恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

货币政策从超宽松到结构性宽松

——6 月金融数据点评

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/7/10

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：中国 6 月 M2 同比增长 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。6 月新增人民币贷款 1.8 万亿元，预期 1.76 万亿元，前值 1.48 万亿元。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。

1、近期货币政策及 6 月金融数据，呈八大变化：

1）整体趋势来看，货币政策从危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”常态模式。

2）6 月社融增速 12.8%再创 2018 年 3 月以来新高，宽信用延续，但社融上升的斜率边际放缓。

3）信贷结构延续改善，经济弱恢复、楼市销售回暖、股市走牛，企业中长期贷款和居民中长期贷款同比均大幅多增。

4）M2 增速 11.1%，环比持平，但高于 2019 年的 8%。居民和企业存款大幅多增，银行和财政部门让利于实体部门。M1 增速环比回落 0.3 个百分点但仍处于高位，企业和居民投资保持谨慎。

5）从流动性层面看，6 月资金投放量缩价平，银行间市场及债券市场利率均有所上行。

6）从影响看，宽货币转向宽信用，稳企业、稳就业，利好股市、利空债市，房地产市场结构性恢复但难以出现全面繁荣。

7）展望下半年，美国、日本等疫情二次爆发，印度、巴西等新兴经济体疫情严峻，外贸形势不容乐观，货币政策仍将延续宽松基调，难以转紧，但力度减弱，以结构性宽松为主，提高“直达性”，宽信用、降成本，兼顾防风险和稳杠杆。

8）值得注意的是，近期股市、黄金等资产价格纷纷大涨，根本原因是全球流动性宽松，美国 QE、零利率，中国降息降准，国内经济虽然逐步恢复但形势仍严峻。建议政策定向引导流动性流向新老基建，既能建设基础设施、带动就业，还能带动上下游产业链和企业，是宽货币到宽信用最好的方式。

2、货币政策从危机状态转向常态模式，结构性政策发力。

从政策取向来看，货币政策从危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”常态模式。从原因来看，一方面，经济延续恢复态势，5 月当月工业增加值增速转正、PMI 连续 4 个月位于荣枯线以上，6 月 PPI 环比转正、同比跌幅收窄，货币政策无需继续大幅宽松。**另一方面，3-4 月流动性高度充裕的背景下，金融机构加杠杆、企业票据套利现象抬头，监管出拳抑制资金空转、遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体。**

从近期监管层态度来看，6 月 18 日陆家嘴论坛、6 月末“余初心”发文、7 月 1 日央行货币政策委召开二季度例会，均释放出相同的政策信号：坚持总量适度，积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出，但**适时退出并不意味着收紧货币，目的是为了“退空转”，提高政策的“直达性”，更好地服务实体经济。**

从政策操作来看，6 月总量政策继续保持谨慎适度，但结构性政策仍在加码。一方面，6 月总量性政策发力的预期再次落空。6 月 17 日国常会降息降准预期落空，央行仍以公开市场操作为主，量缩、价平，6 月 18 日重启 14 天逆回购，抚平特别国债发行、跨季跨半年带来的短期流动性波动。**另一方面，结构性政策仍在加码，重点是精准滴灌、直达实体。**1）6 月 1 日，央行创设两个直达实体经济的货币政策工具。2）6 月 17 日**国常会强调，推动金融系统全年向各类企业让利 1.5 万亿元。**3）7 月 1 日，**央行下调支农支小再贷款利率、再贴现利率各 25BP，下调金融稳定**

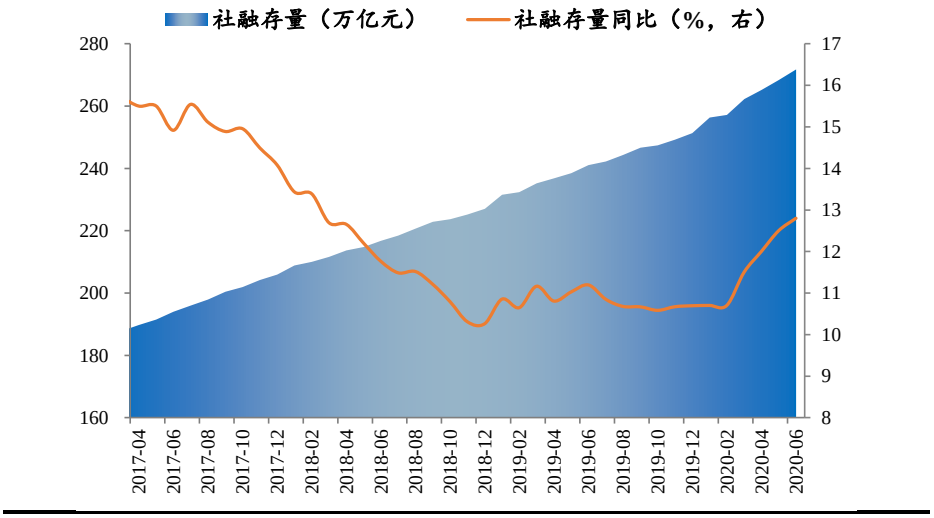
再贷款利率 50BP，其中再贴现利率为 2010 年 12 月以来的首次调整。4）7 月 1 日国常会提出，允许地方政府专项债支持中小银行补充资本金。

3、总量层面，社融增速再创新高，6 月社融增速 12.8%创 2018 年 3 月以来新高，宽信用态势延续，但社融上升的斜率边际放缓。

6 月社融增速 12.8%，创 2018 年 3 月以来新高，环比提升 0.3 个百分点。6 月新增社会融资规模 3.43 万亿元，同比多增 8099 亿元，高于 2017 年以来（可比口径下）的历年同期规模。1-6 月合计新增社融 20.83 万亿元，同比大幅多增 6.22 万亿元。6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增速 12.8 %，环比提升 0.3 个百分点，连续 4 个月提升。供给端，监管再次强调金融让利实体，宽信用政策继续发力，支持银行信贷投放、债券购买；需求端，PMI 连续 4 个月位于荣枯线以上，基建发力继续带动内需修复，房地产销售数据延续好转，显示实体企业投资、居民购房及消费需求继续回暖。

3 月以来的宽信用态势延续，但社融同比多增量从 3-5 月的天量水平（2.2 万亿、1.4 万亿、1.5 万亿）下降至 6 月的 8099 亿元，社融上升的斜率边际放缓。

图表：6 月社融增速环比提升 0.3 个百分点



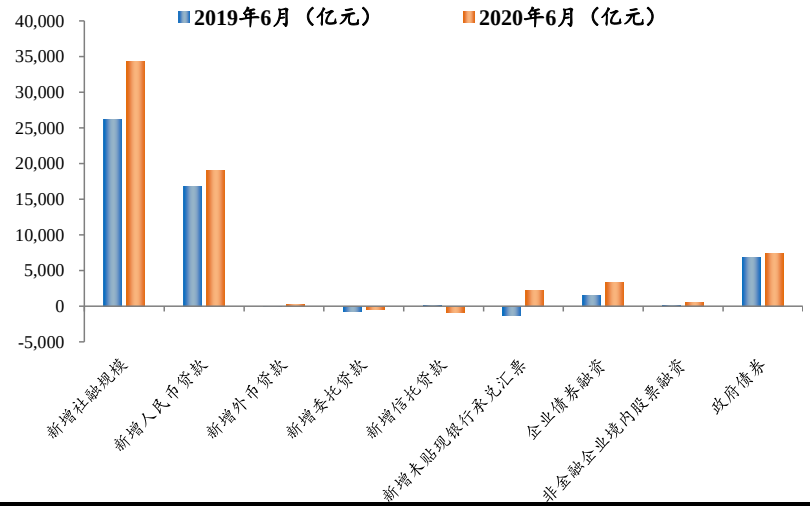
资料来源：Wind，恒大研究院

4、结构层面，企业及居民中长期贷款延续多增、企业债发行回暖，未贴现承兑汇票大幅多增，构成社融主要支撑。

表内融资方面，信贷同比延续多增。6 月新增人民币贷款 1.9 万亿元，同比多增 2306 亿元，企业及居民中长期贷款是主要支撑。**直接融资方面，企业债券融资同比多增 1872 亿元。**6 月新增企业债券融资 3311 亿元，同比多增 1872 亿元。6 月信用债市场利率上行，但企业债融资额环比回升，反映企业抓住当前融资窗口、重新加大债券发行力度。**表外融资方面，未贴现汇票带动表外同比大幅多增。**6 月表外融资新增 853 亿元，同比大幅多增 2976 亿元，其中未贴现承兑汇票同比多增 3500 亿元，5 月以来监管层整治资金空转，**打击结构性存款、规范票据发行，票据套利现象有所抑制**。信托贷款多减 867 亿元，**银保监会加强对资金信托、融资类信托的监管力度**，未来信托贷款规模或将进一步压降。**其他融资方面，政府债券同比微增 533 亿元。**6 月新增政府债券融资 7400 亿元，财政部放慢专项债发行节奏，为抗疫特别国债腾出空间，叠加去年同期高基数，政府债增长放缓。但两会已下达全年特别国债、财政赤字、专项债额度

合计 8.5 万亿元，下半年剩余额度 4.7 万亿元，**后续政府部门加杠杆将继续支撑社融增长。**

图表：2020 年 6 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

5、信贷总量来看，贷款延续多增，宽信用政策持续加码。

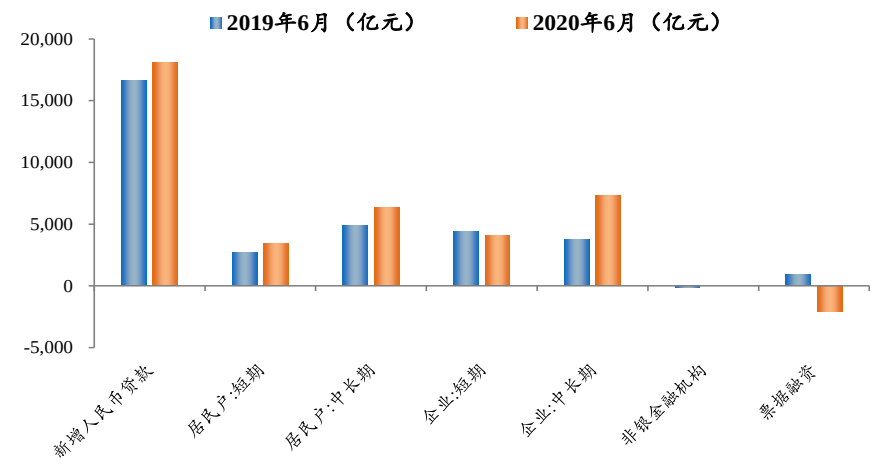
6 月金融机构口径新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1474 亿元。1-6 月合计新增信贷 12.09 万亿元，同比大幅多增 2.42 万亿元。宽信用政策持续发力，支撑信贷增长。其一，1 万亿再贷款再贴现额度持续发放。其二，6 月 1 日央行创设两个直达实体经济的货币政策工具，一是普惠小微企业贷款延期支持工具，预计可覆盖普惠小微企业贷款本金约 7 万亿元，二是普惠小微企业信用贷款支持计划，可带动新发 1 万亿普惠小微企业信用贷款。其三，6 月 17 日国常会再次强调，推动金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元。

6、信贷结构延续改善，企业中长期贷款仍是主要支撑，居民信贷占比持续上升显示消费购房需求继续复苏。

企业贷款来看，宽信用支持下企业中长期贷款仍是主要支撑，结构延续改善。6 月新增企业贷款 9278 亿元，同比多增 173 亿元。**短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 357 亿元、多增 3595 亿元、少增 3065 亿元。**短贷及票据大幅少增，或因监管层整治资金空转，打击结构性存款、规范票据发行，中小银行资产负债表短期内受到一定冲击。新增企业中长期贷款占比的同比环比数据均明显提升，结构延续改善。供给端，宽信用政策持续发力，银行加大信贷投放；需求端，前期政府债放量发行，基建发力带动中长期配套贷款，企业投资需求边际回暖。

居民贷款来看，新增居民贷款占比由 2 月疫情冲击下的历史低点-46%恢复至 54%，居民需求持续复苏。6 月新增居民贷款 9815 亿元，同比多增 2198 亿元。其中，短期贷款新增 3400 亿元，同比多增 733 亿元，“618”购物节带动居民消费继续回暖。中长期贷款新增 6349 亿元，同比多增 1491 亿元，6 月 30 个大中城市商品房销售面积同比增速大幅回升至 9%，为疫情以来首次正增长。

图表：2020 年 6 月新增信贷结构

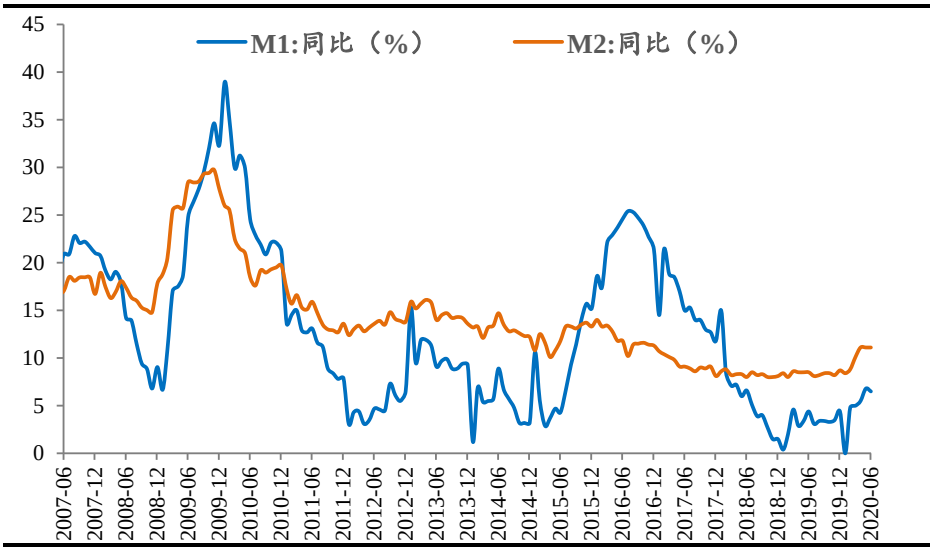


资料来源：Wind，恒大研究院

7、M2 增速环比持平，财政和银行部门让利于实体部门；M1 增速环比回落 0.3 个百分点但仍处于相对高位。

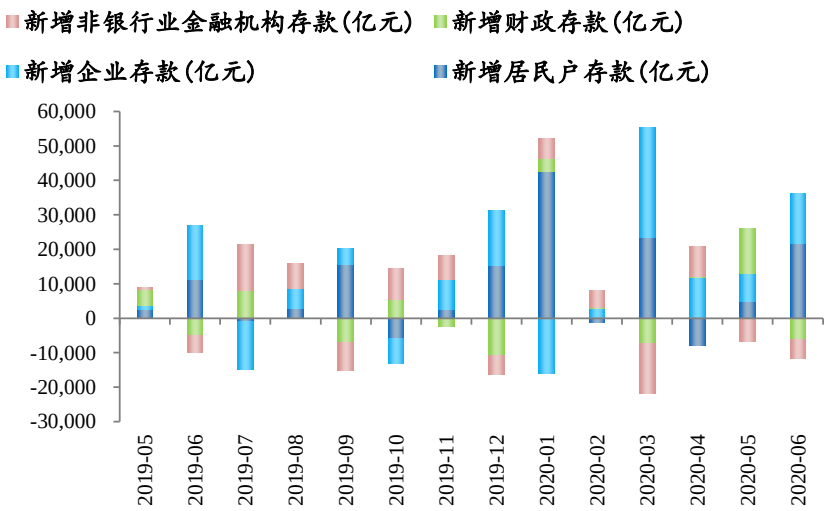
6 月 M2 环比持平，M1 环比回落略超预期。6 月宽信用政策支持银行信贷投放、债券购买，但财政支出速度略低于预期，对 M2 增速构成一定拖累。**从结构来看，**6 月企业存款增加 1.4 万亿元，同比少增 1183 亿元，居民存款增加 2.2 万亿元，同比大幅多增 1 万亿元，一方面，季末商业银行考核回笼存款，另一方面，5 月以来债市大跌、股市回暖，投资者或赎回货基债基至存款账户。财政存款减少 6102 亿元，同比多减 1082 亿元，但考虑到前期地方债募集大量资金，财政支出节奏略低于预期。非银金融机构存款减少 5568 亿元，同比多减 745 亿元，或反映资金面边际收紧背景下，金融机构加杠杆、企业发行票据购买理财套利等资金空转现象有所抑制。M1 同比增速 6.5%，仍处于相对高点，流动性活跃，但 M1 环比下降 0.3 个百分点略超预期，一方面源于去年同期高基数，另一方面经济弱复苏背景下，企业和居民投资意愿相对谨慎。

图表：M2-M1 剪刀差再度走阔



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政部门让利于实体部门



资料来源：Wind，恒大研究院

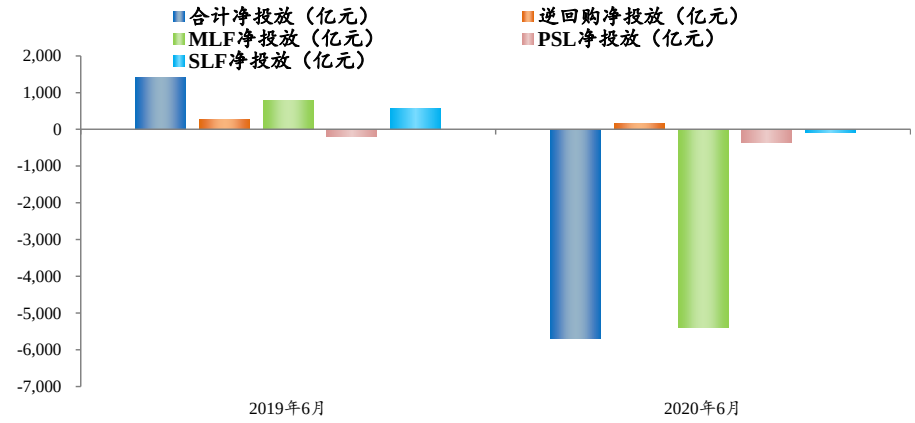
8、流动性层面，6 月资金投放量缩、价平，银行间市场及债券市场利率均有所上行。

公开市场操作来看，6 月央行净回笼流动性 5679 亿元，低于 2019 年同期水平（净投放 1425 亿元）。1）6 月央行以公开市场操作为主，6 月 18 日重启 14 天逆回购，累计通过 OMO、MLF 等渠道净回笼流动性 5679 亿元，低于去年同期水平，主要受 MLF 大幅缩量续作影响。2）2020 年 1-6 月，央行通过降准、OMO、MLF 等渠道，累计净投放流动性 1.3 万亿元，与 2019 年同期水平（1.1 万亿元）趋近，反映出货币政策从应对危机状态逐步向常态模式回归。

再贷款再贴现来看，6 月再贷款额度再增 4400 亿元，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。2020 年 1-4 月，再贷款再贴现额度累计新增 1.8 万亿元，6 月 1 日，央行设立两项货币政策创新工具，再贷款额度新增 4400 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%。

银行间资金利率、债券市场利率均有所上行。DR007 重回 7 天逆回购利率附近，1 年期、10 年期国债收益率分别上行约 50BP、20BP，高等级 1 年期中票、1 年期企业债收益率上行近 70BP，接近年初水平。

图表：2020 年 6 月资金面边际收紧



资料来源：Wind，恒大研究院

9、从影响来看，宽货币转向宽信用，利好股市、利空债市，房地产市场结构性恢复但难以出现全面繁荣。

对于就业，宽信用政策直达实体，定向支持中小微企业，货币政策精准滴灌有助于稳企业、稳就业、保民生。

对于通胀，宽信用政策支持企业复工复产、提振工业投资需求，有助于缓解通缩。6 月 CPI 回升系短期扰动，PPI 环比转正、同比降幅收窄，宽信用对通胀影响不大。

对于股市，全球流动性宽松，美国 QE、零利率，中国降息降准，经济虽弱恢复但形势仍严峻，充裕的流动性缺乏资产投向，大量流入股市。7 月第一周，上证综指已突破 3400 点，单周内涨幅高达 14%，日均成交额破万亿，连续多个交易日破 1.5 万亿。

对于债市，货币政策从宽货币转向宽信用，3-4 月资金高度充裕的局面难以再现，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。

10、展望下半年，货币政策仍将延续宽松基调，难以转紧，但力度减弱，以结构性宽松为主。

预计 3 季度货币政策以结构性宽松为主，提高“直达性”，宽信用、降成本，兼顾防风险和稳杠杆。一方面，美国、日本等疫情二次爆发，印度、巴西等新兴经济体疫情严峻，外贸形势不容乐观。另一方面，下半年中美摩擦存在不确定性，就业压力仍大，消费回升缓慢，经济形势仍然严峻。

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