



连平：如何看待当下的银行 货币创造功能



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平 王运金



[2020 年下半年以来，银行业存量存贷比一直保持上升趋势。2021 年 9 月末银行存量存贷比已经达到 82.5%，部分全国性股份制银行存量存贷比甚至超过 110%。同期金融机构增量存贷比为 100.6%，甚至几家大型全国性股份制银行增量存贷比超过了 120%。]

2020 年以来，稳健货币政策在推进经济恢复、保持就业和物价稳定、促进国际收支平衡等方面发挥了重要的积极作用。当前，货币金融领域存在一系列引人注目的现象，需要理性地分析判断银行货币创造功能与货币政策效应。

信贷与社融

信贷和社融是观察货币政策运行效应的重要领域。2021 年以来，信贷和社融增速明显放缓。2020 年前三季度信贷增量和社融增量比上年同期分别多增 2.63 万亿元和 9 万亿元；而 2021 年前三季度信贷增量和社融增量比上年同期分别多增 4616 亿元和少增 4.87 万亿元，增量出现明显下降。2021 年三季度末信贷增速为 11.9%，比 2020 年一季度信贷增速 12.7% 要低 0.8 个百分点。2021 年三季度末社融增速为 10.0%，同样低于 2020 年一季度的 11.5%。2020 年一季度是疫情冲击影响最大的阶段，而 2021 年三季度是在经济复苏一年半之后，信贷与社融增速已降至疫情之前水平。还需要关注的是，2021 年前三季度企业中长期贷款增量较 2020 年前三季度多增 1.2 万亿元，而 2020 年前三季度则较 2019 年前三季度多增了 2.87 万亿元，中长期贷款增量也出现较大的下降。

这种信贷和社融增量上的变化，其中有一定的合理成分，即经济恢复了，货币政策没必要持续保持扩张。但从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的要求看，2021 年前三季度 GDP 增速超过了 10%，但信贷和社融增速却出现下降。既然货币政策并没有为应对疫情冲击而大幅宽松，那么经济走向恢复之路后，信贷与社融也就不应该明显收紧。另一方面，信贷与社融明显放缓可能反映了市场需求不足，经济主体对未来经济发展预期偏向谨慎。

重要的是需要认清目前银行体系的流动性状况。2020 年下半年以来，银行业存量存贷比一直保持上升趋势。2021 年 9 月末银行存量存贷比已经

达到 82.5%，部分全国性股份制银行存量存贷比甚至超过 110%。同期金融机构增量存贷比为 100.6%，甚至几家大型全国性股份制银行增量存贷比超过了 120%。

目前，中国银行业存贷比状况是十分罕见的。尽管商业银行存贷比是个监测指标，但其水平之高反映银行体系负债紧张的状况是个客观事实，不能不引起重视。2021 年初以来，银行业各项存款增速明显放缓，三季度更是降至 9% 以下，而信贷增速则仍在 12% 以上（除 9 月增速 11.9% 之外），表明未来存贷比依然存在上行压力。

债券市场和货币市场是银行的重要负债来源，但银行在市场发债融资会受到监管指标制约，不存在大幅扩张的空间；而货币市场的资金为短期性的，难以大量用作银行中长期信贷投放，否则期限错配会带来风险，也为监管指标不允许。在主要负债来源增长明显慢于资产增速的情况下，如果不考虑货币市场融资来源，除去准备金和备付金，未来大中小银行能够提供的信贷增量可能较为有限，在支持实体经济持续复苏方面很可能力不从心。

货币市场利率与广义货币 M2

价格是观察市场流动性的重要角度，目前的市场情况是短期利率和中长期利率表现各异。一般认为，长期利率代表市场对未来经济增长和通胀的预期，受宏观经济基本面影响较大，而短期利率则受当前流动性宽松程度影响较大。长期利率上行减缓或开始回落反映未来经济增长预期降低，

短期利率上升反映信贷收紧，二者利差收窄预示经济下行压力增大。

2020 年以来，短期市场利率围绕逆回购利率上下波动。2020 年 1 月末 7 天逆回购利率降至 2.4%，后于 2020 年 3 月末进一步降至 2.2%，带动短期市场利率下降。短期利率较为平稳并处在相对较低水平，主要得益于央行的积极调控。

与此同时，中长期利率则呈下降趋势，2020 年 4 月至今，一年期中期借贷便利（MLF）利率维持在 2.95%，一年期 LPR 同步维持在 3.85%。而金融机构人民币贷款加权平均利率则呈下降趋势，由 2018 年二季度的 5.94% 降至 2021 年二季度的 4.93%。

2020 年 11 月末至今，我国国债收益率略呈下降趋势，但利差保持基本稳定。2021 年十年期与一年期国债收益率平均利差为 0.68%，利差维持在 0.48%~0.88% 之间，保持基本稳定。目前短期利率基本稳定，而中长期利率有所下降，可能表明市场对未来经济增长前景有些担忧。

截至 2021 年三季度末，广义货币供应量（M2）同比增长 8.3%，较二季度末增速环比小幅下降 0.3 个百分点，同比回落 2.6 个百分点；M2 与年化名义 GDP 之比为 209.3%，较 2020 年末大幅下降 6.0 个百分点。现实中的广义货币 M2 是由银行通过贷款等信用扩张创造而来的，广义货币创造的直接主体是银行。M2 增速明显放缓，直接反映的是银行信贷扩张放缓及其货币创造功能的减弱，这一点与上述信贷运行变化状况是相吻合的。

超储率与货币乘数

近 20 年来，我国超储率持续下降。超储率由 2000 年一季度的 6.8% 持续降至 2021 年二季度的 1.2%；其中，2011 年二季度曾一度达到历史低位 0.8%。超额存款准备金是商业银行上存央行的除法定存款准备金以外的资金，央行还为之支付给商业银行利息。央行为鼓励商业银行上存资金，一度曾给予不低的利率。2008 年 11 月央行对商业银行的超额存款准备金利率由 0.99% 降至 0.72%，直至 2020 年 4 月才降至 0.35%。

超储率的高低一定程度受到央行调控的影响，但主要受商业银行行为的影响。商业银行流动性充分时，通常超储率相对较高，反之亦然。而超储率的趋势性下降还受到支付体系便捷化、银行流动性和精细化管理能力提升，以及金融市场融资便利程度提升的影响。当然，财政集中支出、经营考核和银行财务核算等因素也会影响超储率，导致其出现季节性和阶段性波动。但影响超储率的重要因素，甚至阶段性的决定因素是银行体系的流动性状况。

2018 年 7 月以来，银行体系存贷比持续上升，达到通常难以接受和想象的水平。这种情形与目前超储率维持很低水平所反映的问题是一致的，即银行流动性持续偏紧。超储率很低反映出银行业负债增长跟不上信贷增长，但反过来也表明商业银行货币创造的功能处在较低的水平。这会削弱货币政策调节的效力，通常情况下需要下调存款准备金率来加以调节，以支持银行货币创造功能。

近年来我国的货币乘数持续走高，由 2011 年底的 3.79 倍升至 2021 年 9 月的 7.22 倍。货币乘数是相对变量，增减由货币供应量和基础货币变化决定。在中国的货币政策框架下，政策调控因素是影响货币乘数的决定性因素。货币乘数具有明显的逆周期特征，与经济运行是负相关关系，即经济越热，货币乘数越低。这与成熟市场经济体的传统理论和海外经验明显不同。在成熟市场经济体货币调控框架中，货币乘数是由市场决定的，在很大程度上是由超储率决定的；而我国货币乘数则基本上由存准率左右，背后反映的是货币政策的松紧调节，其他因素的影响相对有限。

研究表明，存准率的变化可以解释我国 70% 的货币乘数变化。自 2011 年以来，我国大型存款类金融机构存准率进行了 15 次下调，由 21% 降至目前的 12%，降幅约为 58%；中小型存款类金融机构存准率进行了 17 次下调，由 19% 降至目前的 9%，降幅约为 53%。与此同时，货币乘数则从 3.79 倍升至 2021 年 9 月的 7.22 倍，其对应关系基本上是清晰的。货币乘数变化存在惯性，近十年来这种惯性表现得十分明显。2018~2020 年每年降准 3 次，2021 年降准 1 次，货币乘数却仍然在高位徘徊，但未来大幅降准空间十分有限。当前的货币乘数上行惯性有可能外在于历史峰值状态。

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_29642

