

研究报告

2015 年第 53 期

2015.05.22

城市金融研究所所长：

周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚、赵幼力、

王小娥、杨荇、李露

执笔：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

从 M2 和社会融资规模看货币流动性

——2015 年 5 月国内金融市场走势述评

要点

- 2015 年 4 月，广义货币供应量(M2)同比增长 10.1%，创出该数据统计（1986 年 12 月）以来历史新低；社会融资规模新增 1.05 万亿元，仅为 1 月新增量的一半。事实上，近来央行在不到半年的时间里进行了三次降息、两次降准，货币政策持续宽松操作，但由于实体经济有效需求不足，导致货币乘数下降的同时，货币“脱实向虚”的态势也很明显，因此，宽松操作并没有带来流动性的实质宽松。
- 展望未来货币政策，考虑到当前经济下行压力较大、企业融资成本仍高、实体经济融资需求较弱等因素，预计货币政策仍会延续稳健中适度宽松的基调，降准、降息仍然可期，PSL、MLF 等将成为货币调控常用手段，并将逐步发挥对不同期限利率的引导作用；与此同时，进一步完善调控体系，继续加大定向调控、结构性调控力度，疏通货币政策向实体经济的传导渠道，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

从 M2 和社会融资规模看货币流动性

——2015年5月国内金融市场走势述评

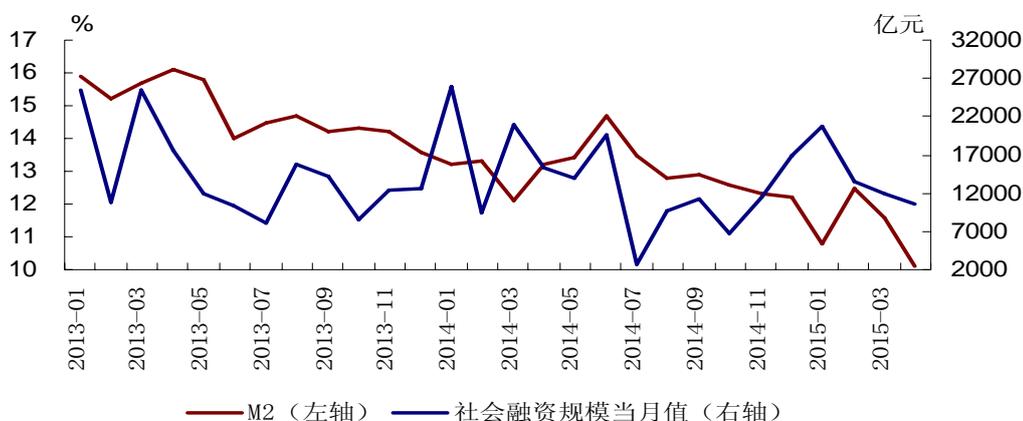
2015年4月,广义货币供应量(M2)同比增长10.1%,创出该数据统计(1986年12月)以来历史新低;社会融资规模新增1.05万亿元,仅为1月新增量的一半。事实上,近来央行在不到半年的时间里进行了三次降息、两次降准,货币政策持续宽松操作,但为什么M2和社会融资规模两个主要用来衡量货币流动性的指标却出现双双下滑?其背后反映出哪些问题?本文的目的在于解释上述问题,并在此基础上对未来货币政策做出预判。

一、市场流动性没有随着政策的变化同步出现宽松

自2014年11月22日以来,央行在不到半年的时间里进行了三次降息、两次降准。具体从降息来看,2014年11月22日、2015年3月1日、2015年5月11日三次各分别下调一年期存款基准利率0.25个百分点至当前的2.25%,下调一年期贷款基准利率各0.4%、0.25%、0.25%至当前的5.1%。与此同时,在这三次降息过程中,金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍,由1.2倍调整为1.3倍,由1.3倍调整为1.5倍。从理论上讲,利率的降低有利于刺激贷款需求增加、提高资金的周转速度,从而在降低融资成本的同时增加市场流动性。再看降准的过程,2015年2月5日、2015年4月20日分别下调金融机构人民币存款准备金率0.5个、1个百分点,降准幅度普遍增加的同时,定向降准的力度也显著增强。年内第一次降准释放的流动性在6000亿元以上,第二次降准释放的流动性大约在1.4万亿元左右。近半年来,央行持续通过宽松的货币政策持续向市场释放流动性,但是,M2同比增速(10.1%)却创出历史新低,表内和表外社会融资双双出现收缩,可以看出市场流动性没有随着政策的变化同步出现宽松。



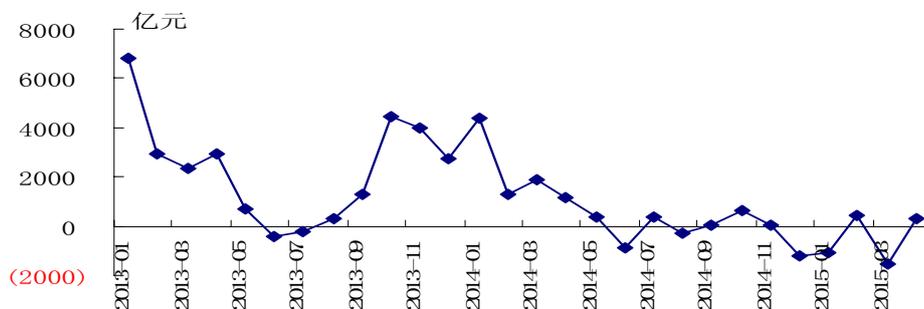
图 1 M2 增速及社会融资规模当月新增量
(2013. 01-2015. 04)



二、M2 增速的下降反映出货币传导渠道不畅

从我国货币供应来看，由于多年来长期的国际收支顺差，为了给汇率改革保驾护航，央行进行了大量购汇，外汇占款一度成为基础货币的主要投放渠道。但近年来，外汇占款放缓态势明显，从而导致基础货币投放量明显减少。过去十年外汇占款年均增长 30.47%，从 2009 年开始放缓，2012、2013 年分别仅增 1.95% 和 10.74%。2014 年以来，随着汇改后央行退出外汇市场日常干预，外汇占款放缓态势更加明显，央行退出干预后的 2014 年 5 月至 2015 年 4 月的一年时间内，外汇占款累计新增量为 -2832 亿元，而往前倒推两年，2012.5-2013.4 年和 2013.5-2014.4 同期的新增量分别为 1.77 万亿和 2.14 万亿。因此，外汇占款的大幅下降导致基础货币供应出现了一个巨大的缺口。

图 2 外汇占款各月新增量
(2013. 01-2015. 04)



本轮两次降准释放基础货币大约 2 万亿，再加上降低贷款利率间接补充的流动性¹，本轮货币政策释放的基础货币量基本能够抵消外汇占款规模下降带来基础货币减少的量。那么，M2 增速的明显下滑说明了货币流通速度下降，即货币传导机制受阻。分析货币传导机制受阻的原因，主要有以下两方面原因：一是由于实体经济有效需求疲软导致资金“脱实向虚”态势明显。从贷款来看，4 月新增人民币贷款 7079 亿元，其中票据融资新增量为 1361 亿元，较上月大幅增加 1080 亿元，中长期贷款较上月减少 969 亿元。一般来说，由于票据融资的灵活度很高，所以往往充当信贷规模调节器。在信贷需求不振时，商业银行通常又增加票据融资占足规模。因此，4 月票据融资的大幅增加可以看出有效信贷需求不足，商业银行倾向于用票据融资等短期贷款占住规模，伺机将规模腾挪给优质信贷资源。实体经济有效需求的不足导致资金“脱实向虚”的态势明显。前 4 月，人民币贷款新增 4.38 万亿元，同比多增 5906 亿元；但从固定资产投资的资金来源看，前 4 月，固定资产投资来源于国内贷款的资金为 1.84 万亿元，同比反而减少 402 亿元。在经济下行压力加大的背景下，新增贷款中用于新增投资的比重过低背后可能的原因就是企业投资的积极性不高，大量资金被用于虚拟经济投资。这一态势从 4 月份新增信贷分部门数据也可以得到验证，新增信贷分部门看一个明显的变化是，居民部门增加和企业部门减少：居民户新增人民币贷款比 3 月增加 411 亿；非金融企业及其他部门新增贷款比 3 月减少 2204 亿。在居民户新增信贷中，短期贷款较上月大幅增加 515 亿元，中长期贷款较上月减少 102 亿元。居民新增信贷短期大升、长期下降的格局，可能是股市繁荣对居民信贷行为影响的反映。另外，从存款数据也能够看到资金“脱实向虚”的端倪。4 月新增人民币存款 8711 亿元，较 3 月大幅下降 1.69 万亿元。分部门来看，与新增居民存款负增长（-1.05 万亿元）和新增非金融性企业人民币较 3 月下降（-6185 亿元）相反，非银行业金融机构同业存款较上月增加 2904 亿元。

¹ 在正常情况下，数量型货币政策和价格型货币政策大致呈线性对偶关系，比如在中国，一般存款准备金提高 0.5% 相当于利率提高 0.25% 所带来的紧缩效果，反之亦是。



这说明季末考核后的理财资金大规模出表后部分回流至余额宝等货币基金，货币基金回笼的资金以同业存款的形式回流至银行体系。二是金融机构风险偏好下降，存在“惜贷”情况。央行 1 季度货币政策执行报告指出，3 月执行上浮利率的贷款占比达 68.93%，比去年 12 月上升 1.66 个百分点。这有几方面原因：首先，不良贷款反弹使得商业银行抬高信贷门槛。自 2011 年三季度以来，我国商业银行不良贷款开始反弹。截至 2015 年 1 季度末，不良贷款余额为 9825 亿元，比上年末增加 1399 亿元；不良贷款率为 1.39%，比上年末上升 0.14 个百分点，已连续 13 个季度出现“双升”。其次，商业银行获得资金来源更为困难。2015 年 4 月，我国金融机构各项存款余额同比增长 9.7%，继 2014 年出现改革开放以来首次个位数增长之后，再度出现个位数增长。银行增存形势加速恶化。第三，资本充足率监管已对商业银行放贷能力形成明显制约。金融危机以来，国际和国内金融监管都显著提高了对银行资本数量和质量的要求，对银行形成了明显的资本制约。而从商业银行自身盈利能力看，银行负债成本上升、不良拨备增加等将使其盈利增速下降，内源补充资本的难度将越来越大。

三、社会融资规模的收缩说明实体经济融资需求较弱

从统计口径看，社会融资规模所统计的是一定时期实体经济从金融体系获得的资金总额，是从金融机构资金运用（资产）的角度来衡量流动性，包括：表内融资（新增人民币贷款、新增外币贷款）、表外融资（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票）、直接融资（企业债券融资、股票融资）和其他方式资金获得（保险公司赔偿、投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款）。

从 4 月数据来看，表内信贷和表外融资双双出现收缩，说明实体经济融资需求较弱，经济下行的压力依然较大。4 月新增社会融资 1.05 万亿元，同比大幅少增 4759 亿元。分项来看，其中对实体经济贷款增长 8045 亿元，比今年前 3 月月均值少增 3977 亿元；4 月委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项总和仅 224 亿元，同比少增 2468 亿元；其中信托贷款连续第二个月负增长，新增未贴现银行承兑汇票连续第三个月负增长，委托贷款只有上个月的三成。

四、未来货币政策展望

展望未来货币政策，考虑到当前经济下行压力较大、企业融资成本仍高、实体经济融资需求较弱等因素，预计货币政策仍会延续稳健中适度宽松的基调，降准、降息仍然可期，PSL、MLF等将成为货币调控常用手段，并将逐步发挥对不同期限利率的引导作用；与此同时，进一步完善调控体系，继续加大定向调控、结构性调控力度，疏通货币政策向实体经济的传导渠道，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。具体政策可能包括以下方面：一是预计2季度央行仍将有1-2次降准或降息，并仍将突出“定向”特点，旨在优化流动性的投向和结构。二是进一步扩大信贷资产证券化试点范围，有效盘活存量信贷资金，释放更多信贷资源；三是存款利率上限区间将完全放开，利率市场化将在年内全面实现；MLF（中期借贷便利）、SLF（常备借贷便利）利率将逐步成为市场各期限的基准利率；四是继续加大定向调控、结构性调控力度，对特定领域和“短板”产业实施精细化宽松调控，从而进一步优化信贷投放结构，避免财务软约束的低效部门对资金的挤占，疏通传导渠道。在政策工具选择上，预计PSL（抵押补充贷款）的规模将进一步扩大。