



从“宽货币”到“宽信用”： 依靠“宽财政”是关键



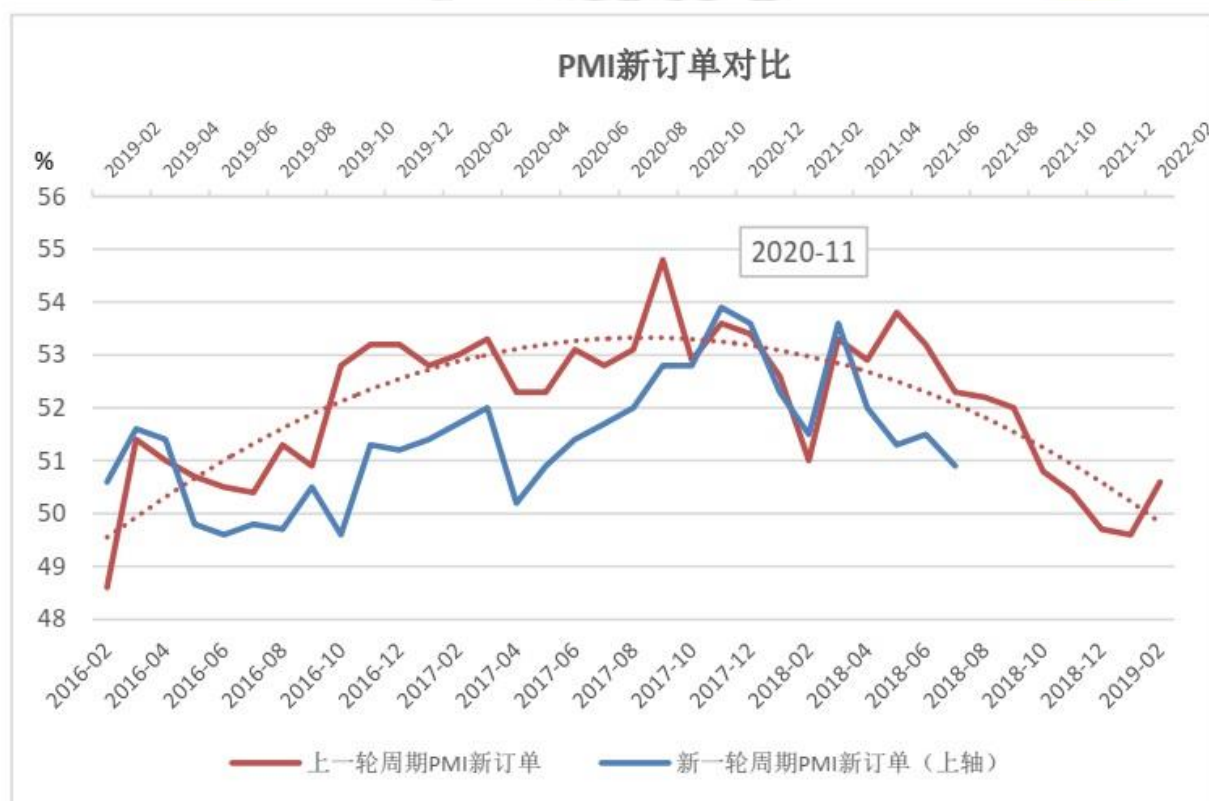
【财新网】（专栏作家 刘晓曙 特约作者 张馨月）近期社融数据大幅回落，远低于市场预期。根据央行发布的数据，7 月社会融资规模增量为 1.06 万亿元，比上年同期少 6362 亿元。其中，新增人民币贷款约 0.84 万亿，比上年同期减少 1830 亿元。信用扩张放缓的原因是什么？接下来央行是否会开展一系列的“宽货币”政策？仅靠央行“宽货币”政策能否带来预期中的“宽信用”？

一、信用扩张放缓背后的逻辑：经济短周期或开始转入主动去库存阶段叠加地产、基建土地政策收缩

（1）经济短周期或开始转入主动去库存阶段，信贷脉冲受影响

制造业采购经理指数（PMI）是刻画与观测需求变化非常好用的指标之一，特别是 PMI 中的新订单更是直接反映需求变化信息。

从 PMI 的变化来看，尽管疫情扭曲了经济增长行为，但是本轮短周期（2019.Q1 至今）还是与上一轮短周期（2016.Q1-2019.Q1）变动趋势表现出了高度相似。



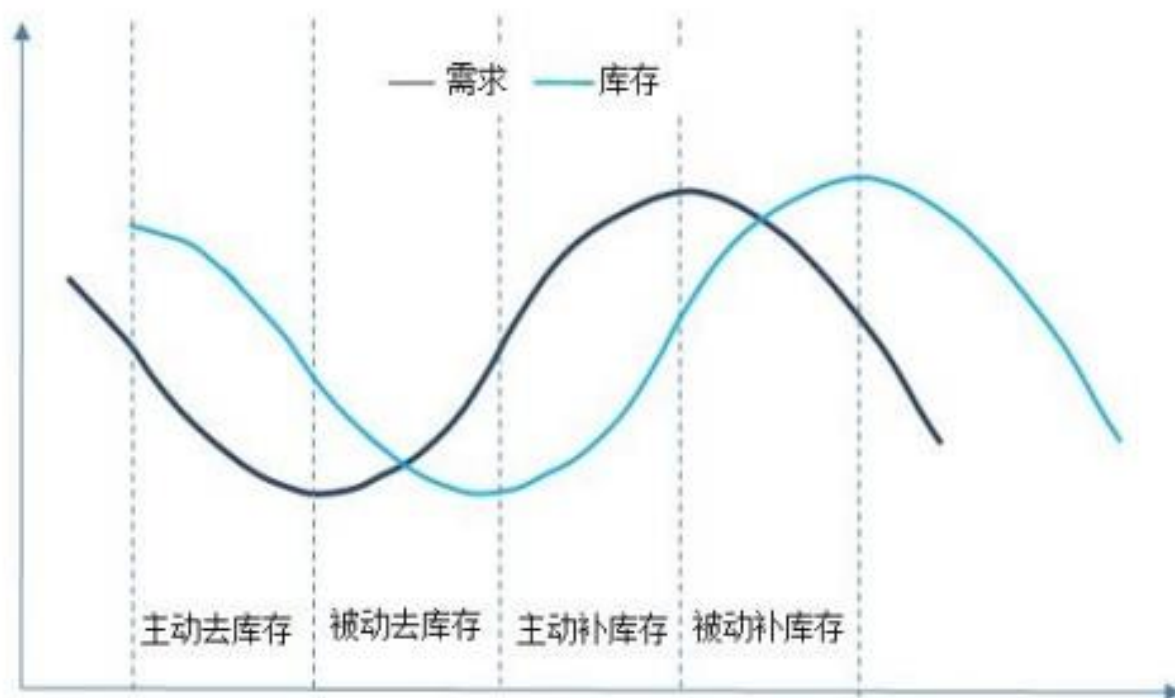
注：剔除 2020 年 2 月份受疫情影响的异常变化。

本轮需求波动周期的峰值拐点出现在 2020.Q4 (更准确地说是 11 月份左右),之后需求增长出现趋势性下行,与此同时存货累计同比持续上升,因此,今年上半年经济主要处在被动补库存的阶段。

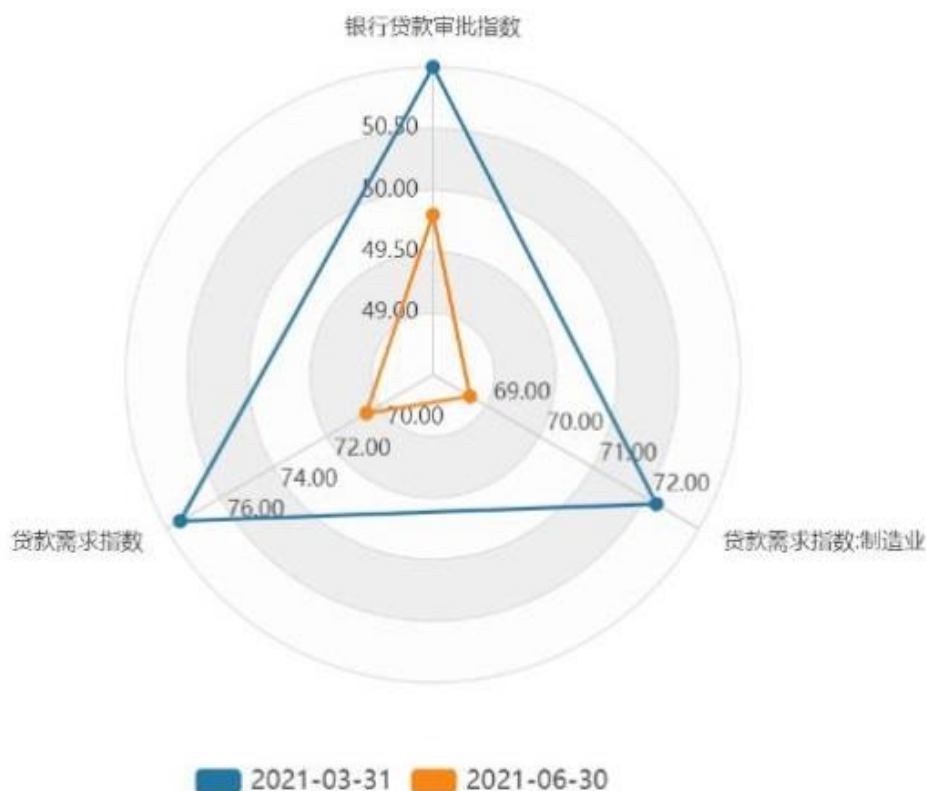
随着时间推移,7 月份存货累计同比增速达到了近 10 年的新高,大概率达到或接近库存周期性波动的峰顶。



也就是说，经济短周期或正由被动补库存转向主动去库存阶段。在主动去库存阶段，市场需求将继续收缩，企业将主动降低产能利用率、减少产品生产，库存回落，经济下行压力加大。



当需求增长处在下行阶段，企业的利润率和投资回报率下降，投资意愿减弱，贷款需求下降，同时，商业银行的信贷供给具有顺周期性，在经济增长处在下行阶段时会实行更严格的贷款审核，因此，信贷扩张放缓。在今年一二季度可以看见这一显著现象。随着经济活动进一步转向主动去库存，企业贷款需求，特别是制造业贷款需求预计也将进一步收缩，银行信贷供给也会收紧。



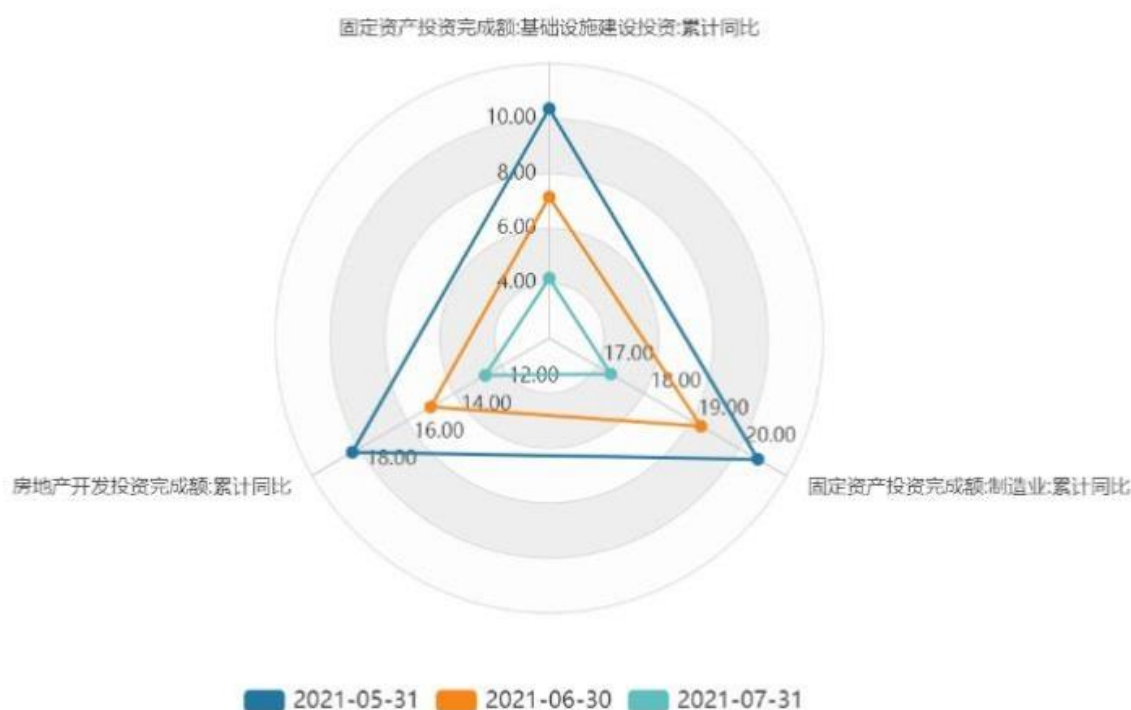
Wind

(2) 地产、基建政策收缩对信用扩张形成制约

社会融资总额中，除了用于短期经营和消费的融资外，更多为用于固定资产投资的中长期融资。中国固定资产投资中基建投资和房地产开发投资二者合计占比超过了 50%，而基建和地产资金来源主要依赖外部融资，因此，地产与基建融资政策的调整对于全社会融资需求具有重大影响。

在地产方面，为降低地产公司杠杆率水平，监管部门 2020 年 8 月出台“三道红线”试点；在银行端也对地产融资进行限制，房贷“五分档”政策出台，地产融资阶段性收紧。在基建方面，为节制地方政府依赖基建投资拉动经济引发的隐性债务规模，近期针对地方政府隐性债务的监管再度加强。15 号文通过限制隐性债务平台的增量融资倒逼城投公司真化解隐

性债务，管控基建投资规模的盲目扩大。数据显示，近期地产投资与基建投资同比增速均迅速下滑，且下滑幅度均高于制造业投资。



过去数十年，中国的信用扩张模式是典型的“土地信用”。房地产企业、购房者和城投平台利用土地、房子作为抵押品获得信贷。随着中国经济增长方式的转变，“房地产+土地财政”的模式难以持续，对房地产和城投平台融资、地方债务保持严监管当是常态。因此，房地产和基建融资规模难以获得过往的高速增长，在一定程度上对信用扩张形成制约。

归纳起来，经济短周期转向主动去库存叠加地产、基建政策收紧对信用扩张构成一定的约束，对下半年的信用扩张也会带来一定不利的影响。

二、央行货币政策前瞻：基于过往经验

7 月份以来，央行多次会议提到要政策做好前瞻，货币政策也以全面降准释放宽信用信号，下一步央行会采取的扩张性货币政策路径将是怎样？

如马克吐温所说,历史不会重演细节,过程却会重复相似。本轮经济短周期与上一轮经济短周期的变动趋势一样的相似。因此，我们通过回顾 2018 年经济也处在主动去库存的那段经历及央行货币政策实施情况，对未来的货币政策进行展望。

根据 2018 年中国货币政策执行报告，2018 年第二季度至第四季度央行货币政策基调保持宽松。在“量”的方面，中国人民银行累计开展逆回购操作 10.84 万亿元，年内四次（1 月、4 月、7 月和 10 月）下调准备金率，并适时开展中期借贷便利和常备借贷便利操作增加基础货币供给，保持银行体系流动性合理充裕。在“价”的方面，央行通过持公开市场操作等方式引导利率中枢下行，货币市场基准性的 DR007 中枢从年初的 2.9% 左右下降至 2.6% 左右，金融机构贷款平均利率也由一季度 5.91% 下降至四季度的 5.64%。

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_34782

