

第六课（续）

上节课回顾

- ▶ 内生增长理论（AK模型）
- ▶ 消费、收入、储蓄与投资的关系
 - ▶ MPC和MPS等经典凯恩斯概念
 - ▶ 储蓄与投资的循环流量关系
 - ▶ 中国储蓄率的驱动因素
- ▶ 金融市场
 - ▶ 实体经济与虚拟经济的关系
 - ▶ 两种直接融资手段：股票和债券

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季



第5讲剩余内容

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季

- ▶ 金融中介
 - ▶ 两类机构：共同基金和银行
- ▶ 可贷资金市场均衡与利率
 - ▶ 供需模型与均衡
 - ▶ 供需与均衡的变动
 - ▶ 费雪效应



债务筹资与股本融资的区别

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季

- ▶ 债务筹资：公司通过出售债券来筹资的行为。
- ▶ 与股本融资相比的两点主要区别：
 - ▶ 第一，债券相比股票是低风险、低回报的金融索取权凭证。
 - ▶ 第二，债券相比股票的监督成本更低，而股东的金融索取权取决于上市企业的运作绩效，因而要耗费大量时间和精力搜集和（要求借入方）披露信息。



企业与政府的融资选择

- ▶ 债务筹资还是股本融资？
- ▶ 从公司的角度：
 - ▶ 顺风顺水、风平浪静：债务融资更好。
 - ▶ 波动大、风险高：股本融资更好。
- ▶ 从政府的角度：
 - ▶ 若评定企业难以满足信息披露的要求，但风险可控，则债务融资更好。
 - ▶ 若评定企业难以承受破产的风险，则两种融资都不好，但债务融资更不好。

政府为了防止债务风险蔓延，有时候不得不增强股权融资支持，例如2022年底为房企融资提供“三支箭”。



▶ 前面讨论了金融市场（股票和债券）中的直接融资，接下来讨论间接融资。

▶ 金融中介是储蓄者不能与投资者直接接触时所借助的中间融资机构。

▶ 金融中介从储蓄者那儿获取资金，然后为投资者提供资金。

▶ 截至2025年2月，直接融资占社会融资存量的比重上限约为30.7%（比2023年12月提高1%），间接融资的比例下限约为69.3%。

基于发行的主体，而非融资过程。

详见<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/index.html>。

我国政策方向？

- ## 我国目前主要的金融中介有哪些？

- ▶ 间接的直接融资：投资者→基金→企业/政府
政府有价证券。
- ▶ 完全间接融资：投资者→银行→企业/政府
贷款。

- ▶ 向公众出售股份（公募基金），并用其收入购买各种股票、债券或资产组合。
 - ▶ 按资产组合的要素：股票型、债券型、混合型基金等。
 - ▶ 按资金赎回方式：开放式和封闭式。
 - ▶ 开放式允许每个交易日都向基金机构买卖基金股份，卖回给基金即赎回。
 - ▶ 封闭期内不可赎回，但可在公开市场转手。
 - ▶ 按投资策略：主动型和被动型。

- ▶ 共同基金存在的合理性是什么呢？
- ▶ 规模经济或规模利益：在一定范围内，随资金规模增加，平均成本不断降低。
 - ▶ 第一，资金管理的边际成本低，使得平均成本降低。
 - ▶ 第二，通过合理分工、聘请专业人士继续降低边际和平均成本。
 - ▶ 第三，通过分散投资，合理配置风险。
- ▶ 基金能跑赢市场吗？

基金能跑赢市场吗？

56

- ▶ 通常投资者所说的跑赢市场是指：大盘涨1%，基金净值涨幅>1%。

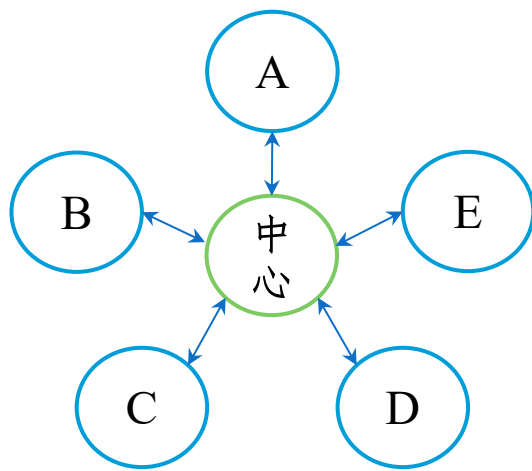
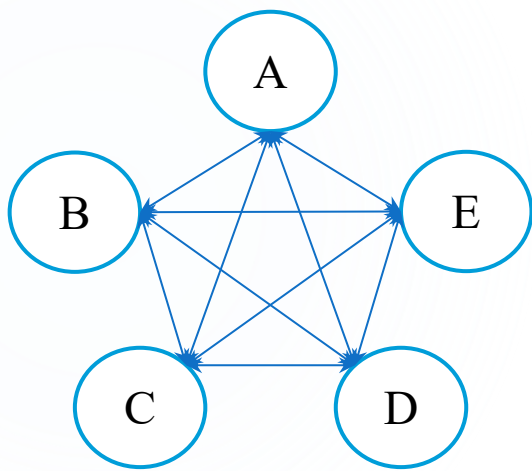


图片来源：Portfolio Lab，截止至2025年3月22日。

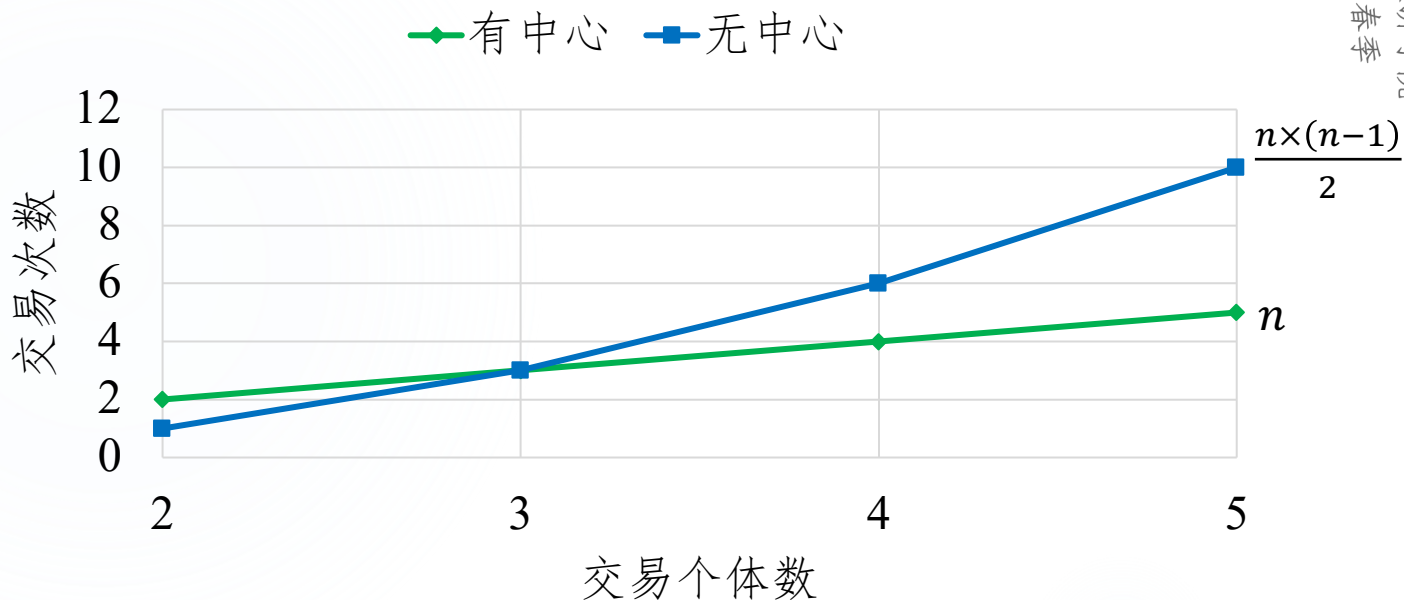
- ▶ 共同基金有几个基本特点：
 - ▶ (1) 证券形式单一，只有股份。
 - ▶ (2) 负债是基民持有的股份，没有优先级和劣后级之分，是同质的股份。
 - ▶ 这就有别于私募基金。
 - ▶ (3) 没有挤兑风险：资产与负债同向同幅变化，因而净资产不随基金资产价值变化，即使资产价值可以 $\rightarrow 0$ 。
 - ▶ 基金面临赎回、解体，但几乎不破产赔钱。
 - ▶ 基金净资产的公众信心很少引发金融恐慌。

基本功能：

- ▶ (1) 成为储蓄者与投资项目的中介，实现间接融资。
- ▶ (2) 充当支付媒介，实现清算、结算。



- ▶ 银行的支付媒介功能大大减少了所需的交易次数，提升了交易效率。
- ▶ 银行之间也可以进行交易，最终也只需要对差额进行结算。



- ▶ 银行有几个不同的基本特点：
 - ▶ (1) 证券形式多样，如存款凭证、股票。
 - ▶ (2) 存在挤兑风险：资产与负债并非同向同幅变化。
 - ▶ 例如：银行将家庭短期存款（负债）借给了某建筑公司（资产），但这笔贷款回收出了问题，则银行净资产缩水甚至为负。
 - ▶ 此类事件会引发公众对银行偿付能力信心的动摇，从而发生挤兑导致银行倒闭。
 - ▶ (3) 股权融资可以增强银行抗风险能力，除了在危急时刻挽救银行，还能助力银行体系长期稳健发展。

股权融资助力长期稳健发展



要闻

每经网首页 > 要闻 > 正文

财政部出资5000亿元，国有四大行拟定向发行股份补充核心一级资本

每日经济新闻 2025-03-30 19:33:18

3月30日，中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行发布公告，宣布将向特定对象发行A股股票以补充核心一级资本。据悉，财政部为主要认购方，总规模达5000亿元。业内人士指出，这不仅是短期政策支持，更是国家战略布局，将助力银行体系长期稳健发展。4家银行的核心一级资本充足率虽高于监管要求，但此次注资将进一步增强其信贷投放能力。

每经记者 涂颖浩 每经编辑 马子卿

新闻来源：<https://www.nbd.com.cn/articles/2025-03-30/3811867.html>。

可贷资金市场均衡与利率

可贷资金市场的均衡如何决定？

可贷资金市场的供给与需求

- ▶ 可贷资金市场：将实现储蓄与投资统一的市场。
- ▶ 在AK模型中，储蓄直接转化为投资，无需通过利率 r 调节供需：
 - ▶ $s = \rho^\sigma (1 + R)^{\sigma-1}$, $\sigma \leq 1$ 。
 - ▶ 这是长期逻辑，消费者的目标是平滑终身消费，因此收入效应占主导： $r \uparrow \Rightarrow$ 总收入提高 \Rightarrow 现在可以多花 \Rightarrow 减少长期储蓄。
 - ▶ 经济增长也摊薄了储蓄率。
 - ▶ 如果引入短期可贷资金市场呢？

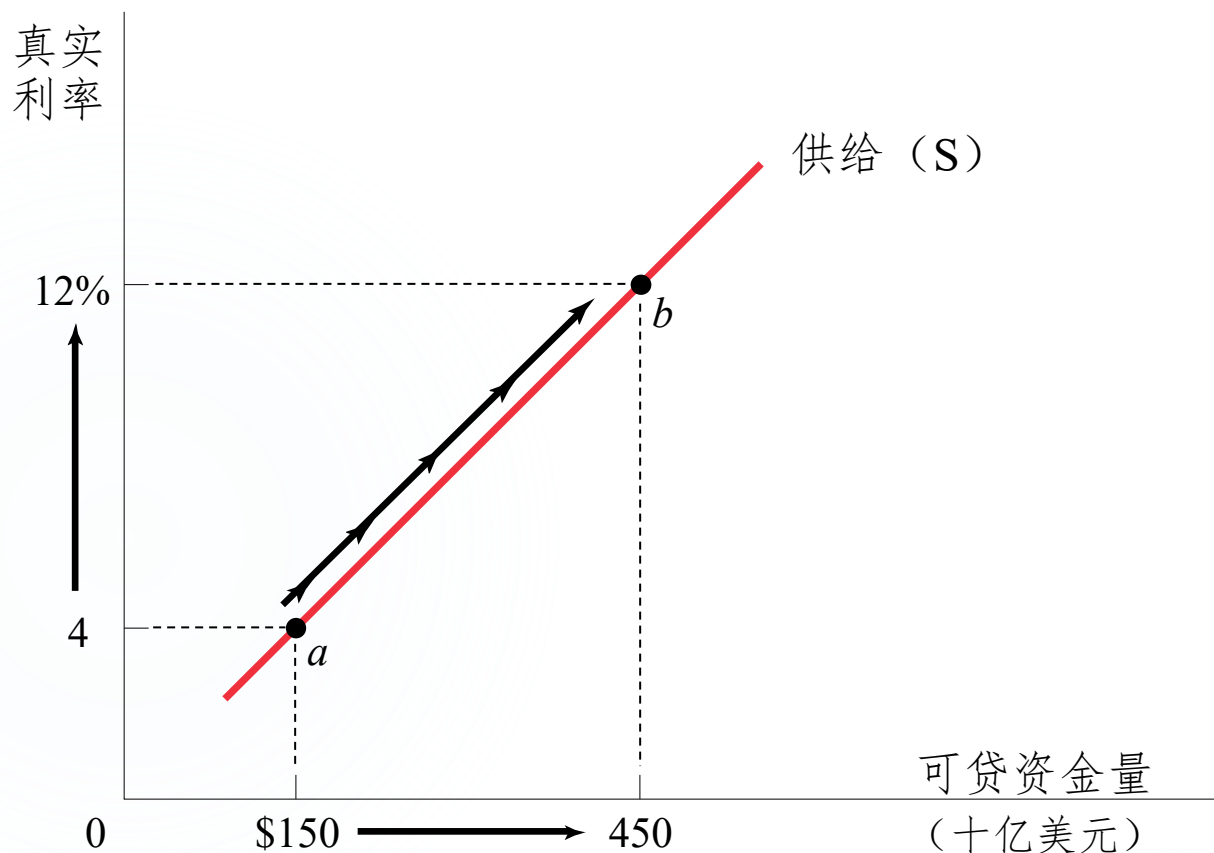
可贷资金市场的供给

- ▶ 一个两期模型：两期收入 y_1 、 y_2 ，初始禀赋 a_0 ，两期消费 c_1 、 c_2 ，储蓄 S 。
 - ▶ 预算约束： $c_1 + S = y_1 + a_0$ ； $c_2 = y_2 + S(1+r)$ ； $\Rightarrow c_1 + \frac{c_2}{1+r} = y_1 + a_0 + \frac{y_2}{1+r}$ 。
 - ▶ 收入效应： $r \uparrow \Rightarrow$ 总收入提高， $c_1 \uparrow c_2 \uparrow$ 。
 - ▶ 替代效应： $r \uparrow \Rightarrow c_2$ 相对价格 \downarrow ， $c_1 \downarrow c_2 \uparrow$ 。
- ▶ 可贷资金的供给是借贷利率的增函数，即 $S'(r) > 0$ ，这是短期市场出清逻辑。
 - ▶ 短期：替代效应占主导地位， $c_1 \downarrow S \uparrow$ 。
 - ▶ 此时，短期无经济增长， $\frac{S}{y_1} \uparrow$ 。

可贷资金市场的供给

65

▶ 可贷资金市场的供给曲线：



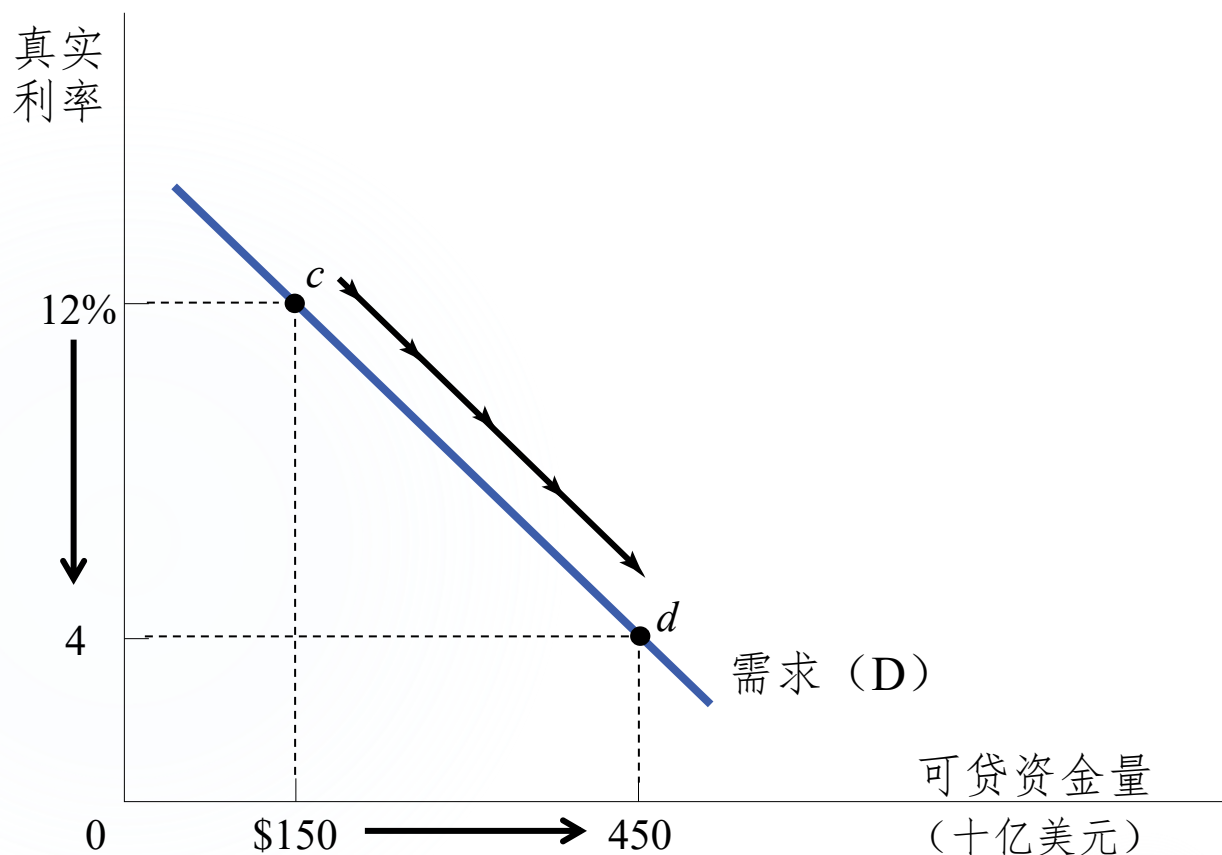
任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季

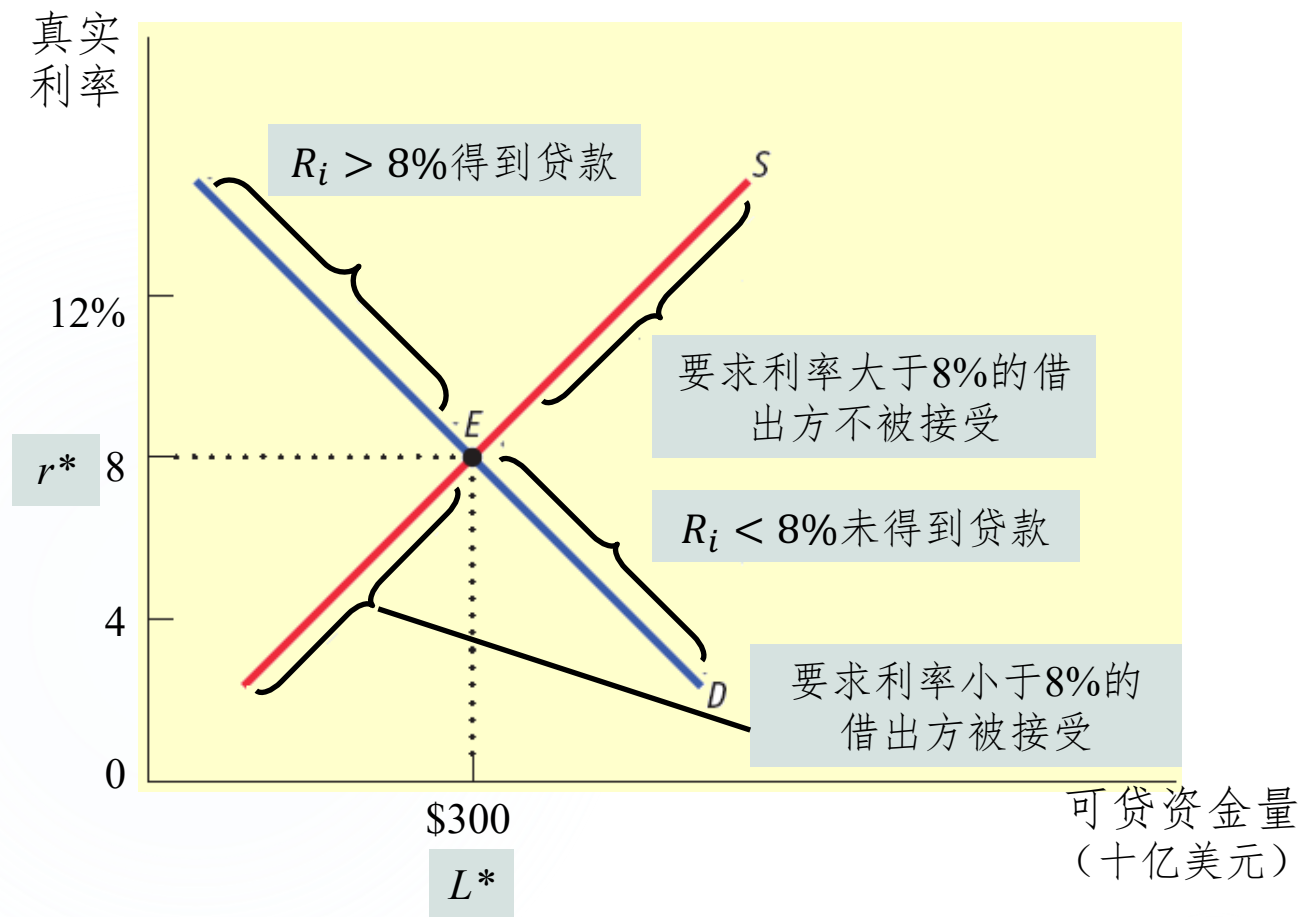
可贷资金市场的需求

- ▶ 可贷资金的需求是利率的减函数，即 $I'(r) < 0$ 。为什么呢？
 - ▶ 从家庭投资（如买房）的角度： r 提升导致月供提高，故贷款买房需求下降。
 - ▶ 即使全款买房，资金的机会成本也提高了。
 - ▶ 从企业投资的角度： r 的提升同样导致机会成本提高。
 - ▶ 净现值的计算： $NPV = \frac{V}{(1+r)^T} - C$ 。
 - ▶ $r \uparrow \Rightarrow NPV \downarrow$ 。

可贷资金市场的需求

▶ 可贷资金市场的需求曲线：





可贷资金市场的供给与需求

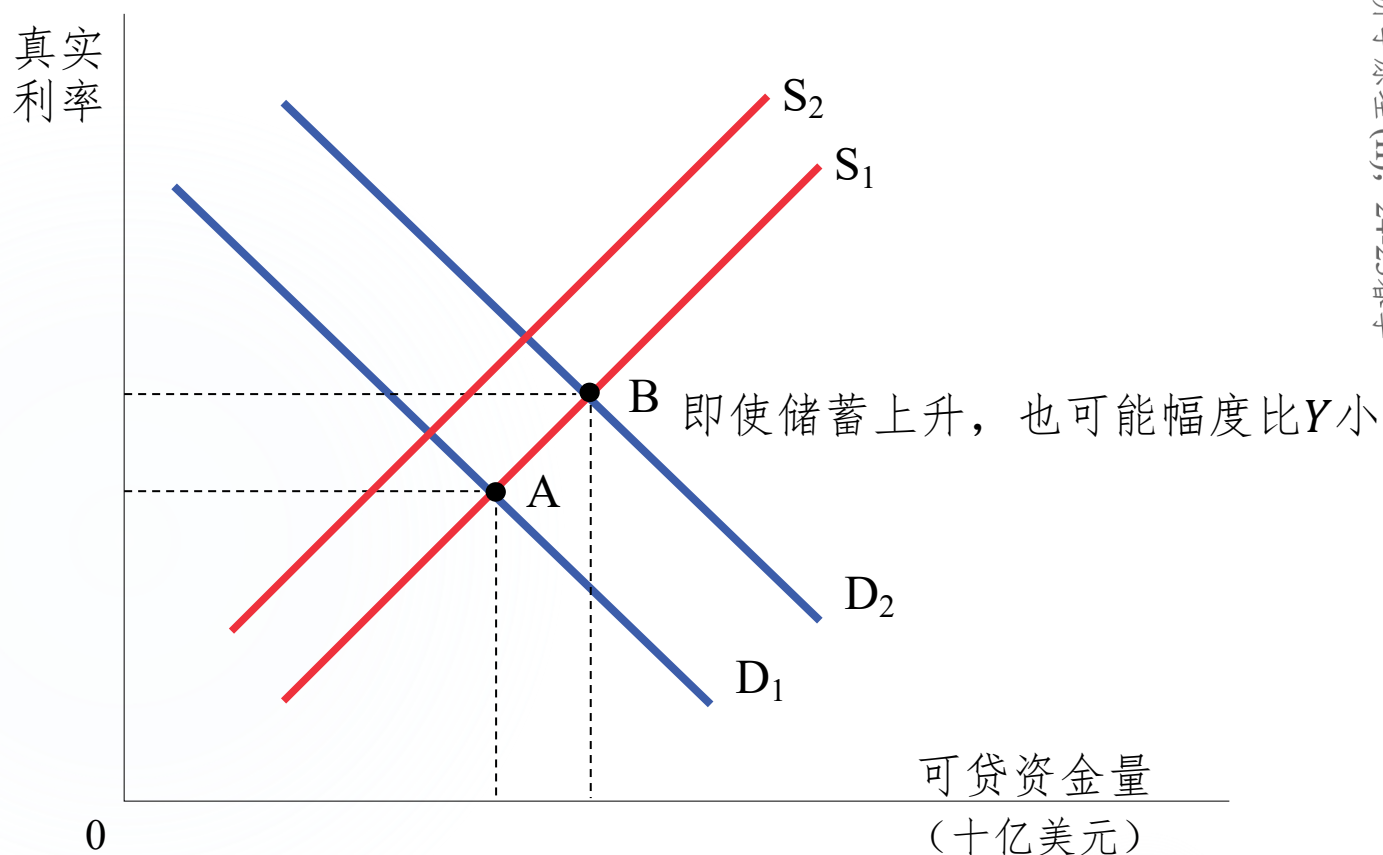
▶ 回到AK模型中：

- ▶ 若所有企业的技术回报率 R_i 都一样（同质性假设），即假设 $R_i = R$ ，则需求曲线是一条水平线。
- ▶ 在异质性假设下，令 $R = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_i$ 等于企业净回报率的平均值。
- ▶ 如果 R 提升了，各企业的净回报率也提升，因而能接受更高的利率，需求右移。
- ▶ 人们可能不愿意以原先的均衡利率 r 向市场提供可贷资金，供给左移。

可贷资金市场的需求与供给

70

► R 上升可能导致储蓄率下降：



任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季

可贷资金市场的供给与需求

- ▶ 我们或许无法将可贷资金市场模型加入AK模型之中，因为存在两个困难：
 - ▶ AK模型中的储蓄率 s 已经内生，再设置独立的储蓄函数可能引起过度约束问题，导致模型无解。
 - ▶ 技术回报率 R 与市场利率 r 的偏离导致可贷资金市场中存在无限套利的问题。
- ▶ 不过，我们或许无需将AK模型与可贷资金市场供需模型放置在统一框架中。
 - ▶ 前者用于分析长期经济增长，后者则聚焦短期局部均衡。

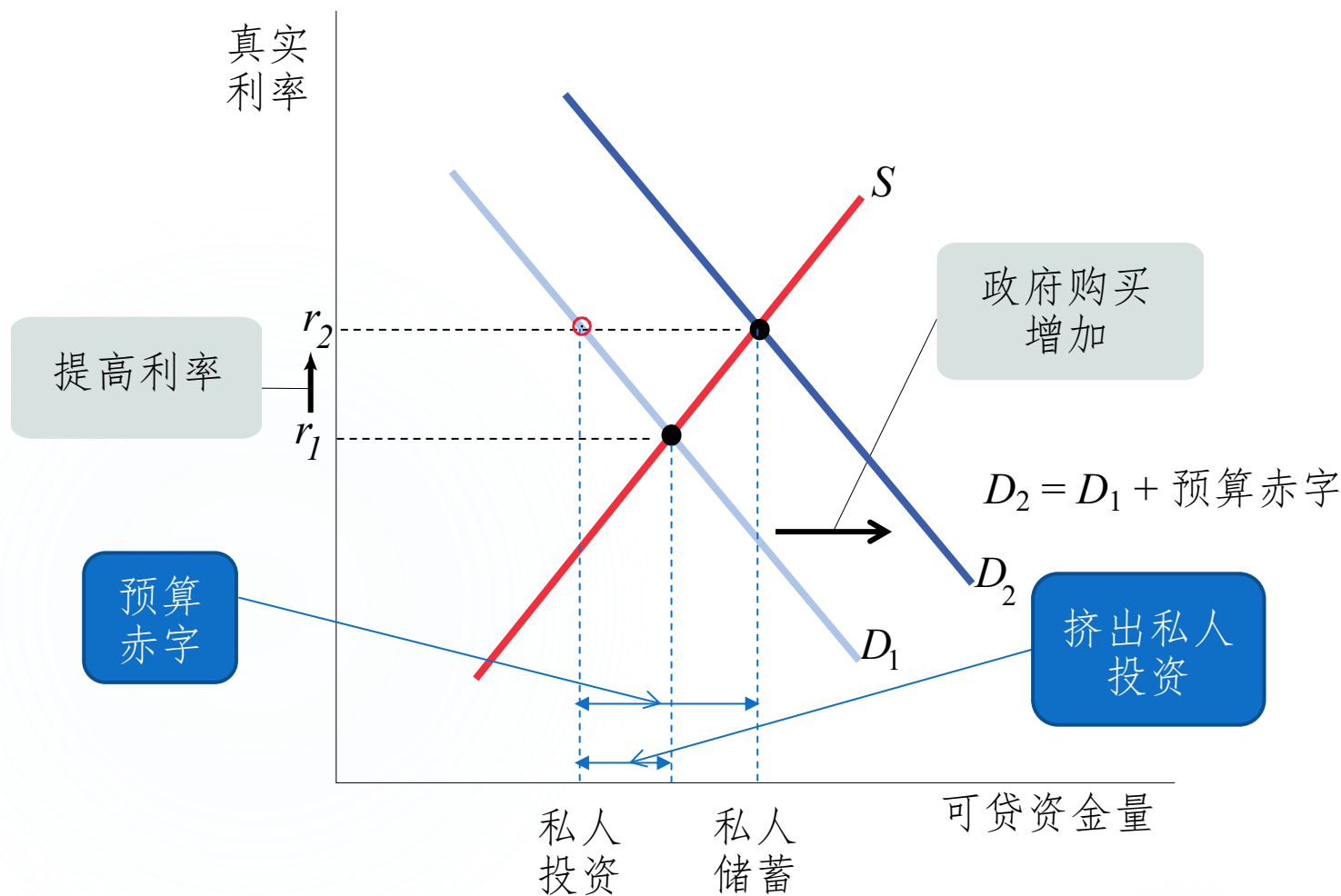
可贷资金市场需求影响因素

- ▶ 导致需求曲线移动的因素可能有：
 - ▶ **商业机会的预期**：如果人们认为机会来了，那么在任意一个给定的利率下，需求也就更高，即需求曲线右移（或上移）；反之，需求曲线左移（或下移）。
 - ▶ **政府借债的变化**：当政府有预算赤字时，会增加对可贷资金的需求。
 - ▶ 这里存在一个挤出效应，即更高的需求使得利率提升，尽管私人储蓄提升，但挤出了（私人）投资。
 - ▶ **资本流出的变化**。

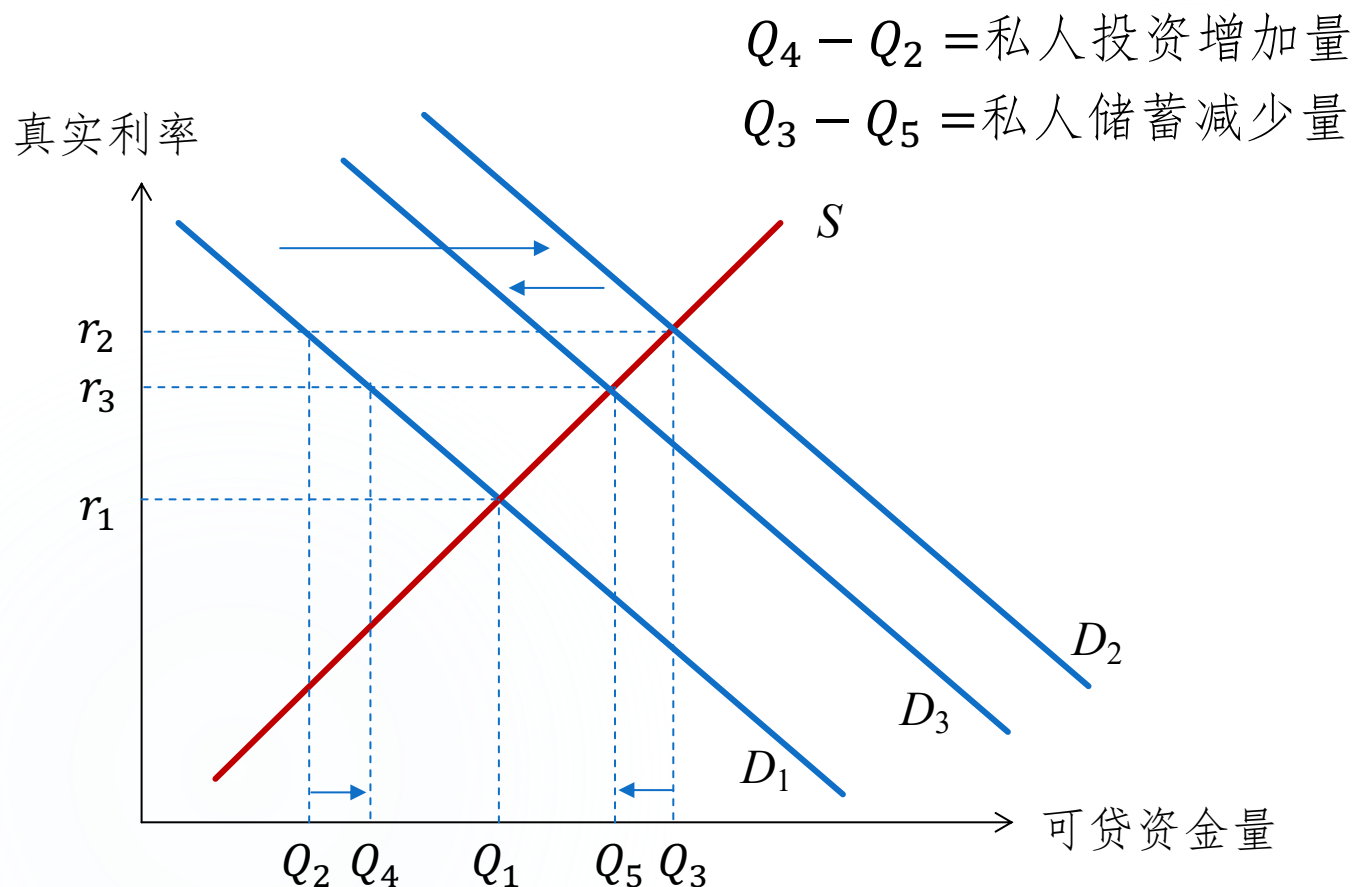
私人投资被“挤出”

73

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季



预算赤字的减少



原来的预算赤字 = $Q_3 - Q_2$

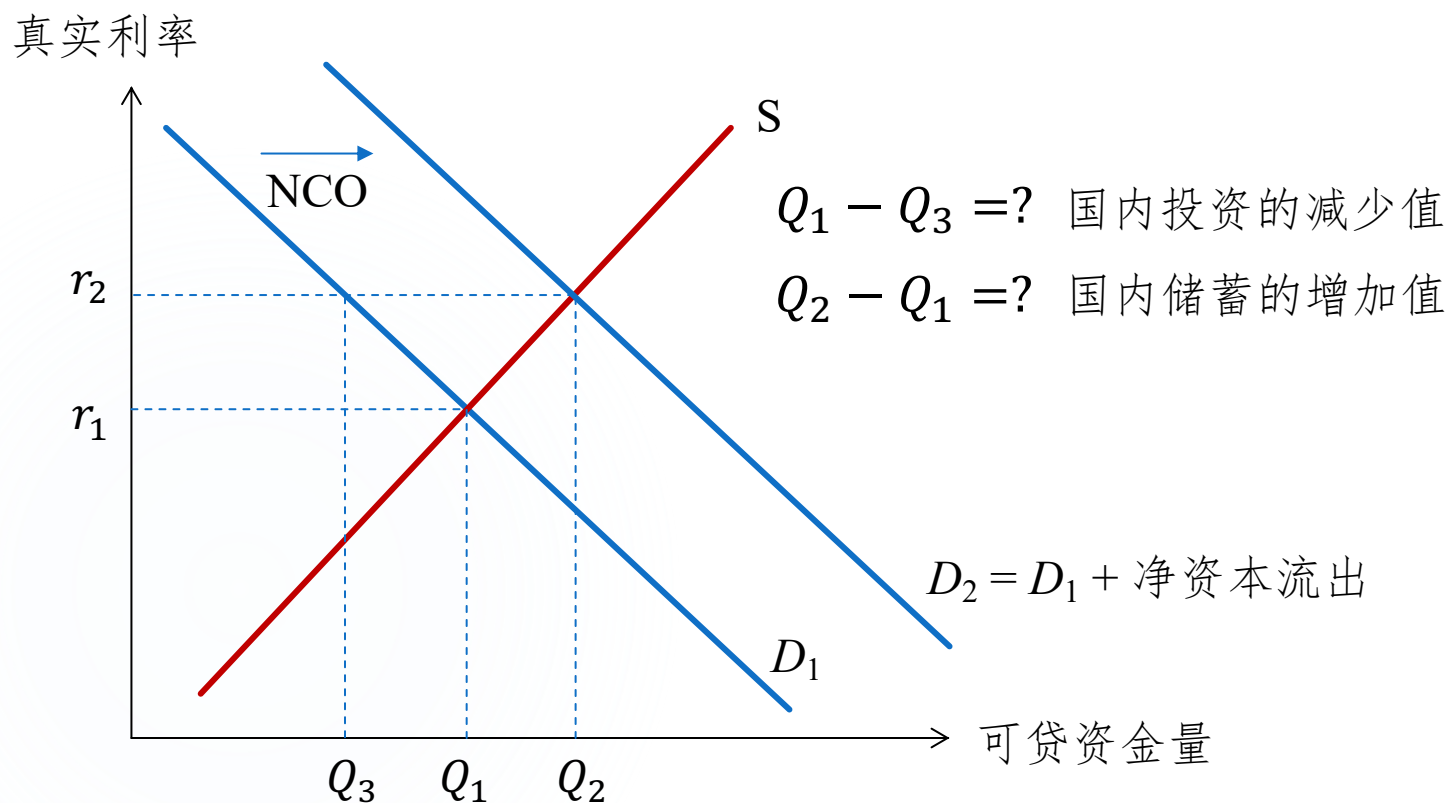
预算赤字的减少 = $(Q_3 - Q_2) - (Q_5 - Q_4) = (Q_3 - Q_5) + (Q_4 - Q_2)$

贸易顺差/净资本流出

75

$$NCO = NX > 0$$

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季



可贷资金市场供给影响因素

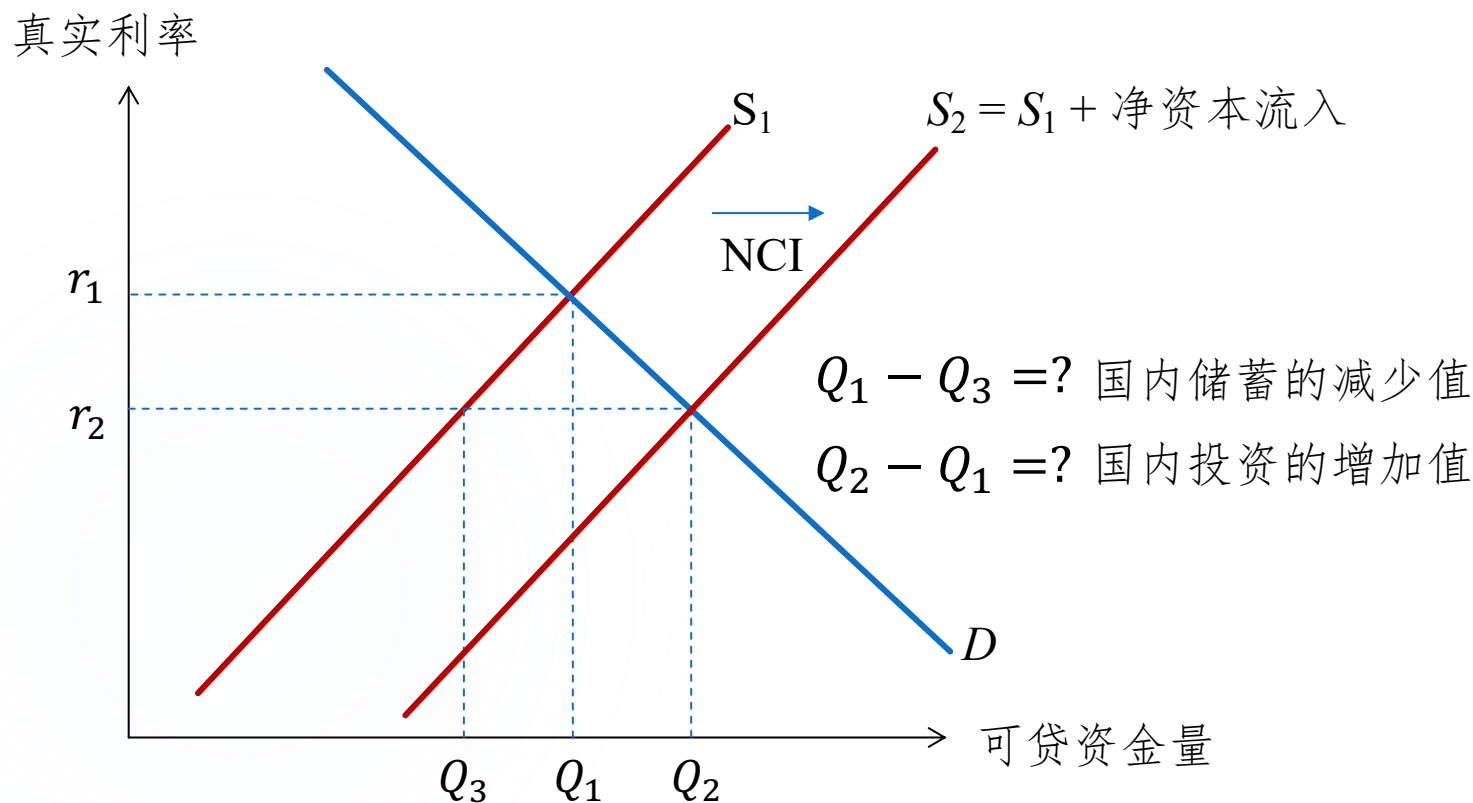
- ▶ 导致供给曲线移动的因素可能有：
 - ▶ 财富（或贫穷）的幻觉：当人们觉得自己富有了，就会更多地花费、更少地储蓄。
 - ▶ 比如，2000-2006年，美国房价的上涨使得许多房主更乐意消费，从而减少储蓄（供给曲线左移/上移）。
 - ▶ 资本流入的变化。
 - ▶ 我国近些年有不少资本流出，减少了我国的储蓄；美国长期有大量的资本流入（其中不少来自中国），这些流入资本提升了美国的储蓄和投资。

贸易逆差/净资本流入

77

$NX < 0$ 或 $NCI > 0$

任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理(II)，24-25春季



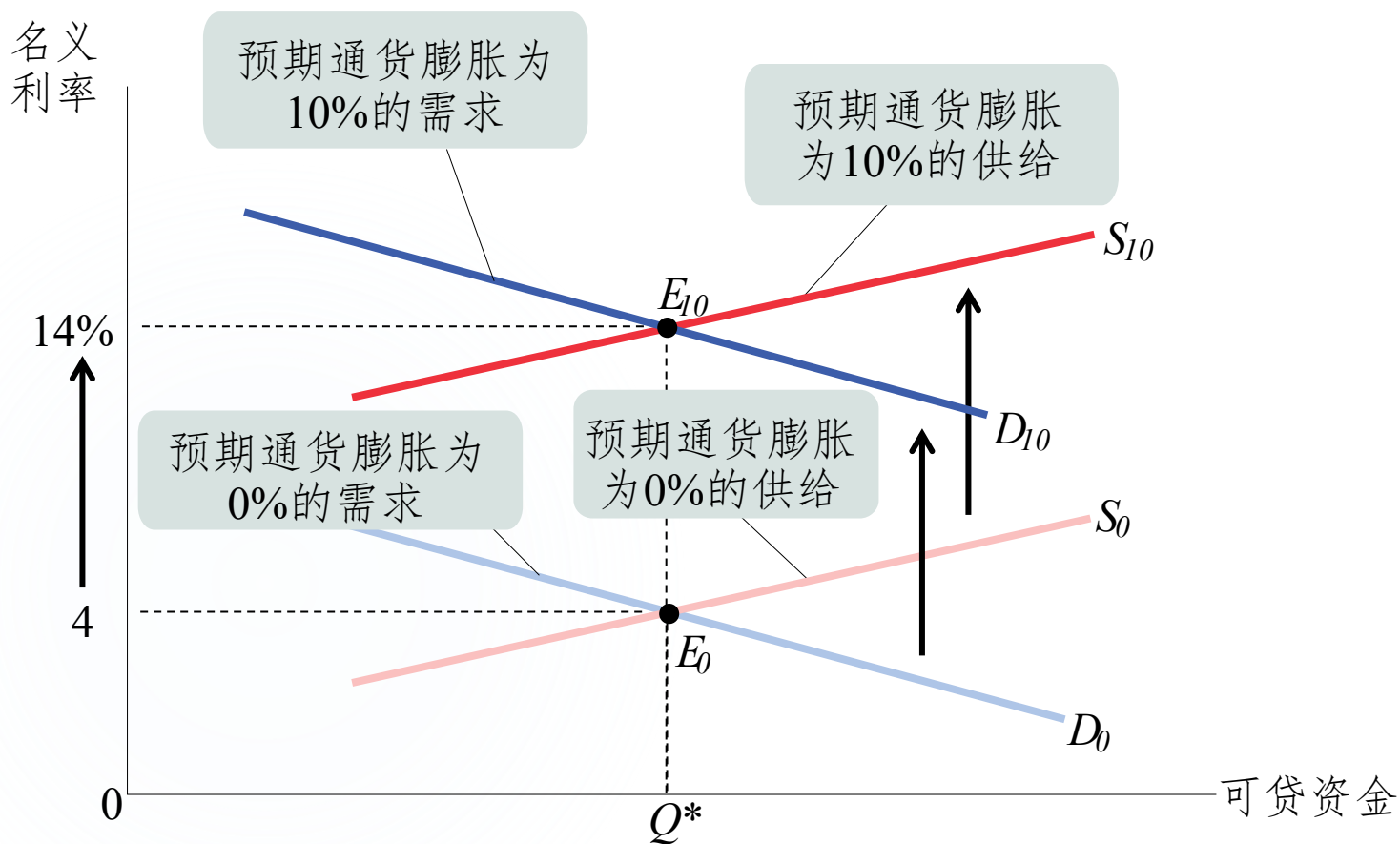
通货膨胀预期与利率

- ▶ 通货膨胀预期同时影响供给和需求，将如何影响均衡利率？
 - ▶ 欧文·费雪指出，存在长期关系：真实利率 \approx 名义利率 - 通货膨胀率。
 - ▶ 若预期通胀为 π^e ，真实利率为 r ，则借出方在供给相同可贷资金量时会要求名义利率加上 π^e 的幅度。
 - ▶ 借入方在需求相同可贷资金量时也能接受在名义利率在真实利率 r 的基础上加上 π^e 的幅度。
 - ▶ π^e 在长期趋于通胀率，因此真实利率不受通胀预期的影响。

费雪效应

79

费雪效应在短期可能失效？
期中之后讲解。



任课教师：庄晨，北京大学经济学院
课程：经济学原理 (II)，24-25 春季

- ▶ 简化、封闭抑或是开放经济中的消费、收入、储蓄与投资通过循环流量联系。
- ▶ 金融市场为直接融资提供渠道，而金融中介为间接融资提供可能，两者为储蓄和投资的结合提供了有效机制。
- ▶ 可贷资金市场通过真实利率的价格机制配置资源，将储蓄（可贷资金供给）与投资（可贷资金需求）进行匹配。