

2006年宏观经济年中分析

国家信息中心经济预测部研究报告之二

六大因素导致上半年信贷增长过快

□国家信息中心经济预测部

总体策划
范剑平 国家信息中心经济预测部主任
杨 溟 上海证券报副总编辑
本文执笔
李若愚

信贷猛增是今年上半年金融运行的一个突出特点。数据显示,上半年各项人民币贷款累计新增2.18万亿元,同比多增7233亿元,已完成年初预定目标的87.2%。其中,一季度和4月份当月新增贷款规模均创下历史最高水平。从信贷结构来看,在今年上半年新增的人民币贷款投放中,满足企业生产和投资需要的票据融资、短期贷款,基本建设贷款增长较快和多增较多,而满足居民消费需要的消费贷款(尤其是个人住房消费贷款)增长较慢,呈现出“三快一慢”的特点。6月末,票据融资余额同比增长40%,比去年同期高9.3个百分点;短期贷款余额同比增长9.5%,比去年同期高8.7个百分点。上半年,居民户中长期贷款(主要是个人消费贷款)增加1636亿元,同比多增366亿元,而非金融性公司及其他部门中长期贷款(主要是基建贷款)增加8510亿元,同比多增3458亿元。

今年上半年出现的信贷猛增让人有似曾相识的感觉。2003年上半年也曾出现过信贷的过快增长。2003年上半年,新增贷款12615亿元,同比多增6643亿元,超过了上年全年增长水平,贷款增速一再创新高。通过与2003年的情况进行比较发现,在借鉴2003年金融调控经验的基础上,我们同样采取了控制贷款猛增的有效措施,这是导致信贷猛增之所以会不断“重演”的根源所在。

两次信贷猛增均推动固定资产投资反弹

2003年上半年,信贷猛增推动当年上半年固定资产投资增速创下35%,这一增速为2000年以来最高水平。今年以来,信贷闸门的放松也为固定资产投资反弹提供了资金条件。与贷款猛增相对应,6月末,城镇固定资产投资增速达到31.3%,比去年末高4.1个百分点,比去年同期高4.2个百分点。

经济一直处于新一轮增长周期的上升阶段,贷款需求始终旺盛

2002年以来,我国GDP增速呈逐季加快的走势,经济开始进入新一轮增长周期。即使受到“非典”这一意外事件的冲击,2003年上半年GDP同比增速仍达到9.2%水平。尽管受随后的宏观调控影响,经济增长出现波动,但

2004年和2005年的GDP季度增速仍保持在9.5%至10%的高增长区间。经济升温使得实体经济的贷款需求趋于旺盛。

今年以来,宏观经济承接了去年的发展势头,继续高位运行,贷款需求仍然较高。上半年GDP同比增长10.9%,增幅比去年同期快0.9个百分点。其中,二季度当季增长11.3%,比一季度高1个百分点。全国银行家问卷调查结果显示,银行业贷款需求景气指数今年以来持续回升,二季度达到66.7%,高于去年四季度2.6个百分点,高于去年同期3.1个百分点。

本轮经济增长具有投资拉动的特点。2002年以来,城镇固定资产投资增速基本保持在20%—35%的较高水平。尽管针对投资的过快增长,政府于2004年曾启动了以“管住土地、管紧信贷”为主要内容的宏观调控,但投资增速仍保持在25%—30%的较高区间。信贷的收缩并未有效控制投资的快速增长,反而出现了投资寻找其他资金来源、信贷与投资增长相背离的局面。这说明,作为供给方的调控,信贷闸门的收紧只是使投资资金需求通过贷款渠道实现的难度加大,而投资的潜在需求却一旺再旺。今年以来,由于信贷供给的放开,投资增长出现反弹。与投资快速增长相对应,基本建设贷款增长较快,短期贷款中的建筑业贷款增长提速,由去年末的7.3%提高到了今年6月末的20.6%。

实体经济较高的贷款需求除了来自于投资外,还有来自于工业生产。与工业生产快速增长相对应,今年以来用于满足工业生产需要的短期工业贷款增长显著。6月末,工业贷款余额同比增长23.9%,增幅比去年同期高27.4个百分点。

商业银行流动性持续充裕为信贷扩张提供资金基础

商业银行流动性是指银行为资产的增加以及在债务到期时履约的能力,具体表现在两个方面:其一是资产的流动性,主要是指银行资产在不发生损失的前提下,迅速变现的能力,资产变现能力越强,所付成本越低,则流动性越强;其二是负债的流动性,是指银行能够以较低的成本获得所需资金的能力,筹资的能力越强,所付的成本越低,流动性越强。

从我国商业银行资产方考察,其流动性的充裕主要表现为持有较多的超额准备金、债券等流动性强的资产;从负债方考察,则表现为商业银行能够以较低的成本获得大量存款资金。对资产负债方的综合考察,则表现为较大的存差规模。

与2003年的情况相同,目前我国商业银行流动性也相当充裕,甚至存在

当前信贷猛增再现2003年上半年信贷过快增长的相似情形,并导致固定资产投资增速创下新高。导致今年上半年信贷猛增有相似的五大因素:强劲的贷款需求、流动性充裕、商业银行积极放款、银政合作和票据融资显著增长。另外,当前信贷猛增与股市活跃有关,这是导致2006年上半年信贷快速增长的第六大因素。

建议在7月份经济数据出台之前,金融调控以观察为主。如果在观察中发现经济仍在趋热,信贷仍保持猛增,货币政策应果断考虑进一步从“紧”。

过剩的压力。尽管从负债方来看,由于商业银行积极放款,6月末,全部金融机构超额储备率为3.1%,比去年同期低0.65个百分点。但从其他两个角度来看,商业银行的流动性依然存在着过剩的压力。2003年我国一年期存款基准利率为1990年以来的最低。经过2004年的一次小幅加息后,目前一年期存款基准利率仍处于较低水平。但是,在国内高储蓄的背景下,近几年各项存款增速持续保持在15%至25%的较快区间。其中,2003年各项存款增速上升到20%至25%的较高增长区间。今年以来,各项存款同比增速也回升到19%左右。2003年上半年,全部金融机构“存差”规模同比增幅在30%左右,而今年上半年“存差”规模的同比增幅一度高达40%以上。

从源头上来看,银行体系过剩的流动性压力主要来自于国际收支顺差在结售汇制下形成的外汇占款(人民币)投放。2003年以来,我国国际收支“双顺差”持续快速扩大,人民币持续面临升值压力,而国际游资更是企图在升值中“渔利”而不断流入我国。国际收支顺差的快速增长不仅带来外汇储备规模的迅速扩张,还造成外汇占款投放大幅加快。2003年以来,外汇储备与外汇占款同比增幅均高达30%—55%。面对外汇占款的快速增长,尽管央行尽力采取了“对冲”措施,2003年4月份开始以定期发行央行票据的方式来回收外汇占款带来的过多的流动性,但由于疲于应付,最终形成的净货币投放仍保持了较快增长,商业银行的流动性持续过剩。

信贷猛增均受商业银行自身变化的影响,国有商业银行均成为贷款投放的主力

2002年年初,中央金融工作会议确定了“具备条件的国有独资商业银行可改组为国家控股的股份制商业银行,条件成熟的可以上市”目标。为尽快完成股改、争取早日上市,国有商业银行将降低不良贷款比率 and 增加利润作为内部考核的重点,开始积极放贷。2003年,国有独资商业银行新增贷款占全部新增贷款的比重持续上升,1—6月份,

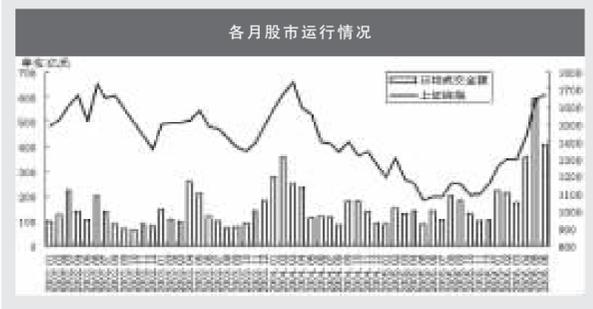
国有独资商业银行同比多增贷款占全部金融机构多增额的62.8%。

受资本充足率约束和风险约束,商业银行在2005年普遍存在压信贷的现象。经过2005年的资产与资本的调整,今年商业银行资本充足率普遍提高,不良贷款余额和比率持续“双下降”。资本充足率和风险对商业银行放贷的约束有所弱化。截至2005年末,资本充足率达标资产占商业银行总资产的比重为75%左右。其中,工商银行、中国银行和建设银行资本充足率分别为9.98%、10.23%和13.6%;商业银行整体不良贷款率首次下降到一位数,达8.6%。今年以来,国有商业银行股份制改造已取得突破,建行和中行陆续实现上市,国有银行(尤其是上市银行)资本充足率达标的压力减轻,利润考核压力明显增加,前期积蓄的放贷能量在今年得到释放。今年上半年,国有银行新增贷款占全部新增贷款的60.9%。

信贷增长均受到地方政府换届等政治因素影响,银行与地方政府合作普遍

2002年下半年地方政府换届基本完成,新一届地方政府上任后,一些地方政府为了突出政绩,积极推进基础设施投资和城市化建设。地方政府投资占投资主体的地位进一步加强,2003年6月末,地方项目投资同比增长40.6%,高出同期全部投资增速8.9个百分点,地方项目投资占全部投资的比重也提高到86.9%,比上年同期提高6个百分点。为了争取投资项目资金,许多地方政府对银行施加影响,从外部推动了信贷扩张。

而今年以来,商业银行与地方政府之间的“银政合作”、“打捆贷款”现象也较为普遍。今年是实施“十一五”规划的第一年,2005年年底和今年年初前两个月很多地方政府换届,受以上政治因素影响,地方政府上项目,搞投资的积极性增强。今年以来,地方项目投资基本保持了30%以上的高增长。6月末,地方项目投资同比增长32%,增幅比去年同期高3.3个百分点。上半年,地方项目投资在整个投资中所占比重由去年同期的89.2%上升为89.6%。而根据



部分信贷资金流入股市逐利

受前期政府调控的影响,当前的信贷猛增与2003年的情况也有一些不同。最大的不同就在于信贷资金减缓进入房地产领域,部分信贷资金进入股市。在2003年上半年的信贷过快增长中,房地产业是增长的重点。2003年上半年,房地产贷款(包括住房开发贷款和个人住房贷款)余额占全部贷款的比重高达17.8%。但今年前5个月,该比重下降为15.7%。其中,受近两年政府加强房地产调控和2004年贷款利率上调的影响,个人住房贷款增长下降明显。2003、2004、2005年个人住房贷款余额分别同比增长42.6%、35.2%和15.8%,占当年新增各项贷款的比例分别为12.7%、18.3%和10.2%。2006年1季度个人住房贷款余额同比增速回落至12.8%,占当年新增各项贷款的比重下降至3.7%。

票据融资对贷款的拉动作用均比较明显

2003年以来,票据融资增长迅猛,6月末,票据融资同比增速高达111.4%,上半年票据贴现贷款新增部分占全部贷款的19.1%,同比多增部分占全部贷款的27.1%。在今年以来的贷款增长中,票据融资仍充当了主力军的角色。今年1—4月票据融资增加近4000亿元,而近3年票据融资的每年增量分别仅为3428亿、2385亿和4700亿元。为防止票据融资过快增长加大金融风险,今年5月底、6月初,央行和银监会联手对票据市场展开检查,重点监控票据融资的流向问题。5月份、6月份,票据融资增长明显放缓,当月新增票据融资同比分别少增297亿元和1137亿元。

有效控制信贷闸门应进一步从“紧”货币政策

通过和2003年同期情况的全面比较,我们发现,在这两次信贷猛增中,“强劲的贷款需求”、“流动性充裕”、“商业银行积极放款”、“银政合作”和“票据融资显著增长”这五大因素反复出现。而两次信贷猛增均推动了固定资产投资反弹。二者主要的不同在于当前的信贷猛增还推动了股票资产价格的快速上涨。事实上,在2004—2005年贷款增长放缓、甚至出现“紧信贷”时,五大因素中,只有后三个因素发生变化,前两个因素一直存在,并持续发挥作用,最终形成“宽贷款、紧信贷”,贷款与投资增长出现背离的现象。

从2003年以来的金融调控经验和教训来看,央行在2003年下半年曾先后通过“窗口指导”要求商业银行加强房地产信贷业务管理,并上调法定存款准备金率1个百分点。由于当时经济形势不明,货币政策紧缩的力度不大,也直接导致2004年上半年,固定资产投资大幅反弹,经济过热加剧。为此,政府在2004年4月份启动了以“管住土地、管紧信贷”为主的政策线索,是带有行政干预色彩的宏观调控。但今年上半年,信贷与投资再次双双反弹。可见,前期“管紧信贷”的控制效果并不理想。

我们认为,从短期调控的角度来看,信贷未能“管紧”,关键还是前期调

控措施未能触及“强劲的贷款需求”、“流动性充裕”这两个因素。由于新一轮经济增长的上升阶段持续时间较长,贷款需求一直旺盛,而流动性持续充裕为贷款的反弹提供着“温床”,所以一旦商业银行主动放开贷款供给闸门,必将带来信贷的猛增。因此,金融调控仅靠控制商业银行放贷是不够的,还要采取适当措施促使贷款需求的合理释放,缓解银行流动性过剩的压力。

4月份至今,针对信贷过快增长的形势,央行联合发改委、财政部、建设部等政府部门已推出一系列调控措施,具体有:保持人民币汇率持续小幅升值,提高贷款基准利率,三次定向发行央行票据,两次提高法定存款准备金率,加强对商业银行的“窗口指导”,联合发改委等部门叫停“打捆贷款”等。由于相关措施推出不久,还有待进一步观察其政策效果,然后根据实际影响效果和形势的变化决定是否进行更大的调整。因此,建议在7月份经济数据出台之前,金融调控以观察为主。如果在观察中发现经济仍在趋热,信贷仍保持猛增,货币政策应果断考虑进一步从“紧”。

提高汇率手段在金融调控中的地位,保持人民币小幅、缓慢、循序渐进的升值态势

与2003年的金融调控不同,富有弹性的人民币汇率的出现丰富了当前的政策工具。通过加快人民币升值步伐来实现货币政策的收缩,不仅有利于调节国际收支失衡,还有利于缓解国内流动性过剩的压力,有利于国内产业结构和经济结构的调整。去年7月份人民币汇率形成机制改革以来,人民币对美元汇率基本呈现“双向波动、累计小幅升值”的态势。今年5月中旬以来,人民币对美元汇率升值幅度进一步加大。银行间外汇市场美元对人民币中间价已经破“1:8”的心理关口,进入“1:7”的时代。预计未来人民币仍将在“微幅、双向波动”的进程中,实现对美元的小幅升值,全年升值幅度可能在2%左右。

采取综合措施,合理调控银行体系的流动性

公开市场操作和法定存款准备金率调整是调控流动性的直接手段。自4月末以来,央行已经三次发行累计规模为2500亿元的定向票据,并两次提高法定存款准备金率,累计幅度为1个百分点,以上措施累计一次性冻结流动性5000—6000亿元。如果流动性过剩的压力仍未得到缓解,央行可能将再次上调存款准备金率0.5—1个百

分点,或继续加大央行票据(尤其是可以达到结构性收缩流动性目的的定向票据)的发行力度。

强化利率引导,以加息作为抑制信贷,预防资产泡沫的辅助手段

伴随着经济的复苏,全球范围内的通胀压力也日渐抬头,全球进入加息周期。从本外币政策协调角度考虑,我国利率杠杆的运用有了更大的空间。今年4月28日,央行将贷款基准利率上调了0.27个百分点。如果信贷猛增仍未得到控制,未来继续上调存款基准利率的可能性较大。此外,央行还将通过增发央行票据,提高央行票据发行利率等手段引导货币市场利率适度回升。在前期公开市场操作的影响下,6月份银行间市场利率已经出现回升。6月份,银行间同业拆借月加权平均利率2.08%,比上季度末和上月末分别高0.42和0.32个百分点,比去年同期高0.62个百分点,质押式债券回购月加权平均利率1.87%,比上季度末和上月末分别高0.4和0.32个百分点,比去年同期高0.77个百分点。在货币市场利率的提升下,企业和商业银行从事票据贴现的积极性降低,票据融资明显减少。

加强“窗口指导”,引导商业银行合理均衡放款,着力优化贷款结构

今年以来,央行曾先后召开“窗口指导”会议,叫停“打捆贷款”,联合银监会检查票据融资。未来预计央行仍将通过“窗口指导”提示商业银行合理均衡放款,引导商业银行优化信贷结构,具体要求:合理控制基建等中长期贷款,健康、适度地发展票据融资;鼓励和支持扩大消费信贷,支持合理住房消费;加强对农业、非公经济、欠发达地区、中小企业、助学和就业等经济社会发展薄弱环节的信贷支持。

防止股市出现泡沫的同时,推动股市健康发展

目前,我国融资结构仍以间接融资为主,商业银行集中了我国金融体系绝大部分资金,也集中了我国经济和金融的最大风险。银行体系持续存在流动性过剩的问题,说明间接融资在资金合理配置方面存在一定程度的失效。目前,股市股权分置改革已渐近尾声。尽管年初以来股市的快速上涨积累了一定风险,但从总体上看,股市的回暖有利于扩大直接融资。未来将应在防止股市出现泡沫的同时,积极推动股票市场的健康发展。

除储蓄资金进入股市,应该还有部分信贷资金。今年以来,票据融资数量急剧上升。由于票据融资去向难以把握,可能有部分信贷资金通过票据融资流入股市。事实上,这种票据融资快速膨胀和股市大涨之间的微妙关系在2000年至2001年上半年的大牛市中也曾出现过。随着票据融资量逐步放大,沪市综合指数从2000年初的1360点一直攀升到2001年6月的2245点,其中有部分银行资金违规流入股市,并直接引发央行2001年严查银行资金违规入市。无独有偶,今年5月底、6月初,央行和银监会也对票据市场展开检查,5、6月份当月,票据融资分别减少192亿元和382亿元。