



# 信贷需求不足还是有效需求不足？ ——来自衡量信贷需求七个维度的经验

## Insufficient Credit Demand or Insufficient Effective Demand?

—Experience from Measuring Seven Dimensions of Credit Demand

霍 帅

**摘 要：**2021年以来，面对“三重压力”的冲击，我国保持信贷增长稳定性的难度明显上升，主要与信贷需求不足有关。本文厘清需求不足的概念，提出M1和M2趋势关系、企业存款定期化特征、银行家问卷调查、信贷量价组合、票据融资变化、信贷投放节奏、企业投资扩产需求比例等七个衡量信贷有效需求的维度，并分析当前信贷有效需求变化。

**关键词：**需求 信贷需求 有效需求 不足

**Abstract:** Since 2021, maintaining the stability of credit growth in China has become more difficult in the face of what is known as the "triple pressure", and mainly reflects a lack of demand. This paper clarifies the concept of insufficient demand and proposes seven dimensions to measure effective demand, including the trend relationship between M1 and M2, the characteristics of corporate deposits, the results of bank questionnaires, credit volumes and prices, changes in bill financing, the pace of credit allocation, and the expansion of corporate investment. It also analyzes current changes in effective credit demand.

**Keywords:** Demand, Credit Demand, Effective Demand, Insufficient

### 引言

信贷增长是信贷市场供求均衡的最终结果，但信贷需求作为内生变量，对于稳定信贷增长更为重要。近年来，在经济下行压力

作者单位：中国人民银行成都分行。本文系个人观点，与所在机构无关。



不断加大的背景下，信贷需求不足和有效需求不足的提法越发常见。从2014年我国经济进入“新常态”以来，信贷需求不足和有效需求不足的提法就常出现于各类市场分析中，尤其是2021年以来，面对“三重压力”的冲击，我国保持信贷稳定增长的挑战明显上升，各界普遍认为主要与信贷需求不足有关，即实体经济需求不足导致信贷需求不足。广义的实体经济需求不足主要指投资、消费、进出口等“三驾马车”的需求不足，狭义的实体经济需求不足则指消费需求不足。然而，什么是信贷需求，什么是有效需求，它们和经济增长需求究竟是什么关系，当前相关理论研究较为缺乏。

实践上讲，我国信贷需求和经济增长的需求变化基本一致，因此，信贷增长乏力的原因常被解释为信贷需求不足或者有效需求不足，几种提法混用较多。但近几年来，受一些金融创新导致的“资金空转”或逆周期调节形成的托底效应影响，信贷需求和经济增长的需求变化趋势逐渐变得不完全一致。而实际上几种需求的提法在经济和金融中的内涵存在差异，如不加以厘清，很难解释经济和金融的关系<sup>①</sup>。

## 信贷需求不足的概念区分

### 经济增长中的需求等同于有效需求

关于需求理论，在西方经济学中研究较多。在经济学中，一般认为需求等同于有效需求。最早的需求理论可追溯到亚当·斯密提到的“有效需求”概念，他将愿意支付自然价格的需求称为有效需求。随后，无论是凯恩斯学派还是剑桥学派等提到的供需理论都建立在有效需求的基础上，即能够并愿意支付某价格购买商品的需求。凯恩斯经济学中的有效需求不足理论及IS-LM模型分析了产品市场和货币市场的供求关系，但也将货币市场需求等同于有效需求，并未对有效需求和信贷需求的概念进行深入理论研究。

### 信贷需求和有效需求概念始终存在差异

微观上讲，信贷市场中，信贷需求和有效需求的争论常见于融资供求关系的实践中，最常见的是银行机构和企业对“融资难”的话题之争。例如，企业认为银行不予贷款，融资需求得不到满足，就应该反映为“融资难”，但银行认为不可能企业任何贷款需求都应该得到满足，只有有效的融资需求才能满足，不符合贷款条

<sup>①</sup> 例如，2014年我国进入“三期叠加”时期，经济下行压力加大，但2013—2017年出现了一段同业业务快速扩张时期，形成“经济过冷、金融过热”现象，实体经济需求显然不足，但如何判断信贷需求“充足”还是“不足”？同样，2022年以来我国金融靠前发力、充分发力，保持对经济的稳固支撑。2022年6月末，全国人民币各项贷款增速达到11.2%，但上半年全国GDP增速仅为2.5%。实体经济增长的需求仍然不足，但如何解释信贷需求“充足”还是“不足”？



件的企业需求不应该认定为融资需求，因此，“融资难”在一定程度上根本就不成立。双方争论的焦点在于需求是否有效，即同时满足“愿意”和“能够”两个条件判断为需求。时至今日，由于两者的概念理解不同，“融资难”问题一直存在。

宏观上讲，信贷需求和信贷有效需求也亟待区分。2013—2017年的同业业务快速扩张，甚至出现“资金空转、脱实向虚”，成为“经济过冷、金融过热”的主要原因。显然，这种信贷需求无益于经济增长，需要清晰认识到实体经济和金融信贷有效需求不足的区别。另外，近年来我国提出逆周期调节和跨周期调节概念，特别是2022年以来，应对疫情反复和“三重压力”，央行加大了逆周期调节力度，金融靠前发力、充分发力，同时两项直达工具和金融支持助企纾困等措施支持企业渡过难关，社会融资规模和贷款保持较快增速，但信贷需求究竟“充足”还是“不足”更难以分辨。事实上，从新增贷款的资金用途看，在经济下行中，大多数企业保守收缩观望，发展动能不足，贷款资金主要用于借新还旧和日常经营，投资扩产需求较低，甚至出现了优质企业提前还款减杠杆，困难企业多加杠杆保运转的情况。从这个角度讲，信贷需求不足更应该理解为企业投资扩产的信贷需求不足。企业投资扩产的信贷需求是经济增长的内在动力，因此应该称为“有效需求不足”。

## 衡量信贷有效需求的七个维度

基于以上概念分析，衡量信贷有效需求对保持信贷稳定增长和支持经济稳增长更有意义。本文根据实践经验，总结了M1和M2的关系、企业存款是否定期化、银行家问卷调查、信贷量价组合、票据融资变化、信贷投放节奏、企业投资扩产需求比例等七个标准，大致能够观测信贷有效需求是否充足。

**M1和M2的关系。**M1和M2分别是企业活期存款和货币供应量，两者的关系研究是宏观分析中常用的方法。M1代表企业活力，通过M1和M2同比增速变化趋势大致能够反映经济增长中内在需求变化。M1增速大于M2，说明企业交易需求动机活跃，微观主体盈利能力提升，经济景气度上升。2008年“四万亿”刺激后，M1增速很快，高于M2增速；2011—2016年，M1增速低于M2增速；2016—2018年，供给侧结构性改革取得成效，M1增速高于M2增速；2018年央行加强逆周期调节，M2增速稳定，但经济增长需求不足，尤其是2022年以来，两者差距再次拉大，反映货币政策逆周期调节力度进一步加大，但实体经济需求仍然不足，制约信用扩张，形成“宽货币，紧信用”现象（图1）。

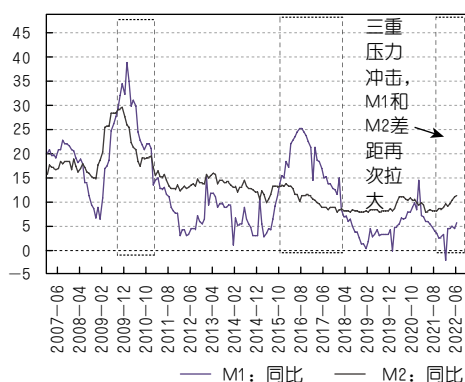
**企业存款定期化趋势。**企业活期存款和定期存款的占比变化也能够大致反映企业的需求变化，进而反映经济有效需求是否充足。企业定期存款占比较高反映企业

活力不足，投资意愿不强，信贷有效需求不足。总体来看，我国企业活期存款和定期存款的占比相对稳定，但2018年以来，我国企业存款定期化特征逐渐明显。尤其是新冠肺炎疫情以后，企业存款定期化更加突出，反映出实体经济活力持续不足（图2）。

**银行家问卷调查。**银行家问卷调查是人民银行2004年建立的一项制度性季度统计调查。通过对全国上千家银行机构总部负责人或一二级分支机构行长或分管副行长开展问卷调查，采取扩散指数法计算得出包含宏观经济热度指数在内的11个调查指数。其中，贷款总体需求指数、银行贷款审批指数可从供需层面分别反映信贷供求关系变化。从近年来信贷需求指数的趋势变化看，呈现较为明显的季节性特征，

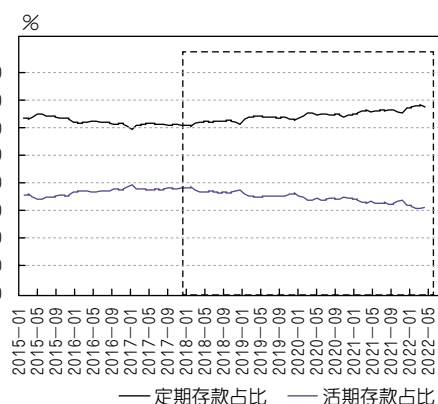
具体表现为一季度冲高后回落（2020年受疫情冲击影响，信贷需求高点滞后至6月）。其中，2021年信贷需求指数回落幅度明显高于其他年份，年末信贷需求指数较年初下降9.8个百分点，反映出信贷有效需求收缩明显（图3）。

**信贷量价组合。**参考伍戈（2014）的计算方法，根据信贷供需变化对量价影响的方向，可以提炼出判断信贷增长变化是供给冲击还是需求影响的框架。具体而言，若信贷量价变动方向一致（同升同降），可以将该阶段的信贷变化识别为需求影响，而当信贷量价变动方向相反（一升一降），可以将该阶段信贷变化识别为供给冲击。从2008年以来信贷量价组合变化看，2008—2009年，贷款增速和贷款利率呈现明显反向变化关系，这一阶段信



数据来源：Wind。

图1 M1和M2同比增速



数据来源：Wind。

图2 企业活期存款和定期存款



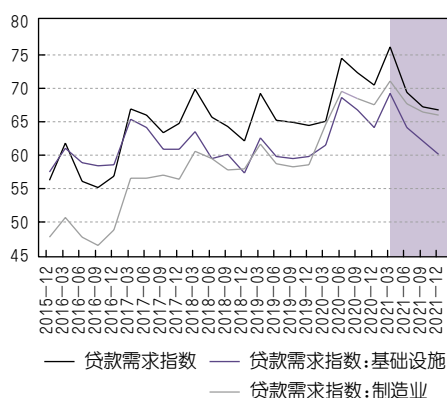
贷增长更多是受到供给端影响。2013年以来，信贷量价总体呈现同步下降的大趋势，反映信贷需求不足是影响信贷增长的主要因素。其中，2013年9月至2016年9月、2018年5月至今这两个阶段，贷款增速与贷款利率变动方向表现出更为明显的同降趋同性，这与“三期叠加”、整顿规范地方政府融资平台、房住不炒调控升级、中美贸易摩擦加剧、疫情冲击等背景下，经济下行压力加大和信贷需求收缩的特征相符（图4）。

**票据融资变化。**由于票据具有较强流动性且票据贴现业务纳入信贷规模统计，金融机构普遍将票据贴现作为信贷规模调节手段，当信贷条件宽松而融资需求不足时，通过票据贴现抵补信贷规模，贷款需求指数与票据融资占比具有明显负相关关

系。2013年以来，受信贷需求不足影响，票据融资正增长月份明显增多（图5）。2021年全年新增票据融资1.5万亿元，为2020年全年的2.1倍，票据融资占人民币贷款增量的比重为7.5%，同比提升3.8个百分点（图6）。

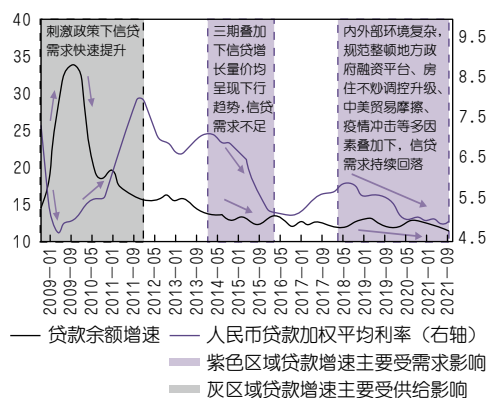
与此同时，票据市场转贴现利率迅速走低，2021年12月21日，国股银行3个月银票转贴现利率低至0.045%，基本接近零利率水平，也反映出信贷需求持续走弱形势下，金融机构为达到稳定信贷增长的要求，加大票据购入力度的共性特点。

**信贷投放节奏。**信贷投放节奏也可作为反映信贷需求的先行指标。金融机构受业绩和利润考核驱使，信贷投放节奏倾向于在年初“开门红”，此后三个季度趋于平稳。为剔除季节因素，我们通过监测



数据来源：Wind。

图3 基建及制造业贷款需求指数



数据来源：Wind。

图4 量价角度分析贷款需求指数变化

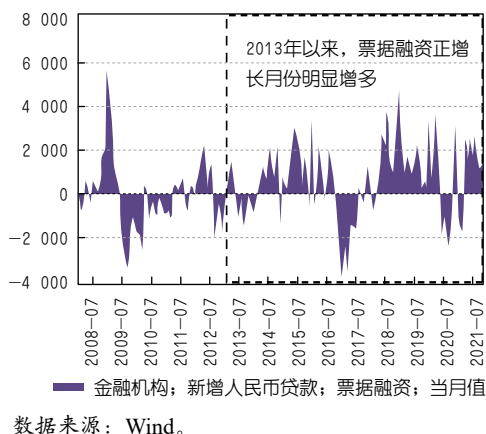


图 5 2008 年以来票据融资逐月变化情况

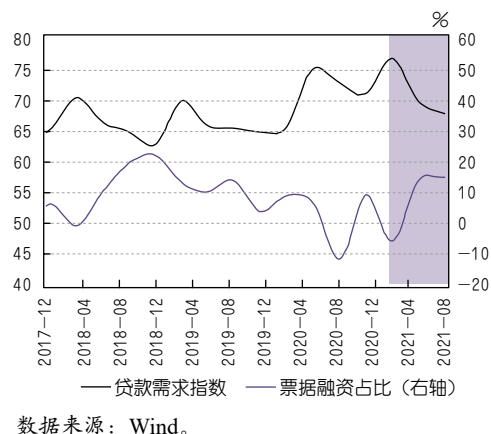


图 6 贷款需求指数与票据融资占比变化趋势

月度的信贷投放节奏,发现信贷需求较旺时,贷款投放往往集中在月初,而信贷需求不足时贷款投放则集中在月底。以某省法人机构为例,将贷款时点数与当月贷款实际投放总额的20%、50%、80%做差,数值大于零表示该批次贷款达到了当月贷款总额的一定比例<sup>①</sup>。从2018年以来的48个月中,有17个月是最后三天才达到当月贷款金额的80%,超过6成的月份存在信贷需求不足的情况。2019年只有1月份在月中达到了当月贷款额的80%,3月、6月、7月、8月则是最后一天才达到当月贷款金额的80%,可以看出2019年以来信贷需求

萎缩的压力较大(图7)。

**企业投资扩产需求比例。**企业投资扩产需求比例是区分信贷需求和有效需求的实践工具。通过企业问卷调查的形式,了解企业新增贷款资金用途,以此判断企业是否有效需求不足。如果企业新增贷款资金主要用于借新还旧和维持经营运转,投资扩产信贷需求不足,说明有效需求不足。当剔除“保运转”需求后,仅观察投资扩产贷款需求,才能真正反映出信贷有效需求和经济增长的潜在需求趋势关系是否一致。如图8,某省2022年二季度某项调查显示,仅有12.8%的企业用于投资扩

① 人民银行对商业银行信贷投放,每月平均进行8-9次时点监测,达到当月信贷投放总额80%与横轴的交叉点对应的报数时点,为当月信贷投放达到投放总额80%的时点。例如80%分位点在第8次、第9次报数时点才达到0轴以上,反映当月信贷投放较为集中在月末。



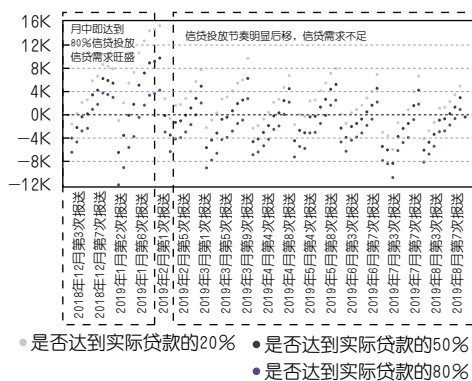
产，较上年同期下降14.1个百分点。

## 从衡量信贷需求的七个维度分析当前信贷有效需求不足

从衡量信贷有效需求变化的七个维度看，最近十多年来，我国信贷有效需求的变化与宏观经济增长的需求关系密切。下面我们进一步结合七个维度，分析当前信贷有效需求不足的表现。

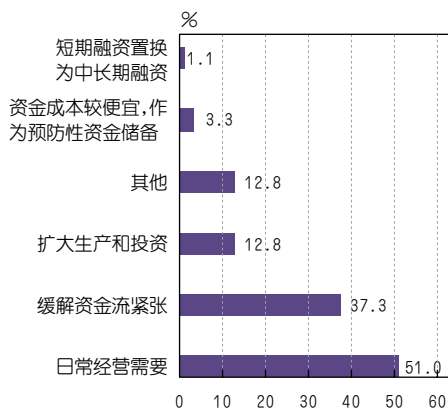
新冠疫情以来，受疫情反复、供应链冲击叠加地方政府隐性债务清理、“两高”企业整顿、部分高杠杆房企风险暴露影响，经济增长的需求从总体上和结构上均呈现不足态势。2021年下半年居民购房预期转弱以后，房地产市场持续低迷，对房地产贷款以及上下游产业链企业贷款影响广泛。从信贷需求指数看，2021年四季

度信贷需求指数较一季度下降9.8个百分点。其中，房地产贷款需求指数、基础设施贷款需求指数、制造业贷款需求指数分别较年初回落8.8个、9.5个、5.2个百分点。2022年以来，叠加“三重压力”冲击，经济下行压力进一步加大。2022年二季度信贷需求指数较一季度下降15.7个百分点。尽管普惠小微、制造业中长期贷款以及科技创新、绿色低碳发展、乡村振兴等新动能领域贷款增速较快，但体量有限。从M1和M2的趋势关系看，2022年两者背离趋势明显，M1反映的企业活期存款增速较低反映出企业活力不足。从存款定期化特征看，2022年以来，企业定期存款始终高于63%，2022年6月末企业定期存款占企业存款的比重达到64.3%，达到近5年最高值。从信贷量价组合看，疫情后贷款



数据来源：某省地方法人机构信贷投放数据收集整理。

图7 信贷投放节奏监测高频数据



数据来源：2022年二季度某省企业问卷调查结果。

图8 企业新增融资主要用途



市场报价利率（LPR）引导贷款利率持续下行，贷款总量上升反映出贷款增长更多依赖供给增加影响。从信贷投放节奏看，2018年以来贷款主要集中于月底投放已成为常态。从票据融资看，2022年月度新增票据融资规模创有数据记录以来新高，2022年7月末新增票据融资占信贷规模的比重已达16.9%。特别值得一提的是，从企业投资扩产需求比例看，2022年以来，在加大逆周期调节下，社会融资规模和贷款增速均保持较快增速，贷款需求表现为“充足”，但企业投资扩产的有效需求始终较弱，甚至没有投资扩产需求，即当前信贷有效需求不足。

## 政策建议

从以上分析可以看出，信贷有效需求不足从根本上来讲仍然是实体经济有效需求不足。金融的天职始终是服务实体经济，因此，提振经济中“有效需求”是当前保持信贷增长稳定性的关键。建议从稳存量和扩增量两个方面稳定有效需求、挖潜有效需求。

**稳定存量信贷需求。**有效需求不足是

市场主体行为的外化形式，反映出市场主体对当前及未来的市场预期和信心较弱。因此，面对当下宏观经济形势“三重压力”和信贷有效需求不足，仍然需要坚持做好跨周期设计与逆周期调节，保持信贷总量增长的稳定性。例如，适当稳住原有房地产和基础设施建设贷款的基本盘，防止经济下行和信贷总量共振收缩。

**挖潜新的信贷需求。**一方面，通过发挥结构性货币政策作用，加快经济增长新动能转型，引导金融机构深入挖掘绿色低碳转型、科技、乡村振兴领域新的信贷需求。例如，以新能源汽车为突破口，加大汽车产业链的信贷支持。另一方面，多措并举稳定市场信心和预期，创造新的有效需求。例如，继续深化LPR改革，促进融资成本稳中有降，通过推动金融向实体经济让利，进一步激发融资需求。同时加大财税政策优惠力度和产业政策扶持力度，加强企业辅导、培育、孵化，形成稳信心、稳预期的正向激励氛围，让企业“敢投资、愿生产”，促进形成新的有效需求。<sup>[N]</sup>

学术编辑：曾一已

### 参考文献：

- [1]李斌,伍戈.信用创造、货币供求与经济结构[M].北京:中国金融出版社,2015.
- [2]温彬,冯柏.有效信贷需求不足的特征、成因和对策[J].银行家,2022(07):15-19.
- [3]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,2015,7(06):30-40+124.
- [4]宗良,张嘉予.提升有效融资需求,增强经济发展韧性[J].银行家,2022(07):11-14.