

货币政策的信贷渠道是否仍然有效？

——逆周期宏观调控下商业银行信贷顺周期分析

陈朴 杨继东
中国人民大学经济学院

内容提要：

给定中国利率市场化进程缓慢，中国社会直接融资占比较低，货币政策作用实体经济的直接和近期效果依赖货币的信贷渠道。伴随中国商业银行市场化程度加深，在外部监管和内部风险双重压力下，前期积累的信贷风险抑制了银行的放贷能力；经济下行阶段银行高估未来风险也会限制信贷空间。商业银行信贷的顺周期动机不断增强。银行微观主体的顺周期行为将减弱货币政策效果，未来的宽松货币政策可能导致货币进一步流向房地产，产能过剩行业和大企业，国有企业，并可能继续恶化中国经济结构。政府应摆脱对货币政策的依赖，把政策着力点放在促进产权保护，健全法律体制，促进社会创新，改善教育水平和提高中国人力资本等促进经济增长的长期性建设上来。

一、问题的提出

2012年以来中国经济增速逐步放缓，一季度同比增长8.1%，二季度经济同比增长7.8%，一些研究机构预测三季度增速7.5%，世界银行最新报告认为全年增速为7.7%。尽管从世界范围和历史发展看，这仍然是一个较高的经济增速，但对比中国最近几年的高增长，近来经济增速回落再次引发了经济刺激政策的呼声。而进入9月份以来，美国宣布实行新一轮的量化宽松政策，欧洲央行也宣布维持长期较低利率，在世界经济增长放缓的局面下，全球似乎又进入了新一轮的宽松货币政策周期。对中国进一步降低利率，降低准备金率和宽松货币政策的预期也变得更加强烈。

我们不清楚，在新一届政府上台之际，中国是否会实行新一轮的宽松货币政策。但我们想知道，如果中国央行进一步落实宽松货币政策，增加货币供给，究竟会对短期的稳增长和长期的调结构带来怎样的影响呢？货币政策真的那么有效吗？增加货币供给能够缓解实体经济面临的流动性短缺局面吗？增加货币供给能够带来大规模投资增加吗？

回答上述问题需要分析中国货币传导机制。货币政策传导机制是通过货币政策变化影响通货膨胀和GDP增长的一个过程。货币传导机制是否存在，在多大范围，多大程度上存在，决定了货币政策是否能够取得预期效果。通常，货币政策传导机制主要包括利率渠道，汇率渠道，现金渠道，资产价格渠道和信贷渠道。

我们认为，给定利率市场化进程缓慢，社会直接融资占比较低，中国货币政策宽松，进而增加货币供给对投资的刺激作用将严重依赖信贷渠道，金融机构和金融中介对货币政策传导起到了至关重要的作用。回答未来中国逆周期货币政策的作用，必须了解中国金融中介的作用，资产负债状况，才能正确理解中国货币总量和总产出之间的关系。

鉴于此，我们分析了当前中国货币供给和信贷结构的现实情况，考察了银行顺周期性行为

与逆周期货币政策之间的冲突，进而对未来货币政策的空间和作用效果进行预期。

本文如下部分结构这样安排：第二部分讨论了中国当前货币供给状况，分析银行现有的信贷结构和风险环境，列举了商业银行顺周期行为背后的关键动因。第三部分利用 VAR 模型考察了银行信贷投放和经济增长周期之间的关系。第四部分进一步讨论未来货币政策的空间和力度，最后是政策建议。

二、货币供给与信贷供给

2012 年，宏观层面货币总量增长仍然维持较高增速的前提下，政府没钱投资，企业贷款困难，企业，政府等投资主体都面临较为严重的资金短缺，而与此同时，中国货币供给增速并不低，钱去了哪里？为什么流动性突然一下子又收紧了？

1、中国货币供给仍保持较快增幅

2010 年伴随通货膨胀形式恶化，央行逐步采取了紧缩货币政策。货币供给增速大幅回落。但 2012 年以来，货币供给 m2 在 13% 左右，货币供给仍然保持了稳定的增长，同时 M1 增速回落幅度较大。M1 是重要的流动性和经济活跃度指标。M1 增速小于 M2，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，微观个体盈利能力下降，未来可选择的投资机会有限，多余的资金开始从实体经济中沉淀下来，经济运行回落。

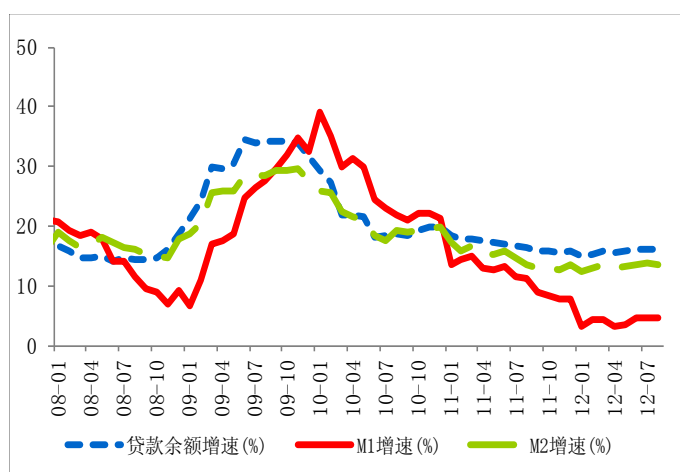


图 1 中国货币供给增速

在经济危机后，中国的经济刺激政策影响下，货币供给快速增加，M2 与 GDP 比值达到 180%。与一般经济提相比，经济的货币化程度已经很高。M2 和 GDP 数据的单位都是当年本地货币，对中国来说即当年人民币的名义值，两者相除的比率则冲销了通胀影响。中国的这一比例多数年份内均保持高速增长，1997 年突破了 100% 关口，至 106.3%。2008-2009 年出现有数据以来最大幅度跳升，从 139.9% 飙升至 159.2%，而 2011 年创下 180% 最高纪录。

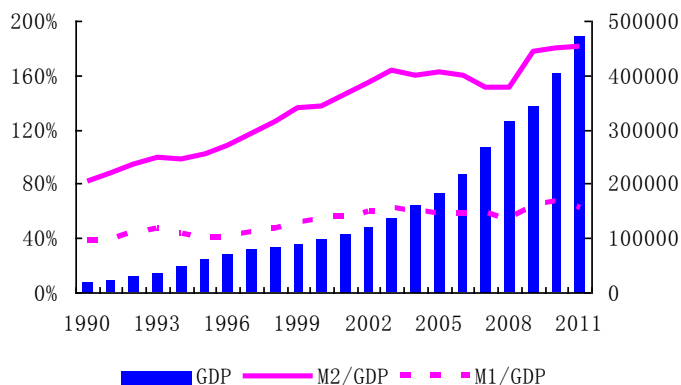


图 2 中国经济的货币化程度时间演变

M2 不仅反映现实购买力，还反映潜在购买力。若 M2 增速较快，则投资和中间市场活跃。中央银行和各商业银行可据此判定货币政策。M2 过高而 M1 过低，表明投资过热需求不旺，有危机风险；M1 过高 M2 过低，表明需求强劲投资不足，有价格上涨风险。

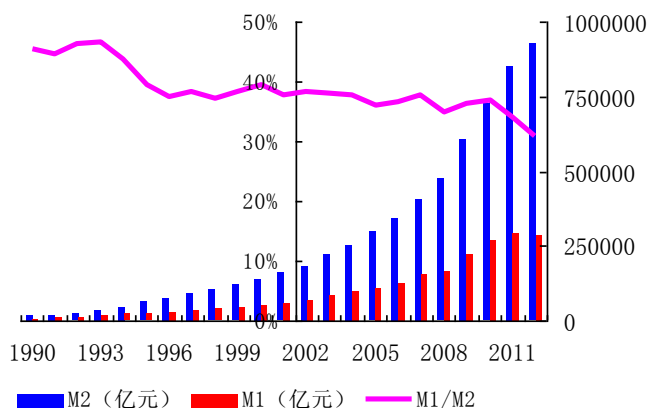


图 3 2012 年 M1 增速迅速回落

2、货币供给与信贷供给的冲突日益严重

经济学家很早就注意到，货币供给并不等于信贷供给。货币供给增加，并不等于信贷供给增加 Gurley and Shaw (1955, 1956, and 1960)。经济的“金融能力”是决定货币政策是否落到实处的重要条件。最近几年，虽然中国多层次资本市场有所发展，但实体经济的资金来源仍然严重依赖银行贷款。信贷在实现货币政策目标的过程中扮演着重要角色。考察中央银行货币政策的有效性必须仔细考察商业银行的信贷行为。

第一：虽然提高直接融资比重，一直是一个我国金融体制改革坚定不移的政策取向。但社会直接融资仍然发展缓慢。随着国有商业银行转型成功，社会直接融资发展滞后带来的后果是：一方面，银行信贷仍是经济正常运转的动力来源；一方面，过于依赖贷款融资仍是制约经济发展的重要障碍。

“扩大直接融资规模”较早由央行于 1996 年提出。自那以后，尽管直接融资比重一直有

所提升，由“十五”时期的 2002~2005 年年平均 5.03%，到“十一五”时期年平均的 11.08%。国务院批准了由一行三会编制的《金融业发展和改革“十二五”规划》，其中提出，到“十二五”期末，非金融企业直接融资占社会融资规模比重提高至 15% 以上¹。在《规划》特别明确的两个金融业发展量化指标中，其中之一就是直接融资比重的指标：即争取到 2015 年非金融企业直接融资额的规模达到社会融资规模的 15%。

社会融资规模是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持的总量指标。社会融资规模已成为我国宏观调控的新指标²。社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额。这里的金融体系是整体金融的概念。从机构看，包括银行、证券、保险等金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。具体看，社会融资规模主要包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资、保险公司赔偿、投资性房地产和其他金融工具融资十项指标。随着我国金融市场发展和金融创新深化，实体经济还会增加新的融资渠道，如私募股权基金、对冲基金等。未来条件成熟，可将其计入社会融资规模。

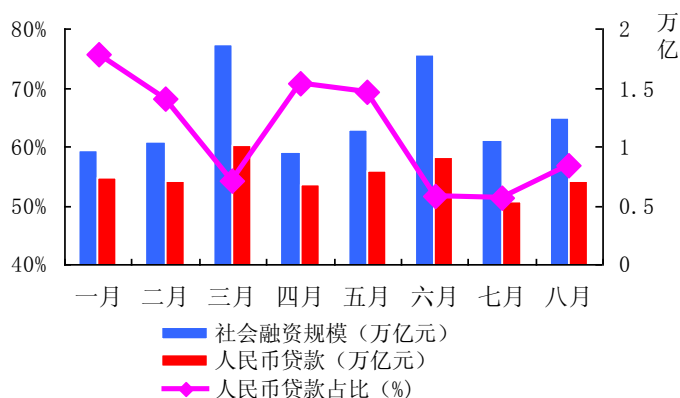


图 4 2012 年前八月社会融资规模与贷款占比

人民银行公布的数据显示，2012 年一季度社会融资规模为 3.88 万亿元，比上年同期少 3487 亿元。在 3.88 万亿元的社会融资规模中，3 月份就贡献了 1.86 万亿元，占比达到 48%。从结构上来看，人民币贷款的优势地位进一步得以强化，其社会融资规模的占比达到 63.5%，同比高 10.4 个百分点。此消彼长，以债券、股票融资为代表的直接融资占比则呈现下滑态势。

¹ 胡润峰，为何要提升直接融资比重，第一财经日报，2012-09-19 01:12

² 2010 年 12 月和 2011 年 12 月两次中央经济工作会议、以及 2011 年 3 月和 2012 年 3 月两份《政府工作报告》中均提出“保持合理的社会融资规模”。

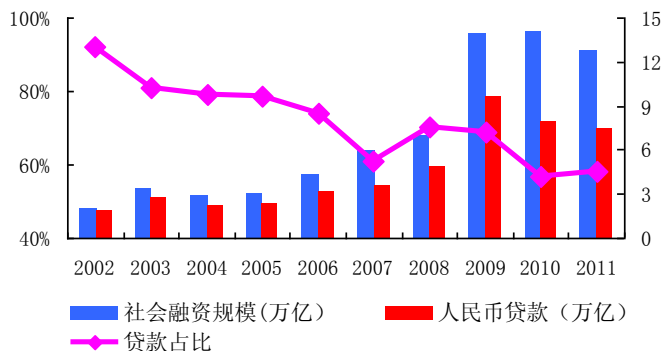


图 5 社会融资规模与贷款占比变化

从逐年数据来看，2011 年全年社会融资规模 12.83 万亿元，比上年少 1.11 万亿元，体现了全年总体稳中偏紧政策的影响。从结构上看，在对银行表外融资加强监管的情况下，信托贷款和承兑汇票占比较上年均有所下降，尽管委托贷款占比上升，但四季度已开始下降；相对应，人民币贷款和企业债券融资占比均有所上升；股票融资占比则较上年略有下降。

2008 年金融危机后，在经济刺激政策的作用下，社会融资规模产生了跳跃式的增长。与 2008 年相比，2009 年社会融资规模增长近 1 倍。2010 年，政策开始逐步收紧，社会融资总体规模仍维持在 14 万亿的高位，但增速迅速回落。2011 年，反映金融对实体经济支持的社会融资规模继续回落。与资金相对充裕的 2009 年，2010 年相比，2011 年后企业资金紧张可见一斑。

信贷渠道分为借贷渠道和资产负债表渠道。借贷渠道是指中央银行通过控制货币供给，影响银行可贷资金。以扩张性货币政策为例，货币供给增加——银行存款增加——银行贷款增加——企业投资增加——总产出增加。资产负债表渠道意味着，当采取扩张性货币政策，企业的资本化价值提高，减轻了银行对企业逆向选择和道德风险的担心，贷款的可能性提高，企业投资增加，总产出增加。在银行存款没有增加的前提下，银行可以通过资产负债表的结构调整影响企业贷款。

第二，商业银行的借贷渠道对企业融资的支持力度呈现下降态势。在 2008 年经济刺激计划出台后，银行贷款增幅急剧增加。急速扩张投资了银行未来的房贷能力，在货币政策收紧作用下，银行信贷增长急剧放缓。2012 年商业银行新增贷款规模和贷款增速低于预期，一方面，这可能与需求下降有关。但对比实体经济资金不足的局面，信贷下降也反映了银行的贷款能力在下降，贷存比考核在其中可能起到影响作用。

图 6 表明，反映投资需求的长期贷款呈现明显下降趋势。银行对长期投资的支持力度正在减弱。于此同时，短期贷款呈现增长趋势。站在企业资产负债表的角度分析，短期贷款反映了企业配置了更多高流动、低收益的资产，反映了企业部门异常强烈的短期资金需求，背后对应的是企业部门去杠杆所形成的资金黑洞，而这又是压制实体经济流动性，以及产生实体经济资金链风险的主要因素。

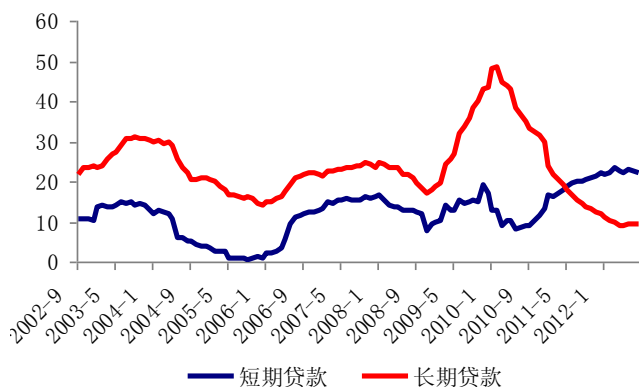


图 6 贷款增幅变化趋势

与实体经济强烈需要银行资金诸如相比。在宽松货币政策时期，银行资金大量倾向于房地产，大企业。

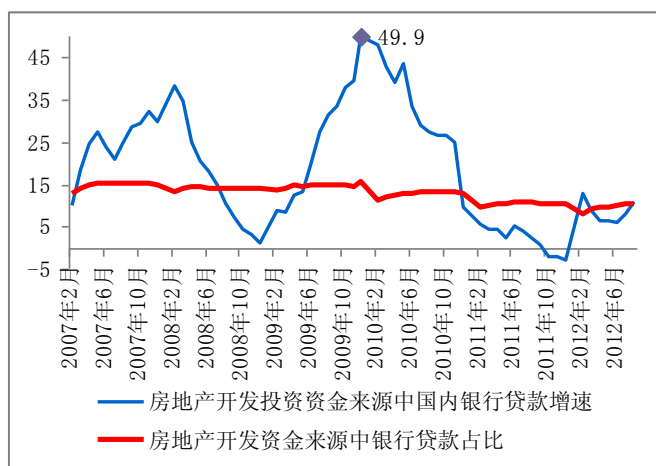


图 7 银行贷款与房地产开发投资

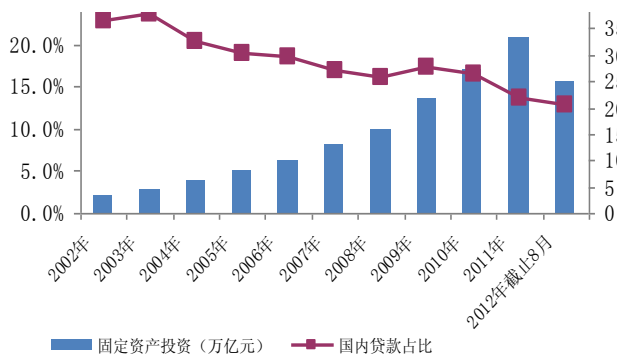


图 8 固定资产投资中国内贷款占比变化

从固定资产投资来看，2011 年固定资产投资增速开始下降，特别是固定资产资金来源中，对国内贷款占比不断下降。这一方面反映了融资渠道的多元化程度提高，一方面反映贷款占比呈下降态势，经济增速放缓影响了信贷投放。从月度贷款同比增速来看，2008 年，金融危机发生后，随着经济刺激计划出台，货币政策转向宽松，贷款同比增速增加，但长期贷款增速在 2010 年中达到高点后，贷款增速开始回落。并且长期贷款回落进一步加深。

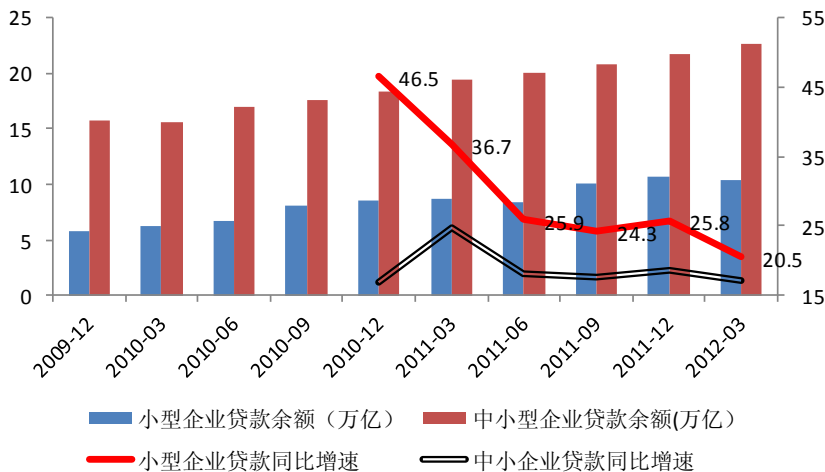


图 9 不同类型企业信贷趋势时间变化

第三，从资产负债表看，银行的资产负债表存在一定程度恶化趋势，这将抑制银行的放贷能力。

《中国银行业发展报告(2011-2012)》数据方面，有一项值得关注的，就是资产业务平稳增长，贷款增速明显回落，这意味我们存款和贷款的走向关系发生了明显的变化。2011 年，我国银行业资产总额 113 万亿元，增速下滑 1 个百分点。但是，贷款增速回落得更明显，以上市银行为例，2011 年贷款及垫款增速同比下降了 4.5 个百分点，根据报告分析，这里面有宏观调控的关系，也有商业银行自身因素的作用。

截至 9 月 25 日，在 A 股上市的 16 家银行中，跌破净资产的已经达到 9 家，分别是交通银行、浦发银行、华夏银行、平安银行、中信银行、北京银行、南京银行、中国银行、

兴业银行。已跌破成本价的银行股为何依然遭到投资者“唾弃”，市场分析人士普遍认为，这显然反映出市场对银行业实际不良资产的恐慌³。

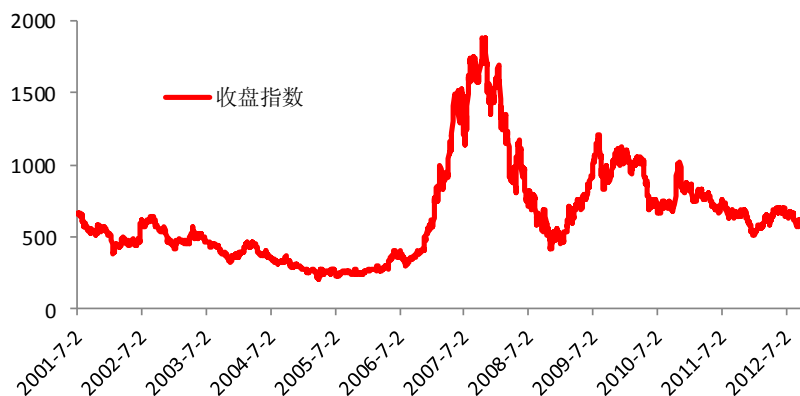


图 10 金融指数时间变化趋势

3、商业银行顺周期行为动机在逐渐增强

给定信贷市场固有的信息不对称问题，中国央行依赖准备金影响贷款，我国商业银行在内部控制和外部监管双重约束下，信贷顺周期行为动机逐渐明显，商业银行顺周期动机不断增强，可能会限制货币政策逆周期作用的空间。原因在于：

第一，内部控制提升，利润目标压力加大

从 1998 年开始，国家实施了对商业银行的一系列救助行动。1998 年财政部发行 2700 亿元特别国债用于补充国有商业银行资本金，1999 年四大银行向四大资产管理公司剥离 1.4 万亿元不良资产。2003 年末，中央汇金公司成立，对中行和建行实施了 450 亿美元的巨额注资。此后，汇金又先后对诸多国有商业银行、股份制商业银行和农村金融机构实施了注资和财务重组。无疑，国家对银行改革的大力推动和支持有力地保证了商业银行改革的顺利推进。商业银行在上市后，自身风险控制能力增强，利润目标压力加大。

第二，银行监管不断强化，未来风险程度提高

2003 年银监会成立后，通过实施一系列更为严格的风险监管指标，商业银行的资产质量有了更为明显的改善。银监会将促进商业银行资产质量提高列为其监管工作的重点之一。通过实行贷款的五级分类，实行信贷资产、非信贷资产和表外业务的事前、事中和事后全面监管，确保银行不良资产余额和比率的进一步“双下降”。银监会对风险的担心：内外宏观经济形势仍存在诸多不确定性，地方政府代偿性风险还比较突出，三是房地产价格大幅波动和产业结构调整带来的信贷风险。2010 年底推行新巴塞尔协议，新巴塞尔协议的实质是实现银行在信用风险、市场风险、操作风险三个领域的风险信息的透明⁴。

以拨备覆盖率为例，拨备覆盖率是指贷款损失减值准备金余额对不良贷款余额的百分比，是衡量商业银行贷款损失准备金计提是否充足的一个重要指标，比率应不低于 100%。图 10 描绘了中国商业银行拨备率的季度变化。很明显，商业银行拨备率在逐渐提高，并且

³ 《中国经济周刊》记者 谈佳隆 2012 年 10 月 09 日 00:38 来源：中国经济周刊

⁴ 巴塞尔银行监管委员会于 1988 年公布的资本协议（Basel I），被认为是国际银行业风险管理的「神圣条约」，要求银行业的资本充足率必须达到 8%。2004 年该委员会公布巴塞尔新资本协议（Basel II），其中的银行风险监管的最低资本金要求、外部监管、市场约束等三个支柱的原则。

越远高出一般的拨备率水平。说明商业银行预期风险在逐渐增加。

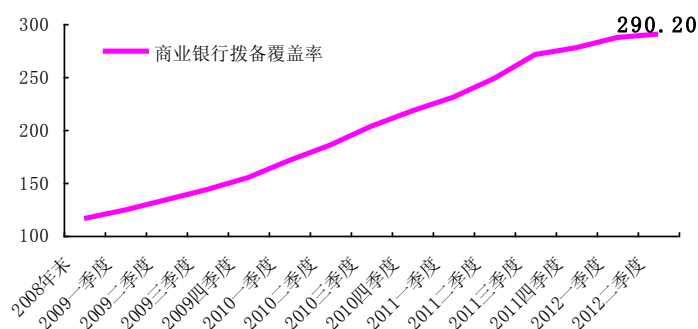
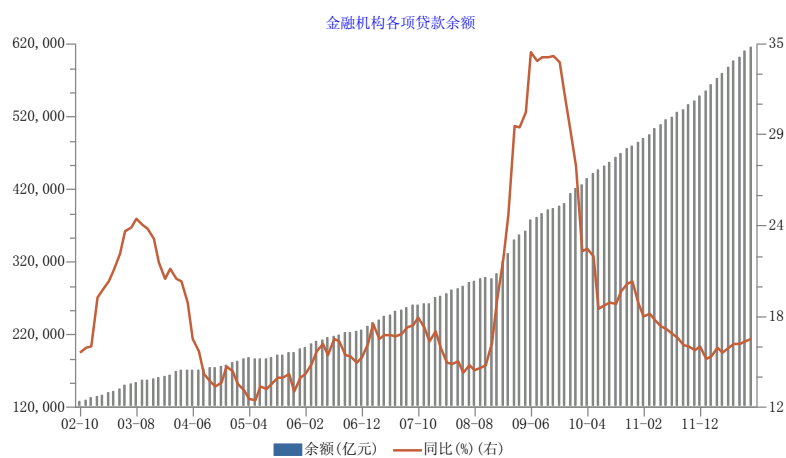


图 11 商业银行拨备率变化

中国贷款违约风险上升。随着中国经济增长放缓，地方财政收入放缓，中国的债务风险相应增加。目前，中国贷款余额占 GDP 的比重已经很高，且贷款余额增速高于 GDP 增速。



地方融资平台

	2008 年初	2009 年末	2010 年 6 月末	2010 年 11 月末	2011 年 9 月末
平台贷款余额	1.7	7.38	7.66	9.09	9.1

单位：万亿人民币。资料来源：银监会。

有学者指出：未来中国地方综合财力的增速变化，取决于三个因素：一是其占全国综合财力的比例是否可以进一步提高；二是未来经济增速会保持在何种水平；三是全国综合财力占名义 GDP 的比例是否能进一步提高。除非经济增长出现超预期表现，否则地方政府债务

不堪重负的情形可能在未来数年浮出水面（陈龙）⁵。

三、商业银行顺周期形成原因

1、商业银行顺周期的原因

____ 商业银行顺周期意味着在经济上升阶段，商业银行信贷扩张快于经济增速，在经济放缓阶段，商业银行信贷趋于保守，信贷投放大大降低，信贷周期大于经济周期。在宏观经济条件较好的时候，GDP 和贷款增长较快，银行贷款损失准备减少；而在经济下行阶段，银行倾向增加贷款损失，减少信贷投放，进一步放大了衰退的影响。形成金融机构顺周期性行为的原因有不同的解释。信息不对称，金融加速器，过度乐观，外部监管，准备金要求限制。

Bernanke and Gertler (1990)利用金融加速器模型解释信贷行为。借款人和贷款人存在信息不对称。在经济上行阶段，借款人抵押物价值潜在上升，信贷条件放宽，更容易获得银行贷款。当经济下行，抵押物价值缩水，信息不对称导致信用好的借款人也很难借到钱。Borio, Furfine and Lowe (2001)从金融机构错误估计金融系统风险的视角看待银行的信贷周期。在经济过热过度乐观，经济遇冷过度悲观导致信贷放大了原有风险。如果存在逆周期的监管，在经济下行阶段监管变得更加严格，在经济繁荣时期监管标准放松，也会导致信贷周期大于经济周期。准备金管制也可能导致顺周期行为。经济衰退减少准备金的缓冲过程，导致银行紧缩信贷供给。即使最低准备金约束并不是紧的，一些银行也会增加准备金以应对准备金波动的风险 (Bliss and Kaufman (2003), Van den Heuvel (2002))。

大量的实证研究也开始检验银行的顺周期行为。多数研究表明，在经济上升阶段，银行贷款迅速增加。Sala and Suarina (2002)使用银行的数据，发现西班牙银行对经济外生冲击反应敏感。Pain (2003)使用英国银行数据发现了类似的结果。Craig et al. (2006)发现了亚洲国家银行顺周期的证据。

2、商业银行顺周期的证据

我们想了解是否信贷增加和产出上升之间是否存在因果关系和相关性。下图显示了1987-2010 中国每年信贷增加和产出上升之间的关系。显然我们观察到信贷变化和产出变化的正相关性。

⁵陈龙，《十万亿与地方财力隐忧》，《财经》杂志，2012年10月07日

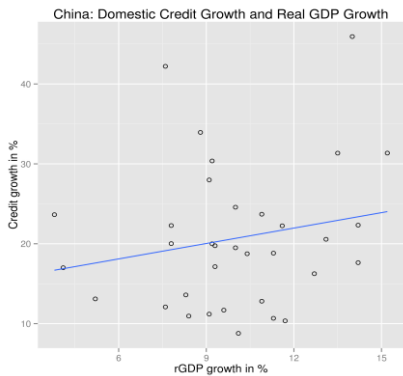


图 1242 信贷增加和同期产出变化

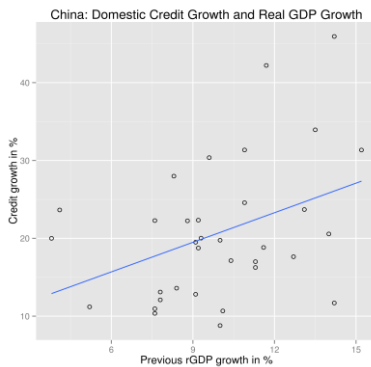


图 1343 信贷变化同前期产出变化

如下图 14 所示，人民币贷款增速和社会融资规模增速一定程度反映了贷款趋势变化，体现了银行的贷款行为。从时间趋势看，2003 年到 2007 年，贷款增速与 GDP 增速同向变动，具有正相关，2008 年，2009 年，受到政府逆周期调控的干预措施影响，贷款与 GDP 负相关。但 2010 年之后，贷款增速有所回落。总的来看，银行贷款增速与 GDP 增速具有一定的顺周期性质。下面试图通过更严格的计量分析证明上述简单结论：从时间趋势看，2007 年以前，贷款增速与 GDP 正相关。2008 年和 2009 年负相关，明显是宏观调控的作用，2010 年开始，又恢复正相关。

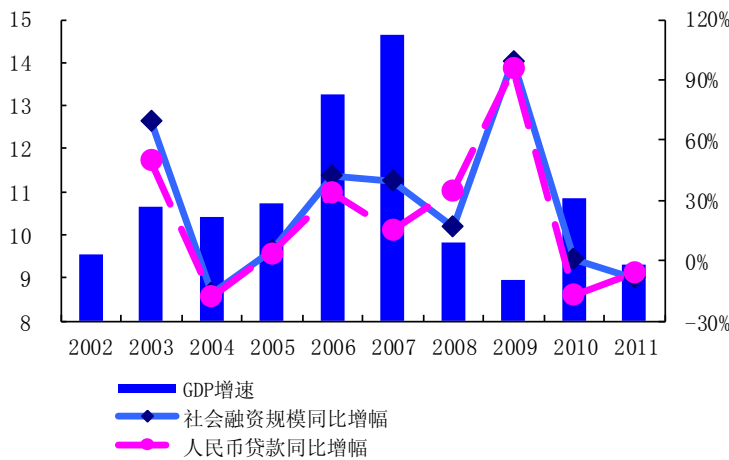


图 14 贷款增速与 GDP 增速关系

3、相关文献综述

接下来我们分析之前同银行信贷和商业周期波动相关的文献。简要的回顾显示了信贷改变领先于经济波动这一观点仍旧有很大的争议。

关于信贷改变和经济周期之间的相关性，常见的观点是信贷的增加能够促进增长，当越来越多的信贷得到配给，厂商能够加速投资。但是，经济条件也会影响可用的信贷。当经济

增长加快时，投资和消费的需求会迅速上升，导致信贷需求上升。同时经济的快速增长，导致资产价值上升，强化资产负债表，这也进一步促进了银行的信贷（参考 Bernanke and Gertler (1989) and Kiyotaki and Moore (1997)）。

但是信贷改变和经济周期之间的正相关性并不是唯一可能的结果。在某些情况下，也会产生负相关性。例如在经济处于低潮期中，企业也会暂时需要贷款来平滑支出和投资，信贷改变表现为反周期。Myers and Majluf (1984)发现在经济快速增长时企业由于利润的上升，会减少对外部信贷的需求，更加依赖于内部融资，因为在出现不对称信息和中介成本的情况下，内部融资的成本会更小。

最近的关于周期信贷改变的文献，发现了很多证据来支持顺周期的信贷行为。Bikker and Hu (2002) 利用 26 个发达国家的宏观面板数据验证信贷改变同 GDP 增长之间的正相关关系。Brambilla and Piluso (2007) 和 Hofmann and Worms (2006)利用 VAR 模型分别检验了意大利和德国的长期 GDP 增长同信贷之间的关系。Greenlaw, Hatzius, Kashyap and Shin (2008) 利用 OLS 和 IV 发现信贷增长同经济增长之间的正相关性。Jeong (2009)研究韩国在金融危机之后的 GDP 增长和信贷增长的关系，也发现了正的相关性。Bebczuk, Burdisso, Carrera and Sangiácom(2010)利用 144 个国家 1990 到 2007 年的面板数据检验是否信贷改变要先于产出改变，信贷改变能否对支出增加有显著的影响。利用相关性和 Granger 因果检验都无法获得很显著的关系。但是利用格兰杰检验和控制内生性后，产出增加对信贷的改变有显著的影响。Craig, Davis, and Pascual (2006)分析了东亚国家中信贷改变同产出改变的正相关性，并确定不同的金融系统特点能够影响这种相关性，从而制定相应的政策来减少信贷改变的正相关性。

四、来自计量分析的证据

批注 [L1]: 能否进一步进行更详细的论证?

1、宏观数据分析

在进行分析前，我们先讨论变量定义，样本维度，和时间频率。在利用宏观数据分析中，我们需要信贷和产出变化的数据。产出改变为实际 GDP 的同比变化，信贷变化也是同比变化。此外我们还控制实际利率，以及是否经济处于上升或下降阶段。我们选择季度数据，信贷流入实体经济的时间将帮助我们选择滞后变量。

批注 [L2]: 没有讨论啊

回归结果如表 1 所示。利用 1999-2010 年的季度数据，我们发现前一期的产出改变会显著地影响下一期的信贷改变。前一期的产出下降会导致当前的信贷供给上升。当我们分别对 1999-2006 和 2006-2010 年数据回归，我们发现这一效果越来越弱，这说明银行开始逐渐表现出顺周期的行为。

表 14 Regression results

	Credit growth (1999-2010)	Credit growth (1999-2006)	Credit growth (2006-2010)
Constant	0.147** (-0.065)	1.141*** (-0.331)	0.184** (-0.076)
GDP growth	0.236 (-0.445)	-0.483 (-0.76)	-0.018 (-0.531)
Lagged GDP growth	-1.106**	-2.248***	-0.624

	(-0.474)	(-0.67)	(-0.572)
Lagged Credit growth	0.692***	0.342*	0.667***
	(-0.098)	(-0.161)	(-0.133)
Real interest rate	-0.002	-0.143**	-0.009
	(-0.011)	(-0.05)	(-0.012)
GDP growth * Dummy=1 if GDP Above trend	0.173	0.458*	0.107
	(-0.12)	(-0.216)	(-0.135)

批注 [L3]: 不显著?

另外我们也利用 VAR 模型来检验信贷改变同产出改变之间的关系，格兰杰检验可以帮助我们分析这一关系。我们想知道是否经济活动的改变会先于信贷供给的改变。我们仍旧利用 1999-2010 年的季度数据，我们利用以下的计量模型：

$$y_t = \delta_1 y_{t-1} + \delta_2 x_t + \delta_3 x_{t-1} + \delta_4 z_t + \varepsilon_{y,t}$$

$$x_t = \delta_5 x_{t-1} + \delta_6 y_t + \delta_7 y_{t-1} + \delta_8 z_t + \varepsilon_{x,t}$$

这里 y 和 x 分别代表产出变化和信贷供给变化， z 是能够影响产出和信贷的其他变量，实际贷款利率， ε 是残差项。格兰杰检验的结果表 2 显示产出的变化可以显著影响信贷改变，而信贷改变对产出变化的影响不显著。

表 22 Granger Test

	Homogeneous non-causality	P value
1999-2010 From GDP growth to real credit growth	0.005139	
From real credit growth to GDP growth	0.3446	

2、银行数据分析

我们研究了 16 家主要商业银行 2001 年以来，贷款水平变化与经济增长之间的关系。表 3 总结了平均信贷水平变化。表 4 给出了信贷增长率变化。

表 3 16 家商业银行平均信贷水平变化

year	Mean 亿元	Std. Dev.	Freq.
2001	5097.8029	7249.211	7
2002	7296.8791	10513.831	10
2003	8307.6236	11606.192	11
2004	7606.1242	11140.61	14
2005	8895.4402	11150.482	16
2006	10128.023	12370.339	16
2007	11686.777	13846.932	16
2008	13047.216	14864.901	16
2009	17538.903	19484.436	16

2010	20814.414	22882.2	16
2011	23854.519	25946.612	16
Total	12999.79	16823.073	154

表 4 16 家商业银行平均信贷增长率

year	Mean	Std. Dev.	Freq.
2002	.45104751	.27704287	7
2003	.43664137	.20393035	10
2004	.18876382	.1204019	11
2005	.16964659	.11980456	14
2006	.19812771	.09091667	16
2007	.20148345	.05062309	16
2008	.19611769	.10683777	16
2009	.39884383	.14109284	16
2010	.20308557	.0315774	16
2011	.18101874	.09617445	16
Total	.24662342	.1553583	138

表 5 给出了经济增长了信贷水平之间的回归分析。在控制了银行的盈利性，规模和资产负债率以及年份的固定效应后，我们发现信贷增长与上一年 GDP 增长率之间负相关。当上一年增长率较高的时候，下一年信贷增长会放缓。

表 65 经济增长与信贷增长 (OLS 回归)

VARIABLES	(1) 贷款增长率 OLS	(2) 贷款增长率 OLS	(3) 贷款增长率 OLS	(4) 贷款增长率 OLS	(5) 贷款增长率 OLS
上一年 GDP 增长率	-0.0292*** (0.00692)	-0.417*** (0.109)	-0.0435** (0.0172)	-0.0444*** (0.0139)	-0.471*** (0.0871)

上一年					
GDP 增长率平方					
净资产收益率					
总资产对数					
资产负债率					
年份效应	否	否	是	是	否
Constant	0.560*** (0.0854)	2.719*** (0.642)	0.812*** (0.244)	1.281** (0.452)	3.535*** (0.446)
Observations	138	138	138	131	131
R-squared	0.101	0.190	0.410	0.633	0.397

Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

五、政策建议

2012 年以来，伴随着美国，欧盟等外围国家货币政策进一步宽松，中国经济增速超预期放缓，社会各界对中国未来货币政策宽松预期逐渐增强，降息和降准的猜测越来越多。那么，给定为了应对经济增长放缓，央行再次实行逆周期货币政策调控，以货币供给为中介目标的未来货币政策逆周期调控的力度有多大，效果怎么样，成为一个急待回答的问题。

基于我们对信贷供给改变和产出改变关系的分析，我们发现国内的金融系统正在逐渐显现顺周期性。银行的顺周期性为可能抵消货币政策逆周期的调控效果。顺周期的特性和宏观经济的不稳定性需要我们确定适当的政策来减弱这种不确定性。适当的政策不仅能帮助我们减少金融系统的不稳定性，还可以帮助加强货币政策和汇率政策的可信性。

首先，优化商业银行系统性风险控制。例如，减少过度对抵押品的依赖，通过前瞻性的标准来评估贷款者的偿付能力。同时，我们也需要控制在周期性扩张中对信用风险的低估，可以通过反周期提高信贷的资本比例来减少风险。

其次，完善货币政策的价格传导机制，积极推进利率市场化。只有当货币政策得到充分有效的传导，可信度加强，才能实现微观和宏观的协调发展。

最后，需要加快多层次资本市场发展，增加直接融资比重。全面发展金融市场可以减少顺周期性所造成的宏观经济的不稳定性。

参考文献：

交通银行 金融研究中心《银行业利润有周期性与阶段性特征》，上海证券报，2012-05-05

中国银行业协会 7 月 3 日发布《中国银行业发展报告（2011-2012）》

李文泓, 罗猛, 《关于我国商业银行资本充足率顺周期性的实证研究》, 《金融研究》, 2010 年 02 期

Athanasoglou, P.P. & Daniilidis, I., 2011. *Procyclicality in the banking industry: causes, consequences and response*, Bank of Greece.

Bebczuk, R. et al., 2011. *A New Look into Credit Procyclicality: International Panel Evidence*, Central Bank of Argentina, Economic Research Department.

Bernanke, B. and M. Gertler (1990), Financial fragility and economic performance, *Quarterly Journal of Economics*, 87-114

Bliss, R. and G. Kaufman (2003), Bank procyclicality, credit crunches, and asymmetric monetary policy effects: a unifying model, Federal Reserve Bank of Chicago, working paper

Borio, C., C. Furfine, and P. Lowe (2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options, BIS working paper

Craig, R., E. Davis and A. Pascual (2006), Sources of procyclicality in East Asian financial systems", in S. Gerlach and P. Gruenwald (eds.), *Procyclicality of financial system in Asia*, New York: Palgrave MacMillan

Eickmeier, S., Hofmann, B. & Worms, A., 2006. *Macroeconomic fluctuations and bank lending: evidence for Germany and the euro area*, Deutsche Bundesbank, Research Centre.

HUANG Xi, ZHOU Hui, An Empirical Research on Pro-cyclicality of Insurance in China, 2012, Finance & Trade Economics

Jeong, S. & Jung, H., 2011. *Banks' wholesale funding and credit procyclicality: evidence from Korea*, University Library of Munich, Germany.

Jesus, Saurina and Gabriel, Jimenez (2006): Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation. Published in: *International Journal of Central Banking*, Vol. Volume 2, No. Number 2 (05. July 2006): pp. 65-98.

Mészáros, K., Zsámboki, B. & Horváth, E., 2002. *Studies on the procyclical behaviour of banks*, Magyar Nemzeti Bank (the central bank of Hungary).

Myers, S.C. & Majluf, N.S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, National Bureau of Economic Research, Inc.

Van den Heuvel, S. (2002), Does bank capital matter for monetary policy? *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 259-265