

结构性去杠杆持续，货币政策助力稳增长基调未变

流动性专题研究系列二：读懂货币创造

● 核心结论

传统信贷是我国货币创造的主要渠道，2011年影子银行体系货币创造途径快速扩张。中国央行资产扩张速度不及欧美日，M2高增主要来自商业银行的信用扩张。我国银行目前信用货币创造的渠道主要包括，发放贷款、购买外汇、购买债券以及影子银行体系，其中前三种是信用货币扩张的传统途径，2011年影子银行兴起并快速发展。国际上主流的影子银行通过货币转移创造信用，并不创造新的货币，但我国影子银行往往与同业业务结合，资金空转过程中商业银行实现了资产负债表的多倍扩张，创造大量货币。

金融危机后M2与经济相关性减弱，M2稳定性下降。中国高比例M2/GDP有其合理性，既有经济货币化的需求，也与我国居民储蓄率高、企业投资率高、间接融资为主等综合因素有关。但金融危机后我国M2/GDP比值快速攀升至高位且M2与经济相关性减弱，主要是，1) 金融危机后基建和地产成为信用扩张主力，基建和地产外部融资依赖度高，且资本回报率一般低于制造业企业，经济内生动力减弱。此经济增长模式下，信贷和房地产/土地价格周期不断自我强化，M2和房价可以说是互为因果。2) 2011年以来影子银行快速发展，派生大量货币；另外，影子银行大部分资金最终流向了地产和地方融资平台，加剧了信贷与房地产/土地价格周期的自我强化。

中国债务率攀升至相对较高水平，警惕城投和居民高债务风险。2019年一季度末，中国非金融部门债务率达259%，美国、日本与欧元区分别是249%、378%和260%，需要关注高债务对经济增长的制约，尤其是城投和居民债务快速提升的风险。金融危机后，美日欧居民部门都在去杠杆，但是我国居民部门杠杆快速提升，已经接近日本和欧元区，我们计算的居民每年偿债本息/居民可支配收入比值在2016年达8.3%。与发达国家消费贷款为主的结构对比，中国家庭部门按揭贷款比重已提升至70%以上，高房贷不仅增加居民偿债压力，还可能挤出部分消费，掣肘经济增长和结构化转型。

MLF利率仍有下调的必要性，注重化解结构性矛盾。基于存在的现实问题，当前化解结构性矛盾的目标比降低宏观整体杠杆率更为重要，货币政策仍宜维持偏宽松态势，但需更具有针对性，政策核心在于疏通货币政策传导机制，降低私人部门信贷融资成本。从央行当前政策工具来看，MLF利率作为中期政策利率更加强调对LPR的引导，在实体融资成本仍较高的情况下MLF利率仍有其下降的必要性和下调的空间。市场关注的高通胀或许会对货币政策形成一定掣肘，但历史数据表明货币政策与经济增长指标PPI相关度更高，2019年以来PPI持续负增长，货币政策宽松有其必要性。

风险提示：地产调控超预期，贸易争端阶段性升级，经济大幅下行。

分析师



田维韦 S0800518080003



tianweiwei@research.xbmai.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《流动性专题研究序列一：降成本靠LPR，短期货币政策以

结构性宽松为主》——2019-10-20

索引

内容目录

前言	4
货币创造路径由传统方式向新型方式演变	4
传统信贷投放&购买外汇	5
购买债券	5
一级市场购买利率债回收流动性，待财政支出时才会释放流动性	5
二级市场购买利率债：交易对手为非银行业机构时派生存款	6
购买信用债：交易对手为非银行业机构时，派生存款	6
影子银行体系货币创造	7
银银同业渠道	8
非银同业渠道	8
货币创造不同渠道规模拆分	9
基建和地产成为经济增长动力，M2 与经济相关性减弱	10
M2 与 GDP/CPI 相关性减弱，M2/名义 GDP 比值持续攀升	10
大举投资强化信贷与房地产/土地价格周期，M2 与房价互为因果	12
影子银行同业资金空转现象突出，M2 稳定性下降	14
中国债务率快速提升，警惕居民高债务风险	15
金融危机后，中国债务率持续提升，目前已处于相对较高水平	15
中国高债务率有其必要性，需警惕城投和居民高债务风险	16
MLF 利率仍有下调的必要性，注重化解结构性矛盾	17
风险提示	19

图表目录

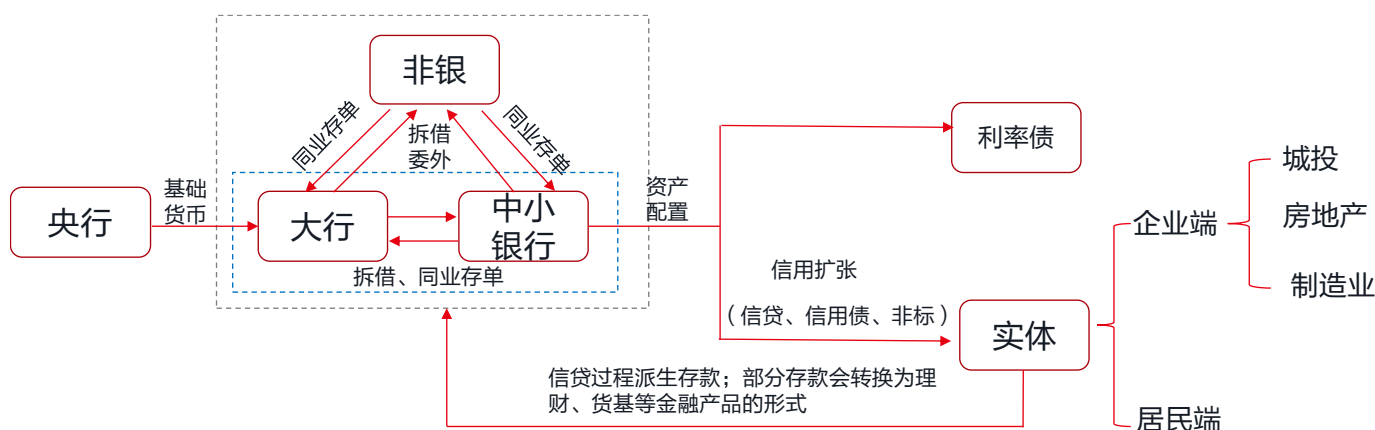
图 1：商业银行是流动性创造的关键环节	4
图 2：2019 年 9 月末，M2 存量余额达到 195 万亿元	5
图 3：中国人民银行资产的扩张低于其他三大央行	5
图 4：中国 M2 扩张明显高于其他主要经济体	5
图 5：中国信贷扩张速度高于其他主要经济体	5
图 6：国际主流影子银行并不创造新的货币	7
图 7：同业代付流程	8
图 8：信托公司只起了通道作用	9
图 9：债券投资成为第二大货币创造渠道	10
图 10：贷款是货币创造的主要渠道且严监管后比重有所提升	10
图 11：M2/名义 GDP 比值持续提升	11

图 12: M2 与 GDP 的相关性有所减弱	11
图 13: M2 与 CPI 的相关性有所走弱	11
图 14: 2011 年 PPI 持续走弱, 2016 年后出现阶段性反弹	11
图 15: 中国 M2/名义 GDP 比值明显高于主要经济体	11
图 16: 金融危机后我国出口金额增速趋势性下降	12
图 17: 工业企业利润同比增速降至负增长	12
图 18: 全 A 股 ROIC 中枢有所下行	12
图 19: 金融危机后工业企业资产负债率有所下降	12
图 20: 08-17 年 M2 增速与基建+地产增速高度相关	13
图 21: 11-12 年以及 14-15 年央行多次下调存款准备金率	13
图 22: 央行 11-12 年以及 14-15 年多次降息	13
图 23: 房地产价格指数增速与 M2 增速走势上具有高度相关性	14
图 24: 2012 年以来房价大幅上涨	14
图 25: 房地产贷款同比增速明显高于总贷款增速	14
图 26: 12 年以来新增居民贷款大多超过新增企业中长期贷款	14
图 27: 大资管规模超过百万亿, 严监管后开始收缩	15
图 28: 2017 年 2 季度以来 M2 增速持续在个位数	15
图 29: 08 年以来中国非金融部门债务率持续提升, 已超越美国	16
图 30: 中国非金融企业债务率高于主要经济体	16
图 31: 中国家庭部门债务率持续提升, 已接近日本和欧元区	16
图 32: 中国政府部门债务率低于主要经济体	16
图 33: 中国家庭部门债务/家庭部门可支配收入比值提升较快	17
图 34: 居民部门每年偿还本息与可支配收入比重 16 年为 8.3%	17
图 35: 住户中长期贷款占住户贷款总额比重提升至 70%以上	17
图 36: 美国封闭式住宅按揭贷款占比下降	17
图 37: 中国 PPI 对贷款基准利率具有非常强的信号作用	18
图 38: CPI 对货币政策也具有一定的信号作用, 但不及 PPI	19
图 39: 货币市场利率已降至低位, 但贷款利率仍在高位	19
 表 1: 银行一级市场购买利率债回收流动性, 待财政支出时才会释放流动性	6
表 2: 银行二级市场购买利率债, 交易对手是非银行金融机构时派生存款	6
表 3: 银行配置信用债, 若交易对手为非银机构, 则会派生存款	6
表 4: 单纯的影子银行通过货币转移创造信用, 但并不派生存款	7
表 5: 银银同业渠道派生存款, 资产端实现信贷资产转换为同业资产	8
表 6: 影子银行与银行同业业务结合, 创造存款	9

前言

在信用货币时代，现行的“央行-商业银行-实体经济”制度下，央行向银行体系提供基础货币，商业银行则通过信用扩张创造出基础货币数倍的货币总量；同时，商业银行资产配置还决定着货币的流向。因此分析商业银行的行为对货币创造研究至关重要，在《流动性专题研究序列一：降成本靠 LPR，短期货币政策以结构性宽松为主》中，我们主要从银行负债端资金成本角度出发，探析商业银行负债端变化对市场的影响。本报告我们则主要从商业银行资产配置出发，探讨金融危机后货币创造渠道演变与经济运行之间的关系，以及未来货币政策的走向。

图 1：商业银行是流动性创造的关键环节

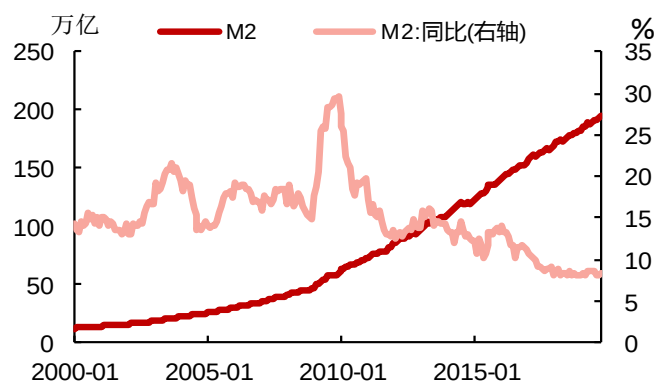


资料来源：央行，西部证券研发中心

货币创造路径由传统方式向新型方式演变

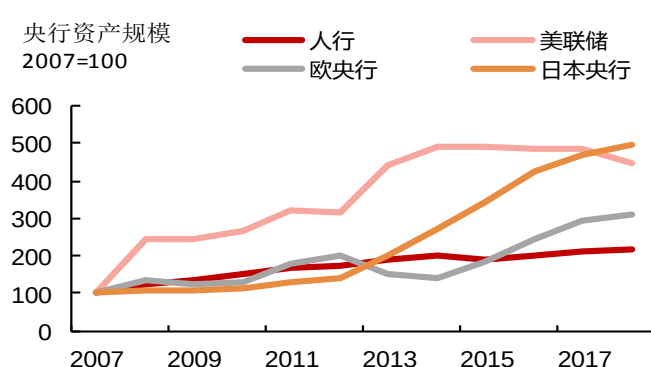
中国央行资产扩张速度不及欧美日，M2 扩张主要来自信用创造。2007-2018 年，美联储、欧洲央行和日本央行资产扩张速度都明显高于中国人民银行，但欧美日 M2 扩张并不快，除了与各经济体 M2 统计口径不一样之外，主要是，1）以美国为代表的主要经济体直接融资比例偏高，且对投资的依赖度低于中国，消费是支撑经济的主要动力。2）金融危机后，由于全球经济进入下行期，这些经济体的商业银行信用扩张相对较为审慎，并没有因为央行货币政策的宽松而变得激进；但金融危机后中国采取较为激进的刺激政策，大举投资，由于中国以间接融资为主，投资需要大量的信贷来支持，银行资产实现快速扩张，带来 M2 的高增，截止 2019 年 9 月末，中国 M2 存量余额 195 万亿元，主要来自信用货币。

图 2：2019 年 9 月末，M2 存量余额达到 195 万亿元



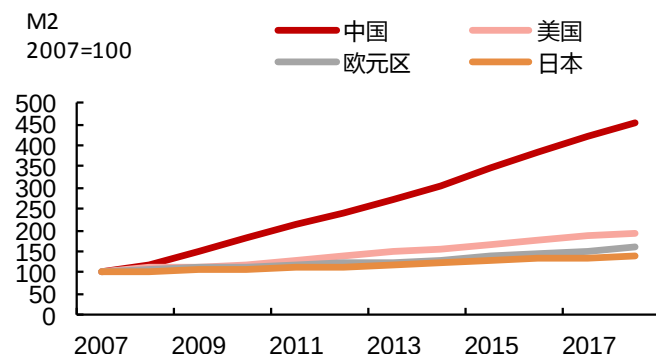
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 3：中国人民银行资产的扩张低于其他三大央行



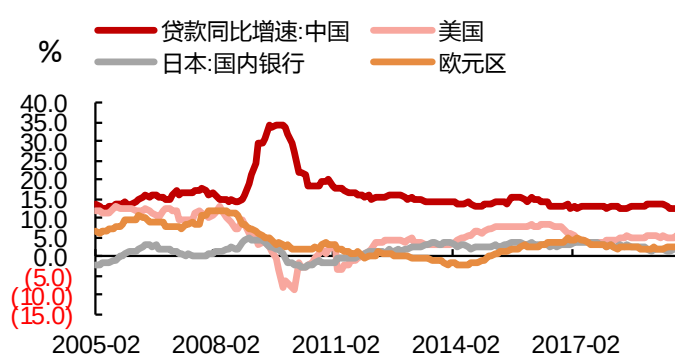
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 4：中国 M2 扩张明显高于其他主要经济体



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 5：中国信贷扩张速度高于其他主要经济体



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

我国商业银行目前货币创造的渠道主要包括，发放贷款、购买外汇、购买债券以及影子银行体系，其中前三种是商业银行货币创造的传统途径，2011 年影子银行渠道兴起并快速扩张。

传统信贷投放&购买外汇

商业银行发放贷款来派生存款是货币创造最为传统的形式，也是最主要的方式。复式记账法要求资产端每发放一笔贷款，负债端同时增加同样额度的存款，A 银行可以用货币不断发放贷款派生存款，但由于法定存款准备金要求以及现金漏损，银行的无限扩张受到限制。商业银行购买外汇资产派生货币的原理和投放信贷原理一致。发放贷款、购买外汇作为商业银行货币创造的传统途径，市场理解已非常充分，因此不再赘述。

购买债券

根据债券发行者的不同，购买利率债、信用债会对银行资产负债表产生不同的影响，同时一级市场购买与二级市场购买以及不同的交易对手方都会对银行资产负债表产生不同的影响。

一级市场购买利率债回收流动性，待财政支出时才会释放流动性

商业银行用 100 元现金在一级市场购买利率债，资产端 100 元现金变为 100 元利率债资产配置，负债端没有发生变化，不派生存款，因此财政部、地方政府等发行债券可以回收流动性。当政府将募集的资金用于财政支出时，才会转换成企业和居民的存款，释放流动性，实现信用派生。

表 1：银行一级市场购买利率债回收流动性，待财政支出时才会释放流动性

A 银行 100 元在一级市场配置国债，A 银行资产负债表

资产		负债
超额准备金	-100	没有变化
国债	+100	

政府将发债募资的 100 元用于财政支出，居民和企业将存款存入 A 银行，A 银行资产负债表

资产		负债
超额准备金	+80	各项存款-居民和企业 +100
法定准备金	+20	

资料来源：央行，西部证券研发中心

注：假定法定存款准备金率为 20%

二级市场购买利率债：交易对手为非银行业机构时派生存款

当银行在二级市场购买利率债时，若交易对手同为银行机构，则银行体系的存款不会发生变化，只涉及货币在不同银行机构之间的转移，货币总量不受影响；若交易对手为非银行业金融机构时，则会派生非银存款。

表 2：银行二级市场购买利率债，交易对手是非银行金融机构时派生存款

A 银行 100 元在二级市场配置利率债，交易对手为非银机构，A 银行资产负债表

资产		负债
国债	+100	各项存款-非银金融机构存款 +100
超额准备金	-20	
法定存款准备金	+20	

资料来源：央行，西部证券研发中心

注：假定法定存款准备金率为 20%

购买信用债：交易对手为非银行业机构时，派生存款

当银行购买信用债时，若交易对手为非银行业机构，就会派生存款；若交易对手为银行机构时，则银行体系的存款不会发生变化，只涉及货币在不同银行机构之间的转移，货币总量不受影响。

表 3：银行配置信用债，若交易对手为非银机构，则会派生存款

A 银行 100 元在二级市场配置利率债，交易对手为非银机构，A 银行资产负债表

资产		负债
信用债	+100	各项存款 +100
超额准备金	-20	
法定存款准备金	+20	

资料来源：央行，西部证券研发中心

注：假定法定存款准备金率为 20%

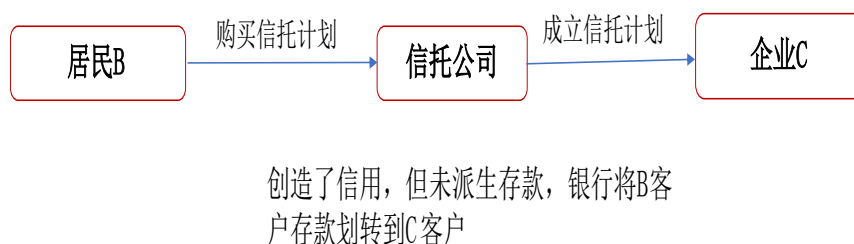
影子银行体系货币创造

国际上的影子银行大多是通过衍生品（如资产证券化）逃离传统的银行体系，从而实现监管范围之外的资产扩张。而国内影子银行大多指从事金融中介活动，具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但未受传统银行体系监管的实体或准实体。中国影子银行主流过程是银行发行理财产品或通过同业负债募集资金，借助信托、券商、基金等非银金融机构作为通道，将资金以信托贷款、委托贷款等方式发放给企业和居民。

影子银行经营模式主要有三种，1）国际主流的影子银行模式，非银金融机构（包括表外理财）发行资管产品向居民和企业募集资金，直接投向实体经济；2）资金在多个金融部门流转后最终流向实体经济；3）资金空转模式，即资金仅在金融机构之间流转并不流向实体。第一种模式通过货币转移创造信用，第二种和第三种模式在典型的“同业存单-同业理财-委外”运行下，大量流动性在资本市场内空转循环，产生了资产负债表的多倍扩张，创造货币。

国际主流影子银行大多通过货币转移创造信用，但不派生货币。以信托公司为例，假设居民用100元存款购买信托公司发行的信托产品，信托公司将募集的资金放贷给企业。这一过程并没有存款创造出来，只是A银行存款结构发生了变动，居民存款转换成了企业存款。但这一过程创造了信用，本应该发生在银行体系内的信用创造转移到了信托公司。

图6：国际主流影子银行并不创造新的货币



资料来源：央行，西部证券研发中心

表4：单纯的影子银行通过货币转移创造信用，但并不派生存款

居民用100元存款购买信托公司发行的信托产品，A银行资产负债变化

资产	负债
没有变化	非银存款 +100
	居民存款 -100

信托公司将募集的资金发放给企业，A银行资产负债变化

资产	负债
没有变化	非银存款 -100
	企业存款 +100

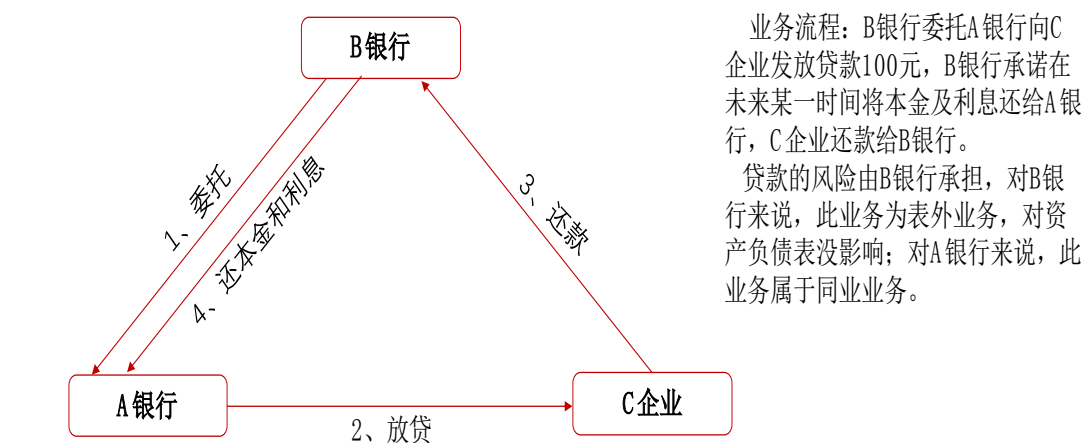
资料来源：央行，西部证券研发中心

注：不考虑法定存款准备金

银银同业渠道

银银同业渠道创造货币需要实现向实体企业提供资金。同业业务是指商业银行和其他金融机构间的资金往来行为，主要分为同业拆借、同业存放和买入返售三类项目。银银同业渠道通过两家或以上银行的相互操作，可以实现转换报表科目和腾挪到表外，将贷款资产转换为同业资产，达到减少资本消耗和规避信贷监管等目的，常见的方式一般包括，同业代付、买入返售信托受益权/票据、委托定向投资等。以同业代付为例（见图2），负债端存款增加，资产端将信贷资产转换为了同业资产，规避了部分监管、节约了资本消耗等。

图7：同业代付流程



资料来源：央行，西部证券研发中心

表5：银银同业渠道派生存款，资产端实现信贷资产转换为同业资产

A 银行资产负债表变化

资产		负债	
同业拆出	+100	企业存款	+100

B 银行资产负债表变化

资产		负债	
无变化		无变化	

资料来源：央行，西部证券研发中心

注：不考虑法定存款准备金

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_8888