



# 李庚南：当“宽货币”遇上 “资产荒”该怎么办？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李庚南

有人说，“宽信用不至，宽货币不止”。这究竟是一种信念还是一种焦虑？有一点是可以确定的，那就是：宽信用通向宽信用的路并非坦途，而是充满了坎坷。

面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，央行货币政策边际宽松无疑是题中应有之意。从去年12月的全面降准、非对称降息，到今年1月20日一年期LPR和五年期LPR分别调降至3.7%和4.6%，央行所采取的一系列货币宽松措施释放的信息应该是很清晰的，就是要保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，降低社会融资成本，提振经济信心。中央经济工作会议和央行2021年四季度例会都明确：稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实际上，货币政策灵活适度本身就意味着边际宽松的取向，增强前瞻性、精准性、自主性，应该是灵活适度的深刻内涵。

当然，对于背后的玄机各方则是见仁见智。在全球通胀普遍增强、西方主要国家央行收紧政策的预期不断升温，特别是美联储缩表和加息预期提前背景下，我国货币政策与美联储货币政策趋势性反向而行，自然会面临来自币值、物价稳定性方面的压力，需要有诸多方面的考量。但央行自有央行自身的考量：抓住美联储加息兑现前的“窗口期”，争取稳经济的先机，对美元加息以逸待劳。实际上，在美联储加息情况下，人民币贬值的压力未必比预期的大。毕竟，39.1万亿元之巨的货物贸易进出口体量客

观上对人民币币值将形成强支撑，中国独树一帜的经济发展对全球资本的吸引力在明显增强，这些都将一定程度上抵减人民币贬值的压力；而国内目前 CPI、PPI 持续低位运行及二者剪刀差收窄，无疑为央行降息提供了足够的空间。

灵活适度、边际宽松的货币政策传导的预定路径，无疑是由“宽货币”向“宽信用”转换，通过市场流动性的释放，提振实体的信心和投资意愿。但是，宽信用的出现显然依赖于实体经济有效融资需求的上升。在稳增长面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的压力下，资产荒的出现或成为横亘于宽货币与宽信用之间的梗阻。



“资产荒”真的存在吗？

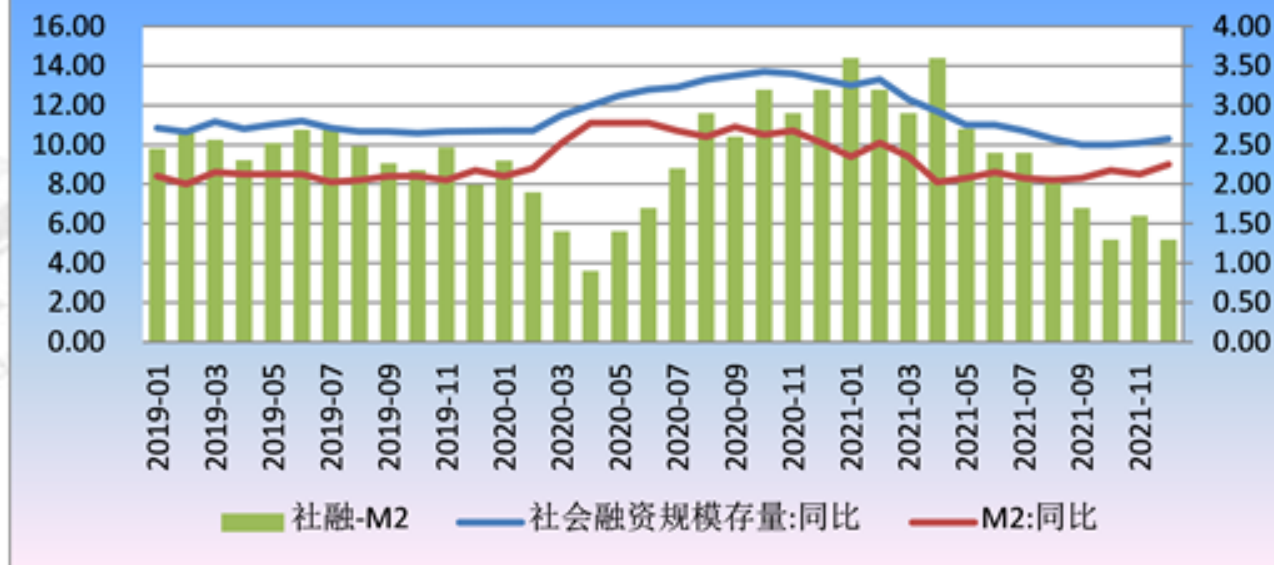


其实“资产荒”本是一个相对的存在，即基于资本逐利性、市场主体信用利差的有效供给与基于实体经济有效融资需求之间形成的错配，按照金融机构的行话就是找不到好的资产。在当前疫情反复、国际产业链供应链依然受阻、原材料等成本持续上升背景下，小微企业订单减少、资金占用增加、经营效益下滑、偿债能力下降，客观上导致实体企业信用风险增大，信用利差走扩，金融机构“惜贷”情绪增浓。特别是在降低企业融资成本的总体导向下，信用利差的上升的补偿机制扭曲，资产荒的出现和存在是必然的。

从宏观看：“资产荒”表现为总量性的供需失衡。社会融资与 M2 增速差的收窄，表明实体经济融资需求明显趋弱。

据央行公布的数据，12 月末，社会融资余额同比增长 10.3%，高出 M2 同比增速 1.3 个百分点。总体看，自 2021 年 4 月份后，社会融资增速明显下降，而 M2 总体平稳，二者速度差趋于收窄。这表明实体经济呈走弱态势，与 GDP 逐季变化态势基本一致。从需求看，社会融资的大部分资金由银行表内信贷提供，非银渠道收窄，同期委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比均呈负增长，分别为-1.6%、-31.3%和-14%（见下图 1）。

图1 社融、M2及速差变动态势



数据来源：WIND 数据。

实体融资需求的下降对应的是金融机构信贷增速的下行。2021年12月末金融机构信贷余额 192.69 万亿元，同比增长 11.6%，环比下降 0.1 个百分点，较 2020 年 12 月下降 1.2 个百分点。全年累计新增人民币贷款信贷 19.95 万亿元，同比微增 3200 亿元。从逐季人民币贷款新增量看，2021 年逐季下降的幅度明显大于 2020 年。人民币贷款增长态势反映到实体经济，表现为实体经济融资需求的下降和融资预期总体转弱。据央行 2021 年第四季度银行家问卷调查，实体经济贷款总体需求指数为 67.7%，比上季下降 0.6 个百分点，比 2020 年同期下降 3.9 个百分点。

从微观看，“资产荒”表现为结构性的供需失衡，市场主体信用利差扩大，有效需求不足与商业银行风险偏好下降并存。

一方面，商业银行传统的、一贯热衷的资产配置领域，如地产、煤炭、城投等，信用风险与政策风险交织释放。资金供给方未免投鼠忌器，而需求方受政策与市场双重约束，投资意愿也明显下降。如地产领域，自监管部门“三道红线”出台以来，房企原来的“高杠杆、高周转”模式已难玩转，降低杠杆率成为房企主题。表现为房地产投资的下行压力逐步显现，房企拿地热情下降，土地流派率明显上升，土地购置规模和新开工面积同比均呈下降态势，施工规模收缩，销售快速回落。央行四季度问卷调查报告显示，房地产企业贷款需求指数为 44.4%，比上季下降 0.9 个百分点。这种态势势必导致房企资金链风险凸显，行业信用风险凸显。截至 1 月 21 日，房地产行业信用利差（中位数）为 70.91BP，比 2021 年末上升 3.8BP；对于资金供给方的银行，既受房贷集中度管控政策约束，又面临房地产领域信用风险上升的影响，资金供给意愿也明显下降。

另一方，小微企业、“三农”等普惠领域信用利差扩大，呈现结构性“资产荒”。近年来，随着监管部门推动金融机构服务实体经济、加大对小微企业等普惠领域金融支持力度的增大，商业银行在监管考核之下，不仅要考虑总体资产负债的匹配性，还要考虑资产匹配的结构性。在经济下行压力增大背景下，商业银行在普惠领域的金融供给相对比较充分，而小微企业有效信贷需求相对不足，导致普惠领域的资产荒表现尤为明显。这方面，大型银行面临的压力或更明显。按照监管要求，为确保对小微企业的信贷支持力度，2021 年五家大型银行普惠型小微企业贷款全年需增长 30%以上。



另一个现象是，资金掮客或资金中介活跃异常，从侧面反应出商业银行当前面对“资产荒”的焦虑。据资金中介透露，目前部分银行给出的利率已低至 3.8%（降息前），加上中介费在 4.2%左右。实际上，对于个人通过房产抵押贷款用于投资的情况，资金中介已形成了一整套规避监管风险的配套“服务”。

从结果看，“资产荒”表现为资金在体系内循环，货币市场资金利率低位运行。

从 2021 年以来货币市场资金利率看，总体处于低位平稳运行态势，表明市场资金比较充裕。具有风向标的 7 天期银行间质押式回购加利率（R007）与银银间质押式回购加利率（DR007）基本维持在 2%的低位水平波动。这一水平基本与央行 7 天逆回购利率持平，低于央行 MLF 利率。以 2022 年 1 月 20 日观察，R007 与 DR007 分别为 2.3%和 2.11%，而当日央行 7 日逆回购利率为 2.1%。同时，除年末 4 天外，R007 与 DR007 之间的利差总体较小，表明市场流动性总体宽松，市场资金充裕，资金外溢到非银机构，市场融资比较容易；至于年末 4 天 R007 及利差的异常波

**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\\_36624](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36624)

