

适度宽松货币政策下的中国信贷膨胀分析¹

彭兴韵

施华强

中国社会科学院金融研究所 中国社会科学院博士后流动站

内容提要：本文分析了中国在宽松货币政策刺激下的信贷膨胀及其原因、贷款的结构变动，文章对不同贷款主体行为差异的分析表明，中国国有银行虽然有了股份制的外衣，但离真正市场化的主体还有较大的距离；同时，文章分析了贷款实际加权利率的变动及中国贷款“利率期限结构之谜”，文章最后从四个方面简要分析信贷膨胀的宏观影响。文章强调，在信贷膨胀之后，中国的货币政策应当尽快地从危机管理的激进货币政策转向平滑经济周期的货币政策操作上来。

关键词：信贷膨胀、贷款结构、贷款加权利率、货币政策

2008年秋冬，当全球金融危机扩散之际，中国政府及时地调整了宏观经济政策。2008年9月中旬，中国人民银行紧急降低利率和法定存款准备金比率，这标志着2007年底中央经济工作会议确定的“从紧货币政策”的终结。2008年11月初，国务院明确提出要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，正式向公众确立了为应对金融危机的货币政策操作方向。随后，国务发布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》制定了落实适度宽松货币政策的具体措施，要求货币政策要保持银行体系充足的流动性和信贷的合理增长，调减公开市场操作力度，停发3年期央行票据，降低1年期和3个月期央行票据发行频率，并明确了信贷总量的调控目标，等等。

中国人民银行采取了多方面的措施来贯彻“适度宽松货币政策”。在利率政策方面，央行自2009年9月中旬至12月底，连续五次下调贷款基准利率，在不足4个月的时间里，一年期贷款基准利率就下降了2.16个百分点，降到了2002年2月的5.31%；存款利率经过4次下调后，一年期存款利率由原来的4.14%下降到了2.25%，活期存款利率降到了0.36%的历史最低水平。在公开市场操作方面，中国人民银行大幅度减少了中央银行票据的发行量，在2008年11月和12月，发行的央行票据总量仅为300亿元和610亿元，若考虑到到期央行票据的赎回，这两个月的公开市场操作实际上是净投放基础货币。在准备金政策方面，央行先后四次降低法定存款准备金比率，法定存款准备金比率由此前的17.5%下调到了14.5%。除了这些间接性的政策工具外，央行还取消了自2007年底开始恢复的“信贷规模控制”（中国人民银行称之为“信贷规划”，以有别于过去的信贷规模控制），商业银行的贷款能力就完全取决于其对风险、收益的判断和可贷资金总量的约束。自此，同其它发达国家中央银行的货币政策操作一样，中国的货币政策很大程度上具有了危机管理操作的特殊性。

中国“适度宽松货币政策”收到了立竿见影的效果。就在其它国家的金融机构还陷于流动性困境之中时，中国商业银行又获得了充裕的超额准备金，原来在“从紧货币政策”中被压抑的信贷冲动很快就重新爆发出来，出现了自1994年以来从未有过的信贷高速膨胀现象。为什么在全球经济深受危机打击的时候，中国的信贷市场很快就复苏甚至是出人意料地膨胀了呢？中国信贷膨胀的背后所表现出来的银行信贷动机又是什么？高速的信贷增长在

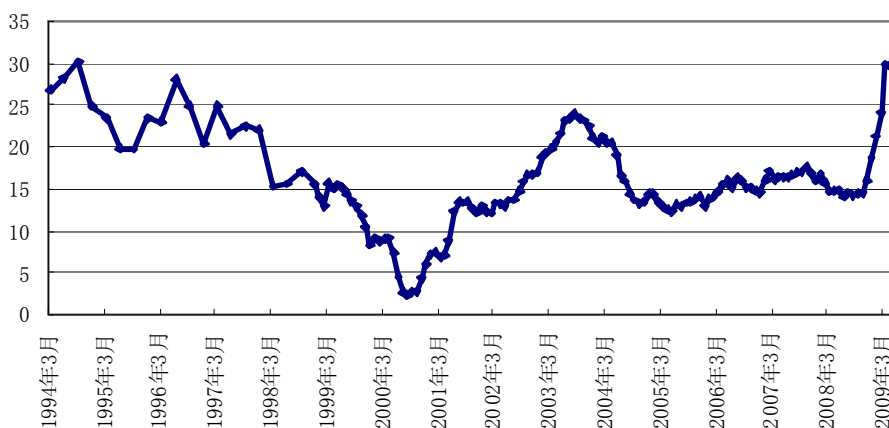
¹ 本文是李扬教授主持的国家社会科学基金重大项目“落实科学发展观，实现我国金融体系现代化”（批准号07&ZD0013）的子课题“现代金融体系中的货币政策研究”的阶段成果。本文写作过程中，曾与文运华、温耀勇进行过多次讨论，他们提供了富有启发性的分析，在此表示诚挚谢意！

宏观上又可能带来什么样的后果呢？等等，都是本文试图回答的问题。本文的结构安排大致如下：第一部分介绍了适度宽松货币政策下的中国信贷总量变动，并剖析了其成因；第二部分主要分析了信贷结构的变动；第三部分分析了信贷利率水平的变动，尤其是中国“贷款利率期限结构之谜”；第四部分分析了信贷高速扩张的宏观经济影响；最后是小结和简要讨论。

一、“适度宽松货币政策”下的信贷总量变动

在政府明确适度宽松货币政策后的 2008 年 11 月和 12 月，中国的信贷就开始大幅增长，这使得 2008 年全年的信贷总量增加了 4.91 万亿元，远远超过了中国人民银行年初确定的 3.6 万亿的调控目标，也高于国务院《关于当前金融促进经济发展若干意见》中“力争 2008 年新增贷款突破 4 万亿元”的目标。2009 年前 5 个月，中国的信贷总量达到了 5.84 万亿元，已经超过了政府确定的全年信贷增加额 5 万亿元的调控目标。从贷款增长率来看，2007 年底开始明确实行从紧的货币政策之后，中国的信贷增长率开始出现了缓慢下降的趋势，在 2008 年 3 月至 10 月，人民币贷款增长率一直在 14% 左右徘徊，降到了与 2002 年大致相当的水平，乃至于一度出现过金融危机可能导致中国信贷紧缩局面的担忧。但是，在宽松货币政策的刺激下，2009 年前 5 个月的贷款增长率逐月攀升，到 5 月份的人民币贷款增长率竟达到了 30.6%，²这是 1994 年以来最高的信贷增长率。而且，在短短数月的时间里，金融机构贷款增长率出现跳跃式地上升（如图 1 所示），是 1994 年以来所仅有的。至此，我们有理由地说，尽管其它国家因金融机构的流动性困境而出现了一定程度的信贷紧缩，但中国却出现了急剧的信用膨胀。

图1 人民币贷款同比增长率(1994/03-2009/05) 单位:%



资料来源：根据《中国人民银行统计季报》1997年第3期、1999年第4期、2003年第3期、中国人民银行各月货币信贷情况新闻公告整理而得。

为了更好地分析当前中国的信贷膨胀，我们有必要做一个简单的历史对比分析。从图 1 中可以看到，自 1994 年以来，中国的信贷增长率出现过三次波峰。第一次是在 1994 年。在 1994 年的贷款高速增长（增长率接近 30%）之后，中国的信贷便出现了逐步下降的趋势。

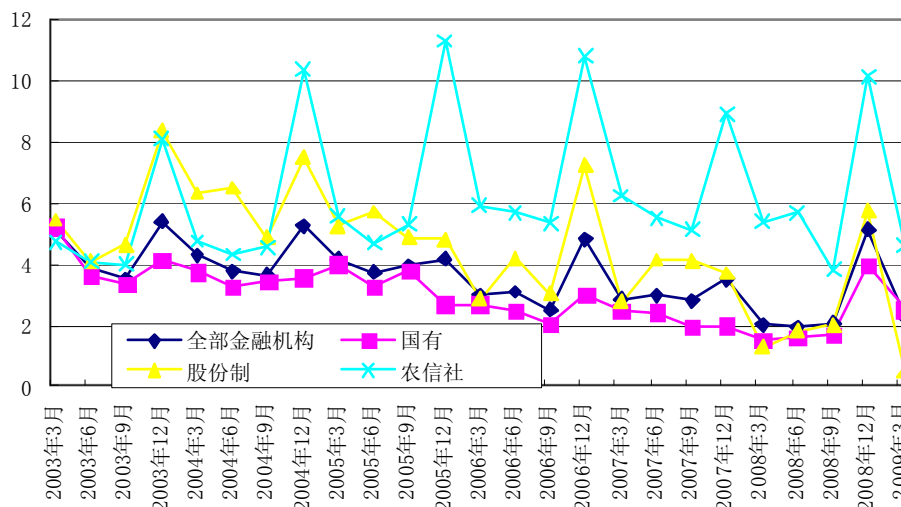
² 本文未注明出处的数据，均来源于中国人民银行网站。

亚洲金融危机的爆发，更加剧了中国信贷增长率的下降趋势，到 2001 年发，中国的贷款增长率就下降到了不足 5% 的低水平，中国的信贷已处于冻结的边缘。或者说，亚洲金融危机的爆发，不仅使中国表现在物价指数持续下降的通货紧缩特征更加明显，而且表出现了明显的信贷紧缩。虽然在亚洲金融危机期间，中国“稳健的货币政策”之名下行“宽松货币政策”之实，但那时宽松货币政策对信贷的刺激效果却不尽人意。中国加入 WTO 和 9·11 事件迫使美联储急剧地降低利率后，2001 年初至 2004 年上半年，中国的信贷增长率出现了 V 型反转的形态，2004 年第一季度，中国信贷增率达到了接近 25% 的水平。不过，高信贷和高投资增长率迫使中国政府随后采取了一系列的宏观调控措施，中国的信贷增长率也随之下降了。2005 年至 2007 年，中国的信贷增长率呈小幅上升趋势，不过，2007 年底确立的“从紧货币政策”又使得中国的信贷增长率在 2008 年出现过下降的趋势，乃至信贷吃紧是企业的普遍感受。但危机管理的货币政策操作使得中国的信贷增长率很快又达到了一个峰值。这表明，美国次贷危机引发的全球金融危机并没有给中国宏观经济带来像亚洲金融危机那样持久性的影响，除物价指数出现了连续数月的下降至负增长外，在信贷方面却出现了急速地扩张过程，这与亚洲金融危机期间的信贷紧缩与表现在物价水平持续下降的通货紧缩相互交织形成了鲜明的对比。

从理论上说，银行信贷具有顺经济周期的性质，当经济增长率、企业盈利能力下降之期，银行信贷增长率往往会随之下降；反之，当经济处于扩张期时，银行信贷则会随之扩张。银行信贷与经济的周期性波动之间具有了同向波动的特征。但是，2008 年第 4 季度以来，中国的信贷增长却出现了与宏观经济周期性波动的背离状态，当经济增长率和企业盈利能力在危机冲击中急剧下降之际，银行信贷却逐月大幅上升。这与其它西方发达国家在危机冲击下信贷紧缩完全不同，也与中国在亚洲金融危机影响下的银行信贷表现相异悬殊。究其原因，我们认为有以下几个方面。

首先，大幅下调法定存款准备金比率和降低公开市场操作频率、操作力度的宽松货币政策，提高了商业银行的超额准备金比率和可贷资金供给量。2007 年至 2008 年上半年，中国人民银行连续十多次提高法定存款准备金比率和大量发行央行票据，冻结了商业银行大量的流动性，使得中国商业银行的超额准备金比率总体上处于下降趋势之中（如图 2 所示）。到 2008 年第二季度，中国全部金融机构的超额准备金比率下降到了只有 1.95% 的水平，商业银行的可贷资金也因紧缩的货币政策操作而大幅减少，这自然抑制了银行信贷扩张的能力。但是，2008 年 9 月中旬之后，全球金融危机冲击下的中国货币政策操作的逆转，尤其是中国人民银行迅速降低了 3 个百分点的法定存款准备金比率，直接改变了中国商业银行的准备金结构，原来被冻结的、没有流动性的法定存款准备金迅即转为商业银行可用于放贷的超额准备金，超额准备金比率因此而大幅上升。根据中国人民银行的统计，到 2008 年底，全部金融机构的超额准备金比率上升到了 5.11%，较 2008 年第 3 季度末上升了 3 个多百分点，这与法定存款准备金比率下调的幅度大致相当。这是 2005 年以来最高的超额准备金水平，其中国家控股的商业银行、股份制商业银行和农村信用社的超额准备金比率分别为 3.93%、5.73% 和 10.12%。宽松货币政策下的金融机构超额准备金比率的迅速上升，是信贷扩张的基础。不过，从图 2 中可以看到，在经历了 2008 年底和 2009 年的信贷高速扩张之后，商业银行的超额准备金比率又迅速地下降了。到 2009 年的第一季度末，全部金融机构的超额准备金比率已经下降到了 2.28%，其中，股份制商业银行的超额准备金比率下降到了只有 0.49% 的少见低水平。宽松货币政策刺激下的信贷膨胀导致商业银行超额准备金比率的急剧下降，对银行体系流动性的潜在不利影响，是应当引起高度关注的。

图2 中国存款类金融机构超额准备金比率 单位：%



资料来源：根据《中国人民银行货币政策执行报告》（各期）整理而得。

其次，从银行自身看，中国银行业在这次金融危机当中所受的影响与西方发达国家的银行业有很大的区别，中国银行业总体上是健全的。在这次金融危机当中，尽管从实体经济看，中国经济增长率、进出口等方面下降比较快，金融体系除了股市出现大幅度下跌之外，银行的资产质量并没有像西方国家那样迅速恶化。虽然有些银行也持有两房、雷曼兄弟的债券，但规模比较少，对银行整体资产质量的影响相当有限，中国的商业银行不像西方国家的银行那样在危机期间经历了资产负债表的严重恶化，这使得中国的银行体系在危机时期的宽松货币政策下，不需要修复自身的资产负债表就可直接迅速地进行信贷扩张。另外，过去几年，政府花大力气推动国有银行改革，通过注资、发行股票以及像 2008 年发行大量的次级债券的方式，使得国内商业银行资本充足率总体上保持比较高的水平，很多银行资本充足率远高于 8% 的监管标准。例如，2008 年底，中国银行、中国工商银行、中国建设银行和交通银行的资本充足率分别为 13.89%、12.62%、12.06% 和 13.77%；北京银行的资本充足率甚至高达 20.11%。充足的资本使得银行的抗风险能力得到加强，使得中国银行业的信贷扩张不至于受到资本充足率的制约。换言之，中国过去几年的银行业改革、银行业资产负债表的清理及财务重组、资本充足率的大幅提高，为中国银行业的信贷扩张创造了非常有利的条件。

第三，为了贯彻适度宽松的货币政策，中央银行取消了对商业银行的“信贷规划”，中央银行与商业银行之间的重复博弈过程为商业银行扩信贷扩张提供了巨大的动力。2007 年第四季度，为了执行当时从紧的货币政策和控制商业银行信贷的超乎政策需要的增长，央行重启了 1998 年货币调控机制改革中所放弃的信贷规模控制（央行货币政策报告称之为“信贷规划”），但信贷总量控制采取了余额增长法，因此，前期信贷增长较快的商业银行在后来的信贷规模控制中争取到了较为有利的条件。鉴于宏观经济和货币信贷自身所具有的周期性特征，在政府宣布实行适度宽松货币政策之后，商业银行就形成了未来信贷与货币供应量必定要紧缩的预期，由于商业银行担心往后还采取类似的信贷总量调控方式，在取消信贷规模后，商业银行便在政策宽松时期积极地扩张贷款，以便为日后紧缩政策时期创造更有利的信贷扩张基础。这样看来，中国人民银行过去的调控方式与商业银行之间的重复博弈过程，直接刺激了商业银行信贷的扩张。

第四，商业银行信贷投放的增长，在某种程度上可以达到商业银行兼顾利润增长和政治利益的双重目标。这几年，中国银行改革后有一个较大的变化，商业银行也开始注重利润目标或股东的价值回报了，这是中国银行业的一个积极变化，因为，只有注重了长远的利润，才会真正关注成本与风险，也才会相对稳健地经营。中国商业银行有一个众所周知的信贷投放季节性原则，年初大量投放信贷可以“早投放早受益”，会更有利于当年的利润增长，就体现了银行经营目标的变化。当然，银行信贷的扩张也并不完全是出于利润上的考量，它也是许多银行，尤其是国家控股的商业银行政治上的表态。这在政府宣布实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策之后，监管当局、商业银行主要领导人曾明确地表示，银行也要讲政治，不能在诸多企业有危难之际、在面临失业增加时而袖手旁观。在中国银行管理层仍然由政府任命的人事制度下，国家控股的商业银行领导者们的政治前途，不完全取决于其管理的银行经营绩效，也取决于其对中央宏观调控政策实施的配合强度。

第五，与适度宽松货币政策一道实行的积极财政政策，尤其是总额达 4 万亿元的政府投资，又为商业银行的信贷找到了良好的出路。与欧美发达国家在危机期间巨额的财政支出被用于了向金融体系进行注资、国有化或清理不良资产不同，中国巨额的政府支出而是被用于了基础设施或公共支出，这相应地带动了对银行信贷融资的需求，减少了商业银行在企业经营总体不景气情况下，寻找信贷投向的时间。如果说，在 2008 年最后两个月和 2009 年的第 1 季度中国的信贷扩张，是政府项目主导的，是短时间内规模巨大的财政支出创造了被动的信贷需求，这使得人们对中国信贷增长的持续性产生了怀疑。但随着产品价格开始上涨及通胀预期的逐渐形成，中国的信贷正在向企业、个人的自发性信贷需求转变，人们担心的政府项目完成后信贷投放增长的不可持续便有了继续上升的基础。特别是，为了让企业获得让企业获得信贷支持，政府降低了企业投资的项目资本金比率要求，因而既定的资本就可以带动更大规模的信贷。

二、“适度宽松货币政策”下的贷款结构变动

以上分析了中国信贷总量的变动，下面我们进一步考察信贷扩张下的结构变动。我们从贷款投向的部门结构和贷款投放的主体结构两个方面来分析。

1. 信贷投向的部门结构

从贷款投向的部门结构来看，中国信贷主要分为居民户贷款和对非金融部门贷款两类。

先看对居民户的贷款。我们分析近两年多的变化。从表 1 中可以看到，2007 年全部新增 3.63 万亿元的贷款中，居民户贷款新增 12367.4 亿元，对非金融企业新增贷款 24038.2 亿元，对居民户和非金融企业贷款分别较 2006 年同期增长了 32.3% 和 12.85%，前者远远高于后者，对居民户的贷款占全部新增贷款的比重也达到了 34% 左右。在居民户贷款中，消费性贷款和经营性贷款分别增长了 8681.3 亿元和 3686.1 亿元，其中，中长期消费贷款增长了 7505.14 亿元。2007 年，金融机构对居民户贷款的增长率远远高于平均的增长率，也大大高于对非金融企业的贷款增长率，这表明金融机构对零售贷款业务的竞争逐渐成为商业银行业务拓展的重点，也标志着商业银行企业融资结构逐渐脱媒化的背景下，传统的贷款业务转型的方向。但是，2008 年全部新增 4.91 万亿元的贷款中，贷款结构较 2007 年有明显变化，居民户贷款 7010 亿元，较之 2007 年有较大幅度地下降。2008 年对居民户贷款的短期贷款增加 2907 亿元，中长期贷款增加 4103 亿元，较 2007 年同期下降了 45% 左右。2008 年对居民户新增贷款大幅下降的主要原因在于房地产贷款增长的下降，这是偏离均衡的房地产价格极大地抑制

了居民对房地产的有效需求所致。可见，对居民部门的中长期消费贷款与房地产市场的景气波动存在较强的正相关性。在 2008 年底实行适度宽松的货币政策之后，人们对房价仍处于较为悲观的预期之中，居民中长期消费贷款并未明显增加。但从 2009 年 3 月份开始，对居民中长期消费贷款开始呈现出了加速上升的迹象。这表明，在宽松货币政策及全球低利率的政策环境下，居民又逐步形成了资产价格上涨的预期。这种预期的形成及信贷创造出的新的购买力，本身就会使预期的价格上涨转变成现实的价格上涨。

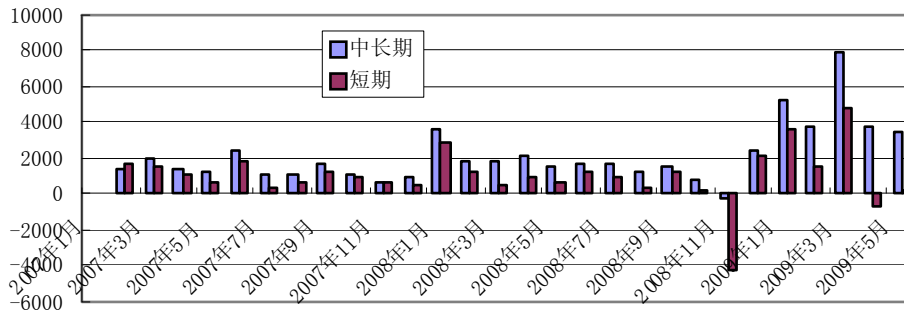
表 1 人民币信贷（部门结构） 单位：亿元

	2006/12	2007/12	2008/03	2008/09	2008/12	2009/05
一、各项贷款	225285.28	261690.88	275000.20	296477.09	303394.65	362118.10
1.居民户贷款	38284.86	50652.26	52990.01	56806.57	57057.92	64771.50
(1).消费性贷款	24047.7	32729.00	33962.14	36410.29	37210.29	41632.77
短期消费性贷款	1927.95	3104.11	3192.90	3771.47	4136.86	4736.91
中长期消费性贷款	22119.75	29624.89	30769.24	32638.82	33073.43	36895.86
(2).经营性贷款	14237.16	17923.26	19027.87	20396.28	19847.63	23138.73
短期经营性贷款	10720.5	12791.90	13687.70	14755.34	14554.56	17326.92
其中：农户贷款	9213.03	10677.42	11481.23	12279.44	11971.73	14037.47
中长期经营性贷款	3516.66	5131.36	5340.17	5640.94	5293.07	5811.81
2.非金融性公司及其他部门贷款	187000.42	211038.62	222010.19	239670.52	246336.73	297346.61
(1)短期贷款及票据融资	103037.23	111262.65	115068.46	122696.35	125587.12	151918.20
短期贷款	85805.39	98444.58	103045.29	108276.74	106307.88	115694.52
票据融资	17231.84	12818.07	12023.17	14419.61	19279.24	36223.69
(3)中长期贷款	80845.85	96736.00	103949.04	113640.91	116584.00	140519.77
(4)其他贷款	3117.34	3039.97	2992.69	3333.26	4165.61	4908.63

资料来源：中国人民银行网站。

再看对非金融性公司企业和其它部门贷款。非金融性企业及其它部门贷款占据了中国银行业信贷资产的 80% 强，对这些部门信贷增长的变化对宏观经济的影响相对于居民部门信贷更大。在 2008 年 11 月和 12 月，在政府采取适度宽松的货币政策之后，金融机构出人意料大幅增长的贷款，主要集中在非金融企业部门，2009 年 5 月末，对非金融企业及其他部门的贷款余额为 297346.61 亿元，较 2008 年底增加了 51009.88 亿元，占全部 5.84 万亿新增贷款的 87% 强，这使得对居民部门的贷款占比较大程度地下降了。对非金融企业及其它部门的贷款分为短期贷款与中长期贷款。从图 3 中可以看到，无论是短期贷款还是中长期贷款，在 2008 年 12 月至 2009 年 3 月都出现了大幅增长。但是，在 2009 年 4 月和 5 月，虽然中长期贷款较 3 月份有较大幅度地下降，但短期贷款下降的幅度更大，这两个月新增短期贷款分别为 -786.32 亿元和 211.5 亿元，而 1-3 月份的短期贷款新增额分别为 3651 亿元、1582 亿元和 4728 亿元。

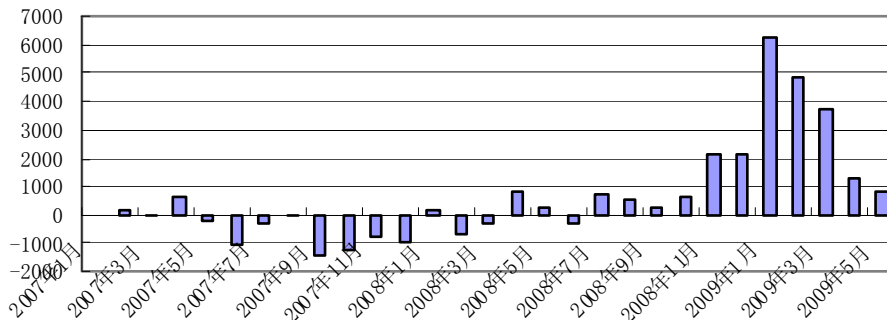
图3 对非金融企业贷款月度环比增加额 单位：亿元



资料来源：根据中国人民银行网站数据整理而得

注：2008年11月新增贷款在图形中表现为负增长，是因为中国农业银行改革中剥离不良资产所致。

图4 贷款中的票据融资环比增加额 (亿元)



资料来源：根据中国人民银行网站数据整理而得

票据融资也是人们在分析中国信贷扩张时所关注的。在实行适度宽松货币政策之前，票据融资处于相对较萎缩的状态，2007年曾出现了数月票据融资净额减少的状况（如图4）。2008年底，在适度宽松货币政策下，票据融资出现了爆发式地增长。2008年11月、12月和2009年1月，票据融资单月环比增加额分别为2105亿元、2147亿元和6247亿元。如此高的票据融资增长，也是近年少有的情况。2007年至2008年适度宽松货币政策实施前，贷款中的票据融资总体萎缩，主要是因为在此期间从紧的货币政策导致银行贷款加权贷款平均利率上升，推高了企业票据融资的利率，降低了企业将票据贴现融资的意愿，企业宁可将票据持有到到期收回货款，也不愿意将其用于贴现从银行获得资金，因此，票据贴现较萎缩而票据的签发量却相对较高。在适度宽松货币政策环境下，随着央行急剧地降低存贷款的基准利率，票据贴现利率也随之大幅下降，企业通过票据融资的利息成本远远低于一般贷款的利率，企业将原来持有的承兑汇票提示给银行进行贴现，导致贴现放款迅猛增加。但是，随着贴现放款的大量增加，导致企业手持的承兑汇票余额逐步减少，银行票据贴现放款的基础也逐渐减少，这导致了2009年1月份之后，票据融资月度环比增加额逐月下降，到2009年的5月份，票据融资额就下降到了862亿元。由于中国的票据融资是以贸易为基础的真实票据，票据融资量在经历了爆发性增长之后又急剧下降，表明中国信贷急剧地扩张了，但贸易量并没有同信贷的亢奋一道迅速地活跃起来。

2. 信贷投放的主体结构及其行为

按照中国人民银行的分类，中国提供信贷的金融机构主要分为政策性银行、国有银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村金融机构和外资金融机构等。这些不同类型的金融机构其面临的客户对象、自身的经营理念和目标差异，决定了它们在中国货币调控中的行为也不尽相同。

国有商业银行和政策性银行对政府宏观调控政策的配合最积极。2007 年第四季度，当政府要求实施从紧的货币政策，减少金融机构的信贷投放量后，国有商业银行当季新增贷款量就迅速下降，当季新增贷款量仅为 398 亿元，仅相当于第三季度新增 3185 亿元贷款的约八分之一；政策性银行新增贷款也明显减少。2008 年前三个季度，国有商业银行的新增贷款并没有较 2007 年前三季度明显增加，它们仍在自觉地落实从紧的货币政策。2008 年第四季度，当政府宣布实行适度宽松的货币政策之后，国有商业银行的新增贷款便随之迅速上升，2008 年第四季度和 2009 年第一季度，它们的新增贷款分别为 5412 亿元和 23120 亿元，同比分别多增 5014 亿元和 17893 亿元。国家控股的商业银行贷款行为在“从紧”与“适度宽松”货币政策之间的变化，充分表明，它们在经营过程中政治影响力可能超过了商业原则，从一个侧面反映了国家控股商业银行虽然有了“股份制”的外衣，但它们在经营过程中，市场原则还会时不时地让位于政治因素的考量，它们离真正意义上的市场化还有相当的一段距离。鉴于国有银行资产占据了中国银行业资产较大的比重，国有银行的这种信贷行为特征不得不让我们对中国银行业未来的资产质量、更进一步地对中国金融稳定多少有些担忧。

表 2 中国各类银行信贷季度新增额 单位：亿元

年份	季度	政策性银行	国有银行	股份制银行	城市商业银行	农村金融机构	外资金融机构
2006	1	894	6005	2863	415	1925	160
	2	550	3180.3	2055	1226	1579	220
	3	727	2014.7	961	721	997	228
	4	1247	999	1479	411	-224	365
2007	1	858	5948	3517	894	2575	224
	2	1406	3524	2099	1131	1986	431
	3	1090	3185	1055	724	1121	459
	4	926	398	1045	229	-597	590
2008	1	1602	5227	2699	687	2323	389
	2	1251	3778	2556	1055	1713	196
	3	939	3605	2228	1187	1395	265
	4	2125	5412	3996	1023	477	-222
2009	1	3688	23120	11778	2706	4225	-264

资料来源：根据《中国人民银行货币政策执行报告》（相关各期）整理而得，中国人民银行网站。

股份制商业银行的信贷行为就表现出了与国有商业银行和政策性银行明显不同的特征，它们表现出明显的信贷规模扩张的强烈愿望，即便在 2008 年前三个季度政府仍在实行从紧货币政策的背景下，股份制商业银行的新增贷款总体上略有上升。例如，2008 年第二、三季度，股份制商业银行的新增贷款较 2007 年同期就有所上升。2007 年第四季度，股份制商业银行新增贷款较 2007 年同期有所增加，但在宽松货币政策的环境里，可能迫于金融危机

下对风险的担心，它们的新增贷款表现得相对谨慎一些。但在 2009 年第一季度，股份制商业银行为了抢占更多的贷款市场份额，新增贷款则大幅上升。至此，国有商业银行与股份制商业银行之间便展开了信贷扩张的棘轮效应。由于股份制商业银行追赶国家银行的信贷扩张，股份制商业银行的超额准备金比率在 2009 年第 1 季度就急剧地降到了仅为 0.49% 的水平。城市商业银行与政府货币政策之间的配合也不够“默契”，尤其是在 2008 年第 4 季度，政府明确适度宽松的货币政策之后，城市商业银行的新增信贷额较第 3 季度还有明显地减少。只是在看到国有银行和股份制商业银行的信贷扩张之后，城市商业银行才加入到了信贷扩张的行列，但其贷款扩张的速度远远落后国有银行和股份制商业银行。出现这种状况的原因可能在于，由于 2008 年底的信贷扩张完全是政府主导的，信贷需求的规模较大，城市商业银行受制于自身的资本金与资产总量的约束，无法参与这些项目的信贷活动，而在危机冲击下的民间企业信贷需求则相对不振，自然出现了城市商业银行与国有和股份制银行不同的贷款行为特征。

外资金融机构的贷款行为则“我行我素”，这几年与中国政府的宏观调控“反其道而行之”。2007 年第四季度之前，外资金融机构贷款虽然总量相对较小，但也表现出了规模扩张的倾向，新增贷款逐季增长，即便在 2007 年季四季度中国明确提出要实行从紧货币政策后，外资金融机构的当季新增贷款还是出现了明显地上升，这与中资金融机构新增贷款立即下降形成了鲜明的反差。相应地，外资金融机构的贷款占比也从 2005 年的 1.8 上升到了 2006 年的 3.1%，再上升到了 2007 年的 4.89%。³2008 年，外资金融机构受其本土金融危机的影响，新增贷款的绝对额较 2007 年大幅下降，相应地，新增贷款占比也明显下降。即便是在 2008 年第四季度中国宣布实行适度宽松的货币政策之后，中国国内商业银行的信贷出现了急剧地扩张，而外资金融机构的贷款则出现了连续两个季度的负增长，2008 年第 4 季度和 2009 年第 1 季度的新增贷款分别为 -222 亿元和 -264 亿元。外资金融机构在华贷款出现两个季度的负增长，可能是由以下三个方面的原因所致：其一，通过压缩在中国的贷款业务去满足它们在本土的流动性需求；其二，过高估计了金融危机对中国经济的不利影响，出现对在中国放贷风险的担心而自动地收缩了贷款业务；其三，外资金融机构虽然在中国开展贷款业务，但对客户对象主要集中于外资企业，这些外资企业受到金融危机的打击较大，因业务的萎缩而减少了对信贷资金的需求。

三、贷款利率水平与“利率期限结构之谜”

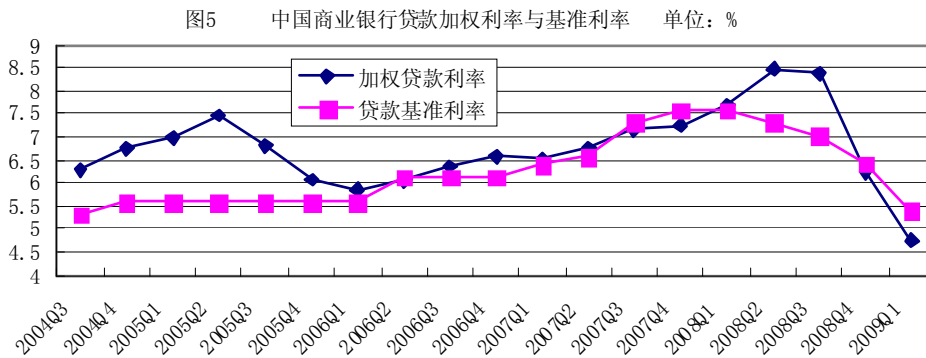
1. 贷款利率的总体变动

商业银行收取的贷款利率反映了借款者的资金成本。在一个完全市场化的利率体制下，贷款利率完全由信贷资金的供给与需求决定，中央银行的货币政策只能通过调整中介目标利率而间接地影响银行贷款利率。不过，在中国现行利率体制下，贷款利率仍然受到一定程度的管制，贷款利率依然是中国人民银行的一个货币政策工具。商业银行的贷款利率在中国人民银行确定的基准利率之上浮动的上限虽然完全放开了，但对一般工商业贷款可只下浮 10%，因此，中国人民银行调整贷款基准利率就对商业银行发放贷款实际收到的利率水平有直接的影响。当中国人民银行上调贷款基准利率后，商业银行贷款加权平均利率也随之上升；反之，贷款加权利率则会相应地下降。不过，商业银行贷款加权利率并不是亦步亦趋地跟随

³ 资料来源：根据中国人民银行网站数据计算而得。

央行贷款基准利率的变动而变动，这反映了中国商业银行在确定实际的贷款利率水平时具有一定的自主性。

我们首先看看近几年来商业银行贷款加权利率的总体水平变动。2006年初至2008年第一季度，随着中国人民银行连续提高贷款基准利率，商业银行贷款加权利率完全一致地上升，这也与此期间的宏观经济趋势相一致。但是，在2008年的第二、三季度，虽然中国人民银行并未上调贷款基准利率，但由于从紧货币政策的方向并未改变，央行提高法定存款准备金比率冻结了商业银行的超额准备金，并减少了商业银行的可贷资金量，结果，贷款加权利率较大地高于央行确定的贷款基准利率(如图5所示)，这反映了企业信贷资金可得性的下降。2008年9月份以后，由于中国人民银行连续五次下调人民币贷款基准利率，金融机构人民币贷款加权利率持续大幅走低。到2008年12月份，金融机构人民币贷款加权平均利率为6.23%，较8月份下降1.96个百分点，较年初下降1.66个百分点。值得注意的是，自2008年第四季度和2009年的第一季度，贷款加权利率低于了中央银行确定的贷款基准利率。



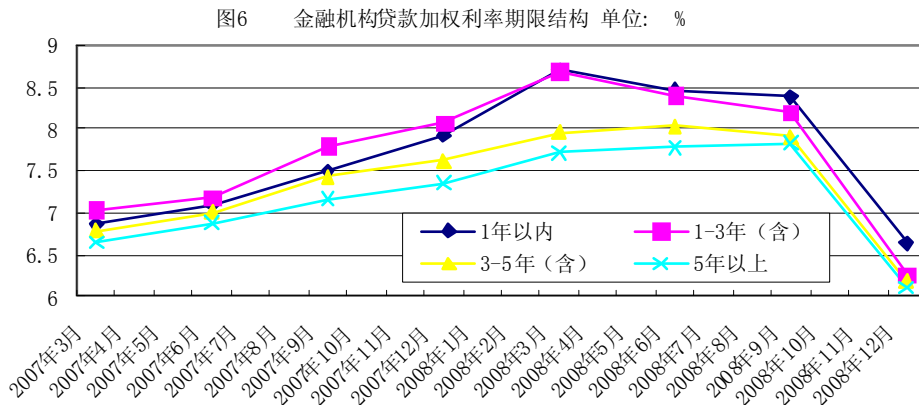
资料来源：根据《中国人民银行货币政策执行报告》各期整理而得。

虽然贷款加权平均利率会跟随央行确定的贷款基准利率而变动，金融机构在发放贷款时的利率灵活性也有所增强，商业银行会根据借款者的风险状况确定不同的利率，不同借款者所支付的利率可能与贷款基准利率相同、或者高于、或者等于、或低于贷款基准利率。例如，在2007年，金融机构发放的全部贷款中，下浮贷款利率占比逐步上升，2007年第四季度，下浮贷款占比为28.07%，在第一季度该占比为26.89%；相应地，2007年第四季度上浮贷款利率的占比为44.24%，第一季度上浮贷款占比为45.24%。在2008年，在8月份之前，上浮贷款利率占比总体上上升，之后则明显下降。2008年元月，上浮利率的贷款占比为44.3%，8月份上升到了5.062%，12月份金融机构执行上浮利率的贷款占比就下降到了44.31%。8月份之后，贷款利率上浮占比之所以下降，主要是因为央行大幅降低了法定存款准备金比率和公开市场操作的力度，导致金融机构超额准备金比率大幅上升；受金融危机的影响，企业贷款需求有所下降。信贷资金供需的变化是导致2008年8月份之后贷款利率上浮占比下降的主要因素。

2. 中国贷款“利率期限结构之谜”

中国贷款加权利率期限结构是一个比较有意思的现象，那就是期限越长，加权利率越低。根据金融学的基本原理，期限越长，利率会越高，反之，期限越短，利率会越低，即，一般而言，收益率曲线是向右上倾斜的。解释利率期限结构的主要理论有预期假说、市场分割理论、期限与流动性升水理论等(米什金, 1998)。但是，中国贷款加权利率的期限结构却明

显地“违背”了金融学中期限越长收益率越高的基本原理。从图6中可以看到，自2001年以来，只有1-3年期的贷款利率高于一年以内的贷款利率，其它贷款利率期限结构大致是，期限越长，贷款加权利率反而越低：3-5年期的贷款加权利率低于1-3年期的利率；5年以上的贷款加权利率又相应地低于3-5年期的利率。我们将这种现象称之为中国贷款“利率期限结构之谜”。适度宽松的货币政策也没有改变中国贷款加权利率期限结构的这种特征，只不过各期限档次的利率都大幅下降了的而已，同时，不同期限之间的加权利率的利差有所下降（如图6所示）。



资料来源：根据《中国人民银行货币政策执行报告》各期整理而得。

中国贷款加权利率的期限结构的这种特征，反映了中国银行业选择贷款对象的特殊偏好。金融学原理中所解释的利率期限结构只是针对同一主体发行的不同期限的债券而言的，确切地说，所谓期限越长，利率越高，只是对同一主体发行的不同期限债券的利率结构一般才成立的。比如，同一时点上财政部发行的不同期限的国债利率就会遵循着剩余期限越长，到期收益率越高的原理。但是，中国银行贷款的不同期限，恰恰是针对不同的借款者的，而不同的借款者本身又具有不同的信用风险，因此，中国银行贷款加权利率的期限结构，实际上既包含了不同借款者的信用风险特征，也有不同期限贷款之间的利率期限结构关系。金融学中的利率风险结构基本原理同样告诉我们，信用风险或流动性风险越高，债券的利率水平也会越高，反之，信用风险或流动性风险越低，利率也会越低。中国银行业贷款中，期限越长的贷款，大多是项目贷款，项目贷款又主要与政府行为有关；期限越短的贷款，主要是流动资金或中小企业贷款。因此，中国银行贷款的期限越长，相对于短期贷款而言，其所包含的信用风险相对较低，信用风险贴水超过了相应的期限升水和流动性升水，因而出现了中国贷款期限越长、利率反而越低的“利率期限结构之谜”。中国的贷款加权“利率期限结构之谜”，不过是反映了这样一个事实：到目前为止，中国的政府行为在包括信贷在内的资源配置仍具有深远的基本事实；危机管理下的信贷扩张，使得政府对信贷资源配置的影响力得到了进一步地强化。

四、信贷波动的宏观经济影响

现在，人们更为关心的似乎是，中国信贷膨胀之后可能的不利后果。信贷的扩张与收缩对宏观经济的影响是多方面的。本文侧重于以下四方面来讨论信贷膨胀的宏观经济影响。

1. 信贷波动与投资

在中国这样一个直接金融市场仍然相对不发达的国家，投资支出仍然主要依靠银行信贷来融资，因此，信贷可得性及就与投资活动息息相关了。根据中国人民银行的统计，2009年第一季度，银行信贷占全部非金融机构融资总量的94.7%，2006年至2008年，该占比分别为82%、78.9%和83.1%。中国这样的融资结构决定了信贷的波动对中国的总需求，尤其是投资需求的影响更直接，因而，所谓货币政策的信贷渠道，中国较其它发达国家更为明显。卡尔·E·瓦什（2001）指出，在金融市场严格管制的环境下，银行信贷渠道在货币政策的传导中更为重要。如果信用渠道在货币政策的传导机制中发挥了重要作用，那么，金融市场的演进，它就可有改变货币政策影响实质经济的方式，实际利率并不能完全成为货币政策效应的指示器。在此情况下，信用冲击可能成为经济波动的独立来源。中国迄今为止的金融结构基本符合瓦什的管制金融市场环境，因而，中国的信贷周期波动就与投资支出的波动具有高度的相关性。在1994年的高信贷增长推动下，当年中国的固定资产投资增长率达到了36.04%，随后，在信贷增长率逐渐下降的约束下，固定资产投资增长率也逐步回落；2001年信贷增长率下降到谷底之后，投资增长率也随信贷增长率的上升而大幅反弹。2004年信贷增长率达到25%左右之时，投资增长率一度达到43%的高水平，这迫使政府采取了多方面的强硬措施来紧缩信贷和压缩投资增长率。这次为应对金融危机而采取的宽松货币政策的刺激下，高速的信贷增长同样伴随着固定资产投资增长率的明显上升，2009年2月至5月的固定资产投资增长率分别为26.5%、28.6%、30.5%和32.9%。⁴信贷膨胀下的固定资产投资增长率的上升，对于中国经济增长摆脱金融危机冲击具有短期的积极效应，但若投资增长率上升太快，也可能加剧中国经济的结构性失衡甚至总需求与总供给之间的矛盾，同样不利于经济的平稳发展。

2. 信贷波动与物价总水平

熊彼特认为，信贷本质上是为了授予企业家以购买力而创造的购买力，信贷使企业在对商品还不具备正式的要求权之前，就取得参与社会商品源流的机会，因此，在相应的商品出现之前，每一次新的购买力的创造会导致物价的上涨。同固定资产投资一样，中国的信贷波动与物价总水平变动的总体趋势是基本一致的。从图7中可以看到，1994年至2008年上半年，信贷增长率与物价指数之间呈现出较强的正相关性，即中国的通胀率随信贷增长率的上升而上升，随信贷增长率的下降而下降。2008年底至2009年5月，中国的信贷增长率同总体通胀率之间似乎呈现出一定程度的负相关，在信贷高速增长的同时，中国的通胀率却呈下降趋势。但是，我们认为，信贷增长率与通胀率之间较强正相关关系在近几个月来的背离，并不意味着信贷增长率的大幅上升反而有利于物价总水平的稳定，或者认为近期的信贷膨胀并不会导致未来通胀率的上升。实际上，在全球低利率环境下，包括美国在内的一些发达国家实行的定量宽松货币政策已经开始引发未来通胀的预期；中国的高信贷增长同样触发了未来国内通胀较强的预期。如果没有相应的措施促使中国的信贷增长率保持在其趋势水平上，中国将来在稳定物价水平的调控方面就可能面临较大的压力。我们初步判断，考虑到物价总指数统计的跷尾因素，在2009年9月份之后，中国的通胀率就可能出现上升的趋势。

3. 信贷波动与资产价格

信贷波动对资产价格的影响，可能通过多种渠道发生作用。首先是一部分新增信贷直接

⁴ 数据来源：国家统计局网站。

流入到资产市场，导致资产市场流动性的增加，从而刺激资产价格的上升。日本泡沫经济的形成，一个重要原因就在于，广场协议之后日本央行实行宽松的货币政策导致的信贷膨胀。在中国，当资产市场具有上涨预期时，信贷资金通过各种渠道流动到资产市场就是一直存在的。更何况，2008 年底，中国银行业监督管理委员会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》，为杠杆收购提供相应的法规依据，随后，银监会进一步强调，并购贷款可以在二级市场收购上市公司，这就为高速增长信贷资金流入到资产市场提供了依据，另一方面，新增信贷支持企业并购，改变了被并购上市公司现金流和利润的预期，本身也为资产价格的上涨创造了丰富的“题材”。其次，信贷膨胀刺激了需求的增长和价格上涨的预期，它总会带动一段经济的上升周期，这同样会改变投资者对上市公司未来的盈利能力的预期，刺激了他们对长期资产的偏好。因此，我们看到，当政府明确实施积极财政政策和适度宽松货币政策之后，在中国的信贷膨胀的刺激下，中国股票市场出现了大幅度地反弹，似乎中国的金融体系并没有遭遇金融危机的冲击。第三，2009 年 3 月份以来，对居民的中长期消费贷款（基本上是住房抵押贷款）又大量增加，正如熊彼特所说，信贷乃是对购买力的创造，住房抵押贷款的迅速增加创造了大量的购买力，再加之去年下半年后房地产开发投资增长率的急剧下降导致供应萎缩，使得中国房地产价格又开始出现了明显地上涨，且进一步涨价的预期较为强烈。同对未来通胀率上升的担心一样，我们同样担心信贷膨胀会带来新一轮更大的资产价格泡沫。资产价格泡沫的形成、破灭及其对宏观经济、金融体系的破坏性影响，是不能掉以轻心的。

4. 信贷波动与银行资产质量和金融稳定

“在信用上升阶段，信贷发入得有点随便，甚至那些尚未证明有经营能力的人也可以得到信贷。”⁵这会导致银行信贷资产质量的下降甚至金融危机，马歇尔就指出：“导致商业危机的真正原因并不是少数企业的破产，而是许多信贷没有坚实的基础。”⁶熊彼特也认为，若企业家不能成功地生产出至少与贷款加利息等值的货物，银行就会经常遭受损失。无论是亚洲金融危机还是尚未完全结束的美国次贷危机，都是因为危机前金融机构的过度而“随便”地放贷引起的。在上世纪 90 年代中期至 2004 年，随着美国不断降低联邦基金利率，美国住房抵押贷款余额的增长率不断上升（2004 年的抵押贷款增长率达到了近 15%⁷），刺激了美国房地产价格的上升；随后，美联储为了稳定通胀预期，于 2004 年 6 月开始连续两年的加息过程，导致了美国住房抵押贷款增长率的迅速下降，信用紧缩使得房地产价格随之大幅下降。信贷扩张—房地产价格上升—信贷紧缩—房地产价格下跌的周期循环及过于宽松的贷款标准，是导致美国次贷危机的直接原因。亚洲金融危机、日本泡沫经济的形成与破灭，无不与信用扩张之后的信贷紧缩密切相关（帕德玛·德塞）。中国在 1994 年前的高速信贷增长及随后的信贷紧缩中，同样导致了银行体系大量不良债权的积累，虽然中国并没有出现银行金融机构资产负债表恶化的金融危机，但为了化解银行体系不良债权累积的宏观金融风险，不得不耗费巨额的社会成本一次又一次地予以剥离。在这次信贷膨胀中，许多贷款都不具有自偿性，也就是，这些不具有自偿性的贷款并不会产生熊彼特所说的与贷款本息等值的货物与现金流量；政府为了刺激信贷增长降低对企业的项目资本金要求，本身就会恶化银行信贷所面临的信息不对问题，会带来逆向选择和借款者的道德风险强化的不利后果。从这个意义上讲，为刺激信贷扩张而降低资本金比率，与美国为了刺激房地产市场的增长而对无收

⁵ 马歇尔：《货币、信用与商业》中译本，第 250 页。

⁶ 马歇尔：《货币、信用与商业》中译本，第 154 页。

⁷ 数据来源：根据美国联邦储备银行网站资金流量表数据计算。

入证明、无首付款的人发放的次级抵押贷款，并无本质上的区别。历史教训足以让人们对未来中国银行体系信贷质量的担忧。我们并不愿意看到，为了“保增长”短期目标的信贷膨胀而毁坏了过去银行改革来之不易的成果。

五、小结

适度宽松的货币政策刺激了商业银行贷款出人料地增长，贷款增长率之高实属十多年来所鲜见。国有银行和股份制商业银行主导的信贷膨胀表明，中国银行业贷款存在棘轮效应，国有银行的信贷行为表明，中国银行业要走上真正市场化的道路，还有一段比较长的距离。贷款加权“利率期限结构之谜”也表明，中国的政府行为在银行信贷资源的配置中仍然具有深远的影响。

信贷的膨胀在短期内固然有利于中国经济摆脱国际金融危机的不利冲击，但信贷创造出新的购买力可能加大未来通胀的压力和新一轮的资产价格泡沫的形成，信贷高速扩张之后的信贷紧缩又会促使泡沫的破灭，使商业银行在信贷活动中面临更严重的信息不对称问题，恶化了银行的资产负债表，乃至对金融体系的稳定造成不利的冲击。有鉴于此，政府在宏观调控中，应当密切关注信贷膨胀的潜在隐患，当国际金融危机的破坏性冲击逐步减弱之时，及时地调整货币政策策略，逐步反向修正为应对金融危机而采取的激进的货币政策策略，转移到熨平经济周期波动和促进国民经济平稳发展的常规货币政策操作中来。

主要参考文献：

马歇尔，1997：《货币、信用与商业》中译本，商务印书馆。

熊彼特，1996：《经济发展理论》中译本，商务印书馆。

卡尔·E·瓦什，2001：《货币理论与政策》中译本，中国人民大学出版社。

帕德玛·德塞，2006：《金融危机：蔓延与遏制》中译本，中国人民大学出版社。

米什金，1998：《货币金融学》中译本，中国人民大学出版社。