

实体经济拉动需求 调控注重有效适度

—信贷增长驱动因素和近期走势的实证分析及政策建议

交通银行研究部

为更好地落实从紧货币政策，应深入分析影响我国商业银行贷款增长的各主要因素及其影响路径和程度。

从贷款需求角度看，GDP增速、物价涨幅、固定资产投资增长、房价上涨和工业企业利润的提升是影响贷款需求的主要因素。

从政策调控措施的效果看，贷款总量调控目前仍是较为有效的政策调控工具；准备金率的不断提高在一定程度上削弱了贷款增长的动力，但存在一定的滞后期；利率提升对贷款增长的调控效果并不显著，但商业银行的行为模式对贷款供给有显著影响。

考虑到贷款增速较快很大程度上是实体经济需求的反映，为提高政策的有效性，必须更多地从实体经济和制度层面入手，注意治本；应密切关注商业银行的行为模式，避免出台的货币政策使得商业银行产生“逆向选择”，反而影响政策实施效果；应关注资本市场发展对货币政策的影响；注意避免由于利率市场化进程过快，导致利差收窄，进一步刺激信贷投放。

根据模型预测，2008年实体经济的发展所要求的人民币贷款增速在16%~17%左右。实体经济对信贷增长的潜在需求可能超过信贷总量调控的要求，今年信贷总量调控的任务仍较为艰巨。

信贷总量调控目标的实现还面临来自商业银行的三方面挑战：对中小银行（信用社）和外资银行的总量调控效果可能受到限制；商业银行分支机构执行从紧货币政策的力度有待检验；分季度的信贷总量调控可能通过各种手段被“变相”突破。

多种因素共同决定贷款供需

2008年，我国实行从紧的货币政策，为提高宏观调控的前瞻性、灵活性、科学性和有效性，必须深入理解影响我国商业银行贷款增长的各主要因素，及其影响路径和影响大小。本报告拟从定性和定量两方面分析上述问题，给出具体的宏观政策建议，并尝试用分析的结果对2008年的信贷走势进行预测。

（一）实体经济“量价齐升”，贷款潜在需求较为旺盛

1. 贷款投放与经济实际增长存在紧密、较为稳定的联系。1990年代中后期，贷款增长率与国民经济实际增长率之间的乘数关系曾经接近4的水平，之后则有一定程度的下降。在计划经济向市场经济过渡的过程中，占国民经济统治地位的国有企业和银行均存在“预算软约束”，是中国的这一乘数明显高于其他市场经济国家/地区的原因之一（如美国这一乘数为1.3，香港为1.6）。随着中国其他融资渠道的发展，银行经营的理性化、民营经济成分的增加，这一乘数也呈现出下降和走稳的趋势，从2001年开始，基本在1.5左右波动。

2. 物价走势是影响贷款增长的重要先行指标之一。作为名义GDP的重要组成部分，通货膨胀与实际GDP一样会对贷款有较大的影响。从作用机制上来看，通胀指标更多的是通过消费传导到贷款上。从实际情况看，1992年到2007年CPI和PPI与贷款同比增速的比较看，贷款增长与价格走势之间有两年左右的滞后期，将贷款增速向前平移两年后三者呈现出较为明显的相关性。预计近期CPI和PPI的持续走高将为进一步推动贷款未来加速增长的重要因素。

势，且近年来两者开始更加趋于一致。

3. 固定资产投资与贷款的增长之间存在密切的联动关系。贷款与固定资产投资之间有较强的联动关系。但从2003年开始这种关系出现了一定的变化：增长趋势仍然相同，但贷款增速开始低于固定资产投资增速，产生这一变化的主要原因有：第一，在政府换届以及奥运经济等因素的拉动下，固定资产投资规模出现了超常规的增长；第二，贷款增长受到适度从紧的货币政策的限制，并未真实反映市场对贷款的需求；第三，随着金融脱媒的发展，直接融资的渠道与过去相比大为拓宽，固定资产投资对贷款的依存度有所下降。

4. 房价上涨对个人贷款增长有一定拉动作用。房价的变动对个人贷款中占比最大的按揭贷款有直接的影响（以居民户贷款替代个人贷款分析）。由于目前国内居民对房屋的刚性需求仍然较高，房价走势通过消费者的心理预期改变其消费行为，从而对个人贷款产生影响。房价出现上涨时，需求较为旺盛，贷款增长同时扩大；而下跌时则出现一定的观望气氛，贷款投放也有一定放缓。

5. 工业企业利润的不断提升扩大了贷款需求。2002年以来我国企业的盈利能力持续提高，工业企业利润始终以超过20%的速度增长，且近年来呈现出不断加速的态势，这在很大程度上起到了推动贷款进一步增长的作用。一方面，企业效益的提高促使其不断提高投资规模以获得高增长的收益；另一方面，企业偿债能力的增强也提高了贷款的保障系数，降低了贷款风险，使商业银行愿意向企业放贷。

（二）各项货币政策措施对贷款增长的影响程度不一

1. 法定存款准备金率的不断提高降低了贷款供给的理论上限。从理论上说，存款准备金政策对控制贷款增

	2004年	2005年	2006年	2007年上半年
工商银行	9.0	5.8	10.4	13.1
中国银行	5.0	4.1	8.8	11.0
建设银行	11.5	10.4	16.9	12.4
交通银行	16.4	20.5	20.2	25.8
招商银行	21.6	26.2	19.8	18.4
浦发银行	22.0	21.3	19.8	18.4

数据来源：根据各银行年报计算

注：工行和中行2006年发行A股上市，交行和建行2007年发行A股

招行和浦发均为以前年度发行上市的银行股

长有一定的作用。但是，从近年来提高准备金的实际操作情况看，准备金政策虽然对部分中小商业银行的贷款增长产生了较为明显的限制作用，然而对于资金充裕的大型商业银行或银行业整体来说，提高存款准备金对贷款增长的影响较小。07年有多次提高准备金后贷款增速不降反升。导致这一现象的主要原因，一是目前市场流动性过剩，小幅调整准备金不足以完全收回流动性的增加；二是准备金政策效果有一定的滞后性，初期的作用并不明显；三是准备金政策具有较强的累积作用，只有在达到一定的水平之后才能产生紧缩的效果。

2. 利率调整对贷款增长的调控效果并不显著。从2005年起，我国存贷款基准利率多次调升。对贷款的需求方来说，利率提升意味着资本成本的提高，对贷款需求有一定的抑制作用。但实际效果显示，每次升息后贷款增速并未有效放缓，在略有下降后又进入了加速上升通道，这表明目前利率政策对贷款的调控作用并不明显，其主要原因一是随着经济的快速增长和企业盈利能力的持续提高，贷款需求保持旺盛；二是商业银行分支机构注重（超额）完成年初确定的、以利润为主的年度经营业绩考核指标，而这一指标往往没有考虑、也难以充分考虑当年利率变动等因素。

3. 行业票据的发行对贷款投放的影

响较为直接、针对。与准备金政策不同，央票在调控初期的作用比较明显，随着发行规模的持续扩大，必须先对冲到期央票所释放的流动性，只有增量发行的部分才能产生紧缩的效果。然而与普通央票相比，定向央票的政策效果则较为理想，由于其针对性较强，同时作为一种惩罚性的手段其政策指导意义大于回收资金本身，因此定向央票可以较快地促使被发行者对贷款进行控制。

4. 窗口指导（总量调控）是目前较为有效的贷款调控工具。由于其他调控工具往往通过某些传导机制来限制贷款增长，其传导效果会受到种种因素的影响而削弱。在贷款需求较为旺盛、收益率较高而且资金较为充裕的情况下，商业银行有追求盈利和扩张份额的强烈冲动，即使流动性暂时出现困难，商业银行也会倾向于调整资产负债结构，依次压缩无收益、低收益的各项资产，以保障贷款的投放。因此，从控制贷款增长速度的实际效果看，现阶段直接作用于贷款供给方的窗口指导（信贷总量调控）可能更为有效。

（三）商业银行自身行为模式对贷款供给有显著影响

1. 商业银行的改制和上市对贷款增长有提速作用。随着商业银行股份制改革和成功上市，在财务实力得到加强的同时也对其提出了更高的资本

回报要求。受到盈利模式和其他因素的限制，这必然促使商业银行贷款增长提速。实际情况表明，大型商业银行在上市之后大多经历了一个贷款大幅提速的过程，而同期股份制商业银行的贷款增长并未出现明显变化，甚至还有所下降。

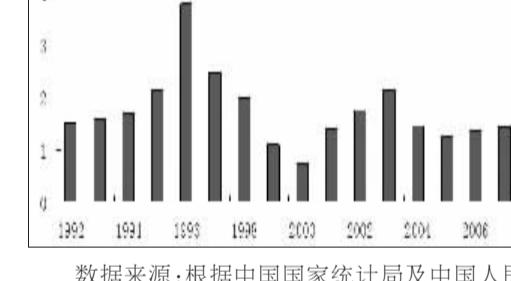
2. 资产质量的好转刺激贷款投放提速。2004年以来，银行资产质量持续优化，不良贷款率逐年降低。银行不但盘活了存量的信贷资产，提高了资产的利用效率，而且也使整体拨备压力逐渐减轻。资产质量的好转在大幅提高贷款收益率的同时，在一定程度上刺激了银行贷款的增长。2004年至今年银行业总体不良贷款率由13%以上下降到6%左右，同期的贷款增长则不断呈现出加速状态。

3. 商业银行经营绩效考核体系的缺陷在一定程度上助长了贷款的较快增长。近年来，我国商业银行大多实行以追求短期会计利润为主的经营业绩考核体系。虽然商业银行已经开始积极建设经济资本考核体系，但由于体制和技术等方面的原因，目前我国商业银行所实施的并不是严格、准确、系统意义上的经济资本考核。在商业银行收入来源仍然较为单一的情况下，以会计利润为主的考核在一定程度上加速了商业银行贷款投放。

4. 商业银行战略转型将对贷款增长产生一定的抑制作用。目前国内商业银行战略转型主要集中在提高非利息收入占比和零售银行业务扩张方面。随着国内商业银行战略转型的不断推进，一方面利差收入的占比将有所降低，另一方面风险相对分散的个人贷款增速将进一步提高。这些都

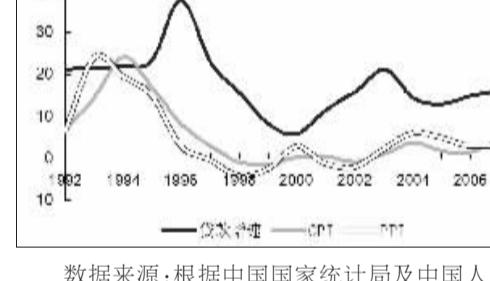
有助于缓解商业银行资本大规模提高后利润增长的压力，从而使银行有足够的空间调整信贷业务结构，注意控制贷款风险、降低贷款增速。

图1: 贷款增长与GDP实际增长的倍数关系



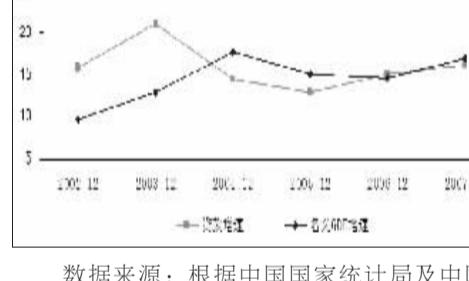
数据来源：根据中国国家统计局及中国人民银行公布数据计算

图2: 贷款增速与物价走势



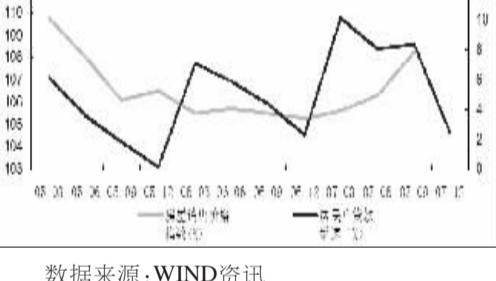
数据来源：根据中国国家统计局及中国人民银行

图3: 2002-2007年的名义GDP增速与贷款增速比较



数据来源：根据中国国家统计局及中国人民银行

图4: 全国房屋价格指数与居民户贷款环比增长



数据来源：WIND资讯

影响人民币贷款增长因素的实证分析

（一）名义GDP对贷款增长的影响要大于和快于准备金率

我们重点关注名义GDP和准备金率两个变量对贷款增长的影响。因为综合了价格水平变化和实际GDP增长，名义GDP是影响贷款需求的主要变量，而准备金率是影响贷款供给的主要变量。

首先，影响贷款增长的最重要因素是实体经济的增长。当前我国经济增长主要是投资驱动，在经济处于上升期、企业固定资产投资意愿强进而贷款需求旺盛时，很难将贷款增长控制下来。而如果从制度、结构层面入手改变增长方式，将经济增长从主要依靠增加投资、扩大规模，转为主要依靠提高生产率、科技进步上来，企业的固定资产投资冲动降低，从而经济过热的局面得以缓解，贷款增速自然稳定下来。如果忽视转变经济增长方式而一味控制贷款增长，既容易导致总体经济的大起大落，增加经济硬着陆的风险，还会掩盖经济运行中的深层次问题，不利于长期增长。

其次，我国的经验数据显示，准备金率上升的确可以减缓贷款增长速度。因此，作为一种有效的货币政策工具，央行可以通过变动法定准备金率进而影响银行的实际准备金率来调控贷款增长。但需要注意的是，与实体经济变化相比，准备金率上升对贷款增长的抑制作用较小，不能过度依赖准备金率的调整来控制贷款增长。

协整检验结果表明，贷款余额、名义GDP和准备金率之间存在一个协整关系，方程的估计结果表明：若准备金率不变，名义GDP增长10%，贷款大约需要增长12%；若名义GDP不变，准备金率提高一个基点，会导致贷款余额减少约11亿元人民币；虽然二者对贷款的影响都是显着的，但名义GDP的影响程度要大于准备金率的影响。它表明，当发生正向GDP冲击时，贷款余额立刻上升，但随后在波动中逐渐下降，到第六个季度开始稳定下来；与GDP冲击不同，当发生正向准备金率冲击时，贷款余额一开始并没有立即下降，而是缓慢下降，到第六个季度时达到最低值，随后又缓慢上升，到第12个季度才开始稳

定在长期水平。

（二）通过转变经济增长方式来抑制贷款过快增长，并关注法定存款准备金率调整影响贷款增长的滞后效应

首先，影响贷款增长的最重要因素是实体经济的增长。当前我国经济增长主要是投资驱动，在经济处于上升期、企业固定资产投资意愿强进而贷款需求旺盛时，很难将贷款增长控制下来。而如果从制度、结构层面入手改变增长方式，将经济增长从主要依靠增加投资、扩大规模，转为主要依靠提高生产率、科技进步上来，企业的固定资产投资冲动降低，从而经济过热的局面得以缓解，贷款增速自然稳定下来。如果忽视转变经济增长方式而一味控制贷款增长，既容易导致总体经济的大起大落，增加经济硬着陆的风险，还会掩盖经济运行中的深层次问题，不利于长期增长。

其次，我国的经验数据显示，准备金率上升的确可以减缓贷款增长速度。因此，作为一种有效的货币政策工具，央行可以通过变动法定准备金率进而影响银行的实际准备金率来调控贷款增长。但需要注意的是，与实体经济变化相比，准备金率上升对贷款增长的抑制作用较小，不能过度依赖准备金率的调整来控制贷款增长。

第三，调整准备金率应考虑其滞后效应。准备金率上升对贷款的抑制效应并没有在当期显现，而是逐步放大，到1.5~2年左右才完全显现。因此，央行在使用准备金率工具时应有充分的前瞻性，应根据未来的总体经济走势和贷款变化情况来看灵活变动准备金率。

（一）标本兼治，关注商业银行的行为模式，提高调控的有效性

分析表明，货币政策确实在一定程度上起到了控制信贷增长的效果。为了进一步增强从紧货币政策的有效性、促进宏观经济的稳定发展，提出以下政策建议：

1. 更多地从实体经济和制度层面入手，注意治本，增强宏观调控的长效性。从需求角度看，经济增长是信贷投放的主要推动因素，银行信贷增速与经济增长基本适应。如果判断银行信贷增长过快，那么深层次、根本性的原因是实体经济对贷款的需求较为旺盛。从这个意义上说，商业银行的信贷增长确实有一定刚性，也有其内在的合理性。因此，在运用货币政策“治标”的同时，更要注重“治本”。要通过深化经济体制改革，进一步提高企业扩大再生产的资金成本、汇率成本、资源成本和环境成本，促进经济结构调整和经济增长方式转变。

2. 避免信贷总量调控过度从紧影响实体经济增长。考虑到贷款增速较快在很大程度上是实体经济增长较快的反映，信贷紧缩应保持适度，过度从紧会对实体经济造成伤害。一方面，在目前我国银行仍以利息收入为主，综合经营尚未全面展开的情况下，信贷过度紧缩直接影响银行的利润率；另一方面，信贷控制过于严格加大了经济硬着陆的风险，加剧经济波动，容易导致整体经济的大起大落。