

货币供应如何失速

五月份货币供应数据令不少市场人士吃惊。狭义货币供应量（M1）和广义货币供应量（M2）同比增速分别为-4.2%和7%，均为历史新低。如何理解这个现象？

首先，我们回顾一下定义。央行公布三种货币供应：M0、M1 和 M2。其中，M0 代表流通中货币，即流通中的纸币和硬币，M1 大致是 M0 加上企业活期存款，M2 大致是 M1 加上居民储蓄存款和企业定期存款。2024 年 5 月，M0、M1 和 M2 分别为 11.7 万亿、64.7 万亿和 301.9 万亿元。

在教科书理论中，货币供应量通常是所谓的“外生变量”，即在模型之外给定，比如央行印了一定数量的钞票，这个数量不会因为经济活动而变化。而要解释货币供应量的变化，我们需要让货币供应量“内生”。

事实上，“内生货币”更符合现代经济的现实。在上述三种货币供应量中，只有 M0 是央行印制的，不到广义货币 M2 的 4%。而且央行会根据经济需要决定制作多少钞票和硬币，比如春节前往往需要投放更多崭新的钞票，所以 M0 的变化严格说也是内生的。

而 M1 和 M2 主要是银行存款，而存款又由贷款产生，贷款又决定于经济活动（如投资）。所以我们可以说，货币主要由银行供应，货币供应内生。为加深对这句话的理解，我举个假想的例子：

假设我决定买套新房，要向银行借一笔 100 万元的按揭贷款。银行放款后，银行的资产和负债同时增加 100 万元，增加的资产被央行统计为“住户贷款”的增加，增加的负债被统计为“住户存款”的增加，计入 M2。显然，我的资产（存款）和负债（贷款）也同时增加 100 万元。

当然，因为我在买房，所以这 100 万元存款还没捂热就被转给了开发商。于是我资产负债表里的 100 万元存款变成新房，而开发商资产负债表里的 100 万元待售房产变成 100 万元的存款，被央行统计为“非金融企业存款”（如果是活期，计入 M1，如果转为定期，计入 M2）。

等到这个流程走完，因为我的贷款需求和银行的贷款供应得到匹配，所以货币供应量（M1 或 M2）上升 100 万元。是我的银行，而不是央行，供应了这 100 万元货币。又因为这是经济活动（买房）的结果，所以这是内生变化。

从这个例子也能看到，货币供应不仅跟银行的放贷意愿（供给侧）有关，也跟市场的贷款需求（需求侧）有关。供给和需求两头都热，贷款才能实现，货币供应才会增加。如果只是一头热，比如我想贷款但银行不肯，或者银行热心但我没意愿，贷款都不能成，货币也不能增加。

当然，两头都冷最糟糕，而这恰恰刻画了信贷市场的近况。一方面，居民和企业贷款需求疲弱。另一方面，虽然货币政策较为宽松，但因为银行放贷的终身追责

制度，银行放款意愿很低，特别是对民营企业。在这样的情况下，货币供应的失速并不意外。

在贷款的供给侧，政策已经开始纠错。在5月17日国务院政策例行吹风会上，围绕房地产企业融资，有关部门特别强调金融机构要落实“尽职尽责”规定。可以预见，落实“尽职尽责”的效果可能会超过降息降准。

但在需求侧，贷款需求，尤其是企业贷款需求，如何重启？要探讨这个问题，有必要分析贷款需求的产生机制。我们聚焦在企业贷款，并区分短期贷款和长期贷款。

企业短期贷款需求

企业短期贷款指金融机构向企业发放的一年期及以下的各种贷款，主要用于企业运营开支，比如工人工资、原材料采购、工程垫资等。

需要强调的是，对现代经济来说，短期贷款不可或缺。企业运营是个连续过程，维持运营需要维持运营开支，成长中的企业还需要不断扩大运营开支。如果没有短期贷款，企业就不得不把利润用于运营开支。对企业老板来说，很容易出现“赚了库存和应收，没赚到现金流”。没有现金流，就无力做长期资本开支，包括机器购置和技术研发。

而短期贷款把企业利润“解放”出来，可以用于分红和长期资本开支。在宏观层面，分红有利于储蓄和消费，长期资本开支则是经济发展的基础。

企业老板之所以有短期贷款需求，是因为预期有钱可赚，而且不用等太久，也不能等太久。也就是说，企业的销售额很快覆盖包括人工成本在内的运营成本。这里我强调人工成本，因为它是供需联系的关键——人工成本同时也是消费者收入，是供给侧的成本和需求侧的购买力。

在微观层面，一个企业的利润跟生产什么没什么关系，生产日常消费品和机械装备都能赚钱。但在宏观层面，如果所有企业都生产劳动者消费的产品，那么企业整体就没有利润。为什么？因为人工成本是消费者收入，所以对企业进行加总后，人工总成本是总销售额的天花板。

所以说，在宏观层面，企业整体若要维持正的利润，必须有一部分企业在为劳动者以外的人群生产，包括企业家、外国人和政府。对外国人既有出口（+利润）也有进口（-利润），企业整体从外国人身上获得的利润规模取决于两者的差额，即外贸盈余。政府有支出（+利润）也有税收（-利润），企业整体从政府获得的利润取决于两者的差额，即财政赤字。在一个外贸和财政基本平衡的经济，企业整体若要维持利润，必须有一部分企业在为企业家的消费和投资而生产。其中企业家的消费跟宏观经济体量相比通常微不足道，所以企业家的投资，也就是企业的长期资本开支，必须是主力。

所以我们可以理解，当企业投资需求疲弱，企业整体利润就会单薄。更重要的是，当预期其他企业投资需求趋向疲弱，企业整体利润趋向单薄，企业家会认识到“钱越来越难赚”，所以理性的选择会是减少短期贷款，收缩战线，安全第一。而且不幸的是，这样的选择常常会自我实现。

企业长期贷款需求

企业长期贷款主要用于长期资本开支（或叫长期投资，目的是形成固定或无形资产），比如购置土地、建设产能、技术研发等等。因为资本开支给经济带来新增的当期购买力（比如研发人员的薪酬），同时并不在当期产出和销售最终商品，于是不消耗居民当期购买力，所以资本开支给企业整体带来当期利润。

之所以长期资本开支产生长期贷款需求，一方面是因为长期资本开支往往需要大量资金，远远超过企业的留存收益（Retained earnings）。另一方面，资本开支所形成的资产收益有很大的不确定性，资产流动性也不能保证，因此用短期贷款支撑长期资本开支是很危险的。

也因为长期资产收益的不确定性，对企业家来说，长期资本开支比维持短期运营更需要对未来的信心。事实上，企业家经常需要对未来有非理性的信心，对自己的判断有“迷之自信”，才会跟这个没有定数的现实世界做一个长期承诺。一旦经济陷入萧条，迷之自信被现实浇了冷水，人们要依赖理性的数学预期来做长期投资决策，缺省选择往往是按兵不动，安全第一。不是说未来一定有那么糟糕，而是如凯恩斯所说，人类其实无法对久远的未来形成数学预期，因为没有计算这个预期的基础（比如，计算预期需要概率分布，可是概率分布本身有不确定性）。

所以经济一旦不好，很难凭借自身的动力反转。存量债务规模越大的经济，自身反转的动力越弱，因为债务爆雷的冷水尤其令人胆寒。企业不仅对增加债务（加杠杆）没有胃口，而且会尽可能地“减杠杆”。但问题是，一家企业减杠杆收缩战线，别的企业的收入和利润就要下降。所以在宏观层面，企业作为一个整体，很难在经济不好的时候减杠杆，整体杠杆率（债务/收入）可能不降反升。疫情后中国经济复苏远低于预期，部分原因就在于此：部分企业（如房地产开发商）在绝望地减杠杆，居民在提前还房贷，地方政府也因土地市场骤冷而“压力山大”，还本付息尚难，遑论加杠杆。

所以中央政府别无选择，必须采取强有力措施，避免经济在萧肃状态停留太久，导致债务通缩恶性循环，失业人口退出就业市场……

如何重启

首先，央行应该继续下调短期政策利率目标（DR007），从而降低银行资金成本，以激励银行放贷。同时落实“尽职尽责”，让银行基层信贷员放心工作。只有扫除贷款供给障碍，企业贷款利率才会真正下行。利息支出下降，企业利润上升。

第二，扩大中央财政赤字和国债发行规模，一方面继续为地方政府疏困，维持地

方政府公共开支，另一方面用于民生支出，包括考虑直接给消费者发红包。扩大财政赤字就是扩大企业利润。

最后，改善营商环境，尽可能地降低政治和政策不确定性。应不断重申“我国正处于并将长期处于社会主义初级阶段”，应约束地方政府涸泽而渔的冲动（比如停止倒查补税）。大灾之后应修养生息，用肉眼可见的改善和真金白银的利润说服企业留下和坚持，并等待“动物精神”和“迷之自信”的满血复活。