



金融信用理论研究丛书

丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

金融信用与经济增长

基于总量数据的实证研究

Financial Credit and Economic Growth:
Empirical Research with Macro Data

黄 波/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



金融信用理论研究丛书

丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

金融信用与经济增长

基于总量数据的实证研究

黄 波/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

金融信用与经济增长：基于总量数据的实证研究/黄波著.
—北京：社会科学文献出版社，2011.6
ISBN 978-7-5097-1907-7

I. ①金… II. ①黄… III. ①金融机构-信贷管理-
关系-经济增长-研究-中国 IV. ①F832.4 ②F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 213012 号

金融信用与经济增长

——基于总量数据的实证研究

著 者 / 黄 波

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

责任编辑 / 任文武

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

责任校对 / 王洪强

项目统筹 / 邓泳红 任文武

责任印制 / 董 然

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20 印 张 / 20.6

版 次 / 2011 年 6 月第 1 版 字 数 / 311 千字

印 次 / 2011 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-1907-7

定 价 / 49.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

前 言

本书的写作源于上海立信会计学院金融学院在 2008 年获批的上海市教委高水平特色发展项目“金融信用知识创新体系建设”，项目申报前期恰逢美国金融危机全面爆发之时，项目负责人王楚明教授认为“次贷危机的本质是信用危机”，为此必须加强金融信用理论研究，以期相关研究成果能为理论与实务界提供咨鉴。

“金融信用”本身是一个古老的话题，但关于这一词汇的解释在经典金融经济词典中却鲜有出现，很多时候我们都将其与“金融”本身等同了，也正是因为如此，项目负责人王楚明教授在多次组织研讨时都提到过这样的问题：什么是金融信用？金融是信用的本质，抑或信用是金融的本质？相关话题曾引起过大家激烈的争论，也激发了大家的研究兴趣。

本书主要内容包括以下几个方面。

(1) 首先对“金融信用”本身进行了界定。通过探究信用的起源，从社会学、经济学和金融学的角度对“金融信用”是什么进行了部分回答，对“金融信用”的内涵特征、分类、微观基础及其与经济发展的关系进行了探讨，并结合美国次贷危机进行了案例分析。

(2) 对我国金融信用结构与规模及其风险状况进行了分析考

察。在相关数据分析的基础上,对改革开放以来我国国际信用(对外债务)、货币与商业银行信用以及证券信用(股票与债券)的发展趋势、特征表现及其原因进行了探讨;进一步对国际信用风险、商业银行信贷风险、股权信用风险的趋势表现和成因进行了经验总结。

(3) 在综述国内外有关金融(信用)与经济发展关系文献的基础上,本书对我国金融信用与经济增长的长期关系进行了拓展检验。通过选取与金融信用结构和规模、金融信用效率相关的15个指标,本书构造了金融信用系列指数,分析了自1985年以来我国金融信用发展的总体趋势,并结合金融信用指数,实证检验了金融信用(结构与规模、效率)是如何通过与产出结构(消费、投资与出口等驱动经济发展的三驾马车)共同作用来促进经济增长的。

(4) 从宏观层次来看,金融信用与经济增长关系的一个重要方面就是货币当局通过货币政策的实施来“熨平”短期经济波动并保持物价稳定,而我国货币政策的实施效果并不理性,且货币政策传导的不对称客观上也加大了经济波动。为此本书构建了考虑货币(信贷)供给对CPI和GDP增长率非对称冲击的计量模型,通过货币(信贷)冲击效果的偏态分布特征分析并结合“经济增长在险值”对非预期货币供给的宏观经济后果进行了实证检验。

本书同时也得到了上海立信会计学院金融学院获批的上海市教委重点学科建设项目(第五期,项目编号:J51703)和上海市本科教育高地建设项目(第三期)的支持,也是作者主持的上海市教委科研创新项目“公司特质风险:基本特征、内在机理与外在表现”(课题编号:09ZS203)的阶段性成果。

黄 波

2009年10月于上海立信会计学院云间楼

目 录

第一章	绪论	1
一	研究意义	1
二	研究框架与主要内容	3
第二章	金融信用概述	6
一	金融信用的界定	6
二	金融信用的微观基础：基于金融契约论的视角	16
三	金融信用与经济发 展的框架模型	31
四	金融信用泛滥的经济后果：以美国次贷危机为例	34
五	本章小结	53
第三章	中国金融信用结构与规模分析	56
一	金融信用体系发展概况	56
二	国际信用：对外债务状况	60
三	货币信用：M2 与银行信贷状况	68
四	证券信用：股票市场状况	80
五	证券信用：债券市场状况	95
六	本章小结	103
第四章	中国金融信用风险分析	106
一	国际信用风险分析与对比	106
二	信贷信用风险分析	126

三	股权信用风险分析	136
四	本章小结	149
第五章	金融信用与经济发展的国外研究	152
一	金融发展如何促进经济增长	153
二	金融结构与经济增长	162
三	影响“金融—经济”关系的其他因素	173
四	“金融—经济”的其他相关研究	188
五	本章小结	194
第六章	金融信用与经济发展的国内研究述评与实证检验 ...	197
一	我国金融发展对经济增长的作用效果与效率	198
二	我国金融发展与经济增长的因果关系	218
三	“金融—经济”关系的其他检验	226
四	金融信用发展与经济增长关系的实证检验	233
五	本章小结	269
第七章	金融信用与经济运行风险的文献综述与实证检验 ...	277
一	我国货币政策实施状况及其有效性	278
二	货币政策的传导渠道与不对称机制	283
三	货币信用、通货膨胀与经济的关系	297
四	货币信用、通货膨胀与宏观经济波动的实证检验 ...	308
五	本章小结	336
第八章	结论与展望	342
一	主要研究结论	342
二	未尽研究展望	346
参考文献		348

第一章 绪论

本章将阐述金融信用与经济增长研究的意义，并对研究结构与研究内容进行简要说明。

一 研究意义

金融是市场经济的核心，市场经济本身就是信用经济。自改革开放以来，我国金融市场化导向的改革带来了金融体系的不断完善、金融结构的多样化和金融规模的扩张，金融的发展极大地推动了实体经济的飞跃。但与此同时，金融发展过程中的信用贫困、信用滥用、信用危机等信用失范现象也普遍存在，已经成为我国金融安全和金融持续发展的一大隐患。就金融信用与经济发展的关系而言，仍然存在不少的事实困境，以下仅列举三例。

(1) 资金“浪费”与融资“饥渴”并存。一方面，我国的金融体制改革并未完全摆脱既有的路径依赖，在国有金融主导的情形下，金融资源向国有经济过度倾斜及其伴随而生的“信用软约

束”导致国有银行困境长期存在；在国有银行商业化改革的进程中，信用约束的“硬化”则使得事实迅速转向另外一个极端，银行的资金囤积与“惜贷”行为导致稀有金融资源的浪费。另一方面，以中小民营企业为代表的融资主体却长期存在融资难的问题，其中既有金融部门的体制歧视问题，但更多地表现为一种难以化解的、与风险相伴的信用约束。

(2) 金融规模快速扩张与金融产品结构单一、金融效率低下并存。自改革开放以来，我国金融发展规模快速扩张，如：广义货币供给量 M2 从 1978 年的 1159.1 亿元迅速扩张到 2008 年的 475166.6 亿元，年均增长 22.21%；金融机构的各项存、贷款也分别从 1978 年的 1850 亿元和 1134.5 亿元增加到 2008 年的 303395 亿元和 466203 亿元，年均增长率分别为 18.53% 和 22.22%；A 股发行融资额也从 1991 年的 5 亿元增加到 2008 年的 3534.95 亿元，股票市值从 1992 年的 1048 亿元增加到 2008 年的 121366.4 亿元。但金融产品结构较为单一，居民投资渠道不畅，且 M2/GDP 比率逐年走高、存贷比不断下降以及大量实证研究表明，我国“金融—经济”关系为“金融发展追随”。而非其他国家在发展初级阶段的“金融供给引导”，这表明我国金融发展仅表现为从属于经济发展，其中金融信用渠道与机制欠佳，金融并未很好发挥经济发展“润滑剂”的作用。

(3) 居民储蓄快速增长与外资的流入扩张并存。据《中国统计年鉴 2009》相关数据测算，我国城乡居民人民币存款余额在 1978 年为 210.6 亿元，而 2008 年底则高达 217885.4 亿元，年均增长 26.04%；此外，我国外债余额从 1986 年的 214.8 亿美元迅速增长到 2008 年底的 3746.6 亿美元，年均增长 10%。考虑到我国日益增加的巨额外汇储备，再联系多数研究已证实 1978 ~ 2008 年我

国“储蓄缺口”多半为负且持续扩大的事实，说明我国与一般发展中国家存在的“储蓄缺口”和“外汇缺口”并存有很大不同，以逐利为目的的外资大量涌入已不能完全用提升国内技术管理水平来解释，我国“投资—储蓄”转化率及金融信用效率低下导致国内资金无法有效利用才是其中的一个重要原因。

因此，探究造成上述金融经济发展困境的根源，研究金融信用的内涵，以及如何构建金融信用基础、疏通金融信用环节，寻求金融信用与经济发展的规律，提升资金的利用效率，已成为一个重大的理论与实务问题。

此外，从世界范围来看，2007年始于美国的金融海啸席卷全球，各国经济步入衰退的深渊，众多学者和各国政要均开始重新思考金融信用与经济发展的关系问题：美国金融危机的表象为借款人的信用危机，并经由金融创新使得信用泛滥和失控；但深层次的根源则在于美国过于追求长期经济增长而忽略了经济结构均衡，长期的低利率政策和金融信用的“非理性繁荣”则加剧了经济失衡并最终引发了危机爆发。“水能载舟，亦能覆舟”，在次贷危机的时代背景下重新考量金融信用与经济增长的关系，使得本书的研究具有了更深的时代意义。

二 研究框架与主要内容

尽管有关金融信用和经济增长关系的研究意义重大，但鉴于这一命题过于宽泛且前期相关研究较多，再加上金融信用的概念界定并无统一说法，某些表述如“金融信用表现为借款人偿还的意愿与能力”暗含了一些无法量化的因素（如借款人偿还意愿如何刻画），因而客观上加大了本书研究的难度。有鉴于此，本书有

关金融信用和经济发展的研究主要基于实证角度展开，且仅限于宏观总量数据层次，研究的基本框架可见图 1-1。

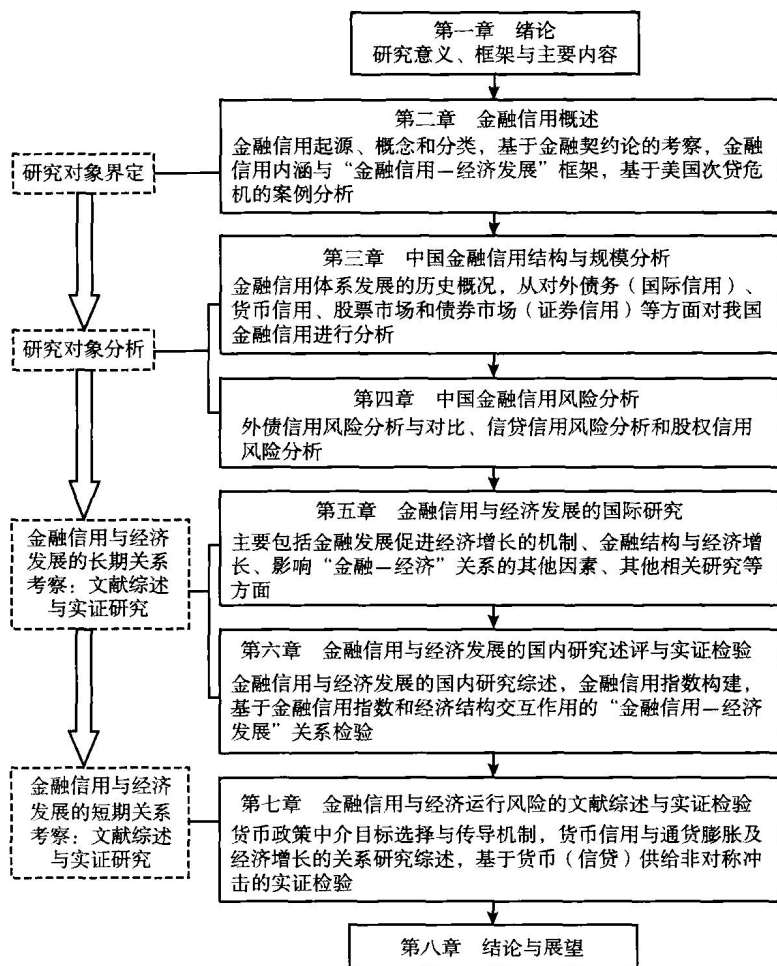


图 1-1 基本框架

依据上述框架，本书的研究内容主要包括以下几个部分：第一章和第八章分别为绪论与结论，主要阐述研究意义与研究框架，

以及研究结论、不足与未尽研究方向。本书的主体章节可分为四个部分：（1）第二章为金融信用的界定，旨在明确研究对象。（2）第三章和第四章分别对我国金融信用的结构与规模、金融信用风险进行分析，旨在对研究对象进行历史趋势和现状分析，并阐明我国金融信用的主要特征表现、分析其成因。（3）第五章为金融信用与经济发达的国外研究综述，鉴于金融的本质为信用，本书在相关综述时对“金融信用”与“金融”未作严格区分；第六章为金融信用与经济增长关系的国内文献综述，基于国内外文献述评及前述国内金融信用分析的部分结论，本书构建了6个金融信用指数系列（金融信用总指数、金融信用结构与规模指数、金融信用效率指数、金融信用信贷效率指数、金融信用经济增长贡献指数、金融信用深化指数等），并进一步基于金融信用指数和产出结构（消费、投资和出口）的交互作用，利用1985~2008年的年度数据，实证检验了金融信用发展和产出结构变化的共同作用是如何促进经济增长的；第五章和第六章旨在考察金融信用与经济增长的长期关系。（4）第七章为金融信用与经济发达的短期关系考察，旨在实证研究货币信用（货币政策）对经济增长特别是经济增长风险（通货膨胀和经济波动）的非对称冲击影响；在（我国）货币政策实施相关文献述评的基础上，利用1996~2008年的季度数据，以偏态分布和“经济增长在险值”（GaR: Growth at Risk）为主要工具，考察了货币（信贷）非预期供给冲击对后期CPI和GDP增长率的非对称影响。

本书涉及的实证数据选取及对应的计量方法见具体章节描述，数据处理统一选用Eviews 5.0和（或）Stata 10.0计量软件实现。

第二章 金融信用概述

本章将界定研究对象即金融信用，主要包括如下内容：第一部分从信用的起源给出其社会学特别是法学解释，进一步对金融信用的概念和分类进行阐述；第二部分从金融契约论的视角、基于企业微观层面对金融信用进行了考察，阐述了金融契约与企业财务结构、金融契约与企业债务结构的关系；第三部分界定了金融信用的内涵和特征，并进一步构建了一个基于金融契约论的信用与经济发展框架模型；第四部分以美国次贷危机为例，对其金融信用与经济根源进行了剖析，并给出了对我国金融信用与经济发展的启示；第五部分是对本章内容的小结。

一 金融信用的界定

在当今经济金融化、金融信用化的时代背景下，金融信用构建了现代社会经济运行的基础，正如北京大学金融与证券研究中心主任曹凤歧（2003）所言，“没有一个完善的信用体系，不可能建立完善的金融链条；没有一个完善的金融链条和金融市场，就

没有中国经济的发展。金融资本作为虚拟资本,是信用活动的高级形式”。本节将通过信用的起源、金融信用的含义表述及分类等方面内容的阐述来加深对金融信用的理解。

(一) 信用的起源及其法学解释

信用在人类经济生活中的出现,始于原始社会交换时期,商品经济时期开始广泛发生,但真正的发展则是在市场经济时期,并成为市场经济中的一个具体领域。有关信用的含义最初源于道德范畴,属于社会学概念。古代汉语中有许多关于信用词语的记载,如,将信用理解为“恪守诺言、诚实守信”的语句:“人而无信,不知其可也”^①;又如,“与朋友交而不信乎”^②。还有将信用解释为“被人信任、取信于人”的说法,如,“其君能下人,必能信用其民矣”^③,“民无信不立”^④。由此可见,“信用”产生于人与人之间交往的过程中,既包括主体对他人的“守信”,也包括他人对主体的“信任”与肯定评价。

随着社会经济的发展,信用的道德因素逐步上升扩展为法律因素。《牛津法律大辞典》(2003)认为信用是指在得到或提供货

① 出自《论语·为政》,原句为“子曰:人而无信,不知其可也”,意思是“作为一个人却不讲信用,不知他怎么可以立身处世”,孔子以此来强调诚实不欺、谨守诺言的品格对于一个人立身处世的重要性。

② 出自《论语·学而》,原句为“曾子曰:吾日三省吾身,为人谋而不忠乎?与朋友交而不信乎?传不习乎?”,意思是“与朋友交往有没有做到诚实信用”

③ 出自《左传·宣公十二年》,原句为“庄王曰:其君能下人,必能信用其民矣”,意思是“国君能够对人谦让,委屈自己,一定能得到自己老百姓的信任和效力”。

④ 出自《论语·颜渊》,原句为“子曰:‘足食,足兵,民信之矣。’子贡曰:‘必不得已而去,于斯三者何先?’曰:‘去兵。’‘必不得已而去,于斯二者何先?’曰:‘去食。自古皆有死,民无信不立。’”由此可见,尽管孔子认为粮食和军备充足能博取民众对执政者信任,但取信于民最为重要,失去民众信任的执政者是站不住脚的。

物后并不立即而是允诺在将来某时点付给报酬的做法。美国《布莱克法律辞典》(2004)将信用解释为两个层面的意思:一是商家或个人贷款或取得货物的“能力”,二是指债权人赋予债务人延期支付或承担债务且延期偿还的“权利”。我国法学界对“信用”的解释大多将其界定为社会对主体的肯定评价,如:杨立新(2002)认为信用是民事主体所具有的经济能力在社会上获得的相应的信赖与评价;江平(2000)认为信用是对一个人(自然人和法人)履行义务的能力,尤其是偿债能力的一种社会评价;吴汉栋(2001)认为法律上的信用是指民事主体所具有的偿付能力在社会上所获得的相应信赖和评价,在现代法框架下,信用已逐渐从人格利益转化为财产利益。

信用源于社会生活的不确定性和信息偏差,信用的本质特征主要表现在以下几个方面(于莹,2003;张灵强、张宇润,2004):第一,从行为和主体角度,指的是诚信,只有相信对方和被对方相信,才能产生正常的债权和债务。即信用实质上反映了社会经济关系,体现一种债权与债务、权利与义务关系。第二,从人格权关系上,由于债务人的财产状况、履行债务的长期行为和诚实信用的表现所形成的一种综合状态依附于债务人身上,就形成了债务人的人格权。这就要求债务人主观上有遵守承诺、履行义务的积极愿望,客观上具有履行义务的能力。第三,未来性和预期性,即带有对未来经济利益的一种心理预期和要求。“每一种预期都是信用,商品信用被卖出去换取货币信用。”第四,利益性,即价值偿付或等价回报。即如韦伯所说:“切记:善于付钱者是别人钱袋的主人……一次失信,你的朋友们的钱袋则会永远向你关闭。一直把欠人的东西记在心上,会使你在众人心目中成为一个认真可靠的人,这就又增加了你的信用。”由上述分析可见,信

用内含民法中的等价有偿、公平交易、平等自愿等原则。

（二）金融信用的概念与构成

我国古籍中即有与经济金融信用相关的记载，但相关概念在国外词典中较为少见，国内学者对金融信用及信用风险的含义、信用的构成等内容均有所研究。

1. 我国古代有关金融信用的解释

金融的产生源于经济活动中的交换行为，经济学中有关信用的解释主要以借贷为依据，如黄运武（1993）认为，信用乃是以偿还和付息为条件的价值运动的一种特殊形式，主要体现在货币的借贷和商品交易的赊销或预付两个方面。

我国古代就有经济金融信用的相关记载，且特别强调经济金融信用关系必须以金融契约（合同）为依据，但由于当时金融发展处于较为初级阶段，资金的融通多有实物交易基础，多体现为商业信用。如，《周礼·地官·质人》中记载：“凡买卖者质剂焉，大市以质，小市以剂”，意思是大宗、小宗交易分别用长短卷书（即“质”与“剂”）作为凭证；另据《周礼·天官·小宰》记载：“听买卖以质剂”，即处理买卖之间的经济关系要以质剂（即合同）为据。

此外，金融契约还是处理债权债务纠纷、评判双方是否守信的凭证。根据《周礼·秋官·朝士》记载：“凡有责（同债）者，有判书以治，则听。”^①意思是凡有债务纠纷的，必须要有契约，然后才予以受理；其中的“判书”实际上就是体现资金融通即债权债务关系的契约。而《周礼·地官·司市》中“以质剂结

^① “判书”即是契约；“判”：半分而合者。意思是凡契约都有两份，权利主体和义务主体各持一份，相合者方能有效。

信而止讼”，贾公彦《疏》云：“质剂，谓卷书。恐民失信有所违负，故为卷书结之，使有信也。民之狱讼，本由无信，既结信则无讼，故云止讼。”这些记载均为金融契约作为信用载体的佐证。

2. 国外有关金融信用的解释

经笔者查证，国外相关辞书中极少出现“金融信用”（Financial Credit）的词条，但有关“金融”（Finance）和“信用”（Credit）独立的解释则相对较多。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》（1996）有关“金融”的词条侧重于相关议题研究的四个方面，即金融市场效率、“收益—风险”、期权定价和公司金融；相反，对“金融”本身的界定仅表述为：“金融不是研究实物经济中所发生的问题，也不是研究静态和确定性世界中所发生的问题……当达成贷款协议时，为保证偿还，数量和条件都记录在案；记述和法定约束借款人偿还贷款的文件或计算机账目本身也成为一种“持票”工具。由该表述可见，“金融”的载体为金融工具，和我国古典中有关“质剂”的描述“不谋而合”。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》（1996）有关“信用/信贷”的解释为：提供信贷意味着把对某物（如一笔钱）的财产权给予让渡，以交换在将来的某一特定时刻对另外的物品（如另外一部分钱）的所有权。将来“偿还款额”通常包括多出当初“款额”的部分补偿费，即利息，利息代表了信贷市场的价格。由于借贷双方存在“时间偏好”，人们在一定时期的收入（资金条件）通常不代表即期期望消费额度，信贷市场的存在（长期交换可能性）使人们可以通过借债将将来的消费提前，或者通过储蓄和借出推迟现在的消费，由于人们在资金条件和消费偏好上存在差异，使