

中国委托贷款弥补了正规信贷不足吗？

钱雪松 徐建利 杜立

(华中科技大学经济学院, 湖北武汉 430074)

摘要:本文利用手工搜集整理的委托贷款这一独特数据,从正规信贷周期视角切入实证考察我国影子银行运作问题。结果表明,委托贷款这一影子银行机制呈现出鲜明的逆信贷周期特点,当正规信贷收缩时,企业发放委托贷款的概率和规模都显著增加。进一步研究发现:一方面,从企业层面看,与正规信贷宽松时期相比,正规信贷紧缩时民营企业等体制外企业获得委托贷款的概率及规模都显著增加;另一方面,从地区层面看,与正规信贷宽松时期相比,正规信贷紧缩时委托贷款更多流向正规信贷缺口较大的省份。另外,从风险层面看,委托贷款违约概率显著高于同期银行不良贷款率,而且,与国有企业等体制内企业相比,民营企业等体制外企业获得的委托贷款违约概率相对更大。这些结果表明,委托贷款这一影子银行机制是对正规信贷不足的市场反应,正规信贷紧缩促使委托贷款资金流向融资约束较大地区和企业的同时也推高了影子银行风险。本文提供了委托贷款逆信贷周期特点的新鲜证据,有助于厘清影子银行在金融体系中发挥的作用及其风险含义,从而对委托贷款等影子银行监管相关问题提供借鉴。

关键词:委托贷款;影子银行;正规信贷周期;融资约束;风险

JEL 分类号:E51, G23, O17 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2018)05-0082-19

一、引言

近年来中国影子银行业务不断增长,据穆迪统计,2016 年上半年我国影子银行规模达到 58 万亿,在同期 GDP 占比达到 80%,其中,委托贷款发展十分迅速。中国人民银行公布的社会融资规模数据显示,委托贷款从无到有,其规模余额已由 2002 年的 175 亿元增长到 2015 年年末的 10.93 万亿元,近十年年均增长率高达 28.46%;根据穆迪的测算,

收稿日期:2017-03-21

作者简介:钱雪松,经济学博士,教授,华中科技大学经济学院,Email:qianxuesong2008@163.com.

徐建利,硕士研究生,华中科技大学经济学院,Email:xujianli1107@163.com.

杜立(通讯作者),经济学博士,讲师,华中科技大学经济学院,Email:ecoduli2017@163.com.

* 本文感谢中央高校基本科研业务费(HUST: 2016AA006)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

截至2018年底委托贷款在影子银行的占比为20.6%。2013年国务院专门发布107号文以加强影子银行监管,2018年1月5日银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》以促进委托贷款业务的健康发展。此背景下,以委托贷款为重要组成部分的影子银行快速增长的原因、在金融体系中发挥什么作用及其风险问题受到政府和实业界的密切关注。

实际上,影子银行问题在美国次贷危机之后逐渐成为学术界关注的焦点。Gorton and Metrick(2010)、Pozsar et al.(2010)等研究认为影子银行主要由投行和经纪商组成,它们通过资产支持证券和担保债务凭证等证券化方式将顶端银行信贷资产转移到表外并转嫁风险。与国外以资产证券化和复杂金融衍生品为特征的影子银行不同,由于缺乏实质性的证券化过程以及发达的金融衍生品市场,国内影子银行主要包括委托贷款、民间借贷等直接复制商业银行信贷业务的非银行金融活动和银信合作理财产品等非正式证券化活动(李波和伍戈,2011等),它们将银行存贷款业务平行转移到表外,并不涉及复杂的金融衍生品(陆晓明,2014)。

在此基础上,很多研究者进一步考察我国影子银行对货币政策有效性和金融体系稳定性的影响。一方面,李波和伍戈(2011)、裘翔和周强龙(2014)等研究从信用创造、逆周期性等我国影子银行特点切入,构造理论模型分析发现,影子银行削弱了我国货币政策有效性,对传统货币政策形成挑战;另一方面,何德旭和郑联盛(2009)、李向前等(2013)等研究在梳理中外影子银行特征基础之上,研究发现影子银行自身的高杠杆、期限错配特征以及与传统银行形成竞争是影响现有金融体系稳定性的重要因素。

这些研究增进了我们对中国影子银行相关问题的认识和理解,但值得指出的是,现有研究大多从宏观层面切入研究影子银行对金融体系的影响,要么运用理论模型分析影子银行与货币政策之间的关系,要么在探讨影子银行自身特征的基础上实证分析其对金融体系稳定性的影响,但对委托贷款等影子银行资金流向何处、发挥什么作用、具有怎样的风险含义等重要问题却较少涉及。

然而,值得指出的是,出于规避管制等原因,影子银行具有一定隐蔽性,相关微观数据难以获得(李波和伍戈,2011),这成为考察上述问题的障碍。值得注意的是,近年来,我国涌现出了委托贷款这一具有代表性的影子银行机制,具体而言,委托贷款是指由政府部门、企业、事业单位等委托人提供资金,委托商业银行等金融机构根据委托人确定的贷款对象、规模、利率、期限、用途等条件代为发放、监督使用并协助收回的贷款业务,中介机构收取一定的手续费,贷款风险全部由企业自身承担。在实践中,由于必须通过商业银行等金融机构才能发放委托贷款,中国人民银行掌握相关数据并于2002年开始公布涵括委托贷款信息的社会融资规模数据,同时,近十年来证监会要求我国上市公司披露其涉及的委托贷款交易。我们手工搜集整理了2007-2015年我国上市公司委托贷款公告,获得了涵括规模、借贷双方等细致信息的微观数据,将其与央行公布的社会融资规模数据结合起来,这在很大程度上解决了数据可得性问题,从而为本文提供了很好的研究素材。

基于此,我们利用委托贷款这一独特的影子银行数据,从正规信贷周期视角切入实证考察我国影子银行运作问题。具体而言,本文旨在回答以下两个问题:第一,我国委托贷

款这一代表性影子银行表现出怎样的运作特点?其与银行贷款等正规信贷之间是否以及存在怎样的联系?第二,如果以委托贷款为代表的影子银行是我国市场经济主体应对正规信贷紧缩的市场反应机制,那么委托贷款资金流向哪里?它在我国金融体系中发挥什么作用、具有怎样的风险含义呢?

本文实证结果表明,我国委托贷款这一典型影子银行呈现出鲜明的逆信贷周期特点。一方面,央行公布的社会融资规模数据显示,正规信贷扩张时期的月度新增委托贷款平均数值为 873.33 亿元,与之相比,正规信贷紧缩时期的月度新增委托贷款平均数值增加了 33.54%,达到 1166.28 亿元;另一方面,基于上市公司委托贷款数据的多元回归分析表明,与正规信贷扩张时期相比,当正规信贷紧缩时,不仅上市公司发放委托贷款的概率明显提高,而且企业发放委托贷款的规模也显著增加。

进一步研究发现,以委托贷款为代表的影子银行是对正规信贷不足的市场反应,正规信贷紧缩促使委托贷款资金流向融资约束较大地区和企业的同时也推高了影子银行风险。其一,从企业层面看,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时民营企业等体制外企业获得委托贷款的概率及规模都显著增加,委托贷款更多流向体制外企业。其二,从地区层面看,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时委托贷款更多流向信贷缺口较大的省份。其三,从风险层面看,委托贷款违约概率显著高于同期银行不良贷款率。一方面,与国有企业等体制内企业相比,民营企业等体制外企业获得的委托贷款违约概率相对更大;另一方面,与正规信贷缺口较小地区的企业相比,正规信贷缺口较大地区企业通过委托贷款融资的违约概率相对更大。

本文的贡献如下。由于我国影子银行微观数据难以获得,现有文献主要是基于理论模型的定性研究,相关实证研究较为缺乏。近年来,虽然学术界已有少量文献实证考察了中国影子银行运作特点(Allen et al., 2016)、风险(Zha et al., 2016)和资金跨区域流动(钱雪松等, 2017)等问题,但值得强调的是,从正规信贷周期视角切入考察中国影子银行问题的经验研究甚少。本文运用委托贷款这一独特数据的经验分析表明,我国委托贷款这一影子银行机制呈现鲜明的逆信贷周期特点,而且,基于企业和地区层面的扩展分析揭示出,以委托贷款为代表的影子银行资金更多流向了正规信贷可得性较低的部门,但这同时加剧了影子银行风险。这些实证结果为我国影子银行运作提供了新的经验证据,从而增进了我们对影子银行运作机理及其风险的认识和理解。

另外,本文研究还具有如下政策启示。一方面,从影子银行风险维度看,作为对正规信贷不足的市场反应机制,委托贷款在一定程度上缓解了相关经济主体的融资约束,但同时也加剧了影子银行违约风险问题。这意味着,在我国资本市场不完善背景下,我们不仅需要关注委托贷款等影子银行机制对正规金融不足的补充作用,还要认识到其可能存在的风险问题,在推进金融市场化改革的同时,要积极引导委托贷款等影子银行机制合规发

展,并加强对其风险的监测和防控。另一方面,从货币政策实施效果维度看¹,正规信贷与委托贷款这一影子银行存在互补关系,两者此消彼长,这意味着,在影子银行快速增长背景下,为了增加货币政策有效性,货币当局应该在制定和实施货币政策过程中更加重视委托贷款等影子银行机制的作用和影响。

本文结构如下:第二部分阐述本文的样本和数据描述;第三部分考察正规信贷周期和委托贷款波动特点;第四部分实证考察了委托贷款的流向和风险含义;第五部分为结论。

二、样本和数据描述

(一)样本选择及数据来源

本文主要数据来源有两个。其一,中国人民银行公布的社会融资规模数据,其包含委托贷款总量数据,此外,央行从2013年起开始披露委托贷款数据的地区分布信息;其二,我们手工搜集了2007-2015年沪深交易所A股上市公司披露的委托贷款公告数据,并通过上市公司年报、网络等多种渠道完善了借款企业年龄、所处行业、是否与贷款企业存在股权关联关系和所有制属性等企业特征信息,在剔除信息披露不详的样本后,得到1594笔委托贷款。

为了考察正规信贷变化对企业参与委托贷款这一典型影子银行机制的影响,本文以我国沪深A股上市公司为研究对象构造一个非平衡面板数据。具体而言,为反映某上市公司某年度发放委托贷款的信息,我们筛选出提供方为上市公司的委托贷款样本(总计1024笔),在此基础上,将这些委托贷款样本与我国沪深A股上市公司年度财务数据进行匹配,然后剔除财务信息披露不全的样本之后,我们总共得到22623个“企业/年度”观测值。另外,金融机构各项贷款余额同比增长率数据来自中国人民银行(<http://www.pbc.gov.cn/>);GDP年度增长率、地区GDP增长率来源于国家统计局网站(<http://www.stats.gov.cn/>)。

(二)变量定义与描述性统计

为了考察正规信贷对影子银行的影响,本文使用正规信贷周期作为主要解释变量。首先,在借鉴陈昆亭等(2011)、孙永苑等(2016)等文献界定正规信贷的基础上,我们将正规信贷定义为经济中当期金融机构总的贷款余额,主要包括各类银行、信用社和财务公司等发放的贷款余额,因此本文使用中国人民银行公布的金融机构贷款余额数据来测度正规信贷。然后,参考Mendoza and Terrones(2008)、徐璐和钱雪松(2013)等研究测度信贷周期的做法,利用HP滤波处理方法得到正规信贷周期。

具体而言,我们首先计算得到1979-2016年金融机构各项贷款余额年度增长率;然后,使用HP滤波方法对金融机构各项贷款余额年度增长率进行趋势分解,分别得到其长

1 李波和伍戈(2011)、裴翔和周强龙(2014)等研究通过理论分析指出,影子银行的发展对目前主要着眼于正规信贷的传统货币政策形成挑战,会削弱其作用效果,但缺乏直接经验证据。

期趋势和周期波动成分;进一步地,我们将信贷增长率处于长期趋势上方的部分定义为信贷扩张时期,反之,将处于长期趋势下方的部分定义为信贷紧缩时期。结果显示,在本文研究样本期间内,正规信贷紧缩时期为 2007 年、2008 年、2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年;正规信贷扩张时期为 2009 年、2010 年和 2015 年(如表 1 所示)。在此基础上,我们定义了本文主要解释变量 Cycle,当信贷周期处于紧缩时,Cycle 变量取值为 1,当信贷周期处于扩张时,该变量取值为 0。

表 1 信贷周期划分

时间	2007 - 2008	2009 - 2010	2011 - 2014	2015
信贷周期	紧缩	扩张	紧缩	扩张

本文其他变量定义如表 2 Panel A 所示。其中, $Entrusted_{i,t}$ 表示上市公司 i 在 t 年是否发放了委托贷款,若发放贷款(1 笔或若干笔委托贷款),则该变量取 1,否则取 0;Size、CFO、Profit、Lev 等贷款企业特征变量均滞后一期取值。为了控制离群样本值对估计结果的影响,我们对文中连续变量均进行了 1% 的双边缩尾处理。

表 2 中 Panel B 报告了主要变量的描述性统计。结果显示,在 22623 个观测值中,有 14894 个观测值处于正规信贷收缩时期,7729 个观测值处于正规信贷宽松时期,同时,总计有 522 个观测值发放了委托贷款,其中正规信贷紧缩时期有 363 个观测值发放了委托贷款,正规信贷宽松时期有 159 个观测值发放了委托贷款;而且,委托贷款规模分布在 $[0.01,100]$ 亿的较大区间内,均值为 3.26 亿元,这为我们从广延边际和集约边际视角考察信贷周期如何影响委托贷款提供了很好的研究素材。另外,上市公司在年龄、规模、经营现金流、杠杆率等方面均表现出丰富差异性,这有利于我们揭示出哪些上市公司更倾向于发放委托贷款。

表 2 变量定义与描述性统计

Panel A: 变量定义			
变量	变量说明	变量	变量说明
Entrusted	上市公司发放委托贷款时取 1, 否则取 0	Amount	委托贷款规模 + 1 再取自然对数
S_ Entrusted	发放给国有企业时取 1, 发放给非国有企业时取 2, 否则取 0	R_ Entrusted	发放给股权关联企业时取 1, 发放给非关联企业时取 2, 否则取 0
R_Amount	地区委托贷款增量规模取自然对数	Gap	地区年度 GDP 同比增长率与地区年度贷款余额同比增长率的差再比上地区年度 GDP 同比增长率

续表

Panel A: 变量定义							
变量		变量说明		变量		变量说明	
Age	上市公司年龄 + 1 再取自然对数			Size	上市公司资产规模,取自然对数		
CFO	经营活动净现金流			Profit	营业利润销售收入比率		
Lev	负债总额/资产总额			GDP_Growth	年度 GDP 同比增长率		
Panel B: 变量描述性统计							
	单位	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	
委托贷款规模	百万元	522	326. 1228	751. 0628	1	10000	
地区委托贷款规模	亿元	93	668. 5376	652. 6984	22	3026	
Gap	—	93	−0. 9694	0. 7735	−4. 1406	0. 1058	
Age	—	22623	2. 6052	0. 4136	0	4. 1897	
Size	—	22623	2. 8471	1. 3848	−0. 2165	4. 8676	
CFO	亿元	22623	2. 7353	9. 1592	−12. 5981	68. 8251	
Profit	%	22623	7. 7840	21. 6972	−128. 2769	57. 1413	
Lev	%	22623	47. 9350	22. 4654	5. 0828	129. 8286	
				计数 = 0		计数 = 1	
Cycle	—	22623		7729		14894	
Entrusted	—	22623		22101		522	
				计数 = 0	计数 = 1	计数 = 2	
S_ Entrusted	—	22623	22101		275	247	
R_ Entrusted	—	22623	22101		338	184	

三、正规信贷周期与委托贷款波动特点

为了考察正规信贷周期对企业参与委托贷款的影响,我们主要做了以下两个工作。首先,我们运用央行公布的社会融资规模数据考察委托贷款规模如何随信贷周期变化而变化;其次,我们利用手工搜集委托贷款数据组成的非平衡面板数据进行多元回归分析,分别从广延边际和集约边际角度探讨信贷收缩时委托贷款发放概率及规模如何变化。

(一)正规信贷周期和委托贷款波动特点:基于央行公布数据的初步分析

为了考察正规信贷周期与委托贷款这一影子银行机制波动之间的联系,我们尝试将

委托贷款和正规信贷绘制在同一图形中,以清晰展示委托贷款与正规信贷之间的关系。一个理想的处理方法是:对委托贷款规模数据和正规信贷规模数据进行 HP 滤波去趋势处理后,比较两者的周期性变动值,以揭示它们之间的关系。但值得指出的是,虽然我们能够获取金融机构各项贷款余额的细致信息,但对委托贷款这一影子银行机制而言,央行披露的委托贷款规模数据不是存量,而是一个增量,它反映了特定时期新增委托贷款的净值²。这样一来,我们无法对两组数据同时进行 HP 滤波去趋势处理。在考虑数据可得性的前提下,我们对金融机构各项贷款余额月度数据进行 HP 滤波去趋势处理,对委托贷款规模增量月度数据进行取对数处理,然后共同绘制在图 1 中。

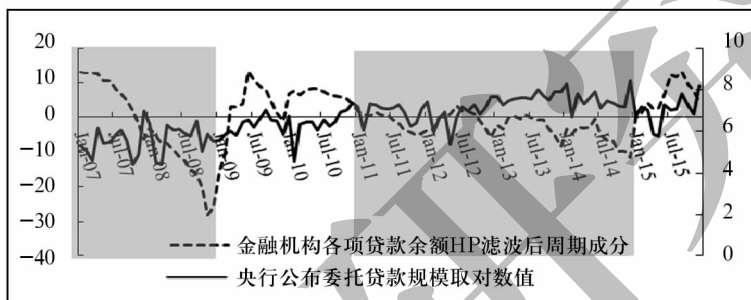


图 1 2007—2015 年委托贷款规模与金融机构各项贷款余额变化周期图

图 1 中实线表示取自然对数后的月度委托贷款规模,虚线表示经过 HP 滤波处理去除趋势后的金融机构各项贷款余额月度数据,阴影部分为按照前文定义的信贷紧缩时期。图 1 直观地显示出,委托贷款与正规信贷之间呈现互补关系,一方面,当正规信贷收缩时,委托贷款规模往往处于高位;另一方面,当正规信贷扩张时,委托贷款规模则处于低位,这初步揭示出了委托贷款的逆信贷周期特点。

接下来,我们运用央行公布的社会融资规模数据进行单变量分析,进一步检验委托贷款与金融机构贷款余额之间的关系,如表 3 所示。结果显示,委托贷款规模呈现逆信贷周期变化特征。具体而言,其一,信贷紧缩时,委托贷款月平均规模为 1166.28 亿元,在 5% 的水平上显著高于信贷扩张时的月平均规模 873.33 亿元;其二,委托贷款占社会融资规模的比例在信贷收缩时为 11.04%,同样在 5% 的水平上显著高于信贷扩张时期的比例 7.88%。这些结果说明,相对于信贷扩张时期,在信贷收缩时,委托贷款规模显著上升,同时其占社会融资规模的比例也显著上升,即委托贷款呈现了逆信贷周期的特征。

² 为方便行文,本文论及社会融资规模数据时交替使用“委托贷款规模”和“委托贷款规模增量”两种表述。

表 3 正规信贷周期视角下的委托贷款规模变化

时间	信贷周期	央行公布社会融资规模数据	
		委托贷款规模月平均 (亿元)	委托贷款规模/社会融资规模 月平均(%)
2007 - 2008	紧缩	318	6.31
2009 - 2010	扩张	647	6.27
2011 - 2014	紧缩	1590	13.40
2015	扩张	1326	11.09
	Obs		
扩张时期	36	873.33	7.88
收缩时期	72	1166.28	11.04
总平均	108	1068.63	9.99
Difference (收缩 - 扩张)		292.95** (0.0461)	3.16** (0.0146)

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

综合图 1 和表 3 的结果来看,当金融机构贷款余额处于紧缩时期,委托贷款规模显著增加,并且委托贷款与正规信贷之间呈现互补关系,二者此消彼长。这些结果意味着,当市场面临正规信贷收缩时,微观经济主体往往会寻求委托贷款等影子银行机制来满足融资需求。

(二)正规信贷周期对企业参与委托贷款的影响:基于上市公司公告数据的实证分析

上文基于央行社会融资规模数据的经验分析初步表明,正规信贷收缩时,委托贷款规模显著增加。接下来,我们利用手工搜集的委托贷款微观数据进行多元回归分析,分别从广延边际和集约边际角度考察正规信贷周期对委托贷款发放概率及规模的影响。

其一,从广延边际看,相比于信贷扩张时期,信贷紧缩时上市公司是否选择发放委托贷款?我们运用 Logit 回归模型(1)进行实证检验:

$$Pr(Entrusted_{i,t} = 1) = C + \beta_1 Cycle_t + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 CFO_{i,t-1} + \beta_5 Profit_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 Control + \varepsilon_{i,t}$$

(1)

其中,被解释变量是上市公司*i*在*t*年是否发放了委托贷款(Entrusted),主要解释变量是信贷周期变量(Cycle),同时为了控制上市公司特征对其发放委托贷款概率的影响,我们在模型中加入了上市公司年龄、滞后一期的资产规模、滞后一期的经营活动净现金流、滞后一期的营业利润销售收入比率以及滞后一期的杠杆率等变量,此外,Control代表其他控制变量,包括年度GDP增长率(GDP_Growth)、行业效应(Industry)和年度效应(Year)。

其二,从集约边际看,选择发放委托贷款的上市公司在信贷紧缩时发放委托贷款的规

模是否会显著增加？由于委托贷款规模 (Amount) 有一个最低界限为 0, 因此数据被截断, 即如果某上市公司在某一年里没有发放委托贷款, 则 Amount 取值为 0, 如果上市公司在某年里发放至少一笔委托贷款, 则 Amount 一定为正数。基于此, 我们构造了 (2) 式所示的 Tobit 模型, 其中, 上市公司发放委托贷款规模 (Amount) 为被解释变量, 信贷周期变量 (Cycle) 为主要解释变量。模型 (2) 中, X_i 表示 K 维解释变量向量, 包括上市公司特征变量以及其他控制变量, β^T 表示 K 维未知参数向量。

$$Amount_{i,t} = \begin{cases} C + \beta_1 Cycle_{i,t} + \beta^T X_i + \varepsilon_{i,t}, & \text{if } Entrusted_{i,t} = 1 \\ 0, & \text{if } Entrusted_{i,t} = 0 \end{cases} \quad (2)$$

表 4 展示了信贷周期如何影响委托贷款发放的实证结果, 其中 Panel A 采用 Logit 回归的方法, 以上市公司是否发放委托贷款为被解释变量, 报告了模型 (1) 的回归结果; Panel B 采用 Tobit 模型, 以上市公司委托贷款规模为被解释变量, 报告了模型 (2) 的回归结果。

表 4 信贷周期对委托贷款的影响: 基于上市公司委托贷款公告数据的实证检验³

	Panel A: 委托贷款发放概率 (Logit 模型)			Panel B: 委托贷款发放规模 (Tobit 模型)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	-2.718 *** (0.001)		-7.396 *** (0.000)	-8.447 *** (0.001)	-19.219 *** (0.000)
Cycle	0.340 ** (0.021)	0.303 *** (0.009)	0.280 ** (0.014)	1.337 * (0.062)	1.580 ** (0.026)
Age	0.353 ** (0.018)	2.674 *** (0.001)	0.877 *** (0.005)		1.713 ** (0.014)
Size	0.392 *** (0.000)	0.579 *** (0.001)	0.683 *** (0.000)		2.029 *** (0.000)
CFO	-0.005 (0.671)	0.012 (0.531)	0.005 (0.797)		-0.021 (0.718)
Profit	-0.006 (0.209)	0.012 (0.181)	-0.001 (0.854)		-0.030 (0.178)
Lev	-0.013 *** (0.000)	-0.028 *** (0.000)	-0.023 *** (0.000)		-0.065 *** (0.000)
GDP_Growth	-0.359 *** (0.000)	-0.164 ** (0.029)	-0.289 *** (0.000)	-1.839 *** (0.000)	-1.455 *** (0.000)

3 考虑到实证模型设定形式可能对实证检验结果产生影响, 我们同时运用混合 Logit 模型、固定效应 Logit 模型和随机效应 Logit 模型进行检验, 得到了一致的检验结果, 我们在表 4 中同时报告了上述结果。

续表					
	Panel A:委托贷款发放概率 (Logit 模型)			Panel B:委托贷款发放规模 (Tobit 模型)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	22610	2482	22623	22623	22623
Pseudo R ²	0.080	0.184		0.037	0.056
模型	混合回归	固定效应	随机效应	混合回归	混合回归

注:括号里为 P 值,*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,下同。

Panel A 结果显示,在控制了上市公司年龄、资产规模、上年末经营净现金流、杠杆率等企业特征变量以及行业、年度等效应之后,无论使用混合回归模型、面板固定效应模型,还是面板随机效应模型,Cycle 与 Entrusted 至少在 5% 的水平上显著正相关。这些结果说明,正规信贷周期变量与上市公司发放委托贷款的概率显著正相关。

Panel B 第 4 列结果显示,在控制了行业效应、年度效应以及 GDP 增长率之后,Cycle 与委托贷款发放规模在 10% 的水平上显著正相关;第 5 列结果显示,进一步控制上市公司特征变量之后,Cycle 与 Amount 在 5% 的水平上显著正相关,显著性水平有所提升。这说明,当信贷紧缩时,上市公司发放委托贷款的规模显著增加。

综合以上结果来看,一方面,从广延边际角度审视,相对于信贷扩张时,信贷收缩时期有更多的上市公司参与到委托贷款业务中,作为贷款的提供方,其发放委托贷款的概率显著上升;另一方面,从集约边际角度审视,参与到委托贷款业务中的上市公司在信贷收缩时发放委托贷款的规模也显著上升。这说明,委托贷款具有逆信贷周期的特征,并且这种逆信贷周期的特征不仅体现在概率上还体现在规模上。这些结果与我们利用央行公布的社会融资规模总量数据进行的单变量分析相一致,为委托贷款的逆信贷周期变化提供了坚实微观证据。

(三)稳健性检验

为保证实证结果的稳健性,本文做了以下检验⁴。其一,为了避免正规信贷周期的识别和测度方法导致本文实证结果出现偏误,我们改变了正规信贷周期测算方法,分别运用“银行信贷增长率”、“金融机构新增贷款与新增 GDP 的比值”和“银行信贷能力”等指标测度信贷周期进行了相应稳健性检验,检验结果与前文基本一致。其二,考虑到具体滤波方法选择可能带来的实证结果偏误,我们改用 BP 滤波方法测算正规信贷周期,得到的正规信贷周期测算结果与前文采用 HP 滤波方法的结果一致。

4 限于篇幅,我们没有给出稳健性检验的实证结果,如有兴趣,可向作者索取。

四、委托贷款流向和风险分析

由前文实证结果可知,委托贷款这一影子银行机制呈现出逆信贷周期特点:与信贷宽松时期相比,当信贷收缩时,不仅委托贷款的发放概率增大,而且委托贷款规模也显著增加。接下来,一个自然的疑问是,当金融机构发放的正规贷款紧缩时,委托贷款这一影子银行机制提供的资金流向了哪些部门、具有怎样的风险含义?我们运用上市公司披露的委托贷款公告数据和央行公布的委托贷款地区分布数据,分别从企业和地区两个视角切入考察委托贷款流向及其风险含义。

(一)委托贷款的流向分析:基于企业层面的经验证据

作为新兴转轨经济体,我国金融市场发展还有待完善,融资歧视现象十分普遍。与享有融资优待的体制内企业相比,体制外企业受到融资歧视,其资金需求往往难以通过正规信贷满足。一方面,从所有制维度看,不仅银行体系更加青睐国有企业(陆正飞等,2009等),而且与民营企业相比,国有企业在资产规模、债务担保能力和政府隐性担保等多方面均占有优势(方军雄,2007;谭劲松等,2012等),这使得国有企业享有融资便利,而广大民营企业发展容易受到融资约束。另一方面,与非股权关联企业相比,那些通过股权关联关系依附于上市公司等企业集团的企业享有相对融资优势(Ahn et al., 2006;钱雪松等, 2015等)。

此背景下,正规信贷收缩对体制内外企业融资可得性的影响存在系统差异。具体而言,当信贷紧缩使市场上可贷资金减少时,资本稀缺性会促使商业银行等金融机构更加审慎而提高放贷要求,这进一步增加了体制外企业获得资金的难度,换言之,与民营企业等体制外企业相比,国有企业等体制内借款企业受到信贷紧缩的冲击相对较小(叶康涛和祝继高,2009等)。这样一来,在正规信贷紧缩时期,与体制内企业相比,体制外企业通过正规信贷融通资金的难度更大。为了缓解自身面临融资不足的困境,体制外企业不得不积极寻求委托贷款等影子银行机制以获得资金支持。因而,我们预期,在正规信贷紧缩时期,与体制内企业相比,上市公司向体制外企业发放委托贷款的概率和规模相对更大。

为了检验上述假设,我们根据借款企业是否与贷款企业存在股权关联关系(或借款企业所有制属性)对委托贷款样本进行分类,在此基础上进一步考察正规信贷周期对委托贷款流向施加的影响。

具体而言,我们按照借款企业所有制属性将发放委托贷款的样本分为三类:只向国有企业发放贷款的样本、只向非国有企业发放贷款的样本、既向国有企业又向非国有企业发放贷款的样本。考虑到第三种情形的样本共只有 22 个(占比仅为 4.2%),为了清晰识别出委托贷款这一影子银行机制资金流向的所有制差异,我们剔除这些样本观测值,在此基础上进行相应实证检验。

类似地,我们按照委托贷款借贷双方之间是否存在股权关联关系将发放委托贷款的样本分为三类:只向关联企业发放贷款的样本、只向非关联企业发放贷款的样本、既向关

联企业又向非关联企业发放贷款的样本。值得指出的是,第三种情形只有 8 个(占比仅为 1.5%),为从股权关联视角清晰识别出委托贷款的资金流向,我们采取与上文相同的处理方法,在此基础上分别从委托贷款发放概率和规模两个层面考察信贷周期对委托贷款资金流向的影响。

首先,从广延边际视角出发,考察正规信贷周期如何影响上市公司发放委托贷款的资金流向。具体地,以 $S_Entrusted$ 和 $R_Entrusted$ 为被解释变量,利用模型(1)进行多项 Logit 回归,以检验信贷周期对上市公司向不同类型企业发放贷款概率的影响,结果如表 5 所示。

表 5 正规信贷周期影响委托贷款发放概率的差异化回归

被解释变量	Panel A: $S_Entrusted$		Panel B: $R_Entrusted$	
	国有企业	非国有企业	股权关联	非股权关联
	(1)	(2)	(3)	(4)
C	-4.543 *** (0.005)	-3.273 *** (0.002)	-3.304 *** (0.002)	-3.791 *** (0.005)
Cycle	0.215 (0.279)	0.566 ** (0.018)	0.226 (0.215)	0.527 ** (0.040)
Controls ⁵	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	22601	22601	22615	22615
Pseudo R ²	0.095	0.095	0.091	0.091
模型	多项 Logit 回归	多项 Logit 回归	多项 Logit 回归	多项 Logit 回归

表 5 Panel A 展示了所有制属性视角的实证检验,结果显示,在控制了上市公司企业特征和其他控制变量的基础上,Cycle 与向非国有企业发放委托贷款的概率在 5% 的水平上显著正相关,与之形成鲜明对比的是,对于向国有企业发放委托贷款的概率而言,Cycle 的系数并不显著。这表明,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时上市公司向非国有企业发放委托贷款的概率显著上升,而向国有企业发放贷款的概率在正规信贷波动中无显著变化。

类似地,Panel B 展示了股权关联视角的检验结果。回归结果显示,在控制了上市公司企业特征和其他控制变量之后,Cycle 与向非股权关联企业发放委托贷款的概率在 5% 的水平上显著正相关,而对于向关联企业发放委托贷款的情况而言,Cycle 的回归系数并不显著。这一结果说明,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时上市公司更倾向于向非股权关联企业发放委托贷款,而向关联企业发放贷款的概率在正规信贷周期波动中无显著变化。

其次,我们进一步从集约边际角度考察正规信贷周期如何影响上市公司发放委托贷款的资金流向。具体地,以 Amount 为被解释变量,运用模型(2)进行 Tobit 回归,以检验

5 为节省篇幅,这里及下文控制变量的回归结果均未报告,如有兴趣,可向作者索取。

信贷周期对上市公司向不同类型企业发放贷款规模的影响,结果如表 6 所示。

为了从企业所有制视角考察正规信贷变化对委托贷款资金流向施加影响的差异,在基准回归模型的基础上,我们将未发放委托贷款的样本作为控制组,加入“向国有企业发放委托贷款的样本”(或向非国有企业发放委托贷款的样本),实证检验信贷周期对国有企业(或非国有企业)通过委托贷款融通资金规模的影响。表 6 Panel A 结果显示,在控制了上市公司企业特征和年度等变量之后,对于非国有企业样本而言,Cycle 与委托贷款规模在 5% 的水平上显著正相关,而对于国有企业样本,回归系数并不显著。这表明,与正规信贷扩张时相比,当正规信贷收缩时,上市公司向非国有企业发放委托贷款的规模显著增加,而向国有企业发放的贷款规模无显著变化。

表 6 正规信贷周期影响委托贷款规模的差异性回归

被解释变量: Amount	Panel A:所有制属性分组		Panel B:股权关联关系分组	
	国有样本 + 控制组	非国有样本 + 控制组	关联样本 + 控制组	非关联样本 + 控制组
	(1)	(2)	(3)	(4)
C	-30.467 *** (0.000)	-22.060 *** (0.000)	-23.365 *** (0.000)	-25.765 *** (0.000)
Cycle	1.015 (0.308)	2.312 ** (0.031)	0.922 (0.295)	2.224 * (0.065)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	22363	22339	22437	22280
Pseudo R ²	0.089	0.045	0.066	0.065
模型	混合 Tobit	混合 Tobit	混合 Tobit	混合 Tobit

类似地,为了从股权关联视角考察正规信贷变化对委托贷款资金流向施加影响的差异,在基准回归模型的基础上,我们将未发放委托贷款的样本作为控制组,加入“向股权关联企业发放委托贷款的样本”(或向非股权关联企业发放委托贷款的样本),实证检验信贷周期对关联企业(或非关联企业)通过委托贷款融通资金规模的影响。表 6 Panel B 结果显示,在控制上市公司企业特征和年度等变量的基础上,对于非关联企业样本而言,Cycle 与委托贷款规模在 10% 的水平上显著正相关,与之形成鲜明对比的是,对于关联企业样本而言,Cycle 的回归系数并不显著。这说明,与正规信贷宽松时期相比,正规信贷紧缩时,上市公司向非股权关联企业发放贷款的规模显著增加,而向关联企业发放贷款的规模没有显著变化。

综合起来看,与信贷宽松时期相比,在信贷紧缩时期,上市公司向非国有企业等体制外企业发放委托贷款的概率及规模都显著增加。这表明,当正规信贷紧缩时,更多资金通过委托贷款这一影子银行机制流向民营企业等体制外企业。

(二)委托贷款的流向分析:基于地区层面的经验证据

我国地域幅员辽阔,地区间经济发展不平衡,信贷资金的配置在地区间也呈现出显著差异(方先明等,2010;龙海明等,2011 等),不同地区信贷资金与经济增长之间的匹配也存在较大差异。一个自然的疑问是,在那些正规信贷较缺乏的地区,影子银行机制是否更加活跃?特别是当正规信贷紧缩时,委托贷款资金是否更多地流向那些信贷缺口较大地区的企业?

为了从地区层面切入考察信贷周期对委托贷款资金流向的影响,我们运用中国人民银行公布的社会融资规模数据作为研究对象。中国人民银行从2013年开始披露地区委托贷款规模数据,覆盖了全国31个省、市、自治区,本文以2013-2015年全国各地区委托贷款规模数据为样本,总共包括93个地区/年度观测值。具体而言,我们从“影子银行是对正规信贷不足的市场反应”这一经济直觉出发,构造Gap变量测度地区正规信贷缺口。

实际上,现代经济增长理论的研究表明,经济增长取决于资本和劳动力投入、技术进步等诸多因素,而且,增加投资往往是促进经济增长的有效手段,这在我国经济实践中表现尤为突出。这样一来,当地金融机构能否提供充足资金就在很大程度上对当地经济增长速度施加了重要影响。考虑到正规信贷受到货币政策、地区金融发展程度等制度环境因素的影响,其往往不能完全满足当地的融资需要,此时,为了弥补当地经济发展所需资金不足,正规信贷缺口较大地区就有可能通过委托贷款等影子银行机制获取资金。

基于此,我们运用“ $Gap = (地区\ GDP\ 增长率 - 地区\ 金融机构\ 贷款\ 余额\ 增长率) / 地区\ GDP\ 增长率$ ”测度地区正规信贷缺口,Gap的值越大,表明该地区正规信贷缺口越大。我们预期,一方面,正规信贷缺口越大的地区,委托贷款规模越大;另一方面,与正规信贷宽松时期相比,在正规信贷紧缩时期,正规信贷缺口越大的地区获得的委托贷款规模越大。

为了检验上述假设,利用央行公布的地区委托贷款数据,我们以地区委托贷款规模R_Amount为被解释变量,以Cycle和Gap为主要解释变量,运用多元回归分析进一步考察地区正规信贷缺口对委托贷款规模的影响,结果如表7所示。表7第1列的单变量回归显示,Cycle与地区委托贷款规模在1%的水平上显著正相关,这说明,与信贷周期宽松时相比,信贷紧缩时委托贷款规模增加;表7第2列结果显示,在加入Gap变量之后,Cycle与R_Amount仍在5%的水平上显著正相关,同时,Gap与地区委托贷款规模在5%的水平上显著正相关,这表明,地区的信贷缺口越大,委托贷款规模越大,这与前文的预期相一致。

我们进一步在回归模型中引入了交叉项Cycle * Gap,以考察正规信贷紧缩对不同地区委托贷款规模的影响。表7第3列回归结果显示,Cycle * Gap与地区委托贷款规模在1%的水平上显著正相关。这表明正规信贷紧缩和信贷缺口对委托贷款的影响相互加强,与正规信贷宽松时期相比,信贷缺口越大的地区在信贷紧缩时接受的委托贷款规模越大。

表 7 地区信贷增长缺口对委托贷款规模的影响

被解释变量	R_Amount		
	(1)	(2)	(3)
Cycle	0. 474 *** (0. 003)	0. 400 ** (0. 027)	1. 296 *** (0. 000)
Gap		0. 608 ** (0. 015)	0. 145 (0. 603)
Cycle * Gap			0. 806 *** (0. 007)
C			6. 250 *** (0. 000)
Year	Yes	Yes	Yes
Province	Yes	Yes	Yes
Obs	93	93	93
Area NO.	31	31	31
Adj. R ²	0. 266	0. 373	0. 422

这些实证结果表明,相对于信贷扩张时期,信贷收缩时,地区委托贷款规模显著增加,而且,影子银行的增加幅度与地区的信贷缺口大小呈现出显著正相关关系。这意味着,作为影子银行的一种典型运作形式,委托贷款不仅具有逆信贷周期特点,而且将资金更多地输送到正规信贷缺口较大的地区。

(三)委托贷款的风险分析

上述实证研究表明,委托贷款是对正规信贷不足的市场反应,当正规信贷周期紧缩时,更多的资金通过委托贷款流向体制外企业和正规信贷不足地区。接下来,一个自然的问题是委托贷款这一影子银行机制具有怎样的风险?

实际上,上市公司还通过公告披露了委托贷款到期未能按时还款的信息,这为我们进一步考察委托贷款风险提供了可能。我们将委托贷款到期未能按时还款界定为违约,以到期样本作为研究对象,首先从整体上考察委托贷款的违约风险,将其与同期商业银行不良贷款率进行对比;其次,考虑到正规信贷紧缩促使资金通过委托贷款流向融资约束较大的企业和地区,我们分别根据借款企业所有制属性、借贷双方股权关联关系以及借款企业所在地正规信贷缺口对样本进行分组,细致考察不同类型委托贷款的违约风险。具体如下所述。

其一,从整体看,本文样本期内共有 1121 笔委托贷款到期,其中违约样本共计 110 笔,违约率高达 9. 81%;与之形成鲜明对比的是,商业银行平均不良贷款率仅为 2. 63%,委托贷款违约率是银行不良贷款率的 3. 7 倍。这表明,与银行信贷相比,委托贷款违约风

险相对更大。

其二,考虑到正规信贷紧缩促使更多资金通过委托贷款流向体制外企业,为了考察体制内外企业委托贷款的风险差异性,我们根据借款企业所有制属性和借贷双方股权关联关系对到期样本进行分组,比较分析不同类型委托贷款的违约风险。一方面,从所有制属性维度看,表 8 Panel A 结果显示,对借款企业为国有企业的到期委托贷款样本而言,违约率为 8.79%,与之相比,对借款企业为非国有企业的到期委托贷款样本而言,违约率为 11.28%,而且差异性检验表明后者违约率显著高于前者。另一方面,从股权关联维度看,表 8 Panel B 结果显示,对借贷双方存在股权关联关系的到期委托贷款样本而言,违约率为 8.82%,与之相比,对借贷双方不存在股权关联关系的到期委托贷款样本而言,违约率为 12.46%,而且差异性检验表明后者违约率显著高于前者。这些结果表明,与国有企业等体制内企业相比,民营企业等体制外企业通过委托贷款融资的违约风险相对更大。

表 8 不同类型借款企业委托贷款违约分析

Panel A. 国有企业 V. S. 非国有企业				
是否违约	国有样本		非国有样本	
	样本量	占比(%)	样本量	占比(%)
是	58	8.79	52	11.28
否	602	91.21	409	88.72
总计	660	100.00	461	100.00
违约占比	Difference T – test	(非国有 – 国有)	2.49 *(0.0839)	
Panel B. 关联企业 V. S. 非关联企业				
是否违约	关联样本		非关联样本	
	样本量	占比(%)	样本量	占比(%)
是	72	8.82	38	12.46
否	744	91.18	267	87.54
总计	816	100.00	305	100.00
违约占比	Difference T – test	(非关联 – 关联)	3.64 ** (0.0344)	

其三,由于中国人民银行公布的地区委托贷款数据不包含违约信息,本文难以直接运用该数据进行风险分析。但值得指出的是,我们手工搜集整理的上市公司委托贷款数据涵括了借款企业所在地区信息,这为本文从地区层面考察委托贷款风险问题提供了可能。具体而言,我们计算出 2007 - 2015 年各地区正规信贷缺口指标 Gap,然后,根据 Gap 中位数将到期样本划分为“正规信贷缺口较大地区”和“正规信贷缺口较小地区”,在此基础上比较分析不同地区委托贷款的违约风险。

表 9 结果显示,对借款企业位于正规信贷缺口较小地区的到期样本而言,共有 44 笔委托贷款违约,违约率为 8.24%;对借款企业位于正规信贷缺口较大地区的到期样本而

言,违约样本共 66 笔,违约率为 11. 24%,而且差异性检验表明后者违约率显著高于前者。这些结果表明,与正规信贷缺口较小地区的企业相比,正规信贷缺口较大地区企业通过委托贷款融资的违约风险相对更大。

表 9 不同地区借款企业委托贷款的违约分析

是否违约	正规信贷缺口较大地区		正规信贷缺口较小地区	
	样本量	占比(%)	样本量	占比(%)
是	66	11. 24	44	8. 24
否	521	88. 76	490	91. 76
总计	587	100. 00	534	100. 00
违约占比 Difference T - test (缺口较大地区 - 缺口较小地区)			3. 00 ** (0. 0457)	

综合以上分析可知,作为微观经济主体应对正规信贷不足的影子银行机制,委托贷款在客观上缓解了正规信贷可得性较小部门的融资约束,但同时也加剧了影子银行违约风险问题。从企业层面看,当正规金融机构发放的贷款紧缩时,非国有企业和非股权关联企业这些体制外企业由于受到较强融资约束便会倾向于寻求委托贷款等影子银行机制来满足融资需求,同时,与国有企业等体制内企业相比,民营企业等体制外企业获得委托贷款的违约风险相对更大;从地区层面看,相对于正规信贷扩张时,信贷紧缩时,那些正规信贷越不能满足其经济增长需求的地区越容易寻求委托贷款等影子银行的支持,同时,与正规信贷缺口较小地区的企业相比,正规信贷缺口较大地区企业通过委托贷款融资的违约风险相对更大。

五、结 论

我国影子银行如何运作问题是学术界关注的焦点之一,近年来委托贷款等影子银行形式在金融体系中发挥什么作用及其风险问题也迫切需要回答。本文以委托贷款这一代表性影子银行作为研究对象,将央行公布的社会融资规模数据和上市公司披露的委托贷款公告数据结合起来,实证考察正规信贷周期对影子银行运作的影响。

本文实证结果表明,委托贷款这一代表性影子银行形成呈现出鲜明的逆信贷周期特点;基于企业和地区层面的扩展性研究发现,一方面,在企业层面,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时民营企业等体制外企业获得委托贷款的概率及规模都显著增加,影子银行更多流向受到融资约束的体制外企业;另一方面,在地区层面,与正规信贷扩张时期相比,正规信贷紧缩时委托贷款更多流向正规信贷缺口较大的省份。进一步地,从风险视角切入的实证分析表明,委托贷款违约率显著高于同期银行不良贷款率,而且,与国有企业等体制内企业(正规信贷缺口较小地区的企业)相比,民营企业等体制外企业(正规信

贷缺口较大地区的企业)通过委托贷款融资的违约风险相对更大。

本文基于委托贷款这一典型的影子银行进行实证研究,从微观层面给出了我国影子银行与正规信贷之间关系的经验证据。而且,值得强调的是,基于委托贷款流向的实证检验揭示出,正规信贷紧缩促使资金通过委托贷款流向融资约束较大企业和地区的同时也加剧了影子银行风险。这些结果有助于厘清我国影子银行的运作机理及其风险含义,是对中国影子银行相关研究文献的重要补充。

另外,在我国委托贷款等影子银行机制不断发展演变的背景下,本文研究具有重要的启示意义。一方面,我国资本市场发展还不完善,影子银行虽客观上可在一定程度上发挥补充正规信贷不足的作用,但其存在的风险问题不容忽视,在当前“防风险”主基调下,不仅要积极引导委托贷款等影子银行机制合规发展,还要加强对其风险的监管和防控。另一方面,随着影子银行机制不断创新,传统上主要着眼于正规信贷的货币政策受到挑战,为提高货币政策传导效率,央行应在货币政策制定过程中充分考虑影子银行机制的影响。

参 考 文 献

- [1] 陈昆亭、周炎和龚六堂,2011,《信贷周期:中国经济1991~2010》,《国际金融研究》第12期,第20~28页。
- [2] 方军雄,2007,《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》第12期,第82~92页。
- [3] 方先明、孙爱军和曹源芳,2010,《基于空间模型的金融支持与经济增长研究——来自中国省域1998~2008年的证据》,《金融研究》第10期,第68~82页。
- [4] 何德旭和郑联盛,2009,《影子银行体系与金融体系稳定性》,《经济管理》第11期,第20~25页。
- [5] 李波和伍戈,2011,《影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战》,《金融研究》第12期,第77~84页。
- [6] 李向前、诸葛瑞英和黄盼盼,2013,《影子银行系统对我国货币政策和金融稳定的影响》,《经济学动态》第5期,第81~87页。
- [7] 龙海明、唐怡和凤伟俊,2011,《我国信贷资金区域配置失衡研究》,《金融研究》第9期,第54~64页。
- [8] 陆晓明,2014,《中美影子银行系统比较分析和启示》,《国际金融研究》第1期,第55~63页。
- [9] 陆正飞、祝继高和樊铮,2009,《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》,《金融研究》第8期,第124~136页。
- [10] 钱雪松、杜立和马文涛,2015,《中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异》,《管理世界》第11期,第11~28页。
- [11] 钱雪松、谢晓芬和杜立,2017,《金融发展、影子银行区域流动和反哺效应——基于中国委托贷款数据的经验分析》,《中国工业经济》第6期,第60~78页。
- [12] 钱雪松、袁梦婷和孔东民,2013,《股权关联影响了企业间信贷价格吗?——基于我国上市公司委托贷款数据的经验分析》,《金融研究》第9期,第165~179页。
- [13] 裘翔和周强龙,2014,《影子银行与货币政策传导》,《经济研究》第5期,第91~105页。
- [14] 谭劲松、简宇寅和陈颖,2012,《政府干预与不良贷款——以某国有商业银行1988~2005年的数据为例》,《管理世界》第7期,第29~43页。
- [15] 徐璐和钱雪松,2013,《信贷热潮对银行脆弱性的影响——基于中国的理论与实证研究》,《国际金融研究》第11期,第84~96页。
- [16] 孙永苑、杜在超、张林和何金财,2016,《关系、正规与非正规信贷》,《经济学(季刊)》第2期,第597~626页。
- [17] 叶康涛和祝继高,2009,《银根紧缩与信贷资源配置》,《管理世界》第1期,第22~28页。

[18]Ahn, S. , David J. Denis, and Diane K. Denis. 2006. “Leverage and Investment in Diversified Firms” *Journal of Financial Economics* , 79;317 ~337.

[19]Allen, F. , Y. Qian, and G. Tu. 2016. “Entrusted Loans: A Close Look at China’s Shadow Banking System” *SSRN*, Working paper.

[20]Gorton, Gary B. , and A. Metrick. 2010. “Regulating the Shadow Banking System” *Brookings Papers on Economic Activity* , 41(9) ;261 ~312.

[21]Mendoza, Enrique G. , and Marco E. Terrones. 2008. “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data” *National Bureau of Economic Research* No. w14049.

[22]Pozsar, Z. , T. Adrian, Adam B. Ashcraft, and H. Boesky. 2010. “Shadow Banking” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* , No.458.

[23]Zha, T. , J. Ren, and K. Chen. 2016. “What We Learn from China’s Rising Shadow Banking: Exploring the Nexus of Monetary Tightening and Banks’ Role in Entrusted Lending” *Society for Economic Dynamics* , Meeting Papers.

Does Entrusted Loans Cover Credit Shortage in China?

QIAN Xuesong XU Jianli DU Li

(School of Economics, Huazhong University of Science and Technology)

Abstract: Using samples of entrusted loans, this paper investigates how shadow banking works in China from the perspective of formal credit cycle. The paper shows that entrusted loan, one type of shadow banking, is a market reaction to credit shortage: firms are more likely to participate in entrusted loans, and issue more entrusted loans when credit crunches. Further evidences show that, on one hand, the probability and the size of loans borrowed by non – state – owned enterprises are significantly increased when credit crunches; on the other hand, entrusted loans tend to flow to the province who has bigger credit shortage when credit crunches. In addition, the default probability of entrusted loans is significantly higher than the non – performing loan ratio of commercial banks. Moreover, compared with state – owned enterprises, the default probability of entrusted loans obtained by non – state – owned enterprises is relatively higher. These results indicate that entrusted loan is a market solution to credit shortage. The credit crunches have encouraged the capital flow to financial constrained regions and enterprises via entrusted loans, while also exacerbating the risk of shadow banking. This paper sheds light on the literatures of shadow banking and helps us to understand the role of shadow banking in China’s financial system and its risk implications, which is important for shadow banking supervision.

Key words: Entrusted Loan, Shadow Banking, Formal Credit Cycle, Financial Constraints, Risk

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)