



徐远谈货币明松实紧：股市 下跌的货币逻辑



文/意见领袖专栏作家 徐远



货币明松实紧，是经济下行压力持续，股市下跌的货币逻辑。

1 月社融总量超预期，但结构显示内生信贷需求不足。

我国经济结构已经发生重要变化，结构性实际利率扭曲，特别是民营企业实际利率太高，是当前主要的、内生的紧缩因素。

去年 12 月以来，央行多次降准、降息，并公开喊话，宽松态度溢于言表。然而，市场完全不理央行苦心，股市一路下行，甚至在公布 1 月社融天量数据的第二天，上演了股债双杀。为什么会出现这样的情况呢？

总量数据靓丽，问题要在结构上寻找——结构性实际利率扭曲是根本

原因。

1 月天量社融, 有两个特点, 一是资金主要流向政府和政府主导部门, 包括中央政府, 地方政府, 融资平台, 以及国企, 流向民营经济实体的资金很少; 二是信贷资金短期化明显, 可持续性存疑。

社融结构的这一特点, 折射是民营实体的资金需求疲弱, 背后原因是实际利率相对于投资回报率太高——本文用“结构性实际利率扭曲”来概括这一特点。

01

利率双轨制+经济下行+CPI 和 PPI 背离

一直以来, 我国企业的资金市场都是分层的, 是一种“双轨制”, 国企融资利率低, 民企特别是中小民企融资利率高, 这个一直存在, 不是新问题。

目前的新问题有两个: (1) 经济增长速度大幅降低, 投资回报率大幅降低, 投资机会大幅减少; (2) CPI 和 PPI 的剪刀差很大, 导致国企、民企面对的实际利率差异进一步拉大, 进一步抑制民企资金需求。

具体而言, 以前经济增速高, 投资回报率高, 因此即便资金成本高, 民营企业也愿意扩张。面对广袤的、增长的市场, 投资回报完全可以覆盖昂贵的资金成本, 借到就是赚到, 民企有激励借钱。可是现在, 经济增速已经很低, 投资回报率很低, 投资机会很少, 民营企业不愿意借钱, 更愿

意躺平。

更严重的是，民营企业大多在下游，适用的通货膨胀指数是 CPI，或者 PPI 中的生活资料价格指数。2021 年全年，CPI 上涨 0.9%，生活资料 PPI 上涨 0.4%，都是很温和的上涨，完全没有通胀的影子。通胀低，意味着实际利率很高。作为对比，生产资料 PPI 上涨 10.7%，是很严重的通胀。国企大多在上游，适用生产资料 PPI，面临严重通胀，因此实际利率很低。

金融危机之前，CPI 和 PPI 是基本同步的，幅度相差也不大。金融危机以后，特别是 2013 年以后，CPI 和 PPI 发生了持续的、大幅的背离，反映我国的经济结构，已经发生了重要变化。目前看，这一重要变化并没有引起足够重视。



02

实际利率扭曲高达 10 个百分点

为了说明国企、民企的实际利率剪刀差有多大，我们来做简单的匡算。对于企业而言，借款实际利率等于名义利率减去适用的通货膨胀率。理论上企业要考虑长期，但目前企业大多只考虑短期，我们以 1 年为考虑期限。

国企的借贷利率，大约在 4% 左右。国企大多在上游，适用 PPI，预判 2022 年 PPI 会有所回落，全年均值在 7% 左右，这样国企的实际贷款利率，大约在 -3% 左右。

民企的借贷利率，考虑隐性成本之后，大约在 8% 左右，有的民企更高。民企大多在下游，适用 CPI。2022 年的 CPI，估计在 1% 左右，所以民企的实际利率是 7% 左右。

这是大致的匡算，误差 1-2 个百分点很正常，不在细节上纠缠。

国企面对 -3% 的实际利率，有资金需求冲动，因为借到就是赚到。好在近几年的各种监管，对这种冲动有抑制作用，要继续坚持。民企面对 7% 左右的实际利率，左看右看看不到稳妥的投资机会，索性躺平不扩张，争取“剩者为王”。

所以，结构性实际利率扭曲，是目前国企融资多，民企融资少的内生原因，也是根本原因。不大幅降低民企的实际利率，不扭转经济下行、需求收缩的预期，这个局面不仅会持续下去，还会进一步恶化。用央行副行长刘国强的话说，“1 年之计在于春”，“哀大莫过于心死”。



目前的合理对策，是大幅降息，而不是降准。降准可以增加资金供给，但是目前的主要矛盾不是银行没有可贷资金，而是民营实体资金需求不足，

降准无助于增加民营实体的借贷意愿。而降息一方面降低民企的借贷利率，促进借贷意愿，另一方面刺激通胀温和回升，双管齐下降低民资的实际利率。

降息还不够，还要大幅降息。

去年 12 月以来，央行降低短期利率 15 个 BP，中期利率 10 个 BP，长期利率 5 个 BP，做出了宽松的姿态，也符合“渐进”的思维习惯。

不过，这些操作没有扭转市场的预期，原因有两个。第一，短期利率降得多，长期利率降得少，不利于促进长期资金的使用。数据上看，1 月社融短期化，与这种非对称降息不无关系。第二，总体幅度太低，对降低民企实际利率作用有限。和欧美国家 25 个 BP 的降息步长相比，以及我国历史上多次出现的 50 个 BP，甚至 100 个 BP 的步长相比，10 个 BP 的步长，显然太低了，远不及预期。如果 CPI 进一步下降，民企的实际贷款利率会不降反升，这样的降息，甚至不是宽松的，而是紧缩的。

降息幅度太小，可能与讨论中的误区有关，比如货币超发，大水漫灌，

政策制定者不愿承担这样的责任，宁愿紧缩，不愿宽松，作为对比，欧

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_37352

