



管涛：货币政策传导机制如何进一步疏通



意见领袖 | 管涛

日前，央行货币政策委员会第二季度例会要求，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。其中，强调要进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷增长的稳定性，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。从上半年经济金融数据看，我国货币政策疏通传导机制、提高传导效率仍有挖潜空间。



当前国内货币环境无论量价均较为宽松

截至 6 月末，M2 同比增长 11.4%，增速分别环比和同比高 0.3 和 2.8 个百分点，为 2016 年 12 月份以来最高。6 月份，受季末效应影响，日均

DR007 为 1.72%，环比上升 9BP，但同比回落 52BP，同比降幅较上月多 3BP，且 DR007 持续低于 2.1% 的 7 天逆回购利率（见图 1）。

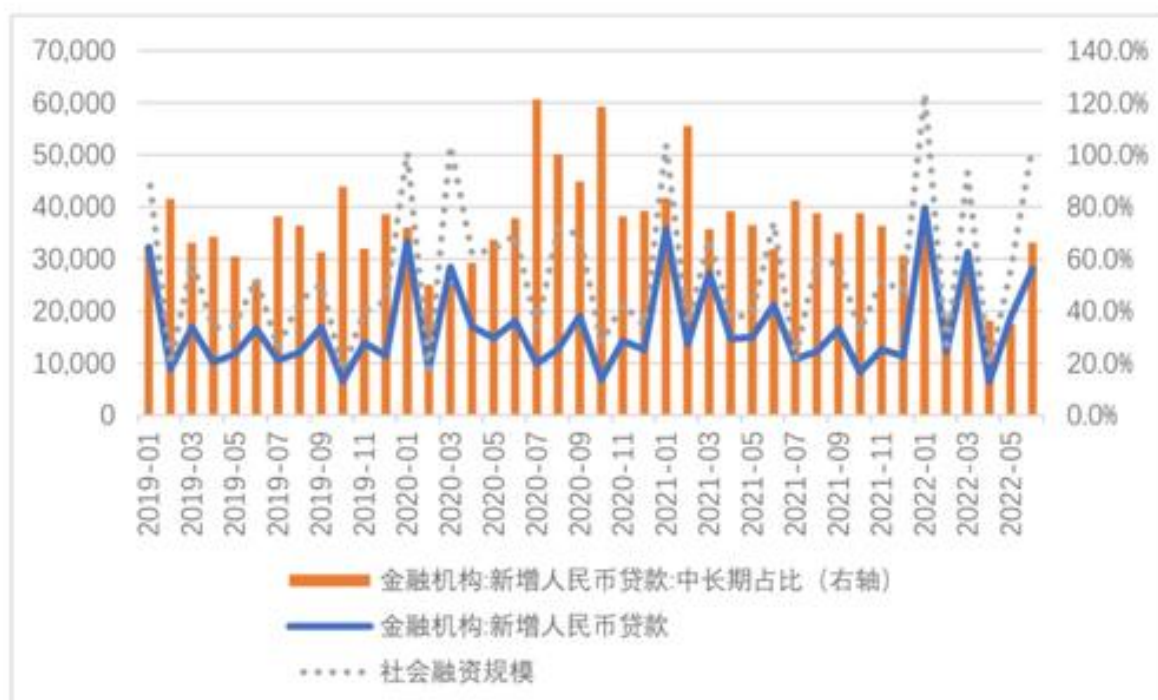
图 1：M2 同比增速与月均 DR007（单位：%）



资料来源：中国人民银行；中国货币网；WIND；中银证券 凭澜观涛

在全国防疫形势总体向好、稳增长政策靠前发力、企业有序复工复产的情况下，社融和人民币信贷加速反弹。6 月份，新增社融 5.17 万亿元，环比和同比分别多增 2.38 万亿和 1.47 万亿元，受疫情冲击较大的 4 月份环比和同比分别少增 3.71 万亿和 9115 亿元；金融机构新增人民币贷款 2.81 万亿元，环比和同比分别多增 9200 亿和 6900 亿元，4 月份环比和同比分别少增 2.48 万亿和 8246 亿元，当月新增贷款中，中长期贷款占比 66.4%，前 5 个月平均占比为 47.0%（见图 2）。

图 2：新增社融和金融机构人民币贷款（单位：亿元人民币；%）



资料来源：中国人民银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

6 月末，社融存量同比增长 10.8%，增速环比高 0.3 个百分点，较 4 月份高 0.6 个百分点；金融机构人民币贷款余额增长 11.2%，环比高 0.2 个百分点，较 4 月份高 0.3 个百分点（见图 3）。

图 3：社融存量 and 金融机构人民币贷款余额同比增长（单位：%）



资料来源：中国人民银行；WIND；中银证券

宏观观察

稳健的货币政策加大逆周期调控，助力稳住宏观经济大盘。从 M2/年化名义 GDP、社融存量调整/年化名义年化 GDP 衡量的宏观杠杆率看，二季度分别环比上升 5.1 和 4.5 个百分点，上半年累计上升 11.0 和 9.0 个百分点。但同期央行总资产/名义年化 GDP 分别回落 0.8 和 1.2 个百分点（见图 4），表明央行依然保持了政策克制，这有助于稳定物价，为保持货币政策正常状态赢得了时间和空间。

图 4: M2、社融存量调整和央行总资产与年化名义 GDP 之比

(单位: %)



数据来源: 中国人民银行; 国家统计局; WIND; 中银证券

注: (1) 社融调整=社融存量-非金融企业境内募股资金存量-贷款核销存量;

(2) 年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动合计。

凭澜观涛

市场融资需求有待进一步释放

从金融机构人民币信贷投放看, 中长期贷款增长慢于短期, 居民户贷款增长慢于企(事)业单位。二季度, 金融机构新增人民币贷款 5.35 万亿元, 同比多增 2554 亿元, 增长 5.0%, 增速环比低 3.7 个百分点。分期限看, 短期贷款及票据融资多增 1.20 万亿元, 中长期贷款少增 8400 亿元。分部门看, 居民户贷款少增 1.10 万亿元, 其中, 短期贷款少增 1405 亿元, 中长期贷款少增 9600 亿元; 企(事)业单位贷款多增 1.30 万亿元, 其中,

短期贷款多增 7300 亿元，中长期贷款多增 1200 亿元。从贷款余额看，短期贷款余额增加 5865 亿元，中长期贷款余额减少 8417 亿元（见表 1）。

表 1：2022 年二季度金融机构新增人民币贷款构成及其变动

（单位：亿元人民币）

			2021 年二季度	2022 年二季度	同比变动
新增人民币贷款值：总额			50900	53454	2554
新增人民币贷款：分期限	短期贷款及票据融资值		12967	24939	11972
	短期贷款及票据融资值：票据融资值		6996	13073	6077
	中长期值		36000	27600	-8400
新增人民币贷款：分部门	居民户	总额	20200	9200	-11000
		短期值	5671	4266	-1405
		中长期值	14500	4900	-9600
	企(事)业单位	总额	30200	43200	13000
		短期值	300	7600	7300
		中长期值	21500	22700	1200
	非银行业金融机构		250	184	-66
金融机构人民币贷款余额变动：分期限	短期贷款余额		5902	11867	5965
	中长期贷款余额		36017	27600	-8417

数据来源：中国人民银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

新增社融的主力军是政府债券融资。二季度，新增社融 8.91 万亿元，同比多增 1.40 万亿元，增长 18.6%，增速环比高 1.4 个百分点。其中，政府债券融资多增 1.27 万亿元，贡献了新增社融多增的 91%，这与地方政

府专项债额度 6 月底之前基本完成发行有关；新增人民币贷款多增 2121 亿元，贡献了 15%；新增委托信托贷款和未贴现银行承兑汇票少减 2926 亿元，贡献了 21%；企业债券和股票融资少增 748 亿元，为负贡献 5%；新增外币贷款少增 1728 亿元，为负贡献 12%（见表 2）。当季，以社融存量调整/年化名义 GDP 衡量的宏观杠杆率变动中，有 2.6 个百分点是新增政府债券贡献的，民间部门只贡献了 1.9 个百分点，而上季民间部门贡献了 3.1 个百分点（见图 4）。这显示民间加杠杆的动能趋于减弱。

表 2：2022 年二季度新增社融构成及其同比变动

（单位：亿元人民币）

	2021 年二季度	2022 年二季度	同比变动
新增社会融资规模	75109	89076	13967
新增人民币贷款	50316	52437	2121
新增外币贷款	436	-1292	-1728
新增委托贷款	-1095	-515	580
新增信托贷款	-3669	-2062	1607
新增未贴现银行承兑汇票	-3299	-2560	739
企业债券融资	6474	6167	-307
非金融企业境内股票融资	2487	2046	-441
政府债券	17948	30678	12730

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_44079

