

当前货币金融数据变化令人瞩目

连平

2018年10月18日

随着中美贸易摩擦的展开，国内市场风险偏好下降，预期趋于谨慎。但从总体上看，直至三季度末，宏观经济数据仍然比较平稳。然而，作为经济运行先导指标的货币金融数据却呈现出一系列令人瞩目的变化。

前三季度，社会融资规模增增量累计比上年同期减少2.3万亿，1-6月的增速比去年同期低约四个百分点。其中信贷增速较为平稳，而委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资却持续负增长。前三季度这三项表外融资减少2.3万亿。下半年以来情况虽有改善，负增长幅度收窄，但依然没有恢复正增长。非信贷融资是金融的重要组成部分，其持续时间较长的负增长状况将对下一阶段的实体经济运行带来一定压力。尤其是民营企业是非信贷融资的主要对象，因此下一阶段民营企业可能会承受相对较大的压力。

近期M1在4%上下波动，处在历史最低水平。其中有矫枉过正的因素。最近几年表外和影子银行的发展曾推动了M1大幅增长，因为影子银行的快速发展带来了企业活期账户上资金大幅增加。M1数据变化遂偏离M1和物价的运行状态，M1的宏观经济含义大打折扣。在去杠杆、强监管的背景下，

2017 年以来 M1 出现明显的收缩，经历了一个大幅回归的过程。但无论如何，目前 4% 的水平说明企业活期账户的资金增长十分缓慢，企业经济活力持续大幅下降。从近十来年的经验数据来看，通常是 M1 波动领先 PPI 和 GDP 一到两个季度。M1 大幅下降后，上述两个数据下来的概率是很大的。

2011 年以来，存款增速基本上低于贷款增速二到四个百分点。其原因一是利率市场化推进后，储蓄增长趋势性放缓，非信贷融资快速发展，银行负债持续流失；二是货币政策偏紧，资产和负债扩张受到制约，而资产端在需求拉动下往往保持较快增长。2018 年以来，存贷款增速差持续扩大。从 9 月末的数据来看，存贷款增速差已经扩大到 4.9 个百分点。负债增速较为明显的低于贷款增速，需要关注银行后续的信贷投放能力；同时也要关注由此带来的贷款利率水平的上升。2017 年全年，非金融部门一般贷款加权平均利率上升了 0.36 个百分点，2018 年 6 月该利率已升至 6.08%，较上年进一步提高了 0.28 个百分点。这必将推动实体经济融资成本上升。

还应引起关注的是，近期投向实体经济的中长期信贷有放缓的迹象。8 月份 1.28 万亿的新增信贷中约 7 千亿是住户贷款，票据融资约 4 千亿，两者共达 1.1 万亿。住户贷款主要是按揭贷款和个人消费信贷，而票据融资则是企业短期融资，可见 8 月份企业中长期信贷增长明显减少。从 2018 年 1-8 月非金融性公司中长期贷款变化来看，其中 6 个月不同

程度地比去年要少，总量比去年减少了 4500 亿。这可能表明企业的需求不旺，市场预期趋向谨慎，民间投资出现观望迹象；同时也可能存在银行惜贷现象，即由于风险偏好明显下降，银行向制造业和基建领域放款积极性不高。如果这种状况不加以改变，意味着未来经济下行的压力可能会增大。

与此同时，部分银行的信贷能力受到制约。目前十几家股份制商业银行的存贷比平均水平达到 90%以上，属于相当高的水平。虽然存贷比现在已经不是考核指标，但这状况至少说明这部分规模较大的商业银行的负债压力是比较大的。这已经和正在给这部分银行带来流动性管理困难和负债成本明显上升两方面问题，这些银行的信贷能力可能会因此受到制约。

金融数据是先行指标，通常预示着未来经济的走向，因此需要引起高度关注。上述一系列变化使得我们有理由担心四季度和明年初经济下行压力增大，因此需要宏观政策实行针对性的逆向调节。未来政策方向应在扩大内需和降低企业经营成本的同时，保持稳健的货币政策基调不变和流动性合理充裕；继续实行适度定向降准，鼓励和支持银行将信贷投向制造业和基建领域；督促商业银行调降按揭贷款增速，避免居民部门信贷增长挤出其他贷款；在严监管的前提下，推动非信贷融资合理增长，促进债券、股票、资产证券化以及信托贷款、委托贷款、银行未贴现承兑汇票等表外融资方式

较快发展，以满足实体经济合理的融资需求，降低其融资成本；采取针对性的措施，支持中小金融机构积极发展对小微企业的融资，包括运用财政补贴，发展保险和担保、流动性支持、低息融资等方式支持城市商业银行、农村商业银行、村镇银行，租赁公司以及小贷公司等金融机构，加大力度缓解小微企业融资难融资贵问题。