

墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金面上项目 (71272213)

教育部人文社会科学研究项目青年基金项目 (11YJC630166)

研究成果

Monetary Policy

Credit Allocation and
Economic Consequences

货币政策、信贷资源配置 及其经济后果研究

饶品贵 ◎著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金面上项目 (71272213)

教育部人文社会科学研究项目青年基金项目 (11YJC630166)

研究成果

Monetary Policy

Credit Allocation and
Economic Consequences

货币政策、信贷资源配置 及其经济后果研究

饶品贵 ◎ 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 饶品贵 2014

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策、信贷资源配置及其经济后果研究 / 饶品贵著. —大连: 东北财经大学出版社, 2014. 5

(墨香财经学术文库)

ISBN 978-7-5654-1487-9

I. 货… II. 饶… III. ①货币政策-研究-中国 ②信贷-资源配置-研究-中国
IV. ①F822.0 ②F832.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 054659 号



东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 181 千字 印张: 13 插页: 1

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 王 斌

责任校对: 刘 洋 王 娟

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 39.00 元

本书受到国家自然科学基金面上项目“货币政策波动、信贷资源配置及其经济后果研究”（批准号：71272213）和教育部人文社会科学研究项目青年基金项目“货币政策波动、融资决策及其经济后果研究”（批准号：11YJC630166）的资助。

作者简介

饶品贵，男，1975 年 4 月生，江西景德镇人。博士毕业于北京大学光华管理学院会计系，现为暨南大学管理学院会计系副教授，博士生导师。主要研究领域是宏观经济政策与微观企业行为互动关系、财务会计与资本市场、行为金融学、投资银行在资本市场上的作用机制。主持和参与多项国家自然科学基金，主要的学术成果发表在 *Journal of Business Finance and Accounting*、《经济研究》、《管理世界》、《金融研究》、《会计研究》、《中国会计评论》等国内外专业期刊上。

序

《货币政策、信贷资源配置及其经济后果研究》与读者见面，是一件十分令我欣慰的事情。本书是饶品贵博士 2006 年进入北京大学攻读博士学位、2010 年进入暨南大学任教至今近八年中学术研究活动的阶段性总结，同时也是具有高度学术价值的研究思想的总结。

如本书第 2 章所阐述的，不论国内还是国际，学术界的宏观经济研究和微观企业研究均存在脱节现象。经济学研究是企业研究的母学科，宏观经济形势是企业经营的大环境，因此这种脱节现象是很令人遗憾的，它也制约了经济学、管理学研究在研究内容、研究范式上的进一步发展。

饶品贵博士在本书中系统展示的货币政策与企业财务、会计行为的互动研究，正是修正以上所述脱节现象的较早的尝试。本书首先提出了宏观经济政策与微观企业行为互动研究的思路，然后把这种思路应用到一个重要的宏观经济政策——货币政策上去，分析其对企业融资行为、投资行为、未来业绩及会计特征的影响。这些研究成果不仅具有重要的学术价值，也对政策制定、企业决策具有一定的参考意义。

在学术价值上，本书的研究奠定了宏观经济政策与微观企业互动研究的基础，为学术界研究其他宏观政策的微观影响提供了思路。在实务

价值上，本书为企业在不同货币政策环境下的财务管理活动提供了借鉴，为央行制定货币政策提供了微观反馈证据。

创新是学术研究的生命力所在，而创新思想和成果都是来之不易的。饶品贵在攻读博士期间，当他和我们共同确定本选题作为学位论文方向后，他投入了大量时间和精力学习货币政策相关知识，进行宏观、微观层面的文献综述并梳理中国过去三十年货币政策变迁历程，然后提出货币政策的计量指标，以及确定需要研究的微观行为。在此期间，他所付出的劳动可谓艰辛，数度因为看不到未来的方向而想打“退堂鼓”，另选题目。但品贵最后还是坚持下来。现在，辛勤和坚持的果实可谓丰硕。他博士学位论文的三个主要部分分别发表在了《经济研究》、《管理世界》和《金融研究》上，应该说在博士生中是比较少见的。现在本书的面世，也将进一步使他的研究成果得到积累和传播。

“宏观经济政策与微观企业行为互动研究”刚刚起步，正逐渐受到国内经济学、管理学各个学科学者的关注。在这个领域内，我们在国际上领先一步的。饶品贵博士的研究工作为促进这个领域的兴起和发展做出了重要贡献。同时，自2012年以来，他一直协助我和陈冬华教授组织由《经济研究》编辑部、北京大学、南京大学三方主办的围绕本主题的年度学术研讨会，推动围绕本主题的资金资助立项等活动。我相信，饶品贵博士将在这个领域里取得更加丰硕的研究成果。

是为序。

姜国华

北京大学光华管理学院

2014年1月26日

前言

货币政策与财政政策是各国政府干预和调控宏观经济最为重要的经济手段。2008 年全球金融危机爆发之后，各国政府的应对之道就是同时采用积极的财政政策和相对宽松的货币政策，尤其是美国连续推出超量化宽松政策（QE）以恢复美国经济。而我国也推出了 4 万亿元的刺激计划，随后 2009 年中国银行体系出现 9 万亿元的天量信贷。货币政策究竟在宏观经济中扮演什么样的角色，对微观企业主体产生了怎样的影响，是学术界和实务界都非常关注的问题。

本书基于我国特定的货币政策及宏观经济环境，依据央行货币政策变动设定 2004 年、2006 年、2007 年、2010 年和 2011 年为货币政策紧缩阶段虚拟变量，并利用央行发布的银行家信心指数确定货币政策紧缩阶段，以货币政策为切入点对宏观经济政策与微观主体行为之间的互动关系进行探索性研究。本书的主要内容包括：

第 1 章，引论。

第 2 章，结合本书第 5、6、7 章的实证研究，建立宏观经济政策与微观企业行为互动关系的分析框架，旨在倡导宏观经济政策与微观企业行为方面的研究。

第 3 章，系统地描述性分析我国的货币政策。

第4章，对货币政策传导机制的研究文献进行系统回顾。

第5章，货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究。这一章结合企业产权性质，研究货币政策波动对银行信贷与商业信用互动关系的影响，以提供我国货币政策信贷传导机制的微观证据。研究发现在货币政策紧缩期，相对于国有企业，非国有企业在银行信贷方面受到的冲击更大，但企业以商业信用作为替代银行信贷的融资方式以弥补资金供给缺口。

第6章，货币政策、信贷资源配置与企业业绩。这一章以我国上市公司1998—2008年数据为样本，研究货币政策紧缩期信贷资源配置及其经济后果，发现货币政策紧缩期信贷资金的边际增加将导致企业业绩下一年度有更好的表现和更高的增长。同时，这种关系主要体现在非国有企业上，表明非国有企业整体的经济效益更好，却没有获得足够的信贷资金，说明我国银行体系的信贷资金配置没有达到最优。

第7章，货币政策波动、银行信贷与会计稳健性。这一章研究发现在货币政策紧缩阶段，企业的会计稳健性变得更高。本章还发现依赖于外部融资和拥有更高债务水平的企业会计稳健性更高，持有大量现金的企业会计稳健性更低，国有企业的会计稳健性更低。在会计稳健性的经济后果上，本章发现在货币政策紧缩阶段，会计稳健性的提高有助于企业获得更多的信贷资源。

第8章，研究结论与研究局限。

本书主要的研究贡献在于：

首先，结合宏观经济政策的微观企业行为研究是当前经济研究中的一个重要方向。宏观经济政策是微观企业行为的大背景，而微观企业行为是宏观经济政策达到目标的途径和渠道，两者相结合的研究具有重要的理论与现实意义。本书选择以货币政策的变化为切入点，研究宏观经济政策对微观主体经济行为产生的影响，这是对宏观经济政策与微观企业行为互动关系这一新兴研究领域的进一步拓展。

其次，本书系统阐述与分析了我国货币政策对微观主体行为的深刻影响，包括对企业融资行为及对企业业绩、会计行为（会计稳健性）的影响，这方面的系统研究能够使我们货币政策与宏观经济产出的关

系、货币政策对微观企业行为的影响有更为深入的理解。理解货币政策对微观主体行为的影响还将有助于货币政策制定者了解在金融市场上哪些因素影响货币政策的实施效果，同样有助于政策制定者们寻找更为契合的货币政策中介目标和确定货币政策调整的幅度。

最后，在实践意义上，本书的研究证据表明货币政策的制定与实施不仅应着力于银行信贷的调整，同时也应对银行体系以外的融资渠道（比如商业信用、债券发行等）进行有效的调控与监管，这样才能保证货币政策的总体调控效果。而货币政策对信贷资源配置的影响及其经济后果的研究有助于更好地理解我国经济体制改革中金融机构信贷资源配置的效率，并为政策监管部门提高信贷资源配置效率提供直接的决策依据。

作者
2014年2月

目录

第1章 引论 1

- 1.1 研究背景 1
- 1.2 研究框架 3
- 1.3 主要研究结论 5
- 1.4 研究创新 6

第2章 宏观经济政策与微观企业行为：拓展会计与财务研究新领域 8

- 2.1 引言 8
- 2.2 宏观经济政策与微观企业行为的关系 12
- 2.3 一个研究案例：货币政策与企业融资、会计选择及企业
业绩研究 19
- 2.4 小结 23

第3章 中国的货币政策 24

- 3.1 引言 24
- 3.2 货币政策的中介目标 26
- 3.3 货币政策操作工具 38

2 | 货币政策、信贷资源配置及其经济后果研究

3.4 利率政策 48

3.5 信贷政策 53

3.6 汇率政策 56

3.7 小结 60

第4章 货币政策传导机制：综述与展望 62

4.1 引言 62

4.2 货币政策与经济产出 63

4.3 货币政策的利率传导机制 66

4.4 货币政策的资产价格传导机制 69

4.5 货币政策的信贷传导机制 72

4.6 小结 80

第5章 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究 84

5.1 引言 84

5.2 文献回顾与问题的提出 87

5.3 研究样本与研究设计 91

5.4 实证结果与分析 96

5.5 稳健性检验 101

5.6 小结 108

第6章 货币政策、信贷资源配置与企业业绩 110

6.1 引言 110

6.2 文献回顾与研究假设 114

6.3 研究样本与研究设计 118

6.4 实证结果与分析 122

6.5 小结 134

第7章 货币政策波动、银行信贷与会计稳健性 137

7.1 引言 137

7.2	文献回顾与研究假设	139
7.3	研究设计	144
7.4	变量定义与研究样本	148
7.5	实证结果与分析	150
7.6	小结	161

第8章 研究结论与研究局限 165

8.1	研究结论	165
8.2	研究局限	166

主要参考文献 169

索引 186

后记 189

第 1 章 引论

1.1 研究背景

货币政策一直是政府干预经济的重要手段，凯恩斯（1936）的《就业、利息和货币通论》对货币政策如何发挥作用做了开创性的研究。

中国从 1996 年正式开始的利率市场化改革标志着货币政策从财政政策的附属角色变为正式发挥调节市场经济运行的角色。外汇公开市场操作于 1994 年 3 月启动，人民币公开市场操作于 1998 年 5 月 26 日恢复交易，规模逐渐扩大。1999 年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作的重要工具，公开市场操作已经成为货币政策实施过程中非常重要的手段。中国人民银行作为中央银行已经构建了调整货币供应量、存款准备金率、金融机构再贴现利率、金融机构存贷款利率、公开市场操作以及信贷政策等一整套相对完整的货币政策实施体系。货币政策在宏观经济调控以及对微观主体的影响方面发挥着越来越重要的作用。

1997 年亚洲金融危机之后，中央银行根据宏观经济形势的变化频

繁地对货币政策进行调整，而资本市场和微观经济主体对货币政策的变化和调整极为关注。最典型的事件就是 1997 年亚洲金融危机之后中国开始长达 7 年的通货紧缩。为了治理通货紧缩，中央银行在 2004 年之前一直实施相对宽松的货币政策。而在 2008 年金融危机爆发之后，中国人民银行围绕“保增长、扩内需、调结构”的主要任务，执行适度宽松的货币政策，引导金融机构在控制风险的前提下加大对经济发展的支持力度，保证货币信贷总量满足经济发展需要，加强货币政策与财政政策、产业政策的协调配合，为经济发展创造良好的货币金融环境。总体来看，适度宽松的货币政策得到了有效传导（中国人民银行 2009 年第 3 季度货币政策执行报告），货币政策在稳定经济方面发挥了积极的作用。

近期，我国的利率市场化进程取得了重要进展。2013 年 7 月 20 日央行宣布放开商业银行的贷款利率管制，这意味着商业银行在进行放贷时可以自主确定贷款利率，这对于促进商业银行的市场竞争和发展有着重要的意义。

但是中国的金融市场和整个金融体系处在转轨时期，不管是迫于压力还是出于自身经济发展的需求，整个金融体系，包括银行体系和资本市场正在对外开放和进行自由化，但是从根本上说，中国的金融体系还未完全实现自由化。中国整个的金融体系是以银行为基础的，资本市场包括股票市场和债券市场还只是处于初步发展的阶段，还只是个新兴的资本市场。因为本身的经济发展速度相对较快，货币供应高增长且不可预测（McKinnon, 2009），而利率政策实行双轨制，既有市场化利率，也有官方利率。这些是中国金融体系的基本特点，这些基本特点决定中国的货币政策的制定与实施可能较发达经济体来得更为复杂，并且货币政策更加难以把握，要对中国的货币政策进行深入透彻的研究，其难度可想而知。

在中国这样快速发展的经济体中，货币政策究竟应该扮演什么样的角色，货币政策的实施发挥了怎样的功效，货币政策通过什么机制传导至微观主体，作为宏观经济政策中至关重要的货币政策的变化对微观主体产生了怎样深远的影响等问题一直是学术界和实务界非常关注的

问题。

本书基于我国特定的货币政策和宏观经济环境，设定我国货币政策紧缩阶段的年度虚拟变量，同时采用央行公布的银行家信心指数来计量我国货币政策的变化，并以此为基础系统研究货币政策的变化对微观主体行为的影响及其经济后果。

1.2 研究框架

宏观经济政策是一个国家的政府为了调控国民经济发展而制定的影响整个经济体的政策，这些政策包括但不限于财政政策、货币政策、信贷政策、汇率政策、资本管制政策、产业政策、经济管制政策等。宏观经济政策的推出和执行影响了经济产出。经济产出的衡量指标包括国民生产总值、全社会投融资额、进出口额、全民消费水平，广义上来讲也包括消费者物价指数、生产者物价指数、汇率水平、全社会资本成本等指标。经济学研究的一个重点是宏观经济政策和经济产出的关系。会计学和财务学研究微观企业主体的行为。微观企业行为包括但不限于公司治理、商业模式、投融资、财务管理、会计政策等。微观企业行为的结果是企业产出，包括企业业绩（收入成长、盈利水平）、资本结构、企业财富成长等指标。

和会计学和财务学关系比较紧密的宏观经济政策包括经济周期、财政政策、货币政策、信贷政策、汇率政策、经济管制政策、产业政策等。这些政策的改变对微观企业主体行为（公司治理、商业模式、融资活动、投资活动、财务管理、会计政策、内部控制、税务筹划等）的影响至少三个方面：一是宏观经济政策通过改变宏观经济前景预期、行业前景预期影响企业的相应行为（例如投资行为、雇佣行为等）；二是通过改变企业资本成本发挥影响（例如影响企业融资行为、现金管理行为等）；三是宏观经济政策可能改变了企业经营的信息环境从而影响企业行为（例如信息不确定性增加导致企业财务管理活动变得谨慎等）。

图 1-1 描绘了从宏观到微观的分析框架。

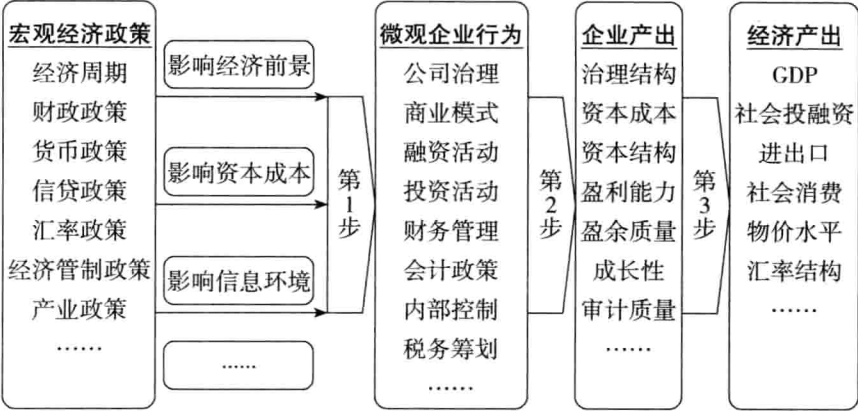


图 1-1 从宏观到微观的分析框架

本书基于上述从宏观到微观的分析框架研究宏观经济因素对企业微观主体经济行为的影响。宏观经济环境对微观主体的深刻影响越来越受到学者们的关注，实际上国内外一些学术研究已经关注到这一领域。例如，经济周期影响企业资本结构的调整和对会计稳健性的影响（Korajczyk and Levy, 2003；Klein and Marquardt, 2001），货币政策对企业投资行为的影响机理（Beaudry et al., 2001），利率政策的改变对企业的资本成本的影响（Nissim and Penman, 2003；Bernanke and Kuttner, 2005），经济政策影响公司会计业绩与股票回报率（靳庆鲁等, 2008），通货膨胀率的波动对企业未来现金流的影响（Konchitchki, 2011）。

本书以货币政策波动为切入点对宏观经济政策与微观企业行为互动关系进行探索性研究。本书之所以选择货币政策作为研究的切入点，是因为：其一，货币政策是各国政府进行宏观经济调控最为重要的手段之一，是比较典型的宏观经济政策，它的波动将对微观企业行为产生显著的影响；其二，相对于财政政策等其他宏观经济政策而言，在已有的文献中货币政策具有比较明确的传导机制，比如利率传导机制、信贷传导机制、资产价格传导机制等，而在研究宏观经济政策对微观企业行为影响时，明确其传导过程是极为关键的。

具体而言，货币政策波动对微观企业产生的影响体现在以下三个方