恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

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

研究助理： 王孟嫫

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%。

请务必阅读正文之后免责条款部分

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。

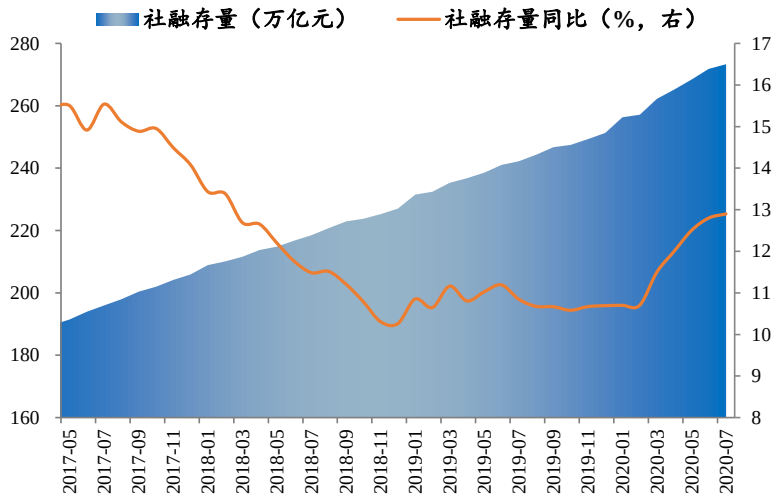
6）实体融资成本层面，7 月末存量社融平均成本较 2019 年末已降低约 60BP。目前短融、公司债发行利率仍低于去年年末，但中票发行利率已高于去年年末水平。

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



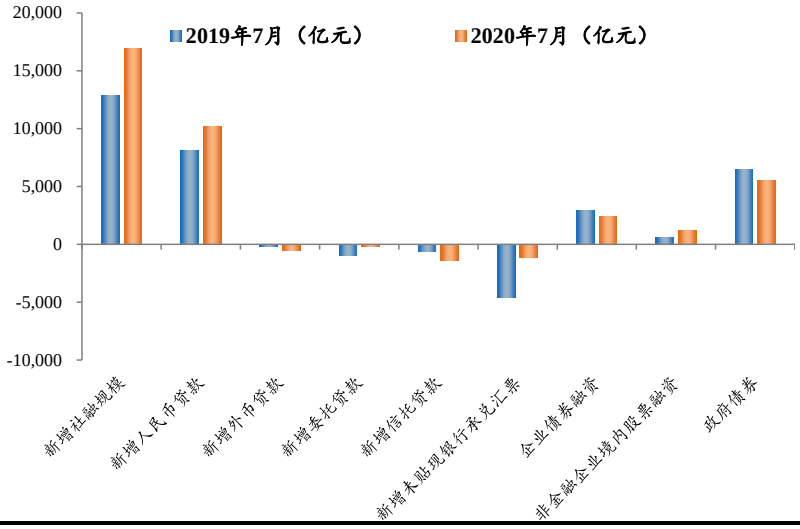
资料来源：Wind，恒大研究院

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。**

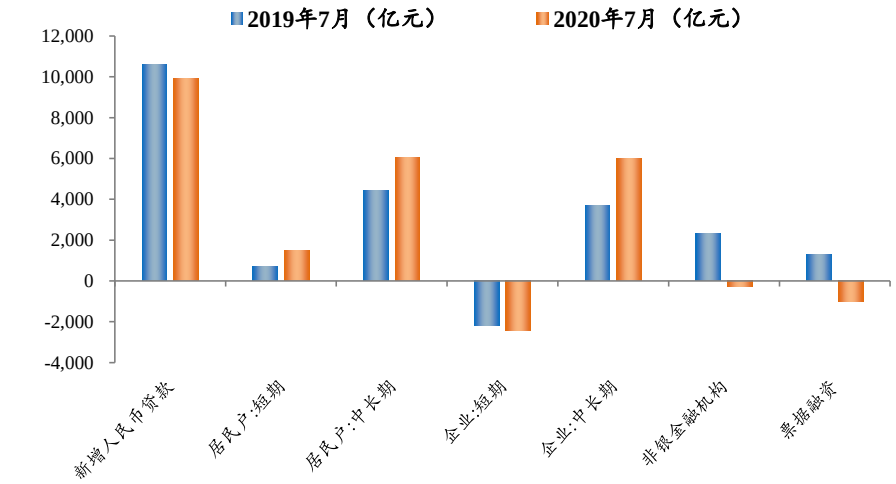
5、信贷结构延续改善，居民和企业中长期贷款延续多增，居民购房需求和企业中长期投资意愿继续回升。

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



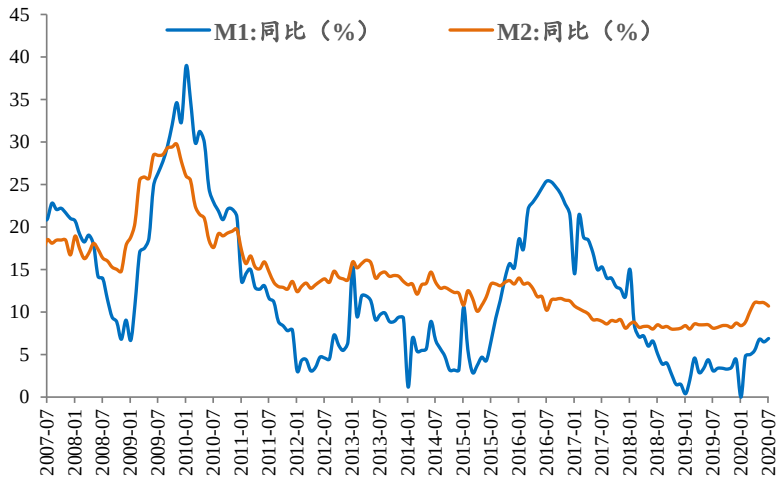
资料来源：Wind，恒大研究院

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。

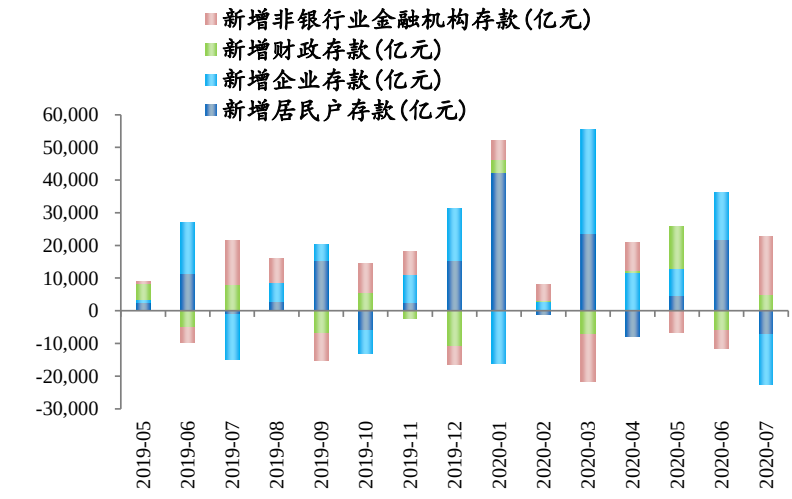
M1 同比增速 6.9%，环比提升 0.4 个百分点，居民购房需求持续回暖、基建发力，交易性需求持续恢复，实体经济活跃度进一步上升。

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

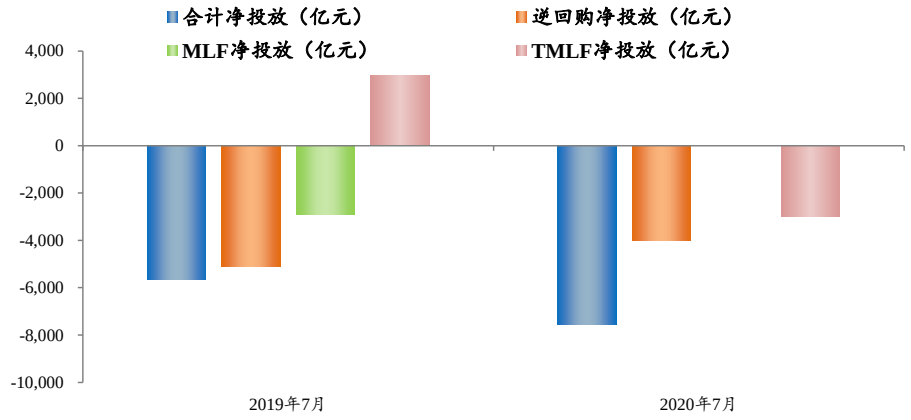
7、流动性层面，7 月资金投放量缩、价平，市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

公开市场操作来看，7 月央行净回笼流动性 7574 亿元，略高于 2019 年同期水平（净回笼 5631 亿元）。1）7 月央行以公开市场操作为主，熨平缴税缴款带来的资金面波动，累计通过 OMO、MLF 等渠道净回笼流动性 7574 亿元，回笼金额高于去年同期，主要受 MLF、TMLF 缩量续作影响。2）2020 年 1-7 月，央行通过降准、OMO、MLF 等渠道，累计净投放流动性 5905 亿元，与 2019 年同期水平（5612 亿元）基本持平，货币政策回归常态。

再贷款再贴现来看，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。截至 6 月末，3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款再贴现已基本执行完毕，截至 7 月 27 日，1 万亿再贷款再贴现累计发放超过 4573 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%。

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。目前 7 天 OMO 利率 2.2%，1 年期 MLF 利率 2.95%，DR007 利率和 1 年期国债利率基本围绕 7 天 OMO 利率波动，1 年期银行同业存单利率和 10 年期国债利率基本围绕 1 年期 MLF 利率波动。货币市场、债券市场利率基本调整至政策合意水平。

图表：2020 年 7 月资金面边际收紧



资料来源：Wind，恒大研究院

8、从企业融资层面来看，短融、公司债发行利率较去年年末下降，仍具备性价比，但中票发行利率已高于去年年末水平。

我们测算，2019 年 12 月存量社融成本 5.26%，而 2020 年 7 月为 4.66%，整体来看，存量社融成本已经下降 60BP。

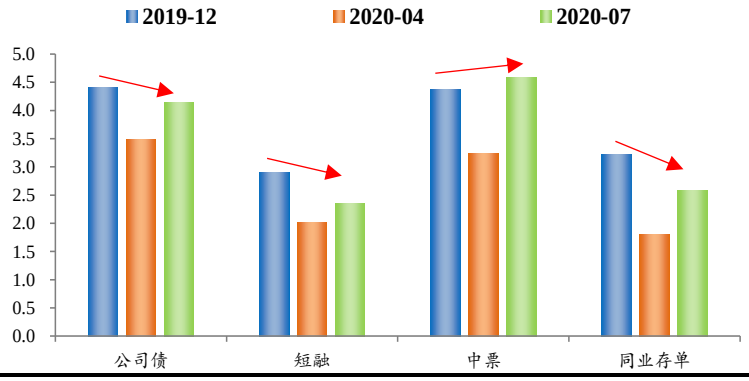
1）公司债：公司债发行利率 7 月均值为 4.15%，环比基本持平，较 4 月低点大幅上升 66BP，但较去年 12 月仍已降低 26BP。

2）中票：中票发行利率 7 月均值为 4.58%，环比上升 54BP，较 4 月低点大幅上升 134BP，较去年 12 月上升 20BP。

3）短融：短融发行利率 7 月均值为 2.35%，环比上升 18BP，较 4 月低点上升 33BP，但较去年 12 月仍已大幅下降 55BP。

4）同业存单：存单发行利率 7 月均值为 2.57%，环比上升 30BP，较 4 月低点大幅上升 78BP，但较去年 12 月仍已下降 66BP。**8 月至今，1 年期存单发行利率上行至 2.93%，向 1 年期 MLF 利率靠拢。**

图表：短融及公司债发行利率较去年末下降



资料来源：Wind，恒大研究院

9、从影响来看，货币政策强调跨周期调节和精准导向，利好股市、利空债市。

就业方面，货币政策强调精准滴灌、直达实体，定向支持中小微企业，有助于稳企业、稳就业、保民生。

通胀方面，下半年 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包括房价、股价在内的广义通胀和金融稳定。**

股市方面，全球流动性宽松，美国 QE、零利率，中国上半年连续降息降准，充裕的流动性缺乏资产投向，大量流入股市。7 月第一周，上证综指突破 3400 点，单周涨幅高达 14%，日均成交额破万亿。监管层发声，打击资金违规流入股市。

债市方面，货币政策回归常态，5 月至今债市大幅调整，1 年期、10 年期国债收益率已接近疫情前水平。7 月上旬，股债跷跷板效应下债市下挫，中下旬中美摩擦再起、摊余成本法债基大量发行，债市收益率有所下行但幅度不大。

10、展望下半年，货币政策从“逆周期调节”到“跨周期设计和调节”，从宽松到结构性宽松，兼顾稳增长和防风险。

其一，货币政策从“逆周期调节”到“跨周期设计和调节”，从宽松到结构性宽松，兼顾稳增长和防风险。此前货币政策强调“逆周期调节”，旨在熨平短期经济波动，但随着经济增长向潜在增速回归，货币政策回归常态，“跨周期调节”要兼顾短期和中长期，兼顾稳增长和防风险，不能因稳增长而过度放松导致风险积聚，也不能因防风险而过早收紧导致经济回落。

其二，结构性货币政策精准投放，下半年无外乎：加强 MPA 对制造业中长期融资、民企和小微企业信贷的考核，“三档两优”定向降准，再贷款，再贴现，创新直达实体经济的货币政策工具，切实保障对涉农、小微、民企和受疫情影响严重行业的资金支持力度。

其三，降低综合融资成本，完善“MLF-LPR-贷款利率”传导。

其四，中国央行不愿看到零利率或负利率，要引导市场利率围绕 OMO 和 MLF 利率平稳运行，不会过高也不会过低。

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