

经济回升带来信贷复苏 等待降准之后的降息

——2021年6月份金融数据点评

日期：2021年07月12日

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

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

● “走走停停”的货币增长态势不变

笔者前期就曾指出，2021年以来的流动性环境波动态势表明，稳健货币政策在实际中采取了“走走停停”的政策；按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为实际GDP增速+CPI，或者名义GDP增速），适宜的货币增速应该在7-9之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长接近于合适区间上限。

● “紧货币、宽信贷”的“宽信用”态势不变

笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。“宽信贷”和“紧货币”的组合（当然宽、紧是相对的，建立在信贷和货币互为基准基础上），意味着中国经济还未走出“底部徘徊”阶段。货币政策中性基调下的货币环境波动，不会改变流动性组合状态，信贷增速超出货币增速的状态还将延续。

● 经济回升致信贷需求上升

经济回升带来信贷需求复苏，宏观经济回暖下微观经济行为主体的信贷复苏是全方位的，因此信贷复苏首先表现为信贷期限的均衡化，其次表现为信贷总规模的回升。6月份中国新增信贷的变化，显然符合上述2个特征，因此也从货币环境变化角度，印证了中国经济的回升。6月份中国流动性环境变化的一个显著特征就是，新增信贷和社融增长规模显著回升，且新增信贷期限均衡化提升。

● 等待降准之后的降息

宏观经济形势的变化，只是影响了降准时机的选择，中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，因此，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，“降准”仍是未来不可更缺的选项！伴随PPI拐点到来，物价方面对“降息”的制约将缓解。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。

事件： 6 月份金融数据公布

广义货币增长 8.6%。2021 年 6 月末，广义货币(M2)余额 231.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 63.75 万亿元，同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.43 万亿元，同比增长 6.2%。上半年净投放现金 32 亿元。

人民币各项贷款增长 12.3%。2021 年 6 月末，人民币贷款余额 185.5 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.9 个百分点。上半年人民币贷款增加 12.76 万亿元，同比多增 6677 亿元。6 月份，人民币贷款增加 2.12 万亿元，同比多增 3086 亿元。

人民币各项存款增长 9.2%。2021 年 6 月末，人民币存款余额 226.62 万亿元，同比增长 9.2%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 1.4 个百分点。上半年人民币存款增加 14.05 万亿元，同比少增 5064 亿元。其中，住户存款增加 7.45 万亿元，非金融企业存款增加 2.25 万亿元，财政性存款增加 9399 亿元，非银行业金融机构存款增加 2.19 万亿元。6 月份，人民币存款增加 3.86 万亿元，同比多增 9524 亿元。

6 月社会融资规模增量为 3.67 万亿元，比上年同期多 2008 亿元。

初步统计，2021 年上半年社会融资规模增量累计为 17.74 万亿元，比上年同期少 3.13 万亿元，比 2019 年同期多 3.12 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.94 万亿元，同比多增 6135 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 2281 亿元，同比少增 1201 亿元；委托贷款减少 1145 亿元，同比少减 1161 亿元；信托贷款减少 7239 亿元，同比多减 5944 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 53 亿元，同比多减 3916 亿元；企业债券净融资 1.49 万亿元，同比少 1.87 万亿元；政府债券净融资 2.45 万亿元，同比少 1.34 亿元；非金融企业境内股票融资 4955 亿元，同比多 2494 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币增长超预期回升

中性稳健货币政策为货币当局多次明示，市场对此也形成了明确共识。对未来货币增长，平稳是市场机构间高度一致的共识；特别上当前通胀预期强烈的情况下，市场普遍预期货币环境将维持稳中偏紧格局。实际上，伴随经济和疫情形势的改变，货币边际后撤早已成为市场共识。2021年6月末，广义货币(M2)余额 231.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.5 个百分点；63.75 万亿元，同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1 个百分点。6 月份，人民币存款增加 3.86 万亿元，同比多增 9524 亿元；人民币贷款余额 185.5 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.9 个百分点。和市场预期比较，信贷和货币增长虽都显著超出了市场预期，货币实际增速已落在了市场预期分布之外；信贷增速和规模增加，均处于市场预期上方，超出了预期的中值和均值。

表 1 2021 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	16000	8.3	12.2
Average	18263	8.3	12.1
High	22000	8.5	12.3
Low	10000	8.0	12.0
No of Forecasts	19	21	10
SHSC	18000	8.2	12.1

数据来源：Reuters，上海证券研究所

2020 年 2Q 后，市场对信贷、货币增速在较长时期内保持了“稳中偏降”的预期，主要是受当期物价较高和通胀预期强烈的影响。对于货币环境预期，2020 年下半年以来，市场本来有着边际后撤的强烈预期；2021 年 4Q 后，中国经济明显接近正常化，虽然海外疫情仍很严重，但中外疫情形势差异，反而造成了中国海外需求的持续高位态势，使得中国经济外需保持了高位。因此，市场对疫情期间临时性宽松货币政策退出，有着高度一致的预期。

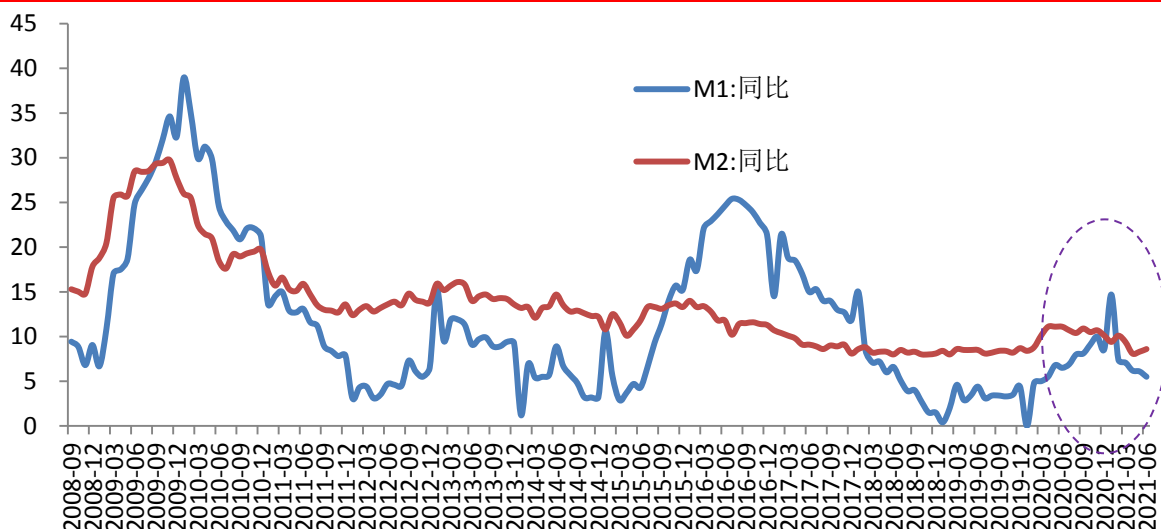
2. “走走停停”的货币增长态势不变

笔者前期就曾指出，2021 年以来的流动性环境波动态势表明，稳健货币政策在实际中采取了“走走停停”的政策；即中国货币和信贷增长在平稳基准下在“偏紧”和“偏松”之间摇摆的事实，意味着货币当局实际上对原先市场高度一致预期的边际后撤采用了“走走停停”策略——整体上维持平稳的同时，时而偏紧、时而偏松。这

实际上也是最可行的货币政策策略，中性货币环境本就难以精确量化，经济和市场又在不断变化，货币当局维持中性流动性环境只能在“走走停停”中维持动态平衡。

从 M2 增速上看，2021 年 2 季度增速逐月回升，但均低于 1 季度，且落于 9.0。按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为实际 GDP 增速+CPI，或者名义 GDP 增速），适宜的货币增速应该在 7-9 之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长接近于合适区间上限。

图 1 中国货币增长的变化（同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

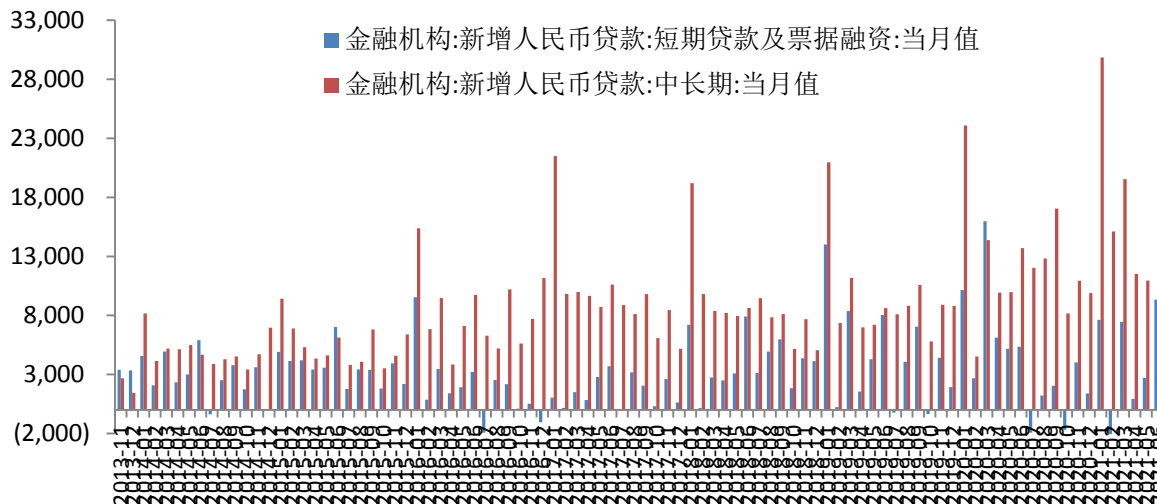
3.新增信贷期限均衡化

6 月份新增信贷的一个显著变化是，信贷期限分布均衡化程度显著上升。6 月份，人民币贷款增加 2.12 万亿元，同比多增 3086 亿元；其中，短期贷款和票据融资增加 9338 亿元，中长期贷款 13521 亿元，相对于 1-5 月份的信贷期限分布，短期贷款增长显著提高，新增贷款的期限均衡化取得显著进展。

通常来说经济繁荣时期，信贷的短期占比会提升，原因是经济活跃带来的经营性融资需求上升。而经济底部时期，经济活动中经营融资需求下降，政策性、激励性的信贷投放会增多，而这些政策性信贷投放通常是偏长期限的。因此新增信贷的长期化趋向，意味着信贷增长更多的仍是政策推动下金融机构主动投放的结果。经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。但就上半年的整体情况而言，新增贷款长期化的明显特征没有改变，无论是居民部门还是企业部门，均是如此。居民部门新增信贷的长期化，意味着居民楼市需求人很旺盛；企业部

门新增信贷的长期化，意味着经济整体内生增长动力任偏弱，支持投资和建设的、具有较高政策导向性的中长期贷款，仍是投放的主流！

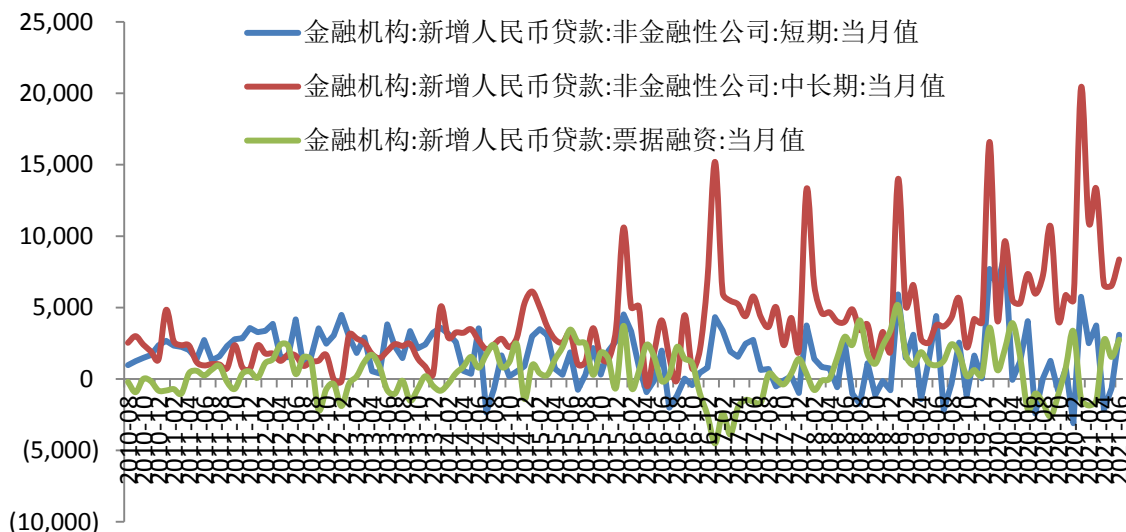
图2 中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从信贷期限的分布看，6月份企业部门信贷增长的均衡化态势更趋明显。从企业部门看，2021年以来信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和2020年疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021年6月人民币贷款企（事）业单位部门增加14205亿元，其中，短期贷款增加3091亿元，中长期贷款增加8367亿元，票据融资减少2747亿元。从经济运行态势看，企业部门信贷趋于均衡化，意味着经济上半年回暖态势对当期信贷需求，有一定影响。

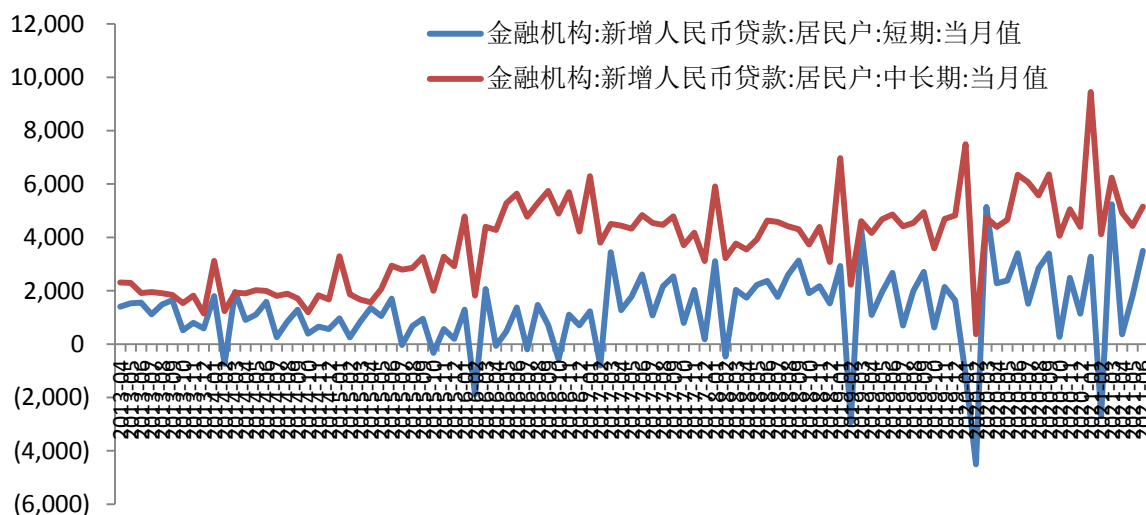
图3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

6 月份新增信贷期限结构方面，居民部门仍然呈现了明显的长期化倾向，表明前期查处“经营贷”行为，使得居民部门短贷长用、经营性资金流入楼市情况已持续减少。另一方面，6 月份居民部门信贷新增规模扩张中保持长期化态势，表明楼市需求仍很旺盛，笔者认为楼市投资属性不除，楼市需求带来的长期性居民信贷需求，就谁持续保持高位。6 月份居民部门的 8656 亿人民币新增贷款中，短期贷款增加 3500 亿元，中长期贷款增加 5156 亿元。我们认为：房地产领域仍然是居民部门新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。

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

从实际情况看，楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础，部分居民甚至以各种名义套取银行短期资金，用作房产投资

前期投入。从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。

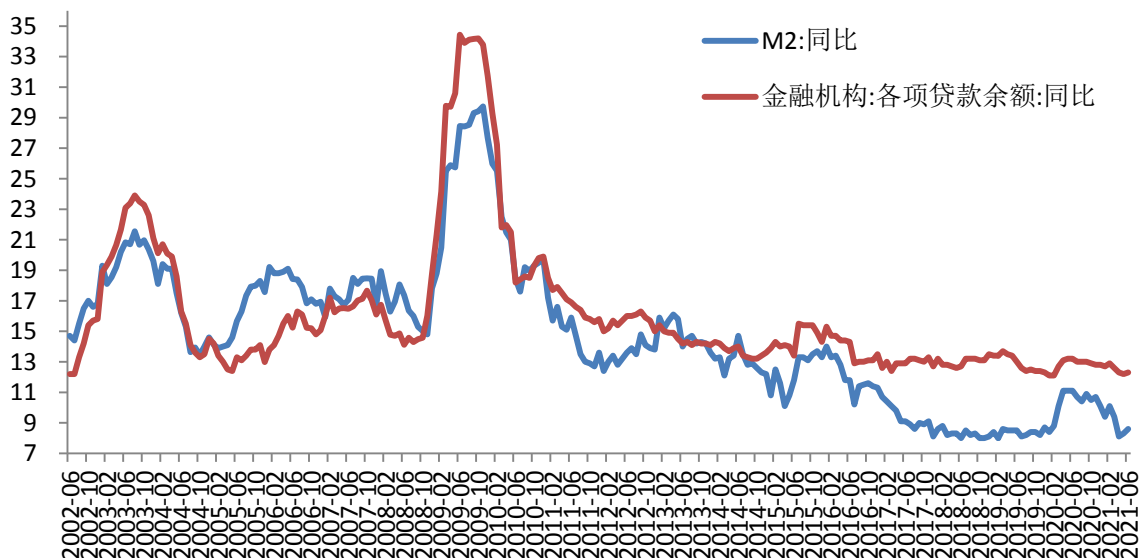
事件影响：对经济和市场

4. “紧货币、宽信贷”的“宽信用”态势不变

传统的“宽信用”，是指信贷增速超越货币增速，此时市场能明显感受到货币环境的放松。很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。在现代信用体系下，信用首先来源于货币，而货币来源于信贷创造，因而信贷增长和货币增长间，通常具有高度的一致性，但由于现金的漏出和沉淀，直接等同于信用创造的信贷增长和货币增长间的“伴行”走势，也会随经济状况而有所差异——有时货币增速持续位于信贷增速上方，有时则相反，不同的表现通常体现了经济周期的不同运行阶段。当经济景气度较高时，货币增速通常持续高于信贷增速；而经济景气度较低时，则信贷增速会持续高于货币增速。不同表现的背后逻辑其实是很清楚和显明的：经济低迷时现金漏出和货币沉淀会增多，而经济繁荣时货币周转则会加快。内在的自然货币增长是由经济运行状况决定的，经济繁荣时期信贷内在的自然增长需求，通常受逆周期调控政策的限制而提升不足；而经济低迷时，信贷增长受政策刺激会超越经济正常周转需求而呈现相对高增长。就新增信用而言，宽信用就是信贷宽裕，指信贷增速超过货币增速，“宽信用”是相对最常见流动性“货币”而言的。

由于中国经济运行阶段不变，因此货币后撤不会改变货币、信贷增长间的组合结构。在现代信用货币体系下，货币是通常信贷创造的，经济行为主体和商业银行体系的行为，共同创造了信用环境。在货币政策临时性宽松边际后撤的影响下，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度也无根本改善，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应难以有效提升，使得两者间的差距短暂缩小后又扩大。

图5 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

“宽信贷”和“紧货币”的组合（当然宽、紧是相对的，建立在信贷和货币互为基准基础上），意味着中国经济还未走出“底部徘徊”阶段。货币政策中性基调下的货币环境波动，不会改变流动性组合状态，信贷增速超出货币增速的状态还将延续。

4.经济回升致信贷需求上升

经济回升带来信贷需求复苏，宏观经济回暖下微观经济行为主体的信贷复苏是全方位的，因此信贷复苏首先表现为信贷期限的均衡化，其次表现为信贷总规模的回升。6 月份中国新增信贷的变化，显然符合上述 2 个特征，因此也从货币环境变化角度，印证了中国经济的回升。6 月份中国流动性环境变化的一个显著特征就是，新增信贷和社融增长规模显著回升，且新增信贷期限均衡化提升。

图 6 中国信贷和社融新增的规模（月，亿元）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20663

