

管涛/文

日前，央行货币政策委员会
第二季度例会要求，加大
稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具
的

总量

和结构双

重功能，为实体经

济提供更有力的支持。其中，强调要进

一步疏通货币政策传导机制

，保持流动性合理充裕，增强信贷增长的稳定性，保持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。从上半年经济金融数据看，我国货币政策疏通传导
机制、提高传导效率仍有挖潜空间。

当前国内货币环境无论量价均较为宽松

截至6月末，M2同比增长11.4%，增速分别环比和同比高0.3和2.8个百分点，为20
16年12月份以来最高。6月份，受季末效应影响，日均DR007为1.72%，环比上升
9B

P，

但同比回

落52BP，同比降

幅较上月多3BP，且DR007持续低于2.1%的7天逆回购利率（见图1）。

在全国防疫形势总体向好、稳增长政策靠前发力、企业有序复工复产的情况下，社
融和人民币信贷加速反弹。6月份，新增社融5.17万亿元，环比和同比分别多增2.3
8万亿和1.47万亿元，受疫情冲击较大的4月份环比和同比分别少增3.71万亿和911
5亿元；金融机构新增人民币贷款2.81万亿元，环比和同比分别多增9200亿和6900
亿元，4月份环比和同比分别少增2.48万亿和8246亿元，当月新增贷款中，中长期
贷款占比66.4%，前5个月平均占比为47.0%（见图2）。

6月末，社融存量同比增长10.8%，增速环比高0.3个百分点，较4月份高0.6个百分
点；金融机构人民币贷款余额增长11.2%，环比高0.2个百分点，较4月份高0.3个百
分点（见图3）。

稳健的货币政策加大逆周期调控，助力稳住宏观经济大盘

。从M2/年化名义GDP、社

融存量调整/年化名义GDP衡量的宏观杠杆率

看，二季度分别环比上升5.1和4.5个百分点，上半年累计上升11.0和9.0个百分点。但同期央行总资产/名义年化GDP分别回落0.8和1.2个百分点（见图4），表明央行依然保持了政策克制，这有助于稳定物价，为保持货币政策正常状态赢得了时间和空间。

市场融资需求有待进一步释放

从金融机构人民币信贷投放看，中长期贷款增长慢于短期，居民户贷款增长慢于企（事）业单位。二季度，金融机构新增人民币贷款5.35万亿元，同比多增2554亿元，增长5.0%，增速环比低3.7个百分点。分期限看，短期贷款及票据融资多增1.20万亿元，中长期贷款少增8400亿元。分部门看，居民户贷款少增1.10万亿元，其中，短期贷款少增1405亿元，中长期贷款少增9600亿元；企（事）业单位贷款多增1.30万亿元，其中，短期贷款多增7300亿元，中长期贷款多增1200亿元。从贷款余额看，短期贷款余额增加5865亿元，中长期贷款余额减少8417亿元（见表1）。

新增社融的主力军是政府债券融资。二季度，新增社融8.91万亿元，同比多增1.40万亿元，增长18.6%，增速环比高1.4个百分点。其中，政府债券融资多增1.27万亿元，贡献了新增社融多增的91%，这与地方政府专项债额度6月底之前基本完成发行有

关；新增

人民币贷款多增2

121亿元，贡献了15%；新增委托

信托贷款和未贴现

银行承兑汇票少减2926亿元，贡献了21%；企业债券和股票融资少增748亿元，为负贡献5%；新增外币贷款少增1728亿元，为负贡献12%（见表2）。当季，以社融存量调整/年化名义GDP衡量的宏观杠杆率变动中，有2.6个百分点是新增政府债券贡献的，民间部门只贡献了1.9个百分点，而上季民间部门贡献了3.1个百分点（见图4）。这显示民间加杠杆的动能趋于减弱。

“宽货币”向“宽信用”传导存在梗阻或漏损。到6月末，社融存量同比增速较M2低0.6个百分点，为连续三个月偏低；金融机构人民币贷款余额同比增速较M2低0.3个百分点，为连续两个月偏低（见图1和图3）。社融存量和人民币贷款余额同比增速低于M2为2016年以来少见。

二季度，金融机构人民币存贷差余额增加2.62万亿元，环比多增942亿元，同比多增2.01万亿元。季末，金融机构人民币存贷比为82.2%，环比回落0.5个百分点，为2021年7月以来新低（见图5）。存贷差扩大、存贷比下降，显示当前市场流动性变得越来越冗余，推动了市场利率较快下行。

从高频数据看，上述趋势在7月份依然延续。7月初至15日，日均隔夜Shibor为1.27%，环比低18BP，较上年同期环比降幅多16BP；日均DR007为1.57%，环比低16BP，较上年同期环比降幅多7BP，进一步远离7天逆回购利率（见图6）。这表明当前市场缺的不是钱，而是有效融资需求。在此背景下，7月4日~15日，央行连续10个交易日每日7天逆回购投放货币30亿元，与到期量对冲后，7月8日净回笼3850亿元、7月15日为零净投放。同时，7月15日，央行还进行了1000亿MLF等量投放的操作，当天7天逆回购利率和1年期MLF利率均未调整。

疏通货币政策传导的关键在于加强政策协调联动

一是加强防疫政策与经济政策的协调联动。

央行解释4月份金融数据变化的原因时指出，近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。因此，要继续按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，更加高效统筹疫情防控和经济社会发展，保持货运物流畅通、保持产业链供应链稳定，尽快推动经济运行回归正常轨道。生产经营和投资消费活动正常化，是释放市场有效融资需求的客观基础。

二是加强财政政策与货币政策的协调联动。这本身是去年底中央经济工作会议对宏观政策要稳健有效的具

体要求。今年6月底，拉动M2增长的构成中，货币乘数扩张贡献了72.5%，基础货币投放扩张贡献了27.5%。从央行资产负债表看，过去一年，央行总负债累计增加2657亿元。从科目构成看：其他负债减少8325亿元，其中今年二季度减少8186亿元，主要反映了央行向财政提前上缴9000亿元结存利润，用于办理企业留抵退税和地方转移支付的影响；基础货币增加9758亿元，其中其他存款性公司存款减少3851亿元，这部分反映了去年下半年以来三次降准的成效，同时也推升了货币乘数；政府存款仅增加82亿元，远低于同期社融存量中政府债券余额增加9.22万亿元，体现了加快地方政府专项债发行、财政政策靠前发力的结果（见表3）。未来还可借鉴美英给企业纾困的做法，通过财政与央行的配合，流动性支持与偿付能力改善“双管齐下”，助力市场主体修复资产负债表，更好保住市场主体稳就业。

三是加强货币政策与产业政策的协调联动。

这方面可以发挥货币政策的结构功能。今年以来，央行出台了科技创新、普惠养老、交通物流专

项再贷款三项新的结构性工

具，加上去年四季度出台的碳减排

支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，这些基本属于阶段性工具，长期性的主要是支农支小再贷款

、再贴现工具等。此外，央行还将推出3000亿元政策性开发性金融工具补充重大项目的资本金，资本金足额到位后，8000亿元政策性开发性中长期信贷资金就可以及时配套跟进。下一步，还可以根据实际经济需要研究推出新的结构性工具，更有效地支持经济的重点领域和薄弱环节。鉴于疫情冲击下的经济复苏分化，结构性工具有助于定向支持、精准滴灌。

四是加强货币政策与金融监管政策的协调联动。

美英的企业纾困计划中都有监管政策中性的机制设计，如相关贷款不纳入监管考核、不消耗银行资本等。5月底，央行印发了《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》。下一步，要按照《通知》要求，从制约金融机构放贷的因素入手，按照市场化原则，进一步深化金融服务供给侧结构性改革，加快建立长效机制，着力提升金融机构服务小微企业的意愿、能力和可持续性，助力稳市场主体、稳就业创业、稳经济增长。

促进稳增长政策落地生效，重点在于既要有目标也要有工具，既要有约束也要有激励。如果后两个“协调联动”也能吸收财政政策参与，将有助于打通政策传导的“最后一公里”。日前国际货币基金组织表示，中国需要增加更多的财政货币政策支持，以应对持续实施疫情防控造成的经济放缓。

（作者系中银证券全球首席经济学家）