

◎ 中国金融投资管理智库丛书

民间借贷利率动态特征及决定机制： 温州案例

李义超 张小燕 高雅 著

PRIVATE LENDING INTEREST RATES DYNAMIC CHARACTERISTICS AND THEIR DECISION MECHANISM: WENZHOU CASE

揭示民间借贷市场内在规律,合理引导民间借贷市场行为
推进中国利率市场化进程



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

◎ 中国金融投资管理智库丛书

民间借贷利率动态特征及决定机制： 温州案例

李义超 张小燕 高雅 著

PRIVATE LENDING INTEREST RATES DYNAMIC CHARACTERISTICS AND THEIR DECISION MECHANISM: WENZHOU CASE

揭示民间借贷市场内在规律,合理引导民间借贷市场行为
推进中国利率市场化进程



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

民间借贷利率动态特征及决定机制：温州案例 / 李义超, 张小燕, 高雅著. — 杭州：浙江工商大学出版社, 2018.8

ISBN 978-7-5178-2531-9

I. ①民… II. ①李… ②张… ③高… III. ①民间借贷-利率-研究-温州 IV. ①F832.755.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 303937 号

民间借贷利率动态特征及决定机制：温州案例

李义超 张小燕 高雅 著

策划编辑 郑建

责任编辑 唐慧慧 谭娟娟

封面设计 林朦朦

责任印制 包建辉

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806 (传真)

印刷 虎彩印艺股份有限公司

开本 710mm×1000mm 1/16

印张 10.25

字数 152 千

版次 2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

书号 ISBN 978-7-5178-2531-9

定价 39.00 元



版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88904970

作者简介

李义超，博士，教授，现就职于浙江工商大学金融学院，主要从事金融发展、公司金融、民间金融等领域的研究，先后主持多项国家自然科学基金、浙江省自然科学基金、浙江省哲学社会科学基金项目，在《统计研究》《数量经济技术经济研究》等杂志发表学术论文 30 多篇论文，出版专（译）著及教材多部。

张小燕，金融学硕士，现就职于杭州银行总行金融市场部，负责资产托管部资金清算团队账户管理，曾在美国道富银行杭州分部从事另类投资财务报告分析工作，负责 EMEA 地区部分私募股权投资基金及不动产信托基金的财务报告编制与信息披露工作。

高雅，金融硕士，研究方向为商业银行管理，现就职于中国人民银行聊城市中心支行，负责金融运行分析、宏观审慎管理，多次参与撰写山东省区域经济金融运行报告，多篇调研报告被分行内刊采用，撰写的专报信息获市长批示，连续两年被评为政务信息先进个人。

本书的出版得到以下项目的资助：

- 浙江省自然科学基金项目“民间借贷利率动态特征及决定机制：温州案例”（LY13G030017）
- 浙江省哲学社会科学规划项目“民间借贷利率决定机制与动态特征：温州案例”（11JCYJ08YB）
- 教育部人文社会科学重点研究基地浙江工商大学现代商贸研究中心重点项目“民间借贷利率形成机制及其阳光化的路径选择”（12JDSM06Z）

前 言

利率是金融市场的核心因素，而民间借贷利率是反映民间融资市场的资金供求关系和资金价格的关键指标，对民间金融功能的发挥起着关键作用。因此，研究民间借贷利率决定机制及动态特征对于揭示民间借贷市场的内在规律，合理引导民间借贷市场行为，实现民间借贷市场的规范化发展，推动民间资金更好地服务我国实体经济发展，加速我国金融市场化进程，维护区域金融稳定，在防范系统性金融风险前提下推进我国利率市场化进程都具有重要的意义。

本书核心内容由相对独立的三篇构成，即基于不完全合约的民间借贷利率决定机制、民间借贷利率期限结构、宏观因素对温州民间借贷利率影响。

“基于不完全合约的民间借贷利率决定机制”研究从众多中小民营企业主“跑路”的现实情况出发，在不完全合约框架下构建了一个信贷博弈模型，以 NASH 议价解析了正规金融市场行为、项目收益、贷款紧急程度、借款期限、借款者经营能力等变量对民间借贷利率的影响机制，得到民间借贷利率决定的一般性结论：正规金融市场利率、借款人项目收益与民间借贷利率依借款人议价能力呈非单向变动关系；贷款占比与民间借贷利率依利率水平呈非单向变动关系；贷款期限、贷款紧急

程度、放贷人交易成本与民间借贷利率成正比；借款人经营能力、借款人交易成本与民间借贷利率成反比。研究发现，温州民间借贷市场存在两种不同的资金需求者，将资金投入生产经营渠道的中小企业与将资金用于非生产经营渠道的投机者。前者议价能力较强，具有在正规金融市场与民间借贷市场之间进行选择的权利；而后者议价能力较弱，只能被动接受民间借贷市场的高利率要求。

“民间借贷利率期限结构研究”发现，温州民间借贷利率期限结构呈现 U 型、短期利率倒挂、利率分布存在明显的右偏和尖峰厚尾的特点。借贷期限在 1 个月以内的民间借贷利率序列具有均值回复性，条件异方差性和水平效应不显著，其波动特征可通过 CKLS 基本模型进行刻画。借贷期限在 1—6 个月的民间借贷利率序列存在条件异方差和水平效应，均值回复性和外部信息冲击效应均不显著，而嵌入非线性漂移因子和 GARCH 过程的 CKLS 扩展模型能更好地刻画其动态特征。借贷期限在 6—12 个月的民间借贷利率序列具有条件异方差性，水平效应十分显著，均值回复性和外部信息冲击效应均不显著，且 CKLS 基本模型能更好地拟合样本数据。借贷期限在 1 年以上的民间借贷利率序列水平效应显著，条件异方差性、均值回复性以及外部信息冲击效应均不显著，且传统的 CKLS 模型能较好地拟合样本数据。GARCH (1, 1) 模型参数估计值存在的情况，在拟合民间借贷利率上表现不稳定。

“宏观因素对温州民间借贷利率影响”表明，货币政策、正规金融信贷政策、温州当地经济情况（消费价格指数、房地产价格指数）对温州民间借贷利率有着不同的影响。脉冲响应分析显示：存款准备金率、消费价格指数对民间借贷利率产生正向作用，且作用的时间均持续 6 个月左右；金融机构贷款余额增量增长率和房地产价格指数对民间借贷利率产生负向冲击，

但是冲击持续时间很短暂，且影响比较微弱。方差分解结果显示：各个宏观经济对温州民间借贷利率走势均有短期影响，但影响程度不大。民间借贷利率的波动由宏观经济的“推力”作用与民间金融微观机理的“拉力”作用合成，而其中微观机理的拉力起主导作用。

本书得以付梓离不开杭州银行的张小燕女士、中国人民银行聊城中心支行的高雅女士的贡献，她们的潜心研究成果构成了本书的核心内容。富德生命人寿保险浙江分公司的宣岚岚女士以及我的研究生孙琦琦、徐婷、肖鹏、谢治华、牧伟、倪亦奇、虞诗迪同学也为本书的出版贡献了自己的智慧、付出了辛劳。在此一并表示感谢。

特别感谢温州大学金融研究院教授潘彬与程仲鸣，他们为课题研究提供了大量数据，他们的无私帮助为本书增色不少。特别感谢浙江工商大学出版社鲍观明社长、郑建副总编辑以及唐慧慧、谭娟娟责任编辑，正是他们有效的组织协调使得本书得以及时出版面世。

最后的谢意留给浙江工商大学金融学院院长钱水土。正是钱院长的积极牵线搭桥，才使得我们与温州大学金融研究院建立合作关系，才使得我们的研究有着翔实的数据支撑。

李义超

2017年12月于浙江工商大学下沙校区

目 录

Content

绪论

第一节 研究背景与意义 /001

第二节 研究思路与研究方法 /005

第一篇 基于不完全合约的民间借贷利率决定机制

第一章 民间借贷利率决定的理论基础与文献回顾

第一节 民间借贷利率决定的理论基础 /013

第二节 民间借贷利率决定文献回顾 /016

第二章 民间借贷市场结构与利率分析：以温州为例

第一节 民间借贷市场主体 /023

第二节 民间借贷规模与形式 /025

第三节 民间借贷利率特征 /027

第四节 民间借贷利率影响因素分析 /030

第三章 民间借贷利率决定机制研究

第一节 假说的提出 /042

第二节 模型构建 /043

第三节 模型求解 /048

第四节 结果分析 /051

第二篇 民间借贷利率期限结构研究

第四章 利率期限结构相关理论、模型与实证研究回顾

第一节 利率期限结构理论及实证研究 /065

第二节 利率期限结构模型及实证研究 /068

第三节 国内外实证研究回顾 /073

第五章 民间借贷利率期限结构特征分析

第一节 描述性统计分析 /078

第二节 趋势图分析 /079

第三节 民间借贷利率期限结构的影响因素 /081

第四节 小 结 /087

第六章 民间借贷利率动态特征实证检验

第一节 平稳性检验 /089

第二节 ARCH 效应检验 /092

第三节 CKLS 扩展模型的构建 /093

第四节 参数估计与结果分析 /095

第五节 小 结 /102

第三篇 宏观因素对温州民间借贷利率的影响

第七章 温州民间借贷利率影响因素：宏观视角

第一节 温州民间借贷的发展历程 /107

第二节 影响民间借贷利率的宏观因素 /111

第八章 宏观因素对温州民间借贷利率影响的实证分析

- 第一节 研究视角的选择 /116
- 第二节 指标选取及模型设计 /117
- 第三节 基于 VAR 模型的前置检验 /119
- 第四节 基于 VAR 模型的宏观因素与民间借贷利率实证分析 /123
- 第五节 小 结 /125

第九章 推动民间借贷利率回归理性的政策建议

- 第一节 研究结论 /127
- 第二节 推动民间借贷利率回归理性的政策建议 /130

参考文献

附 录

- 附录一：温州市民间借贷利率监测问卷汇总表 /146
- 附录二：银行贷款基准利率调整表 /147
- 附录三：历年民间借贷利率期限结构图 /148

绪 论

第一节 研究背景与意义

（一）选题背景

改革开放以来，随着中国市场经济改革的不断深入，中国经济发展步入快车道，金融体制的改革却相对滞后，使得中国金融越来越难以支持中国经济的高速发展，突出体现在其不能满足蓬勃发展的民营经济巨大的资金缺口（通常又称为“麦克米伦”缺口）上。相关研究显示，改革开放以来，我国 60% 以上的 GDP 由非国有经济贡献，而四大国有商业银行 72% 以上的贷款都贷给了国有企业，使得非国有企业，尤其是中小民营企业很难得到贷款（林毅夫，2003）。为满足自身生存发展需求，绝大多数中小民营企业转而在体制外金融市场寻求获取资金机会。因此，

在民营企业较多的区域往往民间借贷盛行，进而导致了我国目前的二元金融结构现象。民间借贷形式灵活、操作简便、没有严格的担保要求，同时在贷款利率和贷款期限方面具有很大的灵活性。这些特点对那些具有迫切融资需求却被正规金融机构拒之门外的中小民营企业而言具有极大的吸引力。民间借贷的日趋活跃拓展了中小民营企业的生存空间，尤其在民营经济发达地区，民间金融是中小企业成长和民营经济发展壮大的强力引擎，不仅为中小民营企业的发展壮大提供了有力的金融支撑，而且为产业结构调整、城乡市场繁荣、社会充分就业提供了金融动力，进而有效地存进了中国经济的平稳快速发展。

但是，在民间借贷的发展过程中，其自身缺乏透明度及规范性的不足也对区域经济发展造成了令人无法忽视的负面影响：一是民间借贷为非法集资提供了便利。作为非正规金融部门，民间借贷难以被监管部门有效监控，因而其借贷活动常常缺乏规范性。这种隐蔽性为一些不法分子从事非法活动提供了便利，因此隐藏着较大的金融风险。二是民间借贷利率较高且波动较大。高利率借贷现象充斥民间借贷市场，而过高的利率使借款人不堪重负，影响企业正常的生产经营活动，甚至迫使其从事非法经济活动，危害社会稳定。其运作中存在的诸多隐患极易引发民间金融危机，并波及正规金融市场，以致影响整个社会经济的健康发展。为此，民间借贷活动通常被认为是非法的，受到监管当局的严格监控，屡遭治理整顿。然而，民间借贷活动在轮番整治中日趋活跃。这既说明现阶段不少经济主体对民间借贷仍有迫切需求，也说明其存在具有一定的内在合理性，一味地打击乃至取缔只会使其以更隐蔽的地下信用形式存在，并积聚更高的金融经济风险。近年来，互联网金融（特别是P2P）的兴衰以及FinTech的发展从一个侧面印证了“按下葫芦浮起瓢”的金融监管悖论。因此许多专家学者认为应尽快让民间借贷浮出水面，实现民间资本的阳光化、合法化和规范化，使其更好地服务于经济社会的需要，这才是民间借贷问题的解决之道。

近年来，民间金融规模的日益增大，其相伴而生的问题也日渐显现，并受到越来越多的关注。2011年4月，以浙江省温州市为代表的民间

借贷活跃地区开始出现部分中小企业主因企业资金链断裂而出走的现象，其重要原因之一在于民间借贷利率的持续高企，使得较多中小企业不堪重负，严重的则导致企业无法持续生产经营以致破产，企业主为躲避高额负债而选择转移剩余资金并出逃境外，甚至走上“不归路”，造成了较大的负面社会影响，扰乱了正常的社会经济秩序。为此，国务院于2012年2月28日决定设立温州金融改革试验区，并提出温州金融综合改革的十二条任务，旨在切实解决温州经济发展中存在的突出问题，引导民间融资规范发展，提升金融服务实体经济的能力。温州金融改革试验不仅对温州经济的健康发展至关重要，而且对全国的金融改革和经济发展具有重要的探索意义。

（二）提出问题

在金融市场上，资金供求双方进行交易的基础是利率。民间金融利率是民间金融市场运作的动力机制和核心问题，也是民间资金供求双方联系的纽带。利率对民间金融功能的发挥起着关键作用，利率的水平决定了民间金融的经济绩效。利率水平的高低、利率区间是否合理、利率与借贷风险的相关性等，都是影响民间金融市场健康、有序发展的重要因素（叶茜茜，2011）。

早在2003年中国人民银行温州市中心支行就开始对民间借贷利率进行监测，2010年又对监测工作进行改进，构建分层监测体系。这种分层监测体系包括农村信用社、小额贷款公司及担保公司对不同贷款对象实施融资监测。通过安排基层中小型金融机构向企业、个体户及个人等发送检测问卷，获得民间借贷监测利率数据^①。温州金融改革试验区获得批准之后，民间借贷利率监测体系得以进一步完善。根据温州指数网站的公开信息，目前温州地区民间借贷利率检测体系共设置监测点近

^① 民间借贷监测利率数据由基层中小型金融机构以监测问卷的方式通过向企业、个体户及个人等采集而得。监测问卷明确区分了1个月内（含）、1—6个月（含）、6—12个月（含）和1年以上等4个不同期限，从多个角度对每一笔借贷行为进行利率数据采集和定性判断，分不同对象按月统计。采集过程中，一般对每个被监测对象配备固定编号实行无记名问卷，保证了数据相对可靠。

400 个，涉及小额信贷公司、民间资本管理公司、民间借贷服务中心、农村资金互助会、部分实体企业、部分民间借贷委托监测点、典当行、担保公司等类别，平均每天监测采集样本 300 个左右，每周采集样本 1500 个左右。

通过对这些数据进行综合分析，我们发现，与银行贷款的利率期限结构不同（银行利率通常与期限成正相关，期限越长利率越高），民间借贷利率的期限结构呈现 U 型特征。具体而言，借贷期限在 1 年以内的短期利率中期限较长的利率低于期限短的利率，而 1 年以上的利率期限结构是上倾的。民间借贷利率这种倒挂的期限结构在我们的样本期内多次出现，说明在民间借贷市场上利率期限结构倒挂现象普遍存在。

面对民间借贷利率倒挂异象，我们不禁要问：民间借贷利率形成的微观机制是什么？影响民间借贷利率的宏观因素有哪些？民间借贷利率波动本身具有怎样的动态特征？这正是本书试图回答的关键问题。

（三）研究意义

聚焦民间借贷利率，研究决定其水平的微观机制，分析影响其波动的宏观因素，考察其期限结构的动态特征，不仅具有重要的现实意义，而且具有重要的理论价值。

就理论价值而言，民间借贷市场是一个原生态的金融市场。由于监管的缺位，民间借贷市场主体的借贷行为直接反映了借贷利率决定的原始动力。从这一原生态市场入手，研究民间借贷利率决定的微观机制，有助于发现、完善利率决定的深层原因，从理论层面发展利率决定相关理论。

虽然民间借贷利率并非市场主流利率，但是，作为市场利率的重要组成部分，其与经济运行有着千丝万缕的互动关系。从宏观层面探讨经济运行、货币政策等因素对民间借贷利率的影响，有助于深刻认识民间金融与正规金融二元金融结构的内在逻辑。

利率期限结构不仅是宏观经济发展的晴雨表，也是微观经济活动的根基和动力。准确地把握未来利率的变动趋势，是利率衍生产品交易策

略的制定、机构投资者和私人理财进行利率风险控制和资产负债管理的基础和出发点（吴泽福，2006）。作为一种市场化的利率，民间借贷利率的动态特征一般由动态的利率期限结构模型来刻画。有关利率的动态特征方面的研究，国内文献大多集中于全国银行间同业市场拆借利率、全国银行间回购利率和推出不久的 SHIBOR，而针对民间金融利率的研究大多限于民间金融利率的形成机制、民间金融高利率的原因及其定价机制、民间金融存在意义及其局限性、民间金融改革的政策取向等，针对民间借贷利率的动态特征鲜有研究。利用现代计量分析工具，研究民间借贷利率的动态特征，不仅可以填补我国相关研究的空白，而且可以揭示民间借贷利率的演进路径与内在动力，丰富世界利率动态特征的理论内涵。

就现实意义而言，温州是我国民间借贷市场的典型样本，以温州这个活体标本为对象，揭示民间借贷利率微观决定机制，分析宏观因素对民间借贷利率的影响，考察民间借贷利率的动态特征，通过解剖麻雀可以窥斑见豹，打开不仅遍布我国大江南北，而且广泛分布世界各地的民间借贷“灰箱”，有助于更加准确地了解其波动规律，把握民间利率变化趋势，从而为完善民间借贷市场的相关理论提供实证支持，为监管部门制定相关政策措施提供完整依据，进而寻求我国乃至世界民间借贷市场的理性发展奠定坚实的基础。

第二节 研究思路与研究方法

一、研究思路

看似简单的民间借贷行为，其背后隐含着深厚的经济、金融原理。揭开民间借贷的面纱，必须全方位、多视角地对民间借贷进行深度剖析。本书聚焦民间借贷利率，首先，在基于不完全契约理论对民间借贷利率的微观机制进行分析的基础上；其次，运用实证分析方法，检验民间借贷利率的动态特征；最后，立足宏观视角，分析货币政策、区域经济、

正规金融市场利率等因素对民间借贷利率的影响。

二、逻辑框架

本书由三篇共九章构成。在简要阐述研究背景与选题意义的基础上，本书从民间借贷利率决定的微观机制、动态特征、宏观因素等不同视角，分三篇深入剖析了民间借贷利率决定的深层原因，刻画了民间借贷利率波动的动态特征。最后，基于理论分析与实证研究结论，提出了规范民间借贷行为、优化民间借贷利率决定机制、促进民间借贷市场健康发展的政策建议。基于上述逻辑框架，全书各章安排如下。

绪论，主要介绍选题背景与研究意义、研究思路与研究方法，总览全书的基本架构。

第一章，利率理论：民间借贷利率决定的基石。利率是金融市场的核心概念，前人已经对利率理论进行了长期探索研究。研究民间借贷利率的决定机制必须站在前人的肩膀上才能看得更远、分析得更深入。

第二章，民间借贷市场结构及其利率分析。以温州为例介绍了民间借贷行为主体、规模、形式，以及民间借贷利率特征及其影响因素。区分正规金融市场行为与民间借贷市场微观主体行为对民间借贷市场利率的影响。

第三章，民间借贷利率决定机制。在温州民间借贷利率的分析基础上提出民间借贷利率形成机制的一般性假设。在不完全合约框架下构建了一个信贷博弈模型，在验证相关假设的同时分析了正规金融市场行为、项目收益、贷款紧急程度、借款期限、借款者经营能力等变量对民间借贷利率的影响机制。

第四章，利率期限结构：理论、模型与文献。从利率期限结构理论与模型两个方面对国内外相关研究成果进行回顾，为我们的实证研究提供了理论基础。在利率期限结构理论中主要介绍了纯预期理论、流动性偏好理论、市场分割理论和优