

研究报告

2020 年第 65 期

2020.12.31

执笔人：朱思斯

邮箱：

sisi.zhu@icbc.com.cn

疫情背景下宽信用的经验与前景

摘要：

本文回顾了 2008 年以来我国四次货币宽松周期的历史经验，梳理了从货币宽松到信用扩张、再到经济回升的传导过程，总体看主要指标增速拐点存在“银行对企业债权-M2-社融-企业中长期贷款-PMI-工业增速-企业利润-PPI”的滞后链条。疫情发生后货币信用同步大幅扩张，但在经济回升背景下当前货币政策已边际转向。随着三四季度贷款增速逐步回落；社融增速三季度仍处于高位，四季度趋于下降。由于以企业中长期贷款为指针的融资结构继续改善，结合历史经验看，当前信用扩张仍将对未来两三个季度经济表现形成支撑。

关键词：

货币政策 新冠疫情 信用周期

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，不构成对阅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现代金融研究院所有，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。

一、历次货币宽松周期的历史经验

2008 年以来，我国经历了四轮货币宽松周期，梳理其中主要货币、信用、经济变量的传导脉络，可以为研究本轮周期的后续走向提供参考。

第一轮宽松周期。金融危机发生后，2008 年 3 月左右工业增速转为下行，PMI、PPI 等指标同步下滑。央行于 2008 年 9 月启动降准，至 2008 年 12 月共 4 次降准、5 次降息。强有力的信贷政策使货币宽松迅速传导到信用扩张，人民币贷款、M2、社融增速拐点分别仅滞后首次降准 1、2、3 个月。2009 年 10 月左右，贷款和 M2 增速分别上升到 34.2%、29.7%的历史高峰。在宽松信用支持下，2008 年 11 月我国工业增速即出现触底反弹，而 GDP 增速在 2009 年二季度转为上升。

第二轮宽松周期。在前期货币政策收紧和海外需求下行影响下，2011 年 6 月后工业增速等指标呈现明显下行趋势。央行于 2011 年 12 月启动降准，至 2012 年 7 月实施了 3 次降准、2 次降息。此轮宽松周期货币政策迅速传导到信用端，银行总资产与首次降准同步扩张，人民币贷款和 M2 增速拐点仅滞后首次降准 1 个月，社融拐点则滞后 5 个月。2012 年 8 月后工业增速出现企稳回升迹象，本轮货币宽松宣告结束。

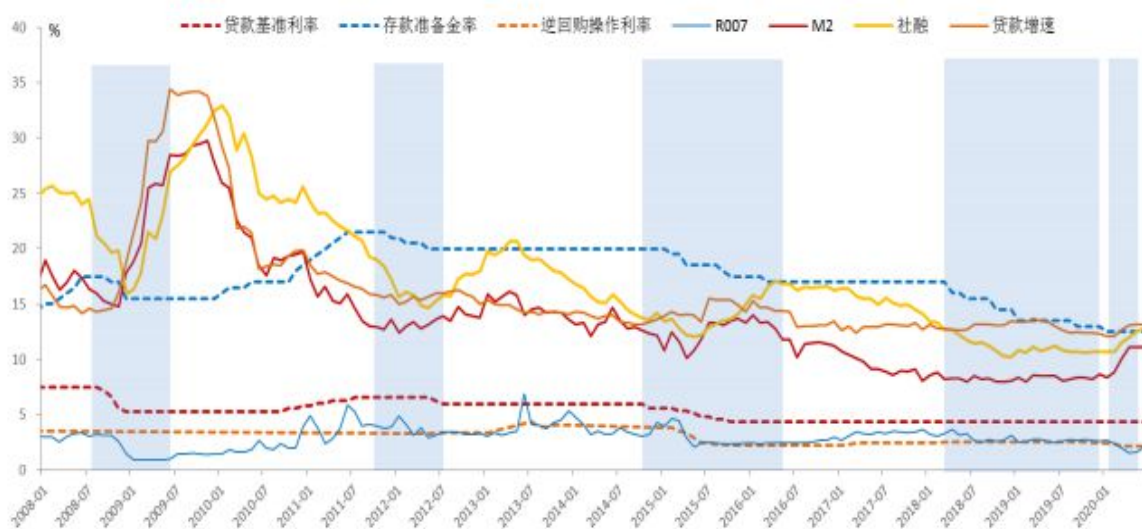


图 1 历次货币宽松周期的金融指标表现

第三轮宽松周期。受全球经济下行和我国“三期叠加”影响，我国工业增速等指标于 2014 年 8 月左右明显下行，央行于 11 月开启降息，至 2016 年 3 月共 5 次降准、6 次降息。期间央行加大了利率市场化步伐，并启动了 SLF、MLF、PSL 等新型流动性投放工具。此轮宽松周期货币政策拐点领先信贷、M2 和社融指标均为 6 个月左右，滞后期长于以往周期。至 2016 年 1 月后经济出现见底迹象，一季度名义 GDP 增速趋于回升，三季度实际 GDP 增速企稳回升。

第四轮宽松周期。2018 年上半年经济数据基本平稳，但为对冲去杠杆等因素导致的信用收缩，央行于 2018 年 1 月启动普惠金融定向降准，4 月后开展降准置换 MLF 等操作。2018 年 6 月后 PMI、工业增速等数据明显下行，央行宽松力度加大。至 2020 年 5 月，央行降准和定向降准 12 次（其中 2 次在疫情发生后），从 2019 年 11 月起调降 OMO 和 MLF 利率 3 次（2 次在疫情发生后），从 2019 年 8 月后启

动 LPR 报价利率并调降 4 次。从宽信用角度看，本轮宽松周期银行总资产和贷款增速仅滞后货币宽松 1 个月左右，但由于去杠杆导致非标等渠道收缩的影响，M2 和社融增速拐点滞后期达 7 个月，至 2018 年 11 月才出现明显回升。经济数据方面，PMI、工业增速等指标在 2019 年 2 月左右开始出现小幅回升。



图 2 历次货币宽松周期的经济指标表现

从“货币-信用-经济”的传导过程看，主要指标增速拐点存在“银行对非金融机构债权-M2-社融-企业中长期贷款-PMI-工业增速-企业利润及 PPI”的滞后链条。从上述四轮宽松周期经验看，货币政策转向宽松后，银行对非金融机构债权增速几乎同步上升，银行总资产增速可能滞后 1 个月左右，人民币贷款增速往往与银行总资产增速同步上升，贷款到 M2 增速、再到社融增速之间存在 1 个月以上的时滞，总体上货币政策转向到以社融为衡量标准的信用回升存在 3-6 个月的时滞。企业中长期贷款与社融增速基本同步回升，可以认为是



宽信用的核心指标之一。经济数据方面，PMI 可能与 M2、社融增速同步回升，工业增速则可能滞后 1-3 个月，企业利润、PPI 和库存增速则可能再滞后 3-9 个月（见表 1）。

表 1 历次货币宽松周期的政策传导情况

		第一轮	第二轮	第三轮	第四轮
货币政策 周期	货币周期起始 时点	2008 年 9 月- 2011 年 11 月	2011 年 12 月- 2014 年 10 月	2014 年 11 月- 2018 年 3 月	2018 年 4 月 至今
	经济下行起点	2008 年 3 月	2011 年 6 月	2014 年 8 月	2018 年 6 月
	货币宽松起点	2008 年 9 月降准	2011 年 12 月降准	2014 年 11 月降息	2018 年 4 月
	经济企稳时点	2008 年 11 月	2012 年 8 月	2016 年 1 月	2019 年 2 月
	货币宽松举措	4 次降准、5 次降 息	3 次降准、2 次降 息	5 次降准、6 次降 息	12 次（定 向）降准、3 次公开市场
货币领先 信贷拐点 (月)	银行总资产	1	0	5	1
	:对非金融机 构债权	2	-1	-1	0
	人民币贷款	1	1	6	1
	:中长期贷款	3	4	9	8
	M2	2	1	5	7
	社融	3	5	6	7
货币领先 经济拐点 (月)	PMI	2	0	9	10
	工业增速	2	8	14	10
	PPI	10	10	10	20
	企业利润	8	9	12	12
	库存	11	13	17	19

二、疫情后货币信用宽松的前景展望

由于中美贸易战、外部经济放缓等因素，本轮经济和政策周期从 2018 年上半年持续至今，虽然 2019 年前期宽松力度有所下降，但总的基调未变。2019 年年底经济数据有所企稳，库存周期出现见底回

升迹象，但 2020 年 2 月后被疫情打断。因此，当前的经济和政策环境仍是第四轮宽松周期的延续。

疫情后宽松政策的特点是货币信用同步大幅扩张。应对疫情冲击的主要措施包括 2、3 月两次下调 OMO 和 MLF 利率共 30bp，3、4 月两次针对中小银行普惠金融定向降准共 1.75 万亿元，出台前后总计 1.8 万亿元的抗疫和普惠金融再贷款，6 月推出直达实体经济货币政策工具，包括延期贷款本金 3.7 万亿元，带动小微企业信用贷款 1 万亿元。疫情后宽松政策的特点，一是为应对短时冲击措施密集出台，力度明显超过 2018-2019 年，在历史上更类似于 2008 年；二是信用政策和货币政策齐头并进，因而信用指标和货币指标几乎同步扩张。

在经济回升背景下，当前货币信贷政策已经边际转向。一是货币方面，6 月以来央行主动引导货币市场利率上行，利率中枢回归逆回购操作利率，除下调再贴现利率外，市场预料的降准等措施迟迟未落地。二是信贷方面，随着疫情好转和经济复苏，信贷宽松力度出现边际下降态势。三是监管方面，4 月后打击资金空转，压缩结构性存款和融资信托，开展乱象整治“回头看”，“防风险”重新成为政策关注点。

社融存量增速三季度仍高企，四季度趋于下降。政府类债券是下半年社融增长的主要拉动力量。记账式国债净增量在 1.6 万亿元左右，下半年地方债净增约 1.85 万亿元。三季度单月政府债净增量在



7000-10000 亿元，四季度明显回落。企业债融资或保持稳中有缓的态势。信托监管趋严加上四季度到期量大，拉低下半年非标增长。总体看，预计全年社融增量接近 32 万亿元，三季度末社融存量增速为 13.5%。整体而言，11 月的社融增速如期触顶，而伴随着政府融资同比回落、2021 年资管新规的到期压力、近期风险事件上升所带来的信用债净融资相对压力，预计在未来至少一年，社融增速将缓步回落，至 2021 年末或回落 2 个百分点左右至 11.3% 左右水平。

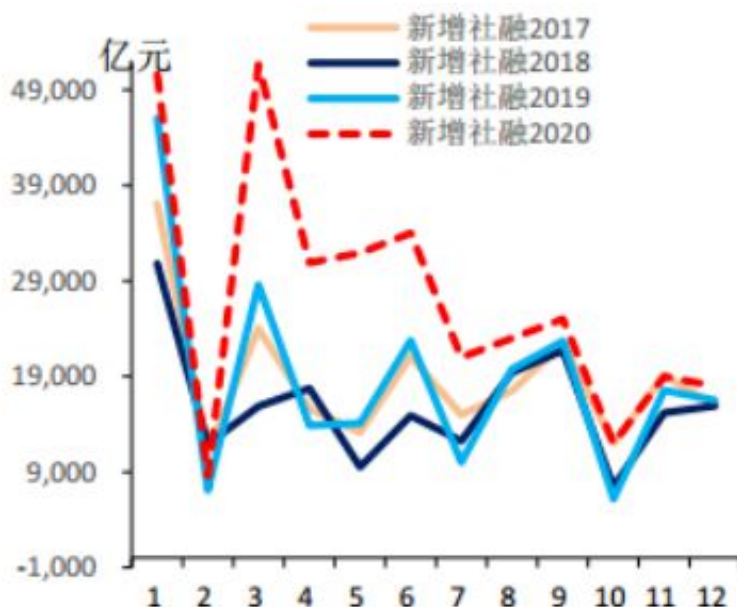


图3 2017-2020 历年新增社融情况

结合历史经验看，疫情后的信用扩张将对未来二至三个季度的经济表现形成支撑。疫情后货币信用指标同时大幅上升，经过 3-5 月份的扩张，当前货币宽松已逐渐收缩，5 月银行总资产增速和对非金融机构债权增速出现回落迹象，信贷增长进入平台期，9 月后社融增速回落。另一方面，企业中长期贷款增长上升势头仍然明显，在未

来 2-3 个季度预计将保持高位，并继续支撑经济复苏。从经济指标看，由于疫情冲击难以改变中期经济趋势，近月主要指标均迅速反弹。3 月后工业增速恢复至接近 疫情前的水平，5 月 PPI 或已见底。企业经营指标方面，尽管上下游差异仍然明显，但总体上企业盈利已经见底回升，未来二至三个季度库存周期将进入上行阶段。

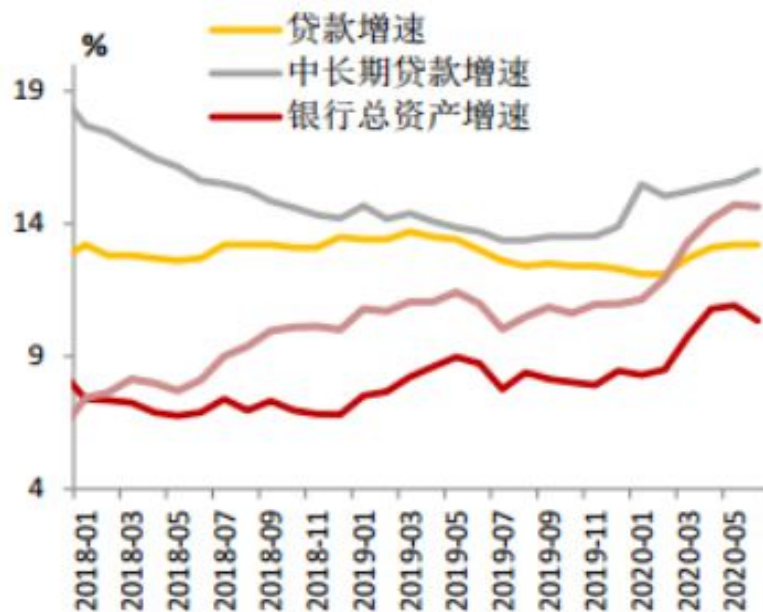


图 4 银行总资产和对企业债权迎来拐点