2020 年 8 月 12 日

宏观经济

预计双宽进入双稳，实体信用持续修复

——2020 年 7 月货币数据的点评

宏观点评

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwenyan21@126.com

投资要点：

- 国家持续加大金融对实体支持力度，叠加经济加快恢复增长，企业与居民投融资需求回升，7 月份社融与投向实体领域的信贷均继续同比多增，但阶段性对冲政策已在退出，宽货币和宽信用“双宽”逐步进入“双稳”，人民币贷款和货币供应量 M2 增速均小幅回落。展望下一阶段，随着经济增速回到潜在增长水平，国内货币政策继续回归常态和“观察期”，信用更强调精准导向，降息难现，但短期政策也不存在大幅收紧的基础。
- **受益宽信用和需求回升，社融增速在表外融资与信贷支撑下继续抬升。**7 月份社融增量为 1.69 万亿元，同比多增 4028 亿元。分项看，受益国家加大中小微企业金融扶持力度，适当放宽融资条件，叠加实体经济回暖融资需求回升，表外融资和人民币贷款分别同比少减 3576 和多增 2114 亿元，为主要贡献因素；但受近期利率回升较多、为抗疫特别国债发行腾挪空间影响，本月政府债券和企业债券融资规模均有所回落，分别同比减少 968 和 561 亿元。预计 8 月份社融增速或维持在 12.9%左右，全年约增长 13%。
- **货币政策回归常态致信贷小幅回落，但中长贷保持高增表明实体需求持续修复。**7 月金融机构新增人民币贷款 9927 万亿元，同比减少 673 亿元，低于市场预期。信贷总量有所回落，主因在于监管层强化金融风险防控，非银金融机构贷款同比大幅减少 2598 亿元，同期投向实体领域的信贷规模和结构均继续改善。具体看，投向实体的信贷分项中，中长期贷款同比多增 3904 亿元，源于实体投资和房地产市场回暖，非金融企业和居民中长贷均有所增加；短贷及票据融资同比减少 1716 亿，主因或在于监管严控资金套利和阶段性货币政策退出，企业票据融资和短贷均减少，但受益居民消费边际改善叠加 A 股市场行情火爆，居民短贷已连续五个月同比多增。预计下半年信贷增速维持平稳，全年约增长 13.1%。
- **货币创造放缓和财政存款环比回升拖累 M2 增速回落，企业盈利边际改善助力 M1 增速回升。**7 月份财政存款环比增加 1.1 万亿元，叠加货币政策回归常态，国内信贷小幅回落，信用货币创造有所放缓，共同拖累 M2 增速较上月降低 0.4 个百分点至 10.7%。但随着国内外需求回暖，6-7 月份 PPI 降幅持续收窄，企业盈利和现金流边际明显改善，叠加去年同期 M1 基数较低，7 月 M1 增速较上月提高 0.4 个百分点至 6.9%。本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月大幅收窄 0.8 个百分点至-3.8%，但与 M2 增速相比，M1 增幅明显较低，叠加 PPI 仍为负，意味着企业盈利或依旧面临较多困难。
- **货币政策展望：继续回归常态，由“双宽”进入“双稳”，信用精准导向，降息难现。**随着国内疫情防控与经济社会运行基本趋于正常，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，预计未来阶段性对冲货币政策将继续退出，结构性政策将担当重任。在量的方面，维持总量适度，新增融资重点流向制造业、中小微企业；在价的方面，预计降息政策更趋谨慎，概率偏低，推动综合融资成本明显下降的抓手在于金融机构让利。预计前期“宽货币+宽信用”双宽组合将进入“稳货币+稳信用”双稳组合，但短期货币政策亦不存在大幅收紧的基础，因为经济形势仍然复杂严峻，为配合财政发力、落实好结构性政策、应对外部不确定性冲击，货币政策需继续更加灵活适度。

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、宽信用叠加需求回升，表外融资与信贷支撑社融增速继续抬升.....3
二、政策回归常态致信贷小幅回落，但中长贷保持高增表明实体需求持续修复4
三、货币创造放缓拖累 M2 增速回落，企业盈利边际改善是 M1 回升主因.....5
四、展望：货币政策继续回归常态，信用精准导向，降息难现.....7

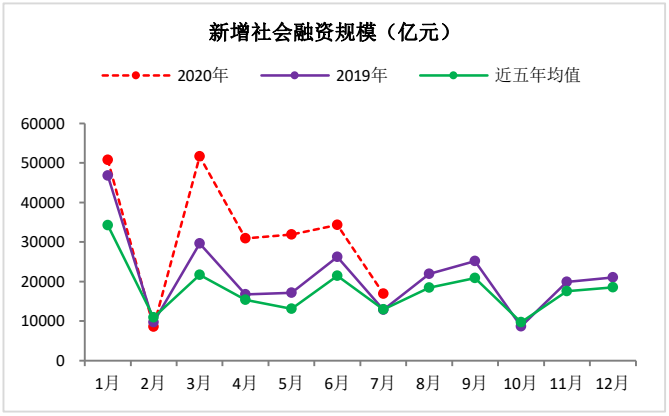
正文：

事件：2020 年 7 月份，社融增量为 16900 亿元，较上年同期多增 4028 亿元；新增人民币贷款 9927 亿元，较上年同期减少 673 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 6.9%、10.7%，增速较上月末分别高 0.4 和低 0.4 个百分点，比上年同期分别高 3.8 和 2.6 个百分点。

一、宽信用叠加需求回升，表外融资与信贷支撑社融增速继续抬升

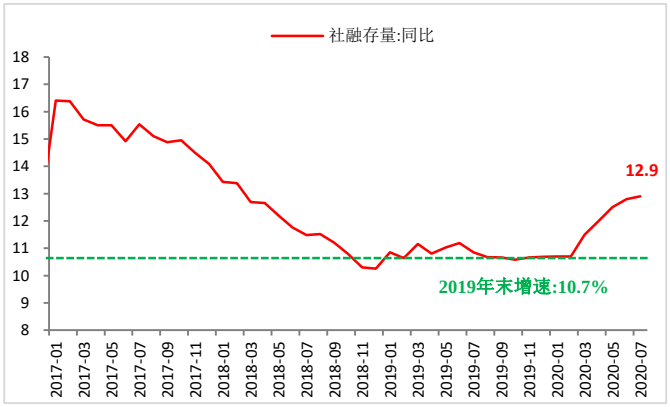
7 月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为 1.69 万亿元，同比多增 4028 亿元（见图 1）；存量增速为 12.9%，较上月提高 0.1 个百分点，续创 29 个月新高（见图 2），反映出国内实体融资供需继续保持扩张。

图 1：社融增量继续保持扩张



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：社融存量增速创 29 个月新高

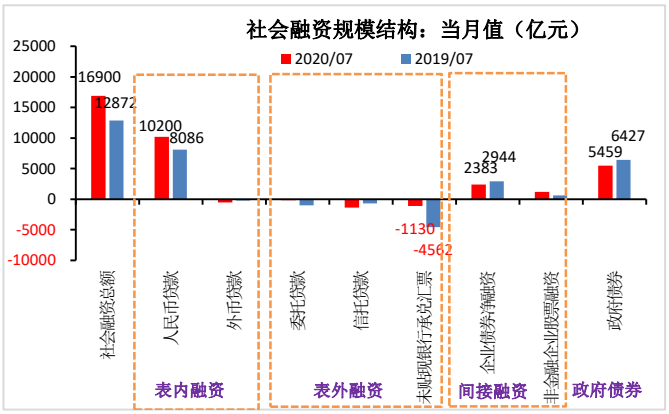


资料来源：WIND，财信研究院

从分项看，受益国家加大中小微企业金融扶持力度，适当放宽融资条件，叠加实体经济回暖融资需求回升，表外融资和人民币贷款（社融口径）分别同比少减 3576 和多增 2114 亿元，是本月社融增速继续走高的主要贡献因素（见图 3）；此外，受益政策支持与 A 股市场行情火热，国内 IPO 明显提速，非金融企业股票融资规模较去年同期实现翻倍增长，同比多增 622 亿元，也有利于本月社融增加。相比之下，受近期利率回升较多、其他债券为抗疫特别国债发行腾挪空间影响，本月政府债券和企业债券融资规模均有所回落，分别同比减少 968 和 561 亿元（见图 3-4）。

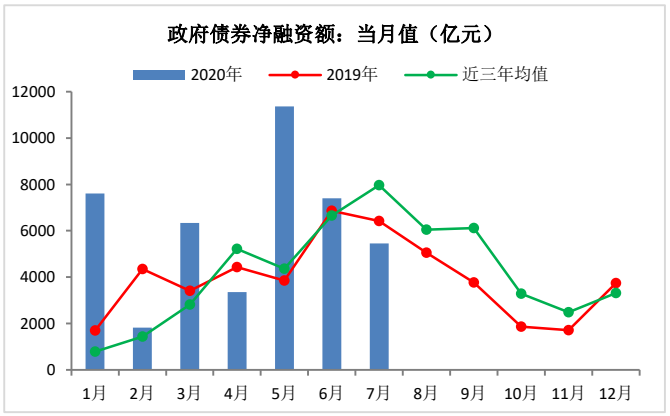
往后看，预计 8 月份社融增速或维持在 12.9%左右，全年约增长 13%。一是为尽快形成实物工作量，政府债券发行或提速，如根据财政部表态，年内剩余 1.5 万亿地方政府专项债将于 10 月底全部发行完毕。二是再贷款再贴现、普惠小微企业信用贷款和贷款延期等政策支持下，实体信贷对社融的支撑仍偏强。三是其他分项中，表外融资贡献或边际有所弱化，如本月表外融资同比多增，主要源于去年未贴现银行承兑汇票基数较低，未来数月该支撑将褪去，且信托新规对表外信托贷款将持续形成制约。

图 3：7 月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：政府债券净融资额：当月值



资料来源：WIND，财信研究院

二、政策回归常态致信贷小幅回落，但中长贷保持高增表明实体需求持续修复

7 月金融机构新增人民币贷款 9927 万亿元，同比减少 673 亿元。本月新增信贷总量同比回落，与社融走势背离，主要源于非银行业金融机构贷款同比大幅减少 2598 亿元，反映出货币政策回归常态化后，监管层对金融机构风险防范有所强化，非银机构杠杆下降。但本月投向实体经济领域的信贷同比继续保持增长，且结构上中长期贷款同比多增 3940 亿元，表明实体经济持续修复，信贷资金正加速进入企业，用于支持中长期生产经营活动，同期短期贷款及票据融资同比减少 1716 亿元（见图 5）。

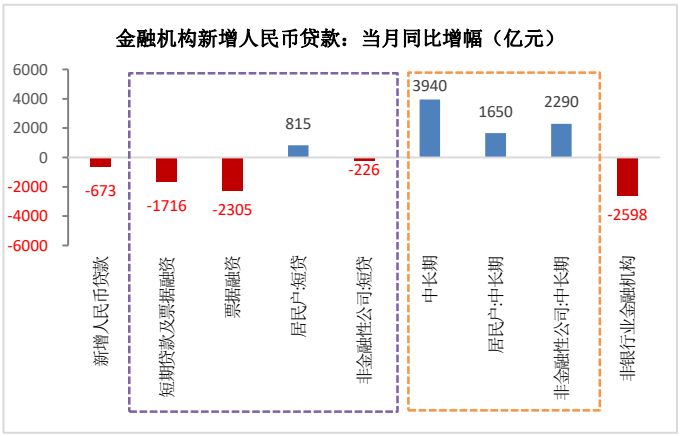
从中长期贷款分项看，非金融企业和居民部门均有所增加，反映出实体投资需求与房地产市场均有所回暖。具体看，受益央行加大中小微企业金融支持力度，提高制造业中长期贷款规模与比重，叠加新老基建配套融资需求增加，非金融企业中长期贷款同比多增 2290 亿元，连续 5 个月同比多增 2000 亿元以上（见图 5 和图 7）。如根据央行二季度货币政策执行报告，截止 6 月末国内制造业中长期贷款和普惠小微企业贷款增速分别为 24.7%和 26.5%，高出同期全部贷款增速 11.5 和 13.3 个百分点。此外，受部分城市房地产价格上涨影响，居民购房意愿也有所回升，居民部门中长期贷款同比多增 1650 亿元，连续两个月保持同比多增（见图 5），但“房住不炒”定位下，多个城市已开始收紧楼市政策，预计居民中长贷或难以持续大幅增长。

从短期贷款及票据融资分项看，居民短贷继续同比多增，表明居民消费持续边际改善，但企业短贷和票据融资同比减少，或主要源于监管严控资金套利和阶段性货币政策退出。具体看，受益国家加大促消费政策支持力度，叠加疫后居民消费意愿回升，股票市场火热，本月居民短贷同比多增 815 亿元，已连续五个月保持同比多增（见图 8），但疫情未退、居民收入承压，特别是低收入群体增收困难，预计全年社零增速转正仍有较大压力，如 1-7 月份居民新增短贷累计值依旧为负（见图 8）。同期，受央行坚决打击企业通过低息票据融资，购买高利率结构性存款资金套利行为影响，企业票据融资同比减

少 2305 亿元（见图 5），且新增规模已连续两个月为负；受阶段性抗疫对冲货币政策退出影响，企业短期贷款同比减少 226 亿元（见图 5），且新增规模也已由正转负。

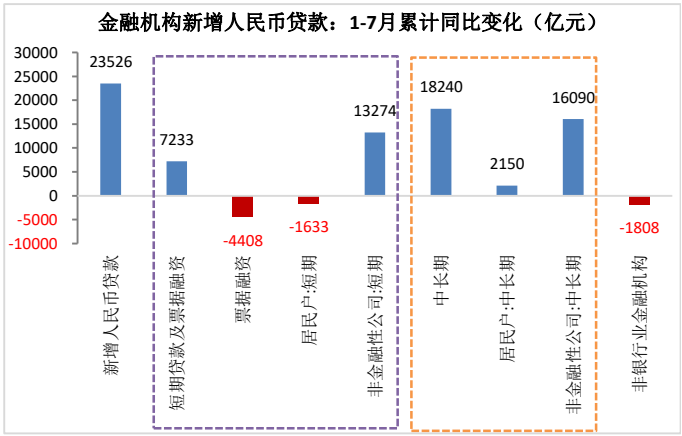
预计下半年信贷增速维持平稳，全年约增长 13.1%。2020 年 1-7 月金融机构新增人民币贷款 13.1 万亿元，同比多增 2.35 万亿元（见图 6）。按照易纲行长在陆家嘴论坛上的发言，今年全年新增人民币贷款规模近 20 万亿元，意味着 8-12 月信贷额度在 7 万亿左右，高出去年同期 8300 亿元，从增量看 8-12 月信贷投放力度将趋于放缓。从增速看，20 万亿的新增规模，对应 2020 年末人民币贷款增速为 13.1%，较 7 月末增速小幅回升 0.1 个百分点。

图 5：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



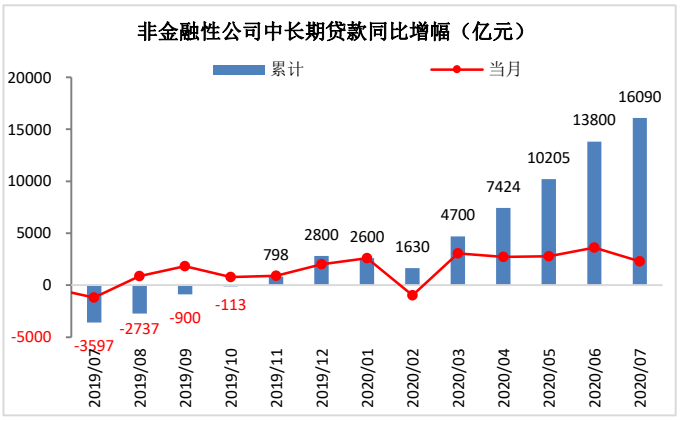
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款：1-7 月累计同比增幅



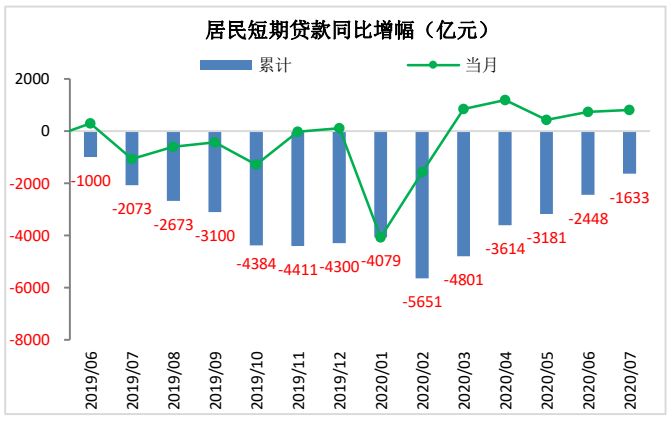
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：非金融性公司中长期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款同比增幅（亿元）



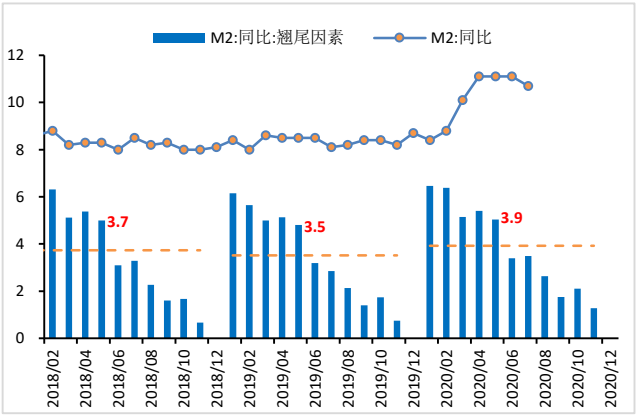
资料来源：WIND，财信研究院

三、货币创造放缓拖累 M2 增速回落，企业盈利边际改善是 M1 回升主因

7 月末 M2 同比增长 10.7%，较上月减少 0.4 个百分点，原因主要有三：一是受季节性缴税影响，财政存款环比增加 10974 亿元，不利于同期居民与企业部门存款增加，对 M2 形成拖累；二是国内信贷小幅回落，贷款创造存款的信用货币创造有所放缓，不利

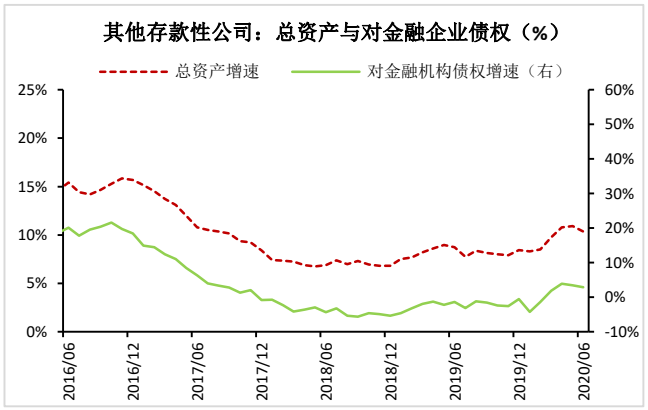
于 M2 提高，反映到金融机构资产负债表上，表现为截止 6 月末，其他存款性公司总资产和对金融机构债权增速均较前两个月明显回落（见图 10）；三是翘尾因素较上月提高 0.1 个百分点，有利于 M2 增速稳定（见图 9）。

图 9：7 月 M2 翘尾因素小幅提高 0.1 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

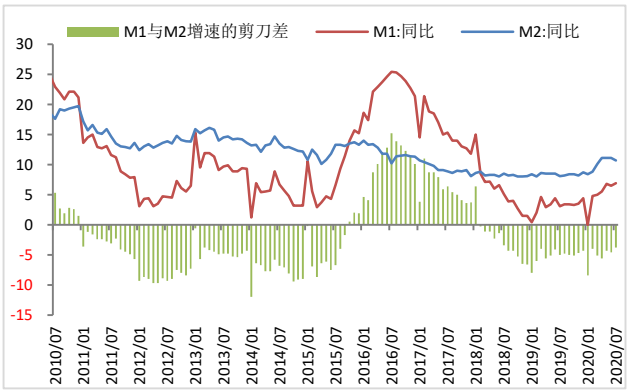
图 10：银行总资产与对金融企业债权增速小幅回落



资料来源：WIND，财信研究院

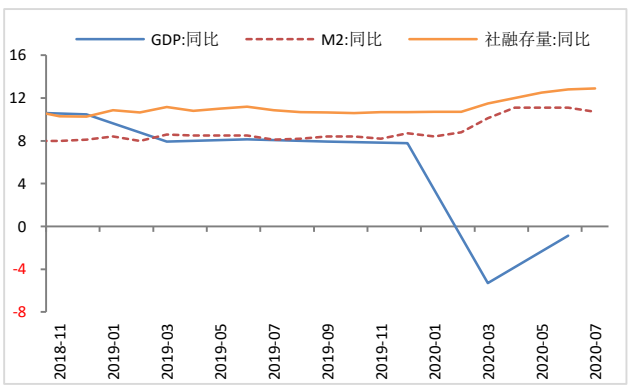
7 月末 M1 同比增长 6.9%，较上月提高 0.4 个百分点（见图 11）。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，因此其增速由 6 月的 6.0%升至 7 月的 6.4%，是 M1 回升的主因。单位活期存款增速回升，一方面与去年同期低基数相关，如 2019 年 7 月末单位活期存款增速为 2.8%，较上月降低 1.6 个百分点，为去年全年的第二低位；另一方面也反映出企业盈利改善步伐有所加快，因为根据历史经验，企业经营活动越好，现金和资金流越多，活期存款也就越多，反之则相反。如 6-7 月份国内 PPI 增速降幅持续收窄，工业企业利润边际大幅改善，叠加房地产销售持续边际好转，均有利于企业活期存款增加。受益投资和消费需求修复，本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月大幅收窄 0.8 个百分点至-3.8%，但与 M2 增速相比，M1 增幅明显较低，且 PPI 仍为负，意味着企业盈利依旧较为困难，社会中充裕的流动性资金，仍部分以居民储蓄存款和企业定期存款形式存在，“窖藏”在实体经济中，如工业企业盈利较为困难的 2018-2019 年、2011-2015 年，M1 与 M2 的剪刀差亦均为负（见图 11）。

图 11：M1 与 M2 增速剪刀差降幅收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速与名义 GDP 增速差趋于收敛



资料来源：WIND，财信研究院

预计 8 月末 M2 增长 10.8%左右，全年约增长 11%。一是翘尾因素在 8 月和全年分别降低 0.9 和提高 0.4 个百分点，不利于 8 月 M2 增速大幅提高，但有利于全年 M2 保持稳定；二是为实现“六稳”+“六保”目标，保障就业稳定大局，下半年货币政策不存在大幅收紧的基础，未来数月受益政府债券迎来发行小高峰，国内信用货币创造有望加快，有利于 M2 保持增长；三是根据历史经验，8 月财政存款将环比回落，也将支撑 M2 企稳。

四、展望：货币政策继续回归常态，信用精准导向，降息难现

随着国内疫情防控与经济社会运行基本趋于正常，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，国内货币政策取向也将随之发生边际调整，货币政策继续处于“观察期”（见图 12）。预计未来阶段性对冲政策将继续退出，结构性政策将担当重任，在“量”和“价”上同时向制造业、中小微企业倾斜；但短期货币政策亦不存在大幅收紧的基础，因为经济形势仍然复杂严峻，为配合财政发力、落实好结构性政策、应对外部不确定性冲击，货币政策需继续更加灵活适度。

一是量的方面，维持总量适度，新增融资重点流向制造业、中小微企业。7 月政治局会议和央行二季度货币政策执行报告也强调货币政策要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。**二是价的方面，预计降息政策更趋谨慎，概率偏低，推动综合融资成本明显下降的抓手在于金融机构让利。**因为上半年国内宏观杠杆率大幅调高约 21 个百分点，为守住不发生系统性金融风险底线、稳住房地产市场，实现稳增长和防风险长期均衡，下半年动用利率工具的概率明显下降。**三是货币政策不存在大幅收紧的基础。**核心在于，经济形势仍然复杂严峻，外部不稳定不确定因素较多，下半年维持经济乘势而上和就业大局稳定仍面临一定压力；同时政府债券大规模发行，可能会导致利率上升，对私人投资产生“挤出效应”，不利于后续债券的发行，为配合财政发力，避免资金利率大起大落，货币政策也不宜过紧。

从对资本市场的影响看，货币政策回归常态对利率下行形成一定制约，叠加近期债券供给增加较多、基本面边际好转、通胀回升等因素扰动，短期债市波动或加大；但实体企业融资条件宽松，信贷可得性大幅提高，叠加房住不炒和央行压降结构性存款，流动性对股市影响偏中性。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。