



张涛：融资需求改善离不开 货币供给端配合



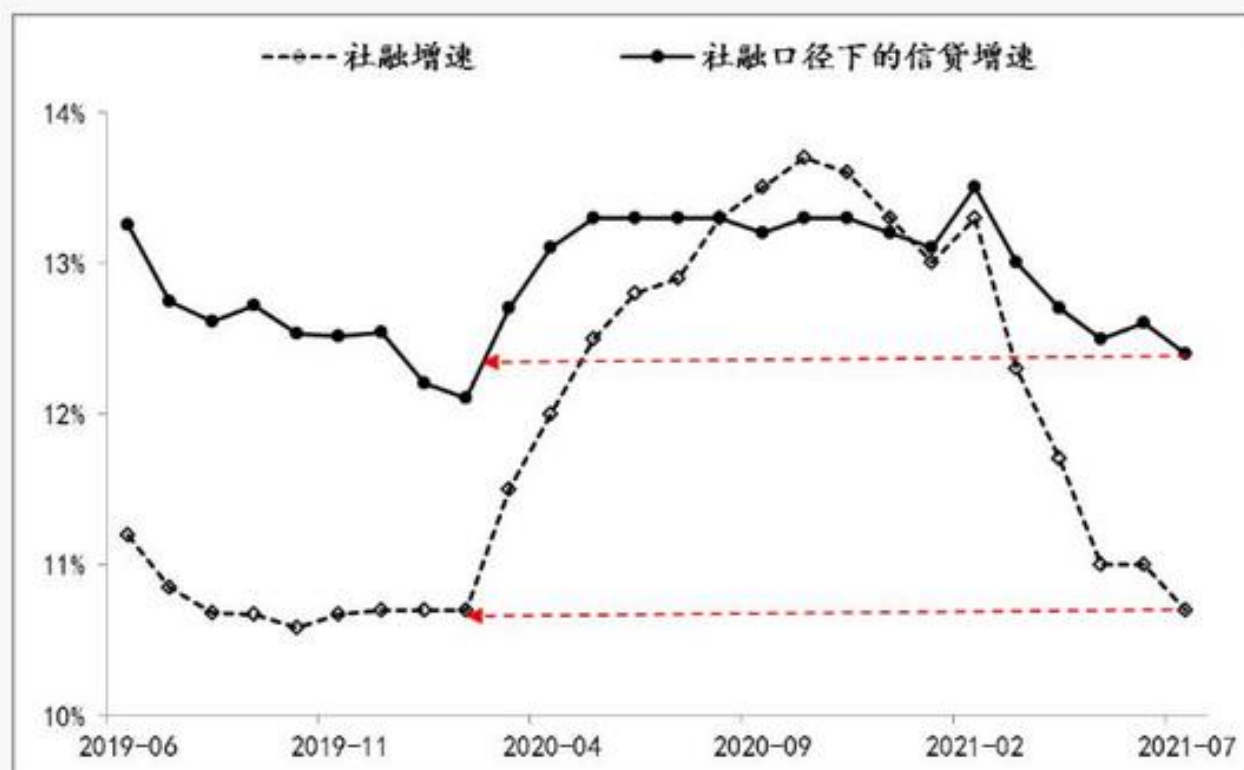
文/新浪财经意见领袖专栏作家 张涛



在稳定央行资产负债表的诉求前提下，需要央行继续采取降准、增加再贷款等措施予以对冲，伴随这些对冲操作的落地，货币供给端对融资需求的制约方能明显改善，而在此之前，融资需求难有起色

伴随 7 月份金融数据的公布，市场快速形成的共识是：社会融资需求低迷，因为社会融资和实体信贷融资增速已连续 5 个月回落。截至 7 月末，社会融资存量同比增速已降至 10.7%，实体信贷同比增速降至 12.4%，均已回落至疫情前水平。

图 1：社会融资和实体信贷同比增速



分部类看，导致社会融资增速下降的原因包括：

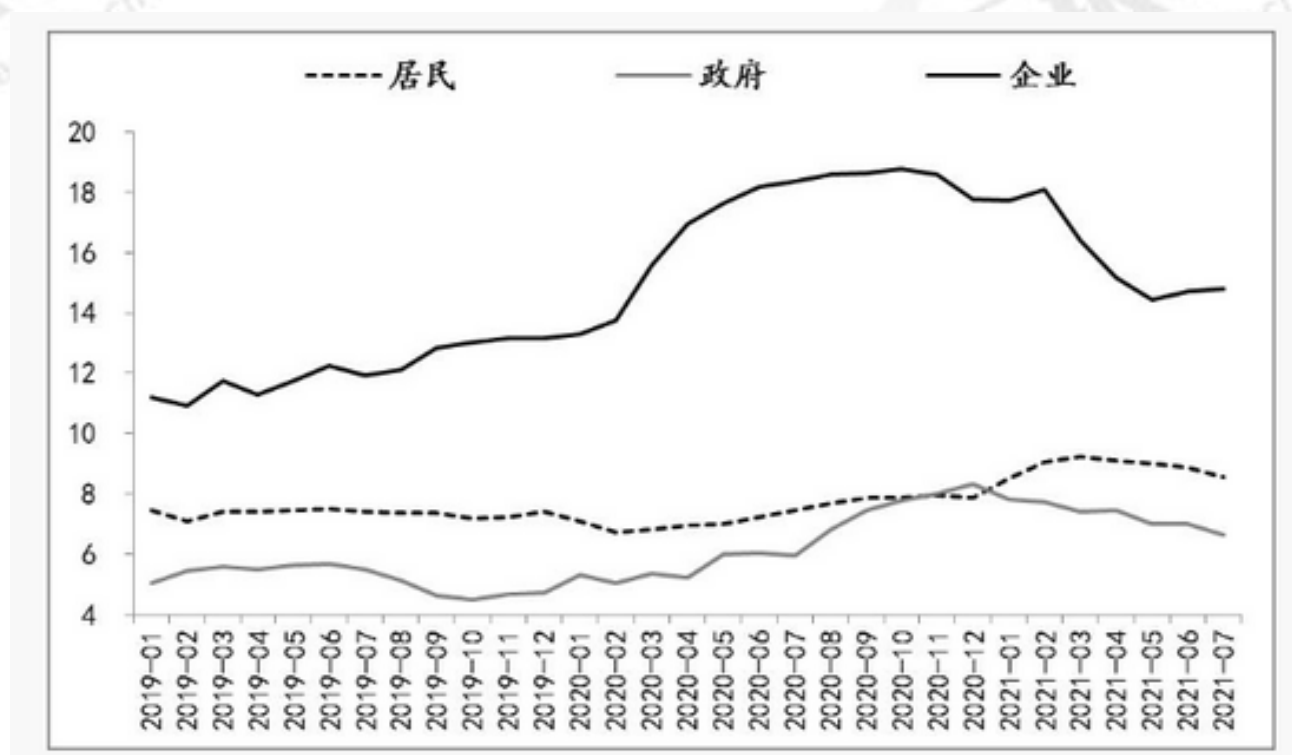
一是政府债务融资速度阶段性收敛。截至 7 月末，政府 12 个月债务净融资规模已降至 8.5 万亿元，较今年上半年 9 万亿元的平均水平下降了 5000 亿元。制约政府债务融资速度的因素为税收超预期增长，已连续 4 个月增速超过 20%，财政收支压力不高，政府债券发行节奏放缓。

二是居民债务融资速度大幅下降。截至 7 月末，居民 12 个月债务净融资规模已降至 6.6 万亿元，较今年上半年 7.4 万亿元的平均水平下降了 8000 亿元。制约居民债务扩张的因素包括监管对居民短期消费、经营贷的严查，居民按揭贷款因房市调控受限等。

三是实体企业债务融资速度触底，但结构待优化。截至 7 月末，实体

企业 12 个月债务净融资规模为 14.8 万亿元,是从 5 月份 14.4 万亿元触底后,连续两个月回升。但由于实体企业的中长期贷款融资需求还很疲软,市场对其融资结构仍然担忧。

图 2: 三部类债务融资速度



与融资需求收敛同步,在银行贷款创造存款的货币创造机理作用下,广义货币供给 M2 增速也降至 8.3%,亦与疫情前水平大体相当。除此之外,影响货币供给端的重要因素还有央行基础货币的投放。

一般而言,基础货币投放的扩张(往往是央行在扩表),有利于广义货币供给的增长,反之基础货币投放的收敛(往往是央行在缩表),则会影响广义货币供给的增长。虽然“广义货币 M2 增长与央行资产负债表规模、基础货币之间无固定联系”(参见《2020 年第三季度中国货币政策执行报

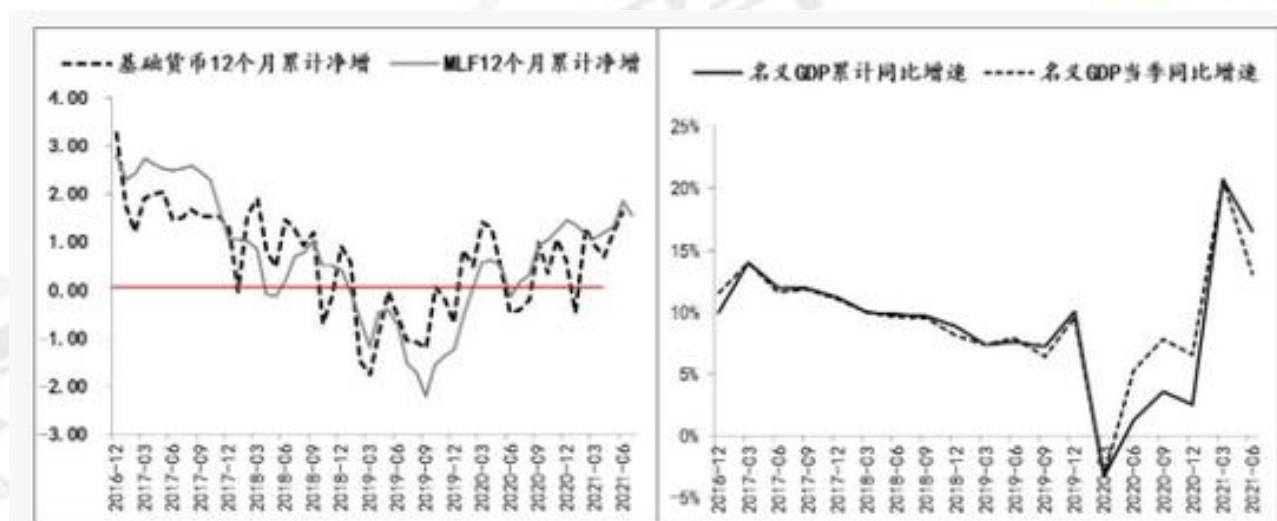
告》），但基础货币投放的变化确实会对银行的货币创造产生影响，这也是央行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制中，流动方面的重要内容之一。

具体到实际情况：

首先，伴随因外汇占款增长引发的基础货币外生性被动投放局面的逆转，央行逐渐恢复了基础货币投放的主动权，即通过各类借贷便利工具、公开市场操作、再贷款等渠道来对银行体系流动性进行主动调控，目前中期借贷便利（MLF）是主要渠道——基础货币投放的曲线与 MLF 操作规模的曲线具有较高同步性。

另外，目前中国货币政策中介目标已明确为“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，相应的基础货币投放方面，央行也会以此为“锚”，即基础货币/MLF 投放确实与名义 GDP 增速保持了较强的同步同向性。

图 3：我国基础货币投放的变化情况



第三，从数据的经验规律而言，自 MLF 成为基础货币调控的主渠道以来，MLF 余额占央行资产负债表规模的比重始终未超出过 15%，此经验规律可能与我国坚持正常货币政策空间的诉求有关，即保证央行资产负债表规模相对稳定。例如，2018 年 9 月份，该比重升至 14.7% 峰值之后，就开始回落，最低降至 8%-10% 的水平，随后才恢复上升，直至 2021 年 4 月升至 14.1% 后，进入回落通道，至 6 月已经连续 2 个月比重下降。由于 MLF 占央行比重的下降会带来银行体系流动性趋紧性的边际变化，需要央行对此予以对冲，例如 2018 年 9 月至 2019 年 9 月期间，MLF 占央行比重由 14.7% 降至 8.7%，累计下降了 6 个百分点，央行累计四次降准予以

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_34284

