

从信贷供需相对强弱的视角分析货币政策宽松的必要性

主要结论：

1、理论与实践上，信贷供需的强弱变化反映了货币政策信贷传导的有效性

- 信贷供给与需求的相对强弱变化，决定了信贷供需均衡的数量与价格，反映了货币政策信贷传导渠道的有效性。
- 信贷供给与需求的变动在引起信贷总量变化的同时，信贷内部的期限结构也会产生明显的变化。银行信贷供给周期的变动会显著影响企业流动性资金与长期资金需求之间的替代性选择，信贷紧缩促使公司增加流动性需求而减少长期资金需求，反之则增加长期资金需求。
- 我们从信贷期限结构角度出发构建了信贷供需相对强弱指数，能够反映货币政策信贷传导的有效性。

2、当前信贷供需相对强弱指数持续走弱，货币政策信贷传导渠道在弱化

- 宏观整体层面，信贷供需相对关系的变化必然会引起实体经济数量、价格两方面的变化。根据信贷供需相对强弱指数与不同时期宏观经济形势与货币政策变化的联系，对比 2005 年 12 月以来的七个阶段变化，当前信贷供需相对强弱指数持续走弱，反映了货币政策信贷传导渠道在弱化。
- 微观行业层面，比较 2015 年以来不同行业信贷供需相对强弱指数的变化，微观行业层面与宏观层面指数存在明显差异；同时，微观行业层面指数之间的差异，在一定程度上反映了不同行业未来资本开支之间的差异。

3、政策不确定性的视角可以解释当前信贷供需相对强弱指数的走弱

- 政策不确定性与信贷供需相对强弱指数基本呈现负相关关系，表明在政策不确定性加大的情况下，信贷从供需两个方面都将会倾向于短期，表现在信贷供需相对强弱指数走弱，反之则走强。原因如下：
 - 银行在政策不确定性上升时会表现出信贷收缩现象。交易对手风险上升外、信贷资产风险收益恶化导致银行采取了更为保守的经营策略
 - 政策不确定的上升增加了投资项目未来现金流的不确定，提高了企业未来投资的价值，从而对企业当前投资产生抑制作用；同时，企业在面临政策不确定情况下增持现金的行为，也会对当期投资造成抑制。

4、展望：经济政策的不确定性已开始消退，货币政策降准、降息空间打开

- 政策不确定性是制约信贷供需的一个很重要因素，中央经济工作会议、两会以来，政策确定性已开始增加，叠加外部中美贸易谈判也取得阶段性进展，政策不确定性对货币政策信贷传导的制约已开始减轻，信贷供需相对强弱指数走弱幅度将逐步放缓，货币政策传导弱化趋势得到改善。
- 中央银行是货币政策传导的起点，在政策确定性逐步加强的同时，面对经济依然存在的下行压力，央行货币政策操作上正在更加有所作为。
- 从外部来看，当前我国货币政策外部约束明显减轻，可以更加有效地聚焦于内部均衡的实现。
- 从内部来看，当前经济仍存在下行压力，货币政策依然需要保持边际宽松，未来政策重心将从化解企业融资难转向融资贵问题。预计年内再降准 2-3 次基础上，降息概率上升，以避免实际利率被动走高制约融资需求。

风险提示：中美贸易协议出现分歧，政策不确定性进一步上升；人民币汇率大幅波动制约货币政策边际宽松空间；实际利率大幅攀升，造成企业融资成本提高，盈利预期减弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

内容目录

引言	4
1、理论与实践上，信贷供需的强弱变化反映了货币政策信贷传导的有效性.....	4
(1) 银行信贷的总量与结构特征	4
(2) 构建信贷供需相对强弱指数	6
2、当前信贷供需相对强弱指数持续走弱，货币政策信贷传导渠道在弱化	9
(1) 宏观层面信贷供需相对强弱指数的回顾.....	9
(2) 从微观行业层面看信贷供需相对强弱指数差异.....	12
3、政策不确定性的视角可以解释当前信贷供需相对强弱指数的走弱	15
(1) 经济下行与政策不确定指数高度相关	16
(2) 商业银行在政策不确定性上升时会表现出信贷收缩现象	17
(3) 政策不确定抑制企业当期投资和信贷行为	17
4、展望：经济政策的不确定性已开始消退，货币政策降准、降息空间打开 ..	18

图表目录

图表 1：2008 年底以来信贷成为货币派生的主要渠道（万亿元）	5
图表 2：信贷增速与资本形成在 GDP 中的贡献呈现出很强的正相关性（%） ..	5
图表 3：部分时期短期与中长期贷款呈现出此消彼长的波动态势（%）	6
图表 4：贷款需求指数、银行贷款审批指数的变化（%）	7
图表 5：去年二季度以来大型企业、中型企业、小型企业信贷需求分化（%） ..	7
图表 6：信贷供给与需求变动对均衡信贷数量和价格的影响.....	8
图表 7：信贷供需相对强度指数，与加权平均贷款利率走势一致（%）	8
图表 8：从不同角度出发构建的新 / 旧两信贷供需相对强弱指数走势基本一致（%）	9
图表 9：按照信贷供需相对强弱指数，可以将 2005 年底以来划分为七个阶段（%）	10
图表 10：按照信贷供需相对强弱指数，可以将 2005 年底以来划分为七个时间段.....	10
图表 11：2015-2016 年微观行业信贷供需相对强弱指数 V3 对比	13
图表 12：2016-2017 年微观行业信贷供需相对强弱指数 V3 对比.....	14
图表 13：2017-2018Q3 微观行业信贷供需相对强弱指数 V3 对比.....	14

图表 14: 上市非金融公司信贷供需相对强弱 (领先 4 个季度) 与资本开支正相关	15
图表 15: 政策不确定性指数与信贷供需相对强弱指数基本呈现负相关关系 ...	16
图表 16: 2018 年以来政策不确定性指数持续走高 (%)	17
图表 17: 政策不确定指数与工业企业货币资金变化趋势呈现比较明显的同步性 (%)	18
图表 18: 非金融企业融资开始逐步恢复 (亿元)	19
图表 19: 地方政府新增专项债发行节奏加快 (亿元)	19
图表 20: 美国经济已出现走弱迹象 (%)	20
图表 21: 欧元区经济已经走弱 (%)	20
图表 22: 存款准备金率还存在下调空间	21
图表 23: 通胀走弱背景下, 实际利率被动走高 (%)	21

正文如下：

引言

2018 年以来，货币政策整体边际宽松，央行六次降准，银行体系流动性持续宽裕，货币市场利率也维持在较低水平，但宽松流动性对信贷的传导并不畅通。从信贷期限结构来看，非金融企业中长期信贷增速放缓，短期信贷增速则处于上升态势，出现了明显的信贷短期化趋势。信贷供给与需求相对强弱的变化，决定了信贷供需的均衡数量与价格，反映了货币政策信贷传导渠道的有效性。为此，我们从信贷期限结构出现构建了信贷供需相对强弱指数，并分析了这一指数在宏观以及微观行业之间的变化，在此基础上讨论了制约信贷供需扩张的原因，进一步对当前货币政策做了展望。

1、理论与实践上，信贷供需的强弱变化反映了货币政策信贷传导的有效性

信贷在货币政策传导中起着重要作用。货币政策的源头是中央银行，中央银行通过资产负债表规模的扩张和结构的调整，来改变商业银行的资产负债表，商业银行通过信贷、投资等行为调节居民和企业的资产负债表，进而影响居民和企业的投资和消费行为。可以看到，商业银行在货币政策传导中具有重要作用。伴随着我国金融体系的壮大与发展，金融资源由单一的银行信贷扩展到多种形式的金融工具，满足了企业和居民的多方面融资需求。虽然非银行体系融资规模在不断攀升，但银行信贷依然在我国占有重要的位置。近年以来，本外币贷款在社融中占比保持在 70%左右，是居民和企业重要的融资来源之一。发达国家由于拥有丰富的直接融资体系，货币政策信贷传导渠道相对比较弱，更加依赖于利率传导。在我国这样一个银行为主体的融资体系当中，货币政策的收缩与扩张直接影响着银行体系流动性的均衡，进而伴随着信贷资源的收缩与扩张，因此信贷在货币政策传导中起到了比较重要的作用。有研究认为，中国国有银行和国有企业体系保证了次贷危机期间的宏观经济刺激政策的有效性¹。货币政策调控方式方面，徐忠认为，我国由于货币政策始终面临着政府过度关注经济增长和预算软约束部门、金融市场风险、金融风险、金融功能深化和汇率形成机制改革等因素制约，金融市场微观基础、制度保障和产品市场发展等方面仍存在问题，货币政策仍需要依赖数量调控方式²。

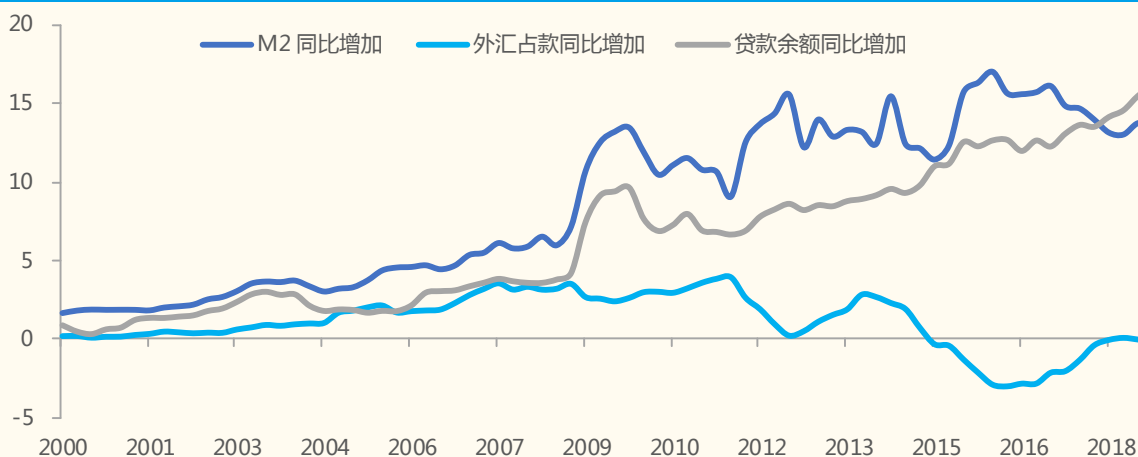
（1）银行信贷的总量与结构特征

信贷通过货币派生对经济发展产生重要影响。2000 年以来，我国信贷规模增长迅速，以金融机构各项贷款余额来衡量，信贷总量从 2000 年 9.94 万亿增加到 2018 年 136.30 万亿，年均复合增长率 15.66%。从货币派生角度来看，2008 年伴随着外汇占款流入放缓，信贷也成为货币派生的主要渠道。一般来讲，企业获取信贷的多寡将影响其投资行为，并最终作用于宏观整体资本形成，从图表 2 可以看到信贷增速与资本形成在 GDP 中的贡献呈现出很强的正相关性，信贷增速放缓时，资本形成对 GDP 的贡献一般也会下降，反之亦然。

¹ Morck, R., M. D. Yavuz, and B. Yeung, 2013, "State- controlled Banks and the Effectiveness of Monetary Policy", NBER Working Paper, No.19004

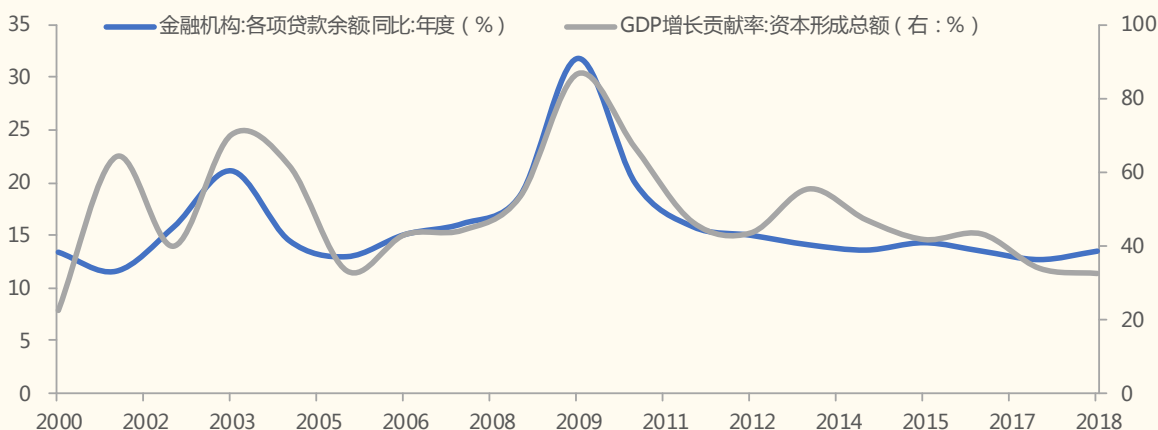
² 徐忠. 经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型[R]. 中国人民银行工作论文, 2018, (3)

图表 1：2008 年底以来信贷成为货币派生的主要渠道（万亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：信贷增速与资本形成在 GDP 中的贡献呈现出很强的正相关性（%）



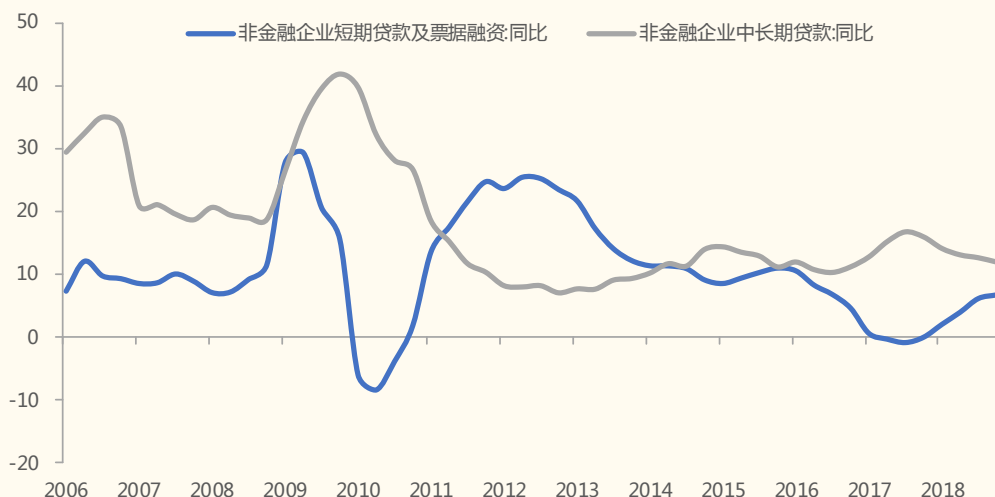
来源：Wind，国金证券研究所

信贷期限结构中，短期贷款与中长期贷款呈现阶段性此消彼长的波动态势。在了解信贷总量的基础上，我们需要进一步考察信贷期限结构的变化，即信贷总量中短、中长期信贷的结构变化。近年来，我国信贷总量增速逐渐放缓，由 2009 年 31.74% 下降到 2018 年 13.50%，信贷总量放缓的背后，非金融企业信贷期限结构也呈现出一些很有意思的结构性特点。2009-2011 年中长期贷款增速逐步放缓的过程中，短期贷款增速则呈现扩张态势；2015-2017 年，中长期贷款增速扩大，短期贷款增速放缓；2017 年底以来，中长期贷款增速放缓，短期贷款增速扩大，中长期贷款增速由 2017 年底峰值，17.47% 下降至 2019 年 2 月 11.52%，短期贷款增速则由 2017 年底谷底，-1.16% 上升至 2019 年 2 月 9.08%。可以看到，短期贷款与中长期贷款在某些时段表现出此消彼长的波动态势。2017 年底以来，非金融企业中长期信贷增速放缓，短期信贷增速则处于上升态势，出现了明显的信贷短期化趋势。

企业融资目的的转变实际上体现了企业投资行为的变化。从信贷用途来讲，企业不同期限融资具有不同目的，短期限融资主要是为了补偿企业流动性不足，长期融资则更多支撑企业扩大再投资行为。一般来说，当经济表现疲弱的情

况下，企业信贷需求相对也会比较弱，表现在信贷需求期限上也会更多倾向于持有短期信贷；同时，银行信贷供给也往往是收缩的，考虑到长期信贷利率风险大于短期信贷，银行也会倾向于缩短信贷供给期限。对于企业长期资金需求，研究二战后美国经济周期的规律后发现，信贷紧缩会使得公司资产负债表恶化，而公司为尽快改善现金流和资产负债表，削减长期投资和设备购置费用，并减少和停止雇用劳动力，低价出售存货，因而公司长期资金需求也相应减少³。

图表 3：部分时期短期与中长期贷款呈现出此消彼长的波动态势 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

(2) 构建信贷供需相对强弱指数

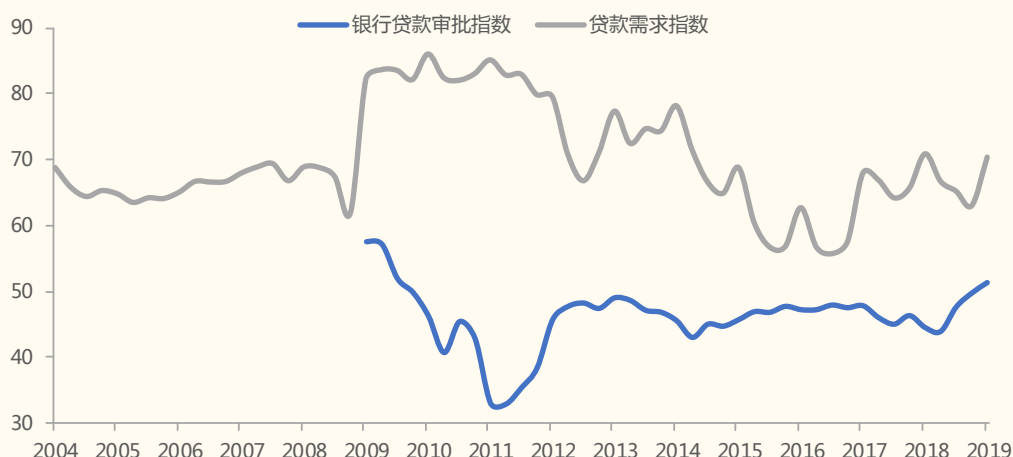
区分信贷供给和需求具有重要意义。我们所观察到的银行信贷数据往往是信贷市场供需均衡的最终结果，并不能单独反映信贷供给或需求的状况。区分信贷供给和需求具有重要的政策含义：一是可为未来经济增长走势提供预判，二是可为科学制定宏观经济决策提供及时参考⁴。从已有统计数据来看，央行调查问卷中，银行贷款需求指数与银行家贷款审批指数可以在一定程度上反映信贷需求与供给的变化，其数据来源于全国 3200 家左右各类银行机构，调查对象为全国各类银行机构（含外资商业银行机构）的总部负责人、行长以及主管信贷业务的副行长。

信贷供给与需求在不同时间呈现波动态势，今年以来，信贷需求逐渐走弱，贷款需求指数由年初 70.9% 下降到三季度 65.2%；信贷供给方面，2012 年以来银行贷款审批指数波动幅度相对较小，基本保持在 45% 左右，2018 年四季度贷银行贷款审批指数较年初上升 5.2 个百分点至 49.8%。信贷需求在企业大小之间也存在差异，可以看到 2009 年以来，大型企业、中型企业、小型企业信贷需求依次呈现递增趋势。从趋势来看，大部分时间三者走势基本一致，不过，2018 年在信贷总需求较弱的情况下，四季度小型企业信贷需求较大中型企业出现上升趋势，较二季度上升 3.4 个百分点至 67.9%，大中型企业则分别由二季度的 58.0%、60.6% 下降至四季度 54.0%、56.6%。

³ Eckstein, O., and A. Sinai, 1986, "The mechanisms of the Business Cycle in the Postwar Era", in Gordon, R., eds., The American Business Cycles: Continuity and Change, University of Chicago Press.

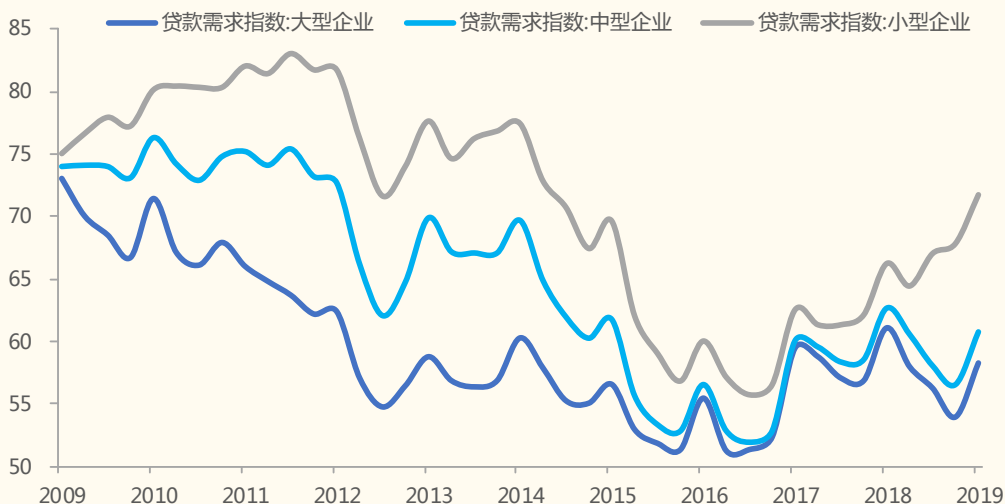
⁴ 伍戈, 谢洁玉. 信贷供给不足还是需求萎缩：量价组合的信号作用[J]. 金融评论, 2015, (6): 30-40

图表 4：贷款需求指数、银行贷款审批指数的变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：去年二季度以来大型企业、中型企业、小型企业信贷需求分化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

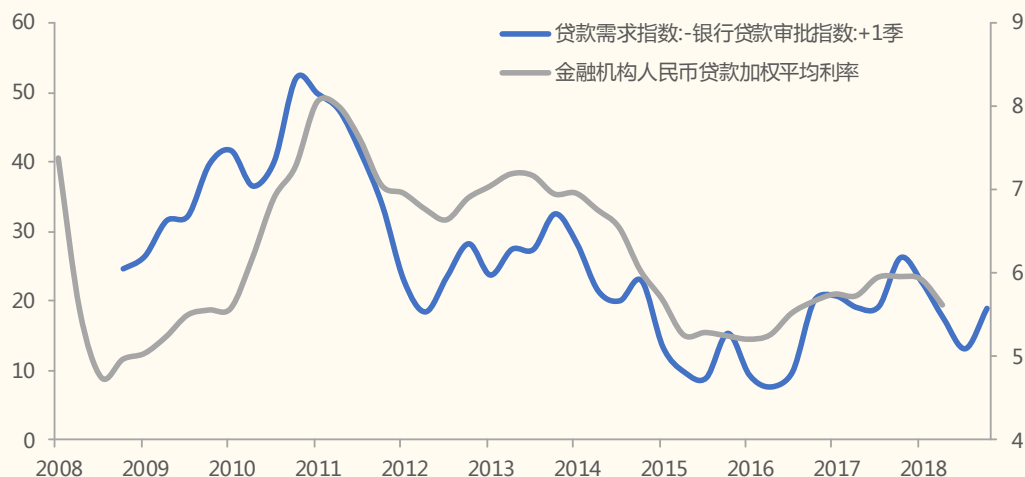
决定信贷供需均衡数量与价格的实际上是信贷供给与需求的相对强弱变化。从贷款需求指数、银行贷款审批指数出发，我们尝试构建信贷供需相对强弱指数 V1。当信贷供给与信贷需求同方向变动时，如信贷供给和需求同时扩张，那么信贷数量是增加的，但对信贷价格变化影响的方向不确定，取决于信贷供需之间变化的相对强度；当信贷供给与信贷需求反方向变动时，如信贷供给扩张，信贷需求收缩，那么均衡的结果信贷价格下降，而信贷数量不确定；当信贷供给收缩，信贷需求扩张，那么均衡的结果是信贷价格上升，而信贷数量不确定。从贷款需求指数、银行贷款审批指数出发，我们可以构建信贷供需相对强弱指标，这里将信贷需求指数与信贷供给指数相减，得到信贷供需相对强度指数。由图表 7 可以发现，这一指数与加权平均贷款利率走势保持一致，即信贷需求相对于供给强时，贷款加权利率是上升的，当信贷需求相对于供给弱时，则反之。这说明信贷供需相对强弱指数可以很好的刻画信贷市场供需之间的变动。

图表 6：信贷供给与需求变动对均衡信贷数量和价格的影响

	信贷需求增加 (+)	信贷需求减少 (-)
信贷供给增加 (+)	信贷数量增加，信贷价格不确定	信贷数量不确定，信贷价格减少
信贷供给减少 (-)	信贷数量不确定，信贷价格增加	信贷数量减少，信贷价格不确定

来源：国金证券研究所

图表 7：信贷供需相对强度指数，与加权平均贷款利率走势一致 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

但信贷供需相对强弱指数 V1 存在以下几点问题：一是，央行调查问卷是季度低频数据，不能及时的反映信贷供需相对强弱状况，存在滞后性；二是，银行家贷款审批指数不能很好的反映贷款供给状况。可以看到，与贷款需求指数相比，2012 年以来贷款审批指数变化很小。贷款审批指数对贷款审批态度的反映准确度不高。主要是因为：（1）银行信贷员在回答问卷时，认为减少贷款审批

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13433

