

金融脆弱性对实体经济影响的实证研究

孙立坚,牛晓梦,李安心

(复旦大学经济学院,上海 200433)

摘要:本文从金融体系的基本功能对经济增长起着至关重要的作用这一现代金融经济学的理论视角出发,利用计量经济学的分析方法,通过验证我国金融体系在不完全的市场条件下,能否发挥“投融资、价格发现、风险分散、流动性供给、信息生产和公司治理”这六大基本功能,来揭示当今中国金融体系的脆弱性及其对实体经济的影响机制,从而为现在中国金融的改革方案提供必要的政策依据。

关键词:金融脆弱性;经济增长;传导机制

中图分类号:F832.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)01-0061-10

近年来,我国一直实行的是积极的财政政策和稳健的货币政策,这种政策组合在很长一段时间内确实起到了稳定物价、推动经济增长的积极作用。但是,随着财政政策自身的有效空间逐渐缩小,要想使中国经济持续稳定地增长,民间投资的作用和支撑民间投资增长的金融体系的功能会越来越被重视。尤其是随着中国加入WTO以后,市场化和全球化的程度不断加深,当政府财政拉动型(或出口导向型)的经济增长模式日益受到挑战的时候,金融体系对经济增长的作用就显得愈来愈重要。尽管这几年我国的银行改革、资本市场的发展推进很快,但是中国金融体系脆弱性的本质却没有从根本上得到改变(孙立坚、李可斐,2003),而且这种脆弱性将直接影响到中国经济今后能否保证可持续性增长这一关键问题。

为此,本文首先根据金融体系基本功能的原理对金融体系的脆弱性作了明确的定义,因而比其他的定义方法更能直接地反映出当今我国金融脆弱性问题的实质,从而不至于生搬硬套货币危机预警机制的金融脆弱性指标(Ka-

收稿日期:2003-10-30

基金项目:教育部重点基地项目(02JAZJD790005)

作者简介:孙立坚(1962-),男,安徽涡阳人,复旦大学经济学院副教授,商学博士;

牛晓梦(1977-),女,河北张家口人,复旦大学经济学院硕士研究生;

李安心(1977-),男,河南信阳人,复旦大学经济学院硕士研究生。

minsky and Reinhart, 1996)。其次,论文通过建立金融体系对实体经济部门影响的“传导链”,来分析金融体系的脆弱性对经济增长的负面影响,从中能够发现近几年我国货币政策的信用渠道受到制约的深层原因,这也解释了很多同类研究所揭示的我国货币政策的有效性下降这一现象(郭树清,2002;夏斌,2003)背后的微观机制。

通过分析,可以得出以下两个重要的政策含义:第一,要使我国经济进一步持续稳定地向前发展,民间投资和消费将要起举足轻重的作用,而要保证民间投资和消费的稳健增长,金融体系的基本功能的正常发挥与否则是“重中之重”的课题。否则,一味追求金融市场的形式和数量上的发展,不但不能推动民间投资和消费对经济增长的促进作用,反而会使我国金融体系抵抗外来冲击的能力越来越弱。第二,我国的货币政策已经受到了金融体系微观传导机制的制约,要想发挥货币政策的有效性,以减轻财政支出的负担和确保良好的民间投资及消费的宏观经济环境,金融体系脆弱性问题的早日解决已迫在眉睫。

一、金融脆弱性的微观形成机制

目前国内外关于金融脆弱性的定义绝大多数都是基于它的表现形式给出的,由于信贷市场和资本市场脆弱性的表现截然不同,很多学者因此将它们区别开来加以描述。Diamond 和 Dybvig(1983)认为银行体系脆弱性主要源于存款者对流动性要求的不确定性以及银行的资产较之负债缺乏流动性之间的矛盾。另一方面,金融市场上的脆弱性主要被认为是来自于资产价格的波动性及波动性的联动效应(Jorion and Khoury, 1996)。

以上的定义方法都是从金融风险的视角来描述金融脆弱性的特征,但是笔者认为这种描述不仅不能反映出当今我国金融领域问题的实质,而且它很容易让人们生搬硬套适合于发达国家经济发展状况的金融脆弱性指标(Askli and Enrica, 1999),以致在“脆弱性”测量上造成无法接受的误差和脱离实际的结果,最终反而不利于国际比较。为此,这里我们引入费雪的“完全市场”的描述,因为他是最早在金融体系的理论框架下比较系统地提出了“金融中性”理论的经济学家,所以他的理论成为我们以下根据金融体系的基本功能对金融体系的脆弱性重新定义的重要依据,而且,我们认为能否正常地发挥出金融体系的基本功能,才是今天衡量一个国家的金融体系能否推动经济持续增长的决定要素。

费雪(1930)的核心观点是:个人的经济行为就是利用自己有限的收入和财富去安排好自己的消费(投资)计划以得到自己人生的最大满足(以效用曲线表示);另一方面,企业的行为就是利用有限的资源,运用自己掌握的生产技术优势去为消费者创造最大的财富价值从而获得自己最高的利润(以生产可能性曲线表示)。但是,如果没有金融体系(融资渠道),或者金融体系不发挥任何作用,那么,消费者之间就会因为个人的偏好不同发生利益冲突,企业也

就会因为消费者(股东或债权人)价值的多元化而迷失投资方向(上述两曲线的切点可能会出现多个)。也就是说,即使是像费雪上面描述的、这样理性的消费者和投资者,在没有金融体系的帮助下也会感到束手无策。但是,一旦金融体系建立以后(引入市场机会线),企业价值的衡量标准就会被确定下来,于是,投资计划也可被惟一选出(那就是市场机会线与生产可能性曲线的切点I),而且,不同的消费者也能从企业创出的最大价值中得到自己最大的满足(市场机会线与个人的效用曲线相切的点,比如M和N)(见图1)。

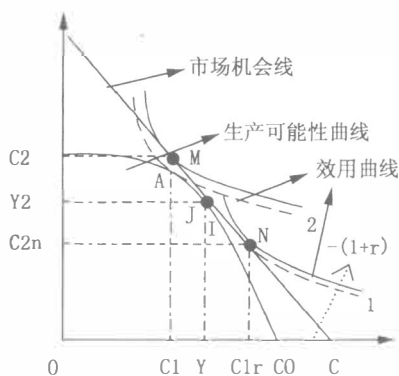


图1 金融体系的作用



图2 金融体系的基本功能

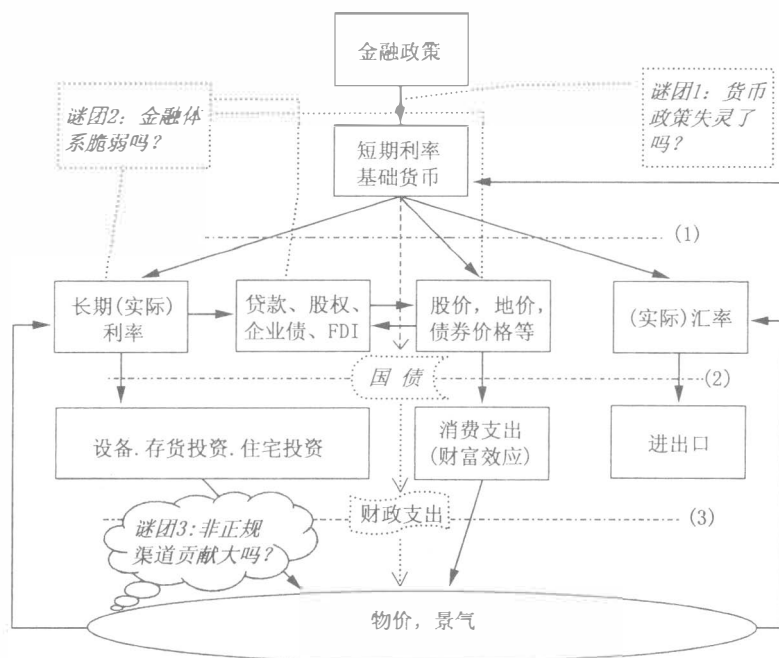
事实上,上述的观点是建立在以下几个值得进一步讨论的假定条件上:(1)没有交易成本;(2)不存在非确定性;(3)经济主体是理性的;(4)没有信息不对称现象;(5)没有委托和代理人的问题;(6)金融活动中没有外部性问题。但是,我们很难找到这样的完全市场,相反,在市场不完全的条件下,由于存在市场非有效性、价格不确定性、风险规避手段的不完备性、信息不称性和激励机制不相容性等的制约因素,市场机会线有可能“找不到”,于是,国内金融体系中的无论哪一种融资渠道都不能保证资金的有效配置,这意味着企业有可能不在生产可能性曲线上制定生产计划。当然,消费者也就因此无法安排自己最佳的消费(投资)计划。因此,要想克服这些阻碍,正常发挥六大基本功能(参见图2),是决定在上述这些前提条件不再成立时,金融体系能否发挥正常作用的关键所在,从而也被认为是今天衡量一个国家的金融体系能否推动经济持续增长的决定要素。而且,这些基本功能彼此互相关联,只要有一个功能没有正常发挥作用,那么,资金配置渠道就会受阻,金融体系的作用就会被扭曲,抵抗外界冲击的能力就会降低,金融危机的风险就会增大。从这个意义上讲,金融体系的脆弱性就是指金融体系的基本功能无法得到正常发挥的状态。

因此,本文的基本观点是:我国金融体系的发展,不应该从数量和规模上与外国看齐,而是应该根据(内生于)我国现有的金融体系与实体经济的互动关系中所反映出来的金融体系六大基本功能之间互相抑制或互相促进的效

果,来设计和修正今后的金融改革方案。

二、金融脆弱性对实体经济部门的传导机制

为了阐明上述的金融脆弱性对实体经济的影响问题,本文主要通过回归分析来考察以下几个问题:首先,影响我国民间投资的资金渠道是什么?其次,民间消费是受收入效应的影响大还是受财富效应的影响大?再次,在金融体系脆弱性的制约下,货币政策的有效性表现在哪里?最后,中国经济增长的源泉在哪里?非正规的金融体系对经济增长的作用存在吗?它反映了什么样的政策含义?在具体的分析过程中,本文建立了包含三层传导链的金融体系脆弱性的影响机制图(见图3):第一层是货币政策对金融体系影响的传导链,第二层是金融体系对实体经济部门影响的传导链,第三层是在金融体系脆弱性的制约下,实体经济的各部门对经济增长的贡献链。



注:(1)、(2)、(3)分析表示第一层链、第二层链和第三层链。

图3 金融体系脆弱性影响的分析链

在研究对实体经济影响的第一个问题时,本文用银行贷款、股权融资额、FDI、实际利率等对民间投资做回归分析(第二层链),主要考察这三种资金的来源对民间投资的影响。关于第二个问题,本文用股票价格、房地产价格、实际经济增长与民间消费额进行回归,主要考察资产效应明显还是收入效应明显。值得指出的是资产效应的体现很大程度上取决于金融体系的健全程度(第二层链)。接着本文分

析货币政策的四大传导路径的有效程度,除了汇率途径外,其他三个途径,即利率途径、资产规模途径和价格途径都直接或间接地与金融体系的基本功能能否正常发挥有关。本文用货币政策的操作变量——基础货币和再贴现率分别与(实际)利率、银行信用、股权融资、直接投资、股价、房地产价格和(实际)汇率做回归分析(第一层链),判断货币政策的影响渠道有哪些。最后,为了考察中国经济高速增长的源泉,本文用民间投资、个人消费、政府支出和净出口与实际经济增长做回归(第三层链),前两部分对经济增长的贡献程度取决于金融体系的健全性。如果金融体系是脆弱的,然而,民间投资和个人消费对经济增长却有促进作用,那么,可以设想非正规的金融渠道有可能取代正规金融部门发挥着它们的积极作用(Allen, J., Qian and M., Qian, 2003)。

为了更好地判断我国金融体系的脆弱性对实体经济的影响,本文作了CHOW的结构变化检验。它的原始假设是:在所给定的时间点的前后阶段,方程式的参数没有统计意义上的变化。具体的统计检验指标可表示如下:

$$F(l, n+m-2l) = \frac{\sum_{t=1}^{n+m} (\hat{Y}_t^0 - Y_t)^2 - \left\{ \sum_{t=1}^n (\hat{Y}_t^1 - Y_t)^2 + \sum_{t=n+1}^{n+m} (\hat{Y}_t^2 - Y_t)^2 \right\}}{\left\{ \sum_{t=1}^n (\hat{Y}_t^1 - Y_t)^2 + \sum_{t=n+1}^{n+m} (\hat{Y}_t^2 - Y_t)^2 \right\}} \times n+m-2l/l$$

其中,F表示F分布的统计值,l表示自变量的总数,n表示结构变化时间点之前的观察值的个数,m表示之后的观察值的个数,括弧中的“n+m-2l”表示F分布的自由度。“-”表示Y的估计值,右上方角上的“0”、“1”、“2”标号分别表示整体、前半段和后半段的估计值。如果F统计值有显著性,则表明没有结构变化的原始假设不能接受。在本文中就意味着对实体经济部门的影响发生了实质性的变化。

另外,在研究金融体系对经济增长的作用时,本文用全国工业总产值的增长率扣除通货膨胀因素作为我国经济景气指标的代理变量,银行当月贷款额占当月全国固定投资的比重代表银行的作用,企业在股票市场的当月融资额占当月全国固定投资的比重反映资本市场的作用,当月政府支出额的增长率说明政府投资的作用,我国净出口额的变化率体现出口拉动因素的作用。在研究我国货币政策对经济增长的作用时,我们用我国当月基础货币发行量的变化率作为我国货币政策的代理变量,用同业拆借利率作为另一个代理变量。

本次研究采用月度数据,根据数据的可取性和所讨论的问题的性质,所取变量的时间范围大部分定在1995年1月至2003年4月为止。而且,所有回归用的(代理)变量都不存在单位根(检验结果略)。数据来源于新华网。

三、实证结果

首先,从金融体系的脆弱性对实体经济部门影响的中枢环节,即关于左右

民间投资和消费因素(第二条链)的实证结果(见表1)中可以看出,推动我国民间投资(LAINVT)增长的资金源泉是银行信贷(LLOAN)和外国的直接投资(LFDI),而股权融资(LSTOFIN)对企业的投资没有影响,其中银行体系主导的融资地位非常明显;另一方面,影响我国民间消费增长的是收入效应,而不是受金融体系发展状况制约的财富效应。另外,值得一提的是,在我国,股价(DLSTOCK)上升反而会抑制民间消费(见表2),这意味着消费者的资金更多地转入了无效的股市。

其次,在检验货币供给(DLM₀)对银行信贷能力的影响(第一条链)时,我们发现:因为金融脆弱性(DFSOUND)的制约^①,后半阶段货币政策失去了它的有效性(见表3),同样,货币供给的调控也不能扭转股市的低迷,但是,货

表1 影响民间投资的融资渠道

		C	LFDI	LLOAN	LSTOFIN
LAINVT	系数	-10.0339	.519406	1.28340	.032706
	t值	-4.50383	13.9674	6.63844	.698607
	p值	[.000]	[.000]	[.000]	[.487]
Current Sample: 1998: 1 to 2003: 4					
决定系数 R ²		.821436			
DW值		1.84030			
LM-her值		4.16644[.041]			
F值		92.0044[.000]			

表2 左右民间消费的最大效应

		C	DLSTOCK	DLHOUSE	DRGDP
DLCOMSUM	系数	.251332E-02	-.304065	-.439102	.229817
	t值	.297584	-2.52412	-.403159	3.30800
	p值	[.767]	[.014]	[.688]	[.002]
Current sample: 1999: 12 to 2003: 4					
决定系数 R ²		.247248			
DW值		1.60429			
LM-her值		1.88355[.170]			
F值		6.45970[.001]			

注:第一列的民间投资为被解释变量,第一行的其他各要素都是解释变量,DW值是序列相关性检验值,LM是检验异方差的拉格朗日乘数。表2同。

币供给却影响房地产价格(见表4),还值得一提的是,我国的房地产价格不受景气(DRGDP)变化的影响,反而出现按照惯性增长的倾向(DHOUSE(-1)),这有可能从另一个侧面也反映了金融市场不平衡的发展而导致资金流(DLM₀)朝一处过度集中,引起该市场一时的“过热”现象,使得银行正常的信贷能力无法体现(汪利娜,2003)^②。另一方面,大量发行国债也会降低货币政策的有效性,因为银行在信息不对称问题严重的时候,它自然会选择信用风险低、流动性好的国债,从而导致企业的资金供给受到约束,从这个意义上讲,财政支出可能会抑制民间投资的发展。

表3 货币政策的有效性失灵

		C	DLM ₀	DRGDP	DFSOUND	RHO
DLLOAN	系数	.011265	.034256	.032787	.215822E-02	.351080
	t值	8.26445	1.53690	4.14268	1.79112	1.95825
	p值	[.000]	[.124]	[.000]	[.073]	[.050]
Current sample: 2000: 8 to 2003: 4						
决定系数 R ²		.426704				
DW值		1.88128				
标准偏差		.551405E-02				

注:RHO代表AR1模型中滞后一阶的误差项前面的系数。

表 4 房地产价格的制约要素

		C	DLM ₀	DRGDP	DHOUSE(-1)
DHOUSE	系数	.688 417E-03	.048 386	-.885 791E-02	.238 603
	t 值	.671 686	2.49 261	-.982 863	1.81 339
	p 值	[.504]	[.016]	[.330]	[.075]
Current sample: 1999: 12 to 2003: 4					
决定系数 R ²		.206 513			
DW 值		1.96 654			
LM-het 值		9.14 973[.002]			
F 值		5.03 169[.004]			

最后,在上述金融体系脆弱性的条件下,我国经济增长(RGDP)的原动力在所考察的期间内虽然发生了结构性的变化(见表5),但是,靠财政支出(LGOVEXPE)和民间投资(LAINVEST)拉动型的增长模式没有发生根本性的变化(第三条链)。另外民间消费至始至终对经济增长没有贡献,净出口也不像出口部门那样,对GDP的贡献有那么大。

表 5 我国经济增长的原动力和制约因素

		C	LAINVEST	LGOVEXPE	LNEXP	LCONSUM	RHO
RGDP	系数	.277 722	.109 387	.200 390	-.380 842	.222 299	.769 866
	t 值	.106 606	3.13 977	1.96 006	-1.56 585	.781 919	4.75 758
	p 值	[.915]	[.002]	[.050]	[.117]	[.434]	[.000]
Current sample: 2000: 11 to 2003: 4							
决定系数 R ²		.936 030					
DW 值		2.16 022					
标准偏差		.080 108					

基于上述分析,可以得出以下启示:即民间消费无力的原因在于我国居民的收入水平不够高,更关键的是金融体系的脆弱性(如保险业、养老金、失业基金、教育基金、住房基金等社会保障制度发展得还不成熟等)导致消费者的收入效应和财富效应都无法充分体现——人们担心自己的未来而拼命储蓄,资本市场的低迷又无法给消费者创造财富^③。不过,民间投资的贡献却留下了很多值得深思的问题:首先,我国的企业依赖于银行的信贷融资,银行的脆弱性直接制约企业的融资能力。所以,现阶段企业之所以能推动经济增长,这完全有可能是因为非正规的金融渠道在有效地发挥作用,或者说是企业在依靠自己的内部积累进行再投资,也可能是外国的直接投资起着功不可没的推动作用。其次,国债的大量发行会超过市场的需求,这样必然会抑制银行的信贷能力,从而影响到企业的投资能力。所以,现阶段FDI、财政支出和依赖于非正规金融渠道的中小企业的发展形成了推动我国经济增长的三大动力。但是,不管怎样,这种增长模式的持久性是很成问题的。因为,财政支出不能无限放大,FDI有可能向第三国转移,中小企业的非正规融资方式也很难支撑他们向更新的高度腾飞(Park and Shen, 2002),将来即使改变了我国的贸易结构,但是要依靠进出口部门来拉动经济增长会受到很多外界因素的制约,因此,只有解决正规渠道的金融体系脆弱性的问题,才有可能真正地发挥出现代

企业的威力,才有可能让居民心甘情愿地将庞大的储蓄拿出来安心消费,这样也才会真正唤起市场的活力,从根本上保证我国的经济持续稳定地向前发展。

四、结论和政策建议

本文根据金融体系微观传导机制的理论,按照金融体系六大基本功能的标准,对 20 世纪 90 年代后期以来我国金融体系的发展推动经济增长的作用做了较为全面的实证考察。结果发现,金融体系脆弱性的问题依然是目前摆在我们面前的一个严峻的课题,它表现在银行业的信贷能力不是取决于政府货币政策的宽松与否,而是取决于银行基本功能的正常发挥与否。同样,从分析的结果中也能看出,今天的股票市场非但不能成为企业扩大生产的重要融资渠道,也不能为消费者提供解决跨期消费、分散市场风险和流动性风险时所需要的金融工具,反而却成了劣质企业的“提款机”,这表明目前的资本市场已经丧失了对公司治理的基本功能,同时也削弱了消费者对资本市场发展的信心。正因如此,货币政策的有效性开始减弱,依存于财政支出、直接投资的发展模式日益疲软,所幸的是民营中小企业能有效地利用改革开放政策所提供的商业良机,在非正规金融渠道的支撑下得到了日新月异的发展,它在很大程度上抵消了由于我国金融体系的脆弱性所带来的对民间投资的制约作用。

之所以会存在上述这么多的脆弱性表现,我们认为,主要还是因为目前我国金融发展的战略比较侧重规模和形式的发展,而没有从重视金融体系的六大基本功能这一视角上平衡发展我国的资本市场和银行业的经营业务。一句话,就是忽视了工具是为功能服务的基本宗旨。事实上,只要功能能够有效地发挥作用,即使形式上存在差异也不会出现什么根本性的问题。也就是说,不一定以市场为主导的金融体系要优于以银行为主导的金融体系,也不一定双管齐下就是明智的策略。总之,不管是什么样的金融改革模式,只要不能保证金融体系的六大基本功能正常的发挥作用,最终都只能是半途而废,甚至会陷入进退两难的尴尬境地。

基于上述金融体系微观传导机制的原理,提出以下政策性的建议:第一,除了继续努力解决不良债务的历史问题外,还应该容许银行在设定贷款条件时能够充分地反映信息成本、风险成本和交易成本,同时,外部的监管机构(如银监会等)要对银行的信用管理实施监督和给予必要的奖惩,避免道德风险所引起的低劣的价格竞争。第二,要谨慎使用房地产抵押的贷款形式,在适当的时候应该容许银行通过多角经营来分散信用风险。同时,还应该注意提高银行的损失准备金和资本金的比例。当然,在现阶段这样做,反而有可能降低银行的健全性。第三,央行要灵活运用再回购等公开市场操作的工具,随时注意由于流动性的紧缩而可能制约银行的信用供给问题。第四,目前资本市场规范的重要性要远远大于资本市场融资功能的强化,这主要是因为目前资本市

场的公司治理机能没有充分地体现出来,企业业绩得不到改善,股民对股市的信赖受到严重的挫伤。这个问题不能得到根本的解决,资本市场的融资功能最终也会萎缩,而且如同实证分析的结果所指出的那样,反而会降低或制约银行业对经济发展本来可以发挥出的应有的贡献。第五,重视保险业、养老金、失业基金、教育基金、住房基金和社会保障制度的发展,它们是动员社会大量闲置资金(个人储蓄)的有力工具。当然,保险业和社会保障机构能否有活力地发展下去,归根结底还是要依存于一个成熟和健全的资本市场。

注释:

- ①本指标(DFSOUND)是根据孙立坚、李可斐(2003)所用的主成分分析方法而得到的一个反映金融体系基本功能是否能够正常发挥的综合指标。
- ②另外,直接投资的增加制约了央行货币供给的能力(表略)。再加上我国的利率和汇率还没有市场化,货币政策也没有影响企业的融资成本和国际竞争力(表略)。
- ③另外,净出口(LNEXP)没有带来附加价值的原因是我国出口产品大多数是价格弹性较低的生活必需品和附加价值较低的加工产品;而进口产品都是附加价值较高的先进设备和价格弹性较大的高档成品。这种不对称的贸易结构导致了我国净出口部门没有像人们所想象的那样对经济增长有促进作用。

参考文献:

- [1]Allen, Franklin. Jun Qian and Meijun Qian. Comparing china's financial system[J]. China Journal of Finance, Vol. 1, June 2003; 1~28.
- [2]Asli Demirguc-Kunt and Enrica Detragiache. Monitoring banking sector fragility: A multivariate logit approach with an application to the 1996~1997 banking crises[R]. The World Bank Group Working Papers No. 2085, 1999.
- [3]Chen Chien-Hsun and Hui-Tsu Shin. Initial public offering and corporate governance in china's transitional economy[R]. NBER Working Paper Series, No. 9574, 2003.
- [4]Fisher, Irving. The Theory of Interest[M]. Macmillan, 1930.
- [5]Lardy, Nicholas, R. China's unfinished economic revolution[M]. Brookings Institution Press, 1998.
- [6]郭树清. 深化投融资体制改革与完善货币政策传导机制[J]. 金融研究, 2002, (2).
- [7]孙立坚,李可斐. 金融改革与经济发展[A]. 同济大学亚太研究所. 构筑面向未来的中日关系[C]. 上海:同济大学出版社, 2003.
- [8]孙立坚,林木彬. 从“零利率”政策到“负利率”结果:透析日本金融体系的微观传导机制[J]. 国际金融研究, 2003, (9).

(下转第 112 页)

(consumption demand), total investment forming (investment demand), net export of goods and service (abroad demand). The sum of the three key demands' increment is the total increment of GDP in the same year. The quality of economic operation and the quantity and rate of economic growth is determined by the quantity, structure, the rate of growth, and relevance of the three key demands. In this paper, positive research is used to analyze the three key demands' contribution to GDP of Shanghai and the relevance of investment and consumption by employing standard macroeconomics analysis model and comparable relevant data.

Key words: macroeconomic operation; the three key demands; contribution; relevance

(上接第 69 页)

An Empirical Analysis of the Impact of Financial Fragility on Real Economy

SUN Li-jian, NIU Xiao-meng, LI An-xin

(School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: From the theoretical perspective of modern financial economics that "the basic function of financial system plays an essential role in economic growth", the paper employs the analytical method of quantitative economics to test whether China's financial system can develop the six fundamental function of "investment and finance, price discovery, risk diversification, liquidity provision, information production and corporate governance" under the constraint of incomplete market. It reveals the fragility of China's financial system and its transmission mechanism to real economy, thus constituting a necessary policy basis for China's current financial reform.

Key words: financial fragility; economic growth; transmission mechanism