

# 中国金融深化的实证检验

唐 倩

(华东师范大学 国际金融系, 上海 200062)

**摘 要:** 本文通过对改革以来我国金融深化的实证检验得出了几条结论: 现阶段利率对经济的弹性低的直接原因, 是长期以来国有企业投融资体制的预算软约束; 我国金融储蓄与利率之间具有明显相关性; 金融深化的主要原因是边际上的, 即由银行等金融中介机构提供的新投资的增量。这些结论表明改革以来我国金融深化的程度虽然有了很大提高, 但资金的利用效率反而持续下降, 从经济改革总体进程而言, 利率改革的滞后已成为企业改革、银行商业化改革进一步深化的瓶颈, 如何推进利率市场化改革, 发挥利率政策的作用应该成为下一阶段研究的重点。

**关键词:** 中国; 金融深化; 实际利率

**中图分类号:** F832.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2000)03-0010-05

## 一、金融深化检验的评述

自从 1973 年, 美国斯坦福大学教授罗纳德·麦金农和他的同事肖几乎同时提出针对发展中国家的金融深化理论以来, 这种理论已成为发展中国家经济、金融改革的重要依据。麦金农和肖批评了传统主流货币理论中金融市场或资本市场极为发达、货币与实质资本是完全替代品的假定。他们认为在许多发展中国家中, 经济分割性是一种常态, 而由于土地市场、劳动力市场、资本市场上的严重分割, 政府无论出于被动还是主动的目的都对本国经济、金融等各方面活动进行着很强的直接干预, 以求抵消这种“分割性”对经济的破坏作用, 政府采用包括对新兴工业的关税保护、进口许可证、资金分配和价格的限制等干预手段, 其中对利率的压制是金融抑制的重要特征之一。货币实际收益率  $d - p^*$  ( $d$  为货币名义收益率,  $p^*$  为预期通货膨胀率) 为负严重侵蚀了储蓄者的利益, 使社会总储蓄率很低; 另一方面由于资金使用的过低的机会成本而使社会投资的平均收益率下降、资金使用效率低下, 这两方面的作用阻碍了经济的增长。同时, 他们认为随着发展中国家金融深化的改革, 利率逐步向市场均衡利率水平靠近, 发展中国家的经济增长率、金融储蓄率也将明显上升。

各国众多经济学家就其理论进行了检验, 据 Richard. L. Kitchen(1986) 的统计, 从 1973 年到 1984 年这十几年共 17 项检验中, 共有 13 项得出支持的结论, 仅有 4 项检验不符。虽然实证检验受到数据、方法等各方面的限制, 结论可能受到影响, 但基本上验证了有关发展中国家的

收稿日期: 1999-12-17

作者简介: 唐倩(1975—), 女, 上海人, 华东师范大学国际金融系硕士研究生。

金融压制和金融深化的理论。其中较著名的包括:马克斯威尔·弗莱对7个亚洲国家1961—1972年的实际利率与GDP实际增长率的计量研究中发现实际利率对储蓄和经济增长率的确有直接和显著的影响;费歇对1960—1972年间40个发展中国家名义利率、通货膨胀率和经济增长率之间的关系进行统计计量时,发现大多数国家的金融深化程度与投资率呈现显著的正相关;程杭生的结论是亚洲太平洋地区11个国家在1960—1978年间实际存款利率、金融媒介率和金融体系成长之间存在显著的正相关;盖尔博(1989)为世界银行所作的一项综合性分析,检验了包括34个欠发达国家在1965—1985年的经济增长率、利率、储蓄率等指标的相关性,由于检验有较广的空间跨度和较多的参数选择,检验结果具有较高的权威性。本文将主要参照其结果对中国1978年改革以来金融深化的程度进行验证。

## 二、中国金融深化的检验

表1 中国金融深化指标

	GS(亿元)	M <sub>2</sub> /GS	RFST	商品零售价格指数	实际总储蓄	RR(%)	DYY(%)	TSGD
1978	1367	n. a.	n. a.	100.7	1357	2.54	11.7	0.38
1979	1367	n. a.	n. a.	102.0	1426	1.96	7.6	0.36
1980	1367	n. a.	n. a.	106.0	1486	-0.6	7.8	0.35
1981	1592	n. a.	n. a.	102.4	1555	3	5.2	0.32
1982	1851	1.44	n. a.	101.9	1816	3.86	9.1	0.34
1983	2055	1.55	1.08	101.5	2025	4.26	10.9	0.34
1984	2469	1.80	1.16	102.8	2402	2.96	15.2	0.34
1985	3019	1.72	0.96	108.8	2775	-1.96	13.5	0.34
1986	3591	1.87	1.09	106.0	3388	1.7	8.8	0.35
1987	4333	1.92	1.03	107.3	4028	-0.1	11.6	0.37
1988	5433	1.89	0.98	118.5	4585	-9.86	11.3	0.36
1989	5909	2.02	1.07	117.8	5016	-6.64	4.1	0.36
1990	6955	2.20	1.09	102.1	6812	6.54	3.8	0.38
1991	8134	2.38	1.08	102.9	7905	4.66	9.2	0.38
1992	9912	2.56	1.08	105.4	9409	2.16	14.2	0.38
1993	14319	2.44	0.95	113.2	12649	-2.22	13.5	0.42
1994	19895	2.36	0.97	121.7	16348	-10.62	12.6	0.42
1995	34876	2.44	1.04	114.8	30380	-3.82	10.5	0.42
1996	28326	2.69	1.1	106.1	26697	4.88	9.6	0.41
1997	31309	2.91	1.08	100.8	31061	6.67	8.8	0.41

注:1. 本表中数据来源系《1998年中国金融统计年鉴》、《1995年中国金融统计年鉴》;2. GS为名义总储蓄,根据支出法统计的GDP减去最终消费得出;3. M<sub>2</sub>=通货+企业存款+农村存款+机关团体部队存款+自筹基本建设存款+个人储蓄存款+其他存款,1981年前数据由于未做统计无法获得;4. RFST=M<sub>2</sub>/GS的年环比增长率,实际总储蓄=GS/商品零售价格指数;5. RR经过物价指数调整的1年期储蓄存款利率,年中若有调整取其算术平均值;6. DYY为实际经济增长率,TSGD=GS/GPD。

### 1. 实际经济增长率与利率的相关性

图1显示,中国的实际经济增长率DYY和实际利率水平RR之间有一定的相关性,但实际经济增长率的波动明显有一定的时滞。一方面由于目前学术界对利率政策时滞的检验结果差异较大,另一方面通过观察图1发现时滞基本在1年左右,因此假定利率政策的时滞为1年。另观测经济增长率时发现1989、1990年由于国家通过严格控制信贷规模来抑止经济过热,经济增长率明显偏低,为了排除非利率因素对检验实际利率与经济增长回归检验的影响,假定虚

拟变量 1989、1990 年的 SHIFT 为 1,其他年份为 0,对回归方程加以调整。检验结果如下:

$$DYY = 0.1 + 0.08RR - 0.057SHIFT \quad (1.1)$$

$$R = 0.57, F = 5.5$$

其中:R 为相关系数,F 为 F 检验值。

## 2. 投资边际与利率的相关性

根据麦金农(1993)的论述,金融深化从两个渠道对经济增长产生作用,一个渠道是边际上,另一个渠道是边际内的。边际上是指“新投资由银行系统提供中介的程度”,艾伦·盖尔博在检验金融深化与利率之间关系时用 RFST 来表示,其定义为金融储蓄( $M_3$ )与总储蓄之比的增长率,其中总储蓄为实际总储蓄, $M_3$  为通货加公众在所有金融部门存款之和。在对中国金融深化的检验中,首先中国的货币定义符合盖尔博的标准的是  $M_2$ ,其次在检验中发现实际总储蓄计算的 RFST 与实际利率几乎没有相关性,考虑到  $M_2$  与总储蓄的统计中都包含物价指数的因素,因此两者的比值就排除了物价指数的影响,因此检验中总储蓄用名义价格代替。

$$RFST = 1.05 + 0.74RR \quad (1.2)$$

$$R = 0.66, D.W. = 2.78, F = 11.4$$

$$DYY = 0.078RFST + 0.088TSGD - 0.077SHIFT \quad (1.3)$$

$$R = 0.5, D.W. = 1.46, F = 7.92$$

## 3. 检验结果的比较

曾经有学者作过中国经济增长与利率之间关系的检验,但得出的结论却差异很大,张杰(1998)得出的相关系数 R 为 0.10,从他的检验方法的主要缺陷来看,主要是没有考虑到利率对经济增长的效应有一定的时滞。吕耀明和林升(1999)对 GDP 实际增长率与名义利率和实际利率分别进行回归,由于考虑了利率的时滞作用得出相关系数为 0.08 和 0.45。而本文在考虑了 1 年的时滞基础上,假定了一个虚拟变量 SHIFT 来,过滤非利率因素对 GDP 的影响,相关性进一步提高,R 达到 0.57,而且利率弹性为正的 0.08(公式 1.1),反映了利率对国民经济的作用并不是人们一贯认为的那么低,但与艾伦·盖尔博的检验结果相比较( $R = 0.68$ )还是有一些差距,而且弹性系数仅达到其检验的 0.4(0.08/0.197)。

臧旭恒(1995)对中国储蓄存款增长率对名义利率的相关分析,得出的相关系数为 0.114,但不同的是公式 1.2 是在金融储蓄这个层次上考虑实际利率的影响,反映的相关性较高( $R = 0.66$ ),甚至超过了盖尔博的检验结果( $R = 0.55$ )。

## 三、检验结果的说明

1. 由于我国利率体系的僵化,很多经济学家在考察中国货币需求函数并且试图建立模型的时候,都视利率为中性而不考虑其作用。其理由基本上有如下几点:(1)中国的货币需求层次较低,基本上以交易性和预防性为主,从而对利率无弹性;(2)中国的资本市场、其他金融工具很不发达;(3)国有企业的预算软约束,企业行为不受利率的约束。但是通过与盖尔博的检验中亚洲国家的样本进行对比发现,中国货币需求层次低的说法并没有依据。根据亚洲 9 国开始走向金融深化时的人均 GDP 与改革开放以来中国的人均 GDP 值进行比较,中国的人均 GDP 处

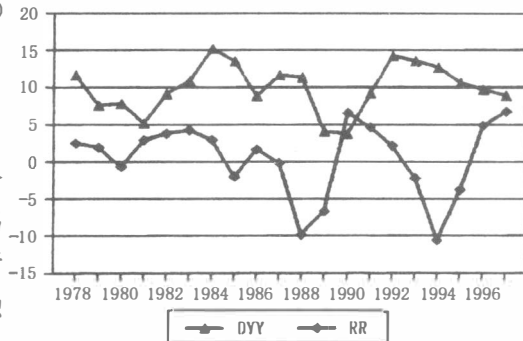


图 1 中国实际增长率——实际利率

于中上游水平,从这个角度来看,中国货币需求层次并不低;另外中国自改革以来虽然股票市场的起步较迟,但国债市场却快于亚洲许多国家。20世纪90年代后半期以来,人民生活水平有了明显提高,股票、债券、基金、保险等金融机构和金融工具的迅猛发展极大地扩展了居民的投资渠道。因此,上述前两点,已不成为解释利率中性的主要理由。现阶段利率对经济弹性低的直接原因,是长期以来国有企业投融资体制的预算软约束,而造成预算软约束除了国有企业的制度因素外,另一个重要的原因是金融体制改革的相对滞后。金融体制改革已成为其他改革进一步深化的瓶颈。正是由于僵化的金融体制的制约,货币政策在金融机构内部无法形成高效、敏感的传导机制,企业和居民也不可能根据利率的引导调整微观的主体行为。可见金融体制的改革已经到了刻不容缓的地步,改革的步骤和方案的设计应该成为理论研究的重点。

2. 我国金融储蓄与利率之间具有明显相关性。从表1中实际利率的统计发现,1978—1997年的20年间,除了1988—1989年和1993—1995年这几个年份以外,其余年份1年期实际存款利率基本为正数,而在1988—1989年、1993—1995年,政府通过对3年期以上存款实行“保值贴补”的方法使长期实际利率水平为正,有力地维护了存款者的信心,保证了存款的稳定、持续增长。纵观改革开放后20多年的时间,政府的利率制定基本保证了资金富余者正的收益率,很多黑市和民间拆借利率之所以非常高,原因是其中包括了逃避监管、地区垄断和机会成本等风险因素。官方利率的水平偏离市场均衡利率的水平并不远,这为金融体制改革的关键——利率市场化奠定了良好的基础。

$$3. \frac{d(DYY)}{d(RR)} = \frac{d(DYY)}{d(RFSTS)} \frac{d(RFSTS)}{d(RR)} = 0.078 \times 0.74 = 0.058,$$

在实际利率RR对直接回归方程式(1.1)中产出增长DYY的影响中,RFST即“边际上”的原因约占70%(0.058/0.08)。结论表明中国金融深化的主要原因是边际上的,即由银行等金融中介机构提供的新投资的增量,而从资金使用效率的角度来看,非常不乐观。根据有关资料统计,1985年后国有企业的坏帐额增长很快,但整个金融系统对国有部门贷款比率居高不下,资金被低效率部门长期、大量的使用也使国有银行陷入了高风险、低效率的运行态势中。因此,不付出巨大的改革成本,银行体系严重的坏帐问题是无法彻底根除的。从金融深化的角度来看,金融机构边际上的扩张必然逐渐进入缓慢、停滞的区间,从金融深化“边际内”的含义上提高资金的使用效率才是一国金融部门持续、有效增长的关键。

结论:自1978年经济改革以来,我国金融深化的程度有了很大提高,利率与经济增长率、金融储蓄率的相关性明显增强,反映了国家的利率指标的制定基本上维护了储蓄者正的收益率,有力地吸引了社会投资 and 经济发展所需资金,但与经济增长如出一辙的是金融增长基本由数量推动的,居民储蓄的持续增长是金融增长的主要原因,而资金的利用效率不仅没有改善,反而持续下降,主要原因是国有企业的大面积持续亏损经营。更为令人担忧的是,国有银行的盈利性和安全性不容乐观,过高的负债比率使金融体系信用危机的风险积聚。从经济改革总体进程而言,利率改革的滞后已成为企业改革、银行商业化改革进一步深化的瓶颈。利率体系的僵化是导致资金使用的低效率的重要原因之一,如何推进利率市场化改革,发挥利率政策的作用应该成为下一阶段研究的重点。

#### 参考文献:

[1] 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:上海三联书店,1997.

- [2] 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,1988.
- [3] 吕耀明,林升. 商业银行利率风险管理研究[J]. 经济研究,1999,(5).
- [4] 张杰. 中国金融制度的结构与变迁[M]. 山西经济出版社,1999.
- [5] 谢平. 中国金融制度的选择[M]. 上海:上海远东出版社,1996.
- [6] 刘志明. 中国的国内储蓄(1978—1996)趋势、构成和决定因素[J]. 金融研究,1998,(5).
- [7] 麦迪生. 世界经济二百年回顾[M]. 改革出版社,1997.

## The Empirical Test of Financial Deepening in China

TANG Qian

*(International Finance Department, East China Normal University, Shanghai, China, 200062)*

**Abstract:** The reform of financial system has turned out to be the bottleneck of the overall economic reform compared with the advance of other restructures. The reform of property rights and financial institutions, the development of capital market and the money market have been curbed differently. With the correlative analysis among the real interest rate, saving rate and economic growth rate, the writer holds out an empirical test to understand the status quo of the financial deepening in China and to find out the reason, wishing to set up the theoretic basis of our financial reform.

**Key words:** China; financial deepening; real interest rate

---

(上接第9页)

- [6] 陈共,等. 证券投资分析——风险管理、基本分析、技术分析[M]. 北京:中国人民大学出版社,1996.
- [7] W. Sharpe, G. Alexander, J. Bailey. Investment[M]. Prentice-Hall, 1995.

## Two Crucial Problems in Globalization of China's Bond Markets

LI Xian-ping, SHI Xiang-ming, SHENG Jun

*(Management School, Fudan University, Shanghai, China, 200433)*

**Abstract:** This paper analyzes simple interest rate and full price quoting framework now used in China's Bond Markets. The conclusion is that, compound interest rate and flat price quoting system, instead of simple interest rate and full price quoting, must be applied as soon as possible. This is crucial for globalization of China's Bond Markets.

**Key words:** simple interest rate; compound interest rate; full price quoting; flat price quoting