



建设银行研究报告

宏观经济

为什么货币快速增长，而实体经济却资金紧张？

报告执笔人：贾铁真

中国建设银行研究部
通讯地址：北京市金融大街 25 号
邮编：100032
电话：010-67596638
电邮：yanjiubu.zh@ccb.com
新浪官方微博：@建行研究部

报告摘要

今年以来，货币总量快速增长，但实体经济经济发展状况却差强人意，特别是近期拆借利率大幅攀升，资金紧张问题引起广泛关注。实体经济资金紧张主要原因：一是货币信贷增长越快，银行资金流出越多，而银行资金减少必然引发实体经济总体资金紧张；二是在经济下行风险较大情况下，部分企业必然会出现资金紧张状况。三是由于存在资金在各融资渠道间的多次流动、“空转”，甚至“套利”，社会融资规模存在着重复统计问题。四是在流通货币量一定情况下，货币流通速度减慢，也会使实体经济感到资金紧张。

今年以来，社会融资规模与存款总额增长较快，前 5 个月，社会融资总量为 9.11 万亿元，比上年同期多 3.12 万亿元，同比增长 52%；人民币贷款余额达 67.22 万亿元，同比增长 14.5%；5 月末，人民币存款余额同比增长 16.2%，增幅同比高 4.8 个百分点；货币供应量 M₂ 同比增长 15.8%，高于年初 13% 的控制目标。

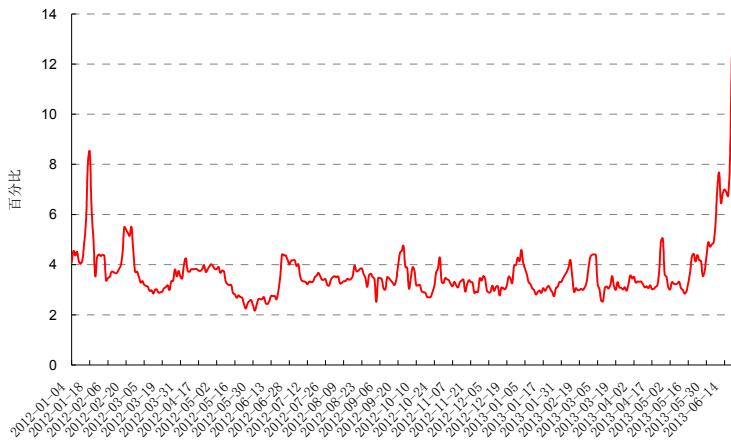
图 1：社会融资规模、存款及 M2 增长变化



数据来源：WIND。

然而，尽管货币信贷快速增加，但经济增长动能却没有增加，前 4 个月，铁路货运量同比减少 2%，全社会用电量增幅同比减少 1.1 个百分点；1 至 5 月份，工业增加值增速由去年同期的 10.7% 下滑至 9.4%，为 2010 年以来最低水平。特别是，实体经济还出现资金紧张的困难状况，近期银行间同业拆借利率大幅度攀升，6 月 20 日 7 天拆借利率达到 12.25%，是上月同日的 2.8 倍，突显了银行体系资金十分紧张状况。目前，资金紧张问题已引起社会广泛关注，综合分析各方面因素，造成资金紧张的主要原因：

图 2：银行间同业 7 天拆借利率增长变化

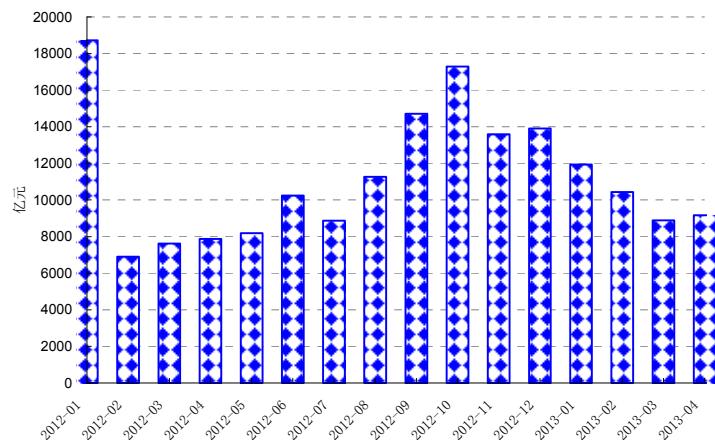


数据来源：WIND。

一是存款规模与银行资金总量并不相等，贷款投放派生出的存款不会增加银行资金量，但却要交纳存款准备金，这就使得货币信贷增长越快，银行体系资金流出越多，而银行体系资金量减少必然会引发实体经济总体资金紧张。从某种意义上说，存款是资金使用的权力，从微观角度看，经济个体其拥有的存款额与资金可用量是一致的，但从宏观方面看，银行体系的存款规模与可用资金量并不相同。经济个体在进行贸易、投资、消费等经济活动中，无论其收益如何、结果是否满意，都只是使存款从一个帐户转移到另一个帐户，存款形态在储蓄存款、企业存款、同业存款等之间转化，资金也可能会从一个银行流入另一个银行，但总体上看银行体系内资金总量不会发生变化。即使银行在信贷投放时，也仅是同时增加资产的贷款方与负债的存款方，并不涉及资金会计科目，此时尽管存款总额增加，但资金量并没有变化。实际上，银行体系内的资金总量主要是受到外汇占款投放、央行存款准备金

收回、以及再贷款、公开市场操作等因素调整影响。前 5 个月，央行通过金融机构外汇占款投放资金量为 1.5 万亿元，同时由于人民币存款新增 7.49 万亿元，按 21% 的大、小银行平均法定与超额存款准备金估算，需交纳央行 1.57 万亿元（由于大银行存款占比比较大，21% 的平均法定与超额存款准备金取值偏小，故在估算新增人民币存款交纳存款准备金时未考虑影响较小的应扣除因素）两者基本持平，但前 4 个月其他存款性公司对央行负债减少 4733 亿元，减少幅度达 34%，即今年以来央行通过公开市场、再贷款等从银行体系净回收资金近 5000 亿元，这就是今年以来实体经济资金总体紧张的重要原因。预计下半年，外汇占款增长速度将大幅度回落，但信贷投放增幅不会明显减慢，如果存款准备金率不向下调整或央行不向市场投放充足的资金，银行体系资金紧张状况不会缓解，甚至可能会进一步加剧。

图 3：其他存款公司对央行负债余额增长变化



数据来源：WIND。

二是在经济结构调整力度不断加大情况下，部分企业必然会出现
请阅读正文之后的重要声明

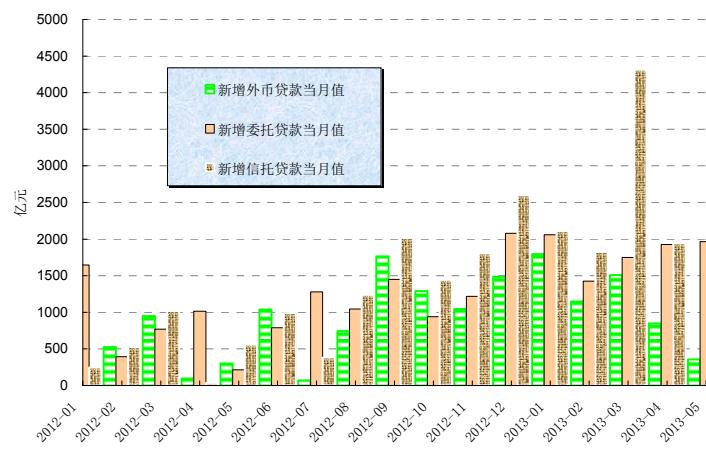
经营困难、资金紧张加剧状况，目前还只是部分行业、地区的实体经济资金紧张问题，但从长远看，还要重视资金总量短缺可能造成经济发展“润滑剂”缺乏的问题。尽管 5 月份 PMI 指数为 51.1%，仍连续 9 个月处于扩张状态，但同期小型企业 PMI 指数却为 47.3%，已连续 14 个月处于萎缩情况，特别 5 月份中、西部地区 PMI 指数都下滑至 50% 荣枯线之下。这表明目前中小企业、中西部地区的实体经济发展遇到的困难更大，这部分实体经济对资金紧张的感受程度更为强烈。从经济结构调整要求看，部分企业出现资金紧张甚至难以持续经营状况，是必然与合理的。在经济结构调整过程中，符合市场发展需要的实体经济，仍然可以从银行、市场获得间接或直接的资金支持，其资金暂时还较为充裕，但目前银行体系出现资金短缺较为严重状况，也提示了社会经济正常运行缺少“润滑剂”的风险，只有保障银行体系拥有充足的流通资金，才能支撑符合市场发展需要的实体经济快速发展，才能达到宏观调控政策目标要求。

三是社会融资规模是一个“流量”的概念，即代表一定时期内各融资指标的净增量，但由于资金在金融机构和实体经济间的多次流动或“空转”，甚至“套利”，社会融资规模存在着重复统计问题，部分资金流入量被成倍统计放大。在当前经济和金融发展进入新阶段时，这个统计特殊性问题被明显突出，这就是社会融资统计数据乐观而实体经济感受悲观的矛盾所在。社会融

资规模主要包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资等，反映金融对实体经济资金支持的总量指标。然而，一笔资金在一定时期内可以在金融机构与实体经济间多次流动，当其经过多个融资渠道反复进入实体经济或“空转”，甚至“套利”时，其统计结果会被成倍放大。例如，企业可以将暂时闲置的债券、股票融资资金购买理财产品，经常可以看到上市公司发布这样的公告。在企业购买信托等理财产品后，一部分资金又被再次计入委托、信托贷款融资，这无形中就夸大了实体经济的融资总量。2011、2012年以来，社会融资总量中新增外币贷款与新增信托贷款增量相关系数分别达 0.72 和 0.79，表明存在较高相关关系。特别是今年以来，有的企业利用虚假的外贸交易获得银行利率较低的外币贷款，然后兑换成人民币购买利率较高的信托等理财产品，从中套取利率与汇率的双重收益。受此影响，前 4 个月外贸经济发展出现虚假繁荣，外汇占款也大幅度增加，同比增幅达 5.56 倍，但在 5 月份国家开始打击有关虚假外贸交易行为后，外贸出口额大幅度回落，5 月份金融机构新增外汇占款环比增幅骤降逾七成，就充分证明企业利用虚假贸易套利的普遍性。因此，如果实体经济融入资金未被充分利用，只是在金融机构与实体经济间或实体经济间不断流动，即使社会融资规模大幅度增加，也不能增强实体经济增长动力。

此外，社会融资总量中实体经济直接或间接筹措的部分资金，如果被用于偿还银行贷款或用以替换旧债，也不会对实体经济发展起到实质性促进作用。

图 4：融资总量中外币贷款与信托、委托贷款增长变化



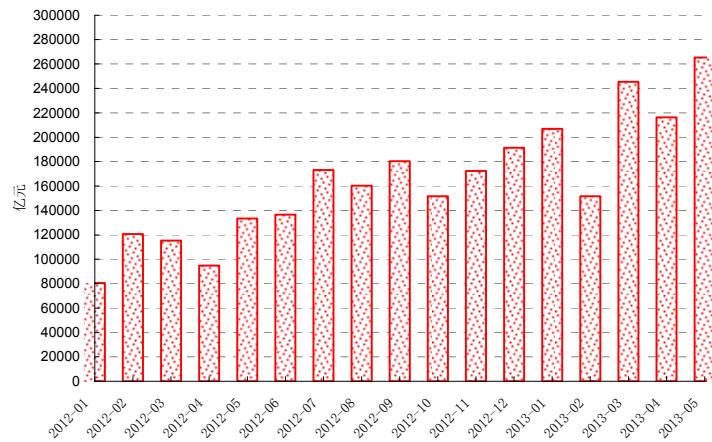
数据来源：WIND。

四是在流通货币量一定情况下，货币流通速度减慢，也会使实体经济感到资金紧张。在货币流通速度持续减慢趋势下，为缓解实体经济资金紧张压力，需要适当增加社会流通货币量。货币流通速度与居民的货币收入水平和支出结构、产业结构及生产专业化状况、经济单位数量和金融市场发达状态，以及财务及结算制度等变化密切相关。总体上看，货币流通速度呈明显的顺周期性，在经济下行压力较大情况下，实体经济经营效益会整体下降，这必然会引起货币流通速度有所减缓。

同时，随着我国金融市场规模不断扩大，商品交易之外的货币交易占用量会越来越多，也使货币流通速度呈现减慢趋势。特别是在当前产能过剩严重、实体经济投资获利项目减少情况下，流入金融市场资金量必然会有所增加。前 5 个

月，期货市场交易总金额同比增幅达 99%，股票市场股票与基金交易额同比也增长 23%。

图 5：期货市场成交额增长变化



数据来源：WIND。

此外，近年来我国房地产等资产价格涨幅较大，居民为购买房地产及其他高档资产须积储更多存款才能实现愿望，因此居民持币率必然会呈上升趋势。值得注意的是，中国私人财富报告显示，存款千万元以上的高净值人群 2008 年可投资资产占比为 23.1%，2012 年则上升至 27.5%，表明社会财富正在向高收入人群集中。然而，这部分人边际消费倾向较低，货币在其手中流通速度会明显慢于低收入者。未来看，货币流通速度减慢的趋势仍将延续，为缓解实体经济资金紧张压力，需要适当增加社会流通货币量。

声明：本报告是中国建设银行研究部在课题研究基础上向高层提供的报告。其中的信息均来源于公开资料，作者不保证其完整性和准确性。其成果形式仅为中国建设银行研究部所有，复制、引用、转载须经书面许可并注明来源。报告内容及意见仅代表作者观点，仅供参考，中国建设银行及中国建设银行研究部不对本报告任何运用产生的结果负责。