



河南大学商学院学术文库

中国货币政策信用渠道 微观传导机制研究

——基于区域金融差异的视角

Research on the Micro-Transmission Mechanism of
Credit Channel of Monetary Policy in China

——A Perspective Based on the Regional Financial Differences

杜建华◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



河南大学商学院学术文库

财会金融系列

中国货币政策信用渠道微观传导机制研究

——基于区域金融差异的视角

Research on the Micro-Transmission Mechanism of Credit Channel of Monetary Policy in China
——A Perspective Based on the Regional Financial Differences

杜建华◎著

本研究受教育部人文社会科学研究青年基金项目（15YJCZH036）和
河南省哲学社会科学规划项目（2014BJJ068）资助



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策信用渠道微观传导机制研究：基于区域金融差异的视角/杜建华著.

北京：中国经济出版社，2016. 11

(河南大学商学院学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4246 - 0

I. ①中… II. ①杜… III. ①货币政策—研究—中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 109337 号

组稿编辑 崔姜薇

责任编辑 牛慧珍

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京艾普海德印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14.25

字 数 210 千字

版 次 2016 年 11 月第 1 版

印 次 2016 年 11 月第 1 次

定 价 48.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

总 序

河南大学商学院具有悠久的历史，其前身是中州大学时期的经济系，设立于1927年，著名经济学家、社会活动家罗章龙、关梦觉等曾先后在此执教。20世纪80年代以来，历经财经系、经贸管理学院、工商管理学院等阶段，于2015年正式更名为商学院。在2012年教育部对全国115家参评单位的学科评估中，河南大学商学院一级学科工商管理专业名列第55位；在中国科学评价研究中心等单位组织的“2014—2015年度中国大学及学科专业评价”中，河南大学商学院的电子商务专业位居第8位。

改革开放以来，学院得到了快速发展。学院现有工商管理、管理科学与工程2个河南省一级重点学科；企业经济学、国民经济学和金融学3个二级学科博士点，工商管理、管理科学与工程、应用经济学3个一级学科硕士点；MBA、MPAcc、资产评估、物流工程4个专业学位硕士点；工商管理、市场营销、财务管理、会计学（含注册会计师方向）、人力资源管理、电子商务、物流管理7个本科专业；河南省科技厅软科学重点研究基地——河南物流与区域经济研究中心。学院现有教职工108人，其中专任教师97人，具有博士学位者50人，中国注册会计师7人，河南省创新人才培养计划2人，河南省优秀教师2人，省高校年度经济人物1人。

近年来，学院科学研究能力不断增强。“十二五”期间，获批国家社会科学基金项目、国家自然科学基金项目16项，教育部人文社科规划项目、河南省社会科学规划项目、河南省软科学项目等省部级以上课题50多项；学院教师在国内重要期刊发表研究论文400余篇，其中在SCI一区、SSCI等发表和收录文章多篇，获得省部级各种奖励10

余项。

近年来，学院师资队伍及其结构发生了较大变化。通过引进和选留优秀博士生、鼓励青年教师攻读博士学位，以及推荐教师到国外访学等形式，较大地提升了教师的科研能力。一批青年教师在攻读博士学位的过程中，完成了具有较高学术价值的论文。为了加强对青年教师的培养，推动青年教师的科研工作，经过院党政联席会议研究，决定以“河南大学商学院学术文库”的名义资助这些青年教师将研究成果出版。

入选文库的选题都是我院教师攻读博士学位时的研究论文，内容涉及工商管理、管理科学与工程、金融学、电子商务、物流管理等多个学科，汇集了我院青年教师对经济学和管理学前沿问题的研究成果，具有较高的学术和出版价值。

河南大学商学院
2015 年 12 月

P 前言

reface

货币政策调控的有效性体现在其熨平经济波动的程度方面，而货币政策是否有效又取决于货币政策的传导机制是否有效发挥作用，传导渠道是否畅通。在我国利率市场化改革尚未完全完成、利率传导机制尚不完善的情况下，信用渠道作为主要的传导渠道在货币政策传导机制中仍发挥着基础性作用。由于货币政策的信用传导机制存在“宏观层面货币政策制定实施—金融中介的行动—微观企业层面投融资变化—微观企业行为向宏观经济运行层面的反馈”这一传导路径，货币政策向宏观经济的传导实质上是通过其对微观企业行为的影响发挥作用，因而货币政策信用渠道宏观层面传导的有效性受到微观层面传导效力的制约。

在中国这样一个大的经济体内，不同地区间在金融业竞争水平、金融市场化程度等方面也存在较大差异，经济与金融发展水平也存在差别，这也使统一的货币政策在各地区的执行过程中，有可能产生不同的政策效果。当前，在我国有关货币政策信用传导机制的研究仍主要集中于宏观层面，而货币政策操作已开始初步尝试微观差异化调控的情况下，为了更好地研究货币政策调控的微观有效性，更好地理解货币政策传导的差异化问题，本书立足于上市公司这一货币政策调控的微观主体层面，结合区域金融发展差异来研究货币政策信用渠道微观传导机制问题。

货币政策信用渠道主要包括传统意义上的信贷渠道与商业信用渠道，其中，传统信贷渠道认为货币政策可以通过银行贷款渠道与资产负债表渠道向实体经济进行传导。银行贷款渠道传导机制认为紧缩性货币

政策减少了银行体系的准备金数量,导致银行可贷资金减少从而限制银行贷款供给;资产负债表渠道传导机制认为货币政策紧缩会导致公司财务状况恶化,公司净值下降,使公司面临更高的外部融资成本从而影响公司的外部融资,加剧公司面临的融资约束状况,进而影响公司投资。商业信用渠道则建立在商业信用对银行信用的替代性作用基础之上,认为紧缩期商业信用融资可以替代银行信用满足公司的资金需求,商业信用渠道越有效,紧缩性货币政策的效力就越弱。

在中国这一新兴经济体,在区域金融发展存在差异的制度背景下,中国货币政策信用渠道是否需要通过微观公司来传导?信用渠道中各个子渠道的传导效力如何?对于微观公司的投融资行为有何影响?传导是否存在异质性?区域金融发展水平的差异是否影响,以及如何影响信用渠道传导的有效性?这些都是本书所要解决的问题。根据这一研究目标,本书各章节内容安排如下:

导论部分首先提出进行此项研究的背景与研究意义,对书中所涉及的相关概念如信用渠道、区域金融差异等的研究范畴进行界定,阐明本书的研究内容、研究思路与研究方法。

第一章是区域金融差异与货币政策信用渠道微观传导机制的文献综述部分,主要对货币政策信用传导机制、金融发展差异的微观效应,以及货币政策传导的区域效应的研究文献进行回顾与综述,最终通过对现有关于区域金融差异与货币政策传导机制关系的文献进行分析,来确定本书研究的逻辑起点。

第二章是区域金融差异与货币政策信用渠道微观传导机制的理论基础与理论分析部分,阐述与所要研究的问题相关的理论,主要包括货币政策信用渠道传导理论、货币政策信用渠道微观传导机制理论、区域金融差异的微观影响机制理论等,并从总体上阐述区域金融差异与货币政策信用渠道微观传导机制的理论关系,来构建本书研究的整体理论框架。

第三章是货币政策调控与区域金融差异的制度变迁与微观效应部分。该部分对我国货币政策调控体系演进历程与近年来的货币政策操作实践进行回顾与评价,并对我国金融体系发展与演进状况进行回顾,分

析区域金融差异形成的原因及微观效应。

第四章是区域金融差异下货币政策资产负债表传导机制的实证研究部分。首先，通过建立区域金融发展与资产负债表机制关系的理论模型，研究区域金融发展、资产负债表机制、公司融资约束与公司投资之间的理论关系，提出相关研究假设；其次，对货币政策的立场进行分析与界定，运用上市公司面板数据来检验货币政策是否通过资产负债表渠道传导，通过不同性质公司的传导效应是否相同；最后，对中国不同地区金融发展的差异性进行合理界定，进一步结合区域差异检验货币政策资产负债表渠道传导的有效性问题的。

第五章是区域金融差异下货币政策银行贷款传导机制的实证研究部分。首先，从理论上分析信贷配给在银行贷款传导机制中的作用，并进一步探讨区域金融差异、信贷配给与银行贷款渠道之间的关系，提出研究假设；其次，在实证研究中，分析自然实验方法的适用性，利用自然实验方法与双重差分模型实证检验货币政策通过银行贷款渠道传导的有效性、异质性与区域差异性，从公司的角度分析银行贷款传导机制的影响。

第六章是区域金融差异下货币政策商业信用传导机制的实证研究部分。首先，从理论上分析公司商业信用与存货投资间的关系，探讨商业信用渠道的作用机制及其对传统信贷渠道的影响，并探讨这一机制与区域金融差异的关系，提出研究假设；其次，通过实证研究对商业信用渠道的存在性进行检验，结合不同的公司特征与区域金融差异进一步研究其异质性与区域性特征。

第七章是研究结论及未来的研究方向部分。通过对货币政策信用渠道三个子渠道的研究得出总体研究结论，并从优化货币政策传导机制与优化企业投融资决策等层面提出相关政策建议。同时，提出在研究中存在的不足并明确未来的研究方向。

全书主要的创新之处在于：第一，从微观公司层面研究货币政策信用渠道的传导机制，实现宏观货币金融与微观公司金融研究的结合，并从货币政策冲击下公司投融资行为所受影响出发来考察货币政策信用渠

道微观传导的有效性问题，为宏观货币政策传导问题提供微观层面的数据支持与解释。第二，全面考察微观公司对于货币政策调控的反应，系统研究信用渠道微观传导机制，较全面有效地评价货币政策调控效果。在微观公司层面，与货币政策信用渠道的三个子传导渠道研究所对应的是公司的融资约束与投资、公司银行贷款融资、公司商业信用与存货投资，从微观公司所受影响的不同方面分别考察货币政策各个子传导渠道的有效性。由于研究基本涵盖公司大部分的投融资行为，从而也使关于货币政策信用渠道微观机制的研究相对更加全面系统。第三，自然实验研究方法与倍差分析模型的应用。这一方法在银行贷款渠道研究中的运用可在排除公司贷款需求影响的情况下，单独考察银行贷款供给面的影响，从而使得从公司视角研究银行贷款渠道成为可能，增强研究结论的可靠性。第四，研究货币政策信用渠道传导的区域差异与公司差异性，为货币当局差异性货币政策的制定实施提供数据支持与政策参考。

本书是笔者在微观金融领域检验宏观金融问题的一些思考与探索，希望能够为相关部门、上市公司制定、应对货币政策提供一点参考。本书在写作完成过程中得到了多位专家学者的指导和帮助，也听取了一些同行的意见和建议，但书中仍难免存在不足之处，甚至错误，恳请广大读者批评指正。

杜建华

2016年2月

导 论	001
一、研究背景及意义	001
二、研究范畴界定	005
三、研究内容与研究框架	006
四、研究方法	008
五、创新点	009
第一章 文献综述	011
第一节 货币政策信用传导机制文献综述	013
一、货币政策的银行贷款渠道传导机制	014
二、货币政策的资产负债表渠道传导机制	023
三、货币政策的商业信用渠道传导机制	025
第二节 金融发展差异的微观效应文献综述	027
一、金融发展差异与企业融资约束	028
二、金融发展差异与企业成长	030
三、金融发展差异与企业融资	031
四、金融发展差异与企业技术创新	032
第三节 区域金融差异与货币政策传导机制文献综述	034
一、货币政策传导的区域效应	034
二、区域金融差异与货币政策传导机制	036
简要评析	037

第二章 区域金融差异与信用渠道微观传导机制理论	039
第一节 货币政策信用渠道传导理论	041
一、货币政策传导的信贷渠道	042
二、货币政策传导的商业信用渠道	053
第二节 货币政策信用渠道微观传导机制	057
一、银行贷款渠道、信贷配给与银行贷款	057
二、资产负债表渠道、融资约束与公司投资	065
三、商业信用渠道、商业信用与公司存货投资	071
第三节 区域金融差异的微观影响机制	072
一、金融发展理论与区域金融发展差异	072
二、金融中介理论与微观影响机制	075
三、区域金融差异与信用渠道微观传导机制	077
第三章 货币政策调控与区域金融差异：制度变迁与微观效应	079
第一节 货币政策调控演进与实践	081
一、货币政策调控体系变迁	081
二、近年货币政策操作实践	084
第二节 区域金融差异：成因与微观效应	087
一、区域金融差异形成的原因	087
二、区域金融差异的微观效应	093
第四章 区域金融差异与资产负债表传导机制的实证研究	101
第一节 区域金融发展与资产负债表机制的理论模型	103
一、资产负债表机制、融资约束与公司投资	103
二、区域金融发展与货币政策的微观传导机制	109
三、区域金融发展与货币政策微观传导机制的理论研究假设	111

第二节 货币政策资产负债表传导机制的实证研究	112
一、货币政策立场的界定	112
二、实证研究设计	116
三、实证检验与分析	121
第三节 区域金融差异下资产负债表传导效力的实证研究	126
一、区域金融发展衡量指标的确定	126
二、引入区域金融发展差异指标的模型设定	129
三、实证结果分析	130
四、稳健性检验	133
本章小结	137
第五章 区域金融差异与银行贷款传导机制的实证研究 ...	139
第一节 区域金融差异下银行贷款传导机制的理论分析与模型 设定	141
一、理论分析与研究假设	141
二、实证研究的自然实验方法	144
三、实证研究设计	146
第二节 区域金融差异下银行贷款传导机制的实证结果分析	150
一、描述性统计与分析	150
二、基于短期银行借款的实证检验与分析	151
三、基于银行总借款的稳健性检验	155
本章小结	159
第六章 区域金融差异与商业信用传导机制的实证研究 ...	161
第一节 区域金融差异下商业信用传导机制的理论分析与模型 设定	163
一、理论分析与研究假设	163
二、实证研究设计	167
第二节 区域金融差异下商业信用传导机制的实证结果分析	173

一、描述性统计与分析	173
二、实证检验与分析	175
三、稳健性检验	181
本章小结	182
研究结论与未来的研究方向	184
一、研究结论与政策建议	184
二、研究存在的不足与未来的研究方向	190
参考文献	194
重要术语索引表	211

导 论

一、研究背景及意义

（一）研究背景

货币政策作为国家干预和调节经济的重要手段，为世界各国所普遍使用，在防止宏观经济过度波动、熨平经济周期方面具有十分重要的作用，在各国经济宏观调控中扮演着越来越重要的角色。改革开放 30 年来，中国经济增长的根本变化就是已从财政主导型变为金融主导型，货币政策已成为我国宏观经济调控的主要方式。20 世纪 90 年代中末期，针对我国经济中出现的内需不足问题，中央银行采取了一系列刺激总需求的宽松货币政策来应对可能出现的通货紧缩问题；2003 年以后宏观经济运行进入上升通道，特别是 2006 年，我国经济中出现了信贷投放过多、投资过快增长等问题，为遏制经济的过快增长、防止出现恶性通货膨胀，2007 年中央银行通过连续上调存款准备金率与存贷款基准利率的措施来收回流动性，并重新使用新增贷款限额的直接调控手段；2009 年，在经历了百年不遇的金融危机冲击之后，货币当局通过增加信贷投放来注入流动性，力图通过拉动内需促进经济增长。近年来，虽然中央银行频繁使用货币政策来调控经济运行，但货币政策调控效果如何，究竟在多大程度上能对经济产生影响，却引起了社会各界的广泛争议，而新形势下如何提高货币政策的有效性也成为货币当局亟须解决的

问题。

货币政策调控的有效性体现在其反周期作用的大小，即熨平经济波动的程度方面，而货币政策是否有效又取决于货币政策的传导机制是否有效发挥作用，传导渠道是否畅通。2011年3月我国发布的《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出要优化货币政策目标体系，健全货币政策决策机制，改善货币政策的传导机制和环境。由此，政策效果评价与经济发展目标都对货币政策传导机制的研究与完善提出要求。特别是在我国现阶段资本市场发展还不太完善、利率市场化改革尚未完全完成的情况下，数量型工具仍然是主要的货币政策工具，国家对信贷的调控起着关键作用，货币政策信用传导渠道作为最重要的传导渠道在货币政策的传导机制中仍发挥着基础性作用，因而，系统地研究我国货币政策的信用传导渠道，对于优化货币政策操作、提高货币政策效力具有重要意义。

当前，国内关于货币政策信用渠道的研究文献多集中于利用宏观总量数据进行研究，主要通过研究存款准备金率等货币政策工具变动对银行信贷的影响，或银行信贷与利率变动对物价、产出与投资等宏观经济变量冲击的影响来研究信贷渠道传导的有效性问题，如蒋瑛琨等(2005)、潘敏和缪海斌(2010)、李连发和辛晓岱(2012)与姚余栋和李法瑾(2013)的研究等。宏观层面上的研究虽然在一定程度上为货币政策向宏观经济的传导提供了数据支持，另外，使用宏观数据却难以将不同的货币政策传导机制区分开来；而且会因为缺乏企业层面信息而无法鉴别信用传导渠道中资产负债表渠道的存在性。由于货币政策的信用传导机制存在“宏观层面货币政策制定实施—金融中介的行动—微观企业层面投融资变化—微观企业行为向宏观经济运行层面的反馈”这一传导路径，货币政策向宏观经济的传导实质上是其通过对微观企业行为的影响发挥作用，因而货币政策信用渠道宏观层面传导的有效性也受到微观层面传导效力的制约。2015年，中国人民银行发布的《第四季度中国货币政策执行报告》中强调要改善融资结构和信贷结构，强化传导机制，疏通货币政策向实体经济的传导渠道。而近年来伴随着历次货币政策松

紧变化的实践,我国企业的投融资行为也确实出现了增长与收缩的不同变化,但同时,国内现有研究中基于微观企业层面研究信用渠道传导机制的文献却仍然并不多见。因而,为了更好地弥补宏观层面研究的不足,更深入地理解货币政策信用传导机制的有效性与微观异质性,从微观层面企业角度研究信用渠道的微观传导机制是理论与现实的要求,而这也是本书研究的立足点。

货币政策是以总量调节为主的宏观经济政策,但是在中国这样一个大的经济体内,由于不同地区间经济和金融发展水平存在较大差异,因而,统一的货币政策在各地区的执行过程中,也有可能产生不同的政策效果。2005年5月,中国人民银行首次对外发布了《货币政策执行报告》增刊——《2004年中国区域金融运行报告》,这表明我国中央银行宏观金融调控已开始关注“区域”层面。2011年,周小川继2004年首次指出微观机制在货币政策传导中的重要作用以来,再次强调“要改善货币政策的传导机制和环境,强化货币政策传导的微观基础”;同时也指出“金融机构是否稳健、金融生态好坏都是货币政策能否有效传导的关键”,从而指出微观基础与金融生态环境对于货币政策的传导均存在重要影响。近年来,也有学者通过研究指出货币政策传导具有区域效应(宋旺和钟正生,2006;蒋益民和陈璋,2009;郭其友和陈银忠,2011;张红和李洋,2013),共同呼吁要建立有效的、具有区域针对性的区域货币政策的调控机制(杨涛,2009;王东明和黄飞鸣,2013)。2015年,党的十八届五中全会上再次强调货币政策实施要进一步在区间调控基础上加大定向调控的力度。由于中国各地区在金融业竞争水平、金融市场化程度等方面均存在差别,不同地区金融中介在货币政策传导链条中发挥的作用也并非完全一致。那么,在地区间金融发展不平衡的现实背景下,货币政策信用渠道在微观层面传导的有效性如何?是否存在地区差异?这是我们所关注的问题。由于现有文献中缺少在此方面所做的研究,因而,本书力图同时关注微观基础与地区金融发展差异的影响,结合区域金融差异来研究货币政策信用渠道传导的微观机制问题。

（二）研究意义

本书在考虑区域金融发展差异的背景下研究货币政策信用渠道微观传导机制问题，具有重要的理论意义与现实意义。从理论层面来说，以微观公司作为研究视角研究货币政策信用渠道的微观传导机制，实现了传统意义上的宏观货币金融与微观公司金融问题研究的结合，可以弥补单纯使用宏观数据进行总量研究所存在的不足，微观层面研究对宏观层面的研究形成有益的补充；同时，也为进一步研究货币政策信用渠道的异质性传导问题提供可能。而研究中对于货币政策的信用渠道加以细分，分别研究各个子渠道的微观影响机制与效果，也使关于货币政策信用渠道的研究更加系统与完整。另外，结合区域金融差异的进一步研究，在考察统一货币政策的整体传导效果的基础上，同时关注其区域传导效应的差异性，也使关于货币政策信用渠道微观传导机制方面的研究进一步深化。

结合区域金融发展差异研究货币政策信用渠道的微观传导机制无论对于货币当局还是公司都具有重要的现实意义。一方面，通过研究货币政策变动下微观公司的反应，可以考察中国的货币政策信用传导机制是否存在微观层面的有效性，从而有助于对中国近年来所实施的货币政策的微观效果做出评价；同时，此项研究有助于中央银行更深入的了解货币政策对银行信贷供给的影响、非正规金融对货币政策调控效果的影响等，为货币当局制定货币政策提供微观层面的政策依据；而且，通过对货币政策信用渠道传导的微观异质性与区域差异性的考察，也为货币当局是否应执行差异化的货币政策决策提供政策参考。另一方面，对于微观公司来讲，研究货币政策信用渠道传导的微观有效性可以更好地发现货币政策变动时公司投融资变动规律，并结合这一渠道传导的差异性研究发现不同类型与不同地区公司所受影响的差别，为公司能够采取积极措施应对货币政策变动提供政策依据。