

准备金政策与社会融资规模

——准备金率政策的有效性

范志勇 于泽

摘要：本文以 2001 年到 2011 年 1 季度的宏观层面数据为研究对象，没有检验出商业银行超额存款准备金率与贷款增长率和更广义货币所代表的社会融资总额之间存在显著的相关性，因此并不支持通过调整法定存款准备金能够有效影响信贷规模的判断。导致这一现象的原因可能来自两个方面：一是来自商业银行基于利润最大化的资产负债管理；另外一个可能的原因在于由于历史原因造成的金融机构在结售汇市场份额上的差异，紧缩的准备金政策不断被外汇储备增加而抵消。因此本文认为要增强准备金政策的效果，还应配合其他结构性政策。

一、前言

存款准备金率作为传统理论意义上中央银行控制商业银行贷款规模的最强有力的工具近年来成为最频繁使用的政策工具。如果以产出缺口或者通货膨胀作为最终目标，存款准备金率工具是否有效不仅取决于银行贷款在整个社会融资规模中的比例，还取决于准备金率是否能够有效的调节贷款数量。

随着中国金融市场的发展，社会融资结构出现了实质性的变化。社会融资的主要渠道一度是商业银行发放人民币贷款，统计人民币新增贷款基本上反映了我国社会融资的整体状况，偏差不大。然而最近几年来，随着直接融资的快速发展，非银行金融机构的融资功能日益增强，银行等金融机构创新性地向社会提供形式多样的融资，以及民间融资、私募股权基金的日益发展，使我国社会融资规模和结构发生了显著的变化。

在上述背景下，中央银行准备金政策是否能够取得预期的效果将取决于多种复杂因素。本文将对存款准备金政策的效果进行评估，并试图在理论层面上说明其原因。

下文分为 4 个部分。第二小节介绍当前我国融资结构的变化趋势；第三小节在理论上分析存款准备金政策有效性的前提条件以及异质性商业银行的影响；第四小节从宏观层面上对我国当前的存款准备金政策的效果进行实证检验，最后是结论。

二、社会融资总量与结构

2011 年中国人民银行开始公布“全社会融资规模”数据，尽管尚未有足够的历史数据，但是为我们全面了解中国经济的融资结构提供了一个渠道。除此之外，由于中国 M2 指标存在的一些缺陷，有经济学家也在尝试通过其他的指标弥补 M2 在预测中国宏观经济方面的不足。在本小节中，我们简要介绍中国融资数量及其结构问题；此外还将就中国近年来存款准备金率政策的变化进行简要描述。

（一）社会融资：规模上涨背后的结构剧变

根据中国人民银行《2011年1季度金融统计数据报告》指出：2010年社会融资规模14.27万亿元，2011年1季度则达到4.19万亿元。从2002年到2010年，社会融资规模由2万亿元扩大到14.27万亿元，年均增长27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高9.4个百分点。2010年社会融资规模与GDP之比为35.9%，比2002年提高19.2个百分点。

按照金融统计数据报告公布的数据，我们总结了2010年全年和2010年、2011年1季度社会融资规模的基本情况。根据中国人民银行对社会融资规模的定义，企业债融资、非金融企业股票融资、银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款、人民币贷款和外币贷款折合人民币着7大类构成了社会融资的主要组成部分，从2010年的情况看，这7大类融资渠道约占融资规模的98%，2011年1季度则达到约97.6%。

表1 2011年1季度社会融资规模基本情况

万亿	总量	企业债融资	非金融企业股票融资	银行承兑汇票	委托贷款	信托贷款	人民币贷款	外币贷款折合人民币	其他
2010年	14.27	1.20	0.59	2.33	1.13	0.39	7.95	0.41	0.28
各项目比重(%)		8.4	4.1	16.3	7.9	2.7	55.7	2.9	2.0
2010年1季度	4.51	0.27	0.12	0.91	0.15	0.21	2.59	0.19	0.06
各项目比重(%)		6.0	2.7	20.1	3.3	4.7	57.6	4.3	1.3
2011年1季度	4.19	0.46	0.16	0.76	0.32	0.01	2.24	0.15	0.10
各项目比重(%)		10.9	3.7	18.2	7.6	0.2	53.5	3.5	2.4

数据来源：作者根据中国人民银行《2011年1季度金融统计数据报告》和中国人民银行网站相关数据计算。按照人民银行当前的统计，社会融资规模包括各项贷款、银行承兑汇票、企业债券、非金融企业股票、保险公司赔偿、保险公司投资性房地产及其他各项之和，以上项目未单列的部分计入“其他”项中。

根据中国人民银行初步统计，2011年1季度社会融资规模增加4.19万亿元，其中人民币贷款增加2.24万亿元，占社会融资规模的53.5%，贷款仍是最主要的融资渠道；外币贷款折合人民币增加1474亿元；委托贷款增加3204亿元，信托贷款增加91亿元，两项并不进入商业银行资产负债表，约占融资规模的7.8%左右；银行承兑汇票增加7611亿元，企业债券净融资4551亿元，是继银行贷款之后最主要的两个融资渠道。

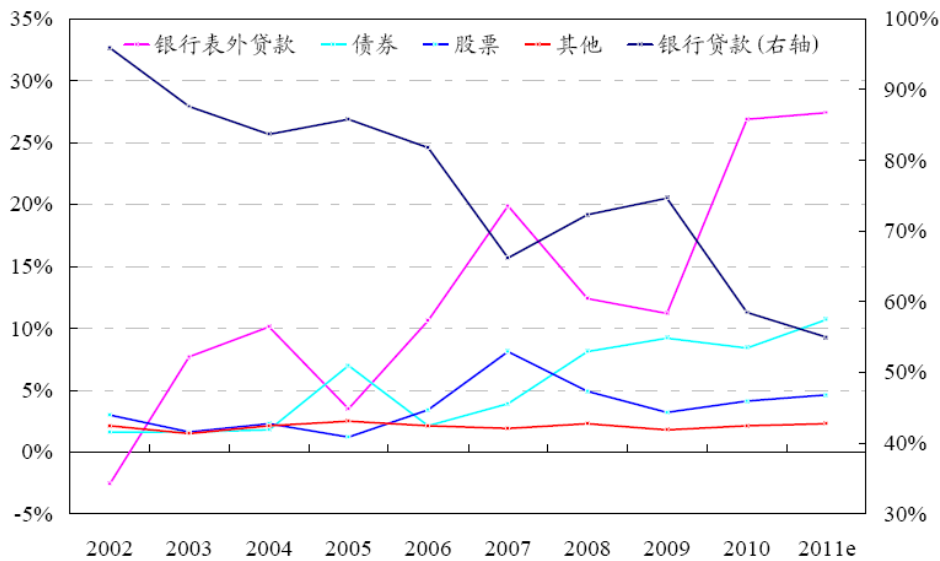
从同比增速角度看，2011年以来随着货币政策的调整，社会融资规模总水平呈现下降趋势，同比下降0.32万亿，其中银行本外币贷款规模较去年同比下降0.39万亿；而委托贷款和企业债融资规模则上升0.36万亿，基本弥补了银行贷跨下降的影响。

与此同时，我们发现改革开放以来社会融资结构发生了巨大变化，该变化趋势在相当长的时间内得以持续。根据中国人民银行公布的数据，2002年我国社会融资规模2万亿元，其中，新增人民币贷款占比92%，其他形式的融资仅占8%。在2010年前后尽管本外币贷款仍然是中国社会融资的主要渠道，其规模约占融资总规模的60%左右，其他融资或者通过非银行金融机构或者虽然由商业银行作为中介完成。^①此外，从增长速度而言，“从2002年到2010年，社会融资规模年均增长27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高9.4个百分点”则进一步表明除人民币贷款之外的其他融资规模的增长速度要比人民币贷款快得多。因此，仅仅统计人民币新增贷款，已经不能全面、准确地反映我国社会融资状况，迫切需要建

^①有专家指出“上述数据没有包括实体经济主体之间的商业信用、民间融资、私募股权基金等融资形式。如果考虑这些融资，人民币新增贷款在我国社会融资中的地位将进一步下降。”，参见张伟（2011）。

立一个有关我国社会融资规模及结构的指标体系，以全面、准确反映金融与经济关系以及实体经济的融资总量。

(图1)给出了国泰君安根据中国人民银行“全社会融资规模”的组成对历史数据的推断，该结果印证了本文对中国融资结构的推测。



(图1) 2002年以来中国融资结构变化^①

尽管社会各界对于中国人民银行所公布的“社会融资规模”指标的理论依据和实践意义有诸多不同的理解，但是该指标对于全面反映我国社会融资的规模和结构变换提供了新的信息来源。例如在一些列紧缩政策下，人民币贷款增速受到抑制，这是否表明我国当前融资总规模也同样得到抑制呢？2011年1季度，人民币贷款同比减少的同时，委托贷款的数量却出现了较快增长，导致人民币贷款在整个融资总额中的比重下降。据《上海证券报》披露，2011年1季度，商业银行新增房地产贷款共计5095亿元，同比少增3338亿元；表面上商业贷款减少的同时，中国信托协会的统计数字表明2011年“前4个月，信托公司共计发行集合类房地产信托项目222个，募集资金722亿元，发行数量同比增长67%，募集资金规模同比增长115%。”^②而信托公司诸多产品，如“资金集合信托”、“股权投资集合信托”、“城市发展基金信托”、“特定资产收益信托”尚不在上述统计范围内。

(二) 一个更广义货币的概念

由于中国人民银行并未公布“全社会融资规模”的历史数据，现有研究机构对该数据的推测所得到的是时间序列较多，尽管人民银行给出了该指标与主要宏观经济变量的相关性，但是无法判断该指标的动态变化特征及其对其他宏观经济变量的预测能力。

除了上述中国人民银行给出的统计口径之外，对于融资规模还有其他的计算方法。按照所谓内生货币的观点，货币存量的变化实际上是金融机构满足经济主体融资需求的结果，从这个角度出发，融资与货币实际上是相互对性的。针对中国人民银行提出的“社会融资规模”指标，宋国青(2011)认为“央行提出的融资总量在贷款基础上增加了股票债券等指标，没有包括外汇占款，这实际上是国内融资总量。央行购买外汇毫无疑问会增加货币，同时也是

^①资料来源：国泰君安《社会融资总量的跟踪和预测》。

^②《央行：管不住信托就不可能控制社会融资总量》，《上海证券报》，2011年05月19日。

融资（国外融资）。国内融资总量加上国外融资总量才是全社会融资总量”。

与流动性总量相对应全社会融资总量包括三部分：一是贷款，二是外汇占款，三是贷款之外的其他融资。如果不考虑误差，融资与货币应该对等。宋国青认为目前中国 M2 货币口径可能有些狭窄。一方面，一些本应计入 M2 的项目未被计入 M2；另一方面，M2 包含银行存款，但不包含其他金融机构存款，M2 加上其他金融机构存款可以作为 M3 货币口径。

本文根据贷款与货币的关系，借鉴宋国青（2007）构建所谓“更广义货币”，该指标通过中国人民银行“存款性公司概览”中的“国外净资产”与“国内信贷”之和构建“更广义货币”，重点考察该指标的增长率。^①（图 2）显示了该更广义货币指标与 M2 同比增长率之间的差异。虽然两个指标显示出将强的共同趋势性，但是在 2007 年初到 2009 年初期间更广义货币的增长率显著的高于 M2 的增长率，而此后直到 2011 年初期间 M2 的增长率相对更高。

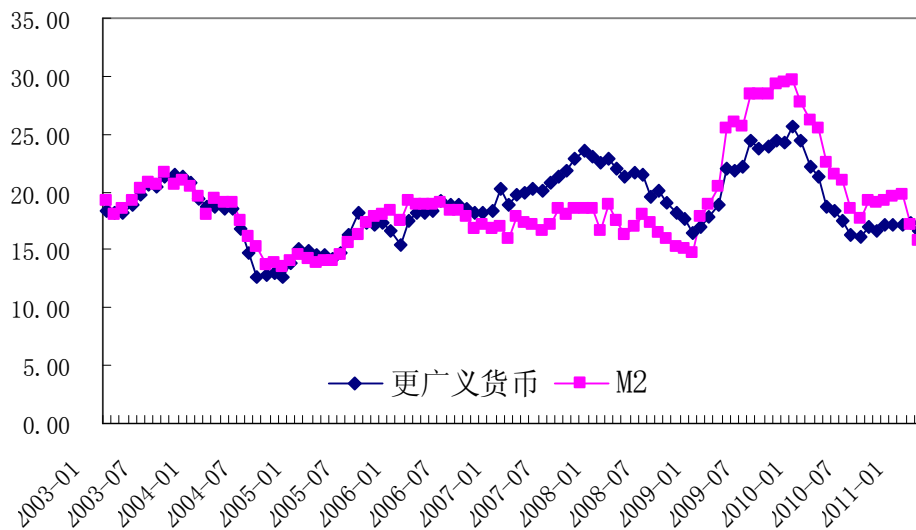
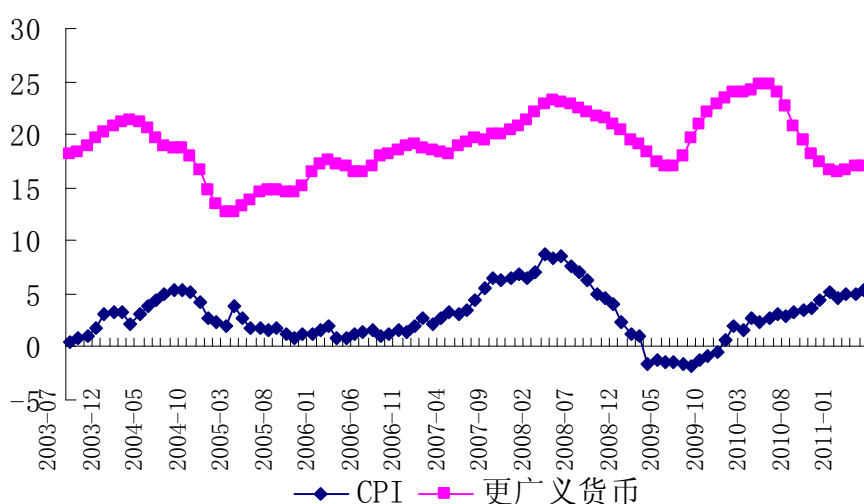


图 2 更广义货币与 M2 同比增长率比较

无论是中国人民银行公布的“社会融资规模”还是上述所谓的“更广义货币”概念，最终目标是通过这些中间目标改进宏观经济政策的有效性。构建新的货币或信贷指标的目的在于为未来宏观经济走势提供更好的先行指标。以通货膨胀为例，更广义货币指标的预测能力究竟如何？（图 3）考察更广义货币同比增长率三个月移动平均滞后 3 期值与 CPI 同比增长率的关系，图中显示 2010 年之前该指标对于通货膨胀有较强的预测能力或者显示中国通货膨胀有较强的货币数量论特征。然而 2010 年之后，在应对危机的天量货币增长背景下该指标对通货膨胀的预测表现较差。究其原因或许是由于经济危机的特殊性造成，该指标未来尚有改进空间。

^① 根据中国人民银行对金融机构的分类，“存款性公司”包括“货币当局”和“其他存款性公司”，“其他存款性公司”具体包括政策性银行和商业银行（含合作金融机构、邮政储蓄局和财务公司）。



(图3) 更广义货币三月移动平均与CPI同比增长率(%)^①

三、异质性商业银行与存款准备金政策效应

由于商业银行信贷目前仍然是我国社会融资的最主要来源,而且存款准备金政策理论上会对银行可贷资金造成冲击,因此分析准备金政策的有效性仍然具有重要的实践意义。近年来,法定存款准备金率已成为央行调节信贷供给和融资总水平的重要工具之一。然而对于存款准备金率工具的有效性无论是理论研究还是政策实践领域都有较多的争议。要判定法定存款准备金政策的有效性需要回答以下三个方面的问题:首先是存款准备金率调整通过什么渠道影响信贷总量;其次哪些因素会削弱甚至阻碍法定存款准备金政策效果;第三,法定存款准备金政策对不同性质商业银行的信贷行为是否存在差异,这些差异又会对银行信贷供给造成什么影响?

(一) 准备金政策有效性的理论前提条件

货币政策的信贷渠道强调银行贷款在货币政策传导机制中的重要作用,该理论认为银行贷款作为银行资产负债表中资产方的一个重要项目,可以对经济活动产生重要的影响。由于银行信贷一直是中国经济最主要的融资渠道,因此该理论的研究是近年来国内研究关注的热点。

信贷渠道传导理论认为银行贷款市场是不完善的,金融机构的流动性管理使得贷款供给不仅依赖于金融机构可贷资金的供给,还依赖于借款者的资产负债状况、担保等非价格条款的作用。在此基础上, Bernanke和Blinder(1988)提出CC-LM模型,将金融资产区分为货币、债券和银行贷款,假定它们是不完全替代的,并由此提出了信贷市场、货币市场和商品市场三市场均衡的模型,奠定了信贷渠道的理论基础。Bernanke和Gertler(1995)总结了信贷传导渠道的两个主要途径:银行贷款渠道和资产负债表渠道。

^① 更广义货币三月移动平均为滞后3个月数值,从图中可以发现该指标在2009年-2010年期间对CPI的预测效果较差。

余明（2008）梳理了一个存款准备金率调整对实体经济的传导渠道。具体来看，以存款准备金率上升为例，法定存款准备金率上升→商业银行资产负债表→贷款→借款人投资→总产出。在这个传导过程中，法定存款准备金政策的有效性取决于两个方面：一是法定存款准备金政策对商业银行资产负债表的影响能否能够对银行贷款产生直接、决定性的作用。二是家庭、厂商等借款人对银行贷款的依存度，依存度高则货币政策的效果好，反之则差。

在考虑银行资本金和其他负债的情况下，商业银行体系的贷款规模、债券投资规模和准备金规模之和应该等于存款规模，（见表2）。

表2 包含银行资本金及其他资金来源的简化资产负债表

资金运用（资产）	资金来源（负债）
准备金（R）	存款（D）
贷款（L）	资本金和其他来源（如同业拆借、借入准备金等）（C）
债券（B）	

来源：根据余明（2008）第59页表2扩展得到。

根据会计记帐原则： $D + C = L + R + B$ ，进一步将准备金区分为法定存款准备金 δD 和超额准备金 θD ，即 $R = (\delta + \theta)D$ ，代入到上述方程中得到 $L = (1 - \delta - \theta)D + C - B$ ，该方程对时间求导数得到本文的核心方程：

$$\frac{dL}{dt} = (1 - \delta - \theta) \frac{dD}{dt} + \frac{dC}{dt} - \left(\frac{d\delta}{dt} + \frac{d\theta}{dt} \right) D - \frac{dB}{dt} \quad (1)$$

方程（1）显示提高存款准备金率是否能实现降低贷款的目的取决于银行资产、负债等其他方面的变化是否会部分或者完全抵消存款准备金率变化的影响。从方程（1）中我们发现商业银行至少可以有四种途径削弱中央银行提高法定存款准备金率的紧缩性政策效果：第一，通过降低超额存款准备金率抵消法定存款准备金率提高的信贷紧缩效果；第二，通过扩大存款负债规模增加可用资金，以抵补法定存款准备金率提高所引起的可用资金减少；第三是通过减少债券等其他投资规模增加可用资金，以抵补法定存款准备金率提高所引起的可用资金减少；最后是通过扩充资本金或增加无需缴纳准备金的同业存款规模以抵补法定存款准备金率提高所引起的可用资金减少。由此可见，从商业银行资金来源与运用的角度来看，法定存款准备金政策是否有效；如果有效效果有多大还要受到商业银行超额准备规模、资金来源渠道、资产组合调整速度（债券与贷款的转换速度）等因素的影响。

这方面可以具体看一下我国的情况。目前，我国的准备金制度是滞后管理模式。央行对金融机构的法定存款准备金实行按旬计算，滞后期为5天，持有期为当旬第五日至下旬第四日。在这种滞后管理模式中，商业银行能够明确知道自己需要持有多少准备金，中央银行根据各金融机构法人每日汇总的全系统一般存款余额表和日计表也能明确知道商业银行需要持有多少准备金，目前其持有的准备金是不足还是有剩余。在这种制度下，按照货币供给外生理论的观点，中央银行可以通过调整法定准备金率，从而调整货币供给量。而如果货币要成为内生变量，中央银行就必须根据银行法定准备金持有的情况，在银行准备金不足的时候注入。那么，我国央行对于法定准备金的供给是否是“适应性”的呢？

我国目前向银行系统注入资金的方式为公开市场业务，主要工具是央票和回购。所以，要考虑央行对于法定准备金的供给是否为“适应性”的，可以关注在央行提高法定准备金率后，是否向货币市场注入流动性。因为提高法定准备金率后，首次缴纳法定准备金的时候很容易产生准备金不足的情况，如果是执行紧缩货币政策，那么可以不管商业银行的状况，从而迫使商业银行减少贷款，降低存款，从而降低需要缴纳的法定准备金。但是如果是适应性

的，央行会在提高法定准备金率后再给商业银行注入流动性，使得商业银行可以缴纳法定准备金。例如，我国历次法定准备金率上调后，从央票发行和到期量中不难看出，在上调法定准备金率的前一周和后一周，央行大多数情况是注入流动性，商业银行可以从中央银行手中获得本旬需要缴纳的法定准备金。因此，我国央行实际上在提高法定准备金率的同时注入流动性，这就不会对商业银行的资产组合产生什么影响，商业银行有充分的空间发放贷款，并创造存款。同样地，从回购交易的情况也可以得到相似的结论。

同时，如果准备金是适应性供给的，影响银行间市场利率走势的就主要不会是准备金率调整，而是货币市场的扰动因素。准备金率上调对 SHIBOR（品种为 7 天和 3 个月）影响不大，有时反而会伴随 SHIBOR 走低。这也证明，我国的公开市场业务实际为“适应性”的，当商业银行需要流动性的时候，中央银行就通过公开市场业务注入流动性。因此，货币内生性另一个前提条件也满足了。

我国央行为什么会适应性供给准备金呢？这是因为中央银行必须保证金融市场稳定运行。因为当商业银行贷款规模扩大，导致存款扩大，从而产生银行系统的准备金不足的时候，如果中央银行拒绝借给商业银行准备金，那么同业拆借市场的利率就会大幅上升。但是，这种上升是没有效率的，因为所有的银行都没有准备金，利率上升也不会改变这种局面。而利率上升会导致金融市场动荡。中央银行的职能之一就是保证金融市场稳定运行，所以必须借出准备金。所以说，中央银行可以拒绝一家银行，但是不能拒绝银行系统，必须提供准备金。

进一步分析，由于超额准备金是银行发放贷款的前提，放映了商业银行增加贷款的潜力。我们进一步考察在存款准备金不断调整的背景下，商业银行超额准备金变化的情况。将方程（1）稍作变形得到：

$$\frac{d(\theta D)}{dt} = (1-\delta) \frac{dD}{dt} + \frac{dC}{dt} - \frac{d\delta}{D} - \frac{dB}{dt} - \frac{dL}{dt} \quad (2)$$

对于单个银行而言，造成超额存款准备金增加的因素有两个：首先是存款增加，从这个角度来看吸收存款对于增加银行放贷能力有积极意义，特别是随着外汇储备增加，由购买外汇所带来人民币存款增加对于部分商业银行有较大的影响；第二个因素是银行可贷资金的其他来源（C）的增加，例如同业拆借、借入性存款准备金以及准备金利息收入等等。造成超额准备金下降的因素包括三个方面：法定准备金率上升、其他投资增加以及发放贷款。上述方程仅是数量恒等式，影响商业银行资金在不同资产之间配置的最终决定因素是各种资产的相对风险和收益。

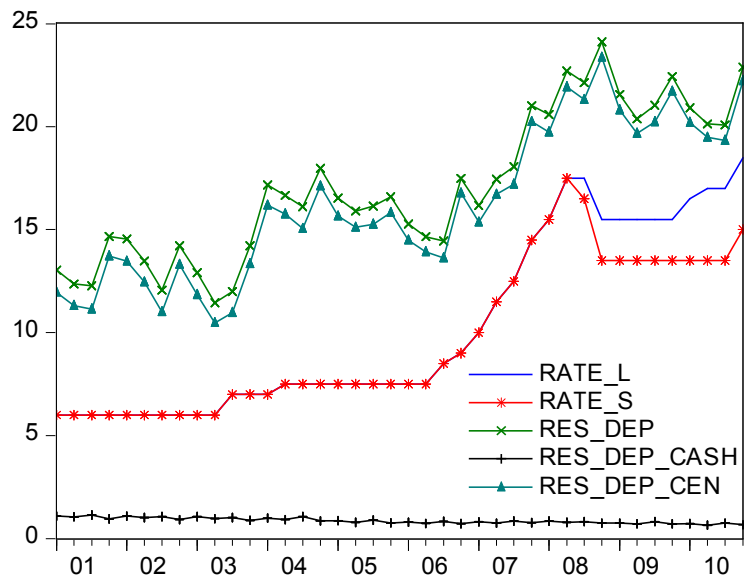


图4 法定存款准备金率与实际总准备金率（2001-2010）^①

2006年之后，中国人民银行开始频繁调整法定存款准备金，准备金调整对超额准备金和贷款的影响如何呢？本文计算了在存款准备金率不断调整的情况下，银行实际准备金率的变化。商业银行的准备金区分为现金和存放在中央银行的准备金。图4中RES_DEP_CASH表示商业银行的现金存款准备金率，从2001年到2010年间该比例基本稳定，维持在0.7%-0.8%左右。商业银行存放在中央银行的准备金与银行存款的比例为RES_DEP_CEN，该比例随着法定存款准备金率调整表现出相似的调整趋势，现金比例(RES_DEP_CASH)与中央银行存款比例(RES_DEP_CEN)之和构成商业银行实际总准备金率。两者之和与法定存款准备金率之差即为超额存款准备金率。

在法定存款准备金不断上升的背景下，超额存款准备率下降了么？我们采用实际总准备金率与大型和小型金融机构法定存款准备金率之差近似的反应银行超额准备金变化的趋势。2003年和2008年之后银行超额准备金分别经历了一个下降过程。目前超额准备金处于2008年以来的较低水平，2011年初超额准备金率又有所反弹。以大型金融机构存款准备金率计算，目前的超额准备金率约在4.4%左右，而以小型金融机构存款准备金率计算则在7.9%左右。虽然上述指标并不能反映每个金融机构的状况，但表明从一般情况来看，金融机构存款准备金率尚有调整空间。有两点值得特别说明，超额准备金率高并不表明银行贷款增长一定较快，这取决于借款人的还款能力。例如2003年之前银行超额准备金处于较高水平，但是由于通货紧缩期间企业偿债能力较差，贷款增速较低。另一方面在中国外汇储备高速增长的背景下，外汇流入对不同规模的银行会产生不同的影响，导致不同银行之间可能存在较大差异。这是下文要分析的内容。

^① 本图中的研究对象为中国人民银行统计的“其他存款金融机构”。

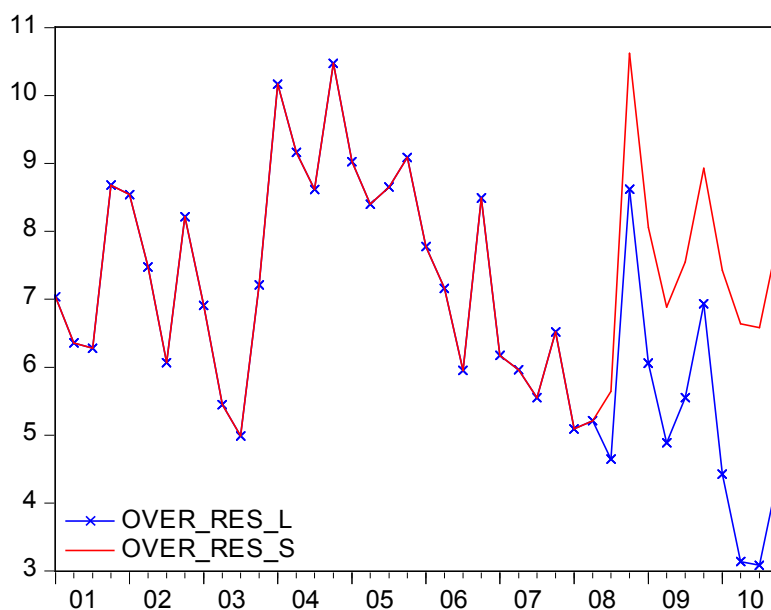


图5 金融机构超额准备金率 (2001-2010) ^①

(二) 异质性商业银行与准备金政策有效性

超额准备不仅是个总量问题，还是个结构问题。根据 CEIC 统计数据显示，中国大型银行的流动性资产比率显著高于中小型银行，2003 年 4 月-2010 年 4 月期间，全国性大银行一直是同业拆借市场的资金净拆出方，而中小型银行一直是同业拆借市场的资金净拆入方。由于大型金融机构和小型金融机构在资金供需方面的不对等，法定存款准备金政策调整所造成的影响必然也是不同的。这不仅关系到存款准备金政策对个别金融机构的影响，更关系到该政策是否能取得预期的宏观经济效果。

根据货币政策传导的银行贷款渠道理论，由于商业银行在资产规模、流动性、资本状况等方面的异质性，具有不同特征的银行对央行货币政策调整的反应程度也存在较大差异。为了提高货币调控的效率，货币政策不仅要关注金融机构流动性的结构特征，还要分析货币政策调整可能引发的银行信贷供给变动的结构效应。大型银行由于具有更多融资渠道和较低的融资成本，因而与小型银行相比，其流动性资产比例往往较低，并且能通过主动性负债管理以降低资金成本；在银行同业拆借市场，小银行往往是银行间市场上的资金净供给方，而大银行往往是银行间市场上的资金需求方。

那么为什么中国银行业的流动性结构会与传统理论之间存在如此巨大的差异呢？一个可能的解释是由于大量外汇储备增加对大型金融机构和小型金融机构的影响存在显著的不对称性。国际收支的持续大规模顺差被认为是影响近年来中国宏观金融环境和导致银行体系整体流动性充裕的最重要因素。1998-2009 年期间，央行国外净资产增加了 17.03 万亿元，而同期基础货币增长 11.26 万亿元。这意味着若不考虑央行事后的各种冲销政策，国际收支的持续双顺差，通过企业将外汇资产卖给商业银行，商业银行再将外汇资产卖给中央银行的通道，央行向金融体系注入了 17.03 万亿元高能货币；2005 年以来，央行外国净资产的存量已超过基础货币量，截至 2009 年底我国央行外国净资产存量折合人民币达 18.38 万亿元，

^① 本图所研究的对象与上图相同。

而同期基础货币存量为 14.40 万亿元，央行国外净资产/基础货币超过了 1.28。^①

由于历史的原因，我国外汇结售汇等业务主要集中在全国性大银行，大部分城市商业银行及城市和农村信用社在外汇业务领域几乎没有作为。据统计，2006 年底 5 大国有银行（工、农、中、建、交）资产占银行业金融机构的总资产比重为 55.15%，当度结售汇市场份额为 71.05%；其他 12 家全国股份制银行的结售汇市场份额为 16.68%，城市商业银行以及城市和农村信用社等小型银行总资产占比为 16.37%，结售汇市场份额仅为 3.25%。2009 年上述 5 大国有银行在结售汇市场上的份额仍然达到 67.93%。2003-2009 年期间，我国央行国外净资产增加了 16 万亿元，意味着顺差经结售汇使得结售汇银行初始存款增加了 16 万亿元，而这些增加的银行初始存款主要集中在结售汇市场占据主导地位的全国性大银行，构成其存款增加和资产规模膨胀的重要来源。不考虑派生存款和存款溢出的情况下，2003-2009 年期间全国性大银行结售汇初始存款增加约占其全部吸收存款增加的比例超过 50%，约占 2009 年末全国性大银行存款存量的 1/3。^②徐明东和陈学彬（2010）进一步从不同规模的商用银行结售汇份额特征对银行间市场上资金供求特征进行了研究。作者发现从 2001 年到 2009 年期间，商业银行结售汇市场份额特征对其信贷供给及银行贷款渠道有显著的影响。国际收支顺差的流动性分配效应是解释中国银行业流动性结构特征的重要原因，国际收支持续大规模顺差导致的流动性供给主要集中在大型银行。在控制了其他因素影响的情形下，结售汇市场份额越大的银行，其信贷供给意愿和能力相对越强，对存款准备金率等数量型货币政策工具的反应敏感度越低。

四、准备金政策有效性吗——基于超额准备金率变动的实证分析

检验法定存款准备金率政策是否有效取决于给定其他条件不变下，通过提升法定存款准备金降低商业银行的超额准备金，减少银行的可供资金，从而达到降低银行贷款和社会融资总量进而降低货币供给总量。由于缺乏银行微观数据，本文未从银行微观层面研究准备金政策对银行信贷的影响。本文采取宏观层面的数据研究超额准备金对信贷和更广义货币的影响。本文的实证研究分为两个层次：第一个层次研究超额准备金对银行信贷的影响；第二个层次则研究超额准备金对更广义货币供给的影响。

（一）超额准备金率与信贷供给

为了通过实证研究分析超额准备金率变化与信贷增速之间的关系，本文首先通过 Granger 因果检验方法定性的判断银行潜在贷款能力变动与事后贷款增速的关系。表 3 显示在贷款增速和超额准备金率变动两个变量之间并不存在 Granger 意义上的因果关系。

（表 3）贷款增速和超额准备金率变动的 Granger 因果检验^③

原假设:	Obs	F-Statistic	Prob.
贷款增速不是超额准备率变动的Granger原因	38	1.25622	0.2700
超额准备率变动不是贷款增速的Granger原因		0.62476	0.4346

^① 参见徐明东、陈学彬（2010），由于原文没有标明出处，本文以网站上传时间为准。

^② 相关数据得自徐明东、陈学彬（2010）。

^③ 样本区间为 2001-2010 年，贷款增速和超额准备金率变动分别为季度环比数据。滞后期为 2，结果对于滞后阶数稳定。

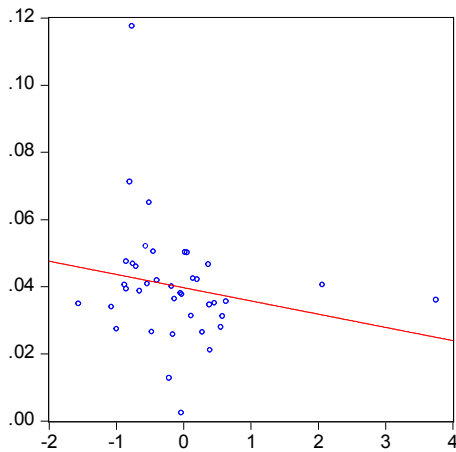


图6 贷款增速与超额准备金变化(%)

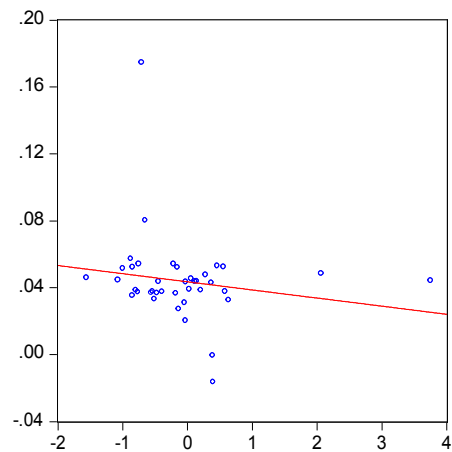


图7 更广义货币增速与超额准备金变化(%)

(表4) 贷款增速对超额准备金变化的 OLS 回归结果^①

变量	系数估计值	标准误	t统计值	Prob.
DOVE_SA	-0.004	0.003	-1.243	0.222
C	0.040	0.003	13.997	0.000

简单的 OLS 回归显示，贷款增速与超额准备金变化呈现负相关现象，但是回归系数不显著，表明超额准备金率的变化对贷款增速的影响有限。虽然进一步，考虑到信贷供给取决于贷款供求两方面的因素。超额准备金反映了银行信贷供给的能力，影响需求方的因素包括贷款的成本以及需求方贷款偿还能力的因素。本文拟采用如下方程形式进行回归：

$$\Delta \ln L_t = c_t + \alpha_1 \Delta \ln L_{t-1} + \alpha_2 \Delta \ln GDP_t + \alpha_3 \Delta \ln INV_t + \alpha_4 \Delta i_{C,t} + \alpha_5 \Delta i_{L,t} + \alpha_6 \Delta OVE_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中 $\Delta \ln L_t$ 表示环比贷款增长率，表示贷款供给的变化情况； $\Delta \ln GDP_t$ 表示环比实际 GDP 增长率作为反映经济增长以及借款人偿债能力的替代变量； $\Delta \ln INV_t$ 表示环比固定资产投资增长率，作为贷款需求的替代变量； $\Delta i_{C,t}$ 表示银行同业拆借利率环比变化，作为商业银行资金成本的替代变量， $\Delta i_{L,t}$ 表示实际贷款基准利率变化，作为贷款成本的替代变量； OVE_t 表示商业银行超额准备金率，作为银行贷款能力的替代变量。考虑到贷款增长率可能对超额准备金率的内生性影响，我们在实际回归中将 OVE 变量滞后一期，对于 GDP 和投资增长率适当考虑滞后值的影响。上述方程的回归结果显示，无论是超额准备金率变动的当季值还是滞后值，对于贷款增速的影响均不显著。

(二) 超额准备金率与更广义货币供给

沿用上一节实证研究方法，本节着重考察超额准备金率的变动与更广义货币增长率之间是否存在动态相关性。表 5 同样显示在更广义货币增速和超额准备金率变动两个变量之间并

^①限于数据的可获得性，本文选取数据为 2001 年到 2011 年 1 季度季度数据。实际 GDP 根据名义 GDP 和季度 CPI 进行调整得到，OVE 指标为本文计算得到，原始数据来自中国人民银行网站和《中国人民银行统计季报》，其他数据由中经网统计数据库得到并进行相应计算。相应变量均进行了季节调整和平稳性检验。

不存在 Granger 意义上的因果关系。

(表 5) 更广义货币增速和超额准备金率变动的 Granger 因果检验^①

原假设:	Obs	F-Statistic	Prob.
超额准备率变动不是更广义货币增速的Granger原因	38	0.24095	0.7873
超额准备率变动不是更广义货币增速增速的Granger原因		0.21880	0.8047

(表 6) 更广义货币增速对超额准备金变化的 OLS 回归结果^②

变量	系数估计值	标准误	t统计值	Prob.
DOVE_SA	-0.005	0.005	-1.023	0.313
C	0.044	0.004	10.249	0.0000

与上一回归结果相似，超额准备金变化的 OLS 回归系数为负值，但是系数并不显著。同样的，我们也试图通过计量方法研究超额准备金率与更广义货币供给的关系，借鉴方程(3)的形式：

$$\Delta \ln M_t = c_t + \alpha_1 \Delta \ln M_{t-1} + \alpha_2 \Delta \ln GDP_t + \alpha_3 \Delta \ln M_t + \alpha_4 \Delta i_t + \alpha_5 \Delta i_L + \alpha_6 \Delta OVE_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中 $\Delta \ln M_t$ 表示更广义货币供给环比增长率，其余变量与方程（3）中的变量相同。

方程（4）的回归结果同样表明无论是超额准备金率变动的当季值还是滞后值，对于贷款增速的影响均不显著。

五、结论

本文通过以超额存款准备金率的变化为中间变量探讨存款准备金政策与贷款和社会融资水平的关系。本文的主要结论发现：

首先，理论研究表明，作为银行发放贷款的前提条件，超额准备金率并不会随着法定存款准备金率的提高而同步降低。超额存款准备金进而贷款规模的变化而取决于银行的资产和负债管理行为，特别是当商业银行进行主动负债管理时，甚至可以实现现增加贷款然后再为准备金融融资的情况。此外超额准备金仅是银行发放贷款的必要条件而非充分条件，贷款增加与否最终取决于其相对其他资产的风险和收益。

第二，现有经验研究表明中国银行在微观层面上存在较大的差异。由于历史的原因，我国外汇结售汇等业务主要集中在全国性大银行。这些增加的银行初始存款主要集中在结售汇市场占据主导地位的全国性大银行，构成其存款增加和资产规模膨胀的重要来源。从 2001 年到 2009 年期间，商业银行结售汇市场份额特征对其信贷供给及银行贷款渠道有显著的影响。国际收支顺差的流动性分配效应是解释中国银行业流动性结构特征的重要原因，国际收支持续大规模顺差导致的流动性供给主要集中在大型银行。在控制了其他因素影响的情形下，结售汇市场份额越大的银行，其信贷供给意愿和能力相对越强，对存款准备金率等数量型货币政策工具的反应敏感度越低。

第三，以 2001 年到 2011 年 1 季度的宏观层面数据为研究对象，本文没有检验出商业银行超额存款准备金率与贷款增长率和更广义货币所代表的社会融资总额之间存在显著的相关性。据此判断在样本区间内，由于多种原因，银行可贷资金存量整体上与贷款增长之间的

^①样本区间为 2001-2010 年，更广义货币增速和超额准备金率变动分别为季度环比数据。滞后期为 2，结果对于滞后阶数稳定。

^②本文选取数据为 2001 年到 2011 年 1 季度季度数据，相应变量均进行了季节调整和平稳性检验。

稳定比例关系并不存在,因此并不支持通过调整法定存款准备金能够有效影响信贷规模的判断。

六、参考文献

张伟,《正确定位社会融资规模》, <http://opinion.hexun.com/2011-05-11/129516523.html>

王大贤,《管不住信托就不可能控制社会融资总量》,《上海证券报》,2011年05月19日。

徐明东、陈学彬,《中国国际收支顺差的流动性分配效应与银行贷款渠道检验》,2010, <http://www.doc88.com/p-38179033603.html>