中银研究

经济金融热点快评

中国银行 BANK OF CHINA 研究院 2020 年 6 月 11 日 2020 年第 24 期（总第 408 期）

货币社融增速高位运行，货币政策将更加重视结构化取向

6 月 10 日，人民银行公布数据显示：5 月份 M0 同比增长 9.5%，M1 同比增长 6.8%，M2 同比增长 11.1%。社会融资规模存量增速为 12.5%，与上月相比提升了 0.5 个百分点，金融机构人民币新增贷款 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。主要关注点如下：

第一，债券高增长是推动社融增速高位运行的主要因素。5 月份社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多增 1.48 万亿元，这推动了社融存量增速的上升。从结构上看，社会融资规模增量上升主要与人民币贷款、政府债券和企业债三项指标上升相关。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；政府债券净融资 1.14 万亿元，同比增加 7505 亿元；企业债净融资 2971 亿元，同比增加 1938 亿元。在财政政策不断发力的背景下，5 月份地方债融资较大幅度上升，净发行量约为 1.3 万亿元。由于地方政府专项债要求在 9 月底前发完，预计地方政府专项债将拉动三季度社融增速保持高速增长。

第二，投资持续修复有利于人民币贷款增速上升。从结构上看，企（事）业单位中长期贷款的增加是人民币贷款上升的主因。数据显示，5 月企(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，达到去年的 2.1 倍。企业的中长期贷款增加反映出金融机构不断加大了对实体经济的支持力度。未来随着投资的不断修复，人民币贷款将持续保持高增速增长，尤其是基建领域较强的信贷需求将拉动人民币贷款增速上升。2020 年 1-4 月，我国固定资产投资完成额累计同比下降了 10.3%，较前值修复了 5.8 个百分点。其中，基建投资累计同比下降 11.8%，较前值修复了 7.9 个百分点。

第三，货币社融高增速下要注意企业杠杆率持续上行的风险。为应对疫情的冲击，金融机构加大了对实体经济的支持力度，未来宏观杠杆率或将出现较大提升。2020 年

一季度我国实体经济部门杠杆率达到了 259.3%，与去年同期相比提升了 14.9 个百分点。2020 年《政府工作报告》提出今年货币社融增速要明显高于去年，这将会进一步提升实体经济的杠杆率，带来一定的金融风险。未来商业银行的资产质量将持续承压，不良贷款率或将继续提升。

第四，货币社融高增速下要注意监管企业资金套利行为。为支持经济的恢复货币政策投放了大量的资金，我国债券收益率及贷款利率不断下行，与部分银行的理财产品或结构性存款产品出现利率的倒挂，存在套利空间。部分企业获得了低利率的贷款后并未将资金用于生产，而是投资于股份制银行高收益的结构性存款产品获取利差收益。2020 年 4 月，我国商业银行结构性存款余额约为 12.14 万亿元，环比增长 4.05%，首次突破 12 万亿元。这种资金套利行为的产生不利于经济金融的良性循环，未来监管政策需规范结构性存款带来的套利机会。

第五，未来货币政策将更注重结构化取向。一是不断创新直达实体经济的货币政策，重点支持中小企业。《政府工作报告》提出要创新直达实体经济的货币政策工具，人民银行创立了普惠小微金融企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，体现出货币政策在加大长期流动性投放的同时将更重视对中小企业的支持。未来货币政策将继续多措并举缓解流动性的结构短缺，以促进实体经济不断发展。例如建立特别融资便利支持特定企业、增加特别再贷款、扩充合格抵押品范围等工具。**二是与积极的财政政策配合，促进利率稳中有降。**《政府工作报告》提出“财政赤字率拟按 3.6%以上安排”“发行 1 万亿元抗疫特别国债”，财政政策将更加积极。为避免利率的上升，货币政策应积极与财政政策配合，防止债券的集中发行对流动性带来冲击，保障利率处于稳定、合理的水平，避免企业融资成本的提升。**三是采取阶段式降准降息方式，避免金融风险的集聚。**考虑到利率下降容易导致企业杠杆率上升过快且带来资金空转等套利行为的发生，预计未来货币政策短期内不会采取降息操作，但长期来看仍不排除降息。总的来看，近期货币政策将重点采取数量型操作，降准概率较高。

（点评人：中国银行研究院　李义举）

审稿：周景彤
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 2779

联系人：李义举
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 4026