

信贷激增与经济金融风险

—基于新兴市场的视角

中国人民大学经济学院 黄隽

摘要：近 10 年来，信贷增长过快是新兴市场经济国家普遍面临的问题。本文在分析金砖四国和欧洲新兴市场信贷激增的趋势、原因以及资金来源的基础上，对信贷增长的门槛值（基准值）的度量方法进行了文献梳理。关注信贷的增长是经济基本面的正常客观需要，还是赶超效应刺激的结果，如果是前者，则有利于经济的发展；如果是后者，将会影响宏观经济和金融业的稳定。本文探讨了信贷“过度”增长对经济和金融影响的渠道和潜在的风险。最后提出了政策建议。

关键词： 信贷快速增长 新兴市场 经济金融风险

近 10 年来，信贷增长过快是新兴市场经济国家普遍面临的问题。次贷危机前，全球经济处于高增长和低通胀的黄金时期。对于新兴市场来说，金融的自由化使银行的竞争和效率明显提升，货币化进程促进了金融需求，伴随着经济的强劲增长，信贷繁荣。次贷危机后，各国政府均采取了积极的财政和货币政策刺激经济，信贷量猛增。已有的研究表明，信贷激增通常被认为是潜在风险的早期预警指标，新兴市场信贷的过度膨胀会导致经济过热、外部失衡和银行货币危机，从而危及宏观经济和金融业的稳定。

就中国来说，宏观经济挑战主要来自资产价格上涨、地方财政和银行不良贷款，而这三方面均与信贷的快速增长密切相关。

一、信贷激增的趋势、原因和资金来源

我们选取巴西、中国、印度、俄罗斯金砖四国以及欧洲一些新兴市场经济国家 2000-2008 年的数据进行对比分析。

1、新兴市场经济国家信贷扩张的趋势

首先对比经济发展水平和成长速度。

表 1 人均 GDP 水平（以 2000 年不变价格计算） 单位：美元

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
巴西	3701	3697	3743	3736	3899	3975	4087	4274	4448
中国	949	1021	1106	1209	1323	1452	1612	1812	1965

印度	453	469	479	512	546	589	637	686	718
俄罗斯	1775	1870	1968	2122	2286	2444	2644	2866	3030
保加利亚	1563	1658	1742	1840	1973	2107	2261	2413	2570
克罗地亚	4823	4992	5264	5525	5761	6000	6287	6637	6796
匈牙利	4690	4893	5123	5359	5623	5854	6097	6180	6228
罗马尼亚	1651	1770	1888	1992	2165	2260	2444	2596	2845

注：数据根据世界银行世界发展指数在线数据库的数据整理得到

从表 1 中可以看出，拉美国家和欧洲国家等新兴市场的经济发展水平普遍高于亚洲的中国和印度。一方面，金融业的发展可以促进经济增长；另一方面，经济的发展能够提升金融业的服务水平和质量，具体来说，一个国家财富和收入的增加客观上增加了对金融服务业的需求，经济成长和金融发展两者互为因果关系。

按照新古典增长理论，资本、劳动力和技术是经济增长的基本要素。新兴市场国家在近 10 年来经济持续快速增长的过程中，银行信贷的推动作用功不可没。

表 2 银行业提供给国内的信贷/GDP (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
巴西	75	72	74	74	73	74	87	95	102
中国	120	123	143	152	140	136	136	132	126
印度	53	55	59	57	59	60	63	64	72
俄罗斯	25	23	25	27	25	21	22	26	26
保加利亚	18	20	24	30	35	43	43	59	67
克罗地亚	41	46	54	56	58	64	71	73	75
匈牙利	54	49	53	57	58	62	68	74	81
罗马尼亚	14	13	14	16	17	21	24	35	41

注：数据根据世界银行世界发展指数在线数据库的数据整理得到

容易观察到，大多数新兴市场国内信贷增长量普遍超过 GDP 的增长量；信贷水平稳步提高，对比看来，中国的信贷/GDP 的水平一直在高位徘徊，处于最高水平。

近 10 年来，由于新兴市场强烈的赶超欲望和压力，从世界范围内看，信贷增长速度明显高于其他国家。与中国不同的是，大多数新兴市场私有化进程很快，银行业对政府以及国有企业贷款数量很少，私人部门是经济成长的主体和动力所在。国外对信贷快速增长的文献主要集中在对新兴的市场经济

国家（非洲、拉美、中东欧和亚洲等地区）的研究，关注的是银行对私人部门的信贷，采用的计量指标主要是银行给私人部门信贷的增长率和银行给私人部门信贷占 GDP 的比重。

表 3 国内给私人部门的贷款/GDP (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
巴西	33	30	31	29	29	31	40	49	56
中国	112	111	119	127	120	114	113	111	108
印度	29	29	33	32	37	41	45	47	5
俄罗斯	13	16	18	21	24	26	32	39	41
保加利亚	13	15	20	27	36	44	47	--	--
克罗地亚	32	37	44	46	49	53	60	63	65
匈牙利	31	33	35	42	46	51	55	61	70

注：数据根据世界银行世界发展指数在线数据库上的数据整理得到

从表 3 中可以看出，大多数新兴市场对私人部门的贷款稳步增长，与其他新兴市场横向相比，中国银行对私人的信贷水平远远高于其他国家。

具体看中国近年来金融机构人民币信贷总额及增速。

次贷危机后，受刺激经济政策和“保八”的影响，2009年信贷总量陡增了9.59万亿，增幅约32%，贷款增速创十年新高。贷款已经成为推动经济增长的最重要的因素。

图 1 2003-2009 年金融机构人民币信贷总额

注：根据中国人民银行官方网站数据绘制。

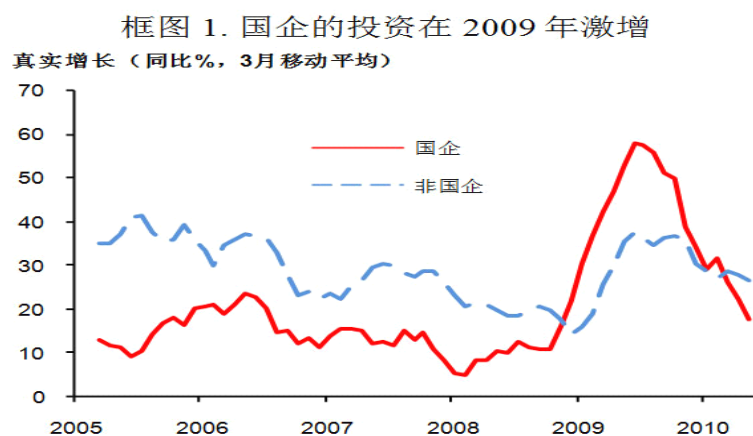
表 4 金融机构人民币信贷增长率 (%)

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
增长率	11.55	9.77	15.71	16.16	15.94	31.74

注：数据根据中国人民银行网站数据整理得到。

根据世界银行 2010 年 6 月发布的《中国经济季报》信息（见框图 1），2009 年以后，国企的投资突然发力，打破了前些年低于非国企的态势，投资

增速超过非国企，而国企投资的主要资金来源于银行的信贷，这个迹象值得关注。



数据来源：国家统计局，世界银行工作人员估计。

在中国近 30 年经济增长过程中，资本对经济增长的贡献率高达 55%¹，大资金带动大增长成为中国经济增长的基本模式。

2、信贷激增的原因

新兴市场信贷的快速扩张主要源于在较低的经济基础下较高的赶超意愿和动力。Crowley(2008)认为，金融发展的初始水平较低的国家具有较高的信贷增长率，对赶超假说提供了证据支持，

Hilber 等(2005)对信贷快速增长原因进行了理论总结，认为主要来自三方面的动力：(1)在经济发展阶段，信贷的增长快于产出(Favara,2003, King and Levine, 1993; and Levine, 1997)。实证研究支持了“金融深化”理论，即金融业的开放和发展有助于提升经济增长。(2)按照加速器理论(Fuerst, 1995; IMF, 2004)，由于企业投资和营运资本的需要，在周期性好转的初期，在信贷扩张快于产出。(3)超额的信贷扩张会通过金融市场使风险发生变化，出现非理性的反映。根据金融加速器理论，对资产的未来估值收益的过分乐观导致热钱的涌入，抵押品的价值上升（同时增加非交易品的相对价格），银行放任企业和消费者去借钱负债消费。如果业绩低于预期，资产价格和抵押品价值会下降，他们的贷款能力和取得新贷款的可能性随之下降。当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击，其净值随之升高或降低时，经由信贷市场的作用，将会放大这种冲击对经济的影响，延伸繁荣或增加衰退的广度和深度。

从需求方看，新兴市场处于经济起飞初期，整体的经济发展水平较低，基础设施较差，投资欲望和需求普遍高于发达国家。信贷的扩张被经济的强劲增长和名义利率的下降所推动。从理论上讲，实体经济的增长强化了消费者的信心和商

¹周小知，2009年7月，《经济刺激计划与银行信贷增长》，《银行家》

业繁荣的气氛，消费和投资的兴旺带动了资金需求。信贷的需求与借款成本负相关，与个人的收入和财富、借款人对未来收入和资产估值以及资本的收益率正相关。居民收入的明显提高、住房商品化，赶超效应和良好的收入预期，企业较好的投机或投资机会，使信贷需求的强劲。

从供给方来看，信贷增长的动力来源于银行对利润最大化的追求。从世界范围内来看，流动性条件的明显改善，银行负债成本下降。在近 10 年中，在新兴市场金融机构私有化进程明显加快，利益取向凸显，风险溢价降低，投资环境改善，本币升值压力加大，高收益的市场机会等因素吸引了大量的外资涌入。在许多新兴市场国家，来自发达国家外资银行主宰了银行业。外资的进入和竞争提升本土银行的市场化程度和风险管理水平。Sirtaine(2007)提供的数据表明，欧洲新兴市场信贷资金是企业主要的外部融资来源，信贷增长的部分主要是由外资银行贡献的。

从宏观经济环境来看，各国政府普遍实行的是宽松和开放的宏观经济政策。较好的经济发展预期、较低的通货膨胀率、贷款利率水平下降以及实际汇率升值等因素等都有利于信贷扩张。

具体到中国，2001 年加入 WTO 后，四大国有银行开始了股份制改革、上市等一系列改革，银行业的市场化程度和效率明显提升。伴随着中国经济的快速增长，银行信贷不断的扩张。信贷的快速增长推高了银行的利润，市场竞争迫使银行争夺优质贷款资源，最大限度地满足客户的要求。次贷危机后，信贷的供给在很大程度上来自政府大干快上的刺激。从固定资产投资看，很多地方是“政府搭台，银行唱戏”。按照规划，4 万亿元的投资计划中中央资金仅占 30%，地方及银行贷款占 70%。统计数据表明，地方政府将资金缺口通过政府的融资平台，将落实项目资金的重任推向了商业银行。

概括来说，新兴市场的政府、商业银行、厂商和消费者对经济增长的偏好和压力以及收入增长的合力，直接推动了信贷的扩张。

3、信贷快速增长的资金来源

由于微观经济主体的企业经营状况和个人收入正在步入良性化发展轨道，较快的信贷增长主要来源于国内企业的存款和个人的储蓄以及较快的贷款周转率，其次来源于外资的大量流入。而且在经济快速增长的压力下，大多数新兴市场国家的政府为了使经济进入快速增长的轨道，将货币供给视为外生变量，主动采取宽松的货币政策，刺激了信贷激增。同时一些经济依靠出口起飞的国家外汇储备的增加，成为基础货币超量投放、最终信贷和广义货币扩张的主要源泉。

中国是一个典型的以间接融资的银行主导型金融体系。2002 年中国存款为 17 万亿元，2008 年增长到 46.6 万亿元，六年年均增长 18.2%。存款给银行信贷

提供了雄厚的资金来源。根据中国人民银行 2009 年末资产负债表提供的数据，在中央银行 22.75 亿元的总资产中，其中用于购买外汇的资产为 17.52 亿元，占比高达 77%¹，中国高额的外汇收入对货币发行的贡献可见一斑。

二、“信贷激增”衡量和预警

现有文献在忧虑新兴市场信贷增长速度过快对经济金融稳定的影响的同时，也非常关注如何定义和区分信贷的“过度”（excessive）问题。

理论上来说，经济发展需要信贷支持，信贷的增长应该是一个内生变量，它是由收入、储蓄、投资和消费等因素所决定的，即是经济体系中的实际变量以及微观主体的经济行为等因素决定。Sirtaine(2007)对决定信贷的主要宏观因素进行了总结，认为人均 GDP(经济增长)、实际利率（信贷成本）、通货膨胀（波动成本和信贷约束）、公共债务（挤出效应）、金融自由化指数（金融深化）、银行监管、会计标准和资产价格（财富效应和抵押品）等因素起着重要作用。

我们需要判断信贷的增长是经济基本面的正常客观需要，还是赶超效应刺激的结果，如果是前者，则有利于经济的发展；如果是后者，将会给宏观经济和金融业的带来风险。信贷膨胀被定义为在某个阶段的信贷极端地偏离正常趋势，即这种偏离是不被经济的基本面所支撑的（Iossifov and Khamis,2009）。已有文献的基本思路是寻找和量化正常趋势的门槛值或基准值，超过这个值，就被认为是“过度的”（Gourinchas et al., 2001; Ottens et al., 2005）。不少文献指出（Duenwald et al.,2005），从计划经济到市场经济的转轨国家（例如俄罗斯、东欧和中国等国家），一是可研究的时间序列较短，二是经济体制和结构处于剧烈变动的不平稳状态，研究满足经济增长的基准信贷增长量较为困难。

Boissay 等（2005）认为，理论上来说，定义“过度”信贷增长需要满足以下条件：（1）银行的信贷项目成为坏账，威胁到金融稳定；（2）导致宏观经济发展收到较大的影响，例如外部环境恶化导致借入外债不可持续。但是这两种情况都不容易度量或预测。

一些学者采取了不同的方式来辨别信贷的行为，例如采用 Hodrick-Prescott 滤波模型来区分正常类型（趋势）和过量的增长（Cottarelli et al,2003; Schadler et al,2005）。举例来说，IMF(2004b)的研究认为，如果超过国家信贷增长趋势 1.75 倍个标准差，就可认为是“信贷膨胀（Boom）”。选择这个门槛值是因为，假设信贷增长观察值服从正态分布，它们落在超过 1.75 倍外的标准差的概率只有 5%。Schadler et al(2005)在对东欧转轨国家信贷过快增长的研究中，采用向量误差修正模型（VECM）对欧元区的季度数据进行估算。模型中信贷需求包括信贷/GDP、信贷成本的替代量（政府债券长期的实际利率）和人均收入三个变量。

¹ 数据来源于中国人民银行官方网站。

从这些变量的长期均衡的协整关系中可以得到一些关于信贷未来发展的结论。例如，从长期来看，人均收入增长 10%，信贷/GDP 大约提高 3%。

Boissay et al(2005)对中东欧国家的信贷激增进行研究，探讨信贷增长过度的度量方式。作者认为，在从计划经济到市场经济的转轨过程中，确定信贷/GDP 的均衡值较为困难，无法直接度量。信贷不仅依赖于其传统的宏观经济基础，而且金融自由化等新的因素也会起作用，这些变化会从不同的渠道或以不同的方式影响银行业和信贷供给。例如，银行业进入门槛的降低、外资银行的进入等等。另一方面，较为严格的监管要求也会产生反向的效应。Boissay et al(2005)将信贷增长既作为宏观经济基本面的函数，也作为实际信贷/GDP 和均衡水平的两者缺口的函数。通过短期的信贷弹性来估计预期信贷增长的情况，来检验是否信贷是否是“过度”的增长。

Zdzienicka(2009)认为在发展中国家，“正常”信贷行为依据的是“金融深化”的理论，而“过度”的信贷增长的基础是“金融加速器理论”或行为模型。“金融加速器”理论和行为模型通过顺周期性解释了信贷快速增长，认为这种增长源于实体和金融部门的发展。根据“金融加速器”理论，信贷扩张来自对未来收益的过分乐观，这会增加担保债务抵押品的价值和借款人的信用额度。在行为模型中，对“过量”信贷增长的解释是金融市场上对风险的误测，即金融市场在繁荣时被低估，在衰退时被高估¹。作为对“过量”的信贷扩张的反应，当泡沫发展到一定阶段，市场很可能出现“逆转”，威胁金融和经济的稳定。

Zdzienicka(2009)采用滤波、静态和动态面板估计的方法进行估算，结果表明，样本中的几乎所有欧洲新兴市场国家都存在信贷增长超过经济金融发展的基本面问题，估计结果确认了以往文献对信贷快速增长的担忧。作者在探讨信贷增长问题时采取了两步的方法：首先，根据欧洲新兴国家的金融发展和以往发生危机的经历，研究“过量”信贷增长的门槛值。即估计一个国家的经济金融发展趋势，然后将这个趋势与实际的信贷增长进行比较。第二，为了避免转轨时期的经济调整过快的影响，采用样本外的、同一区位的经济发展较为平稳的发达的西欧国家的情况作为均衡值，作者认为这个标准是“客观”的。即估计一个长期均衡作为经济的基本面，与实际的发展（行为方法）进行比较。在两种方法中，都是根据实际值和长期均衡值的偏离程度来判别潜在的信贷扩张是否“过度”。

找出一个地理位置相似的、发展较为平稳的区域作为均衡值或基准值，在东

¹ 有两个重要的观点解释发展中国家信贷的增长“过度”的特征。第一，信贷扩张对应于正常的周期性，在经济好转的初期，企业需要运营的资本增加，例如投资资金(“传统的加速器模型”，IMF，2004)。第二，结构的和周期性或政策性的信贷增长因素也会影响转轨时期相关的信贷决定 (Arclean et al,2007)。前者包括像放松管制、自由化和私有化的过程；后者包括政策相关的因素，例如货币政策的选择和汇率机制或政府其他行为（例如挤进或挤出效应，特别的保险计划和保障）。实证研究表明，评估增长的最优水平是困难的。

西欧之间较为现实，例如，Zdzienicka(2009)将西欧国家的长期参数作为长期均衡的系数，将估算出来的长期系数作为中东欧国家的信贷均衡水平，来估算实际值和均衡值之间的偏离程度。但是研究拉美、撒哈拉以南非洲和亚洲的新兴市场等区域则勉为其难。进一步说，虽然这些年来新兴市场的东欧国家按照发达国家的自由市场经济模式进行了变革，但是其经济发展水平和经济体制（例如汇率开放程度等）等诸多方面还存在很多的差异。新兴市场赶超效应的基础和发达国家经济增长的基础是完全不同的。因此，采用样本外市场的长期均衡值作为门槛值，存在着一定的问题。

虽然信贷增长的均衡水平的基准指标或判断趋势偏离基准指标的结果是混合的，但是仍然有许多学者从不同方法、时间、国家或角度进行探讨和摸索（Schadler et al, 2004; Cotarelli et al, 2003; Brzoza-Braezina, 2005）。

对于信贷持续的快速增长与经济金融危机之间存在密切的关系，先行脆弱性指标和早期预警指标值得关注。宏观经济、金融、企业或房地产业等基本面的弱点和恐慌（市场过度反应、传染病效应、羊群效应）是经济金融危机的两个原发性因素。Sirtaine(2007)认为，先行脆弱性和早期预警的指标可以归结为三类：

1、宏观经济的方法：Demirguc-Kunt and Detragiache(1998)认为经济金融危机是宏观经济失衡的结果，监控宏观谨慎的指标非常重要。Hilbers et al(2005)认为经常账户等指标很重要。例如，M2/GDP 是一个衡量金融深化的指标，比值越大，说明经济货币化的程度越高，同时它也可以度量货币流动性的指标。

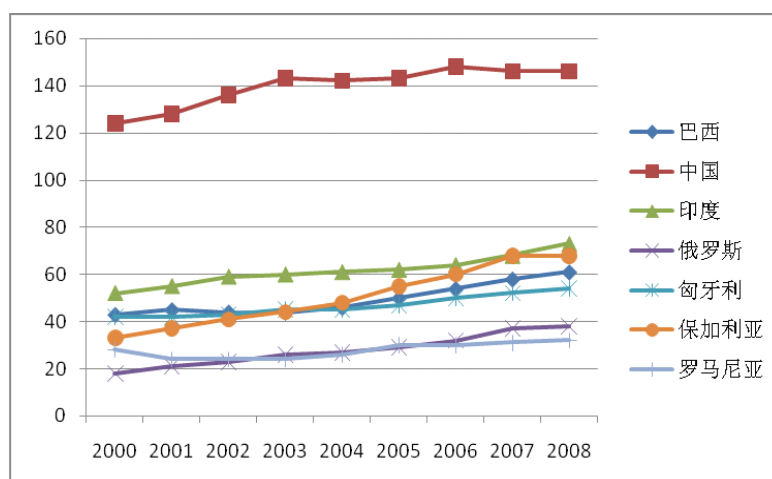


图 2 M2/GDP 的比重 (%)

注：数据来源于世界银行世界发展指数在线数据库。

从图 2 来看，中国的 M2/GDP 明显高于其他新兴市场经济国家。中国长期 M2/GDP 居高不下，暴露出商业银行的支付风险及可能的通货膨胀风险，商业银行集中的大量存款没有创造相应数量的 GDP，货币资金的边际生产力处于不断下降

的水平,同时 M2/GDP 的提高意味着 M2 的增长速度大大快于 GDP 的增长速度,存在着超额货币供应量,潜在通货膨胀的压力很大。

贷款利率平均水平可以体现资金的价格。从表 4 中可以看出中国的贷款利率最低,拉美国家最高,而一般水平也在两位数左右。一方面,反映出中国的商业银行对经济的发展提供了成本较低的资金来源,另一方面,也反映出中国市场资金的充裕程度和流动性状况。中国资产泡沫和房产泡沫的症结,在于过剩的流动性、飞涨的信贷数额和过低的金融成本。

表 5 贷款利率 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
巴西	57	58	63	67	55	55	51	44	47
中国	6	6	5	5	6	6	6	7	5
印度	12	12	12	11	11	11	11	13	13
俄罗斯	24	18	16	13	11	11	10	10	12
匈牙利	13	12	10	10	13	9	8	9	10
保加利亚	11	11	9	9	9	9	9	10	11
罗马尼亚	54	45	35	25	26	20	14	13	15

注:数据来源于世界银行世界发展指数在线数据库。

2、银行资产负债表方法: Sahajwala and Van den Berg(2000)认为危机是银行表现不好的结果,强调监管银行健康和通过压力测试来评估银行脆弱性的必要性。主要包括银行资产质量、资本充足程度等指标。例如房价下跌 30%,对银行不良贷款的影响程度;一旦银行的资本充足率出现问题,对银行间市场传染的影响等等。

3、市场方法:股市、房市持续暴涨,泡沫严重,往往是危机的前奏。Sirtaine(2007)提供的数据表明,在欧洲新兴市场上,与房产相关的贷款一直占据着重要的位置。Bongini et al(2002)认为股票、房地产等价格、违约的概率等市场指标可以衡量经济的脆弱性。例如,信用评级、房地产的空置率等指标。

三、信贷膨胀对经济金融稳定的影响

虽然信贷扩张给经济和金融发展带来了收益,但是消费和投资膨胀导致的经济过热和外部的不均衡、银行脆弱等潜在的风险不容忽视。

已有的研究普遍认为,信贷的快速增长与宏观经济和银行的风险之间存在密切的关系。Kaminsky et al(1997)综述了若干文献,认为信贷膨胀是导致银行和货币危机的重要因素。Goldstein(2001)提供的证据表明,作为资本流动的结果,信贷繁荣和两个危机(银行和货币危机)之间存在着联系。IMF(2004a)认为信贷繁荣给新兴市场带来了实质的风险,往往紧随其后的是经济快速衰退和金融危机。在过去 40 年中,信贷膨胀通常与国内投资繁荣、利率上升、经常账户恶

化、国际储备下降和实际的外汇升值以及潜在产出的下降等联系在一起。

信贷的持续快速增长从三方面影响经济金融的稳定：

1、宏观经济失衡

从宏观经济来看，银行部门对信贷的快速扩张会通过刺激潜在产出和创造过热压力来影响宏观经济的稳定。在许多新兴市场经济国家，银行信贷为消费或进口需求提供支持，随后作用到对外经常账户余额，信贷的快速增长会形成食品、能源、工资和资产价格上涨的压力，出现通货膨胀，影响到货币的稳定。尤其是消费者房贷的激增造成了房地产市场的脆弱。

在许多新兴市场国家（尤其是欧洲新兴市场），贷款的激增很大部分来源于外资的流入，这增加了人们对货币的错配、外资流入的突然停止和金融的传染病效应的担忧。经常账户的赤字会反过来刺激外部的流动性，导致银行系统的恶化。

一方面，宏观失衡影响金融稳定（通货膨胀和外部失衡）。经济的萧条和利率、汇率的震荡会恶化借款人的支付能力。另一方面，人们对金融系统稳健的担忧会加剧宏观经济的不稳定，因为市场会通过调整投资组合和货币的持有的变化对这种忧虑做出反映。

缺乏弹性的汇率制度会导致实际有效汇率的升值。以欧洲新兴市场国家为例，从 2001 年开始，大多数国家的实际汇率升值，2005 年汇率又出现大幅上升。部分的原因是由于东欧相对便宜的劳动力和技术工人的成本、较为完善的基础设施以及未来可能成为西欧国家外包生产和服务中心等良好的投资环境。一方面本币的升值来源于经济良好的基本面，另一方面也有高估的可能。施行固定汇率轨制并通过经常账户赤字向发达国度举债，当市场对新兴市场国家能否保持固定汇率程度忧虑时，外国资本撤出造成忽然面临经常账户和资本账户双赤字。东欧和欧盟其他地区（主要的贸易伙伴）之间在通货膨胀上的差异，特别是在人们普遍对东欧国家固定汇率制忧虑的情况下，真实汇率会进一步升值。如果热钱的流入完全是投机性的，汇率的变化有可能带来外资流向的突然逆转，从而导致币值和金融市场的剧烈波动。

欧洲、中国等新兴市场经济的快速发展加大了对进口石油、铁矿石等资源类产品的依赖。总体来说，在欧洲新兴市场国家，出口在 GDP 中所占的份额增长速度较为缓慢，在工资上涨的效应超过全要素生产力 (TFP) 的情况下，实际有效汇率升值压力较大。伴随着投资的增加，欧洲新兴市场国家存款增加的数量较少，经常账户的大量逆差。欧洲新兴市场国家主要通过银行借入外资来弥补逆差，这使这些国家的负债不断攀升。商品的需求主要提高进口满足，导致了经常账户的逆差和较重的外债负担，汇率的上升使竞争力下降，加剧了经济的不平衡。

较高的债务会引发货币、利率和期限的风险。欧洲新兴市场债务大部分是欧元。伴随着出口在进口占比的下降，货币币种的错配会对经济发展产生不利的影响。同时债务期限的错配（导致流动性风险）的情况较为普遍。根据 Sirtaine(2007)提供的数据，在一些欧洲新兴市场国家，短期的外债/总外债超过 40%（例如，斯洛伐克、立陶宛等）；到 2005 年末，一些国家的短期公债/外汇储备非常高，爱沙尼亚达到 250%，拉脱维亚达到 350%。这里还存在重新定价的风险，因为有些债务是浮动汇率。而且大多数新兴市场基本上都采用的是赤字财政的政策。

总之，尽管近 10 年来新兴市场的经济发展速度引人瞩目，但是宏观经济失衡问题普遍存在，同时改革的不确定性和全球经济震荡的系统性风险这些都会影响危及经济的稳定。

2、银行业潜在的脆弱性

伴随着新兴市场国家经济的快速发展，银行业的利润和资本充足率有了很大的提高，不良贷款率不断下降，银行业总体呈现出较好的发展势头。但是，信贷激增会导致银行业脆弱，损害银行业的稳定。

在经济繁荣时期，度量与整个经济环境相联系的信贷损失、评估借款人和贷款人在外界情况变化的情况下的损失较为困难，风险通常会被低估。同时金融机构短期化的激励机制进一步刺激了信贷增长，这些都会加大金融系统的脆弱性。进一步说，某些微观或银行的因素（包括来自明确的或隐形的政府担保的道德风险或不适当的治理结构）也会加速信贷增长，这些因素会刺激银行冒更大的风险。

一方面，伴随着宽松的货币政策和市场竞争的加剧，银行往往会对一些不符合条件的借款人的未来还款能力抱有侥幸心理，降低贷款标准放款，使潜在的风险不断积累。同时，与内部人或关联贷款相联系的治理问题会暴露出来。另一方面，存在隐患的还有银行以及监管当局的评估风险的能力。银行需要有足够的、经过专门训练的信贷顾问来决定哪些贷款的要求应该得到满足。但是，即使顾问很专业，快速的信贷增长会使银行在信贷质量上妥协，繁荣的市场会使银行重数量轻质量，即银行的内部管理无法跟上贷款快速增长的要求。虽然相关部门的资信记录可以辅助解决一些问题，但是不可能整体上改变这种状态。因此快速的信贷增长会导致金融系统的脆弱性。

正因为银行的风险直接影响到经济的正常运行，因此对信贷快速增长所反映出来的各种迹象以及对风险特点的观察和分析就显得非常重要，这需要收集和监控更详细和准确的信息。伴随着银行业务多样化的发展，银行涉足新兴市场的创新产品越来越多，逆向的震荡是否会导致银行的巨大损失，这依赖于存贷款规模和期限的搭配、贷款的流向、集中程度、贷款抵押品、货币币种的风险、银行和

借款人采用对冲工具覆盖利率和汇率风险的程度等因素。信贷的快速增长需要较强的金融结构和制度环境作为保障,包括银行风险管理的潜力和能力、银行监管、会计和审计的标准、透明度和法律框架等方面。

在信贷增长的初期,我们看不到银行的问题,这给我们一个银行安全的假象,但较快的信贷增长必然会出现不良贷款的增长,因为不良贷款率是一个滞后变量。Fabrizio(2006)发现,在信贷扩张的浪潮中,管理较差的银行信贷扩张的速度丝毫不亚于稳健的银行;信贷增长越快,银行的稳健性越差,这在住房信贷市场上表现得最为明显。其研究结论是,与信贷增长相关的谨慎风险已经上升,较差银行潜在的信贷质量问题很可能会以滞后的形式出现,除非这些银行强化了信贷发放的标准和风险管理。而这些依赖于这些银行在分配人力资源到信贷监控、事后信贷的评估以及监管的加强。

信贷的快速增长伴随着其他的一些重要的失衡(例如外债、货币错配等)会增加金融风险。我们还需要关注银行资产负债表上以外汇贷款以及期限的错配问题。外汇贷款份额的增加会给银行带来直接(资产负债表的错配)和间接的信贷风险(如果借款人的收益是以国内货币计价的话)。由于消费和住房贷款是以外汇计价(在欧洲新兴市场国家较为普遍,例如欧元、瑞士法郎等),这些贷款遭遇到货币风险的可能性就会很大。而且,就本国中央银行来说,无法控制外汇贷款的利率风险。

在许多新兴市场,外资银行贡献了信贷快速增长的主要部分。由于外资母银行对新兴市场的子银行有着较大的影响,如果新兴市场或母银行出现问题,都容易引起外资银行资金的撤离。

3、资产市场的失衡

我们从股票和房地产市场来分析资产泡沫破灭触发金融危机的渠道:

为了最大限度利用财务杠杆的效率,机构投资者通常会用已经购置的股票作为抵押品申请新贷款,将银行贷款投资于股票市场。而一旦股票市场崩盘,机构投资者不但自身损失惨重,而且没有能力偿还银行贷款。在抵押品自身严重贬值的情况下,银行也难以通过变卖抵押品来收回贷款。

近10年来,新兴市场的资本市场发展迅猛,交易量和股票的指数不断攀升,这同时增加了金融市场以及金融机构相互传染和扩散的潜在风险。股票价格的下降会导致国外和国内投资者逃离股市,对汇率、储备和基础货币产生影响,导致利率和流动性问题,经济容易出现较大的波动。

一般来说,新兴市场国家房地产产业在国民经济中占据重要的位置,信贷快速增长的重要部分大多是由房地产行业需求贡献的。一般来说,住房按揭被认为

是银行最安全的资产¹。房地产价格的调整可以从几个方面影响银行业：首先，一般来说，房地产开发商的资产负债率较高，很依赖银行贷款，而且往往通过土地或者房产自身来取得抵押贷款。一旦房地产市场价格下跌，开发商的资金链条将会断裂从而难以偿还银行债务。如果借款人资产和财富下降，将会增加潜在的不良贷款。同样土地价格以及房产价钱呈现明显下降，马上会影响到作为抵押品的房地产的价值，银行难以通过变抵押品来收回贷款。这会增加银行的拨备，增加银行的不良贷款和资产的损失，影响银行的收益。如果房地产作为抵押品，支出已经依赖于房产的价格，那么房地产价格的调整可能会使总需求和经济增长速度下降。第二，在新兴市场，有大量的投机资金进入房地产市场，购房不是自用，而是赚取差价，一些资金来自银行的借款，他们利用银行的杠杆融资大举负债进行投机。房地产价格的下降将直接打击投机者和贷款银行。第三，房地产市场泡沫破灭所带来的房产价值缩水，将给投资者带来严重的心理打击，很可能出现负资产的情况。在房产价值增值阶段投资者在财富效应的驱使下可能举债消费(例如贷款购置汽车)，房产价值缩水将使投资者陷进偿付危机。

综上所述，资产泡沫破灭将会通过各种渠道冲击到商业银行，信贷膨胀——资产价格泡沫——银行危机——金融危机——经济危机，几乎每次经济金融危机的出现都是沿着这个路径发展。

四、信贷激增的可能结果

Sirtaine(2007)在研究欧洲新兴市场贷款快速增长时，认为可能会出现三种可能的结果：

1、进入良性循环轨道

技术的转移和生产力提高使通过外资 TDI 来弥补经常账户的赤字，全要素生产力 (TFP) 将会提高。较低的实际工资和较高的 TFP 将缓解通货膨胀和实际有效汇率的压力，也会缓解竞争的压力，降低总需求，使经常账户进入良性循环。因此生产力的稳步增长非常重要，政府的政策应该对工资的快速增长进行限制，以确保劳动力市场更大的弹性和最大化技术的转移。用经济的增长来消化信贷的过多投放，使经济进入良性循环过程。

2、缓慢痛苦的调整过程

住房的高需求，良好的经济预期、低利率、金融自由化带来的竞争加剧和创新的增加等因素都是信贷膨胀的直接推手。新兴市场的改革和调整不可能一蹴而就，是一个漫长的痛苦过程。

3、出现经济金融危机

危机经常出现在国内银行作为媒介吸收大量的国外金融资本之后。大多数新

¹ 在《巴塞尔协议》(1) 中，住房按揭的风险权重为 50%，而其他贷款为 100%。

兴市场共同特点是采用有弹性的固定汇率制度，国外热钱涌入并泛滥，股票和房地产市场泡沫严重。危机出现时外资银行资金的大量撤离会加剧流动性紧缩，而流动性紧缩又通过危机将银行内在的弱点放大出来，这又进一步加剧了危机。同时全球经济的一体化增加了市场的敏感性和传染性。

中国与其他新兴市场有许多不同，主要表现在：

1、中国的国际收支出现持续的“双顺差”，这在新兴市场是较为少见的。中国加入 WTO 后，出口大幅增长，与此同时，国内制造业的升级换代基本完全替代了人们对进口日用品的需求，进口商品对国内消费物价指数的影响弱化。同时中国经济的快速发展，低廉的劳动力成本、良好的投资环境吸引了大量国外直接投资，国际收支状况良好。我们从表 6 经常帐户的对比中看出中国与其他新兴市场的差异。近 10 年来，除了中国和俄罗斯以外，大多数新兴市场经常项目都是逆差。

表 6 经常账户余额/GDP (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
巴西	-4	-4	-2	1	2	2	1	0	-2
中国	2	1	2	3	4	7	10	11	10
印度	-6	-5	-5	-7	-8	-7	-11	-15	-12
俄罗斯	18	11	8	8	10	11	10	6	6
保加利亚	-6	-6	-2	-5	-7	-12	-19	-25	-25
克罗地亚	-2	-3	-7	-6	-5	-6	-7	-8	-9
匈牙利	-1	0	1	1	0	-1	-1	-1	-3
罗马尼亚	-4	-6	-3	-6	-8	-9	-10	-14	-12

注：数据来源于世界银行世界发展指数在线数据库。

2、投融资体制的差异导致银行信贷风险的形成机制不同。首先，大多数新兴市场经济国家基本都是秉承着自由市场经济发展的模式，国有成分在国民经济中的地位大幅下降，私人投资占据着主导地位。其次，中国没有完全开放资本市场和资本项目，外汇市场、股票市场受外界波动的冲击较小，热钱没有合法的进入渠道。第三，本土银行和国有股份主导着中国的银行业。与其他新兴市场相比，外资银行无论是资产、还是存款和贷款的市场份额都远远低于本土银行。因此外资银行的行为不会对中国的银行业产生太大的影响。

3、中国银行业信贷膨胀的风险产生渠道与其他新兴市场存在很大差异。中国银行业的风险主要来源于：（1）银行内部管理和风险控制跟不上信贷快速增长的要求。（2）大量的信贷流向股市或房市，股市或房市泡沫的破灭直接影响到银行信贷的违约风险。（3）中国商业银行热衷于将贷款贷给地方政府（或地方政府的融资平台）或大型国有企业，尤其在这一轮的经济刺激中。一方面，国有企业和政府本身资金使用效率和监管水平不高，资金浪费较为严重；另一方面，政府

在 GDP 的考核中，热衷于见效快的基建项目以快速拉动经济增长，产能过剩和决策失误都可能导致大量的不良资产。美国战略预测公司的首席分析师 Peter Zeihan 分析说，“经济衰退时期，中国增发了两倍的贷款以维持经济活动，全年新增贷款对 GDP 增长贡献三分之一。这种规模的贷款会产生大量的坏账”。

最近，国外大量媒体认为未来中国经济面临“崩溃”的巨大风险，房地产市场和银行信贷是经济过热最突出的领域。对于中国来说，信贷激增会出现什么样的结果，取决于以下因素：

1、经济低迷持续的时间有多长。有数据表明，美国 GDP 每下降 1 个百分点，银行不良贷款就要上升 0.4 个百分点。这一规律在我国同样存在，如果 GDP 下降过多，对商业银行信贷资产质量也是一种考验。2008 年出现的中国经济成长的下行，不仅是美国次贷危机的影响，也是中国经济自身调整的结果，即与中国外向型的产业结构有着密切的关系。如果经济马上得到复苏，银行贷款实际上是抄底资金，风险可能不会很大；但如果持续时间很长，很多企业在经济反复震荡中难以支撑，银行信贷资金的风险随之增大。从经济周期规律看，经济增长从波峰到波谷一般下降很快，而从波谷上升到波峰的时间要长一些。而且全球经济的恢复和调整还没有完成，将会持续较长时间。

2、房价下跌的程度。近年来由于房地产价格的飙升，个人住房按揭贷款业务中的不审慎行为加剧，政府开始出重拳抑制房地产价格的过快上涨。随着房地产市场不确定性逐步增加，房地产开发贷款的风险链条效应或将重现，信用风险隐患可能上升。根据各银行对房价下降对银行的压力测试结果，一般银行可以承受房价下降 30% 的压力。根据国际经验，如果房价大幅回落超过 30%，个人住房贷款不良率平均将上升近 1 倍¹。在重度压力下（即房价下跌 30% 以上），商业银行对房地产开发贷款不良率将会以较快速度的提高。如果房价下跌导致房地产开发商运行困难，将危及银行的安全。

3、地方政府资金是否充裕。本轮贷款增长有许多是投放在地方政府的融资平台，例如，城投、城建、交通等有政府背景的项目贷款。一般认为，政府的信誉较高，但这些地方政府融资平台项目大多用于长期基建，地方政府大多只关注扩大规模，而较少考虑还款来源。过去很多政府贷款项目都是以土地作抵押的，但由于国家这一轮对房地产调控的力度很大，地方政府的土地出让量减价跌，出让收入大幅度减少，风险在明显增加，地方政府融资平台贷款也会有不确定性。同时，地方政府的许多决策多考虑 GDP 的提升，而对项目决策缺乏科学缜密的论证和市场供求分析，容易出现重复建设和浪费问题，从而影响未来的还款。

4、银行的管理和控制风险的能力是否跟得上。一般认为一家银行贷款增长

¹郑中：《银行压力测试揭秘：房价跌三成不足惧》，《中国证券报》2010 年 6 月 8 日

速度达 20%，其他管理上可能出现的问题。在信贷人员数量和管理水平没有很大变化的情况下，在贷款调查、评估、审批等诸多环节可能是“萝卜快了不洗泥”的情况。

五、结论和政策建议

新兴市场普遍存在信贷快速增长超过经济和金融发展基本面的问题。信贷快速增长的主要原因是经济基础较差下的赶超的动力，是新兴市场国家对收入水平、生活质量和国力提升等愿望期待的结果。从供给方来说，金融的自由化、外资银行的进入等也促进了贷款的扩张和便利。无论从横向还是纵向看，经济和金融危机无一例外地与信贷的持续快速增长密切相关，信贷的快速增长是宏观经济的失衡、股市和房市的泡沫、通货膨胀等一系列问题的根源，它会使宏观经济、金融业以及资产市场的脆弱性相互影响，从而增加经济衰退或危机的概率。

Hilbers et al(2005)对控制信贷的快速增长的一般性政策进行了总结，在此基础上，本文进行了一些补充，见图 3。

任何的政策反应应该建立在对信贷激增的认真评估和分析的基础上，监测和观察有关信贷的数据非常重要，例如，借款人的情况、贷款的目的等等。

由于新兴市场出现危机的爆发的频率远远高于发达国家，因此我们需要控制信贷的激增。当宏观经济出现不稳定时，最好的选择是降低信贷增速。因为各种政策的作用点以及效力存在着差异，因此政府可以根据实际情况具体分析，采取不同的手段和工具。一般来说需要收紧货币政策，以保持信贷的质量、控制风险和保证有适当的资本抵补潜在的损失。同时可以配合采取谨慎的财政政策。新兴市场国家货币政策工具会受制于汇率制度和资本账户的开放程度。各国可以根据具体情况，对可选择的措施进行取舍、组合和创新。

行政措施只有到最后一步才会考虑。如果必须采取，也应该是暂时和短期的，因为行政措施可能会产生无法预料的副作用——破坏市场的基础和信心，会对经济造成较大的伤害。

政策选择

宏观政策措施

财政措施

- 财政紧缩
- 避免可能鼓励某种贷款的财政刺激政策

货币措施

- 提高利率
- 提高法定存款准备金
- 提高再贷款率和再贴现率，控制基础货币的投放

汇率政策

- 增加汇率弹性和灵活性
- 总体维持一个稳定的货币和汇率政策组合

谨慎性措施

- 更高或有区别的的资本要求
- 更严格或有区别的贷款分类和拨备规则
- 动态的准备金提取
- 适当提高某些贷款和抵押品的条件
- 控制贷款集中度
- 对期限不匹配的监管以避免对短期借款的过分依赖

监管措施

- 增加银行风险管理和内控的披露要求
- 对潜在问题银行或者有过度贷款的银行更加严格的监管措施
- 进行压力测试和现场调查
- 增加银行间和与非银行金融机构间的协调监管
- 增加国内和国外银行监管信息交流和沟通

市场发展措施

- 鼓励用对冲工具管理控制风险
- 开发资产管理工具处理不良资产
- 发展证券市场以减少对银行信贷的依赖
- 改善信贷文化（包括建立征信局、完善信用记录、完善法律体系等）
- 改良银行和企业的会计准则

行政措施

- 整体或者逐家银行的信贷限制
- 给予信贷增长的边际资本要求
- 资本流动的控制，比如：
 - 对银行或者银行客户的外国借款
 - 对本币和外币不同的准备金要求
- 征收金融中介税
- 进口限制

提升风险意识

- 加强银行监管资产和控制风险的能力
- 提高公众的风险意识（开展活动宣传等）
- 与银行约谈，警示或者劝诫银行降低信贷扩张的速度

参考文献:

- Boissay F., Calvo-Gonzales O. and Kozluk T., 2005, "Is Lending in Central and Eastern Europe developing too fast?", mimeo.
- Bongini P., Laeven L. and Majnoni G., 2002, "How Good Is the Market at Assessing Bank Fragility? A Horse Race between Different Indicators.", *Journal of Banking and Finance*, 26.
- Brzoza-Brzezina M., 2005, "Lending Booms in the New EU Member States – Will Euro adoption matter?", ECB Working Paper, 543.
- Cottarelli, C., G. Dell’Ariccia, and I. Vladkova-Hollar, 2003, "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans," IMF Working Paper No. WP/03/213
- Crowley, Joe, 2008, "Credit Growth in the Middle East, North Africa, and Central Asia Region," IMF Working Paper, 08/184
- Demirgüç-Kunt A. and Detragiache E., 1998, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries." IMF Staff Papers 45.
- Duenwald C., Guergiev N. and Schaechter A., 2005, "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Case of Bulgaria, Romania, and Ukraine", IMF Working Paper ,05/128.
- Favara, G., 2003, "An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth," IMF Working Paper , No. WP/03/123.
- Fuerst, T., 1995, "Monetary and Financial Interactions in the Business Cycle," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27
- Goldstein, M., 2001, "Global Financial Stability: Recent Achievements and Ongoing Challenges," *Global Public Policies and Programs: Implications for Financing and Evaluation, Proceedings from a World Bank Workshop*
- Gourinchas P.-O., R.Valdés and O.Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper Series no 8249.
- Hilbers, P., Otker-Robe, I., Pazarbasioglu,C., and Johnsen, G. "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", IMF Working Paper, WP/05/151,2005
- International Monetary Fund, 2004a, "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?", *World Economic Outlook*, Chapter IV.
- International Monetary Fund , 2004b, *World Economic Outlook*. April
- Iossifov,P., and Khamis, M, 2009, "Credit Growth in Sub-Saharan Africa—Sources, Risks, and Policy Responses", IMF Working Paper, WP/09/180
- Kaminsky, G., S. Lizondo, and C. Reinhart, 1997, "Leading Indicators of Currency Crises," IMF Working Paper No. WP/97/79
- King, R. G., and R. Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-37.
- Ottens, D., E. Lambregts and S. Poelhekke ,2005, "Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises?" ,DNB Working Paper No. 46, De Nederlandsche Bank, June.
- Sahajwala R. and Paul Van de B., 2000, "Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems", Basel Committee on Banking Supervision Working Paper 2, BIS.

Schadler, S., P. Drummand, L. Kuijs, Z. Murgasova, and R. van Elkan, 2004, “Adopting the Euro in Central Europe—Challenges of the Next Step in European Integration”, IMF Occasional Paper 234.

Schadler S., Drummond P., Kuijs L., Murgasova Z., van Elkan R., 2005, “Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the next Step in European Integration”, IMF Occasional Paper, 234.

Sirtaine,S and Skannelos,I, 2007, “Credit Growth in Emerging Europe :A Cause for Stability Concerns?”, The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 4281

Zdzienicka, A., 2009,“ Vulnerabilities in Central and Eastern Europe: Credit Growth”,Documents De Travail Working Paper, W. P. 09-12