



李庚南：4 月份社融资与 M2 “成色” 反差说明了什么？



文/意见领袖专栏作家 李庚南



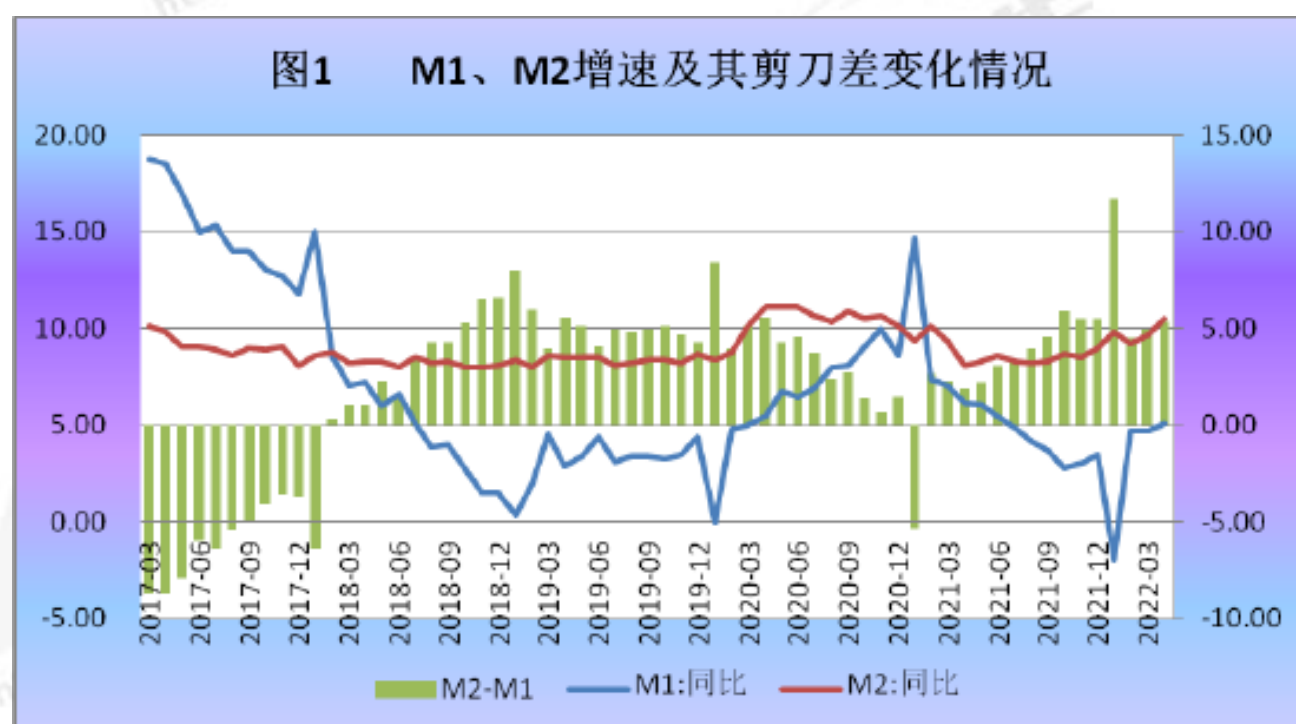
4 月份，狭义货币 M1、广义货币 M2 呈现双升态势，同比分别增长 5.1%、10.5%；人民币贷款同比增长 10.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 1.4 个百分点；社会融资规模增量为 9102 亿元，比上年同期少 9468 亿元。社会融资规模与广义货币 M2，作为一个硬币的两面，“成色”何以呈现如此反差？这其中，或反映出当前宽货币向宽信用转化尚面临现实梗阻。

一、M1、M2 增速双升，但剪刀差持续扩大，社会投资意愿总体不足。

从余额看，M1 较上月实际减少 8964 亿元，主要是单位活期存款减

少 9422 亿元，其中房地产销售低迷或为主要拖累。M1 增速回升并未能反映企业短期流动性持续改善，而更多地反应为基数效应，也包括降准带来的流通中货币的增加。M2 增速重回两位数，一定程度上反映出前期一系列宏观政策效应，包括宽货币（包括降准、专项再贷款、上缴结余利润等）、财政支出政策等。

尽管 M1、M2 增速双升，但 M1、M2 的剪刀差（M2-M1）仍维持高位，且进一步走阔（见图 1）。2 月份以来，虽剪刀差较 1 月份明显下降，但仍持续扩大。总体看，受疫情影响，面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，市场投资机会减少，即期有效需求下降，潜在有效需求增加。表现为居民存款定期化，经济主体倾向于持有更少的流动性高的货币。



二、社融和信贷双双走弱，资金空转明显，市场有效需求不足。

从当期增量看，政府债券成为拉动当期社会融资的主要力量，政府债券发行净增加 3912 亿元，贡献了社融增量的 43%；其次是人民币贷款，贡献了增量的 39.7%，企业债券、非金融企业境内股票融资分别贡献 38.2% 和 12.8%。但从增量同比看，人民币贷款增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元，社会融资同比少增额中人民币贷款贡献了 97.4%。

可见，与上年同期比较，人民币贷款成为社会融资的主要拖累。而人民币贷款同比少增，总体上反映了 4 月份以来实体经济有效信贷需求的下降。宽货币释放的流动性尚未有效转化为宽信用，一定程度上在金融体系内循环，主要表现为两方面：

一是票据融资依旧高位运行。票据融资的快速增长，反映的并非实体企业票据贴现融资需求的上升，而是银行机构惯用的以票据冲量“戏法”。在实体企业有效融资需求不足与信用风险凸显的情况下，银行机构找到合意的“好资产”比较困难，权且以票据融资充贷款规模成为不少银行的“理性”选择。接近零成本的转贴现表明银行机构在资产荒情况下以票据冲量的强烈需求。

另一方面，非银行业金融机构贷款增加。在人民币贷款中，除了用于实体经济外，还包括投向非银行业金融机构的贷款，这一部分贷款实际上仍在体系内循环。4 月份，新增人民币贷款中非银行业金融机构贷款增加 1379 亿元，虽然同比少增 153 亿元，但总体规模仍在高位运行，同比增

速高达 21.9%，远高于非金融企业贷款增速。

三、如何看待货币供应量与经济增长的适配性？

理论上，广义货币 M2 与社会融资是一枚硬币的两面，分别从金融体系的负债端和资产端反映货币资金的供求。M2 从存款性金融机构负债方统计，反映的是金融体系向社会提供的流动性；而社会融资规模则从金融机构资产方和金融市场发行方统计，从全社会资金供给的角度反映金融体系对实体经济的支持。总体上，二者在总量和趋势变化上应相对吻合，即体现的价值应相同。但 4 月份社会融资规模与广义货币 M2 却呈现出不同的运行态势，在“成色”呈现明显反差。何以如此？合理的解释或有二：

一是货币政策传导渠道尚存在诸多堵点，宽货币向宽信用转化存在时滞和梗阻。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。

一、目化工用公一经济增以本自左方用公产性问路 定院 L 微而口

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_41880

