

Special report

解谜 1月信贷猛增:它是谁的盛宴?



1月,1.62万亿的信贷增量带给市场信心的同时,也带来了诸多的疑问:巨量资金流向了哪里?连续三个月的信贷猛增势头是否可持续?高企的票据融资背后,又意味着什么……

在刚刚过去的2月,本报记者分赴珠三角、长三角、环渤海三大区域,求解1.62万亿巨量新增贷款背后的诸多疑问。调研结果显示,政府项目投资,毫不意外地被证实为此轮信贷猛增背后的一个主要推动力。并且,无论是珠三角、长三角还是环渤海,巨量票据融资都颇显异常。尤其在广东,票据融资占信贷投放比重更高达81%。

对此,外界的分析是,企业存在套利的可能,而部分银行为做大规模,也可能做大票据融资。本期圆桌专家的看法则是,套利是市场行为。对于银行而言,当贴现的收益大于融资成本,这项业务即存在操作的空间;而对企业而言,较低的贴现率,即意味着融资成本低,也意味着另一重套利空间。但没人能说得清楚,有多少企业在利用票据融资套利。同样,也没人能说得清楚有多少信贷资金流入了股市。

中小企业的信贷情况是此次信贷猛增之时,我们所关注的另一个领域。但我们了解的情况则是,巨量信贷增量背后,银行并没有给予中小企业更多的倾斜。在经济下行期,银行对中小企业的风险考量更为慎重。不过,比较乐观的看法则是,有了政府项目这块优质贷款作为基础,银行也有能力去承担风险更大的中小企业贷款,与此同时,政府项目也会拉动对中小企业的生产需求。

对于今后几个月,信贷猛增势头是否可持续的问题。专家们比较一致的意见是,1月份的势头铁定是难以持续的,特别是,票据融资恐难持续高位。与此同时,银行对于今后的信贷投放,还要取决于政府项目相继落后,民营企业的投资是否得到有效拉动。而今后的货币操作空间,则在一定程度上取决于信贷投放的增长势头。

◎本报记者 周鹏峰 邹魏

2 慎对票据融资

上海证券报:在信贷投放数字连续飙升的背后,票据融资连续3个月占比高企。来自商业银行方面的信息显示,票据融资放量部分存在银行空转规模与企业套利的因素,同时,有专家称有部分信贷资金进入股市,如何看待这种判断?

彭兴韵:票据融资增长较多的原因主要有三个方面。一是央行下调法定存款准备金比率,和存贷款基准利率后,货币市场利率大幅下跌,票据贴现的利率自不例外。该利率已远远低于贷款基准利率,所以通过票据融资,融资成本相对较低。另一个原因是在于票据融资相对于较为灵活、期限较短,中国的票据融资又是以真实贸易为基础的,可以较早地发现问题,更好地发现和风险控制。最后是商业银行通过大量的票据融资,抢占信贷规模,为以后中央银行再次紧缩时,争取有利的信贷额度创造有利的条件。

有一部分信贷资金进入了股市,这可能是存在的,有几个数据的对比可见一斑。例如,1月份的贷款增长率超过了21%,M2的增长率在18%以上,但M1的增长率却只有6%点多。在信贷高增长的背景下,为什么两个层次的货币供应增长率差别这么大?根据中国货币统计及货币层次的划分,可以初步判断有相当一部分信贷资金流入了股市,才造成了这一结果。由此似乎说明,自中国宏观调控大转向以来,三个月左右的股票市场的表现,是与中国经济高速增长相关的,股票市场的上涨是暴跌之后资金推动的反弹,很难说是中国宏观经济出现了根本性的好转。

孙明春:在银行来说,做票据贴现也赚钱,不像有人说的是亏的,虽然也存在一部分套利的情况。但从银行贷款角度来讲,只要票据贴现的收益大于融资成本就可以做。目前银行总的融资成本从拆借市场来看很低,所以做票据贴现业务没有问题;与此同时,企业拿贴现的钱,

3 政府项目带动中小企业融资

上海证券报:尽管1月新增贷款1.62万亿,中央及各级地方政府也一直鼓励金融系统加大支持中小企业融资力度,但银行对中小企业的支持仍很谨慎,您怎么看这1.62万亿的新增贷款对中小企业融资的促进作用?

孙明春:我觉得中小企业不可回避的问题就是风险大。最近一年多来,关闭的都是中小企业,所以银行出于风险控制回避很正常。在过去银行贷款总量有限的情况下,银行当然愿意选择风险较低的项目;现在银行没有控制,银行资金比较多,但目前经济形势不好,中小企业的风险也更高,所以可能银行更谨慎。

不过,目前政府也做了很多促进工作,比如成立小额贷款公司、贷款担保公司等,另外,如果有这么多的大型基建项目和国企项目,贷款规模大、质量也好,就会起到一个稳定剂的作用,就像基金经理一样,投资了几个蓝筹股以后,才敢去投资风险比较大的股票。如果有70块钱收益稳定的项目可投,银行就敢另外拿出30块钱投资风险更大的项目。所以,在银行信贷规模没有明显约束的情况下,政府这些大型项目出来也会带动中小企业的贷款;再有从带动需求的角度来看,这些大项目也会降低中小企业的风险,因为中小企业可能因这些大项目而得到一些订单,这些都可能释放掉中小企业的一些问题,起到拉动作用,而不是像大家说的挤出效用。

郭世坤:对中小企业的支持取决于金融和财政政策的配合,商业银行在符合市场行为与要求的情况也会积极地去,银监会提出要减免对中小企业的不良贷款,我认为也应该通过

嘉宾

野村证券中国首席经济学家 孙明春
中国建设银行研究部总经理 郭世坤
中国社会科学院金融研究所货币理论和货币政策研究室主任 彭兴韵

孙明春 郭世坤 彭兴韵

再存到同一家银行,更多是存到另外一家银行,也就是所谓的套利,也很正常,但这只是一小部分,并不能完全反映整个银行的融资成本。所以说,银行、企业都对了,这是一个非常市场化的行为。

当然,这也不可避免地会导致,银行的部分利润转移到企业。由于银行的流动性很大,这在目前来看是好事,因为全球都缺信贷资金,而我们则有足够的信贷资金支持经济发展。

但问题是,目前我们的存贷款利率还不是完全市场化。银行吸收存款和贷款是完全两个不同的业务,从存款来讲,有人愿意存款,银行自然愿意收,这个行为没错,做票据贴现也是对的,因为只要比资金融资成本低,银行就可以做。拆开来说都是对的,但放在一起就有些问题,症结就是利率还没有完全市场化。至于信贷资金进入股市很难说清楚,没有证据,只是猜测。

郭世坤:票据融资是否存在套利,需要有些统计数据和财务表现来说明。由于企业议价能力非常强,同时某些银行可能从长远的客户关系维护和综合收益角度考虑,让利率往下浮一些,以至于单笔交易可能不盈利甚至有点亏损,

信贷猛增难持续

上海证券报:去年11月份,中央推出积极的财政政策和适度宽松的货币政策,以及4万亿元经济刺激计划。此后的3个月金融机构新增贷款持续猛增,今年1月分更创出1.62万亿元天量。您如何看待信贷猛增的势头,是否可持续?

孙明春:一月份新增投放1.62万亿元很正常。一是因为商业银行要早投放早收益;二是由于在去年11月份之前,对商业银行都有相当严格的贷款额度管理,很多企业的资金需求没有得到满足。当年11月份,解除额度管理后,大量的资金需求就开始被银行一点点满足。所以说,去年12月份和今年1月份的贷款猛增,部分是对过去贷款需求积累的释放;第三,银行在目前资金流动性较宽松的情况下,也希望尽快扩大贷款规模,但在短时间内找那么多投资项目不容易,所以有可能做一些票据贴现做大规模。但1.62万亿元的势头自然是不可持续的,要不然2009年中国经济增长就不止8%了。

彭兴韵:我认为,分析是否可以持续的问题,至少有几个方面的因素需要值得注意。其一,最近的信贷高速增长,尤其是2009年1月的信贷增长可能超出了一些商业银行的预期,那些

信贷增长率远远落后于平均增长率的银行可能会加入到信贷扩张的竞赛中。如果是这样,信贷增长可能还会有所持续。但问题是,是否所有的银行都会陷入信贷扩张的狂热中?我想这还值得进一步观察。

其二,信贷是否还会继续大规模地扩张,既可能取决于政府是否继续出台更大规模的投资刺激计划,或者是否有消费信贷刺激措施的出台,也可能还要取决于市场化的机制应对这次危机冲击的灵活性,实体经济是否进入了最困难的时期。如果实体经济现在是最困难或者正在接近最困难的时期,那么,信贷需求就有了持续上升的基础。

第三个方面的因素,是自2008年9月以来的全球主要央行的大幅降息,是否真的改变了货币利率与实体经济真实利率之间的关系。现在,全球的货币利率都处于非常低的时期,但许多国家还是出现了信贷紧缩,根源就在于真实利率也非常低。一旦真实利率上升,而货币利率未相应地向上调整,也会导致信贷需求的大量增加。如果没有这些有利条件的支持,这么快速的信贷增长的持续性可能就是值得怀疑的。

货币政策调整空间有限

上海证券报:2008年10-12月期间,央行5次降息,4次下调存款准备金率,释放了大量流动性。经过了2009年1-2月的沉寂期后,市场对再次降息呼声渐强。以目前的宏观经济形势来判断,货币政策还存在多大的操作空间?

郭世坤:我认为货币政策进一步调整的空间还存在,货币政策还是有一些弹性。比如存款准备金率还有空间,当然还是要看整个经济形势,利率也不一定没有空间。现在形势很复杂,既要有分析判断,也要有对整个经济形势的洞察力,同时还有技巧的考虑,都是央行要掌握的。

孙明春:我认为利率下降空间已经不大。如果出现了明显的通货紧缩,央行也可能象征性的降息,但我们认为不应该再降息了,降息的目的是为了刺激贷款需求,而目前贷款增速来看,已经够快了;存款准备金率是否调整要看下半年的经济形势,现在经济刺激政策里的很多项目还没开工,资金需求还没完全上来,如果下半年越来越多的项目开工,贷款需求可能还会维持较高的位置。

尽管1月份新增信贷投放1.62万亿,但过去一年积累的流动性还是相当多的,不过,放到一定程度,则可能会出现流动性偏紧的情况,那时可能就需要下调存款准备金率。但目前还是流动性过剩,所以央行还需要技术性地把资金往回收一收,否则,市场拆借利率还是比较低,还是还会有人做票据贴现套利。

但我估计央行回收流动性后,过段时间还会吐出来,如果2月有新增贷款有8000亿,3月再有5.6千亿,估计4.5月份流动性就比较正常了,资金需求也都上来了。

彭兴韵:我认为,接下来的货币政策要取决于几个方面的因素。从国内来看,信贷形势仍然是影响货币走向的关键因素,因此,货币政策的走向要取决于政府对目前信贷增长的态度和对未来一段时间信贷增长趋势的判断。其次,要取决于国内的宏观经济形势,如经济增长、物价、投资和就业等方面的变化。与此相关的第三个方面,则在于发达经济体的经济衰退的程度和持续时间,美国、欧洲和日本等经济体所采取的种种政策措施会在多大程度上、多长的时间内发挥积极的效果。

从后两个因素来看,短期内是难有根本好转的,因此,货币政策的变化就主要取决于信贷增长的趋势和政府对信贷高速增长的态度。如果说,目前的信贷高速增长主要是由政府行为推动和主导的,那么,为了避免在政府公共投资项目所需要的信贷资金得到满足后,而私人部门的贷款需要又没有跟上,从而导致信贷增长的大幅下跌,有可能还会有一定程度的降息空间。

融资渠道	2008年	2007年	2006年	2005年
国内非金融企业部门	29984	19817	100.0	100.0
银行贷款	19824	19824	100.0	100.0
债券	2657	6581	6.6	6.6
股票	1107	1190	1.2	1.2
其他	1146	2782	2.8	2.8

机构	2008年	2007年	2006年	2005年
政策性银行	5407	3657	4593	3825
国有商业银行	13422	14677	13160	1058
股份制商业银行	11479	7763	7710	389
城市信用社	2847	874	2870	306
农村信用社	2098	823	3083	869
外资金融机构	618	-1074	1704	736

注:①本表为人民币贷款,不包括外币和上市融资;②2007年国债数据扣除了1.55万亿元特别国债;③农村信用社包括农村合作银行;④其他包括信托、融资租赁和村镇银行。
数据来源:中国人民银行。

注:①农村金融机构包括农村合作银行;②其他包括信托、融资租赁和村镇银行。
数据来源:中国人民银行。

尤雷雷制图