

CCES当代中国经济研究系列

经常账户失衡与 经济波动

金融结构与银行集中度的视角

Current Account Imbalances and
Economic Volatility

The Perspective of Financial Structure and
Bank Concentration

谭之博 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

本书为教育部创新团队发展计划系列成果之一
CCES当代中国经济研究系列

经常账户失衡与 经济波动

金融结构与银行集中度的视角

Current Account Imbalances and
Economic Volatility
The Perspective of Financial Structure and
Bank Concentration

谭之博 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

经常账户失衡与经济波动:金融结构与银行集中度的视角/谭之博著. —北京:北京大学出版社,2016.9

(CCES 当代中国经济研究系列)

ISBN 978-7-301-27851-2

I. ①经… II. ①谭… III. ①金融市场—经济波动—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第304083号

书 名: 经常账户失衡与经济波动:金融结构与银行集中度的视角

Jingchang Zhanghu Shiheng yu Jingji Bodong

著作责任者: 谭之博 著

策划编辑: 徐 冰

责任编辑: 赵学秀

标准书号: ISBN 978-7-301-27851-2

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

730毫米×1020毫米 16开本 19.5印张 215千字

2016年9月第1版 2016年9月第1次印刷

定 价: 49.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

前 言 =

本书从金融结构(金融体系中资本市场与银行的相对发达程度)与银行业结构(银行集中度)的角度探讨了金融体系如何影响经常账户失衡与经济波动,为理解中国的经常账户失衡与经济波动提供了新的启示。

本书的第一部分探讨了金融体系特征对经常账户失衡的影响。现有文献强调金融市场的绝对发展水平对于经常账户失衡的贡献,难以解释美国、英国、德国、日本等国家都拥有发达的金融市场,但经常账户失衡的状况迥异。本书从金融结构与银行集中度的视角切入,提出了一套理解经常账户失衡的新思路。本书提供了金融结构与银行业结构影响经常账户失衡的理论模型与经验证据,诠释了其中的作用机理,对传导渠道进行了系

统的实证检验。

具体而言,本书首先通过构建理论模型,证明了金融结构对经常账户失衡的影响。本书先构建一个静态微观模型,刻画金融结构对于企业融资和储蓄的影响,接下来,将该微观模型嵌入宏观动态模型中,先讨论金融结构对于封闭经济中资本回报率的影响,再探讨当经济开放后,金融结构对于经常账户失衡的影响。微观静态模型是 Allen 和 Gale(1999)的拓展,刻画了直接融资(市场融资)与间接融资(银行融资)的权衡取舍:直接融资虽然可以通过每个投资者亲自决策避免观点的不一致,但每个投资者都需付出信息搜集等融资成本。模型证明,当融资成本较大时,通过间接融资获得外部融资的企业份额较大,通过直接融资获得外部融资的企业份额较小。因此,融资成本刻画了金融结构,融资成本较高的国家为银行主导国家。并且,银行主导国家的企业面临更大的外部融资困难,从而更多地依赖于自身储蓄融资。更重要的是,金融结构对企业融资和储蓄的影响存在异质性,大企业在何种金融体系下都较易得到外部融资,小企业在银行主导国家受到较大的外部融资抑制而进行更多的储蓄。通过将上述模型扩展到宏观动态模型,即资本的需求面由上述微观模型刻画,而资本的供给面由家庭消费与储蓄的最优化行为确定,本书求解了资本的供给与需求方程,并证明,在封闭经济下,在参数满足一定条件时,在平衡增长路径上,相对于市场主导国家,银行主导国家的资本供给更小,而资本需求一致,从而拥有更高的总资本回报率。但净资本回报率需从总资本回报率中扣除融资成本,并且供给曲线向上倾斜,因此银行主导国家的净资本回报率更低。数值模拟分析结果表明,在更一般的条件下,相对于市场主导国家,银行主导国家的资本需求

和资本供给更小,净资本回报率更低。从而,当金融市场开放后,银行主导国家成为债权持有者,购买市场主导国家的金融资产(债券),经历资本外流和经常账户顺差,市场主导国家经历经常账户逆差。

接下来,运用 56 个国家 1990—2007 年的宏观面板数据,世界银行商业环境调查数据和 Compustat 全球工业商业企业年度数据库,本书实证检验了一国的金融结构对其企业储蓄与经常账户失衡的影响。国家层面的实证结果表明,市场主导国家相对于银行主导国家拥有更低的企业部门储蓄和更大的经常账户逆差(更小的顺差)。并且,企业部门储蓄对于经常账户失衡产生重要影响,金融结构影响企业部门的储蓄,而对于家庭和政府部门的影响不显著。企业层面的实证结果表明,相对于市场主导国家的企业,银行主导国家的企业,尤其是中小企业,更多地依赖于内源融资,拥有更高的储蓄率。

本书对上述基准回归结果进行了一系列稳健性检验。包括控制时间趋势项的影响,排除金融中心效应,考虑海外上市及金融危机的影响,排除产油国及异常值的影响。本书也尝试了横截面与面板数据回归、Tobit 模型及工具变量估计方法,基准回归结果保持稳健。

解释两种金融体系下企业储蓄行为的差异,需要比较在两种金融体系下,小企业受到的外部融资抑制的差异。由于在银行主导国家,企业外部融资的主要途径是银行贷款,而市场主导国家股权融资占据更大的外部融资相对份额,本书接下来比较银行融资相对于股权融资的规模在大、小企业间是否存在显著差异(在上市企业间相比或非上市企业间相比),以更深入地理解金融结构对于企业融资行为的影响。基于中国上市公司 1991—2009 年的面板数据和世界银行 1999 年的跨国企业调查

数据,静态面板模型、动态面板模型与横截面 Tobit 模型的回归分析结果表明,企业的规模越小,不仅银行融资占总资产的比重越小,而且银行融资相对于股权融资的比例越小。银行融资比股权融资对小企业施加了更多的抑制。这为从金融结构和企业储蓄的视角解释经常账户失衡提供了进一步的微观基础。不同于传统文献强调中小企业的融资难题由其自身因素所致,这些实证结果表明,小企业受到的融资抑制与它们所处环境的金融结构相关。

在深入探讨金融结构(金融体系中资本市场与银行的相对发达程度)对经常账户失衡的影响之后,本书进一步讨论了银行业内部结构,即银行集中度对经常账户失衡的影响。基于 1990—2007 年 56 个国家的面板数据和 1999 年世界银行的企业调查数据,运用动态面板模型和 Tobit 模型,本书探究了银行集中度、企业储蓄和经常账户失衡的关系。实证结果表明,银行集中度越高,企业从银行融资的比重越小,自身储蓄越高,而企业部门的储蓄与经常账户余额存在显著的正向相关,高银行集中度国家企业的高储蓄导致这些国家经历更大的经常账户顺差(或更小的逆差)。上述结论并不受金融中心效应的影响,也在工具变量回归中保持稳健。与强调金融部门总规模的传统金融发展观不同,上述实证结果表明,银行业的内部结构是理解经常账户失衡的重要视角。

上述研究表明,经常账户失衡的重要原因在于金融体系的结构因素导致的中小企业融资困难。银行为主导的金融结构与较高的银行集中度对中小企业融资施加了较大约束,对经常账户失衡产生重要影响。因此,减缓中小企业面临的融资抑制对于改善经常账户失衡状况具有重要作用。短期内,给定金融结构与银行业结构的约束,对于中国这些银

行在金融体系中发挥重要作用的国家,能否在传统信贷模式上进行创新,更好地帮助中小企业获得贷款具有重要意义。本书接下来就通过建立理论模型,分析了这样一种模式,即银行与电子商务联手为企业提供贷款的新型融资模式,和这种模式的内在机制,为缓解中小企业融资难、改善经常账户失衡提供一条新思路。信息不对称使得银行通过设计抵押品和利率的传统信贷模式无法满足部分中小企业的融资需求,从而出现信贷配给。本书证明,引入电子商务平台后,其在增大企业违约成本、采集企业信息、实现风险共担等方面的优势可以在一定条件下帮助企业展示自己的信用类型。即使在没有抵押品的情况下,传统模式下受到信贷约束的低风险中小企业在新模式下可以获得银行贷款。本书进一步分析了企业违约成本、信息获取优势、风险共担机制、电子商务用户总规模等因素对电子商务作用的影响,在此基础上提出政策建议,为通过电子商务平台解决中小企业的融资难题,改善失衡状况提供了理论基础。

本书的第二部分探讨了金融体系特征对经济波动的影响。运用中国省级层面的面板数据,本书探讨了银行集中度对于宏观经济和三次产业波动的影响。实证结果表明,银行集中度越高,外在冲击对于经济波动的影响越弱。这种作用主要体现在第二产业,尤其是工业。控制银行集中度后,金融发展因素不再显著。基于中国上市公司面板数据的分析表明,银行集中度越高,企业的长短期贷款占总资产的比重越小。高银行集中度对于企业信贷的抑制提供了银行集中度减缓外在冲击对于经济波动影响的微观基础。

金融危机是经济波动的一种重要表现形式。深入研究银行集中度对于金融危机后企业信贷紧缩的影响,有助于进一步理解银行集中度对于

经济波动的作用。本书的最后一部分利用世界银行 1999 年开展的世界商业环境调查(World Business Environment Survey, WBES)数据和 Worldscope 数据库提供的 24 个国家 2007 年第三季度至 2009 年第一季度的上市公司季度数据,运用 Probit 模型和工具变量回归,考察了东南亚金融危机和最近这次全球金融危机后,银行集中度对不同类型企业信贷紧缩的影响。实证研究分两步展开。先利用 WBES 数据,考察不同规模企业(大、小企业)的信贷增长是否受到银行集中度的显著影响。接下来,运用上市公司数据,考察银行集中度对不同企业信贷变化量的影响,并通过分析银行集中度对股价的影响,提供了银行集中度影响企业信贷增量的补充性证据。实证结果表明,银行集中度越高,小企业出现信贷增长的概率越低,信贷紧缩的幅度越大,而大企业恰好相反。并且,银行集中度越高,大企业股价下跌幅度越小。上述结果对潜在遗漏变量问题和金融危机原发国的影响保持稳健。

本书在以下几方面做出了贡献:第一,本书丰富和发展了关于金融市场差异与经常账户失衡的文献。与现有文献强调金融部门的绝对发展水平不同,本书指出,外部失衡恰恰反映了各国金融结构与银行业结构的差异及这种差异对于企业融资和储蓄行为的影响。改善失衡问题需从结构性因素入手,着力解决中小企业的融资难问题。金融结构与银行集中度的视角有利于更全面地理解经常账户失衡。第二,本书在从微观视角研究宏观问题方面进行了有益的探索,将微观模型与宏观模型相结合,综合运用宏观数据和微观企业数据,提供了金融结构与银行集中度影响企业尤其是中小企业储蓄,进而影响企业部门储蓄率及经常账户失衡的宏微观经验证据。第三,本书提供了详尽的金融结构影响企业融

资的微观基础,并对中小企业融资难的原因提供了新的解释。中小企业融资难不仅与企业自身因素相关,也与一国的金融结构有关。第四,本书为缓解经常账户失衡问题提供了新思路。银行主导的金融结构与较高的银行集中度对中小企业融资施加了较多的约束。应对高企业储蓄问题的关键在于在传统信贷模式上进行创新,处理好中小企业的融资难问题。本书通过分析电子商务平台如何通过增大企业违约成本、发挥信息采集优势、与银行和政府共建风险池、实现规模经济等途径,在无需抵押品的情形下帮助低风险的优质中小企业获得银行贷款,为银行通过电子商务平台为中小企业贷款的新型信贷模式提供了理论基础。在银行和电子商务平台联手新型融资模式下,通过向风险池注资,政府可以借助电子商务平台的信息甄别机制,真正帮助经营效率高、风险低的优质中小企业获得银行贷款。这也是政府有的放矢地帮助中小企业解决融资难题,进而缓解经常账户失衡的新思路和重要举措。第五,本书实证检验了银行集中度与宏观经济波动的关系,并且对背后的传导渠道进行了探索。通过探讨银行集中度对金融危机后不同规模企业信贷紧缩的影响,本书为理解银行集中度如何影响经济波动提供了进一步证据。这为结合自身银行业结构,针对不同规模的企业采取不同的危机缓解措施,提供了启示。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究问题	1
1.2 研究思路	14
1.3 创新与意义	21
1.4 全书章节安排	24
第 2 章 金融结构与经常账户失衡：理论模型	28
2.1 本章引言	28
2.2 文献综述	33
2.3 理论模型	42
2.4 本章结论	60
第 3 章 金融结构、企业储蓄与经常账户失衡：实证研究	62
3.1 本章引言	62
3.2 文献综述	65
3.3 金融结构与经常账户失衡	70

3.4	金融结构与企业内源融资:基于 WBES 的证据	87
3.5	金融结构与企业储蓄:基于 GCICAD 的证据	95
3.6	本章结论	104
第4章	企业规模与银行、股权融资:微观证据	106
4.1	本章引言	106
4.2	文献回顾	112
4.3	理论分析	115
4.4	数据和方法	117
4.5	基本回归结果	125
4.6	稳健性检验及进一步讨论	133
4.7	本章结论	140
第5章	银行集中度、企业储蓄与经常账户失衡	141
5.1	本章引言	141
5.2	文献综述	144
5.3	数据与方法	148
5.4	实证结果	152
5.5	稳健性检验	164
5.6	结论	169
第6章	电子商务、银行信贷与中小企业融资	170
6.1	本章引言	170
6.2	文献综述	174
6.3	不存在电子商务时的信贷模型分析	176

6.4	引入电子商务后的信贷模型分析	185
6.5	讨论和政策启示	196
6.6	本章结论	198
第7章	银行集中度、企业信贷与经济波动	200
7.1	本章引言	200
7.2	文献综述	204
7.3	计量模型及变量选取	207
7.4	基本回归结果	212
7.5	稳健性检验	219
7.6	结论及启示	223
第8章	银行集中度、企业规模与信贷紧缩	225
8.1	本章引言	225
8.2	研究假说	229
8.3	数据与方法	232
8.4	基本实证结果	237
8.5	稳健性检验	246
8.6	结论与启示	249
第9章	结论	251
	参考文献	261
	附录1	283
	附录2	288
	后记	291

第 1 章

导 论

1.1 研究问题

纵观中国的金融体系,有两大特征值得关注:一是银行与证券市场融资的相对比例关系,或直接融资与间接融资的相对比重(以下称为金融结构);二是银行业内部的集中程度(以下称为银行集中度)。通过考察具体的统计指标,可以对中国金融体系的两大特征获得直观的认识。

首先考察中国的金融结构。文献中有两种方法刻画金融结构,一是增量法,二是存量法。增量法使用每年新增的融资额度刻画金融结构。但这一指标存在一定的缺陷。由于每年的融资增量有更大的波动性和不确定性,易受市场环境和经济政策的影响,波动较大,并且这一指标国际数据可得性差,难以进行国际比较。存量法使用银行信贷余额与证券市场资本化总额的相对比例衡量金融结构。由于存量规模相对稳定,国际数据可得性更好,因此,在进行国际比较时通常使用这一指标。

首先采用增量法描述中国的金融结构,即采用中国人民银行公布的每年新增非金融企业直接融资(股票和债券)占新增社会融资规模的比重来刻画直接融资和间接融资的相对比例。图 1.1 描绘了这一指标随

时间的演进趋势。虽然从趋势来看,中国直接融资的比重有所增加,但这一比例仍然较低,即使在2012年,也只有15.9%。中国仍然是银行主导的国家。

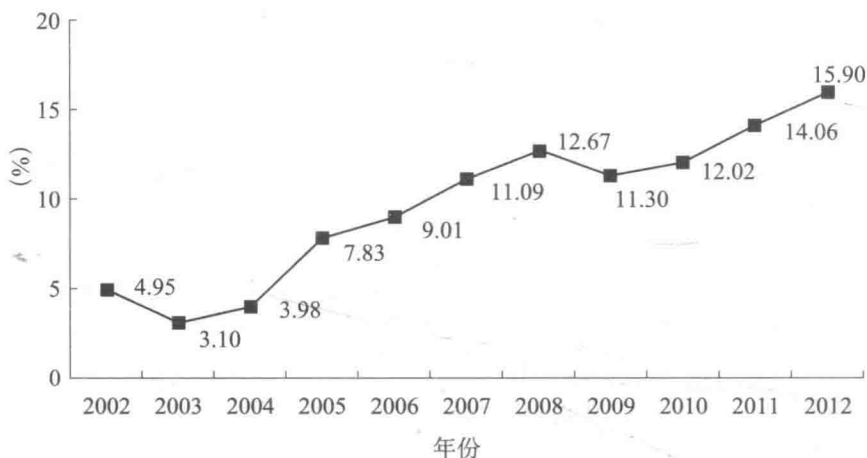


图 1.1 中国社会融资中直接融资所占的比重

注:直接融资所占比重为股票和债券融资占新增社会融资规模的比重。

资料来源:中国人民银行。

接下来采用存量法(银行信贷与证券市场资本化总额之比)来描述金融结构,并将中国与其他国家进行比较。

图 1.2 对比了中国和四个发达国家的金融结构,图 1.3 则对比了中国和另外三个金砖国家的金融结构。由图 1.2 可知,中国的银行信贷规模相对于证券市场规模的比例在 2000 年以前远高于四个发达国家的相应比例,2000 年之后有所下降,但 2005 年以前仍然高于四个发达国家。2005 年之后,股市复苏,2007 年出现大牛市,银行业的主导地位才有所缓和。图 1.3 显示,中国的银行信贷规模相对于证券市场规模的比例一直是金砖四国中最高的。

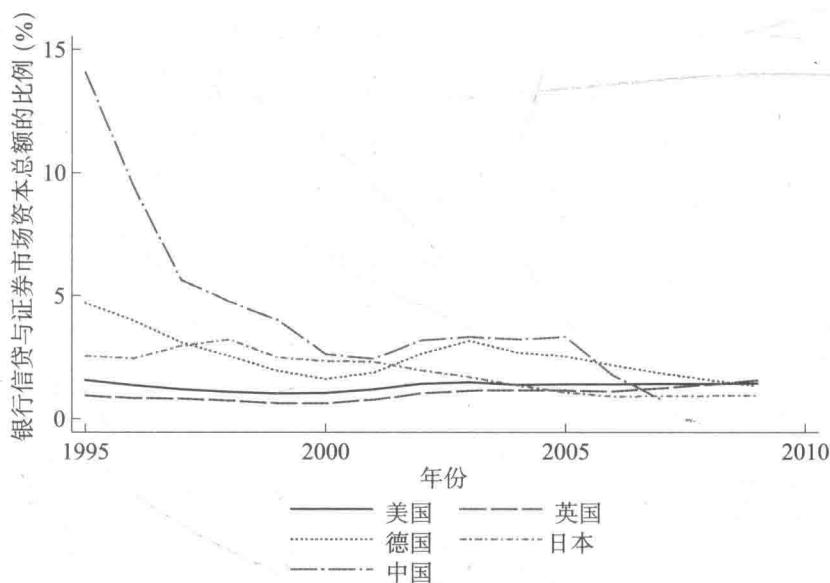


图 1.2 中国和四个发达国家以存量法刻画的金融结构

资料来源:世界银行世界发展指数(WDI)数据库。

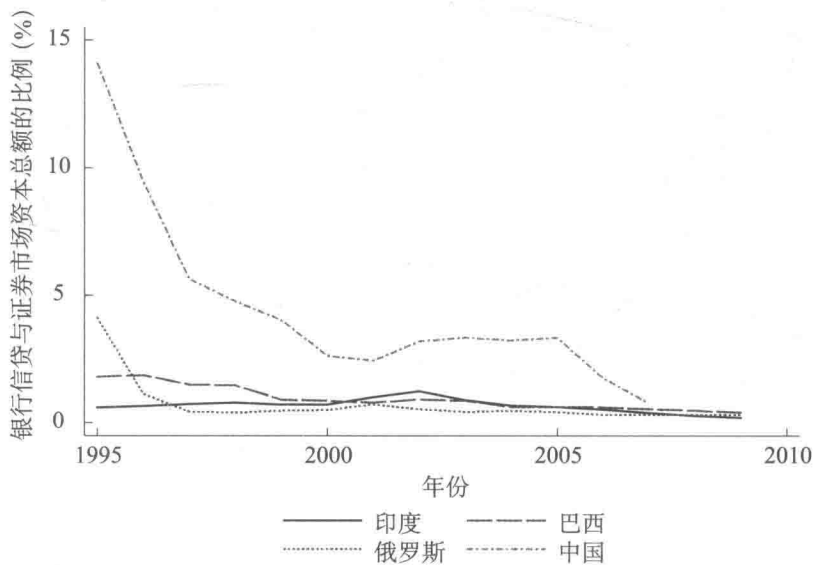


图 1.3 中国和其他金砖国家以存量法刻画的金融结构

资料来源:世界银行世界发展指数(WDI)数据库。

如果采用每千人上市公司的数量来衡量证券市场的发展程度,中国证券市场的发展程度不仅比美国、英国、德国、日本这些发达国家落后,由图 1.4 可知,即使是在金砖四国当中,也处于最低的水平。

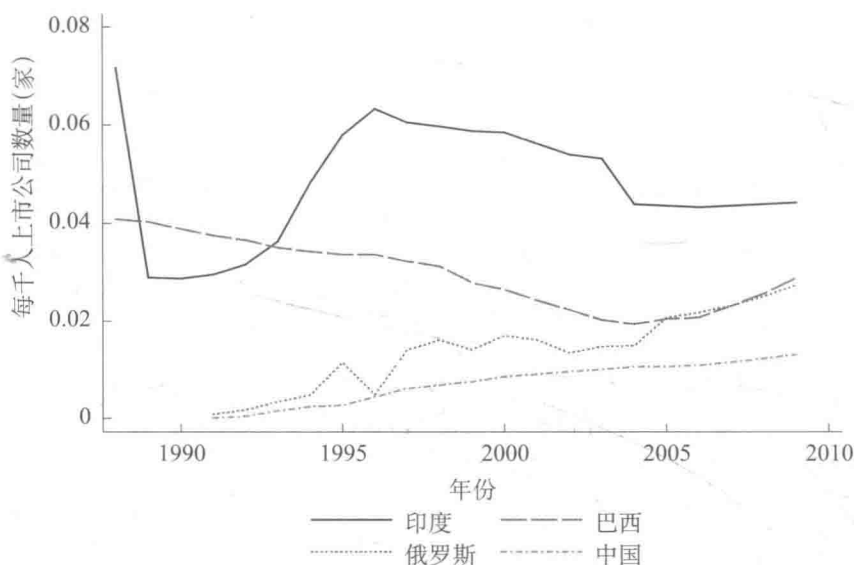


图 1.4 中国和其他金砖国家每千人上市公司数量

资料来源:世界银行世界发展指数(WDI)数据库。

在考察了中国的金融结构之后,再来看看中国的银行集中度。中国的银行数量有限,银行平均规模较大。即使是包括乡镇银行、农信社和新近发展起来的私人贷款公司,中国的银行总量也不会超过 4 000 家,而美国有 7 500 家商业银行、886 家存贷协会、400 家互助储蓄银行和 9 900 家信用社。这说明美国的绝大多数银行的规模都很小,而中国的银行规模相对较大。

如果用最大三家银行的总资产占有所有商业银行总资产的比重来衡量银行集中度,可以比较中国的银行集中度与其他国家的相对大小。中