

金融深化、资本深化及其互补性研究

丁从明, 陈仲常

(重庆大学 贸易与行政学院, 重庆 400030)

摘 要: 文章研究了金融深化、资本深化及其相互关系, 提出金融深化是资本深化的被动反应, 同时又通过渠道效应促进了资本深化。文章在 1952~2004 年的时间区间上验证了上述假说, 并分析了导致这种资本深化的经济和体制因素。

关键词: 金融深化; 资本深化; 渠道效应

中图分类号: F822.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2006)01-0084-10

一、研究问题及其研究背景

改革开放以来, 用经济货币化程度作为金融深化指标显示出中国似乎存在显著的“过度深化”。例如 M_2/GDP 的指标从 1978 年的 0.29 稳步上升到 2004 年的 1.85, 上升幅度达 5 倍之多, 显著地高出同时期的发达国家和发展中国家的货币产出比。易纲(1996)认为这种较高水平的货币产出比主要源于由计划到市场的经济的货币化过程, 即持有货币交易的经济活动比例不断上升; 而另一种观点则强调“被迫储蓄效应”(Feitestein 和 Ha, 1991), 将这种较高的货币产出比归咎于中国金融资产单调、选择性少, 从而客观上造成以广义货币作为价值储藏手段。可以看到上述解释都以经济的转轨特征为基础。如果上述解释成立, 那么在制度性力量慢慢消失的今天, 我们应该看到 M_2/GDP 指标的显著下降, 但是事实上从 20 世纪 90 年代后期以来, M_2/GDP 的增长幅度并没有下降趋势。与此同时, 以 M_2/GDP 作为金融深化指标的合理性受到一些学者的置疑, 贾春新(2000)研究指出将 M_2/GDP 作为金融深化的指标并不合理, 虽然 M_2/GDP 显示货币化程度迅速, 但是利率和汇率并没有市场化, 似乎还存在某种程度的金融抑制。王毅(2002)将金融资产总量(M_2 + 有价证券 + 股票市值)和 GDP 之比作为金融深化的指标, 在与几个发展中国家和发达国家的比较中显示, 中国金融深化指标相对比较适中。但是,

收稿日期: 2005-10-18

作者简介: 丁从明(1979—), 男, 江苏淮阴人, 重庆大学贸易与行政学院研究生;

陈仲常(1949—), 女, 重庆人, 重庆大学贸易与行政学院教授。

无论选择 M_2/GDP 还是金融资产/GDP, 20 世纪 90 年代后期这种金融深化的程度都有加速上升的趋势(参见图 1), 而我们必须理论上给出货币产出比这种变化趋势的合理解释。

金融体系的主要功能是为经济发展进行融资, 而发展中国家由于融资体系不完善, 内源性融资依然是企业或个人融资的主要渠道。在投资的不可分割性的假设下, 金融资产对资本积累存在“渠道效应”(McKinnon, 1973), 即资本积累和金融资产积累之间存在正的相关关系。McKinnon 认为资本投资和金融资产之间的这种互补性是金融深化理论的基石。在金融深化过程中, 深化只是外生的政策工具, 通过有意识地提高实际利率, 提高储蓄水平, 通过其中的投资效应、就业效应等促进经济增长才是终极目的。但是在我国, 金融体制改革一直滞后于整个经济改革(贾春新, 2000), 我们并没有任何先验的理由认为政府部门在有意地推行金融自由化的改革。相反, 金融深化更可能是经济体制改革的内生反应的产物。虽然实际利率并没有提高, 但是投资的“渠道效应”依然可以存在。但其逻辑起点已经不是实际利率的上升。如果上述渠道效应存在, 那么在经验上应该观察到资本积累和金融深化之间的正的相关关系。而实际上近几年经济增长过程中出现的资本深化现象已经引起部分学者的注意(张军, 2002; 李治国等, 2003)。

二、经验观察及其理论假说

(一) 经验观察

虽然研究的重点是 20 世纪 90 年代以来的金融深化与资本深化的变化形式, 但是为了拓宽观察的区间以及下文实证的需要, 本文的数据采集包括 1952~2004 年。首先我们需要用货币产出比来表示金融深化或货币化的程度。在产出指标的选择上一般都是选择国内生产总值(GDP), 本文也不例外。货币的选择上现在主要选择广义货币 M_2 , 但是统计年鉴上并没有公布 1978 年以前的 M_2 数据, 而且 M_2 并没有包括所有存款, 所以我们选择变化趋势和 M_2 保持一致的各项存款+流通中的现金, 各项存款包括: 企业存款, 财政存款, 机关团体存款, 储蓄存款(包括活期和定期), 农业存款和其他存款, 其中存款的口径大于 M_2 的统计口径。货币变量和产出变量都是以当年价格表示的名义变量, 二者之比消除了价格因素的影响, 所以我们并不需要对其进行平减。上述数据中, 1952~1998 年数据来源于《新中国五十年统计资料汇编》, 1998~2004 年数据来源于历年《中国统计年鉴》。名义 GDP 以及本文中使用的其他各项指标数据来源同上。

资本积累主要为历年资本存量, 为了表示资本深化, 我们选用资本产出比。资本 K 的详细计算方法与张军(2003)相同。实际国内生产总值(用 Y 表示), 根据国内生产总值指数计算, 并将基期定在 1952 年价格水平的 679(亿

元)。根据新古典增长模型(Solow, 1957), 在经济增长的稳定状态下, 资本和产出以不变的外生技术变化率增长, 从而资本产出比(K/Y)大致上保持为常数。虽然在我国, 这一比例关系远非稳定, 但是依然遵循一定的轨迹。

从图 1 可以看出
出自 20 世纪 50 年代以来, 我国的货币产出比基本上保持一路上升的态势, 且进入 90 年代以来, 出现存现加速上升的趋势; 相反, 资本产出比显示出明显的

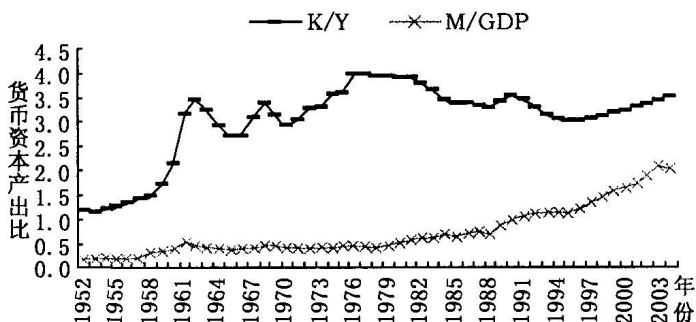


图 1 货币产出、资本产出水平趋势

时代特征, 并可划分为四个阶段: 第一阶段主要为 50 年代, 在这个阶段国家推行重化工业发展战略, 社会经济中资本化程度明显上升, 资本产出比在 1952 年仅为 1.17, 1961 年上升到 3.13; 第二阶段主要是 60、70 年代, 在这一阶段资本产出比由于受政治和其他一些因素的影响, 存在较大幅度的波动, 但平均依然保持在 3.0 左右的高水平, 体现出典型的重化工业的布局特征; 第三阶段主要是改革开放到 90 年代初, 在这一阶段, 由于调整了发展战略, 充分利用了劳动密集的禀赋结构(林毅夫, 1994), 资本产出比存现不断下降的趋势; 但是, 进入 90 年代以后的第四阶段, 资本积累的表现令经济学家迷惑(张军, 2002), 在劳动禀赋依然具有比较优势、工资并没有出现显著上升的情况下, 资本积累的速度明显快于产出增长的速度, Young(2000)在评述东亚奇迹时指出, 东亚经济的增长主要依靠粗放型的投资拉动, 而从全要素增长率上反应的技术进步对经济增长的贡献寥寥无几, 与全要素增长率不断恶化相对应的资本产出比不断上升。中国虽然从 90 年代以来出现了资本深化的趋势, 但是这是否是长期的趋势还不能确定, 在文章的第四部分我们将会回到对这种趋势的经济和体制的因素分析上来。

事实上, 如果将货币产出比和资本产出比以增长率的方式表示, 趋势将更

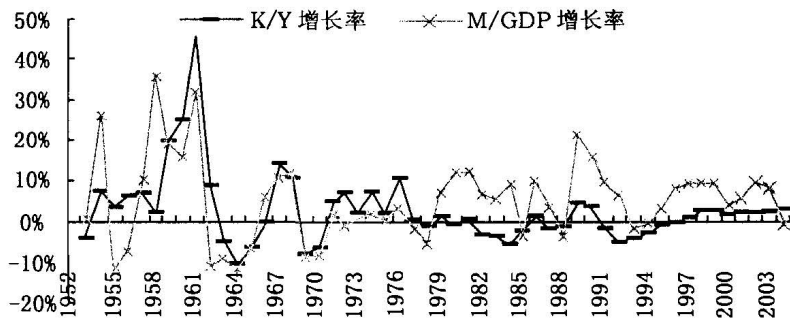


图 2 货币产出、资本产出增长率趋势

加明显(见图2)。可以看出货币产出增长率与资本产出增长率之间存在明显的亦步亦趋的态势,二者具有相同的增长趋势。作为一个经验法则,可以认为货币产出比与资本产出比之间存在明显的正相关关系。并可以隐含地解释为金融深化与资本深化之间存在某种对应关系。

总结上述两图轨迹,至少存在下面三个特征:一是资本产出比以及货币产出比进入90年代之后都显著地上升了;二是资本产出比表现出明显的四个阶段特征;三是资本产出比、货币产出比二者之间存在某种对应关系。

(二)理论假说

McKinnon(1973)等人最早提出金融资产积累与资本积累之间存在“互补效应”而不是传统货币主义的“替代效应”,“替代效应”认为随着物质资本投资收益的上升,持有金融资产,如货币的机会成本上升,理性的选择是减少对货币的需求而增加对物质资本的投资,反之亦然,从而导致了二者之间的此消彼长的关系。抛开“替代效应”严格的假设,McKinnon 辩论到在发展中国家由于金融体系不完善,内源式融资依然是企业和个人融资的主要渠道,而投资本身具有不可分割性,在这种情况下,金融资产积累无疑是企业资本投资惟一积累渠道,较高的投资意愿导致较高的货币需求。而较高的货币余额的积累可以保证较高的投资行为顺利进行。这种实际货币余额对资本投资的促进作用,称为货币对资本积累的“渠道效应”,货币积累与资本积累的这种正相关关系称为货币与资本的互补性。结合图3和互补性概念可以形成如下基本假说。

假说1:金融资产积累有利于促进资本积累,并通过“渠道效应”提高资本产出比,二者之间存在互补性。(McKinnon, 1973)

上述关系可以简洁地表达为: $(M/P)^D = H(Y, \bar{r}, d - p^*)$; $\partial H / \partial Y > 0$, $\partial H / \partial \bar{r} > 0$, $\partial H / \partial (d - p^*) > 0$ 。

为了发挥货币余额对资本积累的“渠道效应”,McKinnon 建议提高货币的实际利率 $d - p^*$,从而增加金融资产的积累,并进而提高投资及其资本产出比。但是正如上文分析,在中国利率并没有市场化,且实际利率并没有发生显著上升的情况下,即便可以观察到货币产出比和资本产出比的正相关,也只能确认存在“互补效应”,而无法辨别出二者的经济因果关系,即无法分清是金融深化促进资本深化,还是资本深化带动了金融深化。

假说2:金融深化作为投资冲动的被动反应,而非主动的政策选择。投资冲动诱发经济主体为了投资而积累金融资产,金融资产积累又通过“渠道效应”促进了资本积累。

在假说2的条件下,即便没有实际利率的上升,依然存在“渠道效应”,依然存在金融深化。但是所不同的是:金融深化并非主动的政策选择的结果,而是滞后于投资冲动的被动反应。虽然政府对金融部门实行严格的管制,且金融体制的改革落后于整个经济改革的步伐,但是在投资冲动的诱发和拉动下,经济因素

自身力量依然推动着金融深化,而这也正好体现了渐进式改革的精髓。

由此可见,虽然金融深化受转轨时期制度特征的影响,但更直接的推动因素来源于投资的变动形式;所以即便在没有实际利率上升的情况下,货币产出比也会被动地随着资本产出比的上升而上升;而正是“渠道效应”将二者联系起来。

三、互补性的实证研究

本部分将验证下列两个关系:第一,金融资产积累和资本积累之间存在亦步亦趋的相对应关系,或严格的协整关系;第二,金融资产积累确实存在对资本积累的渠道效应,即金融资产的积累有利于经济主体资本积累的顺利进行。

图1、图2中的资本产出与货币产出的亦步亦趋的关系提醒我们二者可能存在协整关系。协整关系说明金融资产积累与资本积累之间存在长期的均衡关系。这种均衡关系背后的经济原因在于:一方面,资本积累受到投资冲动以及金融资产积累的约束,既不能高于金融约束的边界,也不会低于意愿投资的需要;而另一方面,由于金融资产的积累是资本积累的被动反应,所以也不会偏离资本积累的轨迹。

为了验证这种均衡关系,并进一步建立短期动态调整模型(误差修正模型),下文将采取如下具体步骤:首先对 M/GDP 、 K/Y 进行单位根检验;如果他们具有相同的单位根,那么根据 Granger 两步法,就可以检验出是否存在协整关系;最后根据确定的协整关系,可以建立误差修正模型。

表1 单位根检验结果

检验对象	(C,T,L)	ADF	1%临界值	5%临界值
M/GDP	(0,0,1)	2.789	-2.608	-1.947
K/Y	(C,0,1)	-2.827	-3.562	-2.919
$\Delta M/GDP$	(C,0,0)	-4.129	-3.562	-2.919
$\Delta K/Y$	(0,0,1)	-4.682	-2.609	-1.947
e	(0,0,1)	-2.658	-2.608	-1.947

注:C表示检验方程中的截距项,无截距项时为0,T表示检验方程中是否包含时间趋势,不包含时为0,L表示检验方程中滞后阶数。

表1的检验结果显示无法拒

绝 M/GDP 和 K/Y 存在一个单位根的原假设,但是变量的一阶差分均为平稳序列。说明变量 M/GDP 和 K/Y 确实具有相同的单位根,即都是 $I(1)$ 过程。那么具有相同单位根的两变量是否具有协整关系呢?使用 Granger

两步法,首先将 K/Y 对 M/GDP 做回归;然后检验回归残差是否平稳,如果残差 e 平稳,则说明 M/GDP 和 K/Y 之间存在协整关系。对残差 e 的单位根检验列在表2的最后一行,结果显示残差项为平稳序列。本小节的研究表明:虽然 M/GDP 和 K/Y 两变量均为非平稳序列,但是它们具有相同的单位根,而且二者之间确实存在协整关系。

具有协整关系的变量之间可以建立误差修正模型(ECM),以体现变量之间的短期动态调整。

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta x_t + \gamma_i \sum_{i=1} x_{t-i} + \eta_i \sum_{i=1} y_{t-i} + \delta e_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

误差修正模型说明了被解释变量的变化是如何受到解释变量的变化以及解释变量对被解释变量均衡偏离这两种因素的影响。 e_t 为被解释变量对解释变量的回归残差,称为误差修正项, e_{t-1} 表示上一期解释变量对被解释变量的偏移。在方程(1)中,如果 $\delta < 0$,则说明存在误差修正机制:即当 $y_{t-1} > \beta_0 + \beta_1 x_{t-1}$ 时,说明前一时期的 y 超过均衡水平,由于 $\delta < 0$,误差修正项会把 y 往回调整,使它们回到均衡水平。反之亦然。方程(2)是估计的误差修正模型:

$$\begin{aligned} \Delta(K/Y)_t = & 0.003 + 1.56\Delta(M/GDP)_t - 0.96\Delta(M/GDP)_{t-1} \\ & \quad \quad \quad (0.118) \quad (3.18) \quad \quad \quad (-1.82) \\ & + 0.557\Delta(K/Y)_{t-1} - 0.0079e_{t-1} \\ & \quad \quad \quad (4.67) \quad \quad \quad (-2.37) \\ R^2 = & 0.452, F = 9.468, D.W. = 1.77 \end{aligned} \quad (2)$$

在方程(2)中除了常数项不显著外,其他各项在 10% 显著性下显著。方程拟合效果良好。尤其是最后一项误差修正项系数符号符合模型设定预期(为负号),说明误差修正机制确实存在。这也进一步佐证了上文的均衡机制:资本积累受金融资产积累的约束,金融资产积累是资本积累的被动反应。

下面将转入对金融资产积累和资本积累之间渠道效应的证明。渠道效应产生的逻辑在于:经济主体投资意愿冲动,但是在投资不可分割性和内源式融资的技术约束、制度约束的双重约束下,为了投资首先需要积累金融资产,而金融资产的积累也使得资本积累成为可能。所以在计量模型上,货币产出比的变动应该有助于解释资本产出比的变动形式,将资本产出比作为因变量,货币产出比作为自变量,可以建立下列计量模型:

$$(K/Y)_t = \beta_0 + \beta_1 (M/GDP)_t + \gamma X_t + e_t \quad (3)$$

但是由于从 1952 年到 2004 年时间跨度较大,且不可控因素较多,所以本文只用资本产出比的一阶滞后来代替其他控制变量。这样做的理由是短期内那些影响资本产出比的制度性因素不会发生较大的变化,所以一旦控制住一阶滞后变量的影响,就可以获得货币产出比的变化对资本产出比的无偏估计。式(3)可以重新写为:

$$(K/Y)_t = \beta_0 + \beta_1 (M/GDP)_t + \beta_2 (K/Y)_{t-1} + e_t \quad (4)$$

正如图 2 所见,资本产出比在整个历史时期表现出明显的阶段特征,为了反映这种历史阶段对资本产出比的影响,我们以 1961~1978 年为基期,加上三个虚拟变量 D_1 、 D_3 、 D_4 ,当处于 1952~1960 年 D_1 取 1,否则取 0;在 1979~1990 年期间, D_3 取 1,否则取 0;最后在 1990~2004 年时, D_4 取 1,否则取 0。同时为了反映在不同阶段货币产出比对资本深化的不同影响程度,我们还加上货币产出比和虚拟变量的交互项。重新将式(4)写为:

$$\begin{aligned} (K/Y)_t = & \beta_0 + \beta_1 (M/GDP)_t + \beta_2 (K/Y)_{t-1} + \beta_3 D_1 + \beta_4 D_3 + \beta_5 D_4 + \beta_6 D_1 \\ & (M/GDP)_t + \beta_7 D_3 (M/GDP)_t + \beta_8 D_4 (M/GDP)_t + e_t \end{aligned} \quad (5)$$

控制上述其他变量后,如果金融资产积累存在“渠道效应”,可以预期货币

产出比的符号为正。将上述两个方程估计结果总结在表2中。

表2 方程估计结果

因变量:K/Y 区间:1952~2004	方程(4)		方程(5)	
	系数	t 统计量	系数	t 统计量
常数项	0.293**	2.60	-1.324***	-2.988
(M/GDP) _t	0.019	0.31	5.243***	6.189
(K/Y) _{t-1}	0.911***	23.76	0.797***	11.552
D1	—	—	1.137**	2.553
D3	—	—	2.003***	5.408
D4	—	—	1.653***	4.484
D ₁ * (M/GDP) _t	—	—	-2.913***	-2.575
D ₃ * (M/GDP) _t	—	—	-5.239***	-5.981
D ₄ * (M/GDP) _t	—	—	-5.021***	-5.871
F 统计量	311.44		189.76	
R ²	0.927		0.972	

注:**表示估计值5%下显著,***表示在10%下显著。

在没有控制虚拟变量的方程(4)中,(M/GDP)_t的系数并不显著。但是既然资本产出比表现出明显的阶段性特征,那么不包括虚拟变量的方程(3)的估计结果就是有偏的。一旦控制了阶段虚拟变量,方程(5)中各个系数均在5%显著性水平下显著,货币产出比系数符合预期,且方程

(5)整体拟合效果良好。所以下文的分析将主要基于方程(5)的估计结果。

如果将注意力集中到20世纪90年代前后资本产出比的变化,可以发现在这两个阶段货币产出比的作用非常不同。在1979~1990年的第三阶段,做 $\beta_1 + \beta_2 = 0$ 的联合检验,P值为0.99,并不能拒绝原假设,说明金融资产积累对资本积累事实上可能并不起约束,即渠道效应在这一阶段并不明显。这主要是因为在这一阶段资本产出比事实上是在不断下降。但是进入90年代之后,资本产出比再一次上升时,金融约束对资本积累的渠道效应明显开始起作用。对 $\beta_1 + \beta_2 = 0$ 的联合检验在5%的显著性水平下被拒绝($F=4.34$)。 $\beta_1 + \beta_2 = 0.22$,说明货币产出比每上升一个百分点将引起资本产出比上升0.22个百分点。

四、逻辑起点:资本深化的原因分析

按照传统的经济观点,如果劳动力价格相对便宜且没有显著上升,那么企业将充分利用相对多的劳动力资源代替相对稀缺的资本以生产出至少同样多的产出,在这个替代过程中资本劳动比和相对应的资本产出比将会下降。但是经验的观察并不符合这种理论的预测。中国劳动力价格并没有上升,而资本也没有变得更加稀缺,但是资本产出比在20世纪90年代之后却显著地上升了。资本增长源于投资积累。所以下面将对不同类型的投资主体及其投资行为进行简单的分析。

首先,要根据我们的研究目的来对国有企业的投资行为进行研究。如果我们关注整个1952~2004年之间的资本变化形式,那么国有企业就是我们必须关注的焦点。由于国有企业对资本投资积累的饥渴和对资本使用成本(利率)缺乏弹性,致使国有企业投资成为整个历史时期资本积累的一个主要来源。但是如果我们仅仅关注为什么20世纪90年代以来资本产出比会上升了?那么我们可以暂且不研究国有企业的投资行为。因为国有企业的投资行

为在整个时期并没有出现阶段性的变化,也没有理由认为国有企业投资冲动是进入 20 世纪 90 年代之后才出现的。所以国有企业的投资行为虽然可以解释 1952~2004 年的较高资本产出比,但是却无助于解释进入 90 年代后资本产出比上升的原因。对 90 年代以来的“双重深化”的解释必须借助于在这一时期出现的新的经济现象或新的制度安排。

集体企业(包括乡镇企业)是除去国有企业之外的又一主要经济成分。事实上在解释 20 世纪 90 年代以来的资本产出比上升时,张军(2002)认为正是乡镇企业的技术选择偏差导致了资本产出比的上升。张军指出在乡镇企业发展早期主要是依靠与国有企业形成的“分包合同”,使用国有企业淘汰的技术设备和农村富余劳动力,生产分包来的单一劳动密集型产品。但是这种分包关系并没有形成稳定的分工和契约体系。“无锡乡镇企业工业总产值中,向城市国有企业的分包所占的比重在 1981 年超过 70%,而在 1985 年下降到了 21%”(张军,2002)。随着这种“协作关系”的失败,乡镇企业的进入实际上成了国有企业强有力的竞争者。而这种竞争过程,实际上就是乡镇企业“不断缩小(赶超)与国有企业装备水平(资本劳动比)差距的过程”(张军,2002)。

陈剑波(1999)在一个不同的背景下讨论了乡镇企业的技术选择,在他提出的资本劳动比上升的诸多解释因素中,强调市场需求结构的变化,提高了乡镇企业进入的门槛。事实上,这一点还适用于整个民营企业和集体企业。在资本相对稀缺,劳动力相对丰富的改革初期,新进入的乡镇企业或民营企业理所当然地选择资本、技术要求较低的行业。随着改革的推进,需求结构的提升,在位者面临着产品的更新换代以及相应的技术改造。而进入者除了需要面临新的需求结构,还要面临与在位者以及国有企业的竞争。在这种情况下,企业惟一的选择只能是不断提高自己的资本技术装备。上述两种因素,即与国有企业分工协作体系的失败和市场需求结构的提升共同导致企业走上了资本相对密集的道路。

最后一种类型的投资主体是政府,尤其是地方政府的投资行为。

钱颖一等人(1997、1998)强调了财政分权在中国经济改革中的作用,不同于东欧国家,中国经济改革的过程就是不断给地方政府行政、财政分权的过程。这使得地方政府在经济改革过程中从“掠夺之手”变为“援助之手”成为可能。在经历 1980 年、1985 年中央政府两次对财税制度进行较大幅度的修改之后,最终在 1994 年开始了“分税制”改革。但是行政、财政分权在使得地方为了提高税源而进行地方基础设施的建设、促进本地经济发展的同时,也可能造成地方政府投资过度和地方保护盛行(银温泉等,2001)。

周黎安(2004)通过建立一个“政治锦标博弈”从另外一个角度解释了地方政府过度投资以及重复建设的困境。在周的模型中,虽然某一地方投资行为可能对其他地区产生正的“溢出效应”,但是处于政治竞标中的政府官员将会

努力将这种正的溢出效应内部化(对对手有利的就是对自己不利的)。在这种境况下,地方政府官员缺乏充分的激励去做利人利己的事情。所以即便重复投资并不符合本地区发展需要,但是如果可以提升政府官员的相对指标,那么这种投资最终会被采用。相反,地区合作即便可以促进地区长期发展,但是同时也提高了对手的相对业绩,这种合作可能也并不会出现,这就解释了地方保护主义和地方重复建设盛行的原因。

在特定的技术、体制的约束条件下,尤其是进入 20 世纪 90 年代之后,企业、政府的投资行为为我们解释资本深化的特殊路径提供了基本的逻辑起点。如果将上述结论结合到本文第二、第三部分的分析中,那么我们就可以为 90 年代以来的资本深化、金融深化提供一个完整的分析框架(参见图 3)。

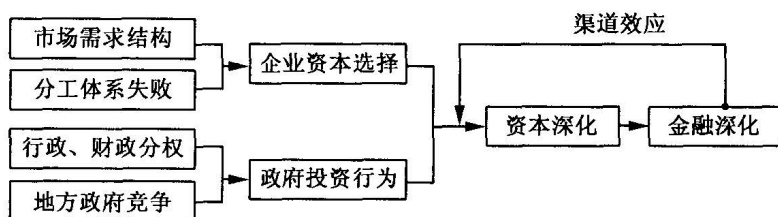


图 3 金融深化逻辑结构图

市场需求结构的提升和与国有企业分工体系的失败,使得集体企业、民营企业(包括乡镇企业)只能选择提升资本结构以缩小与国有企业的技术差距。而在行政、财政分权的基础上,政府官员的锦标竞赛进一步增强了地方政府的投资、重复建设的冲动。最终的结果是资本积累不断上升。资本深化的前提需要金融资产积累不断增加。一方面金融资产积累为资本积累提供了可能;另一方面在经济上金融资产积累成为资本积累的被动反应。

五、结 论

传统的解释中国货币产出比和资本产出比的观点都强调了改革的转轨特征的影响。但是正如本文所显示的那样,如果转轨确实可以解释一切,那么进入 20 世纪 90 年代以后,我们应该看到货币产出比的增长低于以前的速度,毕竟制度性力量在逐渐减弱。但是事实并非如此。以货币产出为代表的金融深化指标值在不断上升,而这是在没有实际利率上升的基础上发生的。与此同时,资本产出比不断上升。经验观察显示二者紧密“关联”。

本文在渠道效应的基础上解释了上述现象。文章的主要结论是:中国的金融深化并非主动的政策选择的结果,而是资本深化过程的被动反应。事实上政府部门一直在有意识地抑制实际利率,以便为政府部门和国有企业融资。但是以货币产出比为主要指标的金融深化依然发生了。这事实上是对渐进性改革的又一次佐证。而其背后的经济逻辑在于:市场需求结构的提升以及与

国有企业协作体系的失败,使得集体、民营企业为了竞争而不断提高自己的资本技术设备。与此同时,不断的行政、财政性分权以及政治的“锦标”制度进一步恶化了地方重复性投资建设。在这种背景下以资本产出比为代表的资本深化指标不断上升。但是投资首先需要融资,在资本市场不发达、融资渠道不畅通的情况下,只能依靠内源性融资,只能依靠企业积累自己的货币余额,而这正是 McKinnon 强调的“渠道效应”。实际货币余额的积累有利于经济主体的投资的顺利进行。

参考文献:

- [1]陈剑波. 市场经济演进中乡镇企业的技术获得和技术选择[J]. 经济研究, 1999(4): 34~44.
- [2]贾春新. 金融深化:理论与中国的经验[J]. 中国社会科学, 2000, (3): 50~59.
- [3]李治国,唐国兴. 资本形成路径与资本存量调整模型——基于中国转型时期的分析[J]. 经济研究, 2003, (2): 34~42.
- [4]林毅夫,蔡昉,李周. 中国的奇迹:发展战略与经济改革[M]. 上海:上海三联书店、上海人民出版社, 1994.
- [5]罗纳德·麦金农. 经济发展中的货币与资本[M]. 上海:上海三联书店、上海人民出版社, 1989.
- [6]罗纳德·麦金农. 经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制[M]. 上海三联书店、上海人民出版社, 1997.
- [7]因篇幅所限,一些参考文献刊略,有需要者请与作者联系(hayekting@126.com).

A Study on Financial Deepening, Capital Deepening and Their Complementarity

DING Cong-ming, CHEN Zhong-chang

(School of Trade and Public Administration,
Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: This paper investigates financial deepening, capital deepening and their mutual relations. It is proposed in this paper that financial deepening is caused by capital deepening and accelerate capital deepening through channel effect. This hypothesis is verified by the data during the period of 1952~2004. Finally the paper analyzes the economic and systemic factors attributive to the capital deepening.

Key words: financial deepening; capital deepening; channel effect.

(责任编辑 喜 雯)