

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

多种因素共同决定贷款供需

为了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。

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。我们选取季度贷款余额、名义GDP和准备金率的数据,样本范围为1999年4季度到2007年4季度。所有数据均来自CEIC Data数据库。其中,准备金率是用金融机构的准备金存款总额除以人民币存款余额得到。

我们采用Johansen协整检验法对各变量之间的关系进行协整检验,并在协整的基础上建立误差修正模型,以同时分析各变量对贷款余额的短期和长期影响。协整检验可以估计出变量之间的长期稳定关系,而利用脉冲响应函数可以分析各冲击对贷款余额的动态影响。

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著的,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

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。

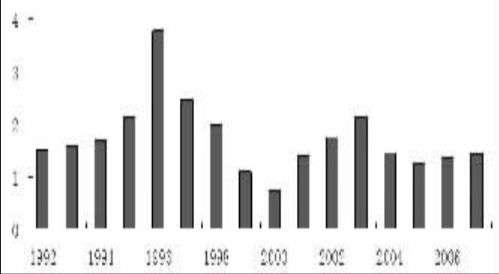
(一)实体经济“量价齐升”,贷款潜在需求较为旺盛

1.贷款投放与实体经济增长存在紧密、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的持续走高将成为进一步推动贷款未来加速增长的重要因素。

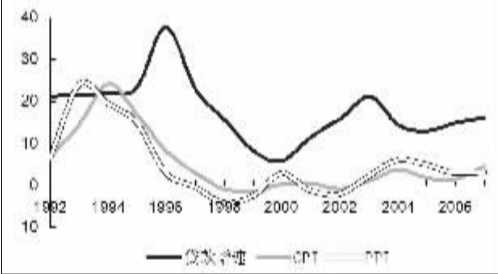
综合上述两个方面的分析,同时结合我国实际情况来看,名义GDP增速与贷款增长之间长期保持较为同步的态

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

附表 大型商业银行上市周期内贷款增速(%)

| | 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回收流动性的增加;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明显的紧缩效果。

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.央行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。

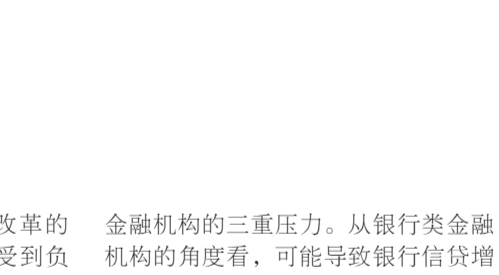
4.窗口指导(总量调控)是目前较为有效的贷款调控工具。由于其他调控工具往往通过某些传导机制来限制贷款增长,其传导效果会受到种种因素的影响而削弱。在贷款需求较为旺盛、收益率较高而且资金较为充裕的情况下,商业银行有追求盈利和扩张份额的强烈冲动,即使流动性暂时出现困难,商业银行也会倾向于调整资产结构,依次压缩无收益、低收益的各项资产,以保障贷款的投放。因此,从控制贷款增长速度的实际效果看,现阶段直接作用于贷款供给方的窗口指导(信贷总量调控)可能更为有效。

(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信贷增长有提速作用。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。

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

货币政策建议和信贷增长预测

(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增长造成伤害。一方面,在我国目前仍以利息收入为主、综合经营尚未全面展开的情况下,信贷过度紧缩直接影响商业银行的利润增长;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。

3.深入理解商业银行的行为模式,拓展商业银行的经营空间,打通政策传导的渠道。在一个较长的时期内,商业银行仍是我国金融体系中份

额最大、影响最大的微观主体。信贷渠道依然是我国货币政策传导的主要渠道。商业银行的行为是否合意,关系到货币政策的信贷传导机制是否通畅,政策效果是否理想。因此,应关注和研究商业银行的行为特征,避免出台的货币政策使得商业银行产生“逆向选择”,反而影响政策实施的效果。例如,如果加息导致利差明显缩小,反而可能导致商业银行出于完成年度利润目标的考虑而加快贷款投放。对此,应予以高度重视。我们的建议是,在实施从紧货币政策的过程中,应保持利差的相对稳定。特别是在信贷总量被严格控制的情况下,为保证银行利润的稳定增长,更应当保持利差的相对稳定。

由于从贷款供给的角度看,资本较为充足是商业银行贷款投放的压力和动力增强的重要原因,因此应当“疏”“堵”结合,在加强宏观调控的同时,给商业银行创造更多的资本运用渠道,进一步拓宽商业银行的盈利空间,避免因盈利渠道单一而使其经营行为背离宏观调控的要求。

4.关注资本市场发展对货币政策工具、传导和效果的影响。随着资本市场的发展,银行融资占全社会非金融部门融资的比重将逐步降低,贷款增长率和实际GDP增长率之间的乘数关系将进一步降低,货币政策的信贷传导渠道有所减弱。再有,资本市场的发展促进银行资本补充渠道发生变化,考虑到充足的资本是导致信贷投放加速的重要推动力,应当加强对商业银行外源性资本补充规模和节奏的调控力度。

5.合理把握利率市场化改革的步伐,避免使政策调控的效果受到负面影响。从中长期看,无论是为了更好地发挥利率杠杆的作用,还是为了促进商业银行进一步提升竞争能力,利率市场化改革都是势在必行。然而,考虑到目前我国金融业综合经营刚刚起步、银行盈利渠道依然较为单一、仍以利息收入为主,同时我国商业银行,特别是国有大型银行的内部机制和经营效率与外资银行尚不可同日而语,因此应注意把握利率市场化改革的步伐,避免由于市场化进程过快,导致商业银行竞争加剧、利差收窄,反而进一步刺激信贷投放,并致使商业银行经营效率下降,出现“欲速则不达”的情况。

(二)2008年贷款增长超过调控目标的可能依然存在

1.名义GDP增长较快,贷款潜在需求超过信贷总量调控目标。2008年,虽然我国GDP实际增速可能略有下降,但考虑到总体通胀水平(GDP平减指数、CPI、PPI)在高位运行,名义GDP增速依然较高,对(名义)贷款需求的抑制作用较小。我们预计,2008年实际GDP增速为10.5%左右,总体通胀水平(GDP平减指数)在4%左右,因此名义GDP大约增长14.5%。按照方程(1)的估计结果,这要求贷款增长16~17%。

而如果按照今年信贷增量与去年要基本持平来计算,2008年商业银行贷款增速有望放缓到14%左右。这就意味着,实体经济对信贷增长的潜在需求可能超过了信贷总量调控的要求。

2.信贷总量调控面临来自银行类

金融机构的三重压力。从银行类金融机构的角度看,可能导致银行信贷增长超越调控目标的因素有以下三个:

一是对中小银行(信用社)和外资银行的总量调控效果可能受到限制。比较而言,大型商业银行执行从紧货币政策、特别是总量调控政策的效果较好。而中小银行由于更加依赖于利差收入、扩大市场份额的压力较大,因此有较强的信贷扩张冲动。外资银行经营管理的市场化程度较高,对其进行信贷总量调控能否达到预期效果有待观察。

二是商业银行分支机构执行从紧货币政策的力度有待检验。如果各金融机构总部对分支的政策力度不够大,不排除对分支机构贷款突破调控目标的可能。今年1月份新增贷款强劲反弹的主要原因之一,就是各银行分行为抢进度,纷纷争先在年初进行信贷投放。

三是按季节的信贷总量调控可能通过各种手段被“变相”突破。例如,贷款增长过快的商业银行可以在季末向信托机构转让资产、季初再购回;多发展流动性强的票据,平时突破调控总量、季末卖出票据,等等。

3.受多重因素影响,个贷增速可能显著下降。由于房地产调控加强、房价中期走势不明朗、房贷利率提高,加之股票市场震荡加剧,2008年商业银行个人贷款业务的增速可能显著下降到20%以下(2005~2007年金融机构居民户贷款增速分别为12%、21%和32%)。

(本文仅代表作者个人观点,不代表所在机构的观点)