2020 年 6 月金融数据点评及宏观展望

宏观研究报告

2020 年 7 月 13 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：郁泓佳

期货从业证书号：F3046389

投资咨询证书号：Z0013526

电话：021-61101853

邮箱：yhj@swfutures.com

一、中国6月社融增速持平，延续宽信用格局

2020年7月10日，央行发布了我国6月金融数据。初步统计，2020年上半年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，同比多增2.31万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加3482亿元，同比多增3385亿元；委托贷款减少2306亿元，同比少减2627亿元；信托贷款减少1295亿元，同比多减2223亿元；未贴现的银行承兑汇票增加3862亿元，同比多增4250亿元；企业债券净融资3.33万亿元，同比多1.76万亿元；政府债券净融资3.79万亿元，同比多1.33万亿元；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。

初步统计，6月末社会融资规模存量为271.8万亿元，同比增长12.8%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为163.9万亿元，同比增长13.3%；委托贷款余额为11.22万亿元，同比下降5.6%；信托贷款余额为7.32万亿元，同比下降7.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.72万亿元，同比下降1.3%；企业债券余额为26.8万亿元，同比增长21.5%；政府债券余额为41.52万亿元，同比增长17.1%。

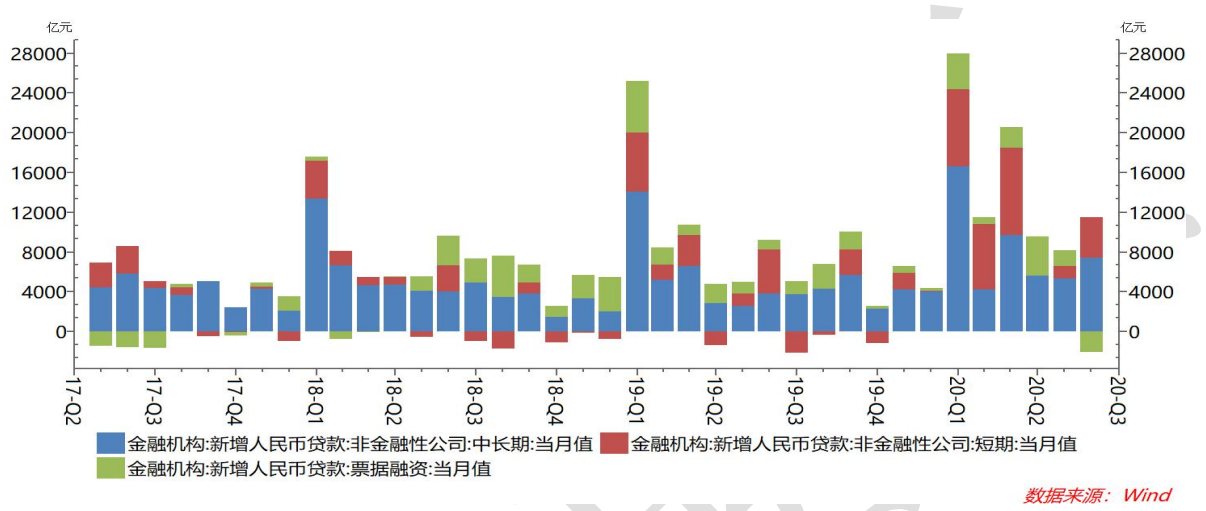
信贷方面，上半年人民币贷款增加12.09万亿元，同比多增2.42万亿元。分部门看，住户部门贷款增加3.56万亿元，其中，短期贷款增加7552亿元，中长期贷款增加2.8万亿元；企（事）业单位贷款增加8.77万亿元，其中，短期贷款增加2.82万亿元，中长期贷款增加4.86万亿元，票据融资增加9697亿元;非银行业金融机构贷款减少2775亿元。6月份，人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增1474亿元。

6月末，本外币贷款余额171.32万亿元，同比增长13%。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。

6月社融和信贷数据略超出市场预期，延续了增速回升的态势，宽松的信用环境助力经济复苏。整体来看，6月金融数据呈现以下特征：（1）6月社融存量增速由5月的12.5%进一步上升至12.8%，人民币贷款增速则维持在13.3%的高位，整体上延续上升趋势，其中人民币贷款发挥了宽信用的压舱石作用；（2）政府债券金融资7400亿，主要源于政府债券的集中发行，但考虑到政府债券的发行主要集中在上半年，预计下半年政府债券发行对社融的拉动作用将减小（3）居民贷款中短期贷款与中长期贷款结构，表明居民加杠杆的意愿仍在延续，侧面证实房地产市场销售有所回暖，预计年内房地

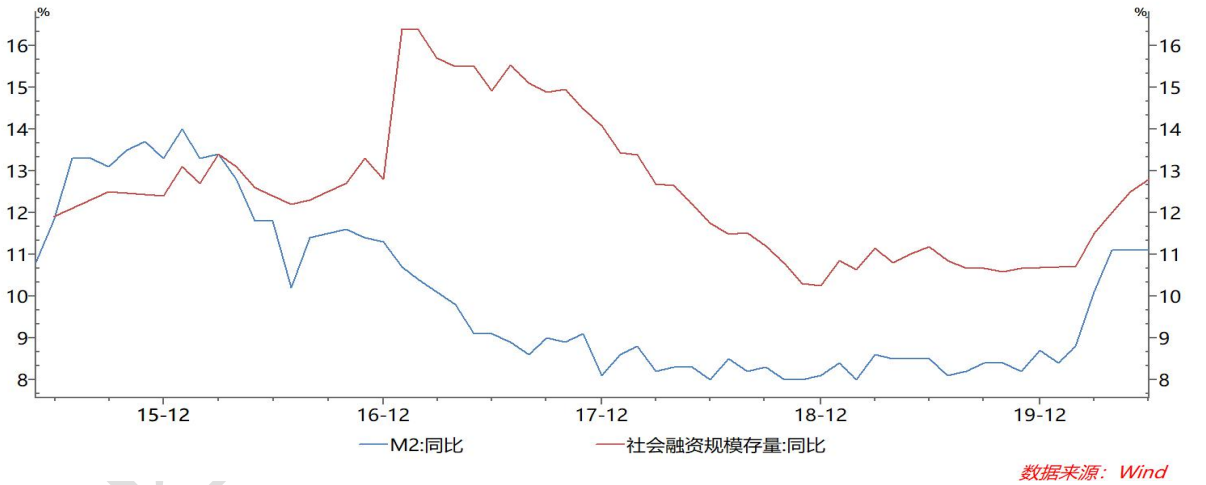
产市场将保持平稳；（4）企业中长期贷款增加 7348 亿，约为去年同期的两倍，表明信用结构趋于改善，宽信用初见成效。

图 1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图 2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

这主要体现了政策加大逆周期调节力度，支持实体经济复工复产，加大对中小企业的信贷支持，对冲海内外疫情对外贸部门和国内经济的不利影响。2018 年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义 GDP 的水平。在疫情影响下，国内名义 GDP 大概率下行，社融存量与名义 GDP 增速之差走阔，表明了政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时的上升。

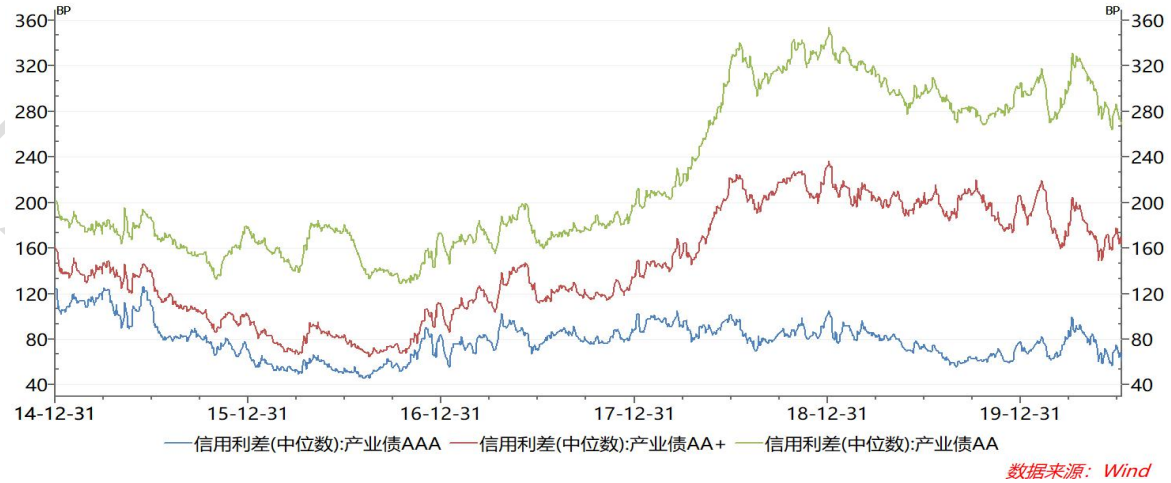
当前，国内经济已明显修复，生产和消费均有所回暖。但经济复苏仍受制于总需求不足，特别是外贸部门持续承压，宏观经济的基本面尚不稳健。因此，预计中期内政策仍将以呵护为主，保持宽松的货币政策和积极的财政政策基调，容忍宏观杠杆率的进一步上升。在海内外经济环境明显改善，国内经济显著复苏前，预计国内信用条件将继续改善，助力于支持实体经济。

二、M1 增速 6.5%，M2 增速持平

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。

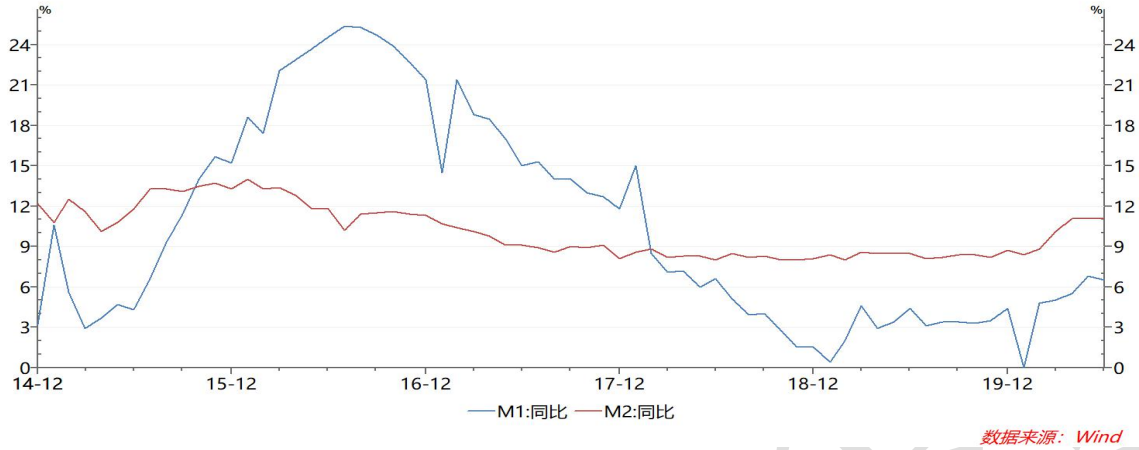
与社融存量增速类似，6 月 M2 增速与 5 月持平，维持在 11.1%的阶段高位。M1 增速则有所反复，由 5 月的 6.8%下降到 6.5%。其中，M2 增速上升，表明货币派生机制运行良好，货币乘数进一步上升，再次证实信用条件继续改善。M1 增速整体上升，则表明企业现金流状况有所改善。随着宽信用的深入推进和实体经济的复苏，预计下半年 M2 增速将维持高位，而 M1 增速有望进一步回升。

图 3：信用利差走势



数据来源：Wind

图 4：M1 和 M2 同比增速



三、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 6 月金融数据，社融存量与新增人民币贷款增速维持在高位，信用环境延续宽松格局，助力实体经济复苏。M2 增速与上月持平，M1 增速继续小幅回落，货币派生机制运行良好，企业现金流状况显著好转，预示着国内经济景气度明显上升。

针对国内政策的取向，我们认为，尽管 CPI 增速下行，货币宽松的制约因素减少。但是，2020 年 6 月的流动性边际收紧，表明制约货币宽松的，主要不是通胀水平或汇率，而是当前货币政策目标要兼顾稳增长和防风险等多重目标，大水漫灌下不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫，更何况总量上的宽松政策效果如何也值得怀疑。因此，国内央行难以效仿欧美央行大水漫灌，当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏。随着国内经济的复苏，疫情期间的特殊宽松政策将酝酿退出，流动性或进一步随着经济数据的改善而边际收敛。

对于宏观经济的走势，尽管国内经济仍受制于总需求不足，特别是海外经济拖累外贸部门，但 5 月以来国内经济明显复苏，基建投资显著回升，房地产和汽车等中游行业需求回补，外贸部门保持韧性。信用条件持续改善，消费和投资者信心有所回升，随着海外经济的复工，我们认为国内经济具备“V”型复苏的基础，对于下半年的经济走势，我们认为将进一步得到改善。

对于国债期货的走势，我们在 6 月的报告中提到，“但货币政策将保持定力，效仿海外央行大水漫灌式的强刺激情形将很难看见。”“国内货币政策整体稳健，财政政策加大了对冲力度，预计国内

经济将进一步改善，当前国债市场恐处于牛熊转换阶段。预计十年期国债期货再创新高的可能性不大，建议投资者择机做空。

”5 月以来国债期货的走势证实了我们的判断。我们预计，尽管国内货币政策难以持续收紧，但基调上仍将保持稳健，“宽信用”优先于“宽货币”，而国内经济仍有望持续改善，整体环境偏利空。因此，在大幅调整后，近期国债期货大概率维持震荡格局，仍然推荐逢高做空的策略。

西南期货

【免责声明】

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

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“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：023-67070520

023-63605636

邮编：400023