

银行信贷、经济增长与通货膨胀压力

潘敏 缪海斌*

摘要: 本文基于中国宏观经济金融的现实环境,通过构建反映宏观经济变量之间内在联系的向量自回归模型,实证检验了2005年下半年以来我国商业银行信贷投放对经济增长和物价水平的影响。结果表明,在现实宏观经济环境下,银行信贷不仅对经济增长具有正向的促进作用,而且是经济增长的主要影响因素,但这种影响会随时间的变化而逐渐趋弱。短期内,银行信贷对物价水平的影响为负,而且影响较弱。但长期来看,银行信贷对物价的影响将趋正。这表明,金融危机背景下我国商业银行大规模的信贷投放对宏观经济的回暖发挥了重要的促进作用。在我国宏观经济企稳回升的后危机时代,商业银行应合理把握信贷投放节奏,增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性,避免形成通货膨胀预期。

关键词: 银行信贷 经济增长 通货膨胀压力

一、引言

受金融危机下积极财政政策和宽松货币政策的影响,2008年11月以来,中国商业银行的信贷规模呈异常扩张的趋势。根据国家统计局公布的数据,2009年前三季度,全国金融机构新增人民币贷款8.7万亿元,如果加上2008年11月和12月两个月投放的新增贷款,金融危机之后,我国商业银行近一年内新增贷款规模近10万亿元。另一方面,伴随着4万亿元财政投资计划的实施和信贷的大规模投放,2009年以来,中国经济复苏和回暖的迹象日益明显。国家统计局公布的数据显示,2009年前三季度国内生产总值(GDP)同比增长7.7%。在经济复苏的同时,房地产市场和证券市场也明显回暖,房地产和股票等资产价格涨势明显,居民消费价格和生产价格环比由降转升,同比降幅收窄。在此背景下,国内外学术界普遍关注的问题是,金融危机发生以来,中国银行业的大规模信贷投放对经济的复苏和增长是否有明显的促进作用?信贷扩张对经济增长是否具有持续的影响?在宏观上是否会导致潜在的通货膨胀压力?是否有必要继续采取宽松的信贷政策?

回答上述问题的核心在于分析当前宏观经济金融环境下,我国货币政策传导机制中信贷渠道是否存在,以及如果存在,信贷渠道对实体经济和物价水平的影响程度。长期以来,货币政策传导机制及其有效性问题一直是现代货币经济学领域最为复杂的问题之一。针对各国以及同一国家不同历史时期经济和金融环境的不同,经济学家提出了不同的货币政策传导机制理论。总体来看,现有的货币政策传导机制研究范式主要包括“货币观”和“信贷观”两种不同的范式。“货币观”强调了货币供应量的变化通过利率、货币、汇率、资产价格和财富效应等渠道对实体经济和物价水平的影响;而“信贷观”则认为,中央银行货币供应量的变化有可能通过银行信贷和家庭及企业资产负债表两个渠道来影响产出和价格水平。20世纪90年代中期以来,针对货币政策传导机制中的两种不同观点,国内学者对我国货币政策传导机制的途径和有效性进行了理论分析和实证研究。尽管实证研究的取样期间和方法不同,但大多数学者认为,由于我国经济体系和金融市场

* 潘敏,武汉大学经济发展研究中心、武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:mpan@whu.edu.cn;缪海斌,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:yangtzezhb@163.com。

本文的研究得到教育部“国际金融危机应对研究”应急课题资助(课题批准号:2009JYJR030)。

的不完全性,现阶段信贷渠道仍是我国货币政策传导机制的主渠道。已有的研究为我们判断金融危机背景下我国商业银行信贷扩张对实体经济和物价水平的影响提供了基础。但是,我们应该看到,现有研究大多以2005年以前的我国宏观经济金融环境为背景,实证研究的样本也以2005年以前的宏观经济数据为样本。然而,2005年下半年以来,我国宏观经济金融环境发生了显著变化,而这些变化则有可能使我国货币政策传导机制及其效果变得更为复杂。这主要表现在:(1)源自2005年下半年开始的利率和汇率制度改革使我国利率和汇率决定的市场化程度进一步提高,金融市场中资金供求主体对利率和汇率变化的敏感性不断增强;(2)股权分置改革使资本市场的有效性得以改善,资产价格有可能成为货币政策的传导途径之一;(3)2005年以来的国有商业银行股份制改革和上市进一步促进了银行信贷行为的市场化和自主化;(4)2006年以来的房地产市场、证券市场和银行理财市场的发展促进了居民金融资产的多元化,储蓄存款以外的其他金融和非金融资产占居民个人财富的比重不断上升。显然,在上述宏观经济和金融环境下,我国货币政策对实体经济和物价水平的影响有可能是多种渠道综合传导的结果。在此背景下,单纯地考察银行信贷对实体经济产出和物价的影响,其结论可能有失偏颇。

正因为如此,本文在综合考虑货币政策传导机制中利率、货币、汇率、股票市场价格和银行信贷等传导变量的基础上,以2005年8月至2009年9月我国宏观经济的月度数据为样本,实证检验银行信贷总量变化对实体经济增长和物价水平的影响,并以此为依据判断金融危机之后我国商业银行大规模信贷扩张对宏观经济未来走势的影响。

本文余下部分的构成为:第二部分在对货币政策传导机制理论中“信贷观”的理论和实证研究文献进行简要回顾的基础上,结合中国实际,从理论上分析金融危机背景下银行信贷对我国实体经济产出和物价水平的可能影响;第三部分在合理选取指标变量的基础上,分别构建反映各宏观经济变量之间内在联系的GDP和CPI向量自回归模型(VAR模型),并对模型的稳定性进行检验;第四部分通过VAR模型的格兰杰因果检验、脉冲响应分析和预测方差分解,实证检验2005年下半年以来我国商业银行信贷总量变化对经济增长和物价水平的影响;最后,第五部分是实证研究的结论及相关政策含义。

二、银行信贷对实体经济和物价水平影响的理论分析

(一)货币政策传导机制中的“信贷观”

在长期的理论发展过程中,基于对不同国家经济和金融市场环境下货币政策冲击对微观经济主体消费和投资行为影响的方式、途径或过程认识的不同,货币政策传导机制理论形成了以“货币观”和“信贷观”为主的两种不同的理论范式。

包括凯恩斯学派和货币主义学派货币金融理论在内的“货币观”认为,货币政策的传导过程主要是通过“货币途径”完成的。在假设金融市场信息完全,金融资产只有货币和债券,而且货币和债券完全替代的前提下,货币政策传导机制的“货币观”主张,货币政策的冲击会通过利率、货币、汇率、资产价格和财富效应等多个渠道对产出和物价水平产生影响。

“信贷观”强调了在货币政策冲击下银行信贷供给变化对产出和物价的影响。针对金融市场存在的不确定性和信息不对称等市场摩擦,“信贷观”认为,除货币和债券之外,金融资产还包括贷款,且相互之间不能够完全替代。在这种情况下,货币政策可以通过“银行信贷渠道”和“资产负债表渠道”对实体经济产生影响。银行信贷渠道理论认为,中央银行货币供应量的变化会对商业银行资产负债结构产生影响,进而导致商业银行的信贷总量和结构的变化,而银行信贷总量和结构的变化又会对产出和物价产生影响。Kashyap和Stein(1995)在对银行信贷渠道存在的争论进行分析的基础上,从理论和实证两个方面证明了银行信贷渠道的存在。但他们认为,银行信贷渠道的有效性需满足三个条件:(1)价格调整存在粘性;(2)一部分企业的外部融资必须通过银行;(3)某种程度上货币当局能够控制银行的信贷供给。Aikman和Vlieghe(2004)通过构建一个在银行与存款人、银行与企业之间存在道德风险的信息不对称模型,比较分析了在总生产率和银行净值遭受不利冲击时,受银行信贷约束的经济和不受银行信贷约束的经济对冲击的反应。结果表明,受银行信贷约束经济的产出对外部不利冲击的反应不仅要大得多,而且持久。他们的结论间接证明了银行信贷渠道的存在。但是,Hume和Sentence(2009)有关全球信贷高峰(credit boom)与宏观经济波动之间的理论和实证研究表明,20世纪90年代以来的多次全球信贷高峰既没有带来强劲的经济增长,也没有导致物价水平的上升。资产负债表渠道认为,货币供应量的变化会对企业和家庭的资产负债表产生影响,而经济主体资产负

债表的变化会通过缓解或加剧经济主体的外部融资约束影响其投资和消费活动,进而对实体经济产生影响。Bemanke(1988),Bemanke、Gertler和 Gilchrist(1998)分析了资产负债表渠道对实体经济的影响,并提出了“金融加速器理论”。Christensen和 Dib(2008)采用最大似然法检验了包括金融加速器在内的新凯恩斯模型的有效性。结果表明,在货币冲击对实体经济影响的各种传导机制中,金融加速器渠道的效果最为明显。Nolan和 Thoenissen(2009)采用金融加速器模型实证分析了金融冲击与战后美国经济周期之间的关联性。他们的研究结论表明,金融冲击与美国经济衰退之间存在着非常紧密的联系。但 Meier和 Müller(2006)却认为,金融加速器模型只能部分地解释美国经济对货币政策冲击的反应。

在国内,近年来,围绕着中国货币政策的有效性及其传导机制问题,学者们进行了广泛的研究。蒋瑛琨等(2005)针对国内外学者争议较多的货币渠道与信贷渠道,对中国由直接调控向间接调控转轨的1992年一季度至2004年一季度期间的货币政策传导机制进行了实证研究,结果表明,90年代以后,从对物价和产出最终目标的显著性影响来看,贷款的影响最为显著。盛朝晖(2006)比较分析了1994-2004年期间中国货币政策的主要传导渠道效应后认为,尽管利率传导渠道和资本市场传导渠道效应开始显现,但信贷和信用渠道仍是我国货币政策传导的主渠道。赵振全等(2007)采用门限向量自回归模型对我国信贷市场与宏观经济活动的非线性关联进行脉冲响应函数分析后发现,中国存在显著的金融加速器效应。基于1998年1月至2006年6月的经济金融月度数据,盛松成和吴培新(2008)运用VAR模型对中国货币政策的中介目标、传导渠道进行了理论分析和实证检验,他们的结论表明,我国基本不存在货币传导渠道,主要的传导渠道是银行贷款,信贷规模是事实上的中介目标;我国货币政策中介目标实际上有两个:信贷规模和货币供应量M2。信贷规模主要针对实体经济,而货币供应量则主要针对金融市场。许伟和陈斌开(2009)基于1993-2005年的季度数据研究了银行信贷与中国经济波动的关系。结果表明,信贷冲击解释了大部分短期消费、贷款以及货币余额的波动,对产出、投资的波动有一定解释力。

尽管国外学者对货币政策传导机制中信贷渠道的存在及其有效性存在不同的看法,而国内大多数学者的实证研究结果则表明信贷渠道是中国货币政策传导的主渠道,但我们应该看到,无论是“货币观”还是“信贷观”,现有的研究都是基于不同金融市场环境假设下对货币政策传导机制进行理论分析和实证考察的结果。而现实中的金融市场环境远较理论分析的前提假设条件更为复杂。现实中,不同历史时期各国货币政策传导的效果往往可能是各种不同传导途径综合作用的结果。

(二)金融危机下银行信贷对我国实体经济增长和物价水平的可能影响

尽管2005年以来我国宏观经济金融环境发生了显著变化,利率和汇率的市场化程度进一步提高,资本市场获得了快速发展,商业银行资金来源和运用的自主性加强,居民金融资产多元化的程度也进一步上升,但从金融体系发达的程度来看,我国金融市场仍是一个以间接金融为主的金融体系,银行信贷资金仍是企业,特别是广大中小企业的主要资金来源;在居民金融资产构成中,商业银行提供的各种金融产品是其主体;虽然商业银行的资产负债及中间业务呈多元化的发展趋势,但存贷款业务仍是我国商业银行的主要业务。特别地,受本次金融危机的影响,商业银行金融创新的步伐将会放缓,以存贷款业务为主的经营模式在当前及今后一个相当长的时期内仍将是我国商业银行的主要经营模式。银行的信贷供给仍将在很大程度上受中央银行和监管当局信贷政策的影响。从利率和汇率的决定机制来看,主要的存贷款利率仍由中央银行决定,人民币汇率仍实行的是有管理的浮动汇率制度。近几年来,资本市场虽然获得了快速的发展,但受各种因素的影响,资本市场定价及资源配置的有效性有待进一步提高。受金融危机的影响,2008年下半年以来,资本市场价格急剧下跌,其融资功能受到了较大的影响。

在上述宏观经济金融背景下,我们认为,信贷渠道仍有可能是我国货币政策传导的主渠道,银行信贷将会对我国实体经济产出产生重要的影响。与此同时,利率、货币、汇率和资产价格等货币渠道也有可能同时在发挥着作用。对银行信贷对实体经济产出影响的程度及时滞的判断,取决于实证检验的结果。

另一方面,通货膨胀从根本上看是一种货币现象,起因于货币量的急剧增加超过生产的增长。理论上,狭义的货币供应量(M1)等于基础货币与货币乘数的乘积,但从一国银行系统的资产负债表来看,某一特定时期货币供应量的增减变化受四个因素的影响,即国际收支增减净额、财政收支增减净额、银行信贷增减净额和银行内部平衡能力(黄宪等,2008)。在其他影响因素不变的情况下,银行信贷增减净额为正将直接导致货币供应量的增加。显然,从这一角度来看,2008年11月以来,我国商业银行信贷投放净额的急剧扩大会导致货币供应量的大规模增加。但我们也应该看到,在银行信贷扩张的同时,其他影响货币供应量的三个

因素也在发生变化。因此,银行信贷的大规模扩张是否会导致货币供应量的快速增长,并由此产生通货膨胀的压力,也是一个需要通过实证检验作出判断的问题。

三、变量指标的选择与实证模型

(一)变量指标与样本数据的选取

本文的目的是在综合检验现阶段货币政策利率、货币、汇率、资产价格和信贷渠道对经济增长和物价水平影响的基础上,判断银行信贷对经济增长和物价是否存在影响以及如果存在影响,其影响的程度和时滞。在我国经济市场化程度日益加深的情况下,经济主体对宏观经济指标的月度数据愈益敏感。基于此,本文选取 2005年 8月至 2009年 9月为观测期,采用月度数据。选取的货币政策传导途径的代理变量包括一年期贷款利率(RR)、信贷余额(CRE)、广义货币供给量($M2$)、人民币实际有效汇率($REER$)以及代表资产价格的上证指数(SHI)。由于 GDP没有月度统计数据,本文用工业增加值作为代理变量,通货膨胀的代理变量为消费者价格指数(CPI)。为保证系列数据的分布更加均匀,我们采用 Census - X12方法对所有的原始数据进行了季节调整,剔除了长期趋势要素。同时为了消除价格因素的影响,对 GDP 、 $M2$ 、 CRE 等变量按照定基 CPI 指数进行了不变价格折算,并对所有变量进行了对数平滑处理。 GDP 、 SHI 、 CPI 的原始数据来自于国泰安(CSMAR)中国宏观经济研究数据库; $M2$ 、 RR 、 CRE 等指标的原始数据来自于中国人民银行官方网站; $REER$ 数据来自国际金融统计(IFS)。

(二)实证模型

前述的理论分析表明,自 2005年以后,我国宏观经济金融环境中货币政策传导机制的途径日益多元化,经济增长和物价的影响因素也日益复杂。在此背景下,构建多元回归模型来检验货币政策变量对产出和物价水平的影响可能会存在各变量之间相互影响的内生性问题,也难以反映各变量对产出和物价水平影响的时滞和差异。有鉴于此,在本文中,我们采用 VAR模型来检验各变量对经济增长和物价的影响。VAR模型的特点在于不需要对模型本身的结构进行深究,直接将每个变量与自身的滞后值和其他每个变量的滞后值进行回归,更容易得出具有解释力的结果。由于模型包含的所有变量都视为内生变量,避免了划分内生变量和外生变量及识别模型等复杂问题,从而解决了以回归分析为基础的研究方法可能存在的内生性问题。VAR模型的解释变量全部为滞后变量,因而可以描述变量之间的动态联系。滞后 p 阶的 VAR模型可以表示如下:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B_1 X_{t-1} + \dots + B_p X_{t-p} + \mu_t$$

在上述模型中, y 和 X 分别是以向量形式表示的宏观经济变量(如经济增长、通货膨胀等)和政策变量(如银行信贷、货币供应量等), μ 是以向量形式表示的经济变量和政策变量的随机扰动项。 A 、 B 分别是相应变量的系数矩阵。其中, y_t 为 $n \times 1$ 阶时间序列向量, μ 为 $n \times 1$ 阶扰动向量, $\mu_t \sim iid(0, \Sigma)$ 。 A 和 B 是待估计的 $n \times n$ 阶系数参数矩阵。每一个元素都是非自相关的,即不同方程对应的随机误差项之间可能存在相关,但不与自己的滞后值相关,且不与等式右边的变量相关。

根据本文的研究目的,我们分别构建了 VAR - GDP模型和 VAR - CPI模型。两个模型分别用于检验各变量与经济增长和物价水平之间的关系。根据 SC和 AIC最小化原则,我们得到 VAR - GDP模型的最佳滞后阶数为 4阶,VAR - CPI模型的最佳滞后阶数为 2阶。根据所得到的样本观测期的数据,采用 AR根方法对上述两个模型进行系统稳定性检验。两个模型的 AR根在最优滞后阶时都恰好落在单位圆之内,表明 VAR模型特征多项式根的倒数均小于 1,模型满足稳定性条件。

四、各变量对经济增长及物价水平影响的实证分析

(一)各变量与经济增长及物价水平之间的因果关系检验

在构建 VAR模型的基础上,我们通过格兰杰因果关系检验考察了现阶段货币政策各传导渠道代理变量与经济增长、物价水平之间的因果关系,具体检验结果见表 1。

考虑到一般采用消费者物价指数(CPI)作为通货膨胀的代理变量,本文根据 CPI 的定基指数(以 2005年 7月为基期),对所有以可变价格表示的变量进行不变价格换算。

表 1 VAR - GDP模型和 VAR - CPI模型的格兰杰因果检验结果

VAR - GDP模型			VAR - CPI模型		
原假设	观察值	显著性水平	原假设	观察值	显著性水平
GDP不是 CRE的格兰杰因	47	0.07083	CPI不是 CRE的格兰杰因	46	0.00029
CRE不是 GDP的格兰杰因	47	0.03337	CRE不是 CPI的格兰杰因	46	0.02634
GDP不是 M2的格兰杰因	47	0.19617	CPI不是 M2的格兰杰因	46	0.00101
M2不是 GDP的格兰杰因	47	0.02603	M2不是 CPI的格兰杰因	46	0.01302
GDP不是 RR的格兰杰因	46	0.55801	CPI不是 RR的格兰杰因	46	0.00102
RR不是 GDP的格兰杰因	46	8.6e-05	RR不是 CPI的格兰杰因	46	0.16408
GDP不是 REER的格兰杰因	46	0.39515	CPI不是 REER的格兰杰因	48	0.07888
REER不是 GDP的格兰杰因	46	0.06579	REER不是 CPI的格兰杰因	48	0.20228
GDP不是 SHI的格兰杰因	45	0.06125	CPI不是 SHI的格兰杰因	47	0.07439
SHI不是 GDP的格兰杰因	45	0.09841	SHI不是 CPI的格兰杰因	47	0.60922

表 1显示,在两个模型确定的最优滞后阶内,VAR - GDP模型中,经济增长与银行信贷、上证指数之间在 10%的显著性水平下均存在双向格兰杰因果关系;广义货币供给量、利率以及实际有效汇率都是引起经济增长的格兰杰原因,但经济增长却不是这几个变量的格兰杰原因;在 VAR - CPI模型中,物价水平与银行信贷、货币供给量都在 5%的显著性水平下存在双向格兰杰因果关系;利率、实际有效汇率以及上证指数都不是物价水平变化的格兰杰原因,但在相反的方向上,物价水平却是这几个变量的格兰杰原因。即物价水平会引起利率、汇率以及上证股票价格指数的变化。

上述格兰杰因果关系的检验结果表明,2005年下半年以来,在中国宏观经济运行中,货币政策传导机制中的货币渠道和信贷渠道共同对经济增长发挥着影响作用,并且,银行信贷和上证指数与经济增长之间呈相互影响的关系。另一方面,在所有的政策变量中只有银行信贷和货币供应量是影响物价水平变化的因素,相反,物价水平却是所有政策传导渠道代理变量的影响因素。这表明,物价水平已成为我国宏观政策和资本市场走势调整的重要观测指标。

(二)各变量对经济增长及物价水平影响的动态效应分析

在格兰杰因果检验的基础上,我们进一步采用广义脉冲响应分析方法考察了各个货币政策传导渠道代理变量对被解释变量的冲击效应,得到了各变量的脉冲响应函数。

基于 VAR - GDP模型得到的各变量脉冲响应函数见图 1 - 1至图 1 - 6。图中横轴表示冲击作用的滞后期间数(单位:月),纵轴表示被解释变量变化情况,实线表示脉冲响应函数,代表了货币政策传导变量冲击造成的影响,虚线表示标准差偏离带。反应时间设定为 20期。

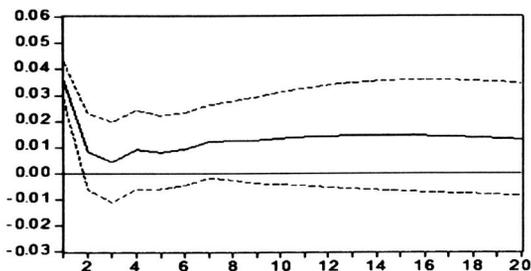


图 1 - 1 GDP 自身冲击的脉冲响应函数

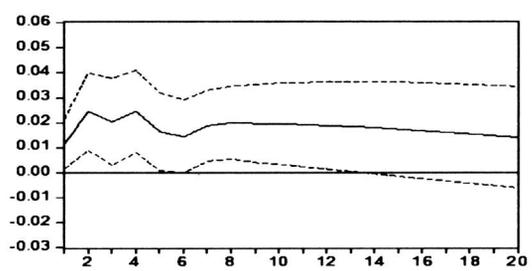


图 1 - 2 GDP 对 CRE 冲击的脉冲响应函数

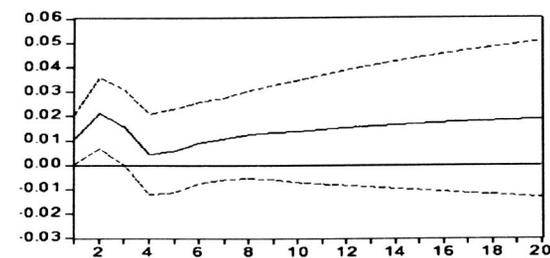


图 1 - 3 GDP 对 M2 冲击的脉冲响应函数

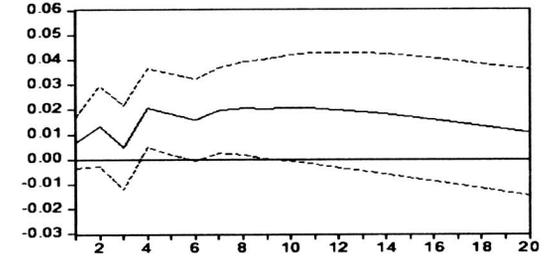


图 1 - 4 GDP 对 REER 冲击的脉冲响应函数

脉冲响应函数刻画的是在扰动项上加一个一次性的冲击对于内生变量当前值和未来值所带来的影响。它的优点在于不需要考虑变量的外生性和内生性,每一个模型含有相同的滞后结构。在 VAR 模型中,对第 i 个变量的冲击不仅直接影响第 i 个变量,并且通过 VAR 模型的动态(滞后)结构传导给所有的其他内生变量。

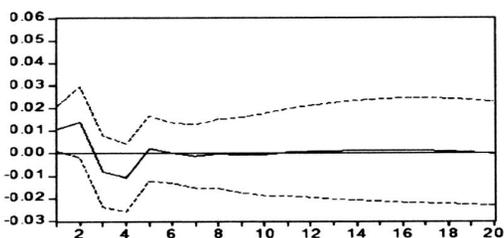


图 1-5 GDP对RR冲击的脉冲响应函数

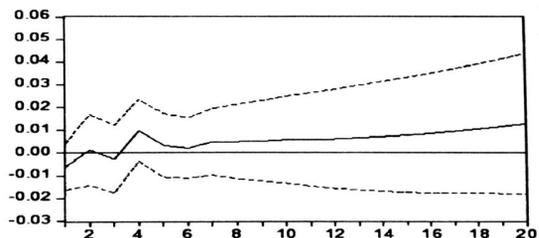


图 1-6 GDP对SHI冲击的脉冲响应函数

这里我们只分析 GDP 自身以外变量冲击引起的 GDP 响应函数。图 1-2 至图 1-6 表明：(1) 在本期 (第 1 期) 给银行信贷一个冲击后, 经济增长率在第 1 期开始明显增长, 然后小幅波动, 第 7 期以后逐渐趋近于稳定, 该冲击在观察期内一直为正, 但呈逐渐下降的趋势。这说明, 在整个观察期内, 给银行信贷余额增长率一个正的冲击, 可以引起经济稳定增长的滞后期为 7 个月, 而且该影响都为正, 但从长期来看, 该影响的力度呈逐渐减弱的趋势。(2) 在本期给广义货币供给量 ($M2$) 一个冲击后, 经济增长率在当期开始明显增长, 第 2 期达到最高点, 然后迅速下跌, 在第 4 期到最低点, 从第 6 期开始趋向稳定, 维持在较高水平。总体来说, $M2$ 对经济增长有长期的正向影响。这表明货币供应量对经济增长的短期正向冲击明显。(3) 在本期给人民币实际有效汇率一个冲击后, 经济增长在开始 2 到 8 期大幅波动, 之后经济增长趋于稳定, 但有逐渐下滑趋势。总体来说, 汇率变化对经济增长在观测期有长期的正向影响, 虽然这种影响在逐渐减弱。尽管从理论上讲, 在经济增长以外需为主的宏观经济结构下, 人民币升值将对我国出口产生负面影响, 进而有可能影响经济增长。但 2005 年以来有管理的浮动汇率制的实施则有利于缓解人民币升值压力给对外贸易带来的不利影响。同时, 人民币不断升值的压力也会促进国内进出口产业结构的调整, 在人民币汇率调整的杠杆效应下, 劳动生产率得以提高, 从而带来产出的增加。(4) 在本期给银行贷款利率一个冲击后, 经济增长率在当期开始明显增长, 并在第 2 期达到最大值, 之后快速下行, 第 4 期到达最低点 -0.010742 , 从第 5 期开始经济增长率又变为正值, 但是幅度很小, 接近于 0, 并且在观察期内维持在 0 值附近。这说明, 在贷款利率仍由中央银行制定的情况下, 利率变动对经济的调节作用非常有限。实际上, 从总需求的角度来看, 近几年, 政府投资需求占国内需求的比例相当大, 而政府投资需求对利率的弹性非常小, 这有可能是经济增长对贷款利率变化反映不敏感的重要原因之一。(5) 在本期给股票指数一个冲击后, 经济增长率在开始 5 期维持原有水平, 从第 6 期之后缓慢上升, 经济增长率在观察期内维持正向影响。这说明随着我国证券市场的发展, 其投融资基本功能逐渐显现。资本市场的财富效应在一定程度上得到了体现。

基于 VAR-CP 模型得出脉冲响应函数结果见图 2-1 至图 2-6。

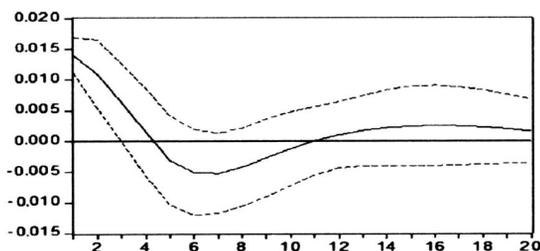


图 2-1 CPI对自身冲击的脉冲响应函数

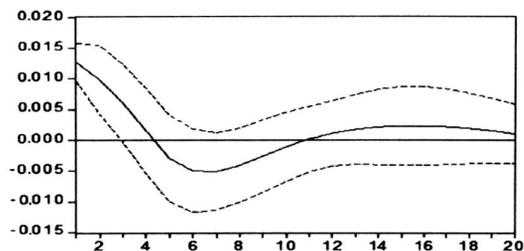


图 2-2 CPI对CRE冲击的脉冲响应函数

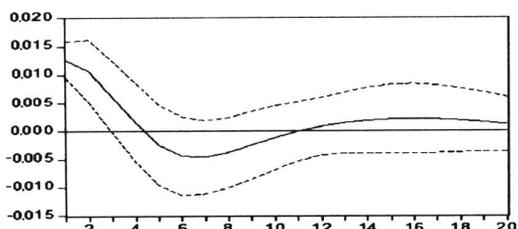


图 2-3 CPI对M2冲击的脉冲响应函数

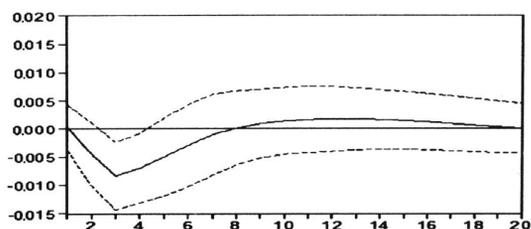


图 2-4 CPI对REER冲击的脉冲响应函数

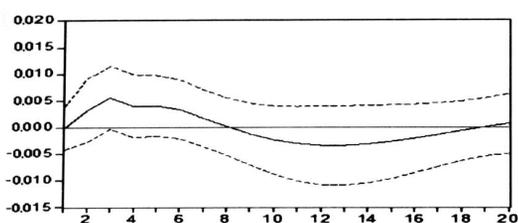


图 2-5 CPI对 RR 冲击的脉冲响应函数

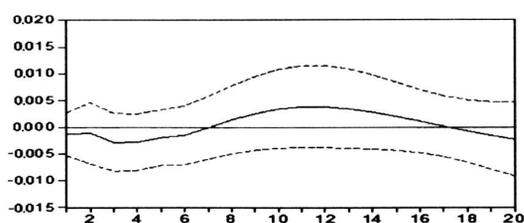


图 2-6 CPI对 SHI 冲击的脉冲响应函数

同样,这里我们也只分析 *CPI* 自身以外变量冲击引起的 *CPI* 响应函数。从图 2-2 至图 2-6 可以看出:
 (1) 在本期 (第 1 期) 给银行信贷一个冲击后, *CPI* 在当期开始明显负增长, 在第 7 期达到负的最低点。第 8 期后 *CPI* 开始逐渐上升, 在第 11 期变为正值。可以观察到, 银行信贷变化对 *CPI* 产生正的影响的滞后期大约为一年左右。
 (2) 在本期给 *M2* 一个冲击后, *CPI* 在开始明显下降, 第 7 期后缓慢回升, 第 11 期以后变为正值。这说明 *M2* 变化可能引起 *CPI* 上涨的滞后期大约也是一年左右。
 (3) 在本期给人民币实际有效汇率一个冲击后, *CPI* 在当期开始明显下降, 在第 3 期达到负的最低点, 之后开始稳步上升, 第 8 期变为正值, 并且趋于稳定, 维持在较低水平。总体来说, 人民币升值对国内物价水平有一定的抑制作用, 滞后期为 8 个月。
 (4) 在本期给银行贷款利率一个冲击后, *CPI* 在当期明显上升, 第 3 期到达最高点后逐渐降低, 滞后 8 期之后变为负值, 并且在之后的观察期内维持负向影响。这说明, 长期内利率的调整对物价的上涨有一定的抑制作用。
 (5) 在本期给上证指数一个冲击后, *CPI* 在开始一直为负值, 但在第 7 期后变为正值, 在 13 期达到最大值, 随后逐渐减弱并变为负值。这说明资产价格对物价水平的影响在短期为正, 但长期影响却逐渐减弱。

(三) 各变量对经济增长和物价水平变化的贡献度分析

脉冲响应函数刻画了 VAR 模型中一个内生变量的冲击给其他内生变量所带来的影响, 但无法判断每一个结构冲击对内生变量变化的贡献度。基于 VAR 模型的预测方差分解能够刻画每一个结构冲击对内生变量变化 (通常用方差来度量) 的贡献度, 进一步评价不同结构冲击的重要性。基于此, 我们采用预测方差分解的方法考察了经济增长及物价水平变动中各变量的贡献度。结果见表 2 和表 3。

表 2 经济增长的方差分解

预测期	S E	GDP	CRE	M2	REER	RR	SHI
1	0.035779	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
3	0.058286	40.28877	27.32064	10.10396	0.957648	19.18303	2.145954
5	0.068377	32.44754	35.45304	7.578233	5.528300	15.62312	3.369768
7	0.075282	30.92084	36.14347	6.859855	9.340604	13.28461	3.450624
9	0.084011	29.34237	36.82452	6.568272	12.36800	11.20231	3.694530
11	0.092399	28.65659	36.29927	6.634349	14.59443	9.671272	4.144091
13	0.100163	28.49182	35.23334	7.174157	15.76704	8.669056	4.664584
15	0.107233	28.52497	34.00551	8.031626	16.10414	7.942613	5.391141
18	0.116606	28.51685	32.02853	9.830706	15.54045	7.050152	7.033309
20	0.122320	28.25332	30.65686	11.28590	14.73892	6.479473	8.585527

表 3 消费者物价水平变化的方差分解

预测期	S E	CPI	CRE	M2	REER	RR	SHI
1	0.014069	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
3	0.022061	73.76327	0.129437	2.724292	19.08240	3.944332	0.356270
5	0.024381	62.42851	0.129118	2.861049	28.03398	5.399945	1.147401
7	0.025902	63.18269	0.361736	3.310632	26.27519	5.646864	1.222892
9	0.026554	63.64738	0.420439	3.227597	25.13129	5.615258	1.958029
11	0.027244	60.66062	0.411742	3.218053	24.48730	6.917936	4.304351
13	0.028107	57.49864	0.440789	3.322421	23.74248	8.676904	6.318765
15	0.028769	56.18172	0.449717	3.358236	23.20835	9.828849	6.973120
18	0.029241	56.47422	0.457142	3.293181	22.73614	10.14864	6.890675
20	0.029480	56.30315	0.587719	3.261289	22.37431	10.00935	7.464184

表 2 显示, 无论从短期还是长期来看, 经济增长自身的冲击都是其方差的一个主要来源, 虽然其贡献度随时间的推移会出现逐步下降的趋势。银行信贷增长率对经济增长的贡献率随时间的推移一直增加, 在第

5期对经济增长变化的贡献达到 35.45%左右,超过经济增长自身冲击的贡献,并且在以后的各期都是主导因素。但银行信贷对经济增长的贡献在第 9期达到最大后呈逐步下降的趋势。货币供给量对经济增长的贡献率较低,大部分时间在 10%以下。这可能是由于我国内需不足,大部分商品供大于求,当实施扩张性的货币政策时,会由于价格调整而抵消其效果,因此对经济增长的影响比较微弱。另外,在样本区间内,我国货币政策也发生了由趋紧向宽松的货币政策转变的方向性变化,有可能导致其影响作用的抵消和中和。利率对经济增长的贡献率从开始一直呈现下降趋势。上证指数对经济增长的贡献率最小,但是在逐渐上升。这表明,尽管样本期间,我国证券市场获得了较大的发展,其融资规模日益扩大,但资源配置的功能尚有待进一步完善。值得注意的是,人民币实际有效汇率对经济增长的贡献率一直处于上升态势,从第 9期开始成为除经济增长本身外的仅次于银行信贷的主要变量。这在一定程度上反映了我国出口导向型经济的特征。

表 3表明,CPI自身的冲击是其方差的主要来源,其贡献率一直在 55%以上。这说明,我国 CPI上涨的原因可能主要来自于市场对物价进一步上涨的预期。银行信贷、M2、利率和上证指数变动对 CPI的贡献都较小,均在 10%以下。其中,银行信贷变化对 CPI变动的贡献率最小。这表明,观测期内,这几个变量都不是 CPI变动的主要影响因素。同样值得注意的是,人民币实际有效汇率对 CPI变动的贡献率。该指标长期保持在 20%以上,说明随着我国汇率制度改革的进一步推进,人民币汇率的价格传递效应(pass-through)对国内消费者物价水平发挥着越来越重要影响。

五、结论及政策含义

本文基于中国宏观经济金融的现实环境,在对银行信贷对经济增长和物价水平产生的可能影响进行理论分析的基础上,通过构建反映经济增长和物价水平影响因素的 VAR模型,实证检验了银行信贷与经济增长和物价水平之间的关系,考察了银行信贷对经济增长和物价水平的动态影响。实证检验的结果表明:(1)在当前的宏观经济背景下,银行信贷与经济增长之间存在着双向因果关系。无论从短期还是长期来看,银行信贷对经济增长的影响都为正,但从长期来看,这种影响呈减弱的趋势。而且,在所有的货币政策传导机制代理变量中,银行信贷对经济增长变化的贡献最大,是其最主要的影响因素。(2)银行信贷与消费者物价指数之间也存在双向因果关系,但短期内,银行信贷对 CPI的影响为负,其对 CPI产生正的冲击的时滞约为一年左右。在所有的货币政策传导机制代理变量中,银行信贷对 CPI变化的影响最小,尚未构成物价水平变动的主要影响因素。(3)从货币政策传导的其他代理变量来看,广义货币供应量、利率、汇率和资产价格等都是经济增长的影响因素,而且,除利率外,这些因素对经济增长的动态影响都为正。(4)就物价水平的影响因素来看,现阶段只有银行信贷和广义货币供应量是物价水平的影响因素,其他指标都不是物价水平的影响因素。这可能与我们的反映物价水平的指标为消费者物价指数有关。值得注意的是,消费者物价指数是所有货币政策传导渠道代理变量的影响因素,而且,在消费者物价指数变动的影响因素中,其自身的变动对其贡献最大。这表明当前我国消费者物价指数的变化可能对市场主体对物价变化的预期产生影响,而这种预期又对下一期物价变动产生影响。而且,消费者物价指数已成为货币政策变量调整的主要观测指标。

本文的研究结果表明,2008年下半年以来,我国银行信贷资金的大规模投放对宏观经济的企稳回升产生了重要的推动作用。由于信贷投放对经济增长的冲击效应会随着时间的变化逐渐趋弱,为避免经济再次出现下滑,有必要继续保持银行信贷投放的稳定增长。另一方面,短期来看,信贷资金的大规模投放不会对物价水平的攀升产生影响。但由于经济主体的通货膨胀预期已成为物价上涨的主要因素,在长期内,必须合理把握信贷投放节奏,增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性,避免形成通货膨胀预期,在国际金融危机冲击减弱和中国经济回升明显企稳后,应及时调整信贷规模,熨平宏观经济波动,维护经济和金融体系健康稳定运行。

参考文献:

1. 黄宪、江春等,2008:《货币金融学》,武汉大学出版社。
2. 蒋瑛琨、刘艳武、赵振全,2005:《货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析——兼论货币政策中介目标的选择》,《金融研究》第 5期。
3. 盛朝晖,2006:《中国货币政策传导效应分析:1994 - 2004》,《金融研究》第 7期。
4. 盛松成、吴培新,2008:《中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究》,《经济研究》第 8期。

5. 许伟、陈斌开, 2009: 《银行信贷与中国经济波动: 1993 - 2005》,《经济学(季刊)》第3期。
6. 张平, 2009: 《宏观政策的有效性和激励目标的选择》, 中国社会科学经济学部“中国经济研究报告”, 第78期。
7. 赵振全、于震、刘淼, 2007: 《金融加速器效应在中国存在吗?》,《经济研究》第6期。
8. 周卫辉, 2007: 《关于我国通货膨胀诱因的实证研究》,《西安财经学院学报》第4期。
9. Aikman, D. and G Vlieghe 2004. “How Much Does Bank Capital Matter?” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring: 48 - 58.
10. Bemanke, B. S and A. S B linder 1988 “Credit, Money and Aggregate Demand” *American Economic Review*, 78(2): 435 - 439.
11. Bemanke, B. S and A. S B linder 1992 “The Federal Funds Rate and the Channel of Monetary Transmission” *American Economic Review*, 82(4): 901 - 921.
12. Bemanke, B. S and M. Gertler 1995. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission” *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 7 - 48.
13. Bemanke, B. S, M. Gertler, and S Gilchrist 1998 “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework” NBER Working Paper 6455.
14. Biggs, M., T Mayer, and P. Andreas 2009. “Credit and Economic Recovery.” DNB Working Papers 218, Netherlands Central Bank, Research Department.
15. Chen, N. 2001. “Bank Net Worth, Asset Prices, and Economic Activity” *Journal of Monetary Economics*, 48: 415 - 436.
16. Christensen, I., and A. Dib 2008. “The Financial Accelerator in an Estimated New Keynesian Model” *Review of Economic Dynamics*, 11(1): 155 - 178.
17. Friedman, M., and A. J. Schwartz 1963. *A Monetary History of the United States: 1867 - 1960* Princeton, N. J.: Princeton University Press.
18. Christiano, L., M. Roberto, and M. Rostagno 2007. “Two Reasons Why Money and Credit May be Useful in Monetary Policy” NBER Working Paper 13502.
19. Goodhart, C. A. E., and B. Hofmann 2008. “House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy” Working Paper Series 888, European Central Bank.
20. Hume, M., and A. Sentence 2009. “The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy” External MPC Unit Discussion Paper 27, Bank of England, June.
21. Kashyap, A. K., and J. C. Stein 1995. “The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets” *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, 42(1): 151 - 195.
22. Meier, A., and G. J. M. Uler 2006. “Fleshing Out the Monetary Transmission Mechanism: Output Composition and the Role of Financial Frictions” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(8): 2099 - 2134.
23. Mishkin, F. S 1995. “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism.” *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 3 - 10.
24. Nolan, C., and C. Thoenissen 2009. “Financial Shocks and the U. S Business Cycle” *Journal of Monetary Economics*, 56(4): 596 - 604.

Bank Loans, Economic Growth and Inflationary Pressures

Pan Min^{1,2} and Miao Haibin²

(1: Center for Economic Development Research, Wuhan University;

2: School of Economics and Management, Wuhan University)

Abstract: Based on the reality of China's economy and financial systems, this paper examines the effects of loans of China's banks on the economic growth and inflation from 2005 to 2009 with a vector auto-regression model. The results show that not only has bank credit played a positive role in promoting the economic growth, but also it is the main factor of the economic growth, although the effects are becoming weak. In the short term, the impact of the bank loans on price level is insignificantly negative, but in the long run, the effect becomes positive. The results also imply that under the conditions of the financial crisis, the large-scale loans of China's banks have played an important role on promoting the recovery of China's economy. Therefore, in order to stabilize macroeconomic growth in post-crisis era, banks are supposed to reasonably control the pace of loan supply, keep the balance and sustainability of economic growth, and avoid the formation of inflation expectations.

Key Words: Bank Loans; Economic Growth; Inflationary Pressures

JEL Classification: E44, E51, G21

(责任编辑: 彭爽)