

当前银行信贷增长仍在正常区间

□彭兴韵

信贷增长并没有偏离正常值

2006年信贷增长率的回升似乎是人们始料未及的。今年前4个月的信贷增长率分别为13.8%、14.1%、14.7%和15.5%，银行信贷增长率出现了加速上升之势。今年前4个月新增人民币贷款达到了近1.6万亿元的水平，占央行年初制定的2.5万亿元贷款目标额的60%。银行信贷增长率的这一变化，再次增加了人们对信贷与经济过热的担心，所谓“流动性泛滥”之说的主要依据之一便是基于此，央行在4月28日的加息，也无非是银行信贷扩张倒逼的结果。

然而，根据我们的分析，目前的信贷增长率依然是合理的，它并没有偏离经济稳定增长的正常区间。我们将年初的目标值折合为增长率来看，2.5万亿元的信贷增加额实际上只增长了12.5%，这与央行制定的另外两个指标——M2的16%增长率和M1的14%增长率是不匹配的。况且，央行在2004年和2005年初在制定当年的信贷增长目标时，也大致是2.5万亿元的水平。在中国经济连续保持10%以上的高增长后，正常的实体经济增长对信贷总额的需求也增加了，但央行年初制定的信贷指标却并没有顺应这一要求。

根据历史经验分析，我国的信贷增长率维持在14%左右时，经济增长和物价水平会保持相对稳定。综合以上因素的分析，我们认为，2006年全年的信贷增加额在2.8万亿至3万亿元是较为合理的。我们预计，全年实际的信贷增加额也大致在这个区间。

在我国以银行为主导、直接金融市场相对不发达的金融结构中，银行信贷不仅是企业的主要融资渠道，而且也是人们观测宏观经济走向的基本指标之一，它也是中央银行进行宏观调控和货币政策决策的重要依据。因此，至少到现在为止，对银行信贷增长率分析的重要性丝毫不亚于货币供应量增长率。

国有银行信贷扩张折射银行改革的困境

虽然目前信贷增长并没有超出经济增长所需的趋势值，但信贷主体结构的变化却是值得高度关注的。在第一季度的贷款增加额中，从贷款主体来看，国有银行贷款增加额为6924.64亿元，其它商业银行的贷款增加额为2865亿元。我们不难发现，本轮信贷扩张主要是由国有银行的贷款冲动引起的。

在国家控股的银行贷款中，一种新的贷款形式引起了人们的注意，那就是打捆贷款。打捆贷款是指，以国有独资或控股的城市建设投资公司作为承贷主体，以财政出具的还款承诺作为偿债保证，将一城市或区域的若干基



人物志

彭兴韵，金融学博士，本报特约撰稿人，现供职于中国社会科学院金融研究所，副研究员，货币理论与货币政策研究室主任，主要从事宏观经济与货币政策、金融改革与金融发展方面的研究。

础设施建设项目组合起来作为一个整体项目向银行贷款的一种融资方式。打捆贷款实质上是地方政府为当地企业争取国有银行贷款提供担保。国有银行打捆贷款和信贷扩张的再次冲动，应当引起我们的深思。

中国银行利润来源的单一化，促使了它们更多地放款。目前，中国银行业的利润来自于中间业务的只有10%左右，近90%的利润来自于存、贷款之间的利差收益以及债券投资收益。由于债券市场利率上升的影响，商业银行持有债券面临着更高的市场风险，这决定了要想增加利润唯有扩张贷款的一条途径。我国商业银行利润来源的这一特殊构成，使得央行在调整利率的时候不断地扩大了存贷之间的利差，例如，最近的一次利率调整央行只提高贷款利率而没有相应地提高存款利率，使得存贷之间的利差扩大到3.6%的水平。

同时，银行贷款的急速扩张也说明，目前国有银行的股份制改革还远没有达到我们所期望的目标。首先，地方政府仍然将国有银行当作一种公共金融资源在加以利用。各地方政府之所以积极地以各种方式介入到打捆贷款当中，为当地的企业和项目贷款提供或明或暗的担保，无非是试图在为本地区的经济发展争取到更多有限的金融资源。至于地方政府对得到国有银行打捆贷款是否能够真的履行担保的责任，则不是它们近期考虑的问题。

另一方面，对发放贷款的商业银行而言，政府信用担保的贷款一旦违

约风险，那也是政府信用出了问题，可以最大限度地推脱其信贷责任。这一切都说明，虽然国有银行已经改制了，但在其金融活动中，并没有取得严格独立的产权主体地位。也说明了，已进行股份制改造并上市的商业银行仍然存在严重的软预算约束问题。与其它股份制商业银行不同，由于它们的规模庞大，存在着“太大而不能破产”的铁律，国家依然处于绝对控股的地位，所以一旦它们出了问题，政府是不会不管的。这增加了它们进行赌博性放款的激励。由是观之，把国有银行建设成为一个自负盈亏的、具有良好公司治理结构的现代化商业银行，其实并不是近期内所能达到的目标。

如何控制银行信贷增长

今年4月28日，央行加息0.27个百分点后，市场对加息是否可以抑制投资和房价的上涨提出了普遍的质疑。事实上，由于惯性的作用，信贷与货币供应、投资增长率立即降下来的可能性是极小的。因此，央行要对现在货币与信贷增长表明鲜明的态度，以便对商业银行的信贷扩张起一定的“道义劝说”的功效。在通过加息向市场传达央行的政策态度之后，近日央行又在日常性的公开市场操作之外，采取定向发行央行票据的方式再次向银行体系表明央行对目前信贷扩张的立场。

央行定向发行票据，旨在向那些信贷扩张冲动最强烈的银行发出温和的警告。如前所述，本轮信贷扩张主要是由国有银行的贷款冲动引起的。因此，直接收缩那些信贷扩张过快的银行的流动性，又不至于殃及那些信贷增长相对缓慢的商业银行似乎是恰当的。在此格局下，央行再次表现出了“有保有压”的货币政策操作风格，这也是对2004年初定向发行央行票据和实行差别性法定存款准备金制度思路的延续。差别法定存款准备金制度就是央行对那些信贷扩张过快的商业银行征收更高比例的法定准备金，从而抑制其信贷扩张和达到央行所谓正向激励的目的。

虽然定向发行央行票据也体现了央行货币政策操作的“差别化”的原则，但它毕竟不同于差别法定存款准备金制度。因为，法定准备是对商业银行过多流动性的直接冻结，而作为一种惩罚性工具，央行票据是商业银行的二级准备，一旦有扩张信贷的意愿，商定银行便可以在银行间市场变现央行票据，转换成库存现金等一级准备，并进而实现信贷资产扩张的目的。在这种背景下，尽管从央行资产负债表来看，基础货币并没有增加，但因持有入结构的变化，金融体系的信贷扩张可能仍然延续。

鉴于目前信贷扩张主体的结构性差异和定向发行央行票据的这种局限性，我认为，央行仍然需要回到两年

前的差别准备金制度的精神上来，即通过法定存款准备金比率提高对那些置中央宏观调控总体部署不顾的银行实行惩罚。具体地说，鉴于目前信贷扩张冲动最强烈的是国有银行，同时信贷的增长率并没有偏离正常的趋势水平，央行应该提高国有银行的法定存款准备金比率，使国有银行的准备金比率与其它商业银行的准备金比率恢复到相同的8%的水平。

要让法定准备金制度发挥更大的作用，在提高国有银行的准备金比率的同时，还应当大幅度地降低商业银行在中央银行的准备金存款的利率。在西方国家原来的准备金存款中，中央银行是不向商业银行的准备金存款支付利息的，这样，提高法定存款准备金比率就直接减少了商业银行的机会收益，实际上增加了商业银行的经营成本，因而法定存款准备金又具有“准备金税”之说。然而，中国一直对商业银行的准备金存款支付较高的利率。目前，中国对商业银行的法定存款准备金支付1.89%的利率，而对商业银行支付的利率为0.99%。这样，向商业银行征收法定存款准备金支付利息，就等于给商业银行提供了倒吃央行利差的机会。提高法定存款准备金比率，实际上对商业银行提供了利率补贴的机会，恰恰是商业银行所愿意看到的结果。

因此，为了避免适得其反的效果，在提高国有银行的法定准备金比率的同时，目前还应当大幅降低法定存款准备金与超额准备金的利率，并最终对准备金的利率实行零利率政策。在这种情况下，提高法定存款准备金比率才能够提高其资金运营成本，抑制商业银行的信贷扩张意愿。这不仅有利于理顺中央银行的货币政策传导机制，也有利于中国下一步的利率市场化改革。

从长远来看，进一步推进银行的机制改革，以控制银行的信贷冲动，更好地发挥国有银行的金融中介功能。从目前反映的情况来看，这仍将是一项长期而艰巨的任务。虽然在组织结构上，我国原来的国有银行变成了股份公司，但目前我国银行经营机制并没有随组织结构的变化发生根本性的变化，这直接导致了股份化改革程序完成后的国有银行的信贷扩张。这里，有两点需要强调。

首先，银行业自身应当顺应中国金融改革开放与金融结构变化的要求，寻求更加多元化的收入与利润来源，逐步摆脱利润对利差的过度依赖。应当说，商业银行在非利润收入来源方面的空间越来越大，金融改革为此提供的空间也越来越广。例如，商业银行系基金管理公司的发展、企业短期融资券市场的发展、银行承兑等等，不一而足。这是政府主动的金融改革为商业银行带来新的利润机会。

另外，商业银行自身也应当寻求更多规避管制的办法，主动创造新的利润机会。过去，西方国家的商业银行在规避政府管制方面的金融创新，就为它们赢得了新的发展机会和动力。当然，从银行内部经营上来讲，为了控制银行的信贷冲动，应当从信贷业务人员到银行的高级管理人员，建立更强的信贷风险责任约束机制。在目前的信贷审核委员会制下的集体决策机制，事实上已经成了银行推诿信贷风险责任的托辞。一旦发生不良贷款，其实很难去追究具体人员的责任。然而，遗憾的是，虽然多家银行表示要建立股权激励计划，但在银行的信贷责任承担机制上仍然没有大的发展。

其次，类似于打捆贷款，或者说将地方政府信用介入到了银行信用中，地区间竞争的结果也使得企业的成本约束被严重地弱化，从而放大了银行对企业风险评估的盈利预测，铁本事件就是一个很好的案例。那么，地区间竞争为什么会转化为地方政府对金融资源的占有，从而使投资扩张得以轻松地得到融资上的支持？原因在于，我国在财政分权化改革的过程中，对金融资源的配置却走上了一条非完全市场化的道路。随着中央财政收入在GDP中所占比重的逐渐下降，为了使中央政府的发展战略更容易得到实施，中央政府便加强了对金融资源的控制，从而便于向特定的行业和企业提供相应的金融补贴。与之相适应，中央政府便承担了防范和化解金融风险的全部最终职责，而地方政府在防范和化解金融风险中所承担的职责则非常小。

例如，地方农村信用社、地方城市商业银行和信托投资公司等出现了严重的问题后，一般都是由中央银行提供再贷款予以补救。中国对金融监管权力与稳定职责向中央的集中，又在历次的宏观经济波动、银行新一轮的不良贷款高潮形成之后，或者在国外金融危机的警示下，得到进一步强化。对金融监管的权力与维护金融稳定的职责取得越紧，地方政府在对金融资源的争夺上存在的软约束问题就越严重，由此进一步造成了中国银行业的一种突出现象：对金融资源的过度占有。于是，地方政府利用地缘上的行政管理权，加强了在地方银行业的实际控制权；或者为了在同一块蛋糕中争夺更大的份额。正是这一控制权的获得，才使得地方政府的投资扩张冲动在金融支持上得以成为现实。

我们敢于断言，如果现行的金融监管权限与金融稳定的责任分配结构得到进一步强化，地方政府对当地银行的介入将会更深，建立治理结构良好的现代银行制度也将会是一句空谈。因此，更好地建设银行经营机制，可能需要迫使地方政府承担更多的金融稳定的职责。

银行信贷扩张有多重宏观效应

银行信贷与资产价格

信贷增长率的回升，对经济增长、物价以及金融市场带来了相当大的影响。其中，资产价格的变化引起了人们越来越多的关注，最引人注目的焦点莫过于房地产价格和近期股票价格的大幅上涨了。有观点认为，外汇占款的急剧增加和低利率下的银行信贷扩张导致了流动性泛滥，这是造成资产价格大幅上涨的主要原因。因而，为了控制房价等资产价格的上涨，首要的政策选择应当是央行大幅度地提高贷款利率。

先看房价与信贷。国家统计局的数据显示，2006年，全国70个大中城市房价4月同比上涨5.6%，在北京、广州、深圳、上海等城市的房价上涨远高于全国的平均水平。因而，有人认为，房价上涨的背后一定有住房抵押贷款的大幅增长。

然而，根据央行的统计数据，2005年第二季度至今年第一季度，金融机构的住宅抵押贷款并没有大幅增长，这一数据也不支持中国利率太低的廉价信贷导致了房地产价格大幅度上升。在此情况下，通过大幅度提高利率来抑制房价很可能是事与愿违的。

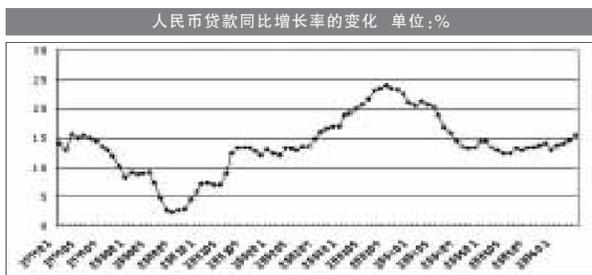
其次，近期股票市场价格的大幅

上涨是由银行信贷增加引起的吗？我们认为，尽管央行曾试图在银行信贷与股票市场之间建立一条正规的金融融通渠道，即股票质押贷款，以及建立资本市场与货币市场之间的资金流通机制，为银行的剩余资金进入股票市场提供了便利。但是，银行信贷的增长与股票市场价格指数的上升之间并不存在着直接的联系。

当然，这并不是说银行信贷与资产价格之间没有一点关系。只不过是说，银行信贷与资产价格之间的关系可能是间接的而不是直接的。如果房地产价格充分地反映了地租的资本化，股票市场价格主要取决于企业的现金流和盈利能力，那么，在一个以银行为主导、直接融资市场相对落后的金融结构当中，信贷的扩张正支持了经济的稳定增长，因而给资产价格上涨带来市场基础。

银行信贷、货币市场利率与货币政策

虽然银行信贷的增长与目前资产价格的变化并无直接联系，但银行信贷增长却对货币市场利率带来了相当大的影响。如果将1999年以来我国货币市场利率与银行信贷增长率变化的



时间序列作一个相关性分析，我们不难发现，每一次银行信贷增长率的回升，都伴随着货币市场利率的上升和债券价格的下跌。反之则反是。

由于银行信贷是中央银行货币政策直接的对象之一，银行信贷增长率的变化反过来倒逼中央银行实施货币政策。今年3月，央行副行长吴晓灵曾指出，由于外汇资金的增加，各家银行获得了大量的人民币头寸，银行系统具备了极大的资产扩张能力，在社会融资渠道不畅，商业银行业务扩张资本充足率约束较强的情况下，央行票据的发行是商业银行较好的投资选择。但现在情况发生了变化，如商业银

行投资选择的余地增加和贷款意愿增强时，央行票据的发行将处于比较被动的局面，在保持货币政策稳定和中性化的同时，人民银行将综合运用各项货币政策工具及其组合，将商业银行的头寸调控到适度的水平。

银行信贷与物价

在中国，信贷与物价水平之间的关系，可能要比广义货币M2与物价水平之间的关系更为密切。从货币供应的角度来看，直接影响物价水平的是进入流通中的货币，而沉淀的货币对物价水平是没有影响的。构成我国广义货币M2的准货币流动性较低，主要

是沉淀的货币，因而与物价水平之间的关系就减弱了。相反，对借款者而言，银行信贷作为一项有成本的负债，从银行借入资金之后就会很快形成现实的购买力，银行信贷与狭义货币M1之间的走势也大体一致。因此，从金融层面来观察物价指数，银行信贷增长率与M1的增长率都是比较好的指标。

2004年初，央行在提高法定存款准备金率之后，银行信贷和狭义货币M1的增长率都持续地下降，这种状况一直持续到了2005年第二季度初。在此期间，各类价格指数在经历了对信贷与M1增长率变动的滞后反应之后持续下降。但是，到2005年第二季度后，信贷与M1的增长率没有进一步下降，受此影响，消费者价格指数在进入2005年9月份后也没有进一步地下降，而是保持了相对平稳的走势。今年以来，银行信贷再次出现了回升的势头。从增长率来看，前四个月，银行信贷增长率保持在14-15%之间，狭义货币M1的增长率也在12%以上，如果这一状况得以维持，在未来一段时间里，物价指数仍然会保持相对平稳，出现大幅上升的通货膨胀可能极小，这样也不大可能在短期内出现人们担心的严重的通货紧缩。

看点

●目前的信贷增长率依然是合理的，它并没有偏离经济稳定增长的正常区间。我们将年初的目标值折合为增长率来看，2.5万亿元的信贷增加额实际上只增长了12.5%，这与央行制定的另外两个指标——M2的16%增长率和M1的14%增长率是不匹配的。况且，央行在2004年和2005年初在制定当年的信贷增长目标时，也大致是2.5万亿元的水平。在中国经济连续保持10%以上的高增长后，正常的实体经济增长对信贷总额的需求也增加了，但央行年初制定的信贷指标却并没有顺应这一要求。我们认为，2006年全年的信贷增加额在2.8万亿至3万亿元是较为合理的。我们预计，全年实际的信贷增加额也大致在这个区间。

●虽然目前信贷增长并没有超出经济增长所需的趋势值，但信贷主体结构的变化却是值得高度关注的。在第一季度的贷款增加额中，从贷款主体来看，国有银行贷款增加额为6924.64亿元，其它商业银行的贷款增加额为2865亿元。我们不难发现，本轮信贷扩张主要是由国有银行的贷款冲动引起的。

●在提高国有银行的法定准备金比率的同时，目前还应当大幅降低法定存款准备金与超额准备金的利率，并最终对准备金存款实行零利率政策。在这种情况下，提高法定存款准备金比率才能够提高其资金运营成本，抑制商业银行的信贷扩张意愿。这不仅有利于理顺中央银行的货币政策传导机制，也有利于中国下一步的利率市场化改革。

●1999年以来，我国的信贷增长率明显地经历了三个阶段的变化。第一阶段是1999年初至2000年的第三季度末，信贷增长率呈快速下降之势，2005年9月，信贷增长率曾下降到不足3%。2000年底开始，信贷增长率开始复苏，到2003年银行信贷高涨，是年10月，银行信贷增长率超过了23%。在这一背景下，央行2003年9月、2004年3月和4月先后三次动用法定存款准备金比率这一猛烈的货币政策工具。在中央政府一系列的紧缩措施之下，信贷增长率开始大幅度地下降，这种状况一直持续到2005年5月。在此期间，伴随着信贷增长率下降的还有货币供应增长率的下降，物价水平也持续地回落。之后，央行的公开市场操作减缓了回笼基础货币的力度，基础货币增长率开始上升；再加之国有银行的股份化改革程序逐渐完成，信贷增长率企稳并再次呈现回升的势头。

编余

对前几个月出现的信贷扩张，以及投资市场的勃然发热，经济界及投资市场十分关注，并有各种各样的解说。但据本报特约撰稿人彭兴韵博士的研究，前几个月的信贷增长率并没有偏离经济增长的正常区间，目前的信贷增长率还是合理的。那么，问题出在哪里呢？或者说比表面的信贷扩张更值得警惕的是什么呢？彭博士认为，国有商业银行的信贷扩张冲动与银行的改革还没有到位有关。目前，国有商业银行盈利模式简单、盈利渠道单一，折射出银行改革面临的多种困境。而信贷增长在内，对经济增长、对包括金融市场在内的多个市场都将有不同程度的影响，有必要加以密切关注。

——亚夫