

# 信贷中介链条拉长是否会显著提高 实体经济部门融资成本？\*

郭强 张明 刘琦

**[摘要]** 本文旨在测算中国的信贷中介链条长度与融资成本,并在此基础上,考察信贷中介链条对融资成本的影响。我们首先运用社会融资规模的数据,基于社会融资规模构成指标的信贷中介链条长度,自下而上地进行加总,测算中国的信贷中介链条的长度。然后,基于中国金融业的行业数据,运用金融业增加值与金融中介资产的比值测算出融资成本。结果显示:2008年到2016年期间,信贷中介链条都被快速拉长,而到2017年急剧回落;从2007年起,融资成本却在波动中上升。运用 TVP-VAR 实证检验信贷中介链条拉长对实体经济部门融资成本的影响,结果显示:信贷中介链条对融资成本产生显著影响,表现为短期影响不太明显,但是,中期产生相对显著的正向影响,而长期产生最为显著的正向影响。

**关键词:** 信贷中介链条 融资成本 社会融资规模

**JEL 分类号:** E44 G21 G32

## 一、引言

近年来,中国金融体系的规模和复杂性持续上升导致实体经济部门的融资成本上升。虽然中国的金融体系仍是银行主导型,但是,银行与银行、银行与其他金融机构以及各金融子市场之间的关联度显著上升,它们之间的信用联系日益密切(潘宏胜,2017)。一些关联性和结构化的金融产品容易通过多层结构嵌套的通道业务或刻意模糊真实信用状况来满足不同监管部门的要求,甚至专以满足盈利激励而“空转”和内部循环,在金融中介之间以及金融中介和实体经济部门之间建立更加隐蔽、复杂的债权债务关系,实体经济部门则为此付出更高的融资成本。

信贷中介链条拉长与企业融资成本过高引起中国学术界的高度关注。信贷中介链条拉长导致对实体经济出现疏远化迹象(李扬,2017),造成的交易成本过高是企业融资成本过高的主要原因(余永定,2014)。而金融中介单位成本对企业财务成本和整个经济产生巨大影响,一旦金融中介单位成本提高,在企业杠杆率普遍较高的背景下,会立即增加企业财务成本,对国民经济产生显著影响(周小川,2004)。与较低的金融中介单位成本相伴的是较高的金融发展水平和金融服务使用的渗透率,因此,了解金融中介单位成本的决定因素对于提高政策的整体效率及中介作用和实现金融深化具有重要意义(Calice and Zhou,2018)。

为了抑制金融对实体经济出现疏远化迹象,并降低融资成本,中国政府采取一系列措施。例

\* 郭强,天津财经大学金融学院,副教授,经济学博士;张明,中国社会科学院世界经济与政治研究所,研究员,经济学博士;刘琦,天津财经大学金融学院,讲师,经济学博士。本文是国家社会科学基金项目青年项目“美国摆脱经济长期性停滞的财政政策路径对中国的溢出效应研究”(批准号:17CGJ010)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

如,2014年出台的《国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见(国办发〔2014〕39号)》,提出由中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局负责加强对影子银行、同业业务、理财业务等方面的管理,清理不必要的资金“通道”和“过桥”环节,各类理财产品的资金来源或运用原则上应当与实体经济直接对接,从而缩短企业融资链条。2017年3月,时任银监会主席郭树清表示,银行将帮助企业缩短融资链条,降低融资成本。在2017年的全国金融工作会议上,习近平总书记要求清理规范金融机构中间业务环节,避免变相抬高实体经济融资成本。

在此背景之下,我们探讨的问题是:信贷中介链条拉长是否会显著增加实体经济部门的融资成本?与以往的定性描述不同,我们侧重定量分析信贷中介链条拉长对融资成本的影响。本文的主要贡献是:基于行业的角度,我们运用社会融资规模的数据,基于社会融资规模构成指标的信贷中介链条长度,自下而上地进行加总,测算中国的信贷中介链条的长度;基于中国金融业的行业数据,运用金融业增加值与金融中介资产的比值来测算实体经济部门融资成本;在测算出信贷中介链条长度与融资成本的基础之上,运用TVP-VAR实证检验信贷中介链条拉长对融资成本短期、中期与长期的影响。结果显示,信贷中介链条对融资成本产生显著影响,表现为短期影响不太明显,但是,中期产生相对显著的正向影响,而长期产生最为显著的正向影响。

本文的其他部分安排如下:第二部分是文献综述;第三部分勾勒出中国以银行为中心的社会融资渠道;第四部分基于社会融资规模与社会融资规模构成指标的规模测算出信贷中介链条的长度;第五部分运用金融业总增加值与国内生产总值测算出实体经济部门融资成本;第六部分实证检验信贷中介链条对融资成本的影响;第七部分是结论及其政策含义。

## 二、文献综述

从定性角度来看,现有文献对信贷中介链条拉长的模式及其演进进行了一些研究,例如,张明(2013)主要探讨了银行理财和银信合作为代表的影子银行模式,高海红和高蓓(2014)重点对银证合作进行分析,王喆等(2017)分析信贷中介链条拉长的发展动因和演进逻辑,全面梳理2008年以来的信贷中介链条拉长的模式演变。Ehlers et al.(2018)采用了以业务活动为基础的方法,绘制出典型的影子银行结构图,特别关注了商业银行的核心作用以及由影子银行业务引发的金融系统联系。

从定量的角度来看,信贷中介链条长度刻画的是资金从最初的提供方到最终使用者所经历的环节,Greenwood and Scharfstein(2013)把所有部门的负债与最终用户的负债之比作为信贷中介指数,用于测算美国的信贷中介链条的长度。借用Greenwood and Scharfstein(2013)的研究方法,张文朗和黄文静(2017)的估算表明,在金融周期加速上行阶段,中国的信用中介指数由2陡升至2.7左右。也就是说,一笔资金从最初的提供方到最终使用平均大概要经过2.7个环节,高过美国金融周期高点时的2个环节和日本20世纪90年代末的2.2个环节。

银行通过吸收存款取得的资金首先进入影子银行体系,经过反复交易和层层加价之后,最后才以银行贷款的形式转化为投资者(最终借款者)的购买力(余永定,2016)。关于融资成本的测算,有四种方法:第一种是基于微观视角,加权平均各种融资方式的成本来估算;第二种是基于行业视角,运用金融业增加值与金融中介资产的比值来估算;第三种是基于抽取样本的方法进行测算;第四种是在参数校准的基准上,进行数值模拟得到。

基于微观数据视角,融资成本是债务成本、优先股成本与股票发行成本等各种融资来源的加权平均值。在实际研究中,由于缺少各种融资方式的价格数据,没有一种令人满意的方式将特定收入与特定活动联系起来,尤其是在很长一段时间的序列数据,因此,排除直接估计融资成本的方法。国内的经济学者主要是基于抽取样本的方法,测算特定类型的融资成本,余永定(2014)引用国家

统计局的调查数据发现,2014年第2季度小微工业企业民间借款的年化利率约为25.1%。温信祥(2014)粗略估算2011年以来首次公开发行费用占实际融资额比率在5.5%—11.68%,个别的融资成本高达13.9%,而民间金融借贷利率大部分在20%以上,有的甚至高达30%以上。杨凯生(2016)的调查发现,截至2013年10月末,工农中建交等大银行贷款利率平均为6.35%,12家全国性的股份制商业银行、城市商业银行、农村合作银行、村镇银行与小贷公司的平均贷款利率分别为6.45%、7.17%、7.95%、8.47%与15.96%。陈霄和叶德珠(2016)收集整理网贷之家797个交易日的数据发现,P2P网络借贷利率平均值为18.2%。范小云等(2017)以全部A股上市公司作为研究样本,发现我国上市公司的债务成本平均在5.79%左右,而最高的可以达到20.6%,如果考虑到手续费、担保费以及中介费用等可能发生的非利息成本支出,则我国企业平均的债务融资成本更是可以达到6.35%,最高的可以达到近30%。中国财政科学研究院“降成本”课题组的调查数据显示融资规模和融资成本方面,国有企业处于优势地位,融资规模大,融资成本低;而民营企业处于劣势地位。在样本企业中,2014年到2016年期间,国有企业的银行贷款加权平均利率明显低于民营企业,分别为6.13%、5.91%和5.26%,而民营企业则为7.65%、7.41%和6.79%。纪洋等(2015)在参数校准的基准上,进行数值模拟,得到中国的贷款利率为6.87%。

基于行业的视角,Philippon(2015)认为金融业提供三种服务:提供流动性(支付中介,现金管理);资金转换(储户汇入资金,筛选和监测借款人);提供信息(价格信号,并购咨询)。运用这三种服务的金融业增加值与相应金融中介资产的比值,然后加权平均,Philippon(2015)估算美国的社会融资成本发现,美国的金融中介具有恒定的规模收益,金融中介资产的年均成本是1.5%—2%。

尽管采用Greenwood and Scharfstein(2013)的研究方法可以测算出中国金融中介的整体走势,但是由于中国相当一些创新产品是通过“通道类”业务而造成信贷中介链条拉长,而这些金融产品并不反映在银行的资产负债表中,因此,所有经济部门的负债会被低估。有鉴于此,我们运用社会融资规模的数据,基于社会融资规模构成指标的信贷中介链条长度,自下而上地进行加总,测算中国的信贷中介链条的长度。在基于微观数据视角加权平均各种融资方式的成本来估算融资成本并不可行的情况下,基于调查数据固然可以部分反映出融资成本的高低,但是,存在两个方面的问题:一是由于抽取样本的偏差,调查的结果差别较大;二是抽取样本调查的时间不具连续性,因而调查结果并不能反映出金融中介融资成本的走势,进而不能反映出金融创新、金融监管与深化金融改革对降低融资成本的效果。在参数校准的基础上进行数值模拟依赖于特定模型,模拟出的融资成本与现实中的融资成本不一定吻合。有鉴于此,我们借鉴Philippon(2015)的研究思路,基于中国金融业的行业数据,运用金融业增加值与社会融资规模的比值来测算融资成本,在测算出信贷中介链条与融资成本的基础之上,考察信贷中介链条对实体经济部门融资成本的影响。

### 三、以银行为中心的社会融资渠道

非金融企业与住户从金融体系获得的资金可以由社会融资规模来衡量。社会融资规模统计指标主要由四个部分构成:一是金融中介机构通过表内业务向实体经济提供的资金支持;二是金融中介机构通过表外业务向实体经济提供的资金支持;三是实体经济利用规范的金融工具,在正规金融市场上获得的直接融资;四是其他方式向实体经济提供的资金支持(盛松成等,2016)。从中国人民银行发布的指标数据来看,社会融资规模主要包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票等七个指标数据,除了非金融企业境内股票是当前非金融企业重要的直接融资方式之外,其他六种融资渠道与金融中介的关系都比较密切,

对于商业银行而言,可贷资金有三个重要来源:自有资金、在零售融资市场上吸收社会存款或者理财资金、从批发融资市场(银行间同业拆借市场)上拆借资金。在零售融资市场上,银行吸收社会存款或者通过发行理财产品获得资金,然后,向具有生产性的企业提供信贷;当银行的流动性不足时,在批发融资市场(银行间同业拆借市场)上拆借资金,再向具有生产性的企业提供信贷。在中国以银行主导型的金融体系中,以银行为中心的社会融资渠道如图1所示。

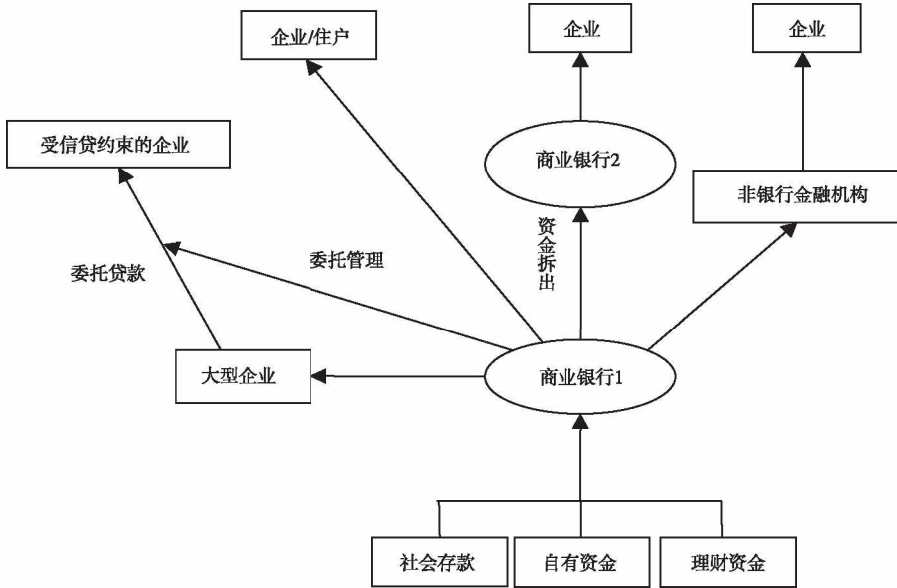


图1 以银行为中心的社会融资渠道示意图

资料来源:作者绘制。

### (一)人民币贷款

人民币贷款是指一定时期内金融机构向境内非金融企业、个人、机关团体以贷款、票据贴现、垫款等方式提供的人民币贷款余额,金融机构和境外获得的资金支持不包括在内。为实体经济提供信贷,是银行的传统业务。但是,最近十几年出现两种值得关注的情况:一方面,当银行的流动性不足时,在批发融资市场(银行间同业拆借市场)上拆借资金,再向具有生产性的企业提供信贷(郭强等,2013)。另一方面,2002年以来,银行信贷规模在整个社会融资规模的份额不断下降,从2002年到2017年期间,银行新增人民币贷款社会融资规模中的份额从2002年的91.9%下降到2017年的71.2%,其中在2013年达到51.4%的历史最低水平。

### (二)外币贷款

外币贷款是指一定时期内金融机构向境内非金融企业、个人、机关团体以贷款、票据贴现、垫款、押汇、福费廷等方式提供的外币贷款余额,金融机构和境外获得的资金支持不包括在内。外币贷款余额根据期末汇率折合人民币后计入社会融资规模。新增外币贷款在整个社会融资规模的份额占比不高,从2002年到2017年,新增外币贷款在整个社会融资规模的份额平均值是3.22%。

### (三)委托贷款

委托贷款指一定时期内由企事业单位及个人等委托人提供资金,由金融机构(即贷款人或受托人)根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等向境内实体经济代为发放、监督使用并协助收回的贷款余额。在目前的体制环境下,由于政府信用背书的存在,大型企业特别是国有企业往往被银行视为优质客户资源,能够拿到低成本的资金,然后通过委托贷款、信托贷款等渠

道,将资金转贷出去,获得较高的套利收益(张晓晶和常欣,2016)。委托贷款主要有三种形式:一是企业或个人委托银行将资金贷给其他企业或个人,二是集团企业委托所属财务公司将资金贷给集团内其他法人机构,三是金融机构委托银行将资金贷给企业或个人(盛松成等,2016)。一些企业以委托贷款的形式再贷款,从而加长信贷的链条。在委托贷款的关系中,国有企业充当了类似金融中介的角色:它们一方面从银行贷款,增加金融负债,另一方面,向受信贷约束的企业借款,增加金融资产(Shin and Zhao,2013)。从2002年到2017年,新增委托贷款在整个社会融资规模中的份额变化较大,从2002年的1%上升到2017年的4%,其中在2014年达到15.23%的历史新高。

#### (四)信托贷款

信托贷款指一定时期内,信托投资公司在国家规定的范围内,运用信托投资计划吸收的资金,对信托投资计划规定的单位和项目发放的贷款余额。信托投资计划包括资金信托计划与管理财产信托计划,其中,资金信托计划一直以来占据了信托投资计划的主导性地位。资金信托又可分为单一资金信托与集合资金信托,其主要区别首先在于委托人的数量。单一资金信托在很大程度上可以看作是一种以银行、政府投融资平台等金融机构为主导,并通过银信合作、政信合作等信托业务形式实现的一种金融中介方式,因而是传统银行信贷业务的一种延伸(陈思翀,2013)。从2006年到2017年,新增信托贷款在整个社会融资规模中的份额变化较大,从2002年的1.9%在剧烈波动中上升到2017年的11.6%。

#### (五)未贴现的银行承兑汇票

未贴现的银行承兑汇票指一定时期内企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的余额,即金融机构表内表外并表后的银行承兑汇票余额,统计上体现为企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分,其目的是为了保证在社会融资规模中不重复计算。未贴现的银行承兑汇票在整个社会融资规模的份额占比变化剧烈,从2002年到2017年,未贴现的银行承兑汇票在整个社会融资规模的份额平均值是2.60%。

#### (六)企业债券

企业债券指一定时期由非金融企业发行的各类债券余额,包括企业债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具、中小企业集合票据、公司债、可转债和可分离可转债等。中国债券市场的发展似乎与银行部门的发展存在着较强的互补性。例如,在2016年第三季度35万亿元非金融债券余额中,银行持有的非金融债券余额达到22万亿元。由此可见,中国的债券市场并非直接融资场所,它依然是银行的间接融资渠道(殷剑峰,2017)。企业债券在整个社会融资规模的份额占比变化剧烈,从2002年到2016年,企业在债券在整个社会融资规模的份额从1.85稳步上升至2016年的16.85%,但是,在2017年急剧回落至2.30%。

### 四、中国信贷中介指数的测算

#### (一)中国信贷中介指数的构建

中国的金融中介为企业与家庭的融资途径,构成以银行为中心的企业融资网络,我们构建信贷中介指数(Credit Intermediation Index, CCI)<sup>①</sup>旨在估算平均一单位货币从社会传导到最终使

<sup>①</sup> Greenwood and Scharfstein(2013)把所有部门的负债与最终用户的负债之比作为信贷中介指数,但是,中国的金融中介的一些创新产品是通过“通道类”业务而进行的,造成信贷中介链条拉长,但是这些产品并不反映在银行的资产负债表中,因此,我们没有采用这种方法。

用者所需要的步骤数量。例如,当一个家庭直接向一家企业提供贷款时,这种直接融资只有一步。如果一个家庭在银行存款,然后银行用此存款直接向一个企业提供贷款,那么这种间接融资需要两步。照此类推,委托贷款、银信合作等需要三步才能从资金的提供者到达最终用户手中。

我们用社会融资规模构成指标的规模作为最终用户新增信贷的权重,用社会融资规模减去非金融企业境内股票融资再减去保险公司赔偿之差表示最终用户的新增信贷,加权社会融资规模构成指标到最终用户时所需要的步骤数量,得出信贷中介指数。因此,我们将信贷中介指数(CCI)定义为:

$$CCI = \sum_{i=1}^n N_i \cdot w_i \quad (1)$$

$$w_i = \frac{\text{社会融资规模构成指标的规模}}{\text{社会融资规模} - \text{非金融企业境内股票融资} - \text{保险公司赔偿}} \quad (2)$$

等式(2)的  $w_i$  表示社会融资规模构成指标的规模,即人民币贷款量、外币贷款量、委托贷款量、信托贷款量、未贴现的银行承兑汇票量、企业债券量等在最终用户的新增信贷中的权重。式(2)中  $N_i$  表示通过人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券等方式为最终用户提供新增信贷时的步骤数量。其中,人民币贷款、外币贷款、未贴现的银行承兑汇票为最终用户提供新增信贷需要两个环节,委托贷款为最终用户提供新增信贷需要三个环节。

信托贷款与企业债券是利润驱动和规避监管导致商业银行进行的一些“表面的创新”<sup>①</sup>,从实质上来看,中国的商业银行同非银行金融机构合作创新的金融产品大多数是“伪装下的银行贷款”(Elliott et al., 2015)。如银行与信托公司合作向企业提供贷款,信托贷款一部分是通过集合信托计划而提供,一部分是银行与信托公司合作通过单一信托计划而提供,在前者,信托贷款为最终用户提供新增信贷需要两个环节,而后者至少需要三个环节。因此,通过商业银行持有的非金融企业债券为最终用户提供新增资金需要三步,家庭持有的非金融企业债券为最终用户提供新增资金需要两步。

但是,测算信贷中介链条时比较复杂的是,银信合作在信托贷款的比重与商业银行购买的新发行债券的规模等数据并不透明,因此,我们只能采用窄口径与宽口径,来分别测算中国的信贷中介指数。基于窄口径的测算,完全不考虑金融产品的层层嵌套,假定信托贷款的提供者就是信托公司,而不是由银信合作提供的信托贷款,以及企业债券都是家庭或者企业直接购买的;基于宽口径测算,考虑金融产品的层层嵌套,假定信托贷款是银行通过银信合作提供的,企业债券完全是由商业银行购买的。

## (二)数据来源

社会融资规模构成指标的规模、社会融资规模、人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资与保险公司赔偿等数据均来自 Wind 资讯数据库。

## (三)中国信贷中介指数的测算结果

如图 2 所示,即使不考虑银信证之类产品的层层嵌套,采用最保守的窄口径测算来看,中国信贷中介指数从 2002 年的 2.08 上升至 2016 年的 2.45,其中,从 2002 年到 2007 年,信贷中介指数从

① 根据创新的深度,可以把创新分为三个层次:表面的创新(Surface innovation)不改变金融产品或服务的基本性质,只是一个肤浅的变化;真正的创新(Genuine innovation)改变产品的基本特性,从而引入真正的新产品或新服务;基本的创新(Foundational innovation)对金融基础设施和其他基础性金融体系产生影响的重大创新(Schindler, 2017)。

2.08 缓慢下降到 2.07,但是,从 2008 年到 2016 年,信贷中介指数从 2.07 急剧上升到 2.45,而到 2017 年信贷中介指数骤降到 2.04。

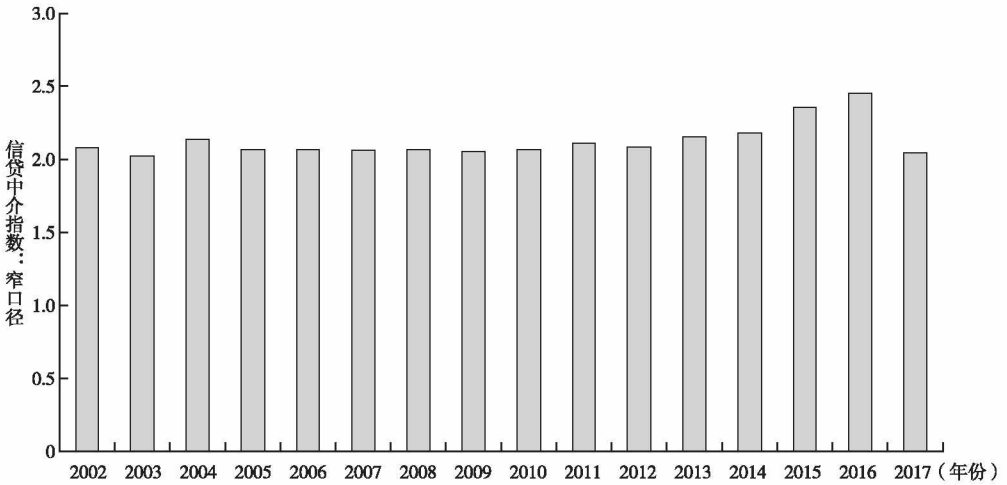


图2 中国信贷中介指数:窄口径

如图 3 所示,考虑银信合作等之类产品的层层嵌套,采用宽口径测算来看,中国信贷中介指数从 2002 年的 2.10 上升至 2016 年的 2.69,其中,从 2002 年到 2007 年,信贷中介指数从 2.10 缓慢上升到 2.14,但是,从 2008 年到 2016 年,信贷中介指数从 2.20 急剧上升到 2.70,而到 2017 年信贷中介指数骤降到 2.19。

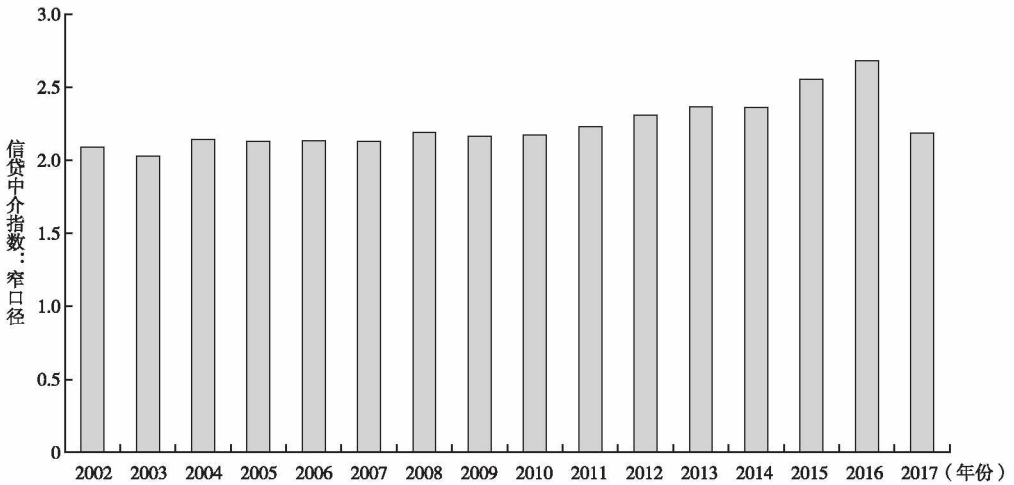


图3 中国信贷中介指数:宽口径

无论是采用宽口径还是窄口径测算,2008 年到 2016 年期间,信贷中介指数迅速蹿升,信贷中介链条都被快速拉长,而到 2017 年急剧回落。这表明,在 2008 年到 2016 年期间,随着中国金融中介体系的演变,金融中介机构通过表外业务向实体经济提供的资金支持在最终用户新增资金中的比重越来越大,信贷中介链条被不断拉长。在此过程中,一部分金融活动发生在金融机构之间,在最初借款人和最终用户之间存在着许多中间人,他们每个人都得到分配,这增加了信贷中介的复杂性和不透明度,使最初借款人很难理解投资的真实成本与承担的风险。

## 五、融资成本的测算

### (一) 融资成本的测算方法

金融中介把借入资金和自有资金结合起来,然后向最终借款人提供融资。贯穿金融中介提供融资过程的是金融中介生产、交易和结算金融合同,以用于汇集资金、分担风险、转移资源、生产信息与提供激励,金融中介机构因为提供这些服务而得到的补偿,即构成金融中介的总收入,表现为金融中介利差收入与非金融机构支付给金融中介机构各种费用的总和,在国民收入核算的统计数据上,就是金融业增加值。融资成本影响资金使用者发行债务和股票的外源融资成本,以及家庭借入或使用资产管理服务的成本。从微观的角度来看,外源融资的使用者成本,即融资成本是资金提供者与金融中介单位成本(unit cost of financial intermediation,UCFI)之和。即

$$c = r + \psi \quad (3)$$

$$\psi = \frac{\text{金融中介收入}}{\text{金融中介资产数量}} \quad (4)$$

其中, $c$ 表示资金使用者成本, $r$ 表示储蓄利率<sup>①</sup>, $\psi$ 表示金融中介单位成本是资金提供者的收益与资金使用者成本之间的价差(“楔子”),Hall(2011)用它衡量金融摩擦程度。

根据对单位融资成本的界定,测算金融中介单位成本需要两个环节:一是测算金融中介机构的金融收入;二是界定和构造中间资产数量。如果不考虑金融中介工具的异质性,可以从行业角度来看,融资成本是金融业增加值与社会融资规模存量的比值,即

$$\psi = \frac{y_t^f}{y_t} \quad (5)$$

$y_t^f$ 、 $y_t$ 分别表示金融业增加值、金融中介资产存量。金融业增加值核算采用总增加值法,有生产法和收入法两种方式来核算。生产法是通过金融各行业总产出减去中间投入得到增加值,例如,投资银行在从事并购咨询时向客户明码标价,在开展承销或做市业务时也会向客户收取一定费用或佣金,但这些直接费用只占金融体系总收入的一部分。金融部门——尤其是商业银行,依赖利率作为其服务收费和费用制订的标准。银行靠赚取利差来提供中介服务,为衡量通过利差而产生的金融服务价值,全球普遍采用了“间接测算的金融中介服务(FISIM)”概念。该概念是1993年联合国国民账户体系(SNA)更新时被引入的,间接测算的金融中介服务只测算贷款和存款。测算基于有效利率(应付和应收)和参考利率的差值,乘以存贷款的余额。但是,由于不能确定风险承担的功能在多大程度上被视为银行体系提供的生产性服务,因此难以评估银行为经济体提供服务的真正价值,不能准确用生产法测算金融部门对经济的贡献(Haldane,2010)。

收入法是基于增长核算基本框架的一种核算方法。增长核算框架将经济增长分解为所投入的各类生产要素(资本和劳动力)的贡献,这将国内生产总值增长与劳动力投入增长和各种资本服务(建筑、运输、计算机和其他来源)增长结合起来。将这些要素都考虑在内,剩余的经济增长是由技术变动引起的,即所谓的索洛余值。收入法是根据生产要素在生产过程中应得的收入份额反映最终成果的一种核算方法。金融业增加值年度核算以收入法为准,其计算公式为:

$$\text{金融业增加值} = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余} \quad (6)$$

其中,劳动者报酬指劳动者从事生产活动所应得的全部报酬;生产税净额指企业因从事生产活动向政府支付的税金(不包括所得税)与政府对企业的政策性亏损补贴的差额;固定资产折旧指生

<sup>①</sup> 在中国,储蓄利率应该等于存款利率、理财产品预期收益率等的加权利率,为了便于测算,我们选择存款利率代表储蓄利率。

产中使用的房屋和机器设备等固定资产在核算期的磨损价值,反映了固定资产在当期生产中的转移价值;营业盈余指企业从事经营活动所获得的经营利润。银行业、证券业、保险业、其他金融活动的分项计算方法有所差异。收入法金融业增加值核算得到的是现价金融业增加值,其不变价采用平减计算,平减指数为居民消费价格指数与固定资产投资价格指数的加权平均数(何德旭和王朝阳,2017)。

社会融资规模衡量非金融企业与住户从金融体系获得的资金,可以用来衡量金融中介资产数量。社会融资规模统计指标主要由四个部分构成:一是金融中介机构通过表内业务向实体经济提供的资金支持;二是金融中介机构通过表外业务向实体经济提供的资金支持;三是实体经济利用规范的金融工具,在正规金融市场上获得的直接融资;四是其他方式向实体经济提供的资金支持(盛松成等,2016)。社会融资规模统计数据包括增量指标与存量指标。社会融资规模增量指标是指一定时期内获得的资金额。社会融资规模存量是指一定时期末,境内非金融企业和个人从金融体系获得的资金余额。

## (二) 融资成本的测算

### 1. 测算区间及测算指标

2011年起,中国人民银行正式编制并公布社会融资规模增量统计数据,从2014年2月正式发布2002-2014年的社会融资规模存量历史数据,并于2015年按季度发布社会融资规模存量指标数据。

从最新一轮银行业改革的历程来看,1998年发行2700亿元特别国债补充4家国有独资商业银行资本金,1999年剥离四家银行不良贷款13939亿元,交由专门成立的4家金融资产管理公司处置(刘明康,2007),将不良资产部分进行剥离,动用准备金、拨备前利润和原有的资本金等资源核销不良资产,动用部分外汇储备和黄金储备,注资商业银行,之后,通过财务重组、股份制改造、引入战略投资者与公开发行上市推进商业银行的股份制改造,完善商业银行公司治理结构和加强风险防范能力建设。与此同时,推进以深化农村信用社改革为重点的农村金融改革,不断提高银行业对外开放水平,加强多层次资本市场的建设。

基于上述两点考虑,我们把测算区间选择为2002-2017年。由于金融合约(尤其是债务合约)的特殊性质,社会融资规模是按照名义值计算的,不会因为物价的调整而调整(余永定,2016)。而金融业增加值是根据不变价格计算得来的,为了保持统计口径的统一性,我们根据GDP平减指数得出不因物价调整而变动的金融业增加值,基期选择定在2002年。

金融业增加值、社会融资规模存量与GDP平减指数等三个变量的时间序列数据均来自于Wind资讯数据库。

### 2. 测算结果

如图4所示,从2003年起,融资成本从2003年的5.65%在波动中上升到2017年的8.48%,上涨50%,在此期间,于2008年达到历史高点10.69%。需要指出的是,2003年讨论国有商业银行改革方案时,把维持存贷款利差作为改革的经济基础,主要原因是:多年来挤压银行,应给银行体系几年休养生息的机会;扭转亏损和资本充足率走下坡路的趋势;使股份制改造前的银行事先多核销一些不良贷款;使股份制改造后的银行保持向上的势头,不走回头路。基于这些考虑,当时确定的利率市场化方针是:两头放活,保住中段(利差)。目前,鉴于这一轮银行改革成本已在很大比例上被收回,继续维持高利率差是不合适的(谢平和邹传伟,2013),因此,存贷款利差不断收窄。

在2003年,一年期贷款利率是5.31%,而测算的融资成本是5.65%,二者相差无几。其后,与2003年相比,从2004年到2006年,一年期贷款利率从5.31%上升到6.12%,在此期间,融资成本也有所上涨。但是,从2007年起,随着利率市场化改革的推行,存贷款利率不断收窄,而融资成本

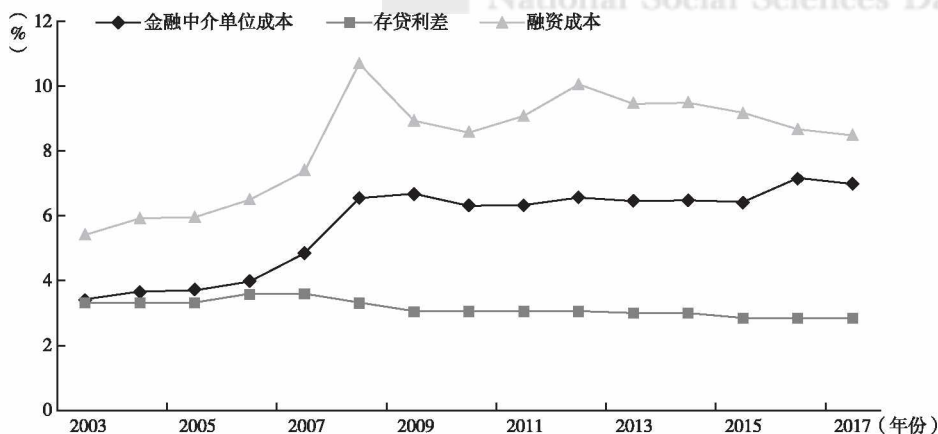


图4 融资成本

却在波动中上升到2008年的10.69%，比同期的贷款利率高出3.22个百分点，之后有所回落，在2017年达到8.48%，但是比同期的贷款利率高出4.13个百分点。

值得注意的是，存贷款利差稳中有降的情况下，金融中介单位成本稳中有升。从2003年起，中国金融中介单位成本从2003年的3.4个百分点在波动中上升到2017年的7%，几乎上涨一倍，在此期间，于2015年达到历史高点7.1%，远高于美国的1.5-2%。需要指出的是，在2003年，一年期存贷款利差是较高的3.3%，而测算的金融中介单位成本是3.4%，二者基本上吻合的。其后，从2004-2006年，一年期存贷款利差从3.3%上升到3.6%，金融中介单位成本也有所上涨。但是，从2007年起，随着利率市场化改革的推行，存贷款利率不断收窄，而金融中介单位成本却在波动中上升到2017年的7%。这种现象的出现，可能是由于金融中介机构把利息成本转化为非利息成本，从而抬高金融中介单位成本。银行融资的中介成本收入既包括利息成本，又包括名目繁多的非利息成本<sup>①</sup>，举例来说，对一个客户的一笔贷款，银行原本可以将利率确定到某一个水平，如7.2%，但银行为了体现自己中间业务发展的业绩，就人为将利率定为6%，另1.2%作为所谓的财务咨询费，融资顾问费，变成了中间业务收入（杨凯生，2016）。更为复杂的是，商业银行的年报数据并不明显区分这些业务收入与通过影子银行所获得的收入，使得我们很难理解商业银行的业务活动与业务收入，不过，可以确定的是，存贷款利差会低估通过银行贷款获得资金的成本。

## 六、信贷中介链条对融资成本影响的实证检验

### （一）实证模型选择

为了考察信贷中介链条对实体经济部门融资成本的影响，同时考虑到通货膨胀、无风险利率、违约风险等是融资成本的影响因素，本文构建了一个含有信贷中介链条、融资成本、无风险利率、通货膨胀水平和违约风险五个变量的带随机波动性变参数向量自回归模型（*TVP-VAR*），借以讨论在不同时点各变量对融资成本的影响效果。*TVP-VAR*模型较传统*SVAR*模型最大的特点及优势在于，能够针对不同时期考察各变量之间的相互影响关系，有助于解释信贷中介链条对融资成本影响

<sup>①</sup> 非利息成本主要包括担保费、抵押物评估费、抵押物登记费、财务顾问费、咨询费、资产评估费、审计费、公证费、工商查询费、保险费、通道费以及招待费等。此外，还可能存在其他隐含的费用成本，如银行要求融资企业存款、购买银行理财产品、工资开户等。有调查显示，这些第三方收费达到利息30%以上的比例。

的时变特征。此外,该模型还能够进一步讨论各变量对融资成本影响的短期、中期和长期效应,有助于判断和解释信贷中介链条对融资成本的影响是否具有时滞性。首先构建一个包含五变量的 TVP-VAR 模型:

$$Y_t = c_t + B_{i,t}Y_{t-1} + \dots + B_{k,t}Y_{t-k} + \mu_t \quad (7)$$

其中,  $Y_t = c_t, cci_t, \pi_t, rf_t, dr_t'$ 。其中,  $c_t$  表示融资成本,  $cci_t$  表示用以信贷中介链条长度的信贷中介指数,  $\pi_t$  表示通货膨胀水平,  $rf_t$  表示无风险利率,  $dr_t$  表示违约风险,  $\mu_t$  表示协方差矩阵为  $\Omega$  的异方差不可观测外生冲击,  $c_t$  和  $B_{i,t}$  分别为时变参数与时变系数矩阵, 且  $t = 1, 2, \dots, T; i = 1, 2, \dots, K$ 。基于 Primiceri(2005) 提出的方法, 将(7)式进行合并简化可以得到(8)式:

$$Y_t = X_t' B_t + A_t^{-1} \sum \varepsilon_t \quad (8)$$

其中,  $X_t' = I_5 \otimes [1, Y_{t-1}', \dots, Y_{t-k}']$ ,  $I_5$  为五阶单位矩阵,  $\varepsilon_t$  表示方差为 1、均值为 0 的结构式冲击向量。  $A_t$  表示为一个含有时变参数的下三角矩阵, 且将该矩阵中的时变参数设置为  $\alpha_t$ ,  $\Sigma_t$  表示对角元素为  $\sigma_t$  的对角矩阵,  $A_t$  与  $\Sigma_t$  满足条件  $A_t \Omega_t A_t' = \Sigma_t \Sigma_t'$ ;  $\otimes$  为克罗内克积。时变参数满足条件:

$$B_t = B_{t-1} + \nu_t \quad (9)$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \xi_t \quad (10)$$

$$\log \sigma_t = \log \sigma_{t-1} + \eta_t \quad (11)$$

其中  $\nu_t, \xi_t$  和  $\eta_t$  均表示为随机误差项, 它们的方差—协方差矩阵为:

$$V = \text{Var} \begin{pmatrix} \varepsilon_t \\ \nu_t \\ \xi_t \\ \eta_t \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} I_n & 0 & 0 & 0 \\ 0 & Q & 0 & 0 \\ 0 & 0 & S & 0 \\ 0 & 0 & 0 & T \end{bmatrix}, \text{ 且 } Q, S, T \text{ 均为正定矩阵。}$$

依据 Primiceri(2005) 的方法, 对模型参数的先验分布进行正态分布估计假设, 其均值与方差可通过一个固定参数的向量自回归模型结果进行估计, 其中均值由固定参数向量自回归模型的最小二乘估计求得, 方差由向量自回归模型最小二乘估计四倍求得,  $\log \sigma_t$  由向量自回归最小二乘法估计求得, 方差为单位矩阵。  $Q, S, T$  的先验分布满足 Wishart 分布。所有数据经标准化处理后, 对具有时变特征的两个变量 ( $B_t, \alpha_t, \log \sigma_t$ ), 通过马尔科夫链蒙特卡洛算法 (MCMC) 算法过程与贝叶斯估计, 分析主要变量的脉冲响应对被解释变量的影响情况。

需要说明的是, 由于变量的数量级不同, 为保证结果的稳定性, 本文对相关数据进行标准化处理, 采用 min-max 标准化方法:

$$A_t = 100 \times (A_t - A_{MIN}) / (A_{MAX} - A_{MIN}) \quad (12)$$

其中,  $A_t$  表示观测值序列,  $A_{MIN}$  表示序列  $A$  中的最小值,  $A_{MAX}$  表示序列  $A$  中的最大值。利用该标准化方法所求得的新时间序列进行 TVP-VAR 模型的构建。

## (二) 样本选取与模型稳健型检验

鉴于 2007 年 1 月 4 日, 中国人民银行正式推出上海银行间同业拆放利率 (Shibor), 我们把样本区间选择为 2007 年 1 月—2017 年 12 月。

无风险利率的选择, 我们用基准利率来衡量。需要说明的是, 在中国, 目前存在多重基准利率, 即货币市场基准利率也就是上海银行间同业拆放利率、中央银行公布的存贷款基准利率和国债收益率, 这三种利率是金融机构参照的主要基准利率, 作用于金融机构不同的资金来源和运用过程中。在利率市场化进程中, 上海银行间同业拆放利率在中国货币市场的基准利率地位逐步确立, 上海银行间同业拆放利率体现了报价行对资金成本、市场资金供求及货币政策预期等因素的

综合考虑,对货币市场具有较强的影响力,为金融市场产品定价提供了基准,在商业银行内外部分定价中发挥重要作用(郭强等,2015)。因此,我们选月底的隔夜上海银行间同业拆放利率作为当月的无风险利率。借鉴 Calice and Zhou(2018),我们用贷款损失准备充足率作为违约风险的代理变量。我们用居民消费价格指数的同比上涨幅度衡量通货膨胀水平。信贷中介链条用我们测算的信贷中介指数来衡量,由于测算出的信贷中介指数与融资成本是年度数据,我们通过三次样条插值进行数据扩频,把它们转换为月度数据。对所有变量进行对数差分处理,表示为各变量的环比变化情况<sup>①</sup>。

首先对变量进行平稳性检验。表1结果显示,除信贷中介链条长度(DCCI)在10%显著性水平上拒绝原假设外,其余变量均在1%显著性水平上拒绝原假设,因此可以认为所有变量均为平稳数据,可进一步构建 TVP-VAR 模型。

表1 各变量平稳性检验

变量	ADF 值	P 值	结果判定
<i>DC</i>	-4.0689***	0.0015	平稳
<i>DCCI</i>	-2.7328*	0.0713	平稳
<i>D<math>\pi</math></i>	-5.3389***	0.0000	平稳
<i>DRF</i>	-12.8776***	0.0000	平稳
<i>DDR</i>	-4.8849***	0.0000	平稳

注:\*和\*\*\*分别表示在10%和1%显著性水平上拒绝原假设。

进一步对模型的相关参数估计结果进行分析。由于等式(8)中的待估计参数( $B_t, \alpha_t, \log \sigma_t$ )具有时变属性,因此只能测算出相关变量的均值与方差,并对马尔科夫链蒙特卡洛算法的抽样效果进行判定。表2结果显示,所有参数均值都在95%置信区间内,且Geweke值都低于5%置信水平上1.96的临界值,说明参数收敛于后验分布。无效因子反映出马尔科夫链蒙特卡洛算法过程中抽到的无关因子数量,该数值越低表明抽样结果可信度越高。所有变量的无效因子中,最高值为128.77,在抽样次数为10000次基数上无效比率不超过2%,说明最终的估计结果稳定,可进一步分析模型的时变脉冲相应结果。

表2 相关参数估计结果

参数	均值	标准差	95%置信区间	Geweke 值	无效因子
<i>sb1</i>	0.0025	0.0003	(0.0020, 0.0032)	0.032	1.36
<i>sb2</i>	0.0031	0.0004	(0.0024, 0.0040)	0.000	4.81
<i>sa1</i>	0.1810	0.7137	(0.0037, 1.6331)	0.143	44.20
<i>sa2</i>	0.0134	0.0213	(0.0035, 0.0867)	0.193	100.15
<i>sh1</i>	0.0688	0.1411	(0.0036, 0.4818)	0.134	133.63
<i>sh2</i>	0.0367	0.0708	(0.0036, 0.2613)	0.136	128.77

<sup>①</sup> 对于存在负值的变量数据,取其绝对值对数,再乘以-1即可。

### (三)实证检验结果

由于不同时间点下宏观经济环境可能会出现实质性变化,本文特选取了三个不同时期环境,即国际金融危机前后、国内2013年的“钱荒”事件前后和美联储加息前后三个特殊时点,以此来考察信贷中介链条长短、无风险实际利率、违约风险及通货膨胀水平在不同环境下对融资成本影响的差异性<sup>①</sup>。

首先考察信贷中介链条长短变化对融资成本的影响。图5显示,总体来看信贷中介链条增长将会提升融资成本,但不同时期这一正向效应的表现形式存在差异:国际金融危机期间,信贷中介链条拉长将会迅速提升融资成本,且与原均衡状态偏离显著。这是因为,在2008年,中国政府以放宽银行信贷的方式推出了4万亿经济刺激政策,避免了中国经济在国际金融危机冲击时硬着陆的风险。当2010年经济恢复时,为了抑制快速上升的通货膨胀,中国人民银行实施紧缩性的货币政策。这种情况下,很多在经济刺激期间推出的长期项目以及后续项目即使有政府支持,在银行快速回收贷款后也无法获得融资。面临着因银行信贷的急剧减少而引发大规模企业破产及不良贷款增加的风险,银行在政府或明或暗的许可下,与其他非银行金融机构合作进行金融产品创新以缓冲风险(Wang et al., 2016)。融资需求旺盛表现为非银行金融机构通过与其他金融机构合作,拉长信贷中介链条,在获得包括银行资金在内的融资之后,相当部分的资金进入地方政府的基础设施建设项目与房地产项目。大致估算,在非银行金融机构向实体部门提供的25万亿元的资金中,有8万亿元左右与地方政府基础设施建设和房地产项目相关。传统的银行信贷也是如此,银行信贷中约有60万亿元与房地产项目和地方政府基础设施建设项目相关,再加上银行持有的约10万亿元的地方政府债券、约1.2万亿元的城投债以及银行通过非银行金融机构间接投向约8万亿元的地方政府基础设施建设项目和房地产资金,总的敞口近80万亿元,占银行资产规模的40%(殷剑峰等, 2017)。

“钱荒”期间信贷中介链条增长在短期会形成融资成本提升,但随着时间推移该趋势呈收窄态势,甚至在第13期后出现融资成本下降的情况。导致这一结果的主要原因是:“钱荒”是批发融资市场上外生性冲击、季节性因素、结构性因素与政策导向因素等共同作用的结果(张明等, 2016),对零售融资市场的影响比较有限。

美联储加息期间,尽管信贷中介链条拉长提升融资成本,但总体趋势较国际金融危机期间要更为平缓。在此期间,相对国际金融危机期间,信贷中介链条的增长比较温和,对融资成本的影响也相对较小。

综上所述,信贷中介链条的增长对融资成本有显著的正向引导效应。由于融资渠道的不顺畅,企业在融资过程中不得不寻求更多的金融中介机构参与其中,以提升自身获取融资的可能性,表现为信贷中介链条的拉长,而这需要企业牺牲部分收益用于补充这些金融机构的收益,从而最终提升了整体融资成本。

进一步考察无风险利率变化对融资成本的影响效果。图6显示,无风险利率的提升总体来看对融资成本产生了负向影响作用。国际金融危机期间,1单位无风险利率的正向冲击将会使融资成本出现迅速下降,且随着时间推移融资成本负向缺口会迅速扩大并在最终维持在一个相对稳定的下降区间内。“钱荒”期间无风险利率的提升同样会降低融资成本,但无论是缺口变化幅度还是趋势都较次贷危机期间要小很多。最后,在美联储进入加息周期时,无风险利率的正向冲击对融资成本的影响并不明显,从微弱趋势中可以看出融资成本出现了先正后负的情况,但由于缺口太小可

<sup>①</sup> 为保证模型的稳定性,本文分别使用MCMC = 10000次, MCMC = 20000次和MCMC = 50000次进行模拟估计,结果显示基本一致。

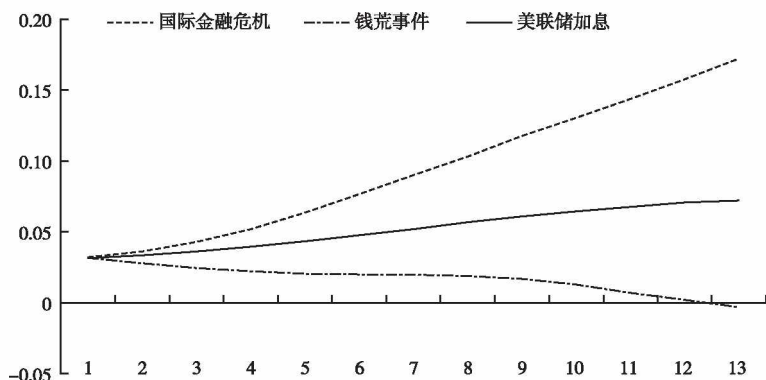


图5 信贷中介链条对融资成本影响的脉冲分析

忽略不计,这说明美联储加息周期对中国实体经济部门的溢出效应并不显著。无风险利率与融资成本之间出现的这种显著背离现象充分说明近年来我国确实面临着货币政策利率传导渠道不够顺畅的问题。

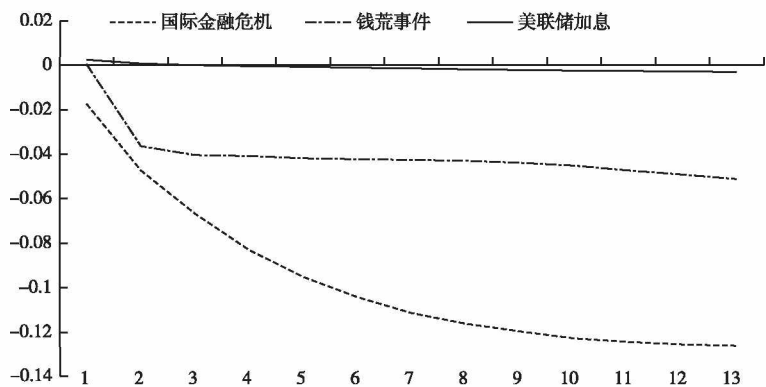


图6 无风险利率对融资成本影响的脉冲分析

最后讨论两个控制变量,即违约风险与通货膨胀水平对融资成本的影响。如图7显示,市场违约风险的提升会引致融资成本的迅速攀升,且在“钱荒”事件前后这一正向效应更加显著。违约风险的正向冲击在第5期后对融资成本的影响迅速扩大,这与国际金融危机期间和美联储进入加息周期期间的表现有所不同,主要原因可能是“钱荒”前后批发融资市场恐慌情绪出现放大,商业银行更加关注自身的流动性指标,致使市场流动性紧缺呈常态,因此融资成本提升程度自然更加明显。另外,图8显示,通货膨胀水平的提升通过引导公众对名义利率的正向预期从而调整资金供需情况,致使融资成本有所上升,这与传统金融理论解释基本一致。当然,三个不同时期通货膨胀变化对融资成本的影响程度略有不同,其中国际金融危机期间影响程度最为显著,其次是“钱荒”期间,而美联储加息周期下这一冲击结果较前两个时期显著程度不足。

在确定信贷中介链条、无风险利率、违约风险与通货膨胀水平对融资成本的影响效果后,本文还需进一步探讨各变量冲击对融资成本产生影响的时间效应,以判断各变量对融资成本的短期、中期和长期影响。

图9至图12显示了信贷成本在信贷中介链条、无风险利率、违约风险和通货膨胀水平冲击下的短、中、长期变化。结果显示,所有变量对融资成本产生的影响都显著地表现为短期影响不太明

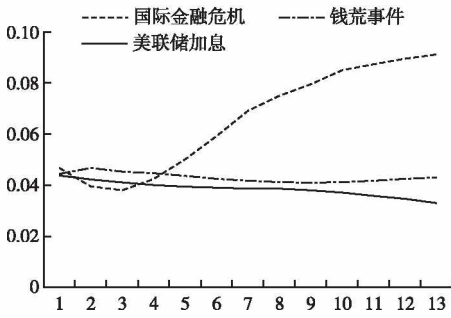


图7 违约风险对融资成本影响

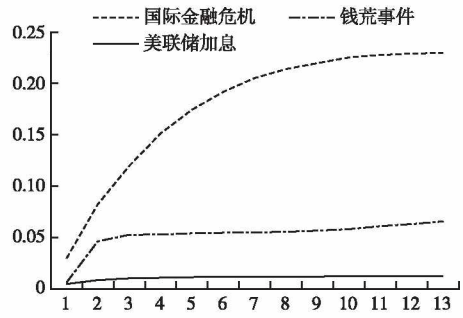


图8 通货膨胀对融资成本影响

显,中期影响相对显著,而长期影响波动最大。这充分说明各关键变量的变化对融资成本带来正向效应具有显著的时滞性。

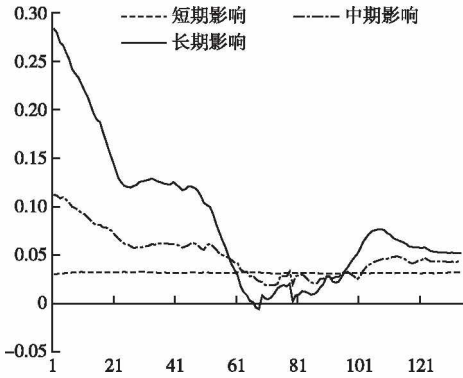


图9 信贷中介链条冲击对融资成本的影响

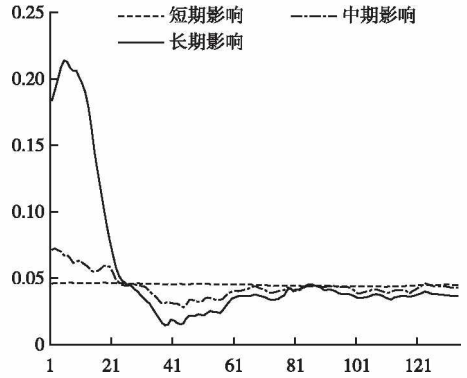


图10 违约风险冲击对融资成本的影响

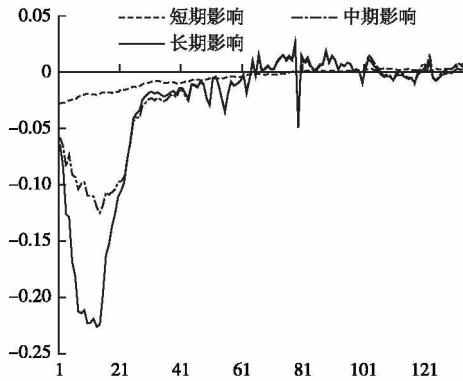


图11 无风险利率冲击对融资成本的影响

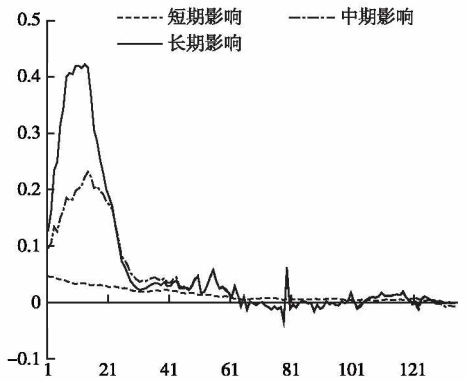


图12 通货膨胀冲击对融资成本的影响

#### (四) 稳健性检验

为保证实证结果的真实性和稳定性,本文在不改变原有经济意义的基础上选取一些新变量作为原有变量的替代,利用同样方法进行实证比较。具体来看,用金融中介单位成本替换融资成本,同样利用插值法进行数据扩频,作为新的融资成本指标;用1个月shibor替代隔夜shibor,形成新的无风险利率序列。新变量同样需要经过标准化处理再进行模型估计,并对MCMC = 10000和

MCMC = 50000 进行反复检验。最终,替代新变量后最终的脉冲响应结果与原变量模拟结果基本一致,表明上述实证结果是稳健的。

## 七、结论与政策含义

鉴于金融部门对非金融部门既有促进又有阻碍的作用,准确衡量融资成本非常重要。我们基于社会融资规模构成指标的规模作为最终用户新增信贷的权重,用社会融资规模减去非金融企业境内股票融资再减去保险公司赔偿之差表示最终用户的新增信贷,加权社会融资规模构成指标到最终用户时所需要的步骤数量,得出信贷中介指数,以此来测算信贷中介链条,结果表明,在 2008 年到 2016 年期间,随着中国金融中介体系的演变,金融中介机构通过表外业务向实体经济提供的资金支持在最终用户新增资金中的比重越来越大,信贷中介链条被不断地拉长。

基于金融行业的数据,运用金融业增加值与社会融资存量之比来衡量金融中介单位成本,伴随着存贷款利差下降与金融规模膨胀,从 2003 年到 2017 年,金融中介单位成本上涨 100% 还要多,造成融资成本上涨了约 50%。实证结果表明,金融中介单位成本与融资成本受到金融中介融资链条较为显著的正向影响。

融资成本来源于非金融部门的收入,在金融深化,即实体经济拥有越来越多金融资产和负债的同时,金融体系内部金融机构之间相互拥有的资产与负债急剧增长。一种金融产品在不同金融机构之间反复倒卖,每次倒卖都会给金融机构带来收入,加大非金融部门的成本,金融中介单位成本的高企增加金融摩擦程度,会削弱企业参与市场竞争,损害资本投资,阻碍企业采用先进技术,扭曲资本的有效配置(Heil, 2017),并弱化货币政策调控实体经济的效果。

为了降低信贷中介拉长对融资成本的影响,需要对金融产品实施穿透式监管,加强对银行同业业务、委外业务、通道业务的监管,打破刚性兑付现象,提高投资者的风险意识;完善地方政府的隐性债务与显性债务的综合统计数据,给地方政府债务“画像”,提高地方政府债务限额,提高国债和地方政府债在政府总债务中的占比,拓宽和规范基础设施建设融资渠道,尽可能地使用低成本的国债和地方政府债满足这些融资需求,避免地方政府利用复杂的通道业务获取高成本、期限错配的资金;动员全社会力量,共同构建覆盖小微企业全生命周期的融资服务体系深化小微企业金融服务,通过货币政策工具运用、财税优惠激励,着力引导金融机构增加正规金融渠道的融资供给,替代通过影子银行等获得价格偏高的资金,推动小微企业整体综合融资成本下降;强化多层次资本市场支持,持续提升新三板市场功能,规范发展区域股权市场,稳妥推动资产证券化,有序拓宽小微企业在正规市场上的融资渠道。

## 参考文献

- 陈思辨(2013):《中国信托业:特征、风险与监管》,《国际经济评论》,第 3 期。
- 陈霄、叶德珠(2016):《中国 P2P 网络借贷利率波动研究》,《国际金融研究》,第 1 期。
- 范小云、方才、何青(2017):《谁在推高企业债务融资成本——兼对政府融资的“资产组合效应”的检验》,《财贸经济》,第 1 期。
- 高海红、高蓓(2014):《中国影子银行与金融改革:以银证合作为例》,《国际经济评论》,第 2 期。
- 郭强、董昀、谭小芬(2013):《金融摩擦影响宏观经济波动的机制:文献述评》,《金融评论》,第 6 期。
- 郭强、李向前、付志刚(2015):《货币政策工具与货币市场基准利率:基于中国的实证研究》,《南开经济研究》,第 1 期。
- 何德旭、王朝阳(2017):《中国金融业高增长:成因与风险》,《财贸经济》,第 7 期。
- 纪洋、徐建炜、张斌(2015):《利率市场化的影响、风险与时机——基于利率双轨制模型的讨论》,《经济研究》,第 1 期。
- 李扬(2017):《“金融服务实体经济”辨》,《经济研究》,第 6 期。
- 刘明康(2007):《我国银行业改革发展的历史性变化》,《求是》,第 20 期。

- 潘宏胜(2017):《中国金融体系复杂化的成因及影响》,《比较》,第6辑。
- 盛松成、阮健弘、张文红(2016):《社会融资规模理论与实践》,中国金融出版社。
- 王喆、张明、刘士达(2017):《从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向》,《国际经济评论》,第4期。
- 温信祥(2014):《社会融资成本高之惑》,《中国金融》,第18期。
- 谢平、邹传伟(2013):《中国金融改革思路:2013-2020》,中国金融出版社。
- 杨凯生(2016):《金融笔记——杨凯生十六年间笔录》,人民出版社。
- 殷剑峰(2017):《非银行金融部门的崛起》,《中国金融》,第7期。
- 殷剑峰、吴建伟、王增武(2017):《钱去哪儿了:大资管框架下的资金流向和机制》,社会科学文献出版社。
- 余永定(2014):《中国企业融资成本为何高企?》,《国际经济评论》,第6期。
- 余永定(2016):《反思货币和信贷创造》,《比较》,第2辑。
- 张明(2013):《“中国影子银行:界定、成因风险与对策界定、成因风险与对策”》,《国际经济评论》,第3期。
- 张明、郭子睿、何帆(2016):《“钱荒”为什么会发生?——上海银行同业拆放利率的影响因素分析》,《国际金融研究》,第12期。
- 张文昌、黄文静(2017):《资金链长度远超美国!严监管“良药苦口”》,光大证券宏观简报。
- 张晓晶、常欣(2016):《中国经济改革的大逻辑》,中国社会科学出版社。
- 中国财政科学研究院“降成本”课题组(2017):《降成本:2017年的调查与分析》,《财政研究》,第10期。
- 周小川(2008):《周小川改革论集》,中国发展出版社。
- Calice, P. and N. Zhou (2018): “Benchmarking Costs of Financial Intermediation around the World”, World Bank Group Policy Research Working Paper Series, No. 8478.
- Ehlers, T., S. Kong and F. Zhu (2018): “Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics”, BIS Working Paper, No. 701.
- Elliott, D., A. Kroeber and Y. Qiao (2015): “Shadow Banking in China: A Primer”, *Economic Studies at Brookings*, March.
- Greenwood, R. and D. Scharfstein (2013): “The Growth of Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 27, 3-28.
- Haldane, A. (2010): “The Contribution of the Financial Sector-miracle or Mirage”, Speech at the Future of Finance Conference, London.
- Hall, R. (2011): “The High Sensitivity of Economic Activity to Financial Frictions”, *Economic Journal*, 121, 351-378.
- Heil, M. (2017): “Finance and Productivity: A Literature Review”, OECD Economics Department Working Papers, No. 1374.
- Philippon, T. (2015): “Has the US Finance Industry Become Less Efficient?: On the Theory and Measurement of Financial Intermediation”, *American Economic Review*, 105, 1408-1438.
- Primiceri, G. (2005): “Time Varying Structural Vector Auto Regressions and Monetary Policy”, *Review of Economic Studies*, 72, 821-852.
- Schindler, J. (2017): “FinTech and Financial Innovation: Drivers and Depth”, Finance and Economics Discussion Series 2017-081, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Shin, H. and L. Zhao (2013): “Firms as Surrogate Intermediaries: Evidence from Emerging Economies”, Manuscript, Princeton University.
- Wang, H., H. Wang, L. Wang, and H. Zhou (2016): “Shadow Banking: China’s Dual-Track Interest Rate Liberalization”, <https://ssrn.com/abstract=2606081>.

(责任编辑:程 炼)

Alibaba's partnership and Tencent's controlling shareholder endorsement model are also practically the form of unequal voting rights structure under the "one-stock-one-vote" scheme. In addition to the ownership structure shifting from 'one-share-one-vote' to 'unequal voting rights', the board of directors' system has changed from the full-time internal director to the part-time independent director, while the external takeover has been regarded as from external governance mechanism into the restrictions in anti-merger terms. The reform of corporate governance system has therefore evolved into the global trend of corporate governance from shareholder-centered to entrepreneur-centered paradigm. Base on the analysis of the theoretical and practical background of corporate governance paradigm from the shareholder-centered into the entrepreneur-centered, this paper summarizes the reform feature of entrepreneur-centered corporate governance paradigm on the following aspects: the ownership structure, the board of directors' system and anti-merger terms, and finally reveals the economic logic behind this global trend. This paper has both theoretical and practical implications on how to reform corporate governance structure in order to follow the global trend from shareholder-centered to entrepreneur-centered paradigm.

**Key Words:** Entrepreneur-centered; Shareholder-centered; Dual-class Stock; Corporate Governance

**JEL Classification:** G34; K22; O31

## A Research on the Impact of Independent Directors' Participation on CEO Excess Return: Based on the Perspective of Width and Depth

LIU Xin ZHANG Wenyu

(School of Economics and Management, Hebei University of Technology, Tianjin, 300401, China;

Business School, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

**Abstract:** We examine the impact of independent directors' participation on CEO excess return from the perspective of width and depth with China's specific regulations and policies on independent directors in Chinese listed companies. With the sample of 2274 Chinese listed companies of Shenzhen and Shanghai stock market from the period 2008 to 2015, we find that the independents' tenure reflecting depth of their participation has a negative effect on CEO excess return, and the independents' interlocks reflecting width of their participation has a positive effect on CEO excess return. Our findings are robust to a battery of tests, including endogeneity checks using instrumental variables, Heckman two-stage regression. Our findings document that under the restriction of China's regulations and policies on independent directors, longer independent directors' tenure means more effective board monitoring function while more interlocks undertaken by independent directors would hinder their monitoring role in the board.

**Key Words:** Independent Director; CEO Excess Return; Participation Depth; Participation Width

**JEL Classification:** G14; G34; G35

## Would the Extending of Credit Intermediaries Chain Stretching Raise the Financing Cost of the Real Economy Significantly?

GUO Qiang ZHANG Ming LIU Yang

(School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China;

Institute of World Economy and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China;

School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China)

**Abstract:** The paper aims at measuring the length of China's credit intermediary chain and financing cost, and on the basis of these, to investigate the impact of credit intermediary chain on financing cost. Firstly, we use the data of aggregate

financing to the real economy, based on the length of composition index of aggregate financing to the real economy, to calculate the length of China's credit intermediary chain, which is added from bottom to top. Then, based on the industry data of China's financial industry, we use the ratio of value added of the financial industry and financial intermediary assets to calculate the financing cost. The results show that the chain of credit intermediaries was rapidly extended from 2008 to 2016, and dropped sharply in 2017. Since 2007, the cost of financing has risen in volatility. Then we use TVP-VAR to test the effect of extending the credit intermediary chain on the financing cost of the real economic sector. The results show that the credit intermediary chain has a significant impact on the financing cost of the real economy. The short-term impact is not obvious, but the medium-term is relatively significant positive, and the long-term is the most significant positive.

**Key Words:** Credit Intermediary Chain; Financing Cost; Aggregate Financing to the Real Economy

**JEL Classification:** E44; G21; G32

## Threshold Effect of Macro Leverage Ratio and Systematic Financial Risk: Empirical Research Based on Multinational Panel Data

WANG Guihu GUO Jinlong

(Economic and Trade College, Zhengzhou Institute of Aeronautics Industry Management, Zhengzhou, 450046, China;

Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China)

**Abstract:** Macro leverage has become one of the important indicators to measure the sustainability of a country's debt, which may lead to increased financial fragility and systemic financial risks. We introduce the current global macro leverage ratio and its systemic financial risks firstly. Then we construct a theoretical model using dynamic economics, and tests the threshold effect of macro leverage and systemic financial risk using cross-border panel data from 40 countries or regions. In the empirical study, we use borrowing interest rate and financial stability index lag as threshold variables, and use fixed effect, system GMM model and robustness test to estimate the model parameters. The results show that: The lending rate and the financial stability index have a significant double threshold effect. The corresponding inflection point values of macro leverage are 182% and 188% respectively; When the macro leverage ratio is less than 182%, it can suppress the occurrence of systemic financial risks; When the macro leverage ratio is between 182% and 188%, the positive and negative relationship between the two does not necessarily change, but the slope or intercept of the line has changed; When the macro leverage ratio is greater than 188%, it can promote the probability of systemic financial risk. Finally, based on further analysis of China's actual situation, we give the inspiration to China.

**Key Words:** Macro Leverage Ratio; Systemic Financial Risk; Threshold Effect

**JEL Classification:** E63; F36; G01