日期：2020 年 07 月 13 日

货币将渐归中性

——2020 年 6 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、货币双如预期增长平稳

无论从余额增速还是新增规模上，6 月的信贷和货币增长都维持了平稳走势，都较为符合市场预期。中国货币政策在经历了疫情期间的边际放松后，很快转向平稳，央行及时向市场传达了这一政策倾向，使市场形成了和政策意图较为一致的预期，表明货币当局引导市场预期、管理市场预期能力有较大提高。

政策定调“救助”，货币环境仍将复归中性

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！随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性。中国货币环境“存量过多”的格局并没有改变，提高货币政策的有效性，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。

信贷期限均等化，经济活力提高

2020 年的信贷增长的一个显著变化是，增速上脱离了 2019 年下半年的“下台阶”运行局面，重新上移到 13.0 的上方运行。另一显著的变化是，信贷期限均等化。2019 年信贷长期化较为明显，尤其是企业短期贷款增长较弱，表明经济当期活力较弱；2020 年后，短期限信贷增长有显著提升，说明当期经济活力增强。

高房价致中小企业融资利率难降

当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，这体现了短期经济运行困难局面难以很快缓解的态势。正是高房价的长期不破，造成了中国货币环境“存量过多、增量不足”的矛盾局面，阻碍了货币政策的有效传导，使得基础货币扩张的政策效应难以传导到实体经济。高房价不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

货币环境将逐渐回归中性

当前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，当前偏高的广义货币增速难以持续。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。

事件： 6 月份金融数据公布

广义货币增长 11.1%。2020 年 6 月末，广义货币(M2)余额 213.49 万亿元,同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，增速比上月末低 0.3 个百分点,比上年同期高 2.1 个百分点;流通中货币(M0)余额 7.95 万亿元,同比增长 9.5%。上半年净投放现金 2270 亿元。

人民币各项贷款增长 13.2%。2020 年 6 月末,人民币贷款余额 165.2 万亿元，同比增长 13.2%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.2 个百分点。上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。分部门看，住户部门贷款增加 3.56 万亿元，其中，短期贷款增加 7552 亿元，中长期贷款增加 2.8 万亿元；企（事）业单位贷款增加 8.77 万亿元，其中，短期贷款增加 2.82 万亿元，中长期贷款增加 4.86 万亿元，票据融资增加 9697 亿元;非银行业金融机构贷款减少 2775 亿元。6 月份，人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 1474 亿元。

人民币各项存款增长 10.6%。2020 年 6 月末,人民币存款余额 207.48 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.2 个百分点。上半年人民币存款增加 14.55 万亿元，同比多增 4.5 万亿元。其中，住户存款增加 8.33 万亿元，非金融企业存款增加 5.28 万亿元，财政性存款增加 4384 亿元，非银行业金融机构存款减少 7446 亿元。6 月份，人民币存款增加 2.9 万亿元，同比多增 6371 亿元。

6 月份社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.33 万亿元，对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 3482 亿元；委托贷款减少 2306 亿元；信托贷款减少 1295 亿元，未贴现的银行承兑汇票增加 3862 亿元；企业债券净融资 3.33 万亿元；政府债券净融资 3.79 万亿元；非金融企业境内股票融资 2461 亿元，同比多 1256 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。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币双如预期增长平稳

无论从余额增速还是新增规模上，6 月的信贷和货币增长都维持了平稳走势，都较为符合市场预期。中国货币政策在经历了疫情期间的边际放松后，很快转向平稳，央行及时向市场传达了这一政策倾向，使市场形成了和政策意图较为一致的预期，表明货币当局引导市场预期、管理市场预期能力有较大提高。2020 年 6 月份，人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 1474 亿元；人民币贷款余额 165.2 万亿元，同比增长 13.2%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.2 个百分点；信贷增长无论是规模和增速，都和市场预期基本一致。6 月份广义货币同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点，增长平稳中同样合乎市场预期。

表 1　2020 年 6 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	18000	11.1	13.2
Average	18176	11.1	13.2
High	23800	11.4	14.0
Low	15000	10.9	13.1
No of Forecasts	38	38	31
SHSC	18000	11.0	13.2

数据来源：Reuters，上海证券研究所

中国疫情在得到有效控制后，经济复苏进程显著超出了市场预期，复工复产逐渐加速；虽然北京等个别地方出现了局部反弹，但也很快得到控制，表明中国对疫情防控的措施和经验，是有效的，因而未来即使海外疫情恶化，国内对输入性防控措施也能有效隔离影响，国内经济复苏进程必将持续平稳推进。

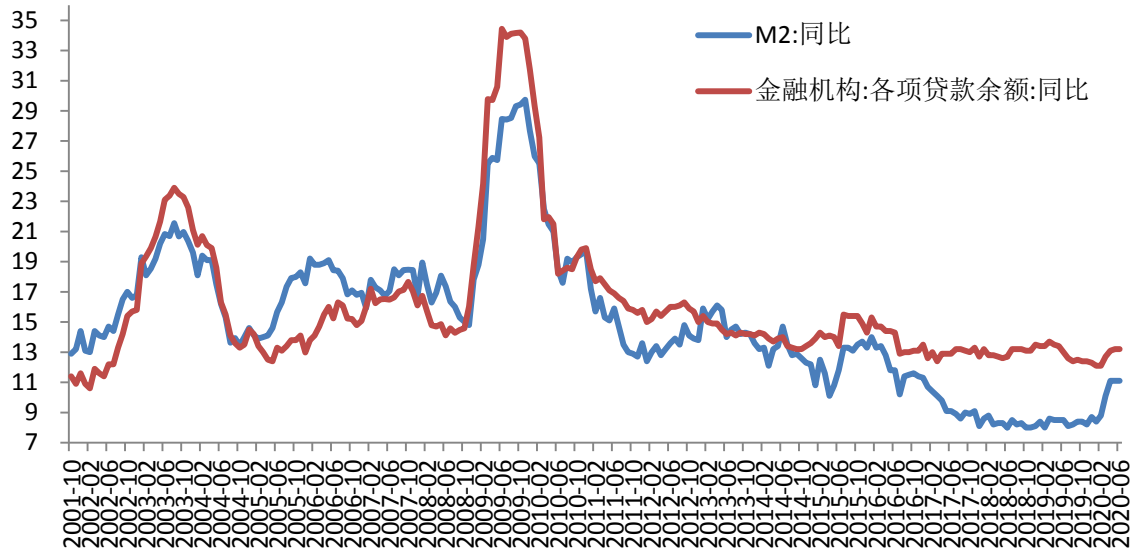
从预测分布看，虽然市场整体预期对货币环境维持了平稳的看法，但机构间分歧较大，说明市场共识在平稳中存在分歧；实际增长符合平稳预期，说明央行对维持货币政策常态化有明确取向。这种情况表明，海外疫情在冲击下各主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境造成的影响较为有限；货币当局虽然不再坚持维持中性政策基调，但政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上也仅是有限放松。

2.政策定调“救助”，货币环境仍将复归中性

从货币当局对政策的表述看，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。货币当局在 7 月初召开的“金融支持稳企业保就业工作座谈会”上表示，为疫情防控和经济社会发展提供支持，金融系统采取多项政策措施，加大了总量货币信贷支持，优化信贷投向结构，重点增加了普惠金融投放，而普惠金融领域中的中小微企业，正是受疫情冲击最为严重的领域；会议还要求，今后要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济。可见，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！

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

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！

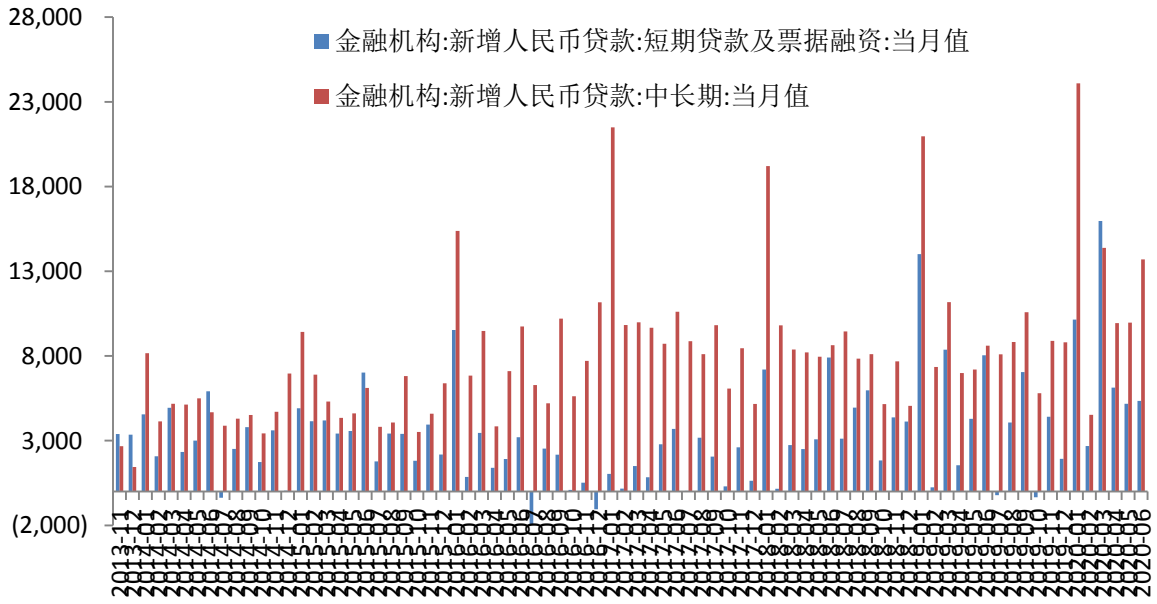
3.信贷期限均等化，经济活力提高

2020 年的信贷增长的一个显著变化是，增速上脱离了 2019 年下半年的“下台阶”运行局面，重新上移到 13.0 的上方运行。另一显著

的变化是，信贷期限均等化。2019 年信贷长期化较为明显，尤其是企业短期贷款增长较弱，表明经济当期活力较弱；2020 年后，短期限信贷增长有显著提升，说明当期经济活力增强。

2020 年 1-6 月，新增信贷中短期贷款及票据融资规模为 45449 亿元，去年同期为 36500 亿元，增长 8949 亿元，同比增长 24.52%；中长期贷款增长规模为 76600 亿元，去年同期为 62300 亿元，增长 14300 亿元，同比增长 22.95%。无论是企业部门，还是居民部门，2020 年各期限信贷增长都比较均衡，尤其是企业部门的短期信贷增长提高更为明显，接近翻番，达到了 91.84%，增速超过中长期信贷增速 39.66%较为显著。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。企业部门的长期贷款主要体现的是投资需求，体现的是企业部门对未来增长的预期；但由于中国基础设施建设对信贷的需求较为旺盛，因此企业部门的长期信贷基本上体现的是基建投资的增长，是政府推动基础设施建设的结果，因而不太能反映制造类企业的经济前景信心。从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。

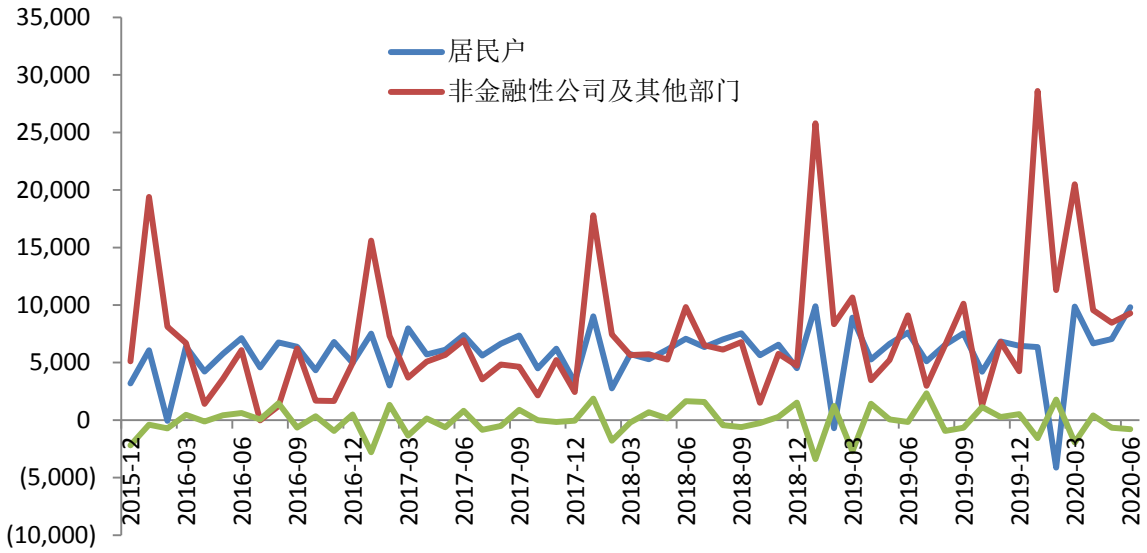
图 2　中国信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从信贷增长的部门分布上看，2020 年信贷增长主要是企业部门提高的结果，居民部门增长较为有限，表明信贷增长并不是楼市繁荣的结果，而是企业经济活动增长的结果。不过在高房价持续膨胀的情况下，居民部门信贷的进一步增长，其中蕴含的金融风险亦不容小觑。

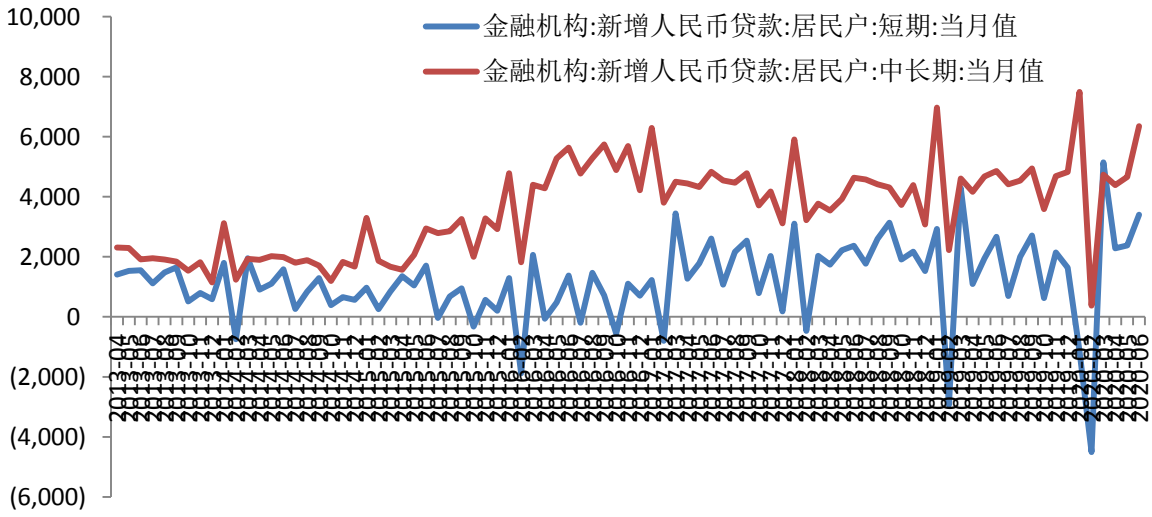
图 3　中国信贷增长的部门分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从居民部门当月新增信贷的期限分布上看，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，高房价对金融的“向心”吸引力仍相当强大。高房价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；正是高房价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！在经济运行压力较大的情况下，货币放松有可能引致资产泡沫的反弹，进一步加大经济转型难度，为经济的可持续增长增加更大压力。

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

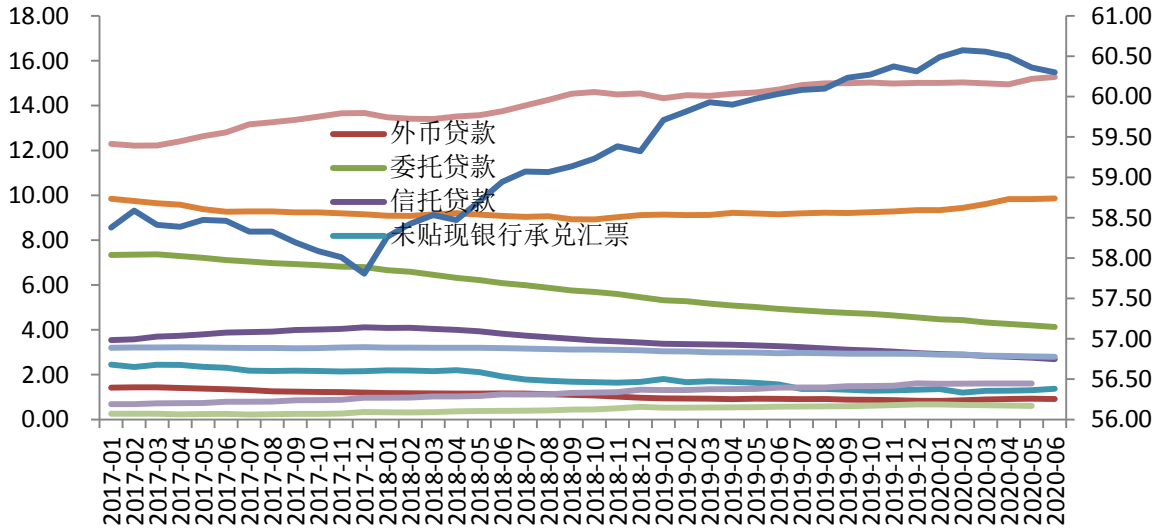
事件影响：对经济和市场

4.流动性宽松下身份商品市场繁荣，高房价延续

身份商品主要是指房地产和股票等股权类金融资产，这类购买不会增加现有实体经济领域的真实投资，只是增加了虚拟资产的价格。全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，在疫情没有得到有效控制的情况下，增加的流动性都流向了身份商品市场，直接推升了各类资产的价格，美国股市的快速反弹，正是基于此。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

由于新增流动性基本“定向”投放至实体经济，金融市场上的宽松局面在经历了前期的放松后，再度取向紧张，加上股市繁荣带来的金融机构改变，货币市场的宽松局面再度收紧，并维持了流动性偏紧局面。货币市场资金偏紧，实际上有助于资金“脱虚向实”。资金空转的根源在于高房价的持续高企！房地产基本上是所有非信贷融资方式的最终流向地，信托、租赁、证券化等，大部分的表外融资和非银行渠道资金，资金的最终使用方都是房地产，中国这几年“宽信用”的发展，并非来自金融供给侧改革发展带来的金融深化，而是高房价下银行、债券等传统渠道受政策限制下，多元化融资需求发展导致市场“野蛮”生长的结果，因而也深受监管动向影响。

图 5　中国社会融资结构存量占比变化（%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

中国货币当局根据形势变化及时修正货币政策，对冲疫情对经济的冲击，及时将流动性环境由中性调整至宽松；虽然货币政策重心在于结构性调整和定向投放，但货币总量的扩张，最终必然会推动身份商品市场的繁荣。在楼市“房住不炒”政策基调下，资本市场最终承接了大部分新增流动性，股市将上台阶后延续平稳运行局面。加大信贷投放的同时，宽信用也得到进一步发展，显然有助企业渡过难关，在疫情冲击过去后可以较快组织正常经营。

5.高房价致中小企业融资利率难降

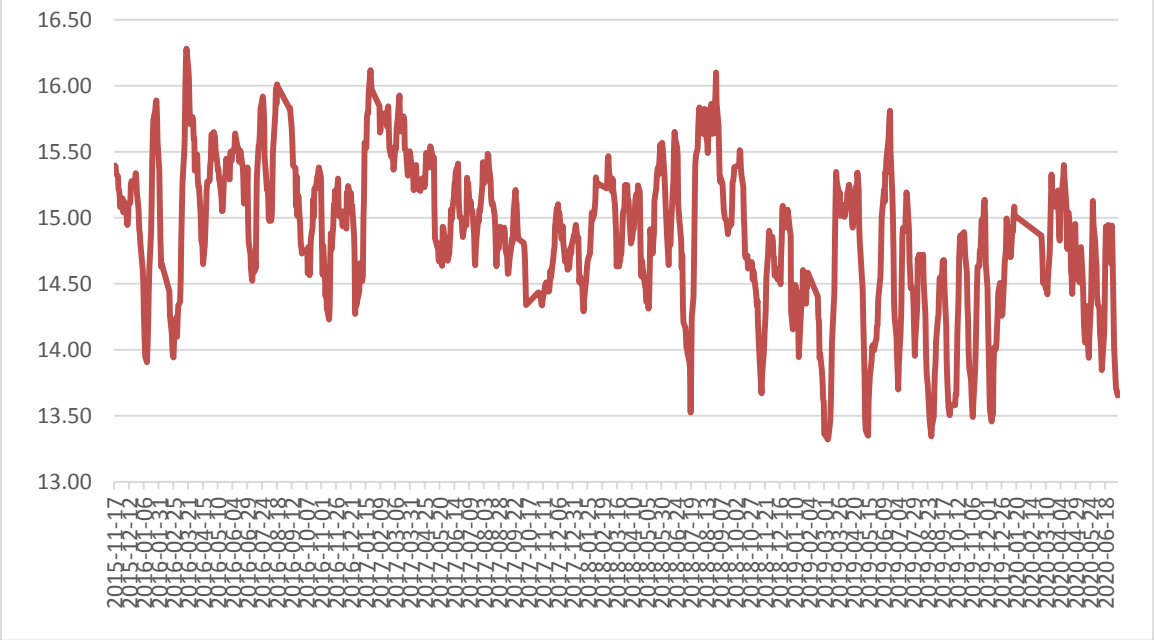
就中国金融市场上的现有利率体系看，高房价是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！高房价使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金；正是高房价造就了房地产强大和近乎无穷尽的高息 “吸水”能力，使得其它领域，尤其是中小企业等普惠金融领域的资金利率一直难以有效下降！在高房价持续下，对于商业银行等各类金融机构来说，房地产项目是兼顾收益性和安全性的“精品”工程！

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。

正是高房价的长期不破，造成了中国货币环境“存量过多、增量不足”的矛盾局面，阻碍了货币政策的有效传导，使得基础货币扩张的政策效应难以传导到实体经济。高房价表面上吸纳了中国过量的货币，维持了金融的平稳，实际上造成了金融体系的“肠梗阻”，使得即使为对冲疫情冲击的货币扩张，在取得市场利率体系整体水准显著下降的情况下，也难以降低实体领域中小企业融资成本。可见，高房价不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

前期的政策组合在降低了货币市场利率的同时，实际上并没有有效降低中小企业融资利率。在疫情冲击下，经济短期运行压力加大，信贷市场风险压力上升；由于疫情对中小企业经营冲击最为明显，因而中小企业信贷风险的压力也最为明显。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下移的场景下，中小企业融资利率不但没有下降，反而略有上行！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，更没有呈现趋势性下降态势。

图 6 温州民间借贷利率仍居高位（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.货币环境将逐渐回归中性

当前巨额累计债务已高度偏离实体经济。过去的债务增长，很多不是基于真实的实体投资增长需要，而是用于身份商品资产的购买。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。从近期经济表现看，经济反弹或超出预期；在宽松的流动性格局下，资本市场也逐渐呈现了见底走稳缓慢回升的态势。

当前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，当前偏高的广义货币增速难以持续。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。

货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，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。核心 CPI 持续低迷的局面表明，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收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。