Index Brief

2020.8.11(Y-Research IB20-048)

刘昕 何啸/第一财经研究院研究员

liuxin@yicai.com

Committed to Improving Economic Policy.

www.cbnri.org

中国金融条件指数

第一财经金融条件指数（YFCI）月报

（2020 年 7 月）

社融的积极信号与隐忧

摘 要

8 月 11 日，人民银行公布 7 月金融统计数据：7 月新增社融达到 1.69 万亿元，其中新增人民币贷款 1.02 万亿元；社融存量增速与 M2 增速分别为 12.9%及 10.7%。

7 月的新增社融与新增人民币贷款规模均不及预期，但年内新增社融总量并不弱，应该说能够较好地满足决策层对于新增社融规模的要求。根据人行行长易纲 6 月 18 日在陆家嘴论坛上的讲话，全年新增人民币贷款的预期规模为 20 万亿元，全年社融的预期增量将超过 30 万亿元，而截至 7 月，新增人民币贷款总量已达到 13.3 万亿元，新增

社融总量已达到 22.5 万亿元，应该说完成今年全年的预期目标无忧。

除社融和 M2 在总量上保持稳健外，其结构上也释放出正面信号，主要体现在社融中的直接融资比例增加、M1 与 M2 的“剪刀差”收窄以及人民币中长期贷款增速回升。

年内的社融走势也存在一些隐忧。一方面是今年以来的债券融资大幅依赖于政府债券，在目前货币政策讲究“精准滴灌”而总量政策缺位的情况下，下半年企业融资规模能否回升仍存疑问。另一方面，中国金融条件存在过快收紧的风险。

根据第一财经研究院所发布的中国金融条件月度指数数据，7 月指数回升至-1 的位置，自 6 月以来已连续 2 个月指数回升，回升幅度达到 0.5。

金融条件指数在疫情前后经历了“V 型”走势，意味着伴随着复工复产的开展，中国整体的金融条件也有所收紧。虽然中国在此次疫情中整体表现出色，并尽早地实现了复工复产，但考虑到此次疫情对一些行业及消费行为会产生更为深远的破坏性影响，因此过快地收紧金融条件有可能会伤害未来的经济动能。

正 文

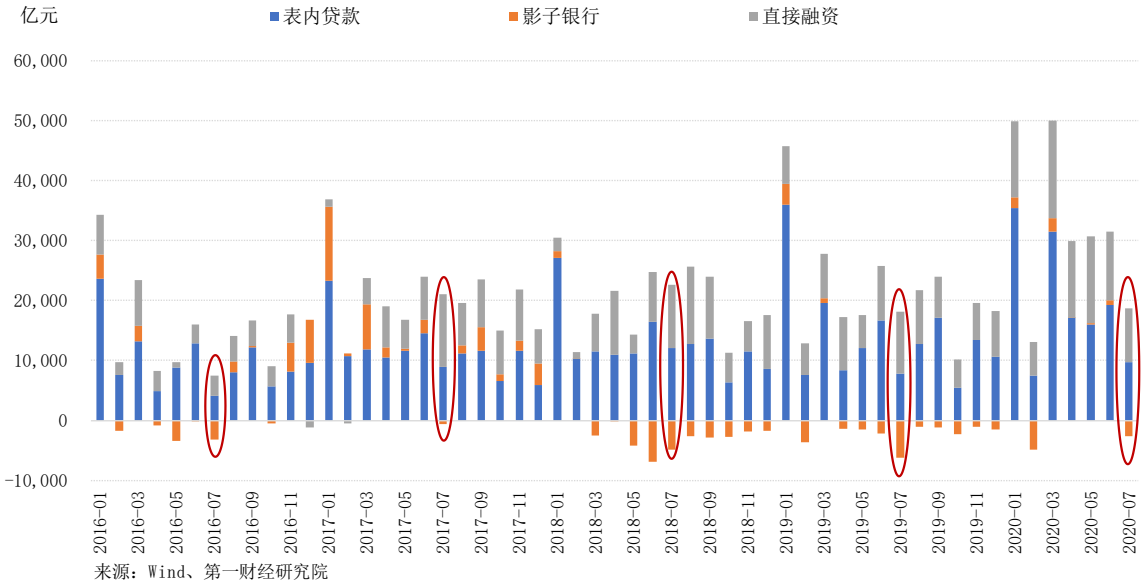
8 月 11 日，人民银行公布 7 月金融统计数据，社融存量增速与 M2 增速分别为 12.9%及 10.7%。

从社融来看，7 月新增社融达到 1.69 万亿元，其中：新增人民币贷

款 1.02 万亿元；外币贷款减少 524 亿元；委托贷款减少 152 亿元；信托贷款减少 1367 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1130 亿元；新增企业债券 2383 亿元；新增政府债券 5459 亿元；新增企业股票融资 1215 亿元。

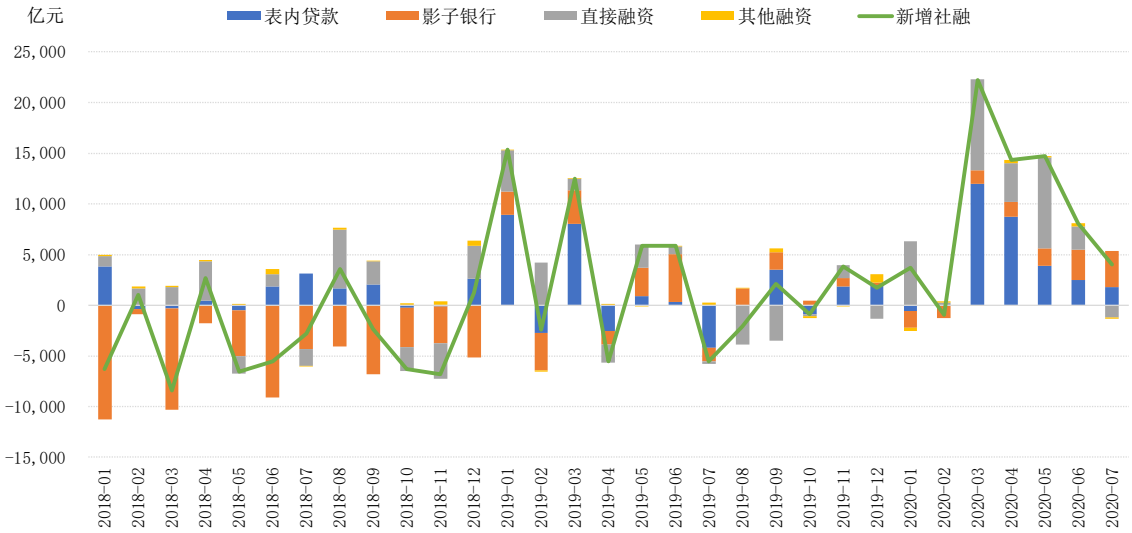
7 月的新增社融与新增人民币贷款规模均不及预期。虽然从季节性来看，4 月、7 月、10 月一般都是社融和人民币贷款的“小月”，但 7 月新增社融与新增人民币贷款依然弱于市场预期，两者的预期值分别为 1.85 万亿元与 1.2 万亿元。

图1：新增社融细项分布（2016年1月 – 2020年7月）



来源：Wind、第一财经研究院

图2：新增社融分项同比增量（2018年1月 – 2020年7月）



来源：Wind、第一财经研究院

1. 社融与 M2 的正面信号

虽然 7 月社融与 M2 整体弱于市场预期，但年内新增社融总量并不弱，应该说能够较好地满足决策层对于新增社融规模的要求。根据人行行长易纲 6 月 18 日在陆家嘴论坛上的讲话，全年新增人民币贷款的预期规模为 20 万亿元，全年社融的预期增量将超过 30 万亿元，而截至 7 月，新增人民币贷款总量已达到 13.3 万亿元，新增社融总量已达到 22.5 万亿元，应该说完成今年全年的预期目标无忧。

除社融和 M2 在总量上保持稳健外，其结构上也释放出正面信号，主要体现在社融中的直接融资比例增加、M1 与 M2 的“剪刀差”收窄以及人民币中长期贷款增速回升。

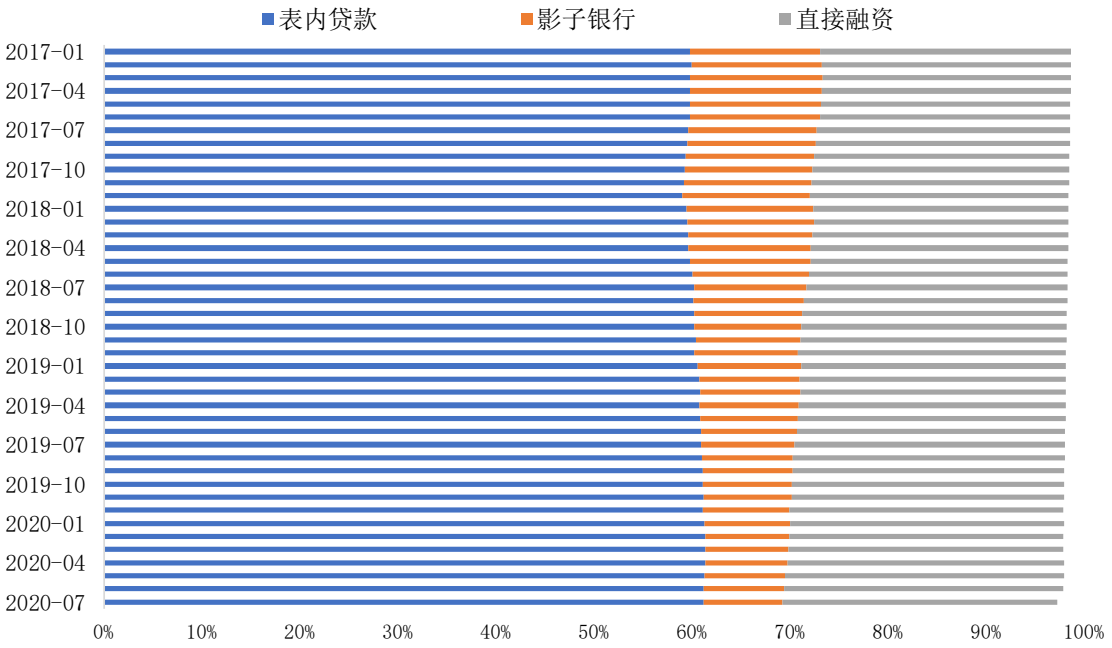
1.1 直接融资比例增加

从社融存量的细分结构来看，影子银行部分由于严监管而收缩，直接融资部分则显著增加。

自政府债券纳入社融统计口径以来，社融中的直接融资占比直线上升，7 月直接融资占社融存量比例达到 28.1%。从企业债券融资来看，其占社融存量占比也由 2018 年初的 9.1%上升至 2020 年 7 月的 9.9%。

近期得益于股票二级市场交易火热，7 月企业股权融资规模达到 1215 亿元，然而股权融资在社会融资体系中的占比依然不高，7 月非金融企业股权融资存量占社融存量的比例仅为 2.8%。

图3：社融存量的细分结构



来源：Wind、第一财经研究院

整体来看，债权融资比例上升有助于改善货币政策的传导渠道。通过打通货币市场与债券市场的风险定价，可以使货币政策变化更快、更精准地传导至实体经济。

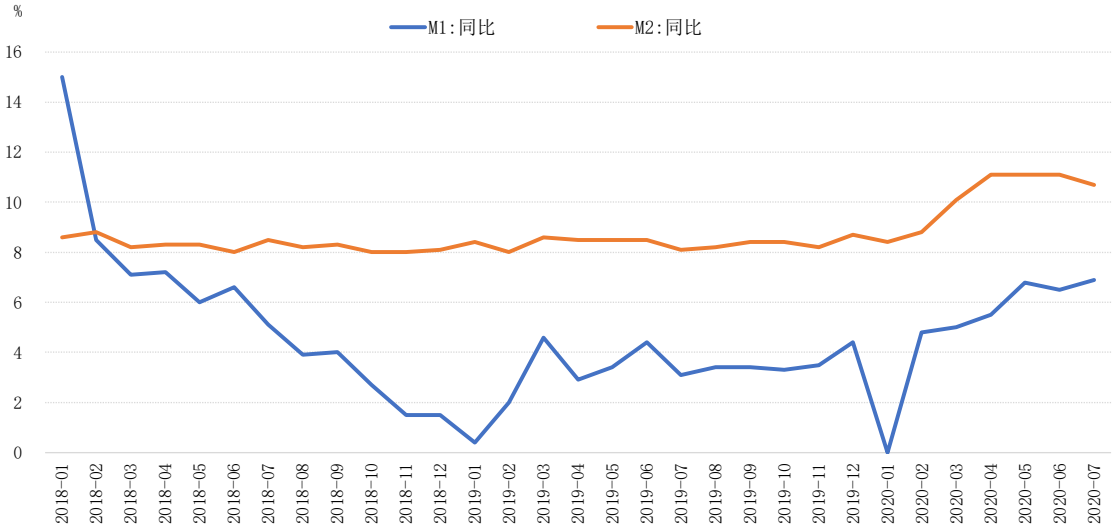
1.2 M1 与 M2“剪刀差”收窄

M1 的统计口径仅包含流通中现金与企业活期存款，因此 M1 增速经

常被用于衡量实体经济的活跃程度。

虽然 7 月 M1 增速依然低于 M2，但两者差值已显著收窄。相较于 1 月份 M1 增速一度跌至 0 的位置，7 月 M1 增速回升至 6.9%，M1 与 M2 的“剪刀差”收窄至-3.8%。

图4：M1、M2同比增速及“剪刀差”

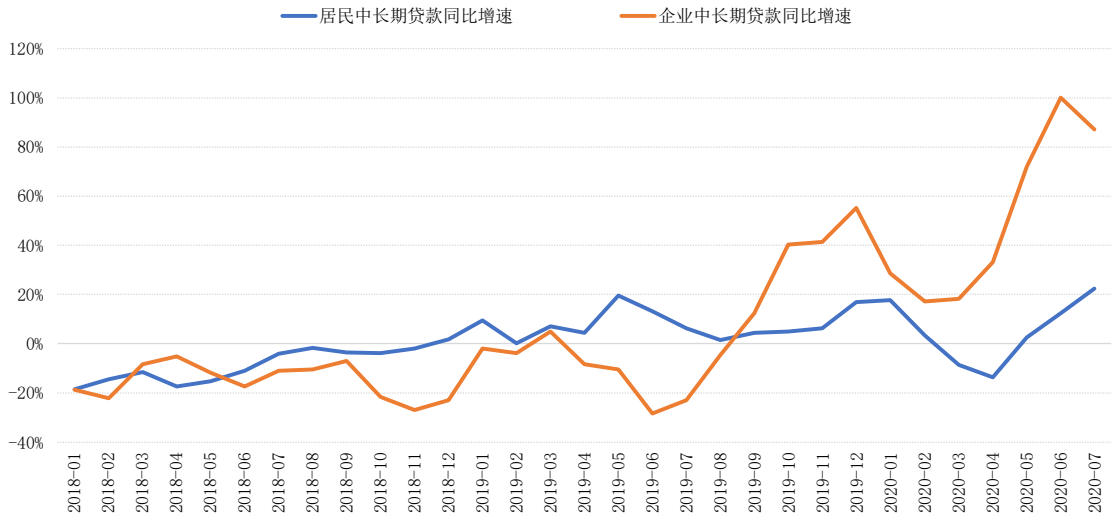


来源：Wind、第一财经研究院

1.3 人民币中长期贷款增速回暖

虽然 7 月新增人民币贷款总量不及预期，但从结构来看依然有所改善。7 月企业中长期贷款的移动平均增速达到 87%，高于居民中长期贷款 22.4%的移动平均增速。

图5：居民与企业中长期贷款增速（3个月移动平均）



来源：Wind、第一财经研究院

2. 社融的隐忧

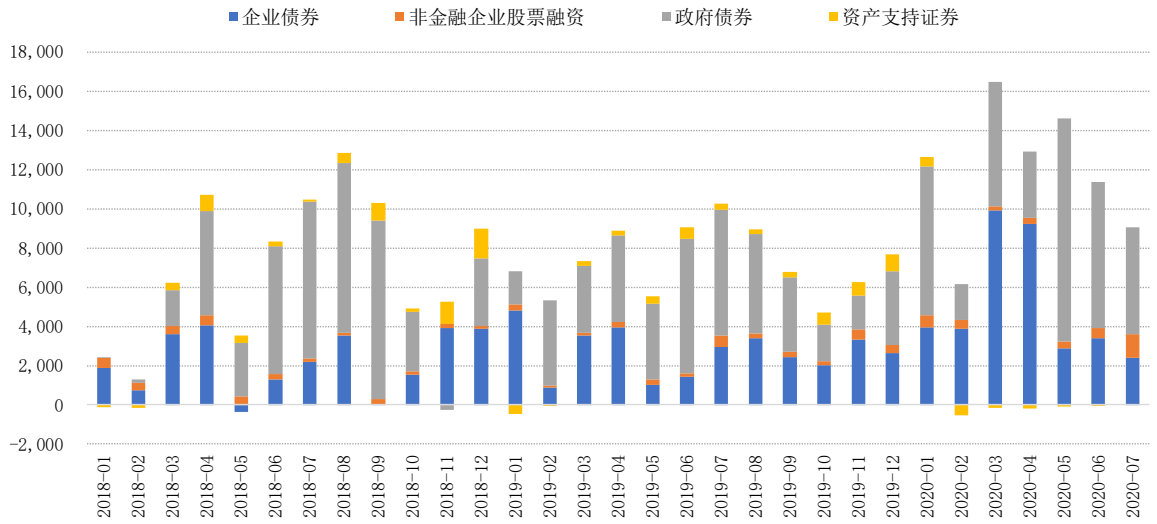
除上述正面信号之外，年内的社融走势也存在一些隐忧。

2.1 政府主导债券融资需求

自政府债券纳入社融统计口径之后，政府所发的国债、地方政府债及专项债已成为社融中债券融资的重要组成部分。

从图 6 我们可以看出，今年以来的债券融资大幅依赖于政府债券，这包括 1 万亿元的抗疫特别国债以及各地方的专项债已于 7 月底前发行完毕。

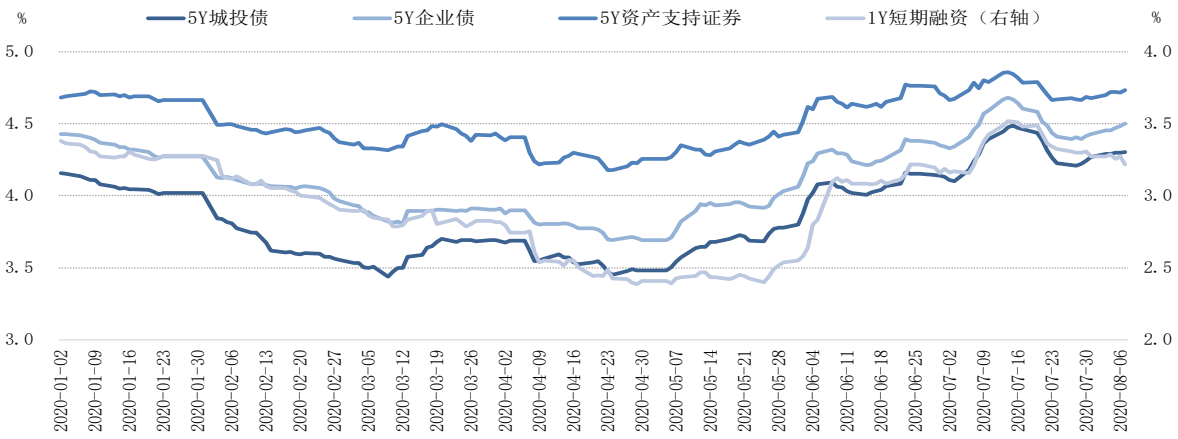
图6：直接融资的分项新增金额（2018年1月 – 2020年7月）



来源：Wind、第一财经研究院

自今年5月起，企业债的新增融资规模大幅萎缩，这与5月债市价格下跌以及货币政策宽松预期被打破均有紧密联系。根据目前的货币政策框架，二季度货币政策执行报告再次强调要对实体经济进行“精准滴灌”，通过结构性工具达到宽信用的目的，因此下半年进一步降准、降息的概率较小。在总量政策缺位的情况下，下半年企业融资规模能否回升仍存疑问。

图7：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 – 2020年8月7日）



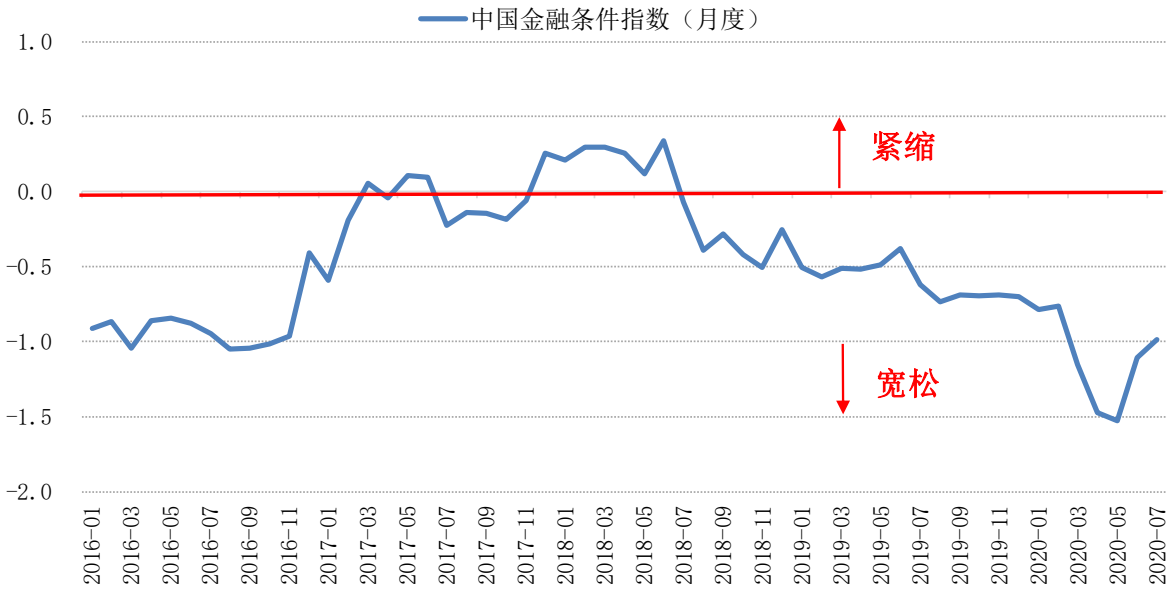
来源：Wind、第一财经研究院

2.2 中国金融条件存在收紧过快的风险

根据第一财经研究院所发布的中国金融条件月度指数数据，7 月指数回升至-1 的位置，自 6 月以来已连续 2 个月指数回升，回升幅度达到 0.5。

如图 8 显示，金融条件指数在疫情前后经历了“V 型”走势，意味着伴随着复工复产的开展，中国整体的金融条件也有所收紧。虽然中国在此次疫情中整体表现出色，并尽早地实现了复工复产，但考虑到此次疫情对一些行业及消费行为会产生更为深远的破坏性影响，因此过快地收紧金融条件有可能会伤害未来的经济动能。

图8：中国金融条件月度指数（2016年1月 – 2020年7月）



来源：第一财经研究院

“第一财经研究院中国金融条件指数系列”包含基于交易数据的日度指数以及综合交易数据和统计数据的月度指数。指数值为标准分数（z-score），高于零的数值代表相对紧缩的金融环境，低于零的数值代表相对宽松的金融环境。日度指数将 2015 年 1 月 5 日至今的均值设为零，月度指数将 2008 年 9 月至今的均值设为零。第一财经研究院每周公布日度指数，每月公布月度指数。