日期：2020 年 06 月 11 日

等待降息

——2020 年 5 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

政策定调放松下流动性维持宽松

人民银行综合运用货币政策工具，保持银行流动性的合理充裕，银行在流动性安排方面可以通过货币市场或其他的方式，保持流动性稳定。为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，但中国货币政策实施不再是总量调控政策，而是寓结构调整之中！首先，宽松更加强调针对实体经济，为提高金融支持政策的精准性和直达性。其次，央行通过投放流动性、降准、再贷款、专项支持等手段综合运用，提升了商业银行的信贷扩张能力。综合看，央行通过信贷供求两方面努力，提升了信贷增长，使得全社会的信用扩张维持了较高水平，流动性环境显著趋于宽松。

企业信贷期限更均匀，信贷增长更加合理

2020 年以来，新增信贷结构的一个最显著变化特征是，短期贷款明显增加。从企业部门信贷新增的期限结构看，企业新增信贷增长仍然主要集中在中长期，信贷增长显然主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果，经济运行压力短期还将持续；但短期贷款比重上升态势也开始显现，如不是疫情冲击，经济好转态势应更明显。金融“脱实向虚”的局面仍没有根本改变，资产泡沫对金融资源的吸附力仍然相当强大。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。

宽货币向宽信用转变，夯实经济、市场走稳基础

笔者一直指出，宽货币将向宽信用转变，资管新规下风险防控时期宽信用的下降，是一段暂时的过渡时期。长远看，发挥资本市场功能和在货币政策中的作用，是构建货币政策三角形支撑框架的重要基础。伴随资管新规托等监管体系的完善，宽信用将重新得到体现。在新增社会融资中，由委托贷款、信托贷款和票据融资构成的表外融资结构，自 2020 年以来就已重新恢复正增长，虽然增加规模不大，但已结束了过去 2 年的持续下降局面。

高增长态势长期难持续，降息仍可期

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。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。中国物价环境并不构成对降息政策的制约，伴随一般通胀水平的回落，“降息”的条件已日趋成熟。

事件：5 月份金融数据公布

广义货币增长 11.1%。2020 年 5 月末，5 月末，广义货币(M2)余额 210.02 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 58.11 万亿元，同比增长 6.8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.97 万亿元，同比增长 9.5%。

人民币各项贷款增长 13.2%。2020 年 5 月末，人民币贷款余额 163.39 万亿元，同比增长 13.2%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.2 个百分点。5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7043 亿元，其中，短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元；企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，其中，短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，票据融资增加 1586 亿元；非银行业金融机构贷款减少 660 亿元。

人民币各项存款增长 10.4%。2020 年 5 月末，人民币存款余额 204.57 万亿元，同比增长 10.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2 个百分点。5 月份人民币存款增加 2.31 万亿元，同比多增 1.09 万亿元。其中，住户存款增加 4819 亿元，非金融企业存款增加 8054 亿元，财政性存款增加 1.31 万亿元，非银行业金融机构存款减少 6736 亿元。

5 月份社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多 1.48 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.55 万亿元，同比多增 3647 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 457 亿元，同比多增 266 亿元；委托贷款减少 273 亿元，同比少减 358 亿元；信托贷款减少 337 亿元，同比多减 285 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 836 亿元，同比多增 1604 亿元；企业债券净融资 2971 亿元，同比多 1938 亿元；政府债券净融资 1.14 万亿元，同比多 7505 亿元；非金融企业境内股票融资 353 亿元，同比多 94 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币延续宽松,双增符合预期

5 月份的信贷和货币增长双双符合预期，延续了前期的宽松态势。货币当局多次在不同场合表态，为对冲疫情给经济造成的冲击，货币环境要适度宽松，市场对货币环境的变化，已形成充分预期。2020 年 5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元；人民币贷款余额 163.39 万亿元，同比增长 13.2%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.2 个百分点。信贷增长无论是规模和增速，都延续了上月的高增长态势。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，同样维持了偏快的增长速度，符合市场预期。

表 1　2020 年 5 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	16000	11.2	13.3
Average	15000	11.3	13.2
High	20000	11.8	13.5
Low	12000	10.5	13.0
No of Forecasts	33	33	7
SHSC	12000	10.5	13.1

数据来源：Reuters，上海证券研究所

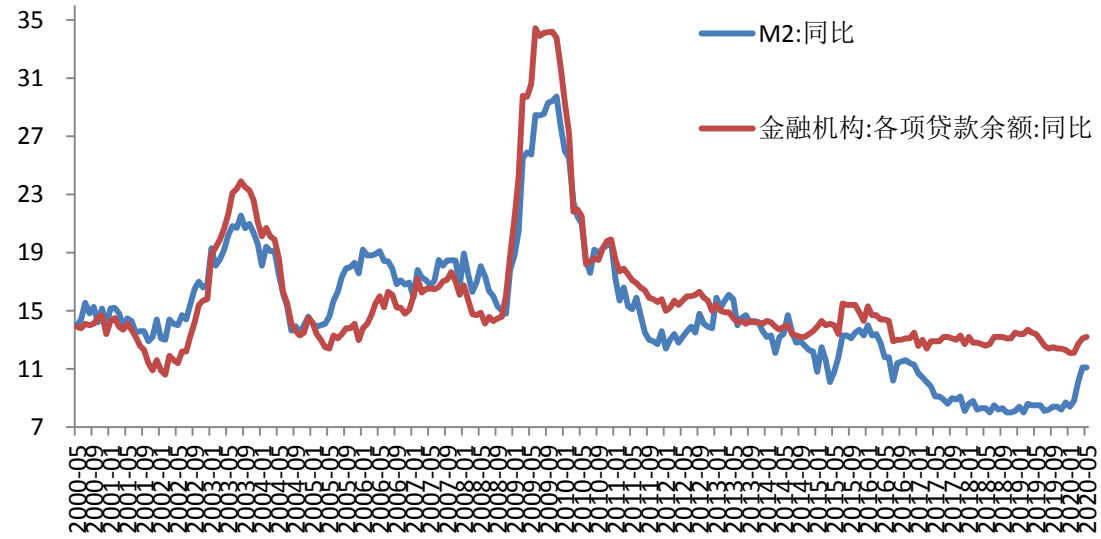
中国政府将疫情独对经济冲击的定调为“超出预期”，为此各部委、多部门都合力出台了各项抗疫、支持经济复苏的政策措施。央行多次明示，货币政策要为抗击疫情和恢复经济发展提供了有力的支撑。为贯彻落实党中央的决策部署，提高金融支持政策的精准性和直达性，人民银行会同银保监会等部门发布了新的货币信贷政策工具，确保商业银行等金融机构有能力和积极性，扩张对中小企业的贷款和发展普惠金融。

中国 5 月广义货币供应量同比增长的路透调查中值和均值分别为 11.2%和 11.3%，比 4 月份实际值略高，分布区间为（10.5，11.8），预测分布符合正态特征，说明预期比较一致，维持偏松格局是市场共识；实际增长符合预期。中国 5 月份人民币贷款增加 14900 万亿元，同比增长 13.2；路透调查中值为 16000 亿元、均值为 15000 亿元，预期分布为（12000，20000）亿，预测分布趋于集中，说明机构间分歧缩小，对信贷适度扩张的看法比较一致。从实际增长看，信贷增长也基本符合市场预期。这种情况表外，海外疫情冲击下，主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境也造成了影响；货币当局不再坚持维持中性政策基调，政策虽然仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，但在量上明显趋于放松。

2.政策定调放松下流动性维持宽松

人民银行综合运用货币政策工具，保持银行流动性的合理充裕，银行在流动性安排方面可以通过货币市场或其他的方式，保持流动性稳定。为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，但中国货币政策实施不再是总量调控政策，而是寓结构调整之中！首先，宽松更加强调针对实体经济，为提高金融支持政策的精准性和直达性。人民银行会同银保监会等部门发布了两项新的货币信贷政策工具：一项是中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策，人民银行创新特殊目的工具来支持这项政策的执行，在延期还本付息政策的政策安排再加上一个支持工具；另外一个是普惠小微企业信用贷款的支持计划。这项支持计划旨在扩大金融机构信用贷款投放。直达实体经济的信贷支持政策，有效提升了信贷有效需求。其次，央行通过投放流动性、降准、再贷款、专项支持等手段综合运用，提升了商业银行的信贷扩张能力。综合看，央行通过信贷供求两方面努力，提升了信贷增长，使得全社会的信用扩张维持了较高水平，流动性环境显著趋于宽松。

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

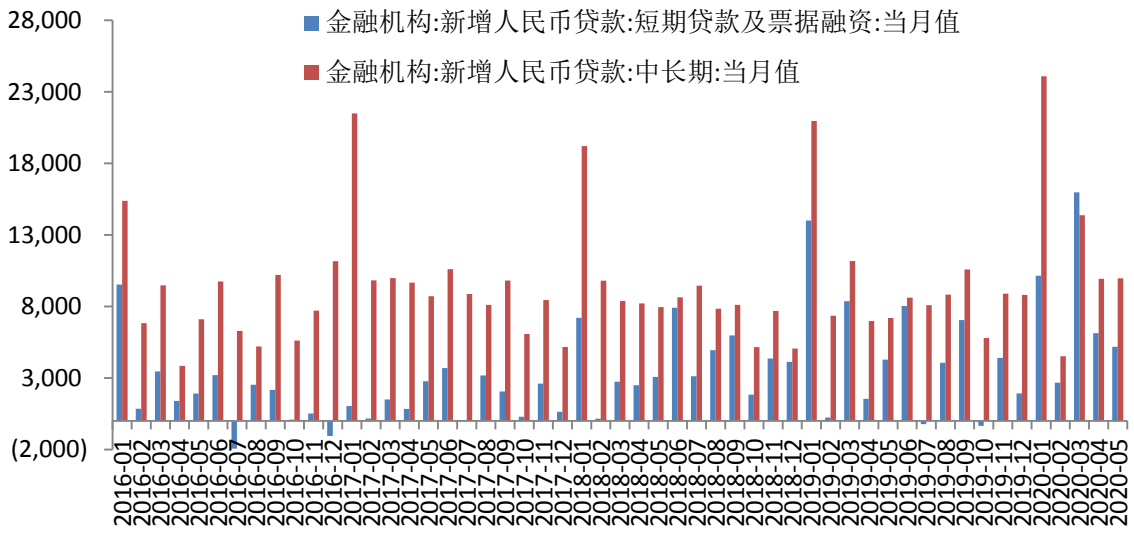
央行今年加大了普惠金融的政策支持力度，政策目的当然是希望更多的中小微企业都能够活下来，稳定就业，实现保市场主体、保就业的最终政策目标。《政府工作报告》提出，对中小微企业贷款延期还本付息政策再延长到明年的 3 月底，以便缓解中小企业年内的还本付息压力，更好地应对当前国内外疫情和经济压力。具体的政策措施是：对今年年底前到期的普惠小微贷款本金、存续的普惠小

微贷款应付利息，最长延长到 2021 年的 3 月 31 日，免收罚息。普惠小微贷款包括单户授信 1000 万元及以下小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，只要是 6 月 1 日到 12 月 31 日期间到期的本金和应付利息都在政策范围之内。另外，对于年底前到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业等有特殊困难企业的贷款，企业可以和银行自主协商相应的还本付息安排。为了更好地使政策落地，人民银行创新货币政策工具，对于地方法人银行，也就是中小银行给予其办理延期的普惠小微贷款本金的 1%作为激励。从统计数据看，激励的贷款金额接近 4 万亿元，带动延期的本金达到 3.7 万亿元。减缓信贷回收力度，客观上也增加了信贷存量的规模。

3. 企业信贷期限更均匀，信贷增长更加合理

5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元中，短期信贷增加 5178 亿元，中长期贷款增加 9967 亿元。分部门的期限分布看，住户部门贷款增加 7043 亿元，其中，短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元；企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，其中，短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，票据融资增加 1586 亿元。2020 年以来，新增信贷结构的一个最显著变化特征是，短期贷款明显增加。

图 2　中国信贷和社融增长的超常规回升（亿元）

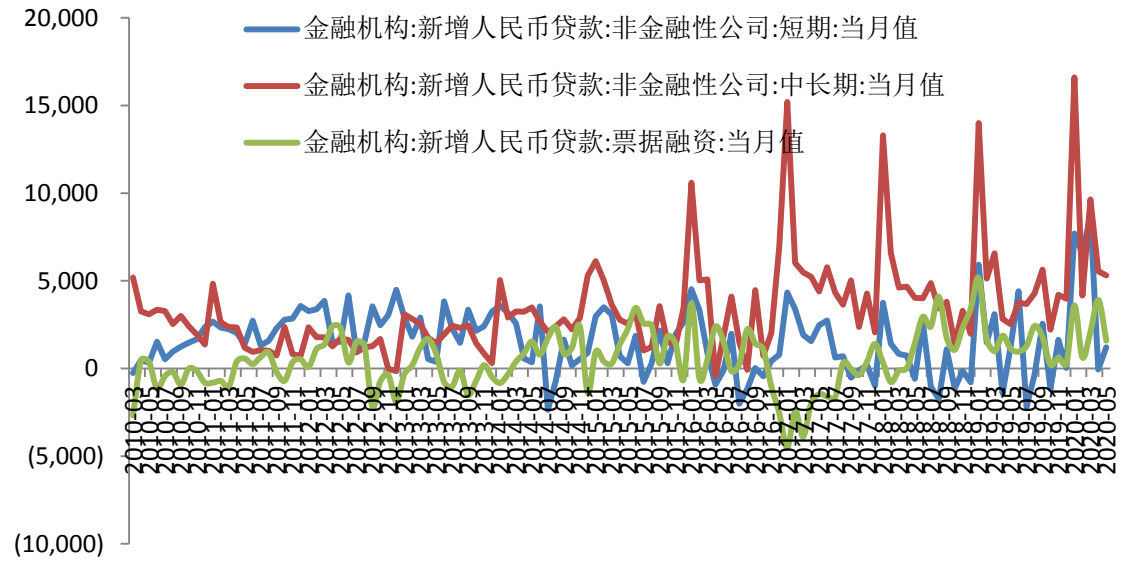


数据来源：Wind，上海证券研究所

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，企业新增信贷增长仍然主要集中在中长期，信贷增长显然主要是政策推动和“补短板”基建增长的结果，经济运行压力短期还将持续；但短期贷款比重上升态势也开始显现，如不是疫情冲击，经济好转态势应更明显。

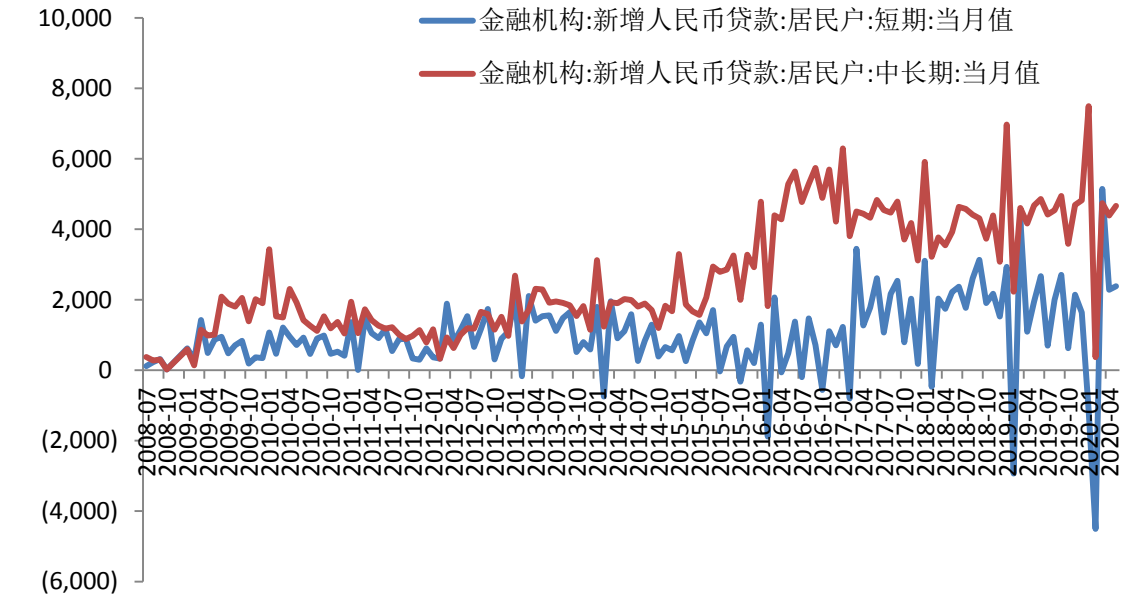
图 3　中国企业部门信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从居民部门当月新增信贷的期限分布上看，长期贷款仍然维持高位，短期信贷则延续低位，显然更多信贷增长都流向了房地产领域。

图 4　中国居民不嫩信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

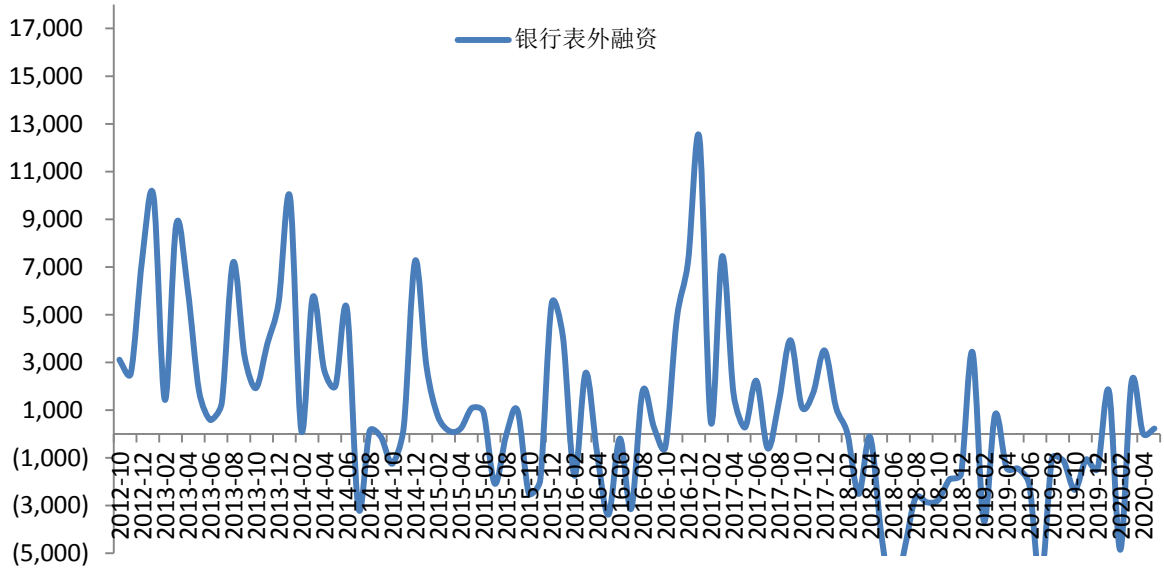
从房地产供需两方面的信贷增长情况看，开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。这说明，金融“脱实向虚”的局面仍没有根本改变，资产泡沫对金融资源的吸附力仍然相当强大。在经济运行压力较大的情况下，货币放松有可能引致资产泡沫的反弹，进一步加大经济转型难度，为经济的可持续增长增加更大压力。

事件影响：对经济和市场

4.宽货币向宽信用转变，夯实经济、市场走稳基础

笔者一直指出，宽货币将向宽信用转变，资管新规下风险防控时期宽信用的下降，是一段暂时的过渡时期。长远看，发挥资本市场功能和在货币政策中的作用，是构建货币政策三角形支撑框架的重要基础。伴随资管新规托等监管体系的完善，宽信用将重新得到体现。在新增社会融资中，由委托贷款、信托贷款和票据融资构成的表外融资结构，自 2020 年以来就已重新恢复正增长，虽然增加规模不大，但已结束了过去 2 年的持续下降局面。

图 5　中国社会融资构成中表外融资变化（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

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，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。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后

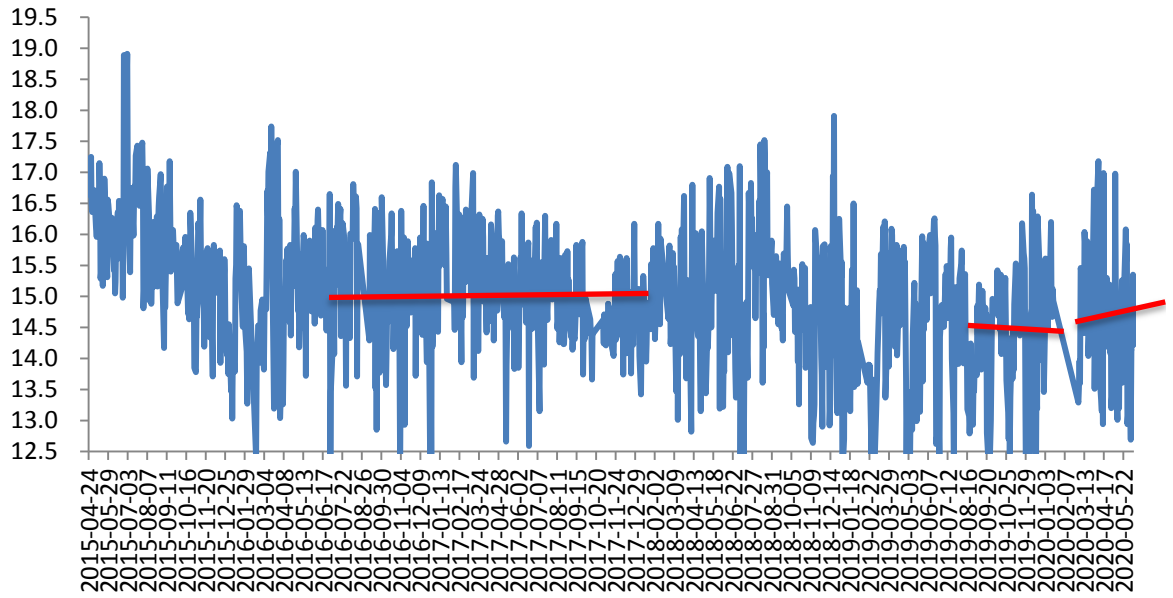
的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。从近期经济表现看，经济反弹或超出预期；在宽松的流动性格局下，资本市场也逐渐呈现了见底走稳缓慢回升的态势。信贷增长虽然相对平稳，但在“宽信用”格局下，非信贷渠道融资等其它非银社会融资类型的发展，对全社会流动性宽松格局的形成，其重要性不断提升，信贷增长平稳不改流动性趋松局面。

5.楼市泡沫下中小企业融资利率延续高位

由于货币政策强调新增流动性直达实体经济，主要是直接指向中小企业部门；因而货币、信贷宽松的“逆周期”特征要比以往更不明显，政策操作上具有更为明显的“救助”特征。因而，即使短期货币环境有所改善，但货币市场资金紧张局面或由于前期预期过度放松，反而有所上升。

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，呈现了显著提高态势。

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

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。在利率市场化条件下，融资利率受经济运行和货币环境共同决定，体现风险溢价的实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质，体现当期商业环境的自然利率。真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即民间利率不仅受货币状况影响，更重要的是还体现了当前经济环境下的运行风险和前景预期，是实体经济领域的风险利率。

而要实现货币政策的结构调整任务，不仅要做到新增货币和信贷的定向投放，更要做到改变存量流动性分布的格局。而流动性存量分布格局的不合理症结，就是楼市泡沫长期持续带来的金融“脱实向虚”。正是楼市泡沫的长期不破，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。楼市泡沫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，楼市泡沫不除，中小企业融资难和融资贵就难以真正解决！

虽然 5 月份通胀延续了下降态势，货币宽松，但在政策强调资金“脱虚向实”下，货币市场的资金紧张态势反而延续了上行。5 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 122.92 万亿元，日均成交 6.47 万亿元，日均成交同比增长 31.6%。其中，同业拆借日均成交同比增长 8.7%，现券日均成交同比增长 29.4%，质押式回购日均成交同比增长 37.6%。5 月份同业拆借加权平均利率为 1.25%，比上月高 0.14 个百分点，比上年同期低 0.99 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.29%，比上月高 0.18 个百分点，比上年同期低 0.98 个百分点。

事件预测：趋势判断

6.高增长态势长期难持续，降息仍可期

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。

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。笔者一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤

其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。

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，伴随一般通胀水平的回落，“降息”的条件已日趋成熟。

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。