

影子银行体系发展对货币政策效果的冲击研究

——基于信贷配给视角

潘海英 向鹏超

(河海大学商学院,江苏南京 211100)

摘 要:基于均衡信贷配给理论及影子银行体系,理论分析二元结构信贷配给下影子银行对货币政策实施效果的影响机理。选取我国 2007—2015 年的月度数据,运用结构向量自回归(SVAR)模型进行验证。研究发现,不同类型影子银行业务的流动性供给对商业银行主导的信贷配给有不同程度的弱化;扩张性货币政策下影子银行体系对经济有正效应,对扩张性货币政策实施效果起到正向促进作用;紧缩性货币政策下影子银行体系对经济的正向刺激作用显著,抑制紧缩性货币政策的实施效果。相比较于扩张性货币政策,紧缩性货币政策下影子银行体系对经济贡献度更高,对紧缩性货币政策实施效果的冲击更显著。

关键词:信贷配给;影子银行;货币政策;结构向量自回归(SVAR)模型

中图分类号:F822.0;F832.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-4970(2017)04-0047-07

一、引 言

发达国家影子银行以资产证券化为核心内容^[1],而目前中国的金融市场处于初级阶段,影子银行无论从复杂程度还是体系构成均与发达国家的影子银行体系存在明显区别。我国影子银行体系主要由商业银行各种表外融资工具构成,是银行的“影子”,复杂程度相对较低^[2]。近几年,我国影子银行体系的信用创造功能随着规模扩张速度的加快愈发现,加之高杠杆和监管困难对我国经济金融活动产生一定程度影响^[3],对货币政策的实施也带来了挑战。我国影子银行体系快速扩张的主要原因是我国信贷市场上长期存在的信贷配给和信贷资源分配的不均衡。长期以来,我国信贷市场上的贷款供给与需求严重不匹配,超额的货币需求得不到满足,而影子银行体系创造的流动性供给缩小了资金供求缺口,影响信贷配给的程度。信贷配给与货币政策的信贷传导机制联系紧密,影子银行体系通过对信贷配给的影响究竟会对宏观货币政策的实施效果造成怎样的冲击效应。鉴于中国具体的经济运行

环境,这一问题有待深入研究。

国外学者对影子银行的研究主要围绕资产证券化、金融衍生工具等方面展开,而国内学者则主要侧重于商业银行表外业务、影子银行风险监管等方面的研究。纵然如此,影子银行所具有的信用创造功能已成为国内外研究者的共识,如 Gorton 等认为影子银行拓宽了货币创造主体,向市场提供了隐蔽的流动性^[4];李新功认为影子银行运用自身的信用创造功能向社会增加了信贷供给,扩大了货币供应量^[5]。目前国内外多数学者关于影子银行与货币政策有效性的研究也多以此信用创造功能作为研究起点,如 Smaghi 认为影子银行体系创造的“货币”使得货币政策实施和传导的金融机构和金融市场的的变化,影响了货币政策的实施^[6];Verona 发现影子银行体系与货币政策之间存在重要的相互作用,影子银行体系的杠杆化结构放大了实体经济变量的变化和波动^[7];Adisunderam 认为影子银行体系创造的具有准货币属性的债务工具制约了货币政策目标的实现^[8]。由于研究重心的差异,国内围绕影子银行对货币政策影响的研究成果较国外丰富,部

收稿日期:2017-03-09

基金项目:国家社会科学基金项目(15BJY053);江苏省普通高校学术学位研究生科研创新计划项目(KYLX16_0672);中央高校基本科研业务费项目(2016B46214;2015B28314)

作者简介:潘海英(1970—),女,浙江台州人,教授,从事货币理论与宏观金融监管研究。

分学者以定性方法研究证实了我国影子银行体系对货币政策的调控能力带来挑战,如李波等在详细分析了影子银行信用创造的过程后指出,影子银行的高杠杆行为会对金融市场稳定性带来挑战,从而对货币政策产生系统性影响^[9];周莉萍认为影子银行对于商业银行作为唯一的流动性提供者主体地位造成挑战,并且影子银行体系的存在弱化了货币乘数理论的基础,会对货币政策的执行效果造成影响^[10];毛泽盛等对 CC-LM 模型引入影子银行因素进行修正,分析了影子银行与货币政策的关系^[11]。另有一些研究者运用定量工具研究影子银行对货币政策的影响,如解凤敏运用向量误差修正模型实证研究影子银行对货币乘数的影响,指出影子银行规模的扩张扩大了货币乘数,对于货币供给具有补充效应^[12],李丛文运用动态时变 Copula 函数模型实证研究影子银行对货币政策的影响,指出影子银行提升了货币政策实施效果的不确定性^[13],王珏等运用 VAR 模型实证研究指出影子银行与货币政策之间具有双向的动态联系,货币政策的变化会影响影子银行规模的变化,影子银行规模的变化又会影响货币政策的效果,从而引发“水床效应”^[14]。

学者反思影子银行体系对金融系统造成的影响为影子银行体系的深入研究提供了有效借鉴,但是,一方面由于影子银行体系出现的时间不长,现有的研究成果和研究体系尚不完整,对于影子银行体系与宏观货币政策关系之间的探讨不充分,需要补充和探索的地方仍有很多;另一方面现有研究影子银行体系与货币政策关系的文献虽多从信贷角度开展研究,但鲜有考虑信贷配给因素。鉴于此,笔者将影子银行体系纳入信贷配给分析中,具体探究影子银行体系对信贷配给的作用机理,并以此为基础,从理论和实证两方面研究影子银行体系对货币政策实施效果的冲击效应。

二、理论分析

1. 一元结构信贷配给分析

假设信贷市场上只存在一类贷款人——商业银行,即信贷资金由商业银行唯一提供。在传统新古典经济学视角下,如果信息是完全的,则市场供求由价格机制自动调节就能达到瓦尔拉斯状态,则信贷市场在利率机制的作用下也能达到市场出清的结果。然而,在真实的、不完全信息的信贷市场上广泛存在着超额的信贷需求无法被满足的情况,借款人往往愿意支付更高的价格获得贷款,但商业银行只愿意以低于市场出清水平的贷款利率提供贷款,那么商业银行为何不将利率调整到市场出清水平呢。

商业银行追求利润最大化,因此银行贷款供给取决于贷款的预期收益率,而预期收益率与利率并非单调关系^[15]。随着利率的提高,通过不完全信息引发的逆向选择效应会促使低于某一风险水平的借款人退出市场,留下高风险借款人,而高风险借款人违约概率高,由此会导致银行贷款的风险水平提高,并带来预期收益率的下降。商业银行选择的贷款利率取决于利率带来的收益正效应和逆向选择负效应二者之和的总效应,总效应最大时对应的利率即为商业银行的最优贷款利率。

贷款利率与银行预期收益率、贷款规模的关系如图 1 所示。图 1 左半部分描述银行贷款利率 r 与预期收益率 ρ 的关系,右半部分描述信贷市场中贷款利率 r 和贷款规模 L 之间的关系。由此可知,银行贷款的预期收益曲线是单峰状的,银行贷款的预期收益率 ρ 随着贷款利率 r 的提高先增加后降低,在最优贷款利率 r^* 处获得最大的收益。假设银行的贷款供给决策是根据不同的贷款利率提供不同的贷款规模,那么会得到一条向后弯折的供给曲线 S ,如图 1 右半部分所示,信贷需求曲线 D 是向右下方倾斜的一条直线,反向弯曲的信贷供给曲线 S 在银行最优贷款利率 r^* 处与需求曲线不相交,银行信贷供给点在 a 点,市场的信贷需求点在 b 点,市场无法出清。信贷供给小于信贷需求,造成信贷市场上的超额信贷需求,即信贷配给,信贷市场上的资金缺口为 L_1-L^* 。

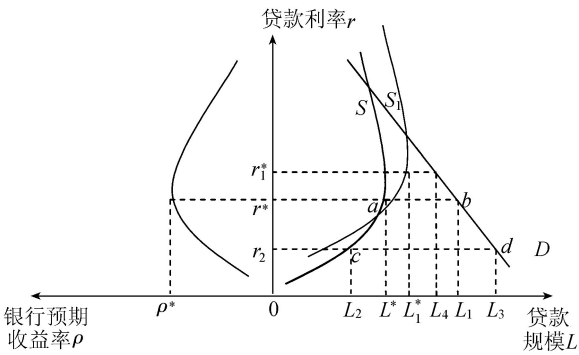


图 1 贷款利率与银行预期收益率、贷款规模的关系

2. 包含影子银行体系的二元结构信贷配给分析

影子银行体系的出现打破了商业银行作为唯一贷款人的局面,现假设信贷市场有两类贷款人——商业银行和影子银行体系。广义来说,影子银行体系由 3 部分组成:一是以传统商业银行为主导的影子银行业务,主要指银行的某些表外业务;二是非银行金融机构提供的间接融资业务和资产管理业务;三是民间借贷。笔者将影子银行体系划分为两类:一类是商业银行从事的影子银行业务,另一类是其他金融机构的影子银行业务。

(1) 商业银行从事影子银行业务对信贷配给的影响

商业银行作为信贷市场贷款供给的主体,具有其他机构无法超越的优势。由于商业银行的贷款利率普遍低于其他金融机构贷款利率,借款人若有贷款需求,首先是向商业银行寻求需求满足。现实中商业银行表面上“惜贷”而又要通过表外业务向借款人提供贷款的原因是近几年商业银行存贷比已接近监管规定的上限,而且较高的存款准备金率和资本充足率的限制使得商业银行的贷款供给受到严重约束。因此,为获取更大利润,商业银行主动发展不受监管的表外业务,提升自己的贷款供给。商业银行主动发展表外业务说明其具有贷款倾向,即商业银行还没有达到利润最大化条件下的最优贷款规模,贷款利率低于最优利率,利率和贷款规模都有较大的上升空间。如图 1 右半部分所示,商业银行以 r_2 的贷款价格提供贷款,贷款供给处在信贷供给曲线 S 上的 c 点,而市场上的资金需求处在信贷需求曲线上的 d 点,此时信贷市场上的资金缺口为 $L_3 - L_2$,即此时商业银行的信贷配给程度是非常严重的。商业银行为追求更高利润,通过不受监管的影子银行业务向社会增加贷款供给并提升贷款价格,资金缺口随之减小。显然商业银行的表外业务极大弱化了信贷配给程度。

(2) 其他金融机构影子银行业务对信贷配给的影响

当金融市场发展处于初级阶段时,其他金融机构从事融资行为只是作为商业银行贷款活动的补充。在商业银行强信贷配给条件下,其他金融机构提供的流动性成为信贷市场资金供给的来源之一,借款人通过该途径借款通常要支付数倍于商业银行贷款的价格,即贷款利率极高。当下异常火热的互联网金融打破了空间区域的限制,极大地推动了该种类型影子银行业务的发展,此时商业银行的贷款供给曲线不能简单地代表市场的供给曲线,而应该由包括其他金融机构的整个金融体系决定。显然,其他金融机构影子银行业务扩大了整个社会的融资规模,导致原先由商业银行所决定的贷款供给曲线向右移动,同时因为其他金融机构影子银行业务的高利率,整个信贷市场的最优贷款利率会被拉升。因此,相较于商业银行单一决定的贷款供给曲线,新的供给曲线是向右上方移动的,如图 1 右半部分所示的 S_1 。商业银行信贷供给曲线被金融机构体系信贷供给曲线所替代,因此由商业银行单一决定的信贷配给局面随之打破,信贷配给得到弱化,此时的资金缺口为 $L_4 - L_1^*$ 。

3. 影子银行体系对不同方向货币政策实施效果的影响分析

从国家经济增长角度看,社会投资是整个宏观经济活动过程的发动机,社会投资及其调控是调整国家经济运行的重要先行指标,作为宏观经济调控的两大手段之一的货币政策主要是通过调节投资进而调节社会总产出。中央银行通过货币政策工具影响金融机构贷款供给,进而影响企业投资,最终作用于社会总产出。具体来说,央行采取扩张性货币政策时,其传导机制如下:央行降低存款准备金率($RR \downarrow$)→货币供给增加($M \uparrow$)→银行准备金增加($R \uparrow$)→银行可贷资金增加($L \uparrow$)→信贷配给程度下降($CR \downarrow$)→企业的投资增加($I \uparrow$)→社会总产出增加($Y \uparrow$);反之央行采取紧缩性货币政策会通过增强信贷配给的程度作用于总产出,使产出下降。然而,由于存在影子银行体系并作用于上述货币政策信贷传导路径,从而影响货币政策最终调控效果。根据上述分析,影子银行体系不在监管体系内,其隐蔽性让货币当局无法准确把握,并且其具备的信用中介职能会弱化信贷配给程度,促进社会融资,最终会影响到社会总产出。

不同方向货币政策下,影子银行体系的活跃程度具有差异性,对经济活动的影响亦是不同。我国的实际情况是宽松的货币政策下影子银行体系的活跃度较低。这一时期我国影子银行整体规模较小、扩张不明显,业务活动以民间借贷为主。通过“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”的实施,我国迅速走出金融危机,经济形势一片繁荣向好。为防止经济过热,自 2011 年起,我国开始调整货币政策,实施“稳健的货币政策”,有意识缩减信贷投放。而我国影子银行体系的快速扩张基本也是从该时期开始,业务活动开始以商业银行表外业务为主,这一实际情况反映出我国影子银行体系的扩张与货币政策的调整密不可分。由于不同条件下影子银行体系业务活动能力差异的存在,因此对不同方向货币政策实施效果的影响程度具有差异性:一方面,在经济不景气、央行通过采取扩张性货币政策促进经济增长的情况下,影子银行体系会促使信贷配给程度进一步下降,增强货币政策的实施效果,但与此同时,扩张性货币政策导致银行可贷资金的增加会限制影子银行体系业务的规模,影子银行体系对信贷配给程度的弱化能力会受到削弱,因此总体上对扩张性货币政策实施效果的促进作用并不会特别显著;另一方面,在经济过热、央行决定通过紧缩性货币政策抑制投资过热的情况下,银行可贷资金的减少导致借款人转向影子银行体系寻求资金满足,促进影子银行体系业务的开展,其对信贷配给的弱化能力也

会得到增强,这与央行紧缩性货币政策的目标相抵触,从而在一定程度上弱化紧缩性货币政策对投资的抑制效果,最终经济过热情况并不会得到有效缓解,央行紧缩的货币政策目标效果并不显著。

根据上述理论分析,给出以下命题:

命题 1:影子银行体系会增强扩张性货币政策的实施效果;

命题 2:影子银行体系会削弱紧缩性货币政策的实施效果;

命题 3:相较于扩张性货币政策,影子银行体系在紧缩性货币政策环境下的作用更显著,对货币政策实施效果的冲击也更显著。

三、实证分析

1. 变量选取与数据处理

此次研究影子银行体系对货币政策实施效果的影响,主要涉及两个变量:影子银行变量和货币政策变量。

(1)影子银行变量

我国影子银行体系主要由商业银行的表外业务构成,社会融资规模中的信托贷款、委托贷款和商业银行未贴现票据占据影子银行规模 80% 以上,因此将三者之和作为我国影子银行规模的替代变量进行分析,并取其同比增长率记为 *GSBK*。

(2)货币政策变量

货币政策变量包括中介目标变量和最终目标变量。第一,由于在选取样本区间内我国利率并未完全市场化,选取利率指标描述货币政策中介目标不很合理,因此选取货币供应量为中介指标,并取广义货币供应量同比增长率作为货币政策中介目标替代变量,记为 *GM₂*。第二,央行实施宏观调控的两个主要目标是经济增长和物价稳定,因此分析影子银行对货币政策效果的冲击主要通过观察其对经济增长和物价稳定的影响。关于经济增长,一般选取国内生产总值(*GDP*)增长率来衡量,然而现行关于 *GDP* 的统计只有季度值,因此选取规模以上工业增加值同比增长率作为 *GDP* 增长率的替代指标,记为 *GGDP*;关于物价稳定,通常以居民消费价格指数作为观测指标,取其同比增长率记为 *GCPI*。此次讨论影子银行体系通过信贷传导渠道对货币政策效果的影响,因此在货币政策传导渠道过程中选取商业银行新增人民币贷款作为替代变量,并取其同比增长率记为 *GLOAN*;影子银行主要通过社会融资影响投资进而对产出造成冲击,因此引入新增固定资产投资作为传递指标,并取其同比增长率记为 *GINV*;此外,引入上海银行间 7 天的同业拆借加权平均利率作为控制变量,记为 *RATE*。

(3)数据收集和处理

数据主要来源于中经网统计数据库和中国人民银行网站,数据均为月度数据,样本时间跨度为 2007 年 1 月至 2015 年 12 月。为进一步研究中国影子银行体系对不同方向货币政策效果的影响,对 *GM₂* 采用 H-P 滤波法进行处理,分离大于 0 的波动项作为扩张性货币政策中介目标的替代变量,记 $GM_2K = \max(GM_2cycle, 0)$;分离小于 0 的波动项作为紧缩性货币政策中介目标的替代变量,记 $GM_2J = MIN(GM_2cycle, 0)$ 。

2. 模型选择

无约束的 VAR 模型只能给出各变量与其滞后值之间的关系,并不能体现各变量间当期相关关系,而且需要估计的参数也较多,具有一定的局限性。此次研究的各变量之间可能存在结构关联性,而结构向量自回归(SVAR)模型可以使各变量之间当期的结构性关系得到体现,因此选用该模型更具实际意义。SVAR 模型的基本形式如下:

$$C_0y_t = \Gamma_1y_{t-1} + \cdots + \Gamma_py_{t-p} + u_t \quad (t = 1, 2, \cdots, T) \tag{1}$$

式中:

$$y_t = \begin{pmatrix} GGDP \\ GCPI \\ GM_2K(GM_2J) \\ GSBK \\ GLOAN \\ GINV \\ RATE \end{pmatrix}$$

$$C_0 = \begin{pmatrix} 1 & -c_{12} & \cdots & -c_{17} \\ -c_{21} & 1 & \cdots & -c_{27} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ -c_{71} & -c_{72} & \cdots & 1 \end{pmatrix}$$

$$\Gamma_i = \begin{pmatrix} \gamma_{11}^{(i)} & \gamma_{12}^{(i)} & \cdots & \gamma_{17}^{(i)} \\ \gamma_{21}^{(i)} & \gamma_{22}^{(i)} & \cdots & \gamma_{27}^{(i)} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \gamma_{71}^{(i)} & \gamma_{72}^{(i)} & \cdots & \gamma_{77}^{(i)} \end{pmatrix}, i = 1, 2, \cdots, p, u_t = \begin{pmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ \vdots \\ u_{7t} \end{pmatrix}$$

3. 变量和模型的检验

(1)平稳性检验

为避免模型“伪回归”的出现,采用 ADF 检验方法对模型中变量进行平稳性检验。表 1 给出的检验结果表明,在 1% 显著性水平下,各变量的一阶差分序列不存在单位根,即各变量均为一阶单整序列。

(2)协整检验

采用 Johansen 检验方法检验变量 *GGDP*、*GCPI*、*GM₂K*(*GM₂J*)、*GSBK*、*GLOAN*、*GINV*、*RATE* 之间的协整关系。表 2 的结果显示变量之间存在协整关系,说明变量之间存在着长期稳定均衡关系。

表 1 各变量 ADF 检验结果

原序列	检验形式(c,t,k)	ADF 值	1% 水平临界值	一阶差分项	检验形式(c,t,k)	ADF 值	1% 水平临界值
GGDP	(c,0,2)	-1.221	-2.587	GGDP	(c,0,2)	-12.221	-3.494
GCPI	(c,0,2)	-1.497	-2.590	GCPI	(c,0,2)	-4.923	-3.501
GM ₂ J	(c,0,0)	-2.471	-2.587	GM ₂ J	(c,0,0)	-11.133	-3.493
GM ₂ K	(c,0,3)	-2.919	-2.587	GM ₂ K	(c,0,3)	-3.861	-3.494
GSBK	(c,0,3)	-1.686	-2.587	GSBK	(c,0,3)	-3.889	-3.494
GLOAN	(c,0,2)	-3.317	-2.587	GLOAN	(c,0,2)	-14.124	-3.494
GINV	(c,0,3)	-1.160	-2.587	GINV	(c,0,3)	-9.254	-3.494
RATE	(c,0,2)	-3.840	-3.493	RATE	(c,0,2)	-8.635	-3.494

注:检验类型(c,t,k)中c为常数项,t为趋势项,k为滞后项

表 2 Johansen 协整检验结果

协整方程 个数	结果 1				结果 2			
	特征值	迹统计量	1% 统计量	p 值	特征值	迹统计量	1% 统计量	p 值
None	0.431	184.408	135.973	0.000	0.457	195.363	135.973	0.000
At most 1 *	0.347	125.127	104.962	0.000	0.368	131.213	104.961	0.000
At most 2 *	0.232	80.426	77.819	0.006	0.280	83.005	77.819	0.003

注: * 代表在 1% 的显著性水平下拒绝原假设;结果 1 给出的是 GGDP、GCPI、GM₂K、GSBK、GLOAN、GINV、RATE 之间的协整检验结果;结果 2 给出的是 GGDP、GCPI、GM₂J、GSBK、GLOAN、GINV、RATE 之间的协整检验结果

(3) 模型滞后阶数确定

SVAR 模型结果对系统内解释变量的滞后期长度很敏感,因此选择合适的滞后阶数很重要,综合 AIC 准则、SC 准则和 LR 统计量等指标,分别分析包含扩张性、紧缩性货币政策变量的 SVAR 模型滞后期检验结果,确定模型的最优滞后期均为 3 期,因此可建立 SVAR(3) 模型。

(4) 模型稳定性检验

图 2 是包含扩张性货币政策变量和紧缩性货币政策变量的 VAR(3) 模型的平稳性检验结果。其结果显示 VAR 模型单位根的倒数都在单位圆内,这证明 VAR 模型是稳定的,因此可以构建 SVAR 模型进

行脉冲响应函数分析和方差分解分析。

4. SVAR 模型的结果分析

(1) 模型约束条件

对于 k 元 p 阶 AB-型 SVAR 模型,至少需要 2k²-k(k+1)/2 个限制条件才能识别出结构式的冲击。若设置约束矩阵 A 为主对角线元素为 1(约束个数为 k),设置约束矩阵 B 为单位阵(约束个数为 k²),则根据经济学原理应再在矩阵 A 中至少增加 2k²-k(k+1)/2-(k²+k) 个 0 约束,此次研究中 SVAR 模型包含 7 个变量,因此至少需要在 A 中添加 14 个 0 约束。依据模型中的经济学理论和因果关系施加约束,分别设定 A 矩阵和 B 矩阵为:

$$A = \begin{pmatrix} 1 & C(3) & C(6) & C(7) & 0 & C(13) & 0 \\ C(1) & 1 & 0 & C(8) & C(10) & 0 & 0 \\ C(2) & C(4) & 1 & C(9) & 0 & C(14) & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & C(11) & C(15) & C(16) \\ 0 & C(5) & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & C(12) & 1 & C(17) \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix}$$

$$B = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix}$$

根据模型的检验结果,各变量之间确实存在当期结构关联性,因此选取 SVAR 模型是合适的。

(2) 脉冲响应函数分析

① 扩张性货币政策下产出增长率对影子银行规

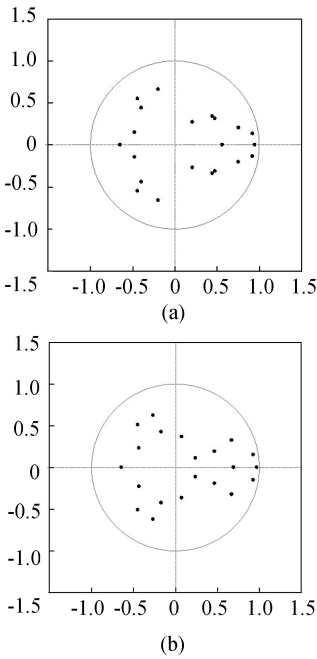


图 2 AR 根图

模增长率响应分析

图3给出的是扩张性货币政策下 *GGDP* 对 *GSBK* 的脉冲响应图形,由该图可知,扩张性货币政策下一个标准差 *GSBK* 的正向冲击在第3期后开始对 *GGDP* 产生正向的促进作用。*GGDP* 对 *GSBK* 的响应峰值0.115在第4期达到,之后经历小的波动后在第7期又达到另一个峰值,从第8期开始逐渐趋于稳定,并一直保持正向的促进作用。该图说明,影子银行体系对产出具有正向的促进作用,与扩张性货币政策对经济的正向促进作用方向相同,因此会加强扩张性货币政策的实施效果。命题1成立。

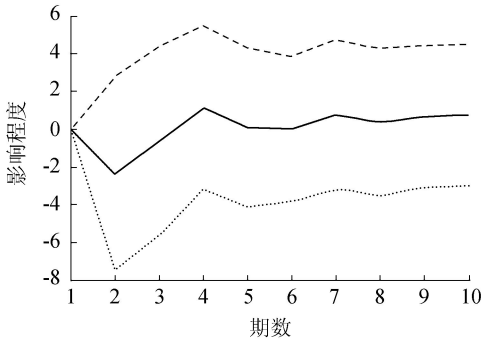


图3 扩张性货币政策下 *GGDP* 对 *GSBK* 的脉冲响应

②紧缩性货币政策下产出增长率对影子银行规模增长率的响应分析

图4显示的是紧缩性货币政策下 *GGDP* 对 *GSBK* 的脉冲响应图形,由该图可以看出,影子银行体系同样是在滞后3期半后开始对产出产生正向的冲击效应,在第5期达到一个峰值0.165,在短暂的波动后到第7期达到另一个峰值0.195,自此之后略微下降并趋于稳定。该图说明影子银行体系对产出具有正向的促进作用,与紧缩性货币政策对经济的反向抑制作用方向相反,因此会削弱紧缩性货币政策的实施效果。命题2成立。

③不同方向货币政策下,影子银行体系对产出作用的比较分析

通过图3~4的比较,可以发现:紧缩性货币政策下 *GSBK* 对 *GGDP* 的正向刺激峰值能达到0.195,

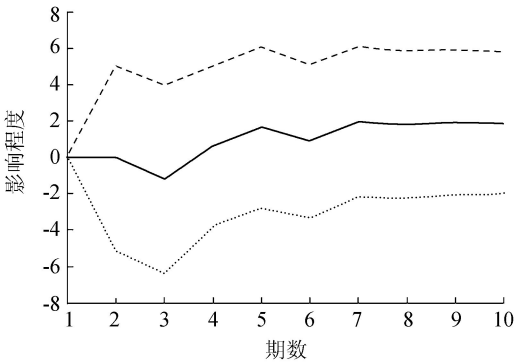


图4 紧缩性货币政策下 *GGDP* 对 *GSBK* 的脉冲响应

而扩张货币政策下 *GSBK* 对 *GGDP* 的正向刺激峰值最大只能达到0.115。因此相较于扩张性货币政策,影子银行体系在紧缩性货币政策下对经济的正向促进作用要更强,对货币政策实施效果的冲击也更强。命题3成立。

(3)方差分解分析

①扩张性货币政策下产出的方差分解

表3是扩张性货币政策下产出的方差分解表,从表3可以看出,产出受自身影响最大,其次是 *GCPI*。扩张性货币政策对其影响随着时期的增加是递增的,到第10期货币政策的贡献度达到7.719%,影子银行体系相较于扩张性货币政策而言,对产出的贡献度并不高,基本上保持在0.536%~0.681%之间,因此在扩张性货币政策下,货币政策对经济具有较为显著的刺激作用,而影子银行体系对经济的促进作用有限。

②紧缩性货币政策下产出的方差分解

表4是紧缩性货币政策下产出的方差分解表,从表中可以看出产出受其自身影响最大,其次是 *GCPI*,之后是 *GLOAN* 和 *GINV*。紧缩性货币政策对产出造成的负向冲击较弱,到第10期,紧缩性货币政策对产出的负向冲击最大解释力为0.909%。可见,紧缩性货币政策抑制经济过热的效果并不明显,而影子银行体系对产出的正向贡献度是逐期递增的,在第10期达到1.088%,相较于紧缩的货币政策,对产出的贡献度更高。

表3 扩张性货币政策下产出的方差分解

Period	S. E.	<i>GGDP</i>	<i>GCPI</i>	<i>GM₂K</i>	<i>GSBK</i>	<i>GLOAN</i>	<i>GINV</i>	<i>RATE</i>
1	2.657912	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.875480	85.73941	10.29570	0.713410	0.680604	2.213823	0.238392	0.118667
3	3.180607	79.11882	11.87640	1.343038	0.594581	5.098447	1.617615	0.351099
4	3.381217	76.84516	12.23832	3.029679	0.641739	4.917654	1.946443	0.381004
5	3.524096	73.35684	15.72650	3.368993	0.591596	4.648910	1.936817	0.370346
6	3.700660	70.62533	15.94152	4.448836	0.536582	6.230797	1.856870	0.360060
7	3.814717	68.53083	15.60063	5.618386	0.545973	7.232995	2.114857	0.356330
8	3.889538	67.28632	15.54470	6.352330	0.535331	7.701735	2.227053	0.352528
9	3.974703	65.49241	15.02277	7.072932	0.541708	9.151153	2.365274	0.353746
10	4.043930	63.70478	14.51293	7.718732	0.558106	10.44093	2.682769	0.381750

表 4 紧缩性货币政策下产出的方差分解

Period	S. E.	GDP	GPI	GM ₂ K	GSBK	GLOAN	GINV	RATE
1	2. 770 903	100. 000 0	0. 000 000	0. 000 000	0. 000 000	0. 000 000	0. 000 000	0. 000 000
2	2. 956 031	88. 700 87	9. 524 709	0. 200 559	0. 000 168	1. 355 431	0. 210 677	0. 007 587
3	3. 298 671	80. 949 37	12. 940 14	0. 171 759	0. 137 143	3. 379 324	2. 217 335	0. 204 934
4	3. 532 307	79. 885 51	12. 902 43	0. 245 117	0. 152 023	3. 138 599	3. 378 583	0. 297 740
5	3. 702 181	76. 707 70	15. 023 20	0. 354 289	0. 335 825	3. 496 262	3. 791 748	0. 290 980
6	3. 878 514	74. 884 84	14. 867 33	0. 333 429	0. 357 095	5. 469 378	3. 819 183	0. 268 750
7	3. 989 567	74. 039 97	14. 515 53	0. 414 251	0. 575 610	5. 868 167	4. 303 192	0. 283 285
8	4. 085 214	73. 618 38	14. 244 28	0. 488 429	0. 739 547	6. 276 054	4. 361 898	0. 271 412
9	4. 172 051	72. 983 98	13. 718 30	0. 604 965	0. 920 507	7. 103 715	4. 406 592	0. 261 938
10	4. 236 487	72. 459 42	13. 304 42	0. 908 993	1. 088 298	7. 369 472	4. 612 948	0. 256 457

四、结论与建议

以均衡信贷配给理论为基础,引入影子银行体系和 SVAR 模型,从理论和实证两方面对影子银行体系对货币政策实施效果的冲击进行研究,得到以下 3 点结论:一是影子银行体系缩小了信贷市场上的资金缺口,弱化了由商业银行主导的信贷配给程度,促进了社会融资;二是影子银行体系通过弱化信贷配给作用于信贷渠道对不同方向货币政策的效果均有影响,对扩张性货币政策的实施效果产生正向影响,但对紧缩性货币政策的实施效果具有负效应。三是影子银行体系对紧缩性货币政策的实施效果的冲击要强于对扩张性货币政策的实施效果的影响。

基于上述研究结论,提出以下建议:第一,深化金融市场改革,完善金融市场体系。影子银行体系由信贷配给引起,同时又反作用于信贷配给。对我国而言,目前经济下行压力较大,金融市场上间接融资占比较大,而直接融资比例较小、金融资源的配置效率过低^[16],这是我国信贷配给程度较高的主要原因,因此从信贷配给角度出发,应深化金融市场的改革,促进金融市场体系的完善,从根本上降低信贷配给程度以弱化影子银行体系对货币政策实施效果的冲击效应。第二,调整货币政策调控手段。影子银行体系主要通过信贷渠道对货币政策的实施效果产生冲击,而货币政策可以通过多条渠道传导并作用于经济,因此,货币当局不宜紧盯货币供应量中介指标,应当寻找突破,不断丰富我国货币政策的调控手段。第三,推动影子银行体系的市场化、透明化发展。影子银行体系作为金融市场发展的产物,其存在与发展具有必然性,不能忽略和舍弃它,应辩证理解影子银行对货币政策的影响乃至整个经济活动的作用,并采取恰当手段作出准确的应对,持续推动其向市场化、透明化方向发展。

参考文献:

[1] 裘翔,周强龙. 影子银行与货币政策传导[J]. 经济研

究,2014 (5) : 91-105.

[2] 裴平,印文. 中国影子银行的信用创造及其规模测算[J]. 经济管理,2014 (3) : 98-107.

[3] 蓝虹,穆争社. 论我国影子银行的发展与监管[J]. 中南财经政法大学学报,2014 (6) : 37-42.

[4] GORTON G,METRICK A,AHLEIFER A. Regulating the shadow banking system [J]. Brookings Papers on Economic Activity,2010,41 (3) : 261-297.

[5] 李新功. 影子银行对我国货币供应量影响的实证分析[J]. 当代经济研究,2014 (1) : 71-76.

[6] SMAGHI L B. Monetary policy transimission in a changing financial system-lessons from the recent past, thoughts about the future [C]. New York: Member of the Executive Board of the European Central Bank Barclays Global Inflation Conference,2010.

[7] VERONA F,MARTINSZ M,DRUMOND I. Un anticipated monetary policy in a DSGE model with a shadow banking system [J]. Ssm Electronic Journal, 2012, 9 (3) : 73-117.

[8] ADISUNDERAM A. Money creation and the shadow banking system [J]. Review of Financial Studies,2015, 28 (4) :939-977.

[9] 李波,伍戈. 影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J]. 金融研究,2011 (12) : 77-84.

[10] 周莉萍. 影子银行体系的信用创造:机制、效应和应对思路[J]. 金融评论,2011 (4) : 37-53.

[11] 毛泽盛,许艳梅. 影子银行、信贷渠道与货币政策非对称效应[J]. 财经论丛,2015 (3) : 39-47.

[12] 解凤敏,李媛. 中国影子银行的货币供给补充与替代效应——来自货币乘数的证据[J]. 金融论坛,2014 (8) : 20-28.

[13] 李丛文. 中国影子银行与货币政策调控——基于时变 Copula 动态相关性分析[J]. 南开经济研究, 2015 (5) :40-58.

[14] 王珏,李丛文. 货币政策、影子银行及流动性“水床效应” [J]. 金融经济研究,2015,30(4): 17-31.

[15] STIGLITZ J, WEISS A. Credit rationing in markets with imperfect information [J]. American Economic Review, 1981, 71 (6) : 393-410.

[16] 刘伟. 新常态下中国宏观经济形势分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(3):1-8.

(责任编辑:高虹)