

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

当前货币环境是松还是紧？

宏观研究

专题报告

2019/11/25

导读：近期我们关于“拿掉猪以后都是通缩”、“该降息了”的前瞻性观点引发市场大讨论，随后央行采取“小步快跑”式频繁降息。当前货币环境究竟是松还是紧？货币政策的关键是宽货币还是宽信用？

摘要：

货币环境按照松紧程度可以划分为5档：适度宽松、稳健偏松、稳健中性、稳健偏紧、适度从紧，可从定性分析、总量分析和结构分析三方面考察。1) 定性分析，主要参考央行每季度发布的《货币政策执行报告》中的措辞。2) 总量分析，主要观测货币和信贷指标，采用 M2-实际 GDP-CPI 增速为判断短期松紧的指标，采用信贷规模余额增速-GDP 增速、贷款加权利率-PPI 增速衡量中长期趋势，综合描绘货币环境周期。3) 结构分析，主要考察流动性分层情况，重点关注民企和中小企业的融资环境、中小银行的资金环境。

当前货币环境可概括为：总体稳健、局部紧张，货币宽、但信用紧，流动性分层严重。1) 定性看，2019 年前三季度货币政策保持稳健。2) 总量看，“货币宽”但“信用紧”，2019 年央行3次降准，11月频繁操作下调 MLF 利率和 OMO 利率，多次下调 LPR 利率，但实际利率仍不断上升。从 M2-GDP-CPI 增速看，2019 年前三季度 M2 增速略低于名义 GDP 增速，整体相匹配；从贷款增速-GDP 增速看，存量贷款规模增速与 GDP 增速之差处于历史较低点，信用创造不足；从贷款加权利率-PPI 增速看，实体经济实际利率持续上行。3) 结构看，局部融资环境紧张。2019 年出现银行间市场利率普遍较低、但实体经济融资市场利率走高的分层现象，民企和小微企业融资难融资贵，房地产融资过度收紧。

流动性分层的主因是所有制歧视问题，金融体系问题是催化剂。1) 政府隐形担保扭曲国企信用风险，导致低效率国企和地方融资平台占用过多信贷资源，直接挤出民企、中小企业融资，形成不同所有制企业的流动性分层。2) 多层次资本市场缺失导致企业过度依赖银行信贷，银行的低风险偏好难以匹配高风险企业的融资需求；利率市场化程度不足，利率双轨制导致流动性传导不畅。

建议：1) 破除融资市场所有制歧视，改革土地财政，引导资源流向效率更高的民企、中小企业和科创企业。2) 加快金融体系改革，建设多层次资本市场，提高直接融资比例，对银行主导的间接融资体系进行补充。3) 大力改善流动性分层，疏通货币传导渠道，加强金融服务实体经济效果。4) 房地产融资政策从过度收紧回归中性稳定，避免一刀切走极端，满足刚需和改善型需求、企业正常经营与购地的资金。

展望未来：1) 短期来看，货币政策仍需维持稳健偏松，多运用结构性货币工具降息降准，防止流动性分层加剧，预计央行将维持“小步快跑”的操作节奏。2) 中期来看，需要加强逆周期调节，推进利率市场化改革，促进宽货币向宽信用转化。3) 长期来看，需要深化所有制改革，引导资源流向效率更高的民企、小微企业和新兴科创企业。

风险提示：政策不确定性；隐形担保、土地财政等问题难以解决。

请务必阅读正文之后免责条款部分

目录

1 货币环境松紧的度量	4
1.1 定性分析：《货币政策执行报告》	4
1.2 总量分析：综合描绘货币周期	4
1.3 结构分析：流动性分层	5
2 货币环境现状：是松还是紧？	6
2.1 货币政策执行报告定性：稳健	6
2.2 总量：“货币宽”但“信用紧”	6
2.3 结构：局部紧张，流动性分层	8
3 流动性分层的诱因	10
3.1 所有制问题是主因	10
3.1.1 国企隐形担保：挤出民营、中小企业融资	10
3.1.2 土地价格、房价隐形担保：挤出其他领域的可获得融资	11
3.2 金融体系问题是催化剂	11
3.2.1 过度依赖银行信贷：供给不足，难以触达民营中小企业	11
3.2.2 利率市场化程度不足：利率双轨制引发流动性传导不畅	12
4 货币环境的建议与未来展望	12
4.1 政策建议	12
4.1.1 破除融资市场所有制歧视，改革土地财政	12
4.1.2 加快金融体系改革，建立多层次资本市场	13
4.1.3 加大力度改善流动性分层，疏通传导渠道	13
4.2 未来展望	13
4.2.1 短期来看，加强逆周期调节，货币政策仍需稳健偏松	13
4.2.2 中期来看，疏通传导渠道，促进宽货币向宽信用转化	14
4.2.3 长期来看，深化所有制改革，引导资源优化配置	14

图表目录

图表 1: 定性方法大致参考: 2001 年以来《货币政策执行报告》的措辞.....	4
图表 2: 定量和定性综合判断货币政策周期	5
图表 3: 2019 年货币政策操作	6
图表 4: 2019 年下半年央行小幅多次下调 LPR、MLF、OMO 利率.....	6
图表 5: M2-GDP-CPI 增速.....	7
图表 6: 贷款增速-GDP 增速.....	7
图表 7: 实际利率上行	8
图表 8: 国企民企信用利差	9
图表 9: 大小银行间同业存单利差收窄	9
图表 10: 高低评级同业存单利差收窄	9
图表 11: 同业存单发行有所回暖	10
图表 12: 大型银行中小银行同业存单发行利率走阔.....	10
图表 13: 高等级与低等级同业存单到期收益率走阔.....	10

1 货币环境松紧的度量

货币环境按照松紧程度可以划分为 5 档：适度宽松、稳健偏松、稳健中性、稳健偏紧、适度从紧，具体划分可以分别从定性分析、总量分析和结构分析三方面考察。从定性分析看，主要参考央行每季度发布的《货币政策执行报告》中的措辞；从总量分析看，主要观测与实体经济紧密联系的货币、信贷等指标；从结构分析看，主要关注企业和银行流动性分层问题。定性分析、总量分析和结构分析，三者结合综合判断货币环境松紧程度。

1.1 定性分析：《货币政策执行报告》

定性方法紧密依赖于中国人民银行货币政策执行报告。从权威性和时间跨度出发，本文选取央行自 2001 年开始每季度发行一次的《货币政策执行报告》作为参考。据统计，共有三种反映货币政策取向的描述：稳健、适度从紧（从紧）、适度宽松。其中，稳健较为宽泛，可以细分为稳健偏紧、稳健偏松、稳健中性。

图表1：定性方法大致参考：2001 年以来《货币政策执行报告》的措辞

判断	参考报告措辞	具体来源
适度宽松	扩大信贷投放；银行体系流动性充裕；加大金融对经济发展的支持力度	2008 年 3 季度-2010 年 4 季度；
适度从紧	把控制物价上涨、抑制通货膨胀放在更加突出的位置；加强银行体系流动性管理；控制货币信贷过快增长	2007 年 3 季度-2008 年 2 季度；
稳健	加强货币信贷总量调控；密切关注物价走势变化；对房地产信贷市场实施调控，不放松也不收紧银根，保持信贷总量适度增长，银行体系流动性保持中性合理稳定，削峰填谷，防止经济增长速度进一步减缓，保持货币供应量平稳 / 平稳较快 / 较快增长，银行流动性合理充裕	2003 年 3 季度-2004 年 4 季度；2012 年 4 季度；2016 年 4 季度-2017 年 1 季度，2005 年 1 季度-2005 年 3 季度；2012 年 1 季度-2012 年 2 季度；2012 年 3 季度；2013 年 1 季度-2014 年 1 季度；2017 年 2 季度-2018 年 1 季度，2001 年一季度-2003 年 2 季度；2005 年 4 季度-2007 年 2 季度；2011 年 1 季度-2011 年 4 季度；2013 年 1 季度；2014 年 2 季度-2014 年 4 季度；2015 年 1 季度-2016 年 3 季度；2018 年 2 季度-2019 年 3 季度

资料来源：2001 年-2019 年《货币政策执行报告》，恒大研究院

1.2 总量分析：综合描绘货币周期

总量分析主要观测与实体经济紧密联系的货币和信贷指标，通过观测货币供给判断短期松紧，通过观测信贷衡量中长期趋势，综合描绘货币环境周期。

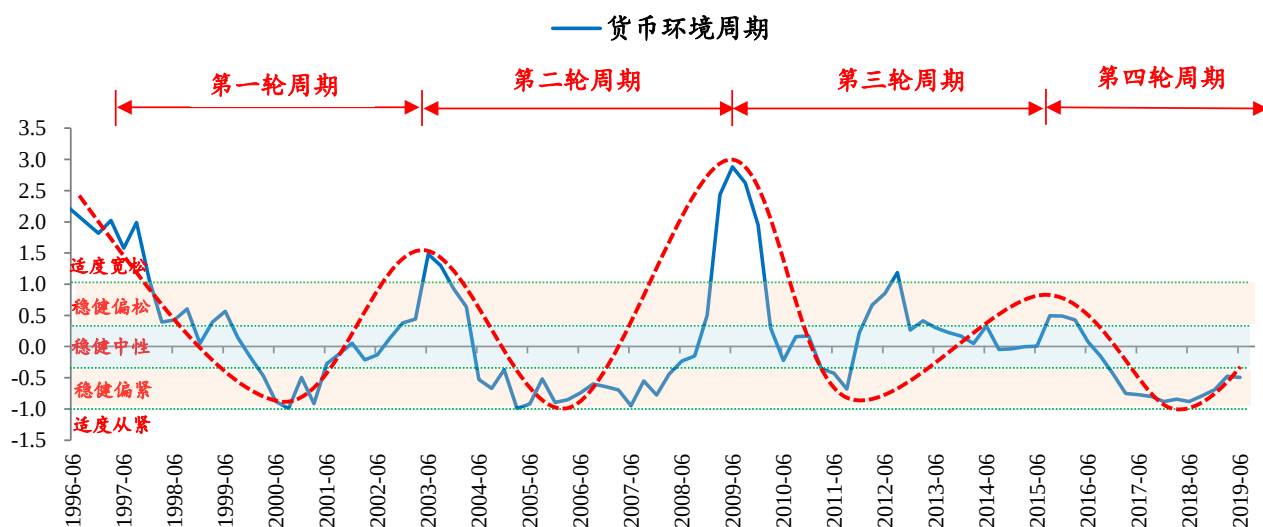
短期来看，货币供应量作为货币政策中介目标，在假定统计口径不变时，可以作为判断总量松紧的参考。原因有二：一是货币供应量可以反映货币流动性，二是自 1984 年以来一直是我国货币政策的中介目标。尽管我国已不再公布 M2 和社会融资的规模数量指标，但利率传导机制尚不畅通，货币政策仍依赖数量调控（徐忠，2018）。因此，在假定统计口径不发生变化时，货币供应量可以作为短期判断短期货币政策松紧

的指标。一般而言，M2-实际 GDP-CPI 增速能够反映货币供给增速的差距。

中长期来看，信贷获取能力对于实体经济的影响显著，可以作为考察中长期趋势的窗口。诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨指出：“货币之所以重要，是因为它与信贷之间的关系，信贷获取能力的变化对经济活动的水平具有显著影响。真实利率水平的变化对经济波动的影响似乎要小一些”。从数量上，信贷规模余额增速-GDP 增速是最为典型的反应总量松紧的指标。从价格上，贷款加权利率-PPI 增速能够反映中长期货币总量松紧程度。

我们采用 M2-实际 GDP-CPI 增速为判断短期松紧的指标，采用信贷规模余额增速-GDP 增速、贷款加权利率-PPI 增速衡量中长期趋势，将 3 个指标标准化处理后，依次按照 0.5、0.2、0.3 的权重进行加权，组成判断货币政策周期的综合指标，描绘出总量背景下的货币环境周期。当前正处于第四轮货币环境周期的下半场，货币政策整体稳健，但受流动性分层影响，货币环境局部紧张问题突出，实体经济利率上行，民企和中小企业融资难、融资贵问题突出。

图表2：定量和定性综合判断货币政策周期



资料来源：恒大研究院

1.3 结构分析：流动性分层

2019 年以来，金融体系流动性出现分层，实体经济流动性分层加剧，央企和地方国企融资增长，而民企和中小企业融资难、融资贵问题突出，对部分融资主体来说货币环境相对紧张。因此，除了从定性和总量上分析外，我们还需要从结构性角度来分析当前货币环境。

第一，国企民企流动性分层，民企和中小企业面临相对紧张的货币环境。实体企业可以通过发行债券或向银行申请贷款形式融资，实体经济的流动性分层指标在数量上是不同企业的贷款占比，在价格上是不同企业的信用利差。因此，数量上，国企和民企的信贷规模与对应的经济贡献匹配程度可以作为判断结构性货币环境的指标之一；价格上，国企和民企信用利差也可作为衡量指标。

第二，大小银行间流动性分层，中小银行面临相对紧张的货币环境。大型银行是央行向市场注入基础货币的主要渠道，而中小银行资金来源受到极大限制。自 2013 年 12 月中小银行允许重新发行同业存单后，城

商行和股份制银行成为同业存单的发行主力，国有商业银行是持有大户。中小银行通过同业存单主动负债扩大资产负债表，再将同业借来的资金进行理财或委外赚取利差。央行政策利率叠加同业发行方的信用溢价即形成了同业存单利率，同业存单利率是度量大小银行间流动性分层的重要指标，因此也可以作为衡量结构性货币环境的指标。

2 货币环境现状：是松还是紧？

2.1 货币政策执行报告定性：稳健

2019 年前三个季度货币政策稳健，国内经济下行压力大，外部全球降息潮和中美贸易摩擦再起波澜，金融供给侧结构性去杠杆和金融严监管的背景下，央行结构性宽松、疏通货币传导渠道。2019 年央行 3 次降准，多次下调 LRP 利率、MLF 利率和 OMO 利率。其中 1 月和 9 月两次全面降准，货币政策边际放松，坚持不走“大水漫灌”的老路，主动作为、精准发力，扭转局部性社会信用收缩局面，缓解民营和小微企业融资难融资贵问题，稳妥化解中小银行局部性结构性流动性风险。2019 年前三季度央行货币政策执行报告口径均为“稳健”。

图表3：2019 年三次降准操作

年份	货币政策工具	具体举措
2019 年 1 月	全面降准	全面降低金融机构存款准备金率 100BP，释放资金 15000 亿，加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，净投放约 8000 亿。
2019 年 5 月	定向降准	对仅在本县行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率(8%)，约 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿。
2019 年 9 月	全面降准+定向降准	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。降低银行资金成本每年约 150 亿元。

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

图表4：2019 年下半年央行小幅多次下调 LPR、MLF、OMO 利率

日期	方式	幅度
8 月 20 日	降低 LPR 加点	6BP
9 月 20 日	降低 LPR 加点	5BP
11 月 5 日	下调 MLF 利率	5BP
11 月 18 日	下调 OMO 公开市场操作利率	5BP

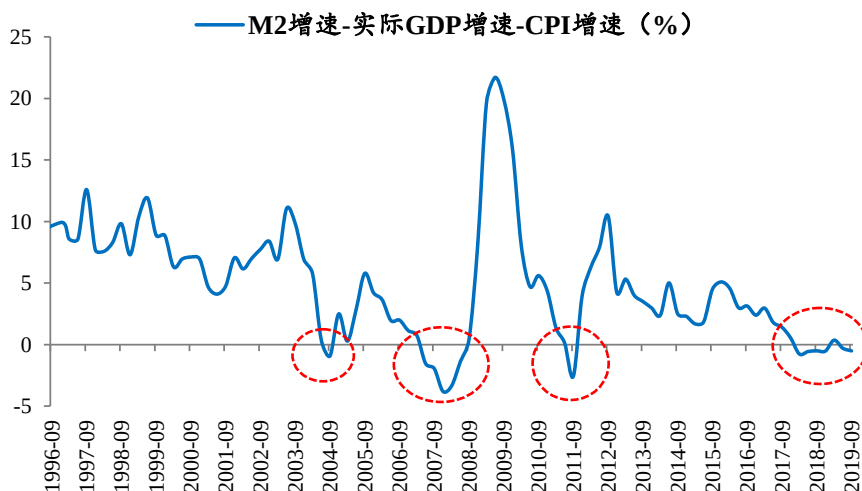
资料来源：中国人民银行，恒大研究院

2.2 总量：“货币宽”但“信用紧”

从总量分析的三个指标来看，2019 年货币环境稳健中性，货币投放稳健，但信用创造力度不足，实体经济的实际利率不断上升。

从 M2-GDP-CPI 增速来看，2019 年前三季度 M2 增速与社会融资规模和名义 GDP 增速相匹配，与以往货币超发存在明显差别。2019 年 M2 增速保持平稳，前三季度 M2 同比增速平均值仅 8.36%，前三季度 GDP 增速 6%，CPI 平均增速 2.44%，M2 增速略低于名义 GDP 增速，说明 2019 年前三季度 M2 基本保持低速稳定，与过去 M2 高速增长、货币超发的情况存在明显差别。

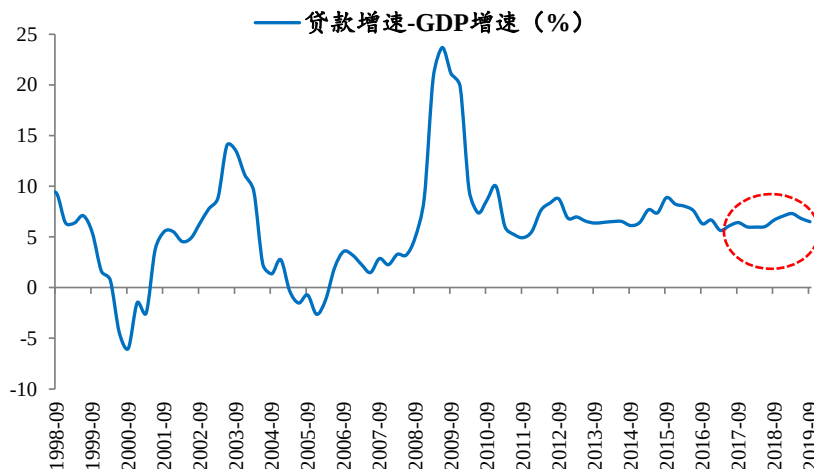
图表5：M2-GDP-CPI 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

从贷款增速-GDP 增速来看，存量贷款规模增速与 GDP 增速之差相对平稳但仍处于历史较低点，信用创造相对不足。1992 年至今的平均增速差为 7.59%，而 2019 年的平均增速差为 6.87%，且 2019 年前三季度趋势下滑，虽然货币投放整体稳健，但信用创造相对不足，主要受经济下行、流动性分层影响，银行信贷投放意向偏弱、风险偏好低，实体经济融资需求弱。

图表6：贷款增速-GDP 增速

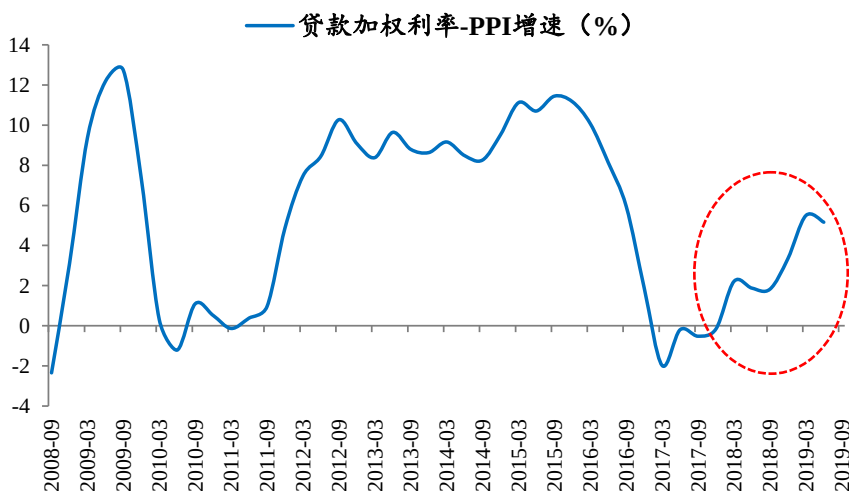


资料来源：Wind，恒大研究院

从贷款加权利率-PPI 增速看，贷款加权利率与 PPI 增速之差持续上升，反映实体经济面临的实际利率持续上行。2019 年贷款加权利率由 1

季度末的 5.69% 略下滑 7BP 至 3 季度末的 5.62%，一般贷款利率由 6.04% 下降 8BP 至 5.96%，整体稳中有降，但 PPI 持续下行，2019 年 10 月已经连续 4 个月下滑，导致实际融资利率持续上升。

图表7：实际利率上行



资料来源：Wind，恒大研究院

2.3 结构：局部紧张，流动性分层

2019 年 5 月包商银行被接管事件加剧流动性分层。一方面，银行业金融机构刚兑被打破，市场风险偏好整体降低，导致实体信用溢价不断上升，贷款利率升高，造成民企和中小企业融资难融资贵困境；另一方面，金融体系流动性分层背景下，资金大多流向银行，但银行风险偏好低，资金很难流向民企和中小企业，需要非银金融机构提供支持。因此，2019 年货币环境在流动性分层影响下，出现银行间市场利率普遍较低、但实体经济融资市场利率走高的分层现象，货币环境整体稳健、局部紧张。

第一，国企和民企的信用利差扩大，流动性分层加剧。

民企与地方国企的信用利差均处于历史高位，近年来呈现扩大趋势。2017 年下半年至 2018 年末，社会融资规模同比增速持续下滑，与此同时流动性分层加剧，民营企业与地方国企产业债的信用利差持续上升，民企融资贵问题突出。2019 年初，供给侧结构性改革发力，向中小银行定向降准，投放流动性，民企融资贵现象有所缓解。但 2019 年 5 月包商银行事件打破同业刚兑后，民企与国企信用利差回升，融资成本有提高趋

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_8787

