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美联储资产规模快速扩张



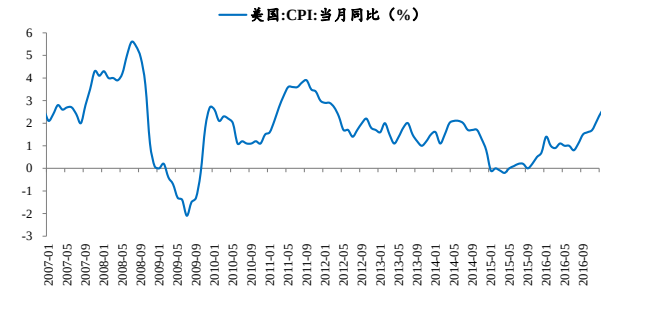
资料来源：Wind，恒大研究院

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



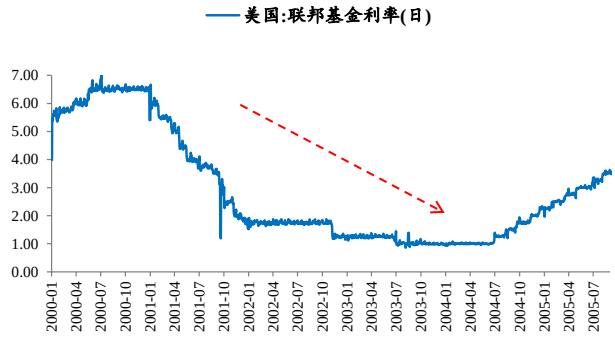
资料来源：Wind，恒大研究院

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。

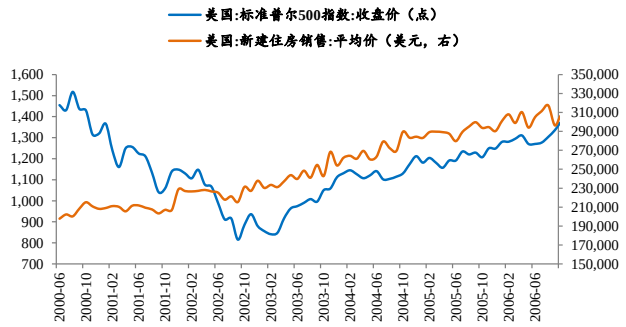
这一轮宽松周期内，房价大涨并催生地产泡沫，股价先跌后涨，通胀稳定。房价来看，流动性过剩、监管放松和金融创新共同催生了地产泡沫，2001 年初至 2006 年末，美国新房销售均价累计上涨 44%。**股价来看，**货币宽松前期，受经济下行及风险事件冲击，股市持续下跌，2003 年 3 月起触底回升，至 2006 年末，标普指数累计上涨 73%。**通胀来看，**这一阶段 CPI 月同比增速均值为 2.2%，保持低位运行，总体波动不大。

图表：美联储连续降息



资料来源：Wind，恒大研究院

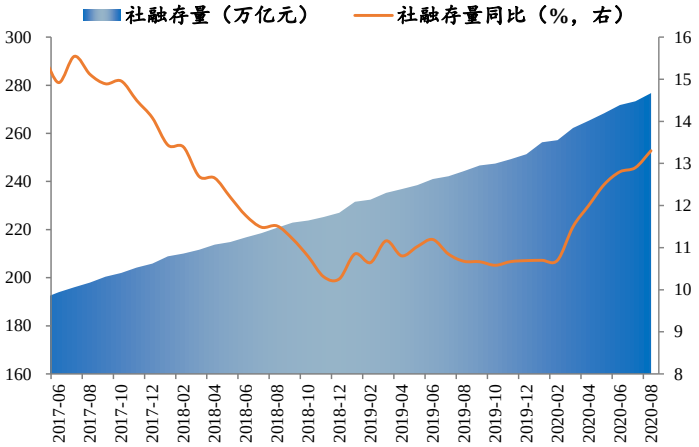
图表：美国房价大涨，催生地产泡沫



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



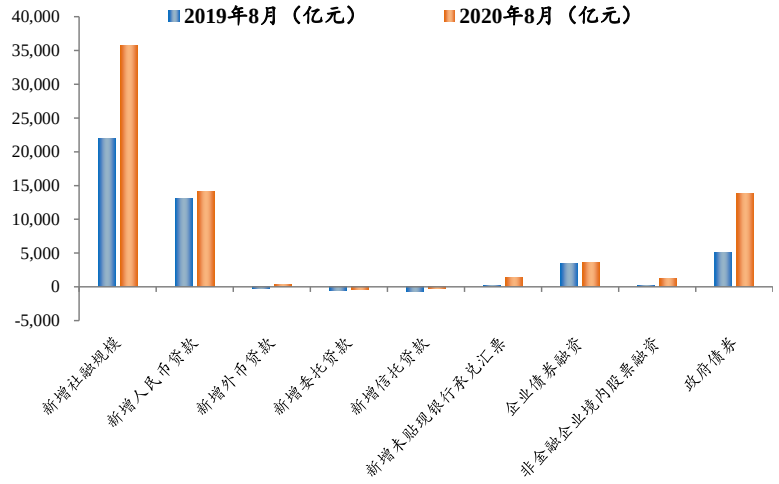
资料来源：Wind，恒大研究院

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。

7、信贷扩张节奏放缓，金融机构贷款小幅多增。

8 月金融机构口径信贷同比小幅多增 694 亿元。8 月金融机构口径新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元，增量较上半年明显回落。

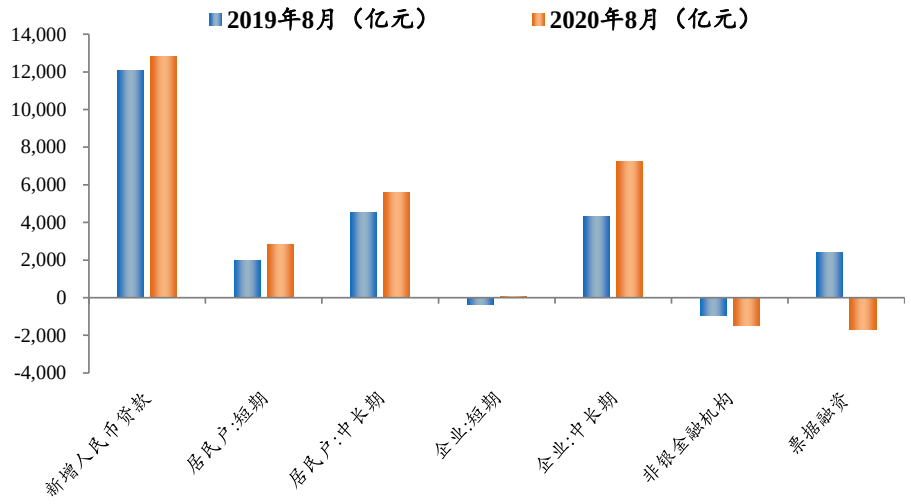
宽信用力度边际放缓，央行维持资金面紧平衡状态，金融机构在超储率低位、压降结构性存款背景下负债端压力上行，多重因素制约信用派生节奏。**9-12 月新增信贷均值或仍保持在 1.3 万亿元左右，远低于上半年的月均 2 万亿元，信贷平稳增长但同比增量趋于收敛。**

8、信贷结构延续改善，居民和企业中长期贷款仍是主要支撑，票据延续 6 月以来的压降态势。

企业贷款层面，货币政策强调直达实体，监管打击套利，表内票据继续缩减，企业中长期贷款占比保持高位。8 月新增企业贷款 5797 亿元，同比少增 716 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别多增 402 亿元、多增 2967 亿元、大幅多减 4102 亿元。监管层压降结构性存款、规范票据发行，银行负债端压力上升，票据大幅缩减，延续 6 月以来的压降态势。新增企业中长期贷款占新增信贷比重保持高位，财政资金支出效率提升，基建项目带动中长期配套贷款增加。

居民贷款层面，短期与中长期贷款均为多增，居民消费继续恢复、购房需求不减。8 月新增居民贷款 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。其中，短期贷款新增 2844 亿元，同比多增 846 亿元，8 月乘用车零售同比增速上行，服务业 PMI 指数回升至 54.3，线下消费活跃度继续上升。中长期贷款新增 5571 亿元，同比多增 1031 亿元， 8 月 30 个大中城市商品房销售面积同比增速进一步回升至 17%，居民购房需求不减。

图表：2020 年 8 月新增信贷结构



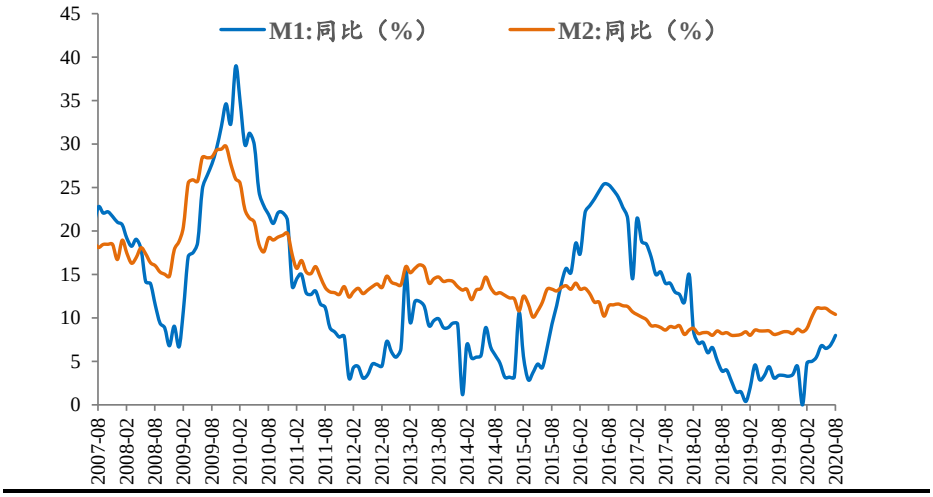
资料来源：Wind，恒大研究院

9、M2 增速环比回落 0.3 个百分点，宽货币宽信用边际收敛。M1 增速环比大幅提升 1.1 个百分点，实体经济活跃度进一步上升。

8 月 M2 同比增速 10.4%，环比回落 0.3 个百分点。8 月银行信贷投放、债券购买力度边际收敛，叠加政府债放量发行，财政存款同比明显多增，对 M2 增速构成拖累。**从结构来看，**1）企业存款增加 7491 亿元，同比多增 1699 亿元，财政支出节奏加快、财政存款向企业存款转化。2）居民存款增加 3973 亿元，同比多增 1259 亿元。2）财政存款增加 5339 亿元，同比多增 5244 亿元，虽然 8 月并非缴税大月，但 8 月政府债放量发行募集 1.38 万亿元，带动财政存款多增。同时，由于今年财政资金划转效率高、直达基层，财政存款规模明显低于政府债融资规模。3）非银金融机构存款减少 2612 亿元，同比大幅多减 9910 亿元，8 月股市震荡，部分参与者或兑现前期盈利离场。

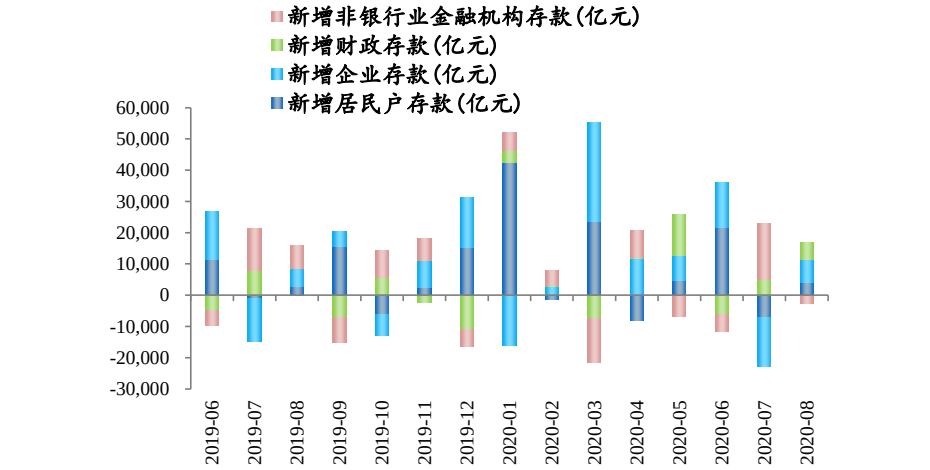
M1 同比增速 8%，环比大幅提升 1.1 个百分点，房地产销售市场延续恢复、基建发力，交易性需求持续恢复，实体经济活跃度进一步上升。

图表：M2 增速环比回落，M1 增速大幅提升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政支出效率提升



资料来源：Wind，恒大研究院

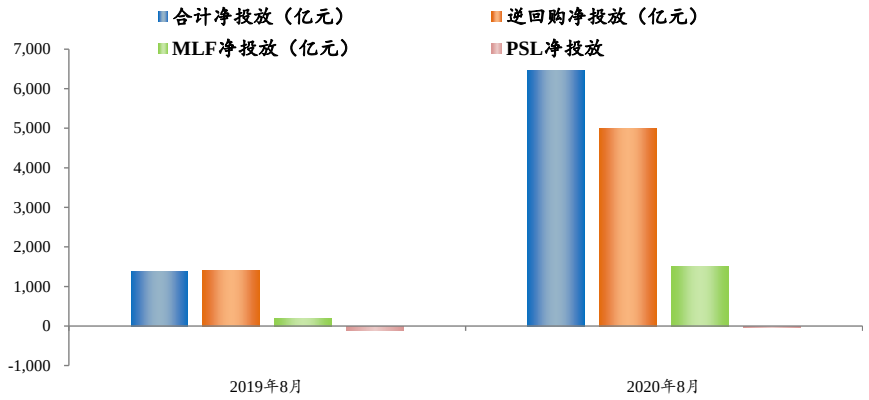
10、流动性层面，8 月资金投放力度高于去年同期及今年 6-7 月水平，但超储率低位叠加政府债放量发行，资金面处于紧平衡状态。

公开市场操作来看，8 月央行净投放流动性 6458 亿元，大幅高于 2019 年同期水平（净投放 1369 亿元）。1）8 月央行加大公开市场操作力度，熨平政府债放量发行带来的资金面波动，累计净投放流动性 6458 亿元，大幅高于去年同期及今年 6-7 月水平。2）8 月第二周央行通过逆回购操作单周净投放 4900 亿元，创 6 月以来新高，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，呵护资金面平稳运行。

市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动，整体有所上行，资金面紧平衡。8 月公开市场资金投放力度加大，但金融机构超储率处于低位、政府债券大量发行、同业存单利率继续上行，资金面整体处于紧平衡状态。DR007 月均值环比上行 9BP，月内基本围绕 7 天逆回购利率波动，但多个日内最高价达 2.5%以上。1 年期、10 年期国债收益率月均值分别上行 13BP、4BP，回归至 1 月水平。1 年期股份制银行同业

存单利率大幅上行 22BP 至 2.95%，**超储率低叠加结构性存款大幅压降，银行负债端压力上升。**

图表：8 月央行资金净投放量大幅高于去年同期



资料来源：Wind，恒大研究院

11、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。

第一，货币政策结构性宽松与结构性收紧并存。一方面，货币政策短期内不具备收紧条件，消费端恢复缓慢，就业压力较大，仍需要结构性宽松政策，让流动性精准流向小微、民企、制造业中长期、高新技术等领域；另一方面，坚决落实房地产长效机制。

第二，继续完善以 DR 为重点的基准利率体系，促进利率市场化传导，推动实体融资成本下行。短期来看，降息降准都没有强烈的必要性，央行更倾向于通过利率市场化的方式引导实体融资成本下行。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者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损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼 （200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com