

# 我国社会融资结构对货币政策效力的影响

程国平<sup>1</sup>(博士生导师), 刘丁平<sup>1,2</sup>(高级经济师)

**【摘要】**近十多年来我国社会融资结构多元化趋势日益明显,这对我国经济产生了巨大影响。本文选取我国2002~2013年社会融资结构的年度数据,将其对货币政策实施效果的影响进行了计量分析。结果表明,在不同经济发展阶段,我国社会融资结构对货币政策效力的影响也是不同的,但就整体而言,社会融资结构对货币政策效力的影响是正向的,并且有逐年加强的趋势。因此,本文建议央行在制定货币政策时将社会融资结构的变化情况纳入考虑范围。

**【关键词】**社会融资结构; 货币政策效力; CPI; GDP

**【中图分类号】** F822.0

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)02-0107-4

## 一、社会融资结构影响货币政策效力的文献研究

20世纪50年代,英国德拉克里夫报告较早研究了社会融资结构,形成了所谓的“整体流动性”理论,认为影响经济运行的社会融资结构包含了货币供给及整个社会的流动性,当局不仅应控制货币供给,还要控制整个社会金融系统的流动性(Cecchetti和Stephen G., 1999)。

20世纪60年代,美国经济学家格利与肖提出了金融中介理论。在信用创造方面,银行与非银行金融机构的区别是各自创造了独特形式的债务(Calmes, Christian, 2004)。Jorge Roldos(2006)等研究了社会融资结构变化对货币政策产生的影响。

20世纪80年代末90年代初,CC-LM模型产生,探讨银行信贷渠道如何传导货币政策(Blinder, 1988)。Bernanke(1988)认为,央行对贷款影响的重要性将会逐步减弱,非银行金融机构在融资活动中将发挥越来越重要的作用。Kashyap和Stein(1993)也提出了相似的观点,银行贷款渠道的效果因发达的非银行金融中介机构而被削弱。Stephen Morris(2009, 2010)认为,养老基金、共同基金和证券公司等金融机构直接或间接地成为贷款人,社会融资结构的变化因资产证券化扩大、金融中介链延长而影响货币政策的效力。

从国内情况看,王航(2003)研究了金融创新对货币政策及其有效性的影响。樊明太(2004)研究了金融结构变迁影响货币传导机制的性质和作用程度。周光友(2005)认为,以信用渠道为主的货币政策传导渠道将逐步被货币渠道所取代。代军勋(2006)认为,我国利率的传导效力弱化源于我国货币市场利率水平和利率结构的不合理。李琼(2006)认为,

信贷渠道还不是货币政策传导的主要渠道。

彭少玲(2009)研究了1956~2009年间我国社会融资结构的变迁。宋旺(2010)认为,银行信贷渠道的作用有所下降。黄隽(2011)认为,货币政策的有效性受到社会融资结构中的货币发行量、货币政策中介目标、货币政策传导机制等多方面的影响。张建波(2010)认为,股票价格发挥传导作用的能力将增强。

王永利(2011)认为,社会融资规模不能取代货币供应量作为货币政策的中介目标。齐莹(2012)也认为,社会融资规模并不能成为货币政策中介目标。盛松成(2012)从货币政策传导的角度分析认为,社会融资规模适宜作为我国的货币政策中介目标。孙文艳(2013)也基于VAR模型实证支持了这一观点。王红棉(2013)分析了我国社会融资结构变化对于货币政策传导机制的影响。

随着经济的发展,国内金融环境发生了深刻变化,尽管市场机制尚不十分完善,利率尚未完全市场化,信贷市场和金融市场分割,但社会融资结构呈现多元化和多层次化特点,正规金融市场融资渠道包含信贷市场融资、债券市场融资、股票市场融资和保险资金;非正规金融市场融资渠道就是所谓的影子银行,包括银行表外业务、私募产业股权基金和民间借贷等形式。银行信贷、股票、债券和保险等是社会融资结构的重要组成部分。金融业采用新的金融技术、开办新的金融业务、开拓新的金融市场,金融体系开始由银行主导型转向市场主导型。近两年来,各行业开始突破传统的经营范围和经营方式,金融市场上也出现了一些新的融资方式,社会融资规模成为货币政策中介目标。那么,中央银行应如

**【基金项目】** 国家社科基金项目“推进创新驱动战略的质量控制研究”(项目编号:14BJL004)

何对其予以调整和控制呢?

## 二、我国社会融资结构现状

改革开放30多年来,我国的社会融资格局已经发生了深刻的变化,具体表现在社会融资规模总量的迅速扩张以及社会融资结构的多元化趋势日益明显。此外,社会融资结构各个组成部分的占比也发生了较大的变化,虽然作为社会融资结构重要组成部分的银行信贷、非金融机构股票融资、企业债券以及保险投资等均形成了对实体经济的融资,但是它们对于央行制定的货币政策效力的影响程度是不同的。因此,尽可能地了解社会融资结构对我国货币政策效力有何影响具有十分重要的理论和现实意义。

近十多年来,随着我国金融市场的迅猛发展,金融环境不断改革、金融产品服务进一步创新,我国实体经济融资渠道的多元化趋势也日益明显。按照中国人民银行的统计口径,2013年,我国的社会融资规模总量已由2002年的2万亿元扩大到17.32万亿元。其中,人民币贷款为8.89万亿元,占51.33%;外币贷款折合人民币0.57万亿元,占3.30%;委托贷款为2.55万亿元,占14.72%;信托贷款为1.84万亿元,占10.62%;未贴现的银行承兑汇票为0.78万亿元,占4.50%;企业债券净融资为2.04万亿元,占11.78%;非金融企业境内股票融资为0.22万亿元,占1.27%。

由中国人民银行历年来公布的年度统计数据可以看出,目前,我国的社会融资结构呈现出以下几个特点:一是信贷融资占社会融资规模总量的比重大幅下降。2013年,我国人民币贷款为8.89万亿元,占社会融资规模总量的比重为51.33%,比2002年其占社会融资规模总量的比重下降了40.66个百分点。二是债券融资迅速发展。2013年企业债券净融资和非金融企业境内股票融资合计2.66万亿元,这个规模是2002年的25倍,占同期社会融资规模的比重为15.36%,比2002年上升了9.1个百分点。三是保险及其他融资的数量大幅度增长。2013年,保险公司赔偿额是2002年的6.8倍。而2013年新募基金包括人民币基金322只,其中披露金额的313只募资总额为233.26亿美元。外币基金新增27只,披露金额的26只共计到位111.80亿美元。相较过去,我国新募基金的数量和金额都有了较大幅度的增长。

我国货币政策的目标之一是保持币值稳定,并以此促进经济发展。随着我国社会融资结构的不断变化,不同的社会融资结构将对我国货币政策的效力产生不同的影响效应。我国社会融资结构的变化很可能带来一定的产出效应,而这会对我国货币政策效力产生影响。很显然,改革开放30多年来,我国经济的快速发展以及社会融资规模调节作用的不断增强,在很大程度上使得社会融资结构对我国现实经济产出状况的解释作用不断增强。凯恩斯认为,只要存在未被利用的资源,总需求的扩大就会使产出相应地增加。我国目前的经济虽然在飞速发展,但仍存在着大量未被利用的资源,因此

我国经济发展的总需求是在持续扩张的,这就会促使产出增加。而社会融资结构代表我国实体经济对于货币资金的总需求,这种总需求也是在持续扩张的,进而必然会使经济产出增加。

从我国社会总需求的角度来进行考察,引起经济总产出变动的主要因素包括社会总投资、社会总消费和我国净出口这三个方面。由此,我国社会融资结构的变化引起的社会经济总产出的变化渠道可以分别归结到其影响社会总投资、社会总消费以及我国净出口这三条变化渠道上,进而再影响到我国的经济总产出。由于我国货币政策的最终目标之一就是促进社会经济发展,而我国社会融资结构的变化会引起经济总产出的变化,进而会影响我国货币政策的最终目标,因此,我国社会融资结构最终会对货币政策的效力产生一定的影响。

根据目前央行出台的规定来看,社会融资结构的组成部分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等十项。其中,企业债券、非金融企业境内股票融资等属于直接融资的范畴,而人民币贷款、外币贷款和委托贷款等则属于间接融资的范畴。

不论是直接融资还是间接融资,均会对我国的经济运行情况造成一定的波动性影响。并且随着我国金融市场的不断发展以及金融创新的不断深化,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。据央行估计,如果未来条件成熟,那么这些融资方式也将一并计入社会融资规模。这样一来,这些不同的融资方式对我国经济造成的影响将会更加深远。

实际上,社会融资结构的各个组成部分均直接或间接地影响了我国的经济资源配置、经济结构调整和贯彻国家发展战略等各项发展情况。因此,社会融资结构才能够对我国货币政策效力的发挥产生一定的波动性影响。当局可通过增减存贷款利率、调节存款准备金率、公开市场操作等各项政策工具来控制与调节由社会融资结构变化而产生的波动效应。

## 三、我国社会融资结构对货币政策效力影响的实证分析

为分析现阶段我国的社会融资结构对于我国出台的货币政策效力的影响,本文对相应的指标变量进行了计量分析。所谓社会融资结构,是指直接融资与间接融资在社会融资规模中的构成和各自所占的比例。因此,社会融资结构的代表变量是信贷融资、证券融资、保险以及其他融资分别占社会融资规模总量的比重,分别用符号CR、SR以及IR表示;至于货币政策的效力,本文选取GDP和CPI这两个便于统计和具备代表性的指标。此外,本文对所使用的指标数据进行了对数化处理,以避免可能存在的异方差性。

为了分析不同阶段我国社会融资结构对货币政策效力

的影响,并考虑到计量分析数据的充分性,本文分2002~2007年和2008~2013年这两个阶段进行计量分析。计量分析所使用的数据详见表1。

**表1 社会融资结构对货币政策效力的影响分析数据**

年份	CPI(%)	GDP(亿元)	CR	SR	IR
2002	107.00	120332.69	96.37%	1.49%	2.14%
2003	107.10	135822.76	36.33%	8.99%	54.68%
2004	108.10	159878.34	94.91%	2.97%	2.12%
2005	108.20	184937.37	89.71%	7.91%	2.38%
2006	109.80	216314.43	83.56%	12.73%	3.71%
2007	110.90	265810.31	73.01%	22.32%	4.67%
2008	109.00	314045.43	79.15%	14.20%	6.65%
2009	110.30	340902.81	80.51%	14.61%	4.88%
2010	108.20	401512.80	66.38%	28.67%	4.95%
2011	109.50	473104.05	72.80%	22.06%	5.14%
2012	112.35	519470.00	59.80%	19.11%	21.09%
2013	114.06	568845.00	67.39%	15.14%	17.47%

注:所有数据均来源于国家统计局官网发布的统计年鉴和中国人民银行官网发布的年度统计数据。

1. 2002~2007年。取表1中2002~2007年的相关数据进行对数化处理,并运用Eviews 6.0及最小二乘法(OLS)对我国社会融资结构对货币政策效力的影响进行计量和分析。计量结果如表2、表3所示。

**表2 社会融资结构对CPI的影响结果**  
(2002~2007年)

变量	相关系数	标准差	t统计量	概率
C	0.150591	0.079323	1.898454	0.1981
LCR	0.209302	0.150688	1.388977	0.2993
LSR	0.012349	0.004072	3.032396	0.0937
LIR	0.057766	0.044368	1.301970	0.3227
可决系数	0.824505	对数似然值	28.85006	
调整后的可决系数	0.561264	F统计量	3.132121	
回归标准差	0.003420	概率(F统计量)	0.251330	

**表3 社会融资结构对GDP的影响结果**  
(2002~2007年)

变量	相关系数	标准差	t统计量	概率
C	5.490131	0.714792	7.680739	0.0165
LCR	0.128083	1.357870	0.094327	0.9334
LSR	0.312912	0.036696	8.527099	0.0135
LIR	-0.100072	0.399806	-0.250301	0.8257
可决系数	0.976997	对数似然值	15.65929	
调整后的可决系数	0.942493	F统计量	28.31520	
回归标准差	0.030822	概率(F统计量)	0.034305	

可以看出,LCR、LSR和LIR对于LCPI的系数均为正(0.21、0.01和0.06),这说明社会融资结构中信贷融资、证券融资、保险以及其他融资这三大类变量对于CPI的影响都是正向的。此外,该模型的可决系数( $R^2$ )为0.82,这说明该模型拟合较好。同理,LCR和LSR对于LGDP的系数均为正(0.13和0.31),但是和LIR对于LGDP的系数为负(-0.10),这说明社会融资结构中信贷融资和证券融资对于GDP的影响是正向的,而保险以及其他融资方式对于GDP的影响是负向的。此外,该模型的可决系数( $R^2$ )为0.98,这说明该模型拟合较好。

2. 2008~2013年。取表1中2008~2013年的相关数据进行对数化处理,并使用Eviews 6.0及最小二乘法(OLS)对我国社会融资结构对货币政策效力的影响进行计量和分析。计量结果如表4、表5所示。

**表4 社会融资结构对CPI的影响结果**  
(2008~2013年)

变量	相关系数	标准差	t统计量	概率
C	0.157281	0.280914	0.559890	0.6751
LCR	0.204698	0.519891	0.393733	0.7612
LSR	0.037166	0.153667	0.241859	0.8489
LIR	0.052464	0.082332	0.637225	0.6388
可决系数	0.860429	对数似然值	23.14484	
调整后的可决系数	0.441715	F统计量	2.054934	
回归标准差	0.005283	概率(F统计量)	0.464363	

**表5 社会融资结构对GDP的影响结果**  
(2008~2013年)

变量	相关系数	标准差	t统计量	概率
C	7.833852	4.765048	1.644024	0.3479
LCR	3.063938	8.818756	0.347434	0.7871
LSR	1.336033	2.606612	0.512555	0.6985
LIR	0.709645	1.396580	0.508131	0.7007
可决系数	0.764600	对数似然值	8.989756	
调整后的可决系数	0.058401	F统计量	1.082697	
回归标准差	0.089621	概率(F统计量)	0.592577	

可以看出,LCR、LSR和LIR对于LCPI的系数均为正(0.20、0.04和0.05),这说明社会融资结构中信贷融资、证券融资、保险以及其他融资这三大类变量对于CPI的影响都是正向的。此外,该模型的可决系数( $R^2$ )为0.86,这说明该模型拟合较好。同理可以看出,LCR、LSR和LIR对于LGDP的系数均为正(3.06、1.34和0.71),这说明社会融资结构中信贷融资、证券融资、保险以及其他融资这三大类对于GDP的影响都是正向的。此外,该模型的可决系数( $R^2$ )为0.76,这说明该模型拟合较好。

3. 计量结果分析。通过对比表2和表4可以得出,2002~2007年这一阶段和2008~2013年这一阶段相比,模型的可决系数( $R^2$ )由0.82提高到0.86,而自变量(信贷融资、证券融资、保险以及其他融资占社会融资规模总量的比重,即CR、SR和IR)对于因变量(CPI)的系数均为正数,这些都说明我国社会融资结构对于CPI的影响是正向的,而且有逐年加强的趋势。

同理,通过对比表3和表5可以得出,2002~2007年这一阶段和2008~2013年这一阶段相比,模型的可决系数( $R^2$ )由0.98降低到0.76,而自变量(信贷融资、证券融资、保险以及其他融资占社会融资规模总量的比重,即CR、SR和IR)对于因变量(GDP)的系数由“两正一负”变为“三正”,这些都说明,尽管模型的拟合程度在下降(有可能受经济波动的影响),但我国社会融资结构对于GDP的影响总体而言是正向的,并且有逐年加强的趋势。

#### 四、主要研究结论

上述实证研究结果中,信贷市场的效力是正向的,表明快速发展的信贷市场和不断扩大的信贷规模对货币政策效力的影响是显著的,这是因为通过信贷渠道发放出去的流通货币是货币政策重要的中介目标之一,货币政策的效力必然受到其影响。上述实证结果也表明,货币政策的效力也受到债券市场一定程度的影响。这是因为我国债券市场成为仅次于信贷融资的第二大融资渠道,并且超过了股市融资规模。当货币政策从紧时,一部分企业债可以转化为投资,从而可以抵消信贷规模的收缩,支持实体经济的发展,在一定程度上影响货币政策的效力。相比之下,货币政策很难通过股票市场达到预期的效果。企业可以通过上市发行股票或是股票增发的形式筹集资金,如果央行间接融资截流控制货币供应量和信贷规模,企业可以转向资本市场直接融资放水,货币政策的效力必然大打折扣。保险以及其他融资方式一般通过保险公司赔偿和保险公司投资房地产两种渠道实现对实体经济的资金供给,因此,央行难以控制这部分资金,其政策效力受到影响。

总之,在不同的经济发展阶段,我国社会融资结构对货币政策效力的影响也是不同的,但就整体而言,社会融资结构对货币政策效力的影响是正向的,并且有逐年加强的趋势。这也从侧面反映出,在不同的经济发展阶段,我国社会融资结构的确会影响货币政策效果,而这对于传统的以广义货币( $M_2$ )作为中介指标的货币调节政策可能会造成一定程度的冲击。因此,央行在制定货币政策时应该充分考虑到社会

融资结构对其效力的影响,并考虑是否用“社会融资规模”这一中介指标来对广义货币进行补充甚至是取代。

近年来,我国不断扩大的直接融资规模、快速发展的商业银行表外业务、不断增多的金融创新产品、频繁涌现的金融脱媒现象、飞速发展的电子支付,不断减少着实际货币需求量,使国家难以准确监测货币供应量,央行对其调控的难度逐渐加大,必然影响最终目标的顺利实现。这就要求建立国家宏观调控政策的新型中介目标体系,使之与我国社会融资结构变化特征相适应,统计监测日常的货币供应量、社会融资规模等中介指标,积极研究将物价上涨率、短期利率、汇率等纳入货币政策中介目标范围,推进货币政策工具从数量型向价格型调控机制转变。

#### 主要参考文献:

- 盛松成.社会融资规模与货币政策传导[J].金融研究,2012(10).
- 张春生,蒋海.社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗:与  $M_2$ 、信贷规模的比较[J].经济科学,2013(6).
- 李全德.社会融资结构变化对货币信贷政策效应的影响[J].河北金融,2012(7).
- 陈璋,王继源.社会融资规模、名义利率和房价波动的关系研究[J].中国物价,2014(11).
- 赵胜民,罗琦等.社会融资规模适合作为调控房价的政策工具吗[J].统计研究,2014(10).
- 汪洋.社会融资规模指标是否有价值[J].当代财经,2014(10).
- 唐安宝,姚绍真.我国货币供给的产出效应及其传导路径的实证研究[J].南方金融,2009(11).
- 杨薪燕.社会融资规模与实体经济关系的实证研究[J].金融与经济,2014(9).
- 周宗安,王显晖.社会融资规模与产业结构调整的相关度[J].财政金融,2014(9).
- 张宏亮.我国金融支持城镇化发展效应与策略选择研究——基于社会融资规模的视角[J].西部金融,2014(8).
- 夏明明,尚昱吟.社会融资规模变动对产业结构的动态影响[J].现代商业,2014(21).
- 黄隽.社会融资结构变化对货币政策的影响[J].经济纵横,2014(21).
- 作者单位:1.武汉理工大学管理学院,武汉430070;2.中央汇金投资有限责任公司,北京100010