

社会融资规模指标改进及其对经济传导的估算

吴滨

(天津城市基础设施建设投资集团有限公司 财务中心, 天津, 300040)

[摘要] 社会融资规模已成为我国重要的货币政策指标。通过对社会融资规模指标设计原则的梳理, 提出应进一步将近年来影响日益增大的保险、租赁等金融产品纳入指标范围, 以全面地反映金融机构对实体经济的支持。通过对比优化前后的指标数据, 印证了优化后的指标可更好地反映货币政策。利用混频数据模型实证得出社会融资规模4~5个月就会产生传导效果, 对经济产生显著的影响。

[关键词] 社会融资规模; 混频数据模型; 经济传导

[中图分类号] F222 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-3300 (2020) 04-0033-09

长期以来, 新增贷款和货币供应量是我国货币政策的中介目标。进入21世纪以后, 随着我国金融体系的发展变化、金融产品的不断丰富, 以“银行贷款”为绝对主导的融资方式在一定程度上被保险、证券等融资产品替代。因此, 2011年中国人民银行开始按季发布社会融资规模相关数据, 至今只在2018年9月将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。但近年来, 我国金融体系保持快速发展, 融资方式进一步多元化, 这就使得社会融资规模所涵盖的范围已不能全面反映当前金融机构对实体经济的支持。本文进一步完善社会融资规模指标涵盖的金融产品范围, 并以社会融资规模指标测度其对经济的传导效率。

一、社会融资规模的定义

按照中国人民银行公布的定义, “社会融资规模是指一定时期内(每月、每季度或每年)实体经济(即企业和个人)从金融体系获得的资金总额”。主要包括: 金融机构对实体经济提供的资金支持,

即人民币贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款以及金融机构所持有的企业债和非金融企业的股票、保险公司的赔偿等; 实体经济通过金融市场、利用规范的金融工具获得的融资, 主要包括境内股票等; 其他融资, 如小额贷款等。具体计算公式为: 社会融资规模=人民币贷款+外币贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+投资性房地产+其他。实际操作中, 人民银行综合国家发改委、证监会、保监会、中国债券登记结算公司、银行间市场交易商协会等部门的数据, 在公布社会融资规模的同时, 发布人民币贷款、外币贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资几个项目存量及变动情况。社会融资规模的统计原则包括: 居民原则、金融原则、合并原则、增量原则、可得性等五项。正如盛松成^[1]所指出: “统计社会融资规模的目的, 不是取代货币供应量, 而是与货币供应量互为补充……它能够更全面地从信用角度和金融机构资产方反映货

收稿日期: 2020-04-16

作者简介: 吴滨(1982-), 男, 辽宁锦州人, 高级经济师, 博士研究生, 研究方向: 宏观经济统计分析。

币政策的传导,因此可以将社会融资规模作为货币供应量指标的有益补充。”

二、社会融资规模指标的认识和改进

(一) 社会融资规模指标是否适合作为中介目标的认识

社会融资规模数据公布以后,学者开展了大量的研究。如,盛松成^{[1]2-12}通过实证研究,认为我国的货币政策能够有效影响社会融资规模,社会融资规模对经济增长、投资消费等经济指标也会产生较大的影响,是反映金融体系与经济之间关系的良好指标;尹继志^[2]认为社会融资规模与CPI、GDP之间的相关性更强,以社会融资规模取代新增贷款,作为货币政策的监测指标和中介目标,可以实现中央银行对其的调控和影响,符合可控性的要求;元惠萍^[3]利用2002年至2012年社会融资规模、人民币贷款以及广义货币M2的季度数据进行分析,认为社会融资规模在这三个中介目标中的表现最好,适合作为金融宏观调控中介目标。但也有学者提出不同观点。如,汪洋^[4]认为,货币供应量和社会融资规模这两个指标都存在内生的不足,社会融资规模存在着统计上的内生缺陷,存在统计漏洞和重复统计问题;张春生^[5]等认为,作为货币政策的中介目标,社会融资规模可控性最高,但M2的相关性却最高,因而社会融资规模不适合作为货币政策中介目标,社会融资规模可作为重要的宏观监测指标;黄宪^[6]等研究认为,社会融资规模相对不可控,中央银行控制基础货币对金融机构的行为难以产生显著的、直接的影响。

按照社会融资规模的概念,其与“新增贷款”的本质区别是从范围上的扩展,也就是从银行拓展到“金融体系”。而金融体系则是指“整体金融的概念”,即“金融机构通过资金运用对实体经济提供资金支持”“实体经济利用规范的金融工具在正规的金融市场通过金融机构或服务所获得的直接融资”以及“其他融资”三部分。具体包括:人民币贷款、外币借款、委托贷款、信托借款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券融资、非金融企业境内股

票融资、投资性房地产、保险公司赔偿以及其他共十项。从上述概念来看,社会融资规模在统计范围上增加了银行贷款的“替代品”,也就是其他金融产品。但实体经济的资金来源除银行等金融机构的债权融资、金融市场的直接融资以外,还包括在项目层面、公司层面甚至公司内部的各种资金融通活动。换言之,金融产品的不断发展对“银行贷款”确实进行了部分替代,但私募基金、股权合作等未通过公开市场和金融机构进行的融资活动却无法涵盖在社会融资规模之中。未涵盖的这些融资活动,特别是在实体经济受政策趋紧影响,难以在金融机构、金融市场上获得资金的时候,表现得愈加活跃,对冲了部分宏观调控政策效果,在一定程度上表现出“调控效果边际递减”。反之,政策宽松时,上述未涵盖在社会融资规模内的融资活动受到挤压,宏观调控政策效果被放大,在一定程度上表现出“调控效果边际递增”。正是由于这些“未涵盖融资活动”的存在,且其具有对紧缩政策调控效果“边际递减”、宽松政策调控效果“边际递增”的特点,使得基于该指标进行调控的精准性、可控性受到较大影响。

因此,从社会融资规模指标的定义和内涵来看,其不能对融资活动进行全面覆盖,调控措施无法对社会融资活动进行有效的总量管理。从可控性的角度讲,社会融资规模尚不具备作为中介目标的条件,该指标作为宏观调控的监测指标更为合适。

(二) 社会融资规模核算的改进

按照社会融资规模的设计初衷,结合金融产品及新情况的出现,本文认为社会融资规模的核算在如下方面进行改进,可使指标更好地反映实体经济从金融体系获得的资金支持。

1. 融资租赁纳入社会融资规模

融资租赁业务近年来取得了快速发展。按照《中国租赁联盟:2006—2016年中国融资租赁企业注册资金发展情况》所发布的数据,截至2016年底,全国内资租赁和外资租赁公司注册资本金已达2.39万亿元。而在2011年发布社会融资规模指标

时租赁公司注册资本仅为1179亿元。融资租赁公司在实质上起到了“金融体系”对实体经济的支持作用,且符合社会融资规模统计的五项原则,应纳入社会融资规模范围。在指标统计时,金融租赁公司属于金融类企业,已纳入银监会相关监管范围;而非金融类租赁公司并不属于金融机构,从其资金来源看,是通过金融机构再融资获得的资金,主要来自金融机构,该类资金已纳入指标统计范围,若再次统计则会出现“重复”,但非金融类租赁公司的非债务资金却不存在“重复”计算的问题,这一部分应纳入社会融资规模核算范围。

2. 保险资金运用纳入社会融资规模

根据保监会发布的《2016年保险统计数据报告》,截至2016年底,我国保险公司总资产15.11万亿元,较年初增长22.31%。而按照《保险资金运用管理暂行办法》,保险资金除可用于银行存款、买卖股票债券等有效证券外,还可以开展基础设施和不动产的投资。自2006年发布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》(保监会令〔2006〕1号)至2016年5月末,保险资产管理机构累计发起设立基础设施债权投资计划注册(备案)规模8938.26亿元。此外,不动产债权投资计划、项目资产支持计划也已推出并快速发展。随着我国保险规模的日益扩大,越来越多的保险资金通过其资产管理公司进行投资,保险资金也已成为实体经济融资的又一渠道。在社会融资规模的统计中,仅将“保险公司赔偿”列入其中。但在实际操作中,大量的保险资金运用也是实体经济的一个主要来源。如保险资金对京沪高铁项目投资160亿元,对南水北调中东线工程投资550亿元等。随着保险资金规模的迅速增长,监管政策对保险资金运用支持力度的加大,保险资金将进一步服务实体经济。该类资金既符合社会融资规模的定义,也符合统计原则,因此应将其纳入社会融资规模。

3. 境内主体在境外发行的债券纳入社会融资规模

按照《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(发改外资〔2015〕

2044号),境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外举借的、以本币或外币计价、按约定还本付息的1年期以上债务工具,取消外债额度审批,实行备案登记制管理。随着上述管理的变化,境内主体通过分支机构在境外融资,这种避免申请“外债额度”的方式被纳入监管,而境内主体直接在境外发债的通道也随之打开。从融资的实质来看,境内主体在境外发行债券与其在境内发行的债券具有相同的性质。而从用途上看,一是在境外支付不回流境内使用,二是回流境内换汇后使用。对于企业境外发行债券,若其用途属于后者,与其在国内市场通过发行债券的方式融资并无本质性差异。在实际的统计工作中,回流境内需要经过外汇管理部门审批,因此可由外管局进行统计。目前,该类债券虽发行及回流境内规模较小,但其符合社会融资规模指标的定义统计原则。未来,随着我国企业逐步走向国际市场进行融资,在其规模达到一定程度时,应适时将该类产品纳入社会融资规模。

4. “债转股”“影子银行”在社会融资规模中的计算

(1) 债转股在社会融资规模中的计算。2016年10月10日,国务院公布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,鼓励银行交叉债转股。按照社会融资总额的核算原则,其“债”转换为“股”后,就不再符合人民币贷款的定义,即当地金融机构向非金融机构、非金融企业、机关、团体、个人以贷款合同、票据贴现、垫款、贸易融资等形式提供的人民币借款。但从债转股的实质来看,其资金提供方仍为金融机构,资金融入方仍是实体经济,只是从债权变为了股权投资,融资的本质并未发生变化。在对银行该类资金进行核算时,应将其纳入社会融资规模。

(2) “影子银行”在社会融资规模中的计算。王兆星^[7]认为,影子银行根据不同的问题导向,具有不同的界定标准,但影子银行的机构和业务需同时满足以下条件:一要居于传统银行业务以外的信用活动;二是不被或较少监管、存在监管套利的信用活动;三是可以产生或引发金融系统性风险的信

用活动。按照上述标准,我国的影子银行包括:非银行机构的融资担保、小额贷款;买入返售、同业代付等业务,逃避了贷款规模管理和资本监管;具有资金池的特征或提供流动性支持的理财,银行对这类产品具有实质性风险敞口,但未计量其风险并计提拨备;实质承担风险的委托贷款,不排除部分金融机构将委托贷款当作信贷资产的出表工具,规避各类管制。

从实体经济的资金流入方式来看,居民主要是通过小贷公司、网贷公司等方式获得资金,但该方式无法进行监管,且由于筹资成本相对较高,在居民的日常需求能够通过其他融资方式满足的情况下,一般不会使用该方式筹集资金,因此估计其规模相对有限。而企业筹集资金则只能通过信托贷款、银行委托贷款等方式获得。若以上产品能够在社会融资规模中有所反映,则已在一定程度上将相关内容纳入统计指标。由于影子银行的存在,部分银行通过买入返售业务将部分贷款转移到不被监管的“资管计划”之下,完成了“出表”。但“出表”只是其在“资产负债”的监管层面上出表,而此部分出表内容却在实质上为银行的利润表持续做出贡献,即风险和收益并未实质性转移。这种结构造成了对银行监管的“盲区”,成为社会融资规模的“漏出项”。因此,就该类业务,在实际统计过程中,应不仅通过银行报表的资产项目进行统计,对信贷业务发生时从“源头”便对其纳入统计范围,使数据更真实。

三、社会融资规模指标的改进及其对经济影响的估算

由于社会融资规模在融资产品等方面未能与时俱进,本文尝试增加部分项目,对社会融资规模进行调整。结合数据的可得性,增加的项目主要包括:①租赁纳入社会融资规模的估算。以内资租赁公司和外资租赁公司的注册资本作为租赁业务纳入社会融资规模的新增量。2010-2015年数据主要来自中国租赁联盟,而2010年前该项数据较小,不纳入计算。②保险资管产品的估算。由于保险资金投资基础设施项目债权计划从2007年开始实施,2010年

以后出台不动产和股权投资,因此2007-2010年采用基础设施项目债权计划金额,2011年以后采用保险资管产品数据。③地方政府置换债的估算。置换债从2015年开始发行,但由于其数额巨大,在此仅将2015年发行的3.2万亿、2016年发行的4.86万亿计算在内。其他数据相对较小或难以获得,本文暂不考虑。计算公式如下:

$$RF_i = F_i + L_i + L_i + G_i$$

其中: RF_i 表示调整后的社会融资规模, F_i 表示社会融资规模, L_i 表示内资租赁和外资租赁的注册资本金, I_i 表示保险资管产品金额, G_i 表示政府置换债规模。

从表1可以看出,2013年以前,调整前后的社会融资规模相差不足1%,而在2013年以后,由于租赁与保险的迅速发展、置换债的推出,两者之间的差距迅速拉大,2016年已超过5%。

(一) 静态分析

根据表1整理的的数据计算各年的名义增长率。通过与GDP的名义增长率比较可以看出,近年来社会融资规模与经济增长保持了较高的一致性,说明社会融资的发展为经济发展提供了较好的支持。

从表2数据可以直观得出,2012年以前(除个别年份,如2009年受全球经济危机影响外),社会融资规模增速与经济的名义增速基本保持一致,说明在这个阶段社会融资规模(货币政策)对经济增长起到了较好的刺激作用。2012年后社会融资规模增速开始远大于经济增长速度。两者之间的这种差异,可以理解为货币政策的刺激效果已开始弱化,刺激经济进一步增长的作用已相对有限;从另一方面来看,也可以理解为货币政策在传导过程中,可能出现了“脱实向虚”等结构性改变。

而调整后的社会融资规模在2015年和2016年所表现出来的增速并未像社会融资规模所显示的出现了一定程度的下降,而是延续了2014年以来相对平稳的趋势。尤其是2015年,按照调整后的社会融资规模,其与2014年相比,增速有所提升,而不是社会融资规模所体现出来的增速下降趋势。这一点用上海银行间拆借利率对上述趋势做验证。

表1 调整后的社会融资规模计算/亿元

Tab. 1 The improvement of aggregate financing of the economy/hundred million yuan

年份	RF _i	F _i	L _i	I _i	G _i	RF _i /F _i (%)
2002	148 532	148 532				100.00
2003	181 655	181 655				100.00
2004	204 143	204 143				100.00
2005	224 265	224 265				100.00
2006	264 887	264 500	387			100.15
2007	322 014	321 326	493	195		100.21
2008	380 757	379 765	653	339		100.26
2009	513 179	511 835	775	569		100.26
2010	651 562	649 869	911	782		100.26
2011	770 199	767 478	1 179	1 542		100.35
2012	920 199	914 186	1 800	4 213		100.66
2013	1 083 749	1 074 575	2 291	6 883		100.85
2014	1 244 894	1 228 591	5 639	10 664		101.33
2015	1 440 541	1 381 383	13 807	13 351	32 000	104.28
2016	1 649 208	1 559 900	23 883	16 525	48 900	105.73

注: 内外资租赁公司注册资本金引自: 中国租赁联盟《2006—2016年中国融资租赁企业注册资金发展情况》; 保险资管产品数据根据保监会《2015中国保险市场年报》、陈成《保险资金基础设施债权投资计划实证研究》、2016年按照新增注册规模等进行估算; 地方政府置换债规模根据财政部门数据、网易《2016年部分未发行地方债转至2017年》整理。

表2 社会融资规模名义增长率和GDP名义增长率/%

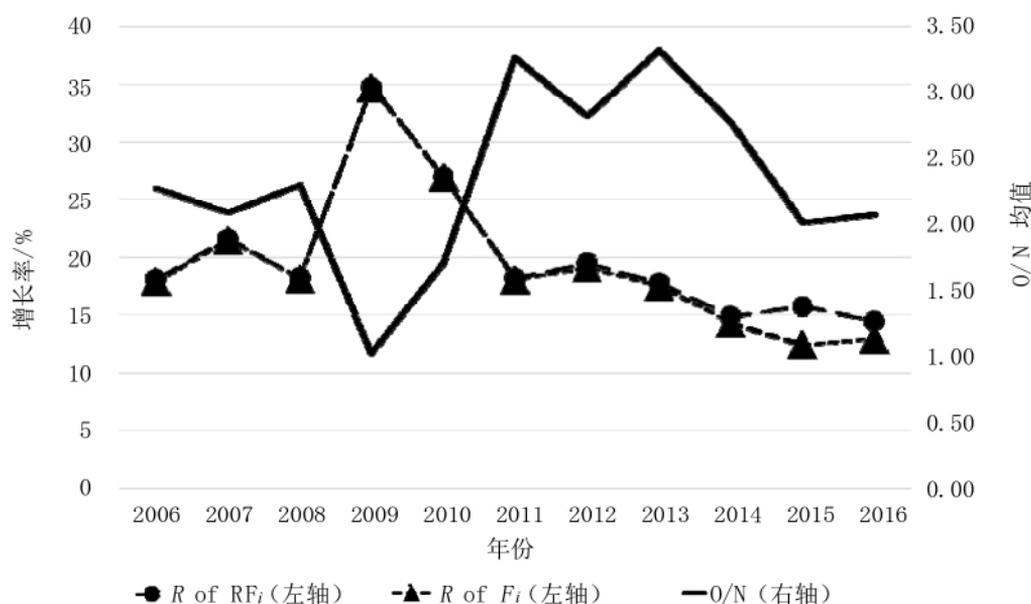
Tab. 2 The growth rate of aggregate financing of the economy and GDP/%

年份	RF _i 名义 增长率	F _i 名义 增长率	GDP 名义 增长率	年份	RF _i 名义 增长率	F _i 名义 增长率	GDP 名义 增长率
2003	22.30	22.30	12.90	2010	26.97	26.97	18.32
2004	12.38	12.38	17.77	2011	18.21	18.10	18.47
2005	9.86	9.86	15.74	2012	19.48	19.12	10.44
2006	18.11	17.94	17.15	2013	17.77	17.54	10.16
2007	21.57	21.48	23.15	2014	14.87	14.33	8.19
2008	18.24	18.19	18.24	2015	15.72	12.44	7.00
2009	34.78	34.78	9.25	2016	14.49	12.92	7.99

注: 数据来源于作者计算整理。

理论上讲, 宽松的货币政策应导致拆借利率下降。本文选用较为敏感的海上银行间拆借利率的隔夜拆借利率(O/N)年均值作为年度货币宽松程度的度量指标。RF_i和F_i指标2006—2016年的数据与同期O/N走势具有一定的负相关性(参见图1)。计算RF_i和F_i与O/N之间的相关系数, 结果分别为

-0.673 4和-0.603 8, RF_i相关系数更大。单纯分析2015年和2016年的数据, RF_i的增速呈现下降的趋势, 而F_i呈现是上升的趋势, 计算上述两年的O/N均值, 分别为2.008和2.075, 这与RF_i增速表现出来的趋势更为契合。上述两方面的分析说明, 在对货币政策的反映方面, 调整后的指标具有一定的优势。

图1 RF_i 、 F_i 与 Shibor (O/N) 年均值比较Fig. 1 The RF_i , F_i and average annual value of Shibor (O/N)

(二) 社会融资规模对经济影响传导的估算

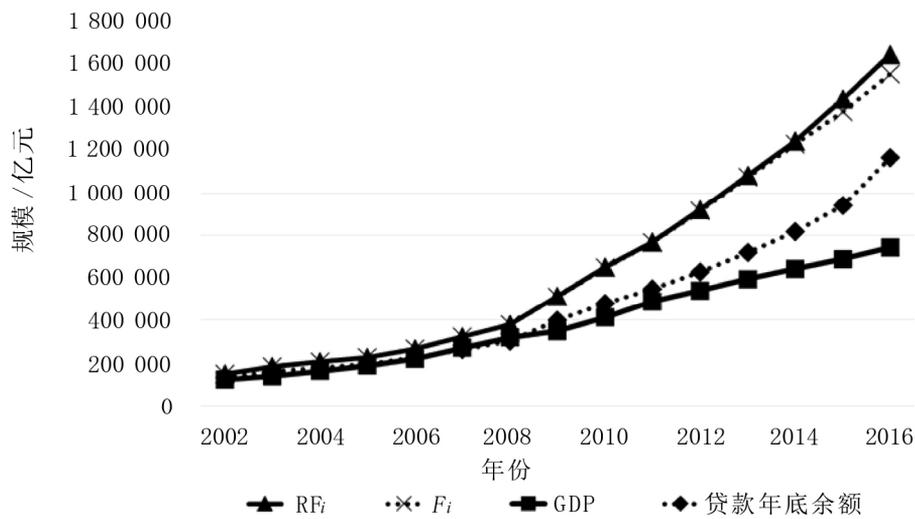
经计算, 当年 RF_i 、 F_i 与 GDP 之间的相关系数分别为 0.983 3 和 0.987 3, 两者之间高度相关。根据以往研究, 考虑货币对经济传导的滞后性, RF_i 和 F_i 的前一期与 GDP 的相关系数为 0.977 7 和 0.980 6, 两者也表现出较高的相关。而前两期与 GDP 的相关系数则为 0.969 8 和 0.970 7, 相关关系也较为明显, 同时与贷款年底余额趋势也较为一致 (参见图 2)。这也印证了社会融资规模与经济增长之间的理论关系。但社会融资规模影响实体经济的传导周期似乎并不能得到确定。

近年来, 国内诸多学者对于社会融资规模对经济影响进行了较多的研究。如, 盛松成^[13-12]利用 DSGE 模型分析了社会融资规模在货币政策传导中的作用, 得出社会规模的变动能够显著影响实体经济; 郭丽虹^[8]等利用 2004 年至 2012 年的省际数据, 利用门限回归模型得出融资规模的增长需要保持在一定合理水平, 才能促进实体经济发展, 但考虑到前述省际数据存在资金跨区域流动等现实问题, 该结论有待进一步考证。受制于社会融资规模数据的长度有限, 现有的实证研究较少对社会融资规模对

经济影响进行定量分析。就此问题, 本文尝试使用混频数据模型研究社会融资规模对经济影响的传导周期。

1. 数据

为研究社会融资规模变化对经济增长的影响, 以社会融资规模为解释变量, 国内生产总值为被解释变量。选取 2002 年 1 月至 2016 年 12 月的社会融资规模存量月度数据为样本。数据通过 Wind 中社会融资规模当月值, 将 2015 年以前的数据调整为社会融资规模月度存量数据 (其中社会融资规模当月值与年度累计变化之间存在微小误差, 在计算过程中, 将该误差按增量平均分配到各月)。为消除价格因素影响, 采用 GDP 缩减指数 (月度缩减指数为年度间差值平均分配到各月度简单计算) 对原始数据进行了处理, 从而形成了在 2001 年价格水平下的社会融资规模月度数据序列 (F_i)。而调整后的社会融资规模指标中部分变量难以获取月度数据, 则通过两者间年度数据的比值, 直接对 F_i 进行调整, 得到调整后的社会融资规模月度数据 (RF_i)。经济增长的数据则选取国内生产总值指数 (当季值), 消除价格因素和季节波动因素的影响。

图2 RF_i、F_i、GDP和年底贷款余额Fig. 2 The RF_i、F_i、GDP and loan balance at the end of the years

2. 方法

由于国内生产总值为季度数据, 社会融资规模为月度数据, 两者在频率上并不一致。一般的处理方法是高频数据处理为低频数据, 再对两者之间的关系进行研究。但这种方式会在一定程度上损失高频数据信息。为解决上述问题, 本文采用混频数据方法进行处理。Eric Ghysels^[9]曾指出, 混频数据回归的渐进性在大多数时候比高频数据加总为低频数据序列的方法更为有效。

混频数据 (Mixed-data Sampling, MIDAS) 由 Ghysels^[10]等提出, 近年来 Andreou^[11]等、Armesto^[12]等、Ghysels^[13]等对相关研究做出了突出贡献。Ghysels^[14]等、Bai^[15]等、Kvedaras^[16]等在经济分析中应用了混频数据回归方法。国内学者中, 刘金全、刘汉、印重^[17]使用了中国宏观经济混频数据模型; 刘汉、刘金全^[18]基于混频数据对中国宏观经济总量进行实时预报与短期预测; 蔡宇^[19]在其博士论文中对混频数据的计量经济学方法的理论与应用进行了系统性介绍。但受制于该方法的计算较为复杂, 该方法并未得到广泛应用。2016年8月, 由 Virmantas Kvedaras 和 Vaidotas Zemlys 编写的 R 包正式发布, 为混频数据回归提供了较为方便的工具。

Ghysels^[9]等对混频数据回归方法和 R 软件的使用进行了介绍, 为混频数据的处理提供了极大便利。

3. 模型和估计

本文所研究的社会融资规模月度值 (F_i) 与国内生产总值指数 (GDP Index) 之间的模型设定为:

$$\text{GDPIndex}_t = \beta_0 + B(L^m; \theta) F_{it-h/m}^{(m)} + \varepsilon_t^{(m)}$$

由于 F_i 与 GDP Index 分别为月度和季度数据, 因此 $m=3$; L 为滞后算子; $B(k; \theta)$ 以 Almon 多项式和指数 Almon 多项式为备选。将滞后备选期数设定为 1 至 24 期, 使用 midas_r_ic_table 函数代入相关数据, 使用赤池信息准则 (Akaike information criterion) 对模型进行筛选, 得到带有约束的模型结果, 如表 1 所示。

该回归结果说明, 样本期间内, 季度经济增长显著受到近 4 个月的社会融资规模存量影响。同样, 用调整的社会融资规模月度值 (RF_i) 替换社会融资规模月度值 (F_i), 重新进行估计, 得到的结果如表 2 所示。该回归说明, 样本期内, 季度经济增长显著受到近 5 个月的调整的社会融资规模存量影响。混频数据模型更适用于反映短期冲击, 因此上述模型的结果说明, 短期内社会融资规模的变动便会对经济产生显著影响, 且其传导速度较快, 仅为 4~5

个月。利用月度和季度混频数据得出的这一结论，是以往使用年度数据进行测算时无法得出的。

表1 回归结果 (F_i)

Tab. 1 The result of regression

参数	估计值	标准差	误差	t 统计量	显著性
截距项	112.848	0.421	268.348	< 2e-16	***
$F_i (-1)$	-8.867	3.193	-2.777	0.008	**
$F_i (-2)$	8.396	3.137	2.677	0.010	**
$F_i (-3)$	-1.618	0.623	-2.600	0.012	*

注: ***, **, * 分别表示显著性水平低于 0.0001、0.001、0.05。

表2 回归结果 (RF_i)

Tab. 2 The result of regression

参数	估计值	标准差	误差	t 统计量	显著性
截距项	112.656	0.415	271.539	< 2e-16	***
$F_i (-1)$	-5.020	2.017	-2.490	0.016	*
$F_i (-2)$	4.054	1.669	2.428	0.019	*
$F_i (-3)$	-0.650	0.273	-2.384	0.021	*

注: ***, **, * 分别表示显著性水平低于 0.0001、0.001、0.05。

四、结论和建议

社会融资规模统计指标的设立是监管机构顺应现实情况进行的主动调整。但近年来随着我国金融市场的不断发展，新金融产品不断涌现，金融机构业务日趋复杂。2011年所推出的社会融资规模指标应“与时俱进”，进一步完善，第一，指标涵盖的范围上需“与时俱进”。应结合金融产品日益丰富的实际情况，不断扩大社会融资规模涵盖范围，将租赁、保险、境外债券回流资金等同样符合指标核算要求的产品考虑在内。第二，改变社会融资规模核算范围，优化核算方法。根据社会融资规模具有按存量计算的特点，在条件成熟时将债转股等产品陆续纳入，以避免失真。在核算方法上，可设置类似“地区外”科目，用于反映异地间资金流动，从而增强地区指标的准确性。第三，监测社会融资规模，预测宏观调控效果。通过社会融资规模与经济增长之间建立的混频数据模型分析，得出社会融资规模在4~5个月内便会对经济产生显著影响，因此在运用货币政策进行调控时，可通过对社会融资

规模的观察预测调控效果。

参考文献:

- [1] 盛松成. 社会融资规模与货币政策传导[J]. 金融研究, 2012(10): 1-14.
- [2] 尹继志. 社会融资规模的内涵、变化与政策调控[J]. 经济体制改革, 2013(1): 117-121.
- [3] 元惠萍, 刘飒. 社会融资规模作为金融宏观调控中介目标的适用性分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2013, 30(10): 94-108.
- [4] 汪洋. 社会融资规模指标是否有价值[J]. 当代财经, 2014(10): 47-56.
- [5] 张春生, 蒋海. 社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗: 与 M2、信贷规模的比较[J]. 经济科学, 2013(6): 30-43.
- [6] 黄宪, 刘建伟. 社会融资规模可控性的研究——基于“本源论”的视角[J]. 金融经济研究, 2016, 31(1): 26-36.
- [7] 王兆星. 影子银行及其治理的再思考——银行监管改革探索之九[J]. 中国金融, 2015(7): 11-15.
- [8] 郭丽虹, 张祥建, 徐龙炳. 社会融资规模和融资结构对实体经济的影响研究[J]. 国际金融研究, 2014(6): 66-74.
- [9] GHYSELS E, KVEDARAS V, ZEMLYS V. Mixed frequency

- data sampling regression models: the R package midasr [J].
Journal of Statal Software, 2016(4) : 72.
- [10] GHYSELS E, SANTA - CLARA P, VALKANOV R. The MIDAS touch: mixed data sampling regressions [R] . Manuscript: University of North Carolina and UCLA, 2002.
- [11] ANDREOU E, GHYSELS E, KOURTELLOS A. Forecasting with mixed-frequency data [M]. Oxford: Oxford Handbook of Economic Forecasting, 2011.
- [12] ARMESTO M, ENGEMANN K, OWYANG M. Forecasting with mixed frequencies [J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2010(92) : 521-536.
- [13] GHYSELS E, VALKANOV R. Forecasting volatility with MIDAS [M]. New Jersey: Handbook of Volatility Models and Their Applications, 2012.
- [14] GHYSELS E, SINKO A, VALKANOV R. MIDAS regressions: further results and new directions [J].
Econometric Reviews, 2006(b) : 26, 53-90.
- [15] BAI J, GHYSELS E, WRIGHT J. State space models and MIDAS regressions [J]. Econometric Reviews, 2013 (32) : 779-813.
- [16] KVEDARAS V, RAČKAUSKAS A. Regression models with variables of different frequencies: the case of a fixed frequency ratio [M]. Oxford: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2010(72) : 600-620.
- [17] 刘金全, 刘汉, 印重. 中国宏观经济混频数据模型应用——基于MIDAS模型的实证研究[J]. 经济科学, 2010(5) : 23-34.
- [18] 刘汉, 刘金全. 中国宏观经济总量的实时预报与短期预测——基于混频数据预测模型的实证研究[J]. 经济研究, 2011, 46(3) : 4-17.
- [19] 蔡宇. 混频数据的计量经济学方法: 理论与应用[D]. 济南: 山东大学, 2016.

The Improvement of Aggregate Financing of the Economy and the Estimation of its Influence

WU Bin

(Financial Center, Tianjin Infrastructure Investment Group , Tianjin 300040, China)

Abstract: The scale of social financing has become an important monetary policy index in China. Through sorting the design principles of social financing scale index, it is proposed that because of their increasing influence in recent years, the index scope of insurance, lease and other financial products should be further included so as to comprehensively reflect the support of financial institutions to the real economy. The comparison of the index data before and after the optimization proves that the optimized index can better reflect the monetary policy. By using the mixed frequency data model, the empirical results show that the scale of social financing will have a transmission effect in 4 to 5 months which has a significant impact on the economy.

Key words: aggregate financing of the economy; mixed frequency data sampling regression model; economic influence

(责任编辑: 杨成平)