

信用创造与货币供应分析

信用货币创造理论

货币银行理论关于信用货币制度下的存款货币创造的理论，是货币银行理论的核心思想。在信用货币时代，全社会所有的货币都是中央银行和商业银行凭借信用并通过扩张资产的方式创造，同时引起负债方的扩张，进而形成货币供给。从传导链条看，货币供给的根源在中央银行。

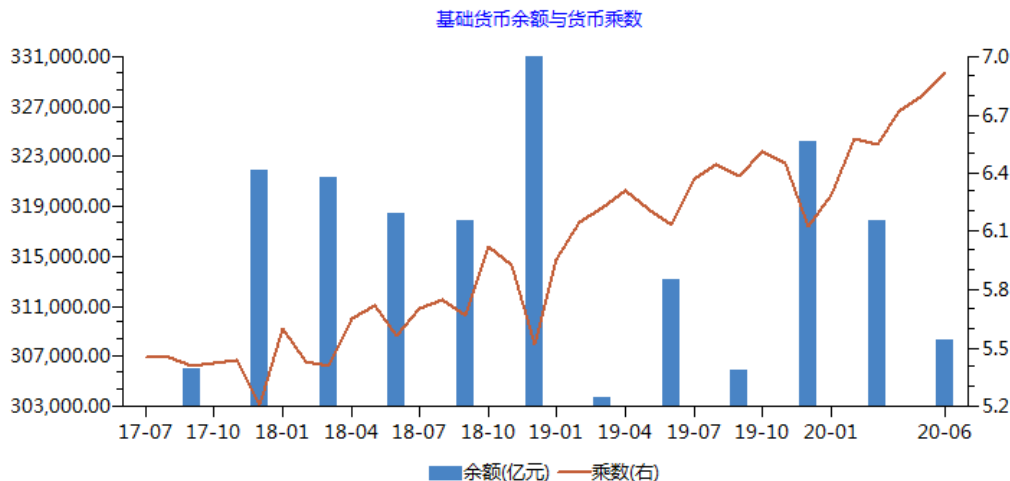


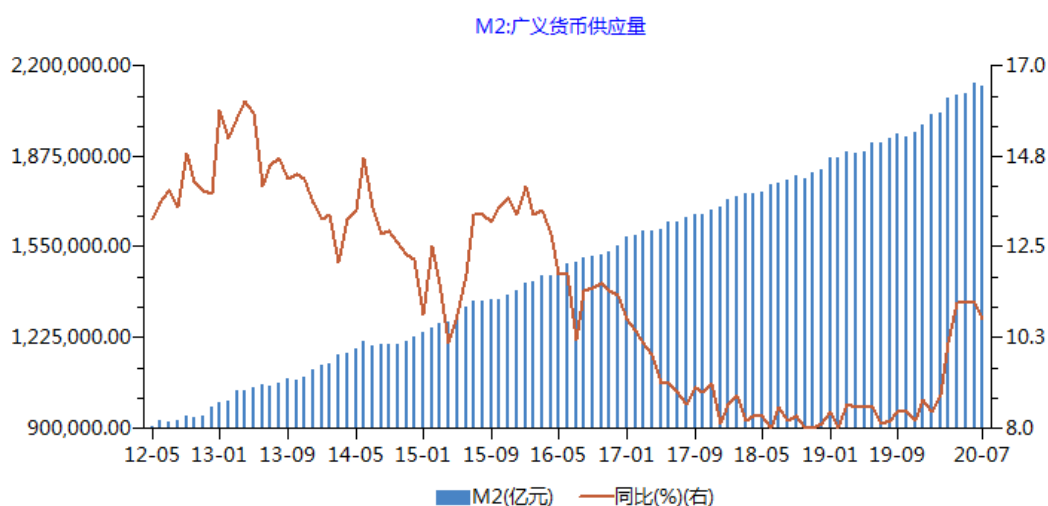
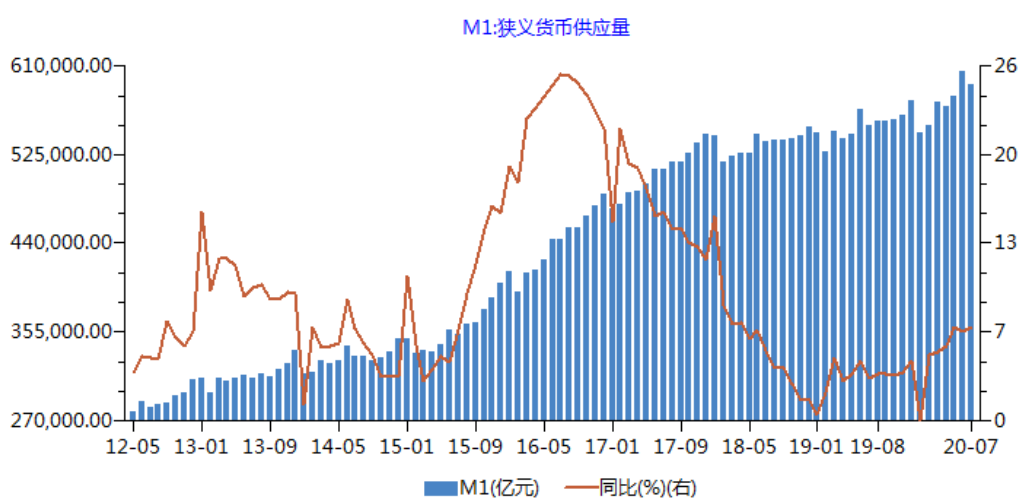
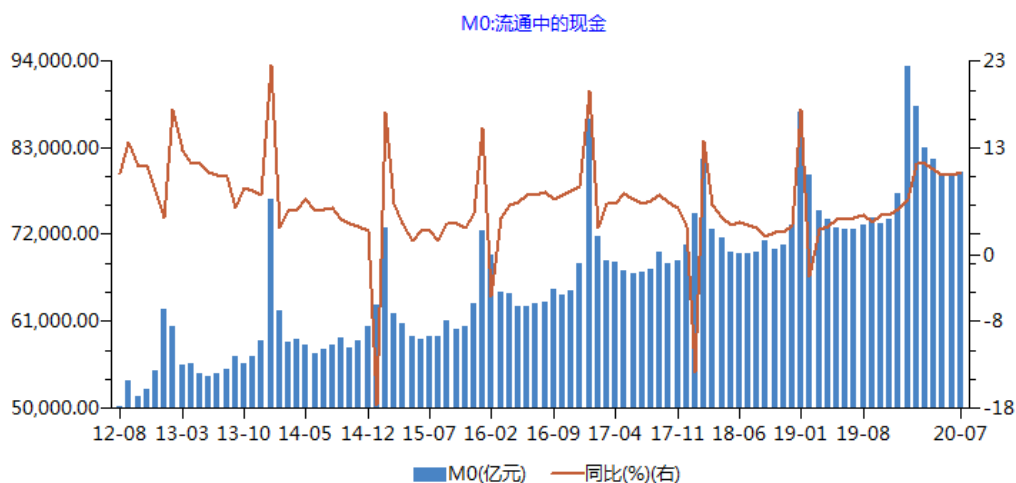
中央银行向商业银行提供基础货币，构成商业银行进一步进行资产扩张的基础。而商业银行一系列资产扩张行为，如发放贷款、购买外汇、购买债券以及开展同业业务的行为，都会在负债方派生出等额存款。在这个过程中，银行资产负债表不断扩大，存款不断增加，这也就是货币创造的过程。在资产负债表的复式记账法下，资产和负债同时变化，但从理论逻辑上的顺序看，信用货币是**先有资产、后有负债、先有贷款、后有存款**。它实实在在发生在每个商业银行的每笔贷款业务中，是属于银行个体的。

除了传统的**贷款创造存款外、银行通过购买外汇、债券以及开展同业业务等也能创造货币**。从《金融机构信贷收支表》可以简化出：货币=各项贷款+外汇占款+证券净投资+其余项。

存款派生以及货币创造的过程就是“原始存款”即**基础货币全部转化为法定存款准备金的过程**。中央银行就是通过对基础货币的数量和价格的控制来达到调控货币条件的目的。

进一步量化来看的话， $M=m*B$ ，其中， M 为货币供应， m 为货币乘数， B 为基础货币。更具体点，基础货币= $M0$ +法定存款准备金+超额准备金+其他存款=外汇占款+对金融机构贷款+各类证券及投资+其他净资产-财政存款-央行债券。从此维度来看，当经济出现过热苗头或是流动性过多时，基础货币快速增长，这是商业银行的超额准备金往往呈较快上升趋势，央行也有较强的上调法定存款准备金率的动力，最终结果往往是货币乘数的下降。





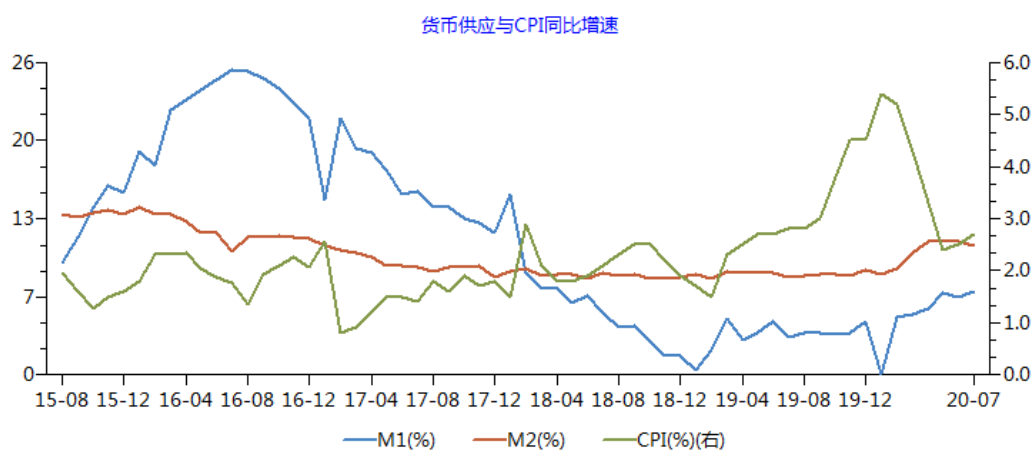
数据来源：Wind

货币供应分析

M1/M2 作为货币流动性指标，也称为“货币活化程度”。M2 相对于 M1 增速加快是信贷投放、宏观经济、企业利润三方面的综合反映。一、信贷投放收缩，新增企业贷款增量减

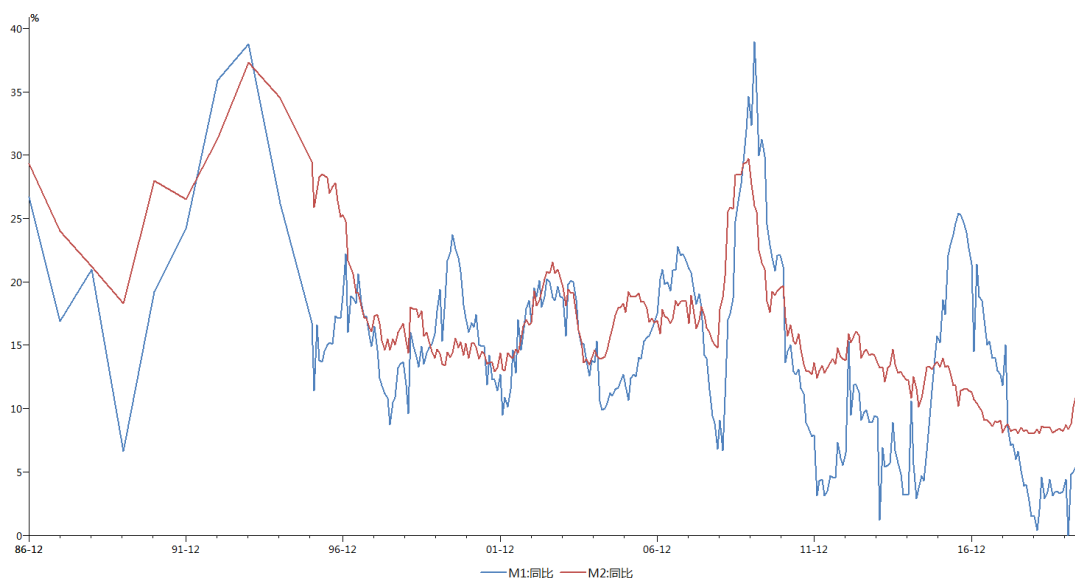
少。二是宏观经济的走弱预期，导致居民储蓄意愿增加。三是企业经济活动走弱，存款活期化程度减弱促使 M2 增速大于 M1。实际利率对于货币活化水平，短期为负向作用，但长期确实是正向关系。

历史上中国的 M1 增速高于 M2 增速，通常都是在居民的信用扩张周期当中才起来的，居民贷款与企业贷款增速差和 M1 与 M2 增速差这两条线非常吻合。今年居民部门的信用扩张没有起来，完全依靠政策驱动的企业信用扩张，造成 M1 增速一直低于 M2 增速，从这个角度来讲经济这一轮回升的力度也将偏弱。

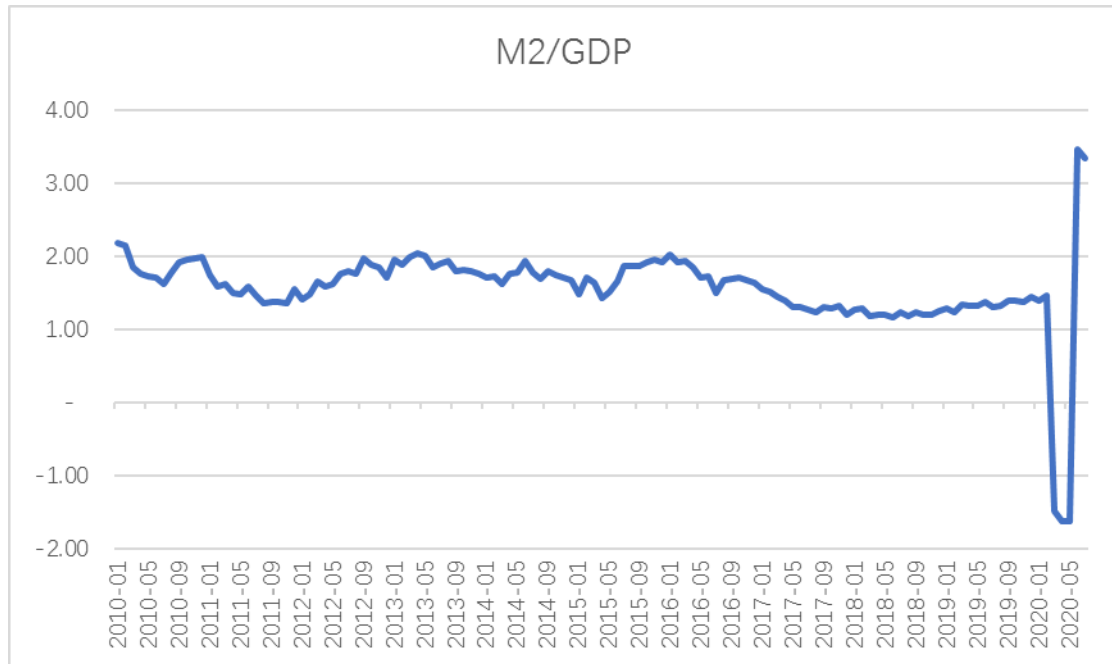


数据来源：Wind

海外方面，这一轮从对全球 M2 的贡献率来讲，今年美国超过了中国。美国 5 月份起随着第一轮财政刺激的落地，一次性的影响结束，企业信贷又转为负增长，而真正代表私人部门需求的居民贷款一直没有起来过。联储在过去三个月扩表的量已经超过各轮 QE 的总量。预计美联储下半年继续扩表的空间幅度已经有限，除非股市发生新的流动性风险，导致美联储动用其它流动性工具加速扩表。美国高赤字问题叠加 M2 增速的大幅上升意味着美元已进入趋势性贬值的周期。中美利差扩大和人民币汇率稳定，对我国利率的稳定有一定保障。



数据来源：Wind



数据来源：Wind

M2/GDP 变化反应的是经济结构的变化。经济结构调整和融资结构变化是影响未来 M2/GDP 的关键。在过去 M2/GDP 的上限在 2.2-2.3。疫情导致了 GDP 的大幅下行，正在修复中。M2/GDP 的值上升，反映了货币较快增长部分，经济对投资和债务的依赖持续上升。M2 总量较大表明金融资产较多集中在银行体系，以及推升了公众的潜在的通胀预期压力。扩张货币的边际收益明显下降，边际成本显著上升。

从 M2 和社融定义来看，M2 的最主要派生渠道为信贷，非信贷的 M2 派生渠道，包括企业债券、非标投放。此外，外汇占款直接投放 M2。另一方面，直接融资增加，计入社融，但完全不影响信贷和 M2，因为直接融资不会派生 M2，是存量 M2 的转移。

M2	外汇占款投放	社融
	信贷投放	
	其他（债、非标）投放	
	直接融资等	

中国的经济周期总体来讲是和信用周期高度吻合的，每一轮扩张都会带动经济的复苏，大体上时间存在一到两个季度的滞后。社融增速的回升对 GDP 的拉动是最主要的传统信用扩张的观测指标。但计算每一轮的上升周期，其拉动效率逐步降低，一个很大的原因是因为中国的经济结构发生了很大的变化，消费已经成为经济当中最重要的构成。消费对于信用扩张的反应明显弱于投资，这也造成信用扩张的效率下降。

社融见底	GDP 增速见底	滞后季度	社融增量(万亿)	GDP 增量(万亿)	拉动效率
2005.6	2005.9	1	15.5	7.5	0.48
2009.1	2009.6	2	13.8	4.9	0.35
2012.6	2012.9	1	19.3	6.8	0.35
2015.6	2015.12	2	36.9	7.7	0.21
2019.10	2020.3	2	38.3		

免责声明：本文所引述机构或个人的观点、言论、数据及其他信息仅作参考和资讯传播之目的，如发现违法或不良信息请与联系人沟通，我们将及时处理。

金融市场部联系人：

陈琦慧 电话：021-60934519 邮箱：chellychen@metrobank.com.cn

张佳璐 电话：021-60934495 邮箱：zhangjialu@metrobank.com.cn

赵思恒 电话：021-61910703 邮箱：iriszhao@betrobank.com.cn