

# 我国影子银行对货币政策传导影响研究

朱顺泉<sup>1\*</sup>, 何晓光<sup>2</sup>

1. 广州华商学院, 广东财经大学, 广东 广州 511300

2. 广东财经大学金融学院, 广东 广州 510320

DOI:10.61369/ASDS.2025050008

**摘 要 :** 将我国影子银行分为金融机构类影子银行和民间融资类影子银行, 对影子银行对我国货币政策传导机制的影响进行了实证研究, 影子银行系统的发展对经济增长、货币供应量、资金借贷成本和通货膨胀变动都存在一定的影响, 影子银行的短期性波动会引起这些变量的过度反应, 除了对通货膨胀的影响外, 对其它变量的影响都存在时间长短不一的时滞, 影子银行的影响削弱了货币政策的可控性, 需要监管机构对影子银行的监管与引导。

**关 键 词 :** 影子银行; 物价稳定; 经济增长; 货币供应量; 脉冲效应

## A Study on the Impact of Chinese Shadow Banking on Monetary Policy Transmission

Zhu Shunquan<sup>1\*</sup>, He Xiaoguang<sup>2</sup>

1. Guangzhou Huashang College, Guangzhou, Guangdong 511300

2. Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou, Guangdong 511320

**Abstract :** This paper divides Chinese shadow banking into two types: shadow banking of financial institution class and shadow banking of folk financing class, and selects monthly data from January 2002 to December 2016 to examines the impact of Chinese shadow banking on China's monetary policy objectives and macroeconomic operation. The results show that the development of the shadow banking system has some influence on the economic growth, the money supply, the market rate of interest and inflation, with the exception of the influence on inflation, there is a time lag for other variables. Short-term fluctuations in shadow banking will lead to excessive market effect to other variables, and weakens the effectiveness of the central bank's monetary policy. Therefore, in order to exert the positive effect of the shadow banking system, we must analyze the risk status, strengthen the supervision and guidance, encouraging and supporting the steady development of the shadow banking in our country.

**Keywords :** shadow banking; price stability; economic growth; money supply; impulse response function

## 引言

影子银行是提供流动性、期限配合和提高杠杆率等服务的信用工具、结构、企业或市场, 在不同程度上, 它替代了商业银行的核心功能, 从提供资金的最终投向的不同, 可以划分为实体支持类、金融交易类和杠杆放大类, 从提供信用路径的不同, 可以划分为金融机构渠道和非金融机构渠道。中国影子银行的快速发展, 有着明显的规避监管的倾向, 通过对社会融资结构的改变, 对传统货币政策中间目标的调控和传统的货币传导机制产生影响, 削弱中央银行的货币供给调控能力, 进而对我国宏观经济运行产生影响。

我国影子银行的发展与货币供给、市场利率、经济增长和物价等是否存在联系? 影子银行的发展是否对资金的价格造成影响、进而推动我国利率市场化的运行, 以及这些因素是否导致影子银行体系的扩大? 影子银行对经济增长的影响到底有多大? 这些都是我国影子银行、金融系统及宏观经济发展中重要的研究课题, 研究影子银行规模对我国宏观经济的影响, 进行分析影子银行对货币政策目标的影响渠道、影响程度以及影子银行监管等问题, 对我国的经济发展与政策制定具有极强的理论与现实意义。

近年来, 陆续有学者对影子银行对我国货币政策传导机制的影响进行了研究, 结论大体上分为三个方面:

一是认为影子银行的发展具有正面的促进作用。如 Barth JR 等 (2015)<sup>[1]</sup> 认为: 影子银行业务一直是货币增长和经济增长的贡献

项目/基金信息: 本研究为广东省重点建设学科科研能力提升项目 (2024ZDJS113); 广州华商学院应用型示范专业—金融科技专业建设项目 (HS2024SFZY08); 广州华商学院金融科技专业核心课程教研室建设项目 (HS2024ZLGC43) 等阶段性成果。

作者简介: 何晓光 (1970—), 男, 河南新县人, 广东财经大学金融学院副教授, 博士, 主要研究方向: 数量经济学与金融经济学。

通讯作者: 朱顺泉 (1965—), 男, 湖南邵阳人, 广州华商学院数字金融学院与广东财经大学教授, 博士, 主要研究方向: 金融科技与数字金融。

者,而低存款利率和高存款准备金率也是推动影子银行增长的主要因素;陈剑,张晓龙(2012)<sup>[2]</sup>认为:影子银行的发展会提高货币供给量,对经济增长具有促进作用,但对通货膨胀并无显著影响;樊晓静等(2013)<sup>[3]</sup>研究指出:影子银行可以弥补金融市场经济危机和信贷约束的影响,对经济增长及CPI虽有影响但边际效应递减;李从文(2015)<sup>[4]</sup>认为:影子银行具有调控的逆周期特性,削弱了紧盯货币供应量的数量型货币政策调控效果,通过对市场利率的作用,提高了价格型货币政策工具的有效性。

二是认为影子银行的发展既有积极的一面,也有不利的一面。如 Claessens S 等(2012)<sup>[5]</sup>论述了中国影子银行的主要功能和作用,及其给金融系统带来的潜在的扭曲与系统风险;李媛,解凤敏(2014)<sup>[6]</sup>认为:在宽松的货币政策情况下,影子银行会强化扩张性货币政策的传导效力,反之,则会显著弱化中央银行的货币供给调控能力;刘荣茂,蒋怡(2014)<sup>[7]</sup>认为:影子银行对广义货币供应量具有一定的削弱作用,对经济增长和物价稳定有显著的影响。

三是强调影子银行的发展对经济发展的负面作用。王森,周茜茜(2016)<sup>[8]</sup>认为:影子银行规模对物价有较强烈冲击,在一定时间内对经济增长有负面影响;胡志鹏(2016)<sup>[9]</sup>认为:影子银行的发展改变了产出、投资、消费、广义货币和信贷面临随机冲击的脉冲响应轨迹,推高了这些变量的稳态水平;李存,杨大光(2016)<sup>[10]</sup>认为:影子银行的过快发展会影响货币供应量的可控性,不利于货币政策最终目标的实现。

笔者认为有几点值得进一步讨论:国内GDP没有月度数据,国内外同行多采用规模以上工业企业增加值进行比例转换或者直接代替,众多研究者对影子银行指标采用的口径也多有不同,数据差异大,导致结论的可靠性存疑;少数研究没有剔除异常数据或进行季节变换,参考李从文(2015)<sup>[2]</sup>、Li T(2014)<sup>[11]</sup>、裴平等(2014)<sup>[12]</sup>,采用金融机构类影子银行和民间融资类影子银行之和的流量数据作为影子银行规模变量,这样就和GDP数据保持一致。对GDP季度数据进行频率转换,以月度GDP的增长率RGDP作为研究变量,为了剔除季节性虚拟变量的影响,对数据进行了季节转换。采用样本为2002年1月至2016年12月的我国影子银行、金融系统及宏观经济的数据,原始数据均来源于WIND数据库。

## 一、数据来源与研究方法

### (一) 数据来源

在实证分析中纳入了影子银行规模变量、货币政策目标变量(中介目标、最终目标)和货币政策传导渠道变量。对每月新增的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票和企业债持有量进行加总,可得金融机构类影子银行信用创造规模的增量;民间融资类影子银行为全社会融资规模与其各个构成成分之和的差值,然后将这两个部分的和作为中国影子银行规模每月流量数据(SB)。因为影子银行通过信用创造向社会注入大量流动性,对货币供应量的影响最大,选择广义货币供应量(M2)作为货币政策中介目标的代理变量。

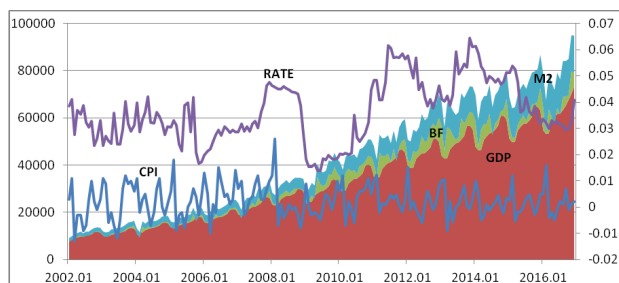


图1 原始数据 GDP、M2、RATE、SB 和 CPI 的曲线图

货币政策最终目标是经济增长与物价稳定,选取国内生产总值(GDP)代表经济增长,使用 Quadratic-match sum 方法,对GDP季度数据进行频率转换为月度数据,同时以月度GDP的增长率RGDP作为研究变量。选取居民消费价格指数作为货币政策目标和货币政策有效性的代理变量,经过多次拟合,发现采用月度CPI的环比增长率作为研究变量,模型具有良好的稳定性;选择

利率作为货币政策传导渠道变量,考虑到数据的连续性以及影子银行中的借贷期限较短等因素,选取期限为90天的中国银行间同业拆借利率(CHIBOR)加权平均利率(%)作为借贷成本,用变量RATE表示。

观察图1中原始数据曲线图,GDP、M2和SB呈缓慢上升趋势,RATE和CPI则呈水平震荡特征,运用 Census X12方法进行季节性调整,根据调整后的数据分别算出GDP、M2和SB的月度环比增长率,最终调整后的国内生产总值、货币供应量、借贷利率、影子银行规模和通货膨胀率的增长率数据分别用RGDP、RM2、RATE、RSB、CPI表示,在分析中,依据拉依达准则,去除了少数与平均值的偏差超过三倍标准差的高度异常值,最终有170个样本数据参与模型的拟合。

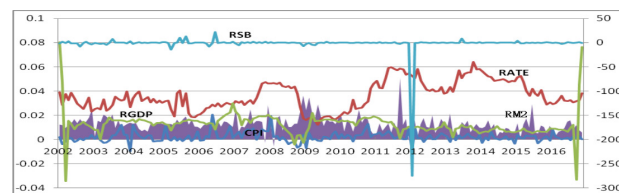


图2 剔除异常值 RGDP、RM2、RATE、RSB 和 CPI 的曲线图

### (二) 研究方法

为了对包含内生和外生变量的模型进行估计和推断,考察各变量之间的动态联系,建立无约束VAR模型和向量误差修正模型VEC,依据LR似然比检验准则、FPE最终预测误差准则、以及AIC、SC、HQ信息准则,确定最优滞后期,从而确保VAR系统稳定以及短期和长期的脉冲响应分析有效。由于仅仅有内生变量的滞后值在等式的右边,所以不存在同期相关性问题,用普通最小二乘法能得到VAR简化式模型的一致且有效的估计量,即使

扰动向量  $e_t$  有同期相关，OLS 仍然是有效的。

二、数据的基本特征

2002 年以来的样本数据表现出非对称性特征，其中 RGDP 表现为左偏倚（偏度  $< 0$ ），RM2、RATE、RSB 和 CPI 分布则都是右偏倚（偏度  $> 0$ ）。除了 RGDP 比较接近正态分布外，其它变量所有阶段样本的峭度（Kurtosis）都显著大于3，表明了回报的实际分布呈现厚尾特征。

表1 RGDP、RM2、RATE、RSB 和 CPI 的基本统计特征

| category     | RGDP     | RM2      | RATE    | RSB       | CPI      |
|--------------|----------|----------|---------|-----------|----------|
| Mean         | 0.01215  | 0.01278  | 0.03627 | -0.06221  | 0.00245  |
| Median       | 0.01256  | 0.01285  | 0.03406 | -0.11258  | 0.00181  |
| Maximum      | 0.02299  | 0.03625  | 0.06404 | 22.33419  | 0.02072  |
| Minimum      | -0.00418 | -0.00566 | 0.01219 | -14.42296 | -0.00945 |
| Std. Dev.    | 0.00483  | 0.00622  | 0.01174 | 3.00326   | 0.00405  |
| Skewness     | -0.35563 | 0.59499  | 0.21852 | 2.41966   | 1.12366  |
| Kurtosis     | 3.13284  | 4.94637  | 2.22066 | 26.09522  | 6.78460  |
| Observations | 170      | 170      | 170     | 170       | 170      |

通过分析原始数据 GDP、M2、RATE、SB、CPI 的相关图，可以发现，国内生产总值与广义货币供应量、市场利率以及影子银行规模（SB）具有较高的相关性，影子银行规模还与广义货币供应量以及市场利率有较高的相关性。

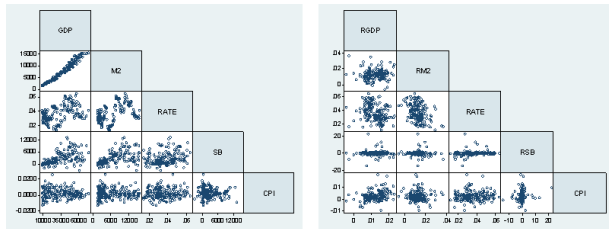


图3 GDP、M2、RATE、SB 和 CPI 相关图及增长率数据相关图

时间序列往往具有不平稳的特征，为了避免出现伪回归，采用 ADF 检验，对序列 RGDP、RM2、RATE、RSB 和 CPI 进行了平稳性检验，检验结果表明，CPI 在10% 显著性水平下满足零阶单整，其余变量都在5% 显著性水平下满足零阶单整。观察修正后的增长率数据 RSB、RM2、RATE、RSB、CPI 的散点图，不易判断出各变量之间的关系，需要通过 VAR 模型及向量误差修正模型，研究变量之间的长期稳定关系。

表2 RGDP、RM2、RATE、RSB 和 CPI 的稳定性检验

| 变量   | 检验类型    | P 值   | ADF 值   | 临界值 (5%) |
|------|---------|-------|---------|----------|
| RGDP | (C,0,0) | 0.000 | -10.756 | -2.878   |
| RM2  | (C,0,0) | 0.000 | -12.342 | -2.878   |
| RATE | (C,0,0) | 0.079 | -2.681  | -2.878   |
| RSB  | (0,0,0) | 0.000 | -92.159 | -1.943   |
| CPI  | (C,0,0) | 0.000 | -10.970 | -2.878   |

三、实证结果分析

（一）VAR 模型的选择

脉冲响应函数描述了在其它变量在当期以及以前各期保持不变的前提下，VAR 模型中一个内生变量随机扰动项一个标准差的

冲击对所有的内生变量当前值和未来取值的影响，根据表3中的模型最优滞后期及稳定性判定结果，建立了滞后期为1的 VAR 模型，被估计的 VAR 模型所有根的模的倒数小于1，即位于单位圆内，所以估计的结果是稳定的。

表3 VAR 模型最优滞后期及稳定性判定结果

| Lag | LogL     | LR       | FPE       | AIC        | SC        | HQ        |
|-----|----------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 0   | 2066.490 | NA       | 1.30E-17  | -24.68838  | -24.5950  | -24.6505  |
| 1   | 2333.439 | 514.737* | 7.20E-19* | -27.58610* | -27.0260* | -27.3588* |
| 2   | 2350.736 | 32.3140  | 7.90E-19  | -27.49384  | -26.4670  | -27.0771  |
| 3   | 2365.548 | 26.7860  | 8.94E-19  | -27.37183  | -25.8782  | -26.7656  |
| 4   | 2380.674 | 26.4482  | 1.01E-18  | -27.25358  | -25.2932  | -26.4579  |
| 5   | 2393.900 | 22.3344  | 1.17E-18  | -27.11258  | -24.6854  | -26.1274  |
| 6   | 2404.638 | 17.4892  | 1.40E-18  | -26.94177  | -24.0478  | -25.7672  |

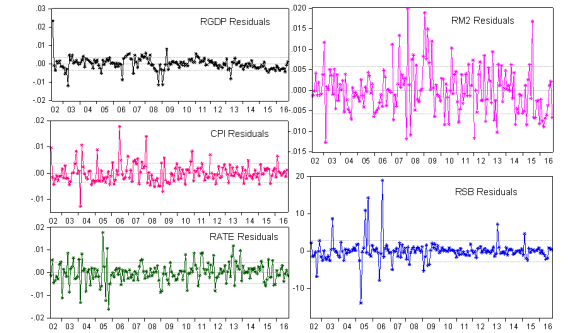


图4 VAR 模型的内生变量拟合残差图

根据 VAR 模型的内生变量拟合残差图，影子银行增长率在2005，2006年有较大的随机波动，RM2则在2003，2007，2008，2015年随机波动较大，而 CPI 在2004-2008年、市场利率在2005年的随机波动较大，GDP 的增长率则可能受到2003年的非典事件、2008-2009年的次贷危机以及2013年以来的外部及经济转型等因素导致 RGDP 在这些年份有负向随机冲击，这些随机冲击不是由模型内生变量引起的，而是由外部因素造成的。

（二）脉冲响应函数分析

分别给经济增长、货币供应量、借贷成本、影子银行、通货膨胀等变量的增长率一个标准差的影子银行信贷冲击，结果表明：对来自于影子银行规模增长率一个标准差的冲击，CPI 立即作出了响应，其变化率在第一期就达到了正向峰值，说明影子银行规模变动对通货膨胀率的影响是正相关的，且没有时滞，但第一期的反映有些过度，随后有一个反向调整，对 CPI 前四期的扰动呈现越来越弱的震荡特征，随着时间的推移影响逐渐衰退。

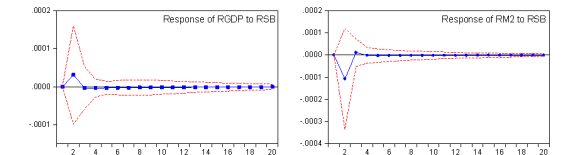


图5 影子银行对 RGDP、RM2 的冲击

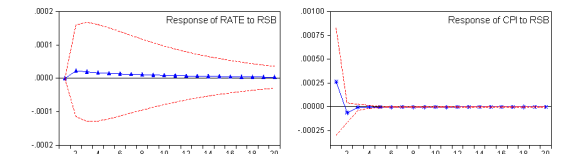


图6 影子银行对 RATE 和 CPI 的冲击

在受到影子银行规模增长率一个标准差的冲击之后，GDP 增长率、货币供应量增长率和借贷成本增长率在第一期都没有反应，影子银行信贷对经济增长、货币供应量和市场利率的影响具有时滞

效应,但随后的第二期,GDP 增长率、货币供应量增长率反应过度,其中 RGDP 初始效应为正,随后迅速衰减,持续影响力较弱;RM2 的初始效应刚好相反,第二期达到了负的最大峰值,随后有一个反向的调整,但数值很小,说明影子银行的扩张对货币供应量有一定的分流效果,表现出影子银行的货币供给补充与替代效应的叠加效果。影子银行对 GDP 增长率与货币增长率的影响,说明影子银行的扩张对经济发展既有正面和负面的双重效应;影子银行的扩张,货币在向实体经济传导过程中会出现货币渗漏,资金流入资本市场和银行体系的黑洞,不能有效地作用于实体经济。从影响时效来看,借贷成本受到影子银行的冲击之后,受到的影响最持久,其影响效应都是与影子银行规模增长率的冲击成正相关,在第二期达到最大峰值之后,衰减过程很缓慢。影子银行对通货膨胀的影响没有时滞,反映迅速,并且也有过度反映。

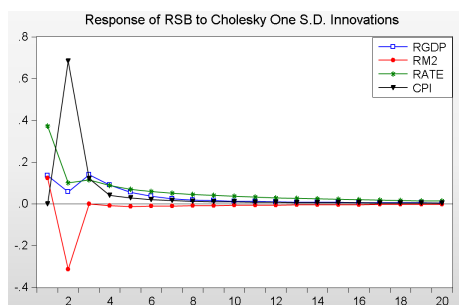


图7 RGDP、RM2、RATE 和 CPI 对影子银行的冲击

从经济系统的视角来看, RGDP、RM2、RATE、RSB、CPI 与影子银行互为反馈关系,通过图7,可以看出, RGDP、RM2、RATE 与 CPI 的短期变化,也会对影子银行规模的扩张产生影响,其中 CPI 的影响有一期的时滞,在经济增长、货币供应量、借贷成本、通货膨胀的短期冲击下,影子银行规模在初期都有一些过度反应,并且都是正相关的反应,随后随着时间的推移其影响效应逐渐趋弱,其中货币供应量的短期冲击,对影子银行规模的扩张呈现了复杂扰动的关系,货币供应量的扩张一方面会提高影子银行的货币供给,另一方面又会对影子银行的扩张有挤出效应; RATE 对影子银行规模扩张的影响,印证了 Woodford (2010) 的观点,提高利率的货币政策虽然短时间内会降低一些机构的融资需求,但是并不会降低影子银行的流动性扩张。

### (三) 方差分解

方差分解是对任意一个内生变量不同时间变量的预测方差可以分解成系统中各变量冲击所作的贡献,然后计算出每一个变量冲击的相对重要性。根据 RGDP、RM2、RATE、RSB 与 CPI 的方差分解结果,影子银行对经济增长、货币供应量、通货膨胀和市场利率的贡献度不高,这可能是由于长期以来影子银行信贷规模占我国社会融资规模的比例偏低所致。对比影子银行对其他三个经济指标的贡献度,发现影子银行对各货币政策目标影响程度有差异,相对而言,影子银行对通货膨胀影响最大,其次是货币供应量,再次是经济增长,对市场利率的影响最小,影子银行对经济增长、货币供应量,以及市场利率的影响具有一期的时滞,对通货膨胀的影响则不存在时滞,说明影子银行体系的发展在一定程度上影响了通货膨胀率 CPI。

## 四、结论

将影子银行划分为金融机构类影子银行和民间融资类影子银行,分析了影子银行对我国货币政策传导影响研究,结论如下:

影子银行规模与经济增长、货币供应量和市场利率水平,以及影子银行规模变动与物价指数变动,都呈现出一定的正相关关系;我国影子银行系统发展波动对经济增长、物价稳定、金融稳定都存在一定的冲击效应,是经济增长、货币供应量、资金借贷成本和通货膨胀变动的原因之一,除了对通货膨胀的影响没有时滞外,对其它变量的影响都存在一定的时滞,冲击反应初期都存在反应过度;影子银行的发展不利于物价稳定,影子银行的扩张对货币供应量有一定的分流效果,会改变市场上的实际货币量,削弱货币政策的可控性。由于我国影子银行尚处于快速发展阶段,方差分解中影子银行在各影响因素中占比较小,相信随着我国影子银行规模的扩大,影子银行系统的影响会越来越大;另一方面,我国经济的发展、金融系统的发展也为影子银行健康、持续性发展提供了良好的环境。

考虑到影子银行短期性波动所引起的过度反应,通过利率或货币供给量等货币政策的中介目标,直接或间接地影响到产出、就业、物价和国际收支,对货币政策运行的不确定性增大。因此要发挥影子银行对经济和金融的促进作用,必须加强对影子银行的监管。需要科学的监测评估体系,加强对影子银行的资产结构、利率特征以及资产负债的期限结构的分析,并完善影子银行信息披露机制;建立并完善针对影子银行系统的法律法规体系,实现监管的有法可依。加强对影子银行的资金来源、资金流向等情况的分析,引导影子银行以弥补正规银行体系对金融服务提供的不足之处,形成对传统金融的有益补充,弱化影子银行对传统银行的负面影响,实现我国金融服务的多元化。

## 参考文献

- [1] Barth JR, Li T, Shi W, Xu P. China's shadow banking sector: beneficial or harmful to economic growth[J]. Journal of Financial Economic Policy, 2015, 7(4): 421-445.
- [2] 陈剑, 张晓龙. 影子银行对我国经济发展的影响——基于2000-2011年季度数据的实证分析[J]. 财经问题研究, 2012, (8): 66-72.
- [3] 樊晓静, 龙建成, 张雄. 影子银行发展对中国经济增长的实证分析[J]. 西安电子科技大学学报(社会科学版), 2013, 23(5): 88-95.
- [4] 李从文. 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.
- [5] S Claessens, Z Pozsar, L Ratnovski, M Singh. Shadow Banking: Economics and Policy[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012, 12(12).
- [6] 李媛, 解凤敏. 影子银行体系下货币政策传导与扭曲效应研究[J]. 财经问题研究, 2014, (51): 28-32.
- [7] 刘荣茂, 蒋怡. 影子银行对我国宏观经济运行的影响研究[J]. 价格理论与实践, 2014, (9): 98-100.
- [8] 王森, 周茜茜. 影子银行、信用创造与我国货币传导机制[J]. 经济问题, 2015, (2): 48-68.
- [9] 胡志鹏. 影子银行对中国主要经济变量的影响[J]. 世界经济, 2016, 39(1): 152-170.
- [10] 李存, 杨光大. 影子银行对我国货币政策的影响与对策[J]. 经济纵横, 2016, (7): 88-92.
- [11] Li T. Shadow banking in China: expanding scale, evolving structure[J]. Journal of Financial Economic Policy, 2014, 6(3): 198-211.
- [12] 裴平. 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.