

信用与经济增长关系实证研究^{*}

——基于多层次视角的VAR分析

沈钦华¹, 谈儒勇², 金晨珂³

(1. 中国社会科学院 金融研究所, 北京 100732;

2. 上海财经大学 小企业融资研究中心, 上海 200433;

3. 上海国际信托有限公司 投资银行总部, 上海 200002)

摘要:信用与经济增长之间存在复杂的内在联系。文章利用1990—2007年中国经济数据,实证分析了信用规模及结构与经济增长的关系。结果表明:不同层次的信用规模与经济增长之间存在长期均衡关系且为正相关关系;与非金融部门相比,金融部门信用规模的变化对实际GDP增长的正向影响更大;各层次信用规模与经济增长之间只存在单向因果关系,即经济增长对各层次信用规模的变化有显著的正向效应,而各层次信用规模的变化均未显著影响经济增长。

关键词:信用;经济增长;VAR

中图分类号:F062.5;F8 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)12-0050-11

一、引言

改革开放以来,中国的信用交易规模和信用交易环境都发生了质的变化。人们对信用交易的需求逐渐增大,信用交易的方式和手段日益增多,社会信用服务行业实现了从无到有的突破。例如,我国个人消费信贷自1997年以来取得了长足的发展,其总量规模迅速扩大。截至2005年底,我国个人消费贷款规模已经从1997年的172亿元人民币激增至2.2万亿元人民币,8年间增长了128倍,年均增速达到83.4%。同时,我国消费信贷占全部金融机构本外币贷款总额的比重也逐年递增,从1997年的0.23%增长到2005年的11%。个人消费信贷作为国民经济一个新的增长点,其作用日益凸现。^①

然而与欧美等西方发达经济体相比,第一,中国的信用活动总规模仍然过低,不适应经济发展的需要。研究发现,1997年以前,中国信用规模和GDP

收稿日期:2011-08-10

基金项目:国家社会科学基金重大项目(08&-ZD036)

作者简介:沈钦华(1957—),男,浙江湖州人,中国社会科学院金融研究所博士生;

谈儒勇(1971—),男,安徽舒城人,上海财经大学小企业融资研究中心研究员;

金晨珂(1986—),男,浙江宁海人,上海国际信托有限公司投资银行总部业务员。

几乎是 1:1 增长;而 20 世纪 70 年代以后,美国、德国、法国、日本和韩国等国家信用活动与 GDP 之比一般达到 3:1 至 5:1。第二,中国信用活动的分布与结构不平衡,信用活动主要集中于银行等金融机构。在中国的融资结构中,间接融资与直接融资的比例接近 4:1,即全社会 80% 的融资活动由银行的信贷来实现。这样的融资结构造成了融资有效需求和有效供给的双重短缺,是金融体系低效率的重要原因。这不仅与现阶段中国经济的高速增长格格不入,而且很可能会危及中国金融和经济的可持续发展。

因此,研究信用与经济增长之间的关系显得尤为重要。信用规模及结构与经济增长之间到底存在什么样的关系?发达国家的经验显示,信用规模和人均 GDP 之间存在十分密切的关系——当人均 GDP 在 300—500 美元时,信用的作用还不十分明显;当人均 GDP 在 500—1 000 美元时,信用被大肆践踏;当人均 GDP 达到 3 000—5 000 美元时,社会信用进入重整阶段;而当人均 GDP 在 5 000 美元以上时,社会信用进入良性循环阶段。

本文将对中国信用总规模进行分层,着力研究各个层次、不同类型的信用规模与经济增长之间的关系。本文利用 1990—2007 年的经济数据,采用时间序列分析中的向量自回归(VAR)模型来研究中国信用规模及结构与经济增长之间的关系,并建立向量误差修正(VEC)模型来分析它们之间的因果关系。一是为了认清中国信用交易活动的发展现状及问题,揭示中国金融体系低效率的原因;二是为中国信用经济的发展提出有益建议。

二、文献回顾

信用是金融的核心,是一种包含了时间价值和风险的交易媒介。Cole (1988)指出,信用是具有有限接受性的交易媒介。一方面,信用可以实现不同财富形式,如商品、资源和无形资产等,在不同时间和空间的转移。另一方面,有限接受性指的是授信方在评估该信用交易的风险和时间价值后决定是否进行信用交易。信用交易能否顺利进行不仅取决于交换财富的价值,还取决于时间、交易风险等因素。

在信用与经济增长的关系问题上,国内外许多学者多侧重于实证分析,建立理论模型的较少。早在 20 世纪 80 年代初,本杰明·弗里德曼就发表了一些研究信用与经济关系的论文(Friedman, 1981、1982、1983)。他在《宏观经济分析中货币与信用的作用》一文中深入分析了信用的不同层次对宏观经济所起的作用,为将信用活动纳入宏观经济模型奠定了基础。他运用比率分析、回归分析和 VAR 等方法,得到以下主要结论:(1)美国所有非金融借款人的信用活动与美国非金融经济活动之间有密切的相关性,这种相关性甚至强于不同层次的货币供给与经济的相关性。(2)就负债而言,非金融债务与经济的相关性显示出很强的稳定性。Fackler(1990)进一步指出,在非金融债务的构

成中,联邦债务与非联邦债务对经济的作用是不同的,而且美国的私人非金融债务总额与实际经济增长之间存在更加稳定的比例关系。他采用VAR方法估计了不同层次的信用规模对经济增长的影响,包括基础货币、联邦信用和私人信用规模等。后来的学者也多采用上述两位学者的研究方法来研究本国或本地区信用与经济增长的关系,得出的结论多是信用规模的扩张会带动经济增长。如国外学者Fink等(2006)对美国、英国、法国、意大利、德国、日本和荷兰等7个发达国家1950—2001年数据进行研究发现,除德国外,其他6个国家的信贷增长、债券市场发展和股票市场发展都是GDP增长的原因。

国内学者张兴(2003)选取国家信用、商业信用、证券投资信用和银行信用之和代表信用总规模,通过对中国1978—2001年货币供应量M2、信用总规模和GNP的统计数据进行分析,得出货币供应量和信用规模的增长速度与GNP的增长速度有一定联系的结论,并推断尽管货币供应量增长速度很快,但由于我国的信用交易不发达、信用规模的增速相对较慢,近几年我国国民经济增长速度有所放缓。高波等(2003)对美国、德国和日本三个国家经济快速增长时期的信用数据进行了分析,得出以下结论:信用交易规模尤其是消费信用交易规模的猛增是造成美国1947—1969年经济高速增长的原因;对外贸易信用交易规模的扩张助推了德国1952—1985年的“经济奇迹”;消费信用规模的增长创造了1950—1987年的“日本奇迹”。另外,吴晶妹等(2007)的研究颇具启发性,分别选取美国1960—2005年与中国1990—2005年的历史数据作为研究对象,分析了信用活动和信用交易规模与经济增长之间的内在关系。研究发现,美国信用总规模的变化会引起GDP的变化,反过来GDP的变化也会影响信用总规模;当中国信用总规模低于10万亿元人民币时,经济增长随着信用总规模的扩大而加快,当信用总规模在10—25万亿元人民币时,GDP的增长随着信用总规模的扩大而减慢,当信用总规模超过25万亿元人民币时,经济增长又开始随着信用总规模的扩大而加快。由此看来,信用活动与信用交易总规模对经济增长会起到拉动作用,但这种拉动作用是有一定范围限制的——只有在一定范围之内,信用总规模的增长才可以拉动经济增长;超出这个范围,无论信用规模过大或过小,都会给当期或未来的经济增长带来负面影响——中国经济数据显示出来的周期性变动说明了这一点。但是在同样的条件下,征信发达的国家,信用的负效率会大大降低;而尚没有建立起信用体系的非征信国家,信用的负面影响会比较严重。

考虑到中国的特殊国情,即银行信贷在信用交易活动中处于主导地位,本文特别关注了国内学者关于信贷规模及结构与经济增长关系的文献。冉茂盛等(2005)的实证研究结果表明,在1994—2002年中国货币政策调控方式转变时期,尽管货币渠道与银行信贷渠道都在货币政策传导中发挥着重要作用,但宏观经济受银行信贷的影响更大。他们对此做出的解释是由于中国的货币市

场与资本市场尚未得到充分发展,银行信贷仍是中国企业融资的主要渠道。林毅夫等(2006)强调银行业的规模结构对经济增长的重要性,提出了最优金融结构理论假说。他们认为,在现代的低收入国家,区域性中小银行应当成为金融体系的主要组成部分;而在现代的发达国家,大银行和金融市场应当在金融体系中发挥主导作用。其主要逻辑是:处于不同经济发展阶段的国家具有不同的要素禀赋结构,这决定了实体经济的产业结构具有系统性差异,而不同的产业具有不同的风险特性、融资需求和信息特征。因此,处于不同经济发展阶段的国家对金融服务的需求存在显著差异。在现代的低收入国家,劳动密集型产业具有比较优势,而劳动密集型产业中企业规模一般较小,其产品市场和所用技术都比较成熟,企业风险主要来自企业家风险。由于中小企业相对信息不透明且融资规模较小,区域性中小银行在为其提供融资服务方面具有比较优势。因此,区域性中小银行应当成为发展中国家金融体系的主要组成部分。而在现代的发达经济体中虽有大量的中小企业,但在国民经济中居于主导地位的是资金需求量较大的资本密集型企业及具有很高技术创新风险和产品创新风险的创新型企业。有效的金融体系应当包括能为大企业提供短期大规模融资服务的大银行及能够有效分散技术创新风险和产品创新风险的股票市场和债券市场。当然,发达经济体中仍然存在一定数量的劳动密集型中小企业,因此为其服务的中小金融机构也会在一定范围内存在。

改革开放以来,中国经济总量大幅增长,人均收入水平也有了很大提高,但是相对于发达国家,劳动力相对充裕而资本相对稀缺仍是中国要素禀赋结构的基本特征。在今后很长的时期内,劳动密集型产业仍是符合中国比较优势的产业,中小企业对中国的经济增长仍具有非常重要的作用。因此,作为上述最优金融结构理论假说的一个直接推论,中国现阶段的最优金融结构应以区域性中小银行为主的银行体系为主导。

综合来看,已有研究表明,信用与经济增长之间确实存在一定的作用关系,且很多学者认为信用对经济增长有推动作用。但是上述研究也存在诸多缺陷,如有的样本时间跨度较短、有的研究方法在处理时间序列数据时存在较大缺陷、有的只研究了某一层次的信用规模与经济发展之间的关系等。基于此,本文将采用 VAR 方法来研究中国各个层次的信用规模与经济发展的长期均衡关系和因果关系。鉴于国内类似的研究还比较匮乏,本文将会是有益的探索。

三、中国信用规模及结构

(一)信用规模的划分。吴晶妹(2009)认为总信用规模是我们能够量化的、最广义的信用交易规模。具体来说,它是国内各个部门——金融部门、政府部门、非金融企业和个人信用规模的总和,是各类信用工具——债券、贷款、商业赊购款、货币和存款余额的加总,涵盖了能够计量的全部信用交易。

任何一笔信用交易都会形成一定的债权债务关系,债权体现在资产一方,债务体现在负债一方,两者金额相等。我们在量化各层次、各类型信用活动时使用的信用规模既可以从资产角度考虑,也可以从负债角度考虑,其结果是一样的。这里我们选择的是负债角度,用债务余额作为信用规模。本文将总信用划分为三个层次(见图 1)。第一个层次是总信用规模。它是指在一定时间内能够计量的一国或地区的全部信用交易。第二个层次是金融部门信用规模与非金融部门信用规模。金融部门信用规模是指金融部门通过吸收存款、发行金融债券等方式进行信用交易的规模。由于金融部门在信用交易中是一个特殊部门——既是信用中介机构,也是信用创造机构,其在经营活动中通过自身负债创造其他部门的负债,如果不存在存款准备金,存款与贷款在一定意义上是相等的。此外,考虑到我们研究的是信用规模与经济增长之间的关系,我们选取金融机构贷款余额(与存款相比,贷款对经济增长的影响更加直接)与各类型金融债余额作为金融部门信用规模。非金融部门信用规模是指能够计量的一国或地区非金融部门的全部信用交易,是总信用规模剔除了金融部门信用规模后的净额。具体来说,非金融部门信用规模是政府部门、非金融企业部门和个人的负债总额。第三个层次是政府部门的信用规模与非金融企业及个人的信用规模。考虑到金融部门信用已经包含了私人贷款,而且目前中国个人消费信贷等信用规模还较小,我们选取政府债券(国债)余额和企业债券作为非金融部门信用规模。

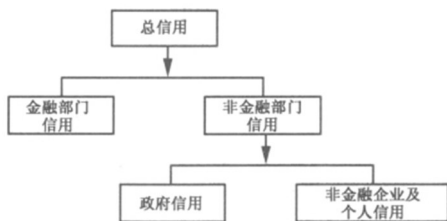
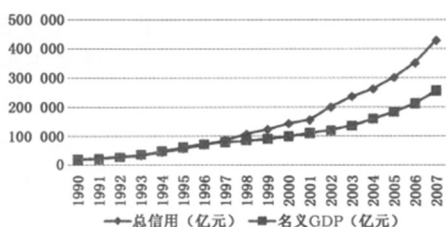


图 1 总信用的层次划分

金融部门信用规模。非金融部门信用规模是指能够计量的一国或地区非金融部门的全部信用交易,是总信用规模剔除了金融部门信用规模后的净额。具体来说,非金融部门信用规模是政府部门、非金融企业部门和个人的负债总额。第三个层次是政府部门的信用规模与非金融企业及个人的信用规模。考虑到金融部门信用已经包含了私人贷款,而且目前中国个人消费信贷等信用规模还较小,我们选取政府债券(国债)余额和企业债券作为非金融部门信用规模。

(二)中国信用规模及结构。如图 2 所示,我国的总信用规模和 GDP 都是逐年增长的,1990—2007 年,总信用规模增长了 24 倍,同期 GDP 增长了 13 倍。从增长路径看,1997 年之前,总信用规模增长比较缓慢,与 GDP 几乎处于同一水平,呈现 1:1 的同步增长;而 1997 年之后,总信用规模开始明显高于 GDP,实现了快速增长,从此两者之间的差距越来越大。尤其是在 2001 年之后,总信用规模出现了爆炸式增长。这表明我国的信用活动已经十分活跃,信用开始在经济中发挥越来越重要的作用。



数据来源:《中国金融年鉴》和《中国统计年鉴》,下同。

图 2 总信用与 GDP

总信用规模与 GDP 的比值是经济信用化率,有些学者亦称之为信用依存度。该比率反映了一国信用发展与经济发展的匹配程度,表示经济信用化程

度与信用化进程。经济信用化主要表现为信用活动日益增加,经济交易中可用信用衡量的部分越来越大。吴晶妹(2009)指出,若该指标低于 1.5,则信用不足,其合理区间是 3—7,7.5 是信用危机的警戒线。由图 3 可见,我国的经济信用化程度偏低,并且经济信用化进程呈现阶段性特征。1990—1994 年,经济信用化率相对稳定,维持在 1.0 左右,从 1994 年开始出现较大幅度增长。虽然 1998 年经济信用化进程突然减慢,2000 年甚至出现了下降,但是从 2001 年开始,该比率又进入了上升通道,直到 2003 年以后才逐渐平稳,维持在 1.6—1.8 之间。这表明经济信用化是一个阶段性过程,不同阶段信用在经济增长中的作用可能存在差异。

对上述阶段性变化的一个合理解释是,从 1994 年开始我国进行全面的经济体制改革,内容涉及财税、金融、外贸和外汇体制等,这为我国信用活动的发展扫清了制度障碍。此后,我国的信用活动日益频繁,各种信用工具的普及更是成为了信用规模扩大的重要推手。1997 年亚洲金融危机的爆发给我国带来了严重的通货紧缩,在图 3 中表现为 1998—2000 年经济信用化率的下降。进入 21 世纪之后,随着危机影响的消退,经济信用化进程又加快了,并在 2003 年达到峰值。根据吴晶妹(2009)的研究,2000—2006 年中国的经济信用化率一直很稳定,维持在一个较低但趋于合理的区域,这与本文的研究结果完全一致。与美国等发达国家进行对比之后,吴晶妹(2009)认为中国的经济信用程度偏低,面临的问题主要是信用资本在社会活动与经济发展中的作用还没发挥出来,信用效率不足。

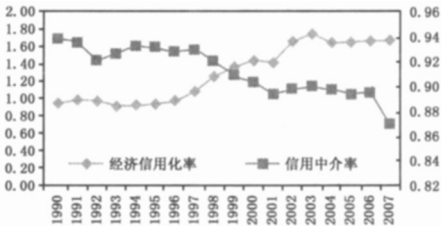


图 3 经济信用化率与信用中介率

下面进一步分析中国信用的结构特征。信用中介率是刻画一国信用结构最简单的指标,是指总信用规模中金融部门信用所占的比例。顾名思义,信用中介率刻画了一国信用活动在多大程度上依赖于银行等金融中介。由图 3 可见,我国的信用中介率在不断下降,但是由于起点较高,目前为止信用中介率仍在 0.8 以上。根据吴晶妹(2009)的跨国比较研究,美国的信用中介率为 0.18,法国为 0.6,而且,从动态角度看,信用中介率下降时,经济增长速度更快。我国在推进经济改革的同时也推动了非金融部门信用的发展,从而产生了经济信用非中介化的现象。取 1990—2007 年的均值,我们计算得到了中国信用结构(见图 4)。目前,非金融部门信用在总信用中的比重还相当低,仅为 10%,

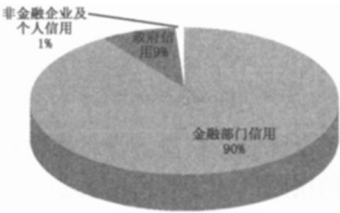


图 4 中国信用结构

其中非金融企业及个人信用的占比更低。从美国的经验看,信用非中介化是经济成熟的重要标志。我国在推动经济发展方式转变的过程中应有意识地降低金融部门信贷在国家信用活动中的份额,大力发展非金融部门信用。例如,政府可以通过发行债券支撑日益庞大的财政支出,支援经济建设。为了进一步促进地方经济发展,中央已经放开了地方政府发债的限令,但必须进一步加以规范和完善,这将大大推动我国的信用非中介化进程。2009年7月,中国银监会出台了《消费金融公司试点管理办法》,这是活跃我国信用消费市场的重要尝试,必将带动我国消费信用的发展,从而推进信用结构的非中介化。

四、数据和实证研究

本文所用变量包括1990—2007年的实际总信用规模(TC)、实际政府信用规模(GC)、实际非金融企业及个人信用规模(OC)、实际金融部门信用(FC)、实际GDP(GDP)以及实际非金融部门信用(NFC)。原始数据主要包括国债余额、企业债余额、政策性金融债余额、其他金融债余额、金融部门贷款余额、GDP以及物价指数等。数据来源于《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》以及国研网等。我们对1990—2007年的年度宏观数据进行两步简单的处理:第一步剔除价格因素,得到实际信用规模和实际GDP;第二步对所有数据取自然对数。本文将建立VAR和VEC模型来分析中国不同层次信用规模与经济增长的长期均衡关系和格兰杰因果关系,主要步骤为单位根检验、协整检验、VEC模型参数估计以及格兰杰因果检验。

(一)单位根检验。在对所有数据进行协整检验前,需对VAR系统所包含的变量进行单位根检验,我们采用ADF检验。结果^②表明,所有时间序列变量均在5%或10%的显著性水平下不能拒绝含有单位根的假设,即它们是非平稳序列。对上述变量进行一阶差分后进行ADF检验,结果表明:(1)政府信用变量(LGC)的一阶差分在5%或10%的显著性水平下仍不能拒绝单位根假设,即LGC序列不是I(1)过程,因此,我们将其剔除,不再检验其协整关系;(2)实际GDP变量(LGDP)的一阶差分在5%的显著性水平下拒绝单位根假设,但是该序列存在非常显著的时间趋势,在接下来的协整检验中必须注意这个事实;(3)总信用(LTC)、金融部门信用(LFC)以及非金融企业及个人信用(LOC)的一阶差分在10%的显著性水平下拒绝单位根假设,而非金融部门信用(LNFC)的一阶差分在5%的显著性水平下拒绝单位根假设。

(二)协整检验。综合考虑经济金融事实和单位根检验结果,我们将构建三个系统分别对其进行协整检验。第一个系统是LGDP和LTC,用来考察总信用规模与实际GDP之间是否存在长期均衡关系;第二个系统是LGDP和LFC,鉴于我国金融部门信用的重要地位,这个系统用来考察金融部门信用与实际GDP之间是否存在长期均衡关系;第三个系统是LGDP、LFC和LNFC,

用来考察实际 GDP、金融部门信用和非金融部门信用三者之间是否存在多元协整关系。协整检验结果见表 1 和表 2。协整检验结果表明,1990—2007 年,系统 1 和系统 2 中均存在一个协整关系,系统 3 中存在两个协整关系。由此,我们需要进一步对存在协整关系的系统进行估计。

表 1 运用迹统计的协整检验

系统类型	迹统计值	5%临界值	1%临界值	零假设协整等式个数	协整等式个数
LGDP	21.70713	15.49471	19.93711	0	1
LTC	3.292763	3.841466	6.634897	最多一个	
LGDP	20.55797	15.49471	19.93711	0	1
LFC	3.193756	3.841466	6.634897	最多一个	
LGDP	40.70793	29.79707	35.45817	0	2
LFC	20.36945	15.49471	19.93711	最多一个	
LNFC	4.624138	3.841466	6.634897	最多两个	

注：在协整检验中假设,数据存在线性趋势,但协整等式不存在线性趋势。下表同。

表 2 运用极大似然统计的协整检验

系统类型	极大似然统计值	5%临界值	1%临界值	零假设协整等式个数	协整等式个数
LGDP	18.41437	14.2646	18.52001	0	1
LTC	3.292763	3.841466	6.634897	最多一个	
LGDP	17.36421	14.2646	18.52001	0	1
LFC	3.193756	3.841466	6.634897	最多一个	
LGDP	20.33848	21.13162	25.86121	0	2
LFC	15.74531	14.2646	18.52001	最多一个	
LNFC	4.624138	3.841466	6.634897	最多两个	

(三) VEC 模型参数估计。为了与协整检验的假设保持一致,在估计 VEC 模型参数时,我们也假设数据包含线性趋势但协整等式不包含线性趋势。VEC 模型参数估计结果见表 3 和表 4。

表 3 系统 1 和系统 2 的估计

协整等式	系统 1:LGDP 和 LTC		系统 2:LGDP 和 LFC	
	LGDP=0.7589LTC+2.5466		LGDP=0.77024LFC+2.48664	
误差修正项	D(LGDP)	D(LTC)	D(LGDP)	D(LFC)
	-0.372248 (-3.91333)	0.164937 (1.05343)	-0.388359 (-3.88375)	0.171707 (0.99933)
线性趋势项	0.011977 (0.40674)	0.142375 [2.93739]	0.01337 (0.48163)	0.130399 (2.73377)

注：小括号中为系数的 t 值,下表同。

表 4 系统 3 的估计

协整等式	系统 3:LGDP、LFC 和 LNFC		
	LGDP=0.807708LFC+2.059843		
协整等式 2(信用内在关系)	LNFC=1.23574LFC-5.052089		
误差修正项	D(LGDP)	D(LNFC)	D(LFC)
协整等式一	-0.223762 (-1.59441)	0.118586 (0.27349)	0.57315 (3.58475)
协整等式二	0.189462 (1.40468)	-0.282424 -0.67773	0.492515 (3.20518)
线性趋势项	0.00493 (0.11365)	0.242846 (1.81194)	0.230527 (4.66460)

表 3 和表 4 中,协整等式表示长期均衡关系,误差修正项表示向均衡关系调整的速度。VEC 模型参数估计结果表明:(1)1990—2007 年总信用规模与实际 GDP 之间存在长期均衡关系且是正相关关系。达到长期均衡时,总信用规模变动 1 个百分点,实际 GDP 将变动 0.76 个百分点。(2)1990—2007 年金

融部门信用规模与实际 GDP 之间也存在长期均衡关系且是很强的正相关关系。达到长期均衡时,金融部门信用规模变动 1 个百分点,实际 GDP 将变动 0.77 个百分点。(3)1990—2007 年金融部门信用规模、非金融部门信用规模与实际 GDP 三者之间存在长期均衡关系,并且金融部门信用规模与非金融部门信用规模、金融部门信用规模与实际 GDP 以及非金融部门信用规模与实际 GDP 都是正相关关系。

(四)因果关系检验。格兰杰因果检验结果见表 5。

在三个系统中变量间均存在一个因果联系。综合来说,GDP 能影响总信用和金融部门信用,而 GDP 和非金融部门信用能共同影响金融部门信用。具体来看,总信用规模与实际 GDP 之间存在长期均衡关系,但只存在由实际 GDP 到总信用规模的单向因果关系,即实际 GDP 的增长对总信用规模有促进作用。同样地,金融部门信用和非金融部门信用也都与实际 GDP 存在长期均衡关系,这两组均衡关系也只存在由实际 GDP 到各类信用规模的单向因果关系,即实际 GDP 对金融部门信用和非金融部门信用有促进作用,而各个层次的信用规模对实际 GDP 的影响不显著。

表 5 格兰杰因果检验

原假设	p 值	接受与否
系统 1:LGDP 和 LTC		
总信用不能解释 GDP	0.5585	接受
GDP 不能解释总信用	0.0505	在 10%显著性水平下拒绝原假设
系统 2:LGDP 和 LFC		
金融部门信用不能解释 GDP	0.4519	接受
GDP 不能解释金融部门信用	0.0447	在 5%显著性水平下拒绝原假设
系统 3:LGDP,LFC 和 LNFC		
金融部门信用和非金融部门信用不能解释 GDP	0.9795	接受
GDP 和非金融部门信用不能解释金融部门信用	0.0306	在 5%显著性水平下拒绝原假设
GDP 和金融部门信用不能解释非金融部门信用	0.9982	接受

这个结论与国内外大多数研究结果存在差异。许多类似研究表明金融发展与经济增长之间存在双向因果关系,冉茂盛等(2003)更是认为金融发展对产出有影响而产出对金融无影响。我们认为这个结果恰恰反映了我国金融体系不完善和经济信用化程度低的现状,日益活跃的信用活动还不能有效推动经济增长。首先,中国经济信用化程度低,经济信用化率仅有 1.6—1.8,而欧美等西方发达国家的经济信用化率平均在 5 左右。中国的信用规模小,对经济的影响自然就小。其次,中国信用结构不合理,到目前为止,信用中介率仍在 0.8 以上。这个指标反映了银行信贷在中国信用交易活动中仍处于绝对的主导地位。从西方发达国家的金融发展看,直接融资比间接融资效率高,是更加市场化的融资手段。以美国为例,股票市场、债券市场和银行三足鼎立,资本配置效率高,为美国的实体经济提供了高效的金融服务。反观中国,银行仍是最主要的资本运作载体,股票市场和债券市场仍处在初级发展阶段,力量相对薄弱,试想基本上是一条腿走路的中国金融体系如何能高效地为实体经济

配置资本呢?最后,由于中国银行信贷在融资结构中处于核心地位,银行信贷规模及结构的缺陷就成了抑制中国经济可持续发展的重大障碍。林毅夫等(2006)指出中国要素禀赋结构的基本特征是劳动力相对丰裕而资本相对稀缺,在今后很长的时期内,劳动密集型产业仍是符合中国比较优势的产业,中小企业对中国的经济增长仍具有非常重要的作用。他们认为造成中国银行体系低效率的原因不仅在于国有银行的所有制偏向,而且在于不合理的银行业规模结构,因为组织规模庞大的四大国有银行在为符合中国比较优势的劳动密集型中小企业提供融资服务方面缺乏优势。

此外,我们还发现非金融部门信用规模与实际 GDP 之间不存在因果关系。对此的合理解释是:(1)本文选择的指标有局限,如没有考虑我国庞大的商业信用,包括企业应付账款、赊销等;(2)我国个人消费信贷尚处于起步阶段,由于信用环境不佳,非金融部门信用的发展相对缓慢。

五、结 论

在信用规模及结构与经济增长的关系方面,本文研究发现,不同层次的信用规模与经济增长之间存在长期均衡关系且为正相关关系;与非金融部门信用相比,金融部门信用规模的变化对实际 GDP 的正向影响更大;各层次信用规模与经济增长之间只存在单向因果关系,即经济增长对各层次信用规模有显著的正向效应,而各层次信用规模的变化均未显著影响经济增长。

我们认为,造成信用规模与经济增长之间只存在单向因果关系的原因可能是:(1)中国信用活动的发展正处于某个特定阶段,该阶段信用规模对经济增长的拉动作用不明显,经济增长更多依靠实物资本和各种实际资源;(2)中国的信用体系不健全和信用结构不合理导致信用作用于经济增长的路径被堵塞。

因此,需要加快完善社会信用体系,优化信用环境,助推信用交易和信用活动的发展以发挥其对经济增长的拉动作用。完善社会信用体系,从根本上讲是适应我国现阶段市场经济建设与发展的需要,是整顿市场秩序、改善社会信用环境、保障信用交易健康发展以及建设信用经济的根本举措,是促进和谐社会发展的创新制度安排。

* 本文还得到上海财经大学“211 工程”三期重点学科建设项目的资助。

注释:

①数据来源于北京大学中国信用研究中心 2006 年 4 月发布的《中国信用发展报告》。

②限于篇幅,文中未列示检验结果。

参考文献:

- [1]高波,钱蓁. 信息不对称、信用制度与经济增长[J]. 南京社会科学,2003,(11):14—19.
- [2]林毅夫,孙希芳,姜烨. 经济发展中的最优金融结构理论初探[J]. 经济研究,2009,(8):4—17.

- [3]莫高琪,冉茂盛,钟韬. 转轨时期中国货币政策传导机制的实证[J]. 重庆大学学报(自然科学版),2005,(11):154—156.
- [4]冉茂盛,张宗益,钟子明. 中国经济增长与金融发展关联性的实证分析[J]. 重庆大学学报(自然科学版),2003,(2):136—140.
- [5]吴晶妹,李诗洋. 信用规模与经济增长:中美比较分析[J]. 财贸经济,2007,(9):68—74.
- [6]吴晶妹. 现代信用学[M]. 北京:中国人民大学出版社,2009.
- [7]Fackler J S. Federal credit, private credit, and economic activity[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1990, 22(4): 444—464.
- [8]Friedman B M. The relative stability of money and credit “velocity” in the United States: Evidence and some speculations[R]. NBER Working Paper No 645, 1981.
- [9]Friedman B M. Debt and economic activity in the United States[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- [10]Fink G, Haiss P, Hristoforova S. Credit, bonds, stocks and growth in seven large economies[R]. EI working paper, 2006.

Empirical Study of the Relationship between Credit and Economic Growth: VAR Analysis from the Multiple-level Angle

SHEN Qin-hua¹, TAN Ru-yong², JIN Chen-ke³

(1. *Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China*; 2. *Center for Small Enterprise Financing Studies, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 3. *Department of Investment Banking, Shanghai International Trust Corp., Ltd., Shanghai 200002, China*)

Abstract: There is a complex relationship between credit and economic growth. This paper employs China's economic data from 1990 to 2007 to analyze the relationship between credit scales or structure and economic growth. Empirical results show that there is a long-term equilibrium and positive relationship between credit scales with different levels and economic growth; compared to non-financial sectors, the changes in credit scales of financial sectors have greater positive impacts on real GDP growth; there is only single-direction causality between credit scales with different levels and economic growth, namely economic growth has positive impact on the changes in credit scales with different levels and the reverse does not happen.

Key words: credit; economic growth; VAR (责任编辑 许 柏)