

再杠杆化与应对金融危机冲击

——从“金融加速器机制”评估中国本轮信贷扩张可否使经济进入复苏通道

2009年3月16日 平安证券首席经济学家：巴曙松博士¹/林宇灵²/李明达³

此为内部报告，仅供平安客户参考。未经巴曙松教授授权，不得转载或摘录。

内容提要：本文根据伯南克等提出的金融加速器理论，首先分析了中国信贷市场渠道的有效性；然后从当前经济形势出发并通过与 20 世纪 90 年代初期经济波动的比较，分析当前我国通过信贷扩张实现经济再杠杆化的必要性。如果中国的银行业能够持续 2008 年 11 月份以来在保持较为严格的风险控制基础上的高速信贷，就有可能促使经济进入“金融加速器机制”的上升通道，在这个过程中要保持对经济恢复速度的警觉。

关键字：金融加速器；再杠杆化；信贷扩张

¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

²林宇灵，东北大学工商管理学院博士生，电话 13917868396，电邮 linyuling2006@gmail.com

³李明达，北京大学汇丰商学院，电话 15820428992，电邮 limd0701@yahoo.com.cn

目 录

一、引 言.....	3
二、文献综述.....	3
三、国内“金融加速器机制”的渠道分析	5
（一）企业资产负债表渠道.....	5
（二）银行信贷渠道.....	5
（三）家庭个人资产负债表渠道.....	5
四、本轮信贷扩张的背景以及可能带来的经济影响	6
——基于 1992-1993 经济波动历史比较的视角	6
（一）1992-1993 经济波动回顾与比较	6
（二）当前经济背景：出口主导向内需主导格局的转变，外需的持续下滑可以在内部信贷高速增长时使得经济复苏到过热的时间持续更长一些.....	7
（三）积极的财政政策和适度宽松的货币政策与“再杠杆化”和信贷扩张 ...	9
1. 以积极的财政政策为先导的经济再杠杆化	9
2. 货币政策应向市场持续提供充足的流动性支持	10
（四）本轮信贷扩张中信贷市场自身条件变化的动因分析	10
1. 外部政策因素——政府的推动	11
2. 内部竞争因素——流动性充裕背景下对政府相关优质项目的争夺.....	11
（五）本轮信贷扩张使经济进入“金融加速器机制”上升通道的条件分析 ..	11
1. 企业部门	11
2. 银行部门	12
3. 居民部门	12
五、结 论.....	13
参考文献.....	14
作者简介.....	16

一、引言

“金融加速器”（financial accelerator）是指信贷市场的自身条件变化能够将初始的经济冲击放大和加强的效应（Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1996）。具体地，由于信贷市场上借贷双方信息不对称，故产生代理成本。如果企业（不仅限于企业）因受冲击，导致净资产和资产价格发生改变，其借贷能力和投资产出也将发生相应的改变。当期投资产出的变化又将影响下一期的投资、产出、净资产以及借贷能力，依此演进，势必造成更大的波动。当出现正向冲击时，企业的净资产增加，投资和产出也进一步增加；当出现负面冲击时，企业净资产下降，投资和产出也进一步下降。因此，有摩擦的信贷市场加速了经济增长或衰退，Bernanke, Gertler 和 Gilchrist 将这种机制称为金融加速器机制。该理论经提出以后，引起学界广泛关注，经过不断完善和发展，现已成为货币政策传导机制及经济波动问题的有效分析工具。

次贷危机迫使大量海外金融机构经历了“去杠杆化”的过程，紧缩信贷，从而导致全球经济基本面进一步恶化。在此背景下，世界各主要经济体纷纷出台经济刺激计划，同时积极增加市场的流动性，以期达到反周期的效果。国内的信贷市场在经历紧缩之后也相应地进入了新一轮信贷周期的扩张阶段，08 年 11 月份开始，中国的信贷额呈现出爆发式增长的态势。鉴于信贷市场在国内的货币政策传导机制中的重要性，如果宽松的货币政策以及这一轮信贷扩张持续时间适当，市场流动性足够充足的状态下，那么信贷市场对经济的复苏可能将起到“金融加速器”的作用。本文主要将本轮经济波动与 1992-1993 时期的经济波动加以比较，取其相似点，分析不同之处，以作为研判经济走向的参考，分析经济如何在再杠杆化的过程中，进入金融加速器的上升通道。

二、文献综述

“金融加速器”的理论思想来源于 Irvn Fisher 的“债务-通货紧缩”理论。Fisher（1933）在对大萧条进行论述时，提出了 9 个重要因素，其中净资产（net worths）是债务链条中最重要的一环。以企业为例，企业可获得的贷款与自身的净资产有着正向关系。即净资产越高，企业可获得贷款越多，投资和产出增多，利润增加，进而净资产增加；相反，企业将面临信贷紧缩，甚至被迫清偿债务，投资产出减少，价格下降，最终导致通缩的产生。企业净资产的微小扰动可能造成经济大的波动。

Fisher 的这一重要论述，在经济波动理论框架中一直没有得到应有的重视，直到 80 年代中期，才被重新发现，并用于分析信贷市场对经济波动的放大作用。Bernanke 和 Gertler (1986) 将信息不对称（造成代理成本）引入对信贷市场的分析，认为企业的抵押资产与代理成本具有反向关系。并且，抵押资产的顺周期性导致代理成本具有逆周期的性质，代理成本的逆周期性则具有经济波动杠杆的效应。Bernanke 和 Gertler (1989) 使用新古典经济周期动态模型，将企业的净资产作为一个重要因素纳入对产出的动态分析中，得出净资产冲击具有引起并放大经济波动的效应。这些早期的研究为后来提出“金融加速器理论”做好了充分的准备。Bernanke, Gertler 和 Gilchrist (1996) 将之前的研究进行融合，正式提出了“金融加速器”的理论。首先从局部均衡出发分析借贷双方关系，然后进入到宏观动态一般均衡分析。通过净资产来刻画抵押资产，阐释了净资产的顺周期性，并且总结性地提出了可能影响企业净资产的因素，其中包括资产价格（Kiyotaki 和 Moore, 1995）、债务真实值和上期收入。在此基础上研究认为当经济面临负面冲击时，高代理成本的企业会

首当其冲并进一步恶化负面冲击。相应的，面对经济中的正向冲击时，这些企业也会先于其他企业做出反应。另外该文还提出了信贷扩张或者紧缩在部门之间溢出效应（spill over effects）的问题。Bernanke, Gertler 和 Gilchrist（1998）建立了可供量化的动态一般均衡理论框架，计算了外生的经济冲击经过“金融加速器”放大可以达到的效果。该文以 DNK 为基本框架，通过价格粘性的假定使引入模型中的货币是非中性的，这样以便于更好的研究货币政策的传导机制。并且模型中体现了企业的异质性，即净资本和融资能力的不同。经过校准，该模型显示出了对经济波动较强的解释能力。以上 Bernanke 等的一系列开创性研究奠定了信贷周期理论的基础，为分析资产价格波动，货币政策传导等问题提供了有力工具。

该领域的另外一篇重要文献出自 Kiyotaki 和 Moore（1997）的研究，他们通过两部门动态模型分析了资产价格和信贷约束的关系。主要考察了资产价格变化对企业净资产、融资能力、投资和产出的影响。模型假定如果没有贷款抵押，贷款方不能够强制要求借款方还贷；企业的生产要素和抵押资产为总供给恒定的土地。相对于 BG 的分析框架，该模型有新的重要发展：净资产的冲击主要是通过企业的资产和负债来进行传导，而资产价格则反应了市场未来的状况，如果冲击的效果是持续的（亦如 BG 所述），那么资产价格（未来值的折现）以及净资产在冲击发生的当期也会被放大。另外在该文中，Kiyotaki 和 Moore 通过将农业部门分解为两个不同部分来研究经济冲击在部门之间的溢出效应（spill over effects）问题，发现某期的一个正面冲击在部门间有总的正向溢出效应。

在以上几篇主要文献之后，学界开始对 BGG 模型的部分假设条件进行放松，并且开始深入探讨银行信贷标准改变的原因及其与经济波动和资产价格的关系。Gorton 和 He（2002）认为“银行通过了解企业信息来进行间接的竞争与合作，银行改变信贷标准并不是由于宏观经济条件变化（或是央行货币政策的变化），而是由于银行之间的相对表现上的差异。”⁴使用 1990ii-2001iv 美国相关经济数据的实证结果表明信贷周期是经济周期的一个重要推动因素；同时还考察了资产价格变动和信贷标准的关系，使用 1976i-2001iv 美国相关经济数据，将银行业和非银行业上市公司股票回报率数据对银行竞争风险（PDI）数据进行回归，发现 PDI 是银行和非银行企业股票回报率的一个系统性风险因子，对于融资渠道更加依赖银行贷款的小企业来说结果更加显著，其影响力随着银行和非银行企业市值的增加而减小。

虽然“金融加速器”作为研究信贷周期的一个基础性理论，但是有研究者对其严格的假定和相关结论提出了质疑。Carlos 和 Ripoll（2004）在 KM（1997）的研究基础上，在假定偏好和技术均为凹（concave）的更加标准化的条件下，采用封闭经济的两部门（不同生产效率）模型对冲击的放大效应进行动态分析，在假定冲击服从 AR（1）过程时，模拟结果表明大的、明显的放大效应是“锋刃”路径上的结果，“金融加速器”的放大效应在一般情况下并不强。Oliner 和 Rudebusch（1996）实证研究了信贷市场在紧缩性货币政策与扩张性货币政策时期的作用，结果表明“金融加速器”在放大紧缩性货币政策时效应比较显著，在扩张性货币政策时期也具有一定的影响，但是在前紧后松或前松后紧的情况下其放大作用甚微。

暂且抛开理论上的争议，其在中国的适用性也需要仔细的研究和论证。周英章和蒋振声（2002）通过运用协整检验、基于 VAR 的 Granger 因果检验和预测方差分解等分析非平稳时间序列的方法对中国 1993-2001 年间货币政策传导机制进行实证分析，结果表明信贷渠道在中国占有主导地位。该阶段是我国由直接调控向间接调控转轨的时期，其研究结果

⁴ 引自戈利·高登&何平（2002），“银行信贷周期”中文讲稿。

对解决当前的问题具有一定的局限性。

为了研究当前经济波动的问题，本文运用“金融加速器”的基本思路来分析信贷市场渠道的重要性，通过历史比较两个不同时期的经济背景，结合政府为先导的经济再杠杆化以及出口等相关因素来进行较为全面的分析。本文扩展性地讨论了居民消费在现实中运用金融加速器理论的重要性，并在此基础上给出相应的政策建议。

三、国内“金融加速器机制”的渠道分析

Bernanke 从解释大萧条出发，深入考察信贷市场摩擦，将货币政策传导的信贷市场机制（包括企业资产负债表渠道、银行信贷渠道和家庭个人资产负债表渠道）最终归结为“金融加速器机制”。BGG 的理论框架是建立在美国等国家的金融系统背景下，其企业的融资渠道相对更加广泛，银行资产中贷款所占比重相对较低，另外，个人信贷发展充分，对总需求的影响较大。我国的实际情况与此不同，大部分企业，尤其是非国有企业的融资渠道相对狭窄；银行资产中贷款占有相当比例；个人信贷处于尚未充分的发展的阶段。具体来说：

（一）企业资产负债表渠道

企业的股票和债券融资对银行贷款不具有充分的替代性，这是货币政策能够通过企业资产负债表渠道影响投资产出的重要条件。但由于国内企业的资产结构近年来发生很大变化，间接融资比例逐渐下降，企业股权和债券融资比例明显上升。虽然从宏观上看经济受到金融危机的冲击较为低迷，但是总体来看，流动性并不十分紧张，短期内对外部融资尤其是银行贷款的需求并未有放大趋势。现阶段国内的货币政策能否有效地通过企业资产负债表渠道影响投资产出将是本文讨论的一个重点。

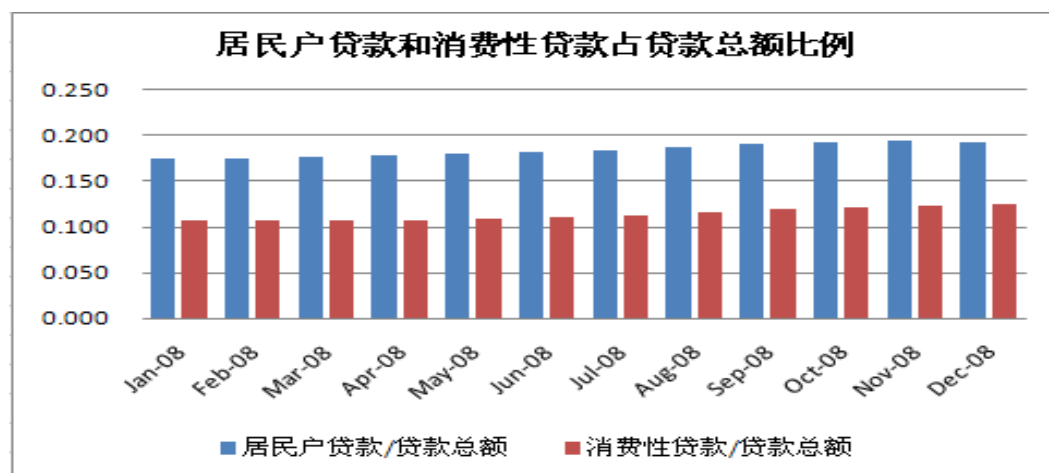
（二）银行信贷渠道

国内的货币政策能够有效地通过银行资产负债表来影响银行信贷。国内银行资产以贷款为主，证券投资在资产比例中的比重相对较低，加之货币市场不发达，所以当中央银行采取紧缩性政策，减少银行体系的储备货币时，银行必需缩紧信贷资产，从而影响企业的投资产出。

（三）家庭个人资产负债表渠道

相对企业信贷，我国个人信贷的规模以及在货币政策传导中的重要性也在逐步显现。中国人民银行统计数据显示，1997 到 2009 年初，我国的个人消费信贷从 1 亿元增至 37935.3 亿元。我国居民贷款按用途分为消费性贷款和投资性贷款，其中消费性贷款比重较大，当前中国居民消费性贷款约占居民户贷款总额的 60%-65%。根据央行近年的金融机构信贷收支表数据，目前居民户贷款占各项贷款总额约 18%，消费性贷款占各项贷款总额约 12%，处于上升趋势（图 3-1），可见居民的信贷消费和信贷投资需求对经济的拉动作用逐渐增强。

图 3-1 2008 年居民户贷款和消费性贷款各占贷款总额的比例



数据来源：中国人民银行统计数据。

四、本轮信贷扩张的背景以及可能带来的经济影响

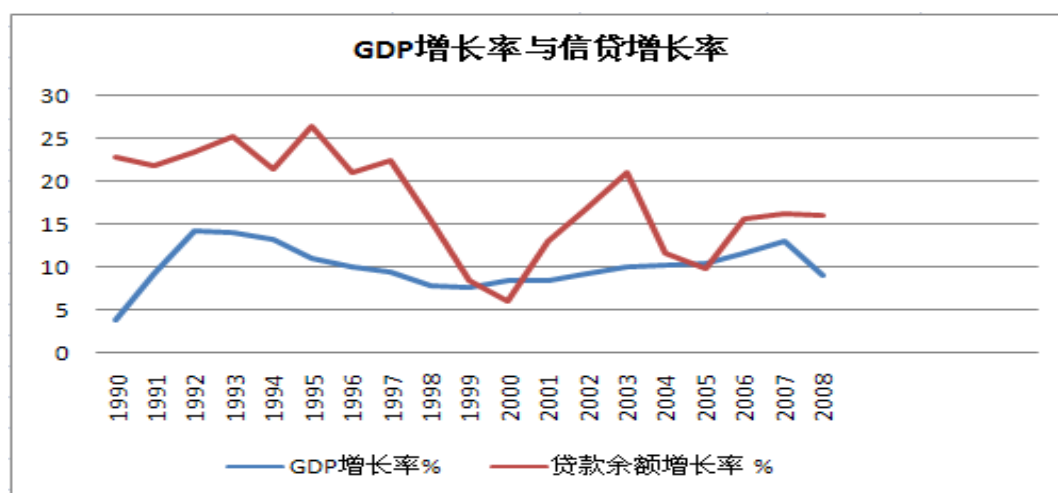
——基于 1992-1993 经济波动历史比较的视角

（一）1992-1993 经济波动回顾与比较

在 1998 年银行体制改革之前，由于银行自身的非自主性，银行根据贷款方资产负债情况进行放贷的机制被信贷限额和行政手段代替，信贷市场发挥的并不是典型的金融加速器的作用。但信贷渠道在货币政策传导中占有主导地位，信贷政策也是直接经济干预的主要手段。从经济波动的历史数据中可见一斑：受 1989 年初开始实行的控制信贷规模，压缩投资的紧缩政策影响，1989 年 GDP 增长率降为 4.1%。在经济剧烈收缩的形势下，1990 年 3 月，又一轮通过投资刺激经济的方案出台：降低存贷款利率、放松对投资的控制和增加固定资产投资贷款。1991 年经济开始快速恢复，GDP 增长率从 1990 年的 3.8% 上升到 9.2%。1992 年邓小平“南巡讲话”之后，全国固定资产投资规模急剧扩张，增幅达到 44.4%，GDP 增长率达到 14.2% 的高点，经济向过热态势发展。1993 年开始实行适度从紧和灵活微调的政策措施，GDP 增长率降为 14%，1994 年、1995 年加强了紧缩力度，经济进一步放缓。从 1993 年开始，经济增长轨迹经历了较长时期的收缩下行阶段（图 4-1）。

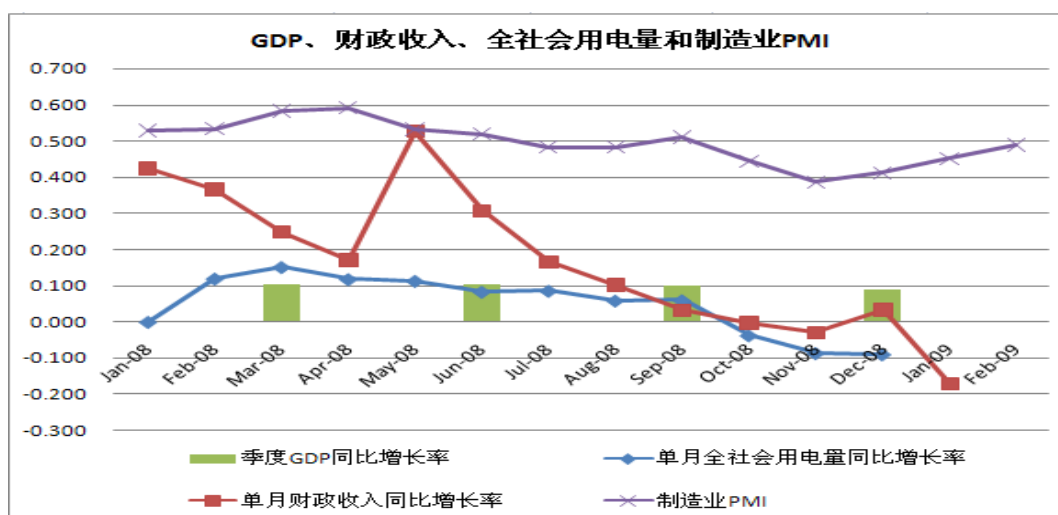
如果仅仅从刺激经济的角度看，目前的宏观政策面临的经济情况与 1990 年比较类似，经济剧烈收缩（图 4-2），政府通过投资和信贷扩张来刺激经济。下一步，经济如何从低谷进入上升通道继而保持一定的增长率？如何避免出现 1992-1993 年经济在很短的时期内迅速达到过热和通货膨胀的局面，而不得不实施持续的紧缩政策，导致经济先呈现倒 V 形增长？这是下面要分析的主要问题。

图 4-1 GDP 增长率与信贷增长率



数据来源：Wind 资讯。其中 1990 年和 1991 年 GDP 增长率数据来自中经网。

图 4-2 季度 GDP、单月财政收入、单月全社会用电量和制造业 PMI 同比增长率



数据来源：GDP 数据来自 Wind 资讯，财政收入数据来自财政部统计数据，全社会用电量数据来自中国电力企业联合会内部统计数据，PMI 数据来自中国物流与采购联合会（CFLP）统计数据。

（二）当前经济背景：出口主导向内需主导格局的转变，外需的持续下滑可以在内部信贷高速增长时使得经济复苏到过热的风险持续更长一些

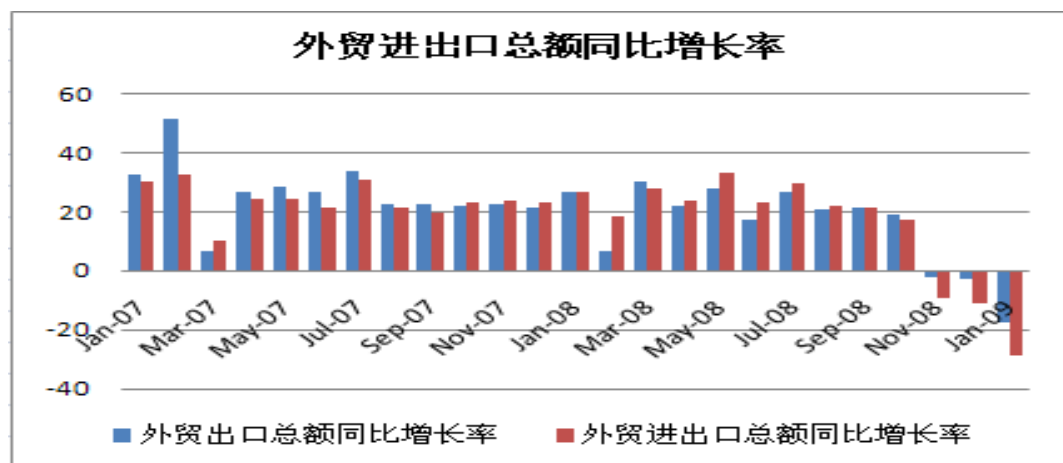
从 2008 年第三季度开始，我国对外贸易增速逐月放缓，11 月进出口同比下降 9%，其中出口同比下降 2.2%，比上月则下降了 21%，这是自 2001 年 6 月以来首次出现当月负增长。12 月，出口同比降幅扩大到 2.8%。2009 年 1 月，我国的进出口数据则更为严峻，进口同比下降 43.1%，出口下降 17.5%（图 4-3）。次贷危机爆发以来，受欧美消费者“去杠杆化”，削减消费开支，增加储蓄的影响，我国的出口贸易受到严重的影响。并进一步导致了国内产能过剩、制造业投资疲软、制造业工人失业等连锁问题。从中长期来看，在全球经济危机的大背景下，各国动用本国财政资源刺激经济，为防止扩张效用的外溢，贸易保护主义的结果可谓囚徒困境的必然选择。所以，我国的经济增长方式不得不转为相对之前更加依靠内需来拉动的模式。从图 4-4 可以看出，现在的经济格局与 90 年代初期显著不同的是，现在我国的外贸出口依存度非常高，大概是 90 年代初期的两倍，这意味着现时期通过投资拉动经济增长的政策措施将不再具有彼时的效力。如果考虑到基数作用，当时

可供投资的基础设施比现在要更有效率，那么现在单纯依靠政府投资拉动经济增长的难度要大得多。这进一步表明我国经济增长的根本动力不得不转变成以国内消费需求和来自企业的投资需求为主导的格局。

外部需求的大幅下滑，对当前中国的经济增长形成了显著的抑制，这样，在当前国内的信贷增长速度几乎可以与 1992—1993 年时期相媲美时，还不至于很快达到过热的程度，因为外部需求的抑制显著大于 1992—1993 年。与此同时，这也促使宏观政策决策者需要及早准备更为市场化的灵活手段，避免在经济已经在高速的信贷增长推动下迅速恢复时，错过了对经济进行适当微调的时机，换言之，利率和汇率的市场化变得更为重要。

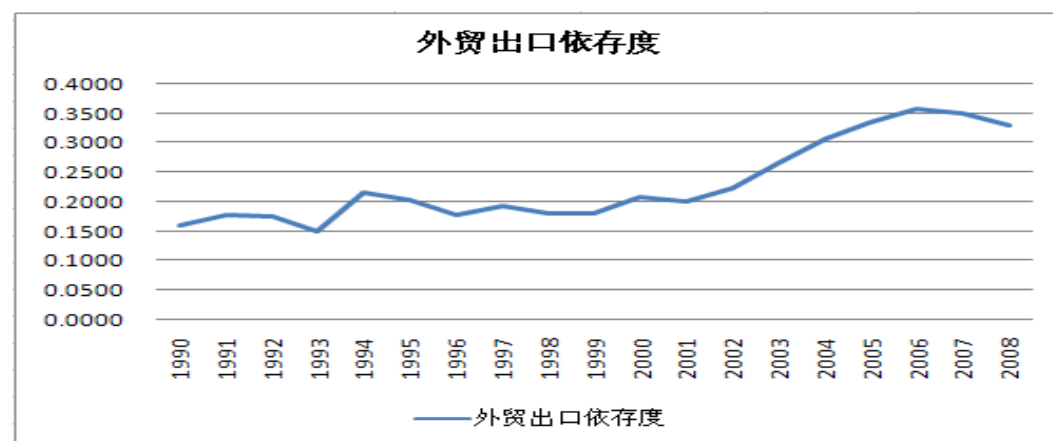
特别值得指出的是，在中国经济从调整到恢复的过程中，往往因为各种政治或者经济的压力，决策者往往不敢贸然对可能已经在高速信贷增长推动下已经出现过热苗头的经济进行适当的预警性紧缩，导致错过较好的紧缩时期，最后往往不得不采取十分激进的紧缩，使得经济运行可能需要付出更大的代价。从基本的政策工具看，往往中国的调控工具，往往是在经济回落时期的放松速度相对较快，例如持续大幅的减息，但是在经济迅速恢复之后，往往加息较慢。

图 4-3 外贸进出口总额同比增长率



数据来源：Wind 资讯。

图 4-4 外贸出口依存度

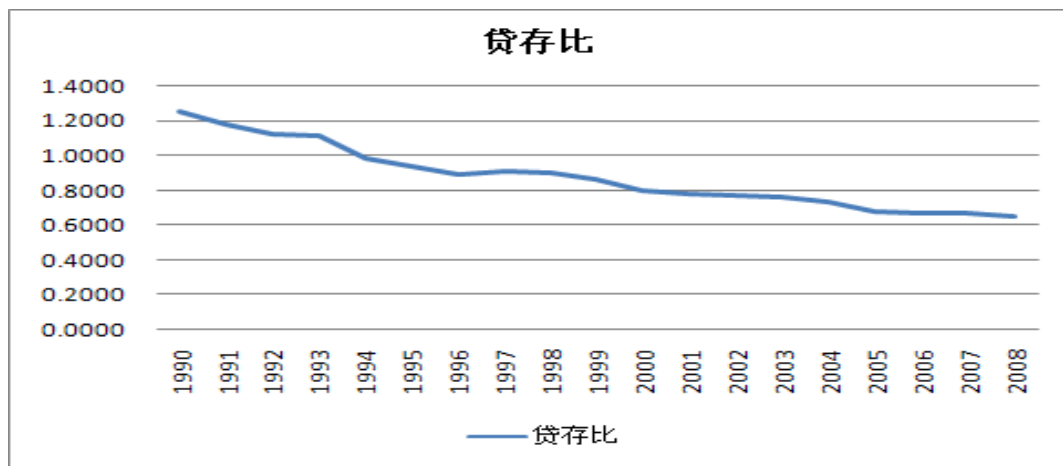


数据来源：计算方法：外贸出口依存度=以美元计出口总额 X 年度人民币兑美元汇率中间价/GDP，其中，GDP 和以美元计出口总额数据来源于 Wind 资讯，年度汇率数据来源于中国外汇管理局的《统计数据与报告》。

（三）积极的财政政策和适度宽松的货币政策与“再杠杆化”⁵和信贷扩张

与 1992-1993 年相比，从 1997 年的第一次全国金融工作会议开始，中国致力于银行业的改革和治理，降低银行杠杆，银行的贷存比率持续降低（图 4-5），目前已经处于亚洲国家的最低水平之一（表 4-1）。同时，社会投资对银行信贷的依赖程度相对减弱，整个经济中债务水平有所降低，因此在过去几年中，GDP 的增长都伴随着高储蓄和低负债，我国一直处于“去杠杆化”（deleverage）的过程中。对比之前我国的“去杠杆化”，再次提高经济中的债务水平，即实现我国经济的“再杠杆化”（releverage）。

图 4-5 金融机构贷存比



数据来源：根据 Wind 资讯“金融机构资金来源与运用（1990-2008）”数据表中，各项贷款合计期末余额/各项存款合计期末余额计算得到。

表 4-1 2008 年亚洲国家杠杆化率

国家	韩国	泰国	印尼	马来西亚	日本	新加坡	印度	中国
杠杆化率（%）	135.6	98.2	94.4	78.9	77.0	75.7	73.9	64.0

数据来源：国泰君安报告。

1. 以积极的财政政策为先导的经济再杠杆化

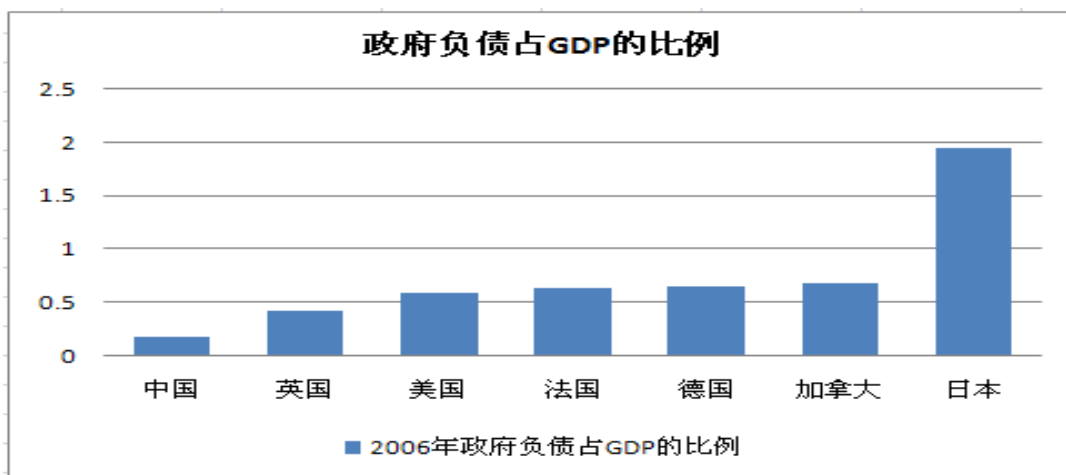
积极的财政政策是再杠杆化中加大政府杠杆的一环，这一环相对于企业、金融机构和居民的杠杆来说更易于操作，也是推动后者启动的必要动力之一。无论是纵向还是横向比较，我国现在都有更大的空间来实施必要的赤字财政。从政府杠杆率角度来看，我国国债占 GDP 的比重仅有 22%，远低于 60% 的国际警戒线，而西方其他国家这一比重高达 70% 以上（图 4-6）。所以现在我国正面临着再杠杆化（releverage）的有利时机。同时，再杠杆化也是恢复经济增长的必要举措。自 2008 年第三季度始，经济下滑态势非常明显。在出口收缩，消费疲软的情况下，决策部门启动了 4 万亿的政府主导性投资计划，以扩大内需，稳定经济增长。4 万亿的投资来源中，除新增中央政府投资 1.18 万亿元（包括中央预算内投资、中央政府性基金投资、中央政府其他公共投资和灾后重建基金等）外，其余部分将通过地方政府投资、企业投资、银行贷款及其他社会投资（包括民间投资）等方式筹集，以期带动总体的投资规模上升，并增加经济中的杠杆。

⁵ 所谓“杠杆化”（leverage）就是提高经济中的债务水平。具体来说就是各经济主体，包括政府，企业，金融机构，居民，通过债务融资的方式获得更多资金参与经济活动，从而促进经济发展。

2. 货币政策应向市场持续提供充足的流动性支持

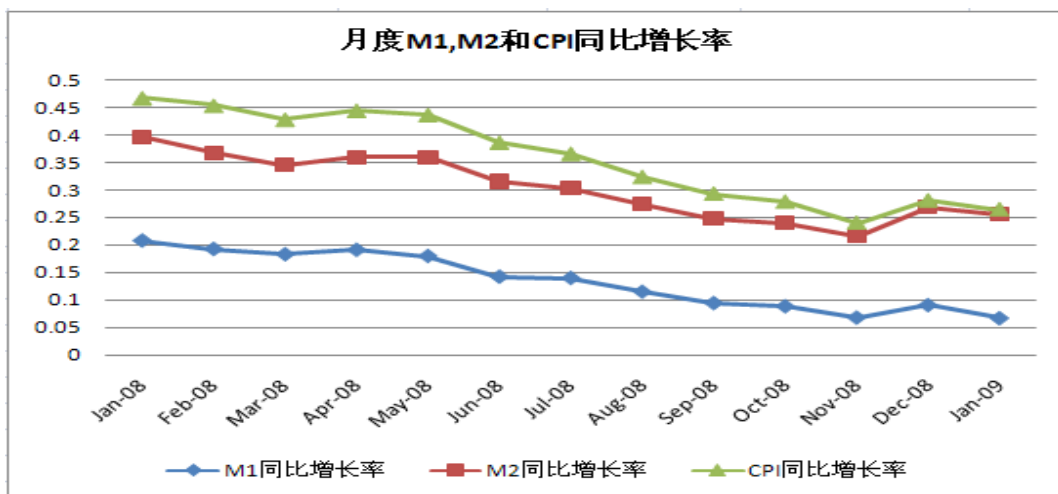
自 2008 年 11 月初，央行取消了对银行信贷规模的限制以来，根据中国人民银行公布的金融运行数据显示，2008 年 12 月份和 2009 年 1 月份的信贷规模均有较大增加，其中 12 月当月金融机构本外币新增贷款 0.7 万亿，2009 年 1 月份当月金融机构本外币新增贷款规模为 1.6 万亿，2 月份继续超过 1 万亿元。（图 4-7）。当前的经济形势与 90 年代初的“通胀型”经济特征有着诸多方面的不同。虽然持续信贷扩张之后面临潜在通胀的影响，但现在更紧迫的问题是要防止通缩预期的形成。加之外部经济形势继续恶化，内部产能过剩导致经济疲软以及结构转型等不确定性因素，企业投资意愿较为低迷。所以，我国能否走出低谷时期的重要条件之一，在于经济整体的“再杠杆化”能否顺利推行，因此信贷增长的持续性是最为重要的。

图 4-6 政府负债占 GDP 的比例



数据来源：CEIC。

图 4-7 月度 M1, M2 和 CPI 同比增长率



数据来源：Wind 资讯。

（四）本轮信贷扩张中信贷市场自身条件变化的动因分析

信贷市场所具有的通过自身条件变化（贷款标准的放松或者紧缩），能够将初始的经济冲击放大和加强的效应被称为“金融加速器机制”。所以信贷市场自身条件的变化是将当前

财政和货币政策的正向冲击得以放大的关键环节。如果银行不对宏观因素变化做出反应，或是出现“惜贷”的问题，那么政府的经济刺激计划作用将非常有限。但是商业银行作为自主经营的经济主体，追求利润最大化的过程中也同时面临着来自政府的影响以及行业内部竞争的压力。这两个方面在银行的决策行为中起着重要作用。下面主要从这两个角度考察本轮信贷扩张中，信贷市场自身条件如何变化以及未来可能的走势。

1. 外部政策因素——政府的推动

2008 年 11 月以来，政府增加银行信贷的意愿明显，货币政策做出了根本性政策转向，进入降息和调低准备金区间，对具体行业的贷款限制（如房地产行业）也正在逐步放松。对比 1989-1990 年的情况，可以说目前是在重复当时对抗经济增长下滑的策略，以财政支出与配套的银行贷款相结合。

2. 内部竞争因素——流动性充裕背景下对政府相关优质项目的争夺

当不再受限于较高的存款准备金率和信贷额度，信贷管制放松时，商业银行往往会增加放贷，以从利息收益中获取利润，在流动性异常充裕的时期，因为持续的降息导致的银行净利差的缩小，商业银行在盈利的压力下有强烈的扩张信贷的竞争压力。这是对于银行业竞争的一般性分析。当前的特殊性在于，与政府投资相关的优质项目有限，各商业银行之间会展开对优质项目的争夺，以期获取更好的收益承担相对较低的风险，所以提高了放贷力度。这也是自 2008 年 11 月份以来，信贷规模爆发式增长的主要原因之一。地方政府的一些项目带动作用的增强，并不仅仅归结为银行风险管理的放松，在更大程度上还是银行在流动性充足条件下，争取更为安全的贷款投放渠道的竞争导致的。即使是经济界一直批评的所谓票据融资大幅增长是否导致贷款虚增的争论，实际上反映的依然是商业银行超额准备金比例过高、驱使商业银行不得不通过扩张票据融资来降低低收益水平的超额准备金水平。

（五）本轮信贷扩张使经济进入“金融加速器机制”上升通道的条件分析

宽松的货币政策作为正向冲击出现，信贷市场自身条件也已放松。金融加速器的启动，关键还在于企业这一最重要的经济主体持续有效的信贷投资需求是否存在，这是“金融加速器机制”得以发挥的前提。政府主导的投资已经启动，但政府投资往往受到财政赤字等的约束不具有持续性，而信贷扩张的持续性和信贷资金运用的有效性关键取决于民间部门是否跟进，主要是企业的固定资产投资，其次是居民消费的增加以最终消化新增的产能。如前所述，货币政策传导的“金融加速器机制”主要可归结为三条渠道：企业资产负债表渠道、银行信贷渠道和家庭个人资产负债表渠道。下面从其各自对应的主体——企业，银行和居民出发，分析当前经济如何进入“金融加速器机制”的上升通道。其中，我们对居民部门的分析，不仅应当关注居民的资产负债表渠道的分析，更加强调居民消费的重要性。

1. 企业部门

（1）政府投资先行与企业投资的跟进

与 1992-1993 年相比，现在经济结构已发生明显变化。1993 年时，政府和国企可以支配的资源占整个经济的比重超过一半，到 2008 年，随着民营经济的高速发展以及国有企业的股份制改革，中国经济结构中的 70% 已经是非国有经济，政府和国有企业投资的带动

作用相对降低。当然，政府投资拉动经济的短期作用效果仍较明显，但是由于我国政府支出的规模相对较小，占 GDP 的比重仅略高于 20%，而政府支出中的投资占总投资的比重仅略高于 10%，所以要发挥信贷市场的加速器作用，实现经济的稳定增长，提升企业的投资需求进而提高企业信贷投资需求，是必不可少的环节。

（2）企业具有良好的资产负债表：银行贷款融资的比例有较大的提升空间

在 2003-2007 年经济持续扩张的时期，大中型企业的利润年均增长率达到 38%，企业留存收益占投资资金来源的比例从 15% 上升至 29%，银行贷款所占的比例从 54% 下降至 39%。企业存款和借贷的变化说明了同样的问题：2003-2007 年间企业银行贷款年均增速为 12.3%，而同期存款年均增速却达到 17.2%。结果，企业的存贷比上升了将近 10 个百分点。所以在企业当前的资产负债条件下，银行贷款融资的比例有较大的提升空间。

（3）增加非国有企业盈利与净资产升值的有效途径：行业领域放开、培育新的增长点

非国有部门对经济增长的贡献率高于国有部门，但是很多能够吸收就业、培育内需增长点的行业，因为存在严格的准入管制和垄断，从而使得很多社会资金无法进入，如铁路、电信、金融、教育、医疗等。如果能够充分利用此次扩大内需、应对危机的机会，打破这些能够创造内需增长点的行业的垄断和管制，那么社会资本的投资领域和投资效率会得到充分的扩大和提高，从而可发挥非国有部门较高的经济效率，民间资本可以避免停留在过度竞争的行业领域内而无法获得较高的回报。面临更多的投资机会，非国有企业的财务杠杆水平也将随之提高。行业领域放开、培育新的增长点是形成企业长期投资需求的有效解决方案，并将成为经济持续增长的重要动力，这也是金融加速器机制发挥作用的关键条件。

2. 银行部门

我国银行当前具有健康的资产负债表。国内的大型国有银行经过重组，遗留的不良贷款被从其资产负债表中剥离，并注入了新的资本，目前平均不良贷款率较低。在经济不景气时期不良贷款率预计会上升，但并不危及银行的放贷能力。并且目前银行具有充裕的流动性，中国银行业目前的贷存比在 65% 左右，一些大型国有银行的比例甚至更低。从 2004 年开始受持续的紧缩政策影响，银行的放贷能力一直处于被压抑的状态。这也是 08 年 11 月以来信贷持续高速扩张的一个内在因素，可见银行信贷渠道是畅通的。

3. 居民部门

当运用金融加速器的理论框架解释现实经济问题时，要注意现实情况是否满足其前提假设。企业投资增加产能，但是产出需要居民部门最终来消费，所以我们当前面临的首要问题是需求的问题，这个问题解决了，然后才能论及企业投资和信贷市场的问题，也就是金融加速器能否将经济带入上升通道的问题。所以从政策层面看，经济刺激政策不能仅依赖大型基础设施建设，重点还应当放在鼓励消费上。当然，从政策效果看，启动投资、特别是政府投资来刺激经济见效较快，而以增加收入、减税等促进消费的方式来拉动内需则时滞性强。而在当前经济迅速回落、结构调整压力下，要想有效解决过度依赖投资和产能过剩等问题，关键还是依靠扩大消费的政策措施。并且需要防止投资的高速增长可能对消费带来的挤压。

居民的消费意愿，主要取决于收入、对未来不确定性预期等因素。目前面临的问题主要是

较高的不确定性预期导致的高储蓄率以及收入分配问题。所以对社会保障和收入分配等基础制度框架进行改革创新，增加居民收入提高消费意愿是最终解决消费不足问题的关键。

五、结 论

根据金融加速器理论，企业的资产负债状况是决定企业贷款能力的关键因素。目前我国企业拥有良好的资产负债表，银行渠道畅通，信贷市场条件宽松，政府通过投资和赤字政策扩大经济中的杠杆率，带动实现经济的再杠杆化以恢复经济增长的动力。在这个过程中，信贷市场能否发挥金融加速器的作用使经济进入上升通道的关键因素是信贷的增长在风险可控的条件下保持一定的可持续性，这就需要政府投资启动之后的社会投资的跟进。短期看，在流动性异常充裕的条件下，持续快速的信贷增长有可能推动金融加速器的启动，促使中国经济进入一个复苏的阶段。在当前的环境下，当然要对金融危机的冲击乃至恶化保持警惕，但是同样需要对高速的信贷增长可能带来的潜在经济过热压力保持警惕，尽管在当前金融危机的外部环境下，这种迅速恢复的压力会明显减弱，但是也需要宏观政策工具保持市场化的灵敏性。

参考文献

1. Andrea Attar and Eloisa Campioni. “Credit Cycles in a Neo-Austrian Economy.” Structural Change and Economic Dynamics 18 (2007):249-269
2. Ben Bernanke and Mark Gertler. ” Financial Fragility and Economic Performance” , [J].Quarterly Journal of Economics, Vol.105, Issue 1(Feb.,1990):87-114
3. Ben Bernanke, Alan S. Blinder. “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission” , [J].The American Economic Review, Vol.82, Issue 4(Sep.,1992):901-921
4. Ben Bernanke, and Gertler, M. (1986), “Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations.” National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2015, September 1986
5. Ben Bernanke, and Gertler, M. (1989), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations,” American Economic Review, Vol.79(1989):14-31
6. Ben Bernanke and Mark Gertler. “Monetary Policy and Asset Price Volatility.” Economic Review 4th quarter (1999):17-51.
7. Ben Bernanke; Mark Gertler and Simon Gilchrist. “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework.” National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6455, March 1998
8. Ben Bernanke; Mark Gertler and Simon Gilchrist. “The Financial Accelerator and the Flight to Quality.” The Review of Economics and Statistics, Vol.78, No.1. (February, 1996):1-15
9. Cara S. Lown and Donald P. Morgan. “Credit Effects in the Monetary Mechanism.” Economic Policy Review(May 2002):217-235.
10. Cara S. Lown and Donald P. Morgan. “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey.” (June 2004).
11. Gabriel Jiménez; Jesús Saurina and Banco de España. “Credit cycles, credit risk, and prudential regulation.” Journal of Central Banking(2005)
12. Gary B. Gorton and Ping He. ” Bank Credit Cycles.” NBER Working Paper No. 11363 Issued in May 2005
13. Irving Fisher. “The debt-deflation theory of great depressions” . Econometrica, Vol.1, No.4, October, 1933:337-357
14. Juan Carlos Cordoba and Marla Ripoll. “Credit Cycles Redux.” International Economic Review Vol.45, No. 4. (November 2004):1001-1046

15. Nobuhiro Kiyotaki and John Moore. “Credit Cycles.” The Journal of Political Economy, Vol.105, No.2. (April 1997):211-248.
16. Siem Jan Koopman; Roman Kräussl; André Lucas; André B. Monteiro. “Credit Cycles and Macro Fundamentals.” Journal of Empirical Finance16 (2009):42-54.
17. Siem Jan Koopman; Andre Lucas and Pieter Klaassen. “Empirical Credit Cycles and Capital Buffer Formation.” Journal of Banking&Finance29(2005):3159-3179
18. Stephen D. Oliner and Glenn D. Rudebusch. “Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy?” FBRSF Economic Review 1995, No.2:3-20
19. Stephen D. Oliner and Glenn D. Rudebusch. “Is There a Board Credit Channel for Monetary Policy?” FBRSF Economic Review 1996, No.1:3-13
20. 杜清源 龚六堂,《带“金融加速器”的 RBC 模型》,《金融研究》,2005(4): 16-30
21. 海闻 卢锋 主编,《中国:经济转型与经济政策(北京大学中国经济研究中心简报汇编 1995-1999)》,北京大学出版社,2000
22. 孙天琪 张观华,《银行资本,经济周期和货币政策文献综述》,《金融研究》,2008(1): 191-205
23. 汪红驹(2003),《中国货币政策有效性研究》,中国人民大学出版社,2003
24. 温信祥(2006),《信贷周期与银行风险拨备行为》,《南方金融》,2006(4): 7-10
25. 谢平 廖强,《西方货币政策信用传导理论述评》,《金融研究》,1997(11): 51-59
26. 中国人民银行广州分行货币政策传导课题组,《中国货币政策传导——理论与实证》,中国金融出版社,2004
27. 周英章 蒋振声,《货币渠道,信用渠道与货币政策有效性——中国 1993-2001 年的实证分析和政策含义》,《金融研究》,2002(9): 34-43

作者简介

巴曙松教授，国务院发展研究中心金融研究所副所长，平安证券首席经济学家

研究员，博士生导师，享受国务院特殊津贴，中央国家机关青联常委

还担任：

人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家

中国证监会基金评议专家委员会委员

中国银监会考试委员会专家

招商银行博士后流动站指导专家

宁波银行首席经济学家

中国科技大学、华中科技大学、南开大学、中山大学等高校兼职教授并指导硕士和博士研究生

曾经担任中共中央政治局集体学习主讲专家，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务

先后被评为“中国基金业 10 年特别贡献奖”、“地方金融贡献奖”、“20 位中国商业观察家”

联系电邮：bashusong@163.com

联系电话：00852-66293269

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257