

# 2012年中国当代金融研究述评

赵学军

(中国社会科学院 经济研究所 北京 100836)

**摘要** 2012年从长时段视角研究中国当代金融的热点集中在金融改革与发展、通货膨胀、金融发展与经济增长关系、货币政策变迁与有效性、金融市场的发展、农村信用社改革与发展问题等方面。在研究方法上,更多的学者偏重于建立理论模型进行计量分析。在研究时段上,偏重于改革开放至今。总的来看,学者们在发挥数理分析之长的同时,或多或少地忽视了历史逻辑与历史事实的检验。

**关键词** 中国当代金融 研究 述评

中图分类号 F830

文献标识码 A

文章编号 :1006-3544(2013)02-0021-07

本文从2012年发表的论文中,选取了较为有代表性的从长时段研究当代中国金融问题的文章,从金融改革与发展、通货膨胀、金融发展与经济增长关系、货币政策变迁与有效性、金融市场的发展、农村信用社改革与发展等六个方面作了述评。本文介绍了当代中国金融研究的热点问题,介绍了文章作者的主要观点,并对本学术领域的研究进展与不足作了简要的评析。

## 一、对于金融改革与发展的研究

在金融改革研究方面,学界的论文多偏重于出谋划策,讨论中国金融应该如何改革。与去年相比,论述中国金融改革历程的文章更少,突破性的研究成果不多见。兹选取其中几篇,介绍其主要的观点。

中国人民银行行长周小川撰文《大型商业银行改革的回顾与展望》,全面介绍了中国国有商业银行的改革过程与取得的成绩。周小川指出,商业银行改革是整个金融改革的核心组成部分。1993年中共十四届三中全会决定进行大型商业银行改革,1997年亚洲金融危机爆发时,中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行四大专业银行尚未转为商业银行。亚洲金融危机揭示出监管机构和大型商业银行存在的种种问题,尤其是不良资产比例过大的问题,坚定了决策层推进大型商业银行改革的决心,采取了一系列措施来推进大型商业银行改革。1998~2003年的改革主要在处置不良资产、加强内部管理等技术层面上进行,尚未触及体制机制等深层次问题。2003年以后,国家启动大型商业银行股份制改革,按照核销已实际损失掉的资本金、剥离处置不良资产、

收稿日期 2013-02-28

**作者简介** 赵学军,男,博士,中国社会科学院经济研究所中国现代经济史研究室主任,研究员,博士生导师,中国经济史学会中国现代经济史专业委员会副主任,主要研究方向为中国当代金融。

外汇储备注资、境内外发行上市等财务重组“四步曲”方案,全面推动大型商业银行体制机制改革,目前已初见成效。中国银行业下一步改革的重点,一是要进一步健全和完善多元化的金融组织体系,特别是加快发展主要为“三农”和小微企业服务的金融机构;二是继续完善逆周期的金融宏观审慎管理制度框架;三是扩大对外开放,提高商业银行国际竞争力;四是加快配套改革,改善商业银行发展环境。<sup>[1]</sup>

近两年学术界掀起讨论“中国道路”或“中国模式”的热潮。在此背景下,也有学者讨论中国金融改革的“中国道路”。认为,中国金融体制改革始终坚持渐进原则,坚持围绕支持实体经济发展而推行。中国金融市场化改革是经济内生诱导下的政府主导、自上而下的强制性制度变迁为主,市场化力量推动、自下而上的诱致性制度变迁为辅,二者相互结合的制度变革。在金融对外开放上,中国坚持金融的对外开放与经济金融发展水平相一致,确保金融开放程度与对金融风险管理水平相适应,防止金融对外开放过快过猛带来的风险。金融改革的“中国道路”核心是兼顾改革发展和稳定,在与整个经济体制改革阶段性调整变化相适应的基础上,推进经济内生诱导下的政府主导的金融市场化,通过协调发展、重点突破的改革办法,在保持存量稳定基础上渐进提高金融资源配置效率。金融改革的“中国道路”既有别于俄罗斯等转轨国家的“产权优先、着眼效率、外生主导”的激进改革,也不同于东亚国家的赶超金融体制。<sup>[2]</sup>

此外,也有一些文章叙述了中国金融的发展历程。李德的《新中国金融事业的开创与发展》,重点论述了改革开放后中国建立适应社会主义市场经济体制的金融体系的过程<sup>[3]</sup>;贾瑛瑛的《改革的先锋——中国银行在1979~2012》,介绍了中国银行1979年到2012年的改革与发展。<sup>[4]</sup>

## 二、对于通货膨胀的研究

通货膨胀问题仍然是学界关注的热点问题之一。特别是

近几年中国经济运行中持续存在的通货膨胀压力,更引起了学者们对于新中国通货膨胀史研究的兴趣。2012年有一些文章讨论了中国改革开放以来通货膨胀的表现形式、成因及治理对策。

吴江、韩鑫韬认为,改革开放以来到2008年,中国经历了4次比较严重的通货膨胀。第一次通货膨胀发生于1979~1980年,第二次通货膨胀发生于1986~1988年,第三次通货膨胀发生于1992~1995年,第四次通货膨胀发生于2005~2008年。他们认为,四次通货膨胀不仅仅是因为货币供应量过多引起的,还是需求拉动、成本推动和结构变化失调等综合因素造成的。货币供应量的增加和居民收入的增加,都是导致需求拉动型通货膨胀发生的直接原因,但第四次通货膨胀表现出更明显的“通货膨胀幻觉”。生产资料和粮食价格上涨,是成本推动型通货膨胀发生的重要原因,历次通货膨胀几乎总伴随着粮食的减产而发生。国外原材料价格大幅上涨引发的一部分通货膨胀“输入”中国,也是第四次通货膨胀发生的重要原因。另外,随着我国第三产业特别是服务业的发展,尤其是金融业、房地产业等在岗职工平均工资上涨,已经成为结构型通胀发生的主要因素。<sup>[4]</sup>与2011年中国人民银行调查统计司课题组对于通货膨胀的研究相比<sup>[5]</sup>,吴、韩的这篇论文将1979~1980年的物价上涨也列为一次通货膨胀,其他三次通货膨胀在发生阶段的划分上基本相同,但吴、韩的论文对于通货膨胀发生原因的分析未超过中国人民银行调查统计司课题组的研究水平。

货币供应量与通货膨胀之间存在明显的因果关系,一些学者试图在这方面对中国通货膨胀问题给出新的解释。

苗文龙从货币化视角分析中国通货膨胀问题,他运用包含货币缺口和收入结构变量的混合凯恩斯 Philips 曲线,利用1979~2010年的经济数据,分析货币化、通货膨胀预期与通货膨胀之间的关系。他的结论是:货币化通过两种途径作用于通货膨胀,一是通过扩大货币缺口,直接推动当期物价上升;二是高货币化和真实的通货膨胀导致了较高的通货膨胀预期,这种预期又推动了通货膨胀的实现。产出缺口往往导致货币缺口,经济过热时往往有更多的货币需求,迫使货币供给继续增加,通货膨胀恶化。在严重依赖货币扩张推动经济增长的情况下,货币化与通货膨胀预期存在着密切关系。<sup>[6]</sup>

杜萌等人也分析了货币供应量与通货膨胀的关系。他们选取1994~2009年的数据,运用多元回归模型,研究货币供给量增长率、汇率、经济开放程度以及国际农产品价格对中国通货膨胀的影响。主要结论是:货币供给量增长率对中国通货膨胀有明显的影响,大约一年之后效果开始显著,持续时间大约为两年,经济开放程度影响中国的物价波动,主要渠道来自进口。此外,农产品价格的上升也是中国发生通货膨胀的一个原因。而汇率因素对中国通货膨胀的影响并不显著。<sup>[7]</sup>

薛雯雯、周峰选取1978~2011年的CPI及流动性过剩、人民币汇率和农产品价格变量数据,分析流动性过剩与通货膨胀之间的关系。认为,流动性过剩会很快影响到物价水平,引起物价大幅上涨,并且持续时间较长。中国当前的通货膨胀突出表现为一种货币现象。人民币升值不仅不会抑制国内物价上涨,反而会促使物价上涨,但汇率对物价的影响比较微弱。农产品价格的提高对通货膨胀的形成具有长期持续的

影响力,但作用十分微弱。<sup>[8]</sup>

张成思研究了1978~2011年中国通货膨胀、经济增长与货币供应的互动机制。认为,中国通货膨胀、经济增长与货币供应之间的互动机制特征是:货币增长率显著驱动通货膨胀率,但对真实经济增长不具有显著驱动效应,通货膨胀率和真实经济增长率都影响货币增长率的调整,而且近年来通货膨胀率对货币增长率调整的影响更为明显。调整货币供应机制显然是管理中国通货膨胀的关键。<sup>[9]</sup>

干霖选取1984~2010年中国年度宏观数据,利用VAR模型研究了通货膨胀、货币供给和经济增长之间的关系。研究表明:货币供给和经济增长都会导致通货膨胀,但通货膨胀不会引发货币超发,且一定程度的通货膨胀对经济增长具有正向刺激作用,货币供应量扩张对通货膨胀有促进作用,但影响程度逐步减弱,经济增长也会促使物价水平的上涨,但影响程度明显小于货币供给水平的影响,经济增长对物价水平的影响小于货币供应量对物价水平的影响,即货币供应量诱发通货膨胀,抑制通货膨胀的最好途径是解决货币供给问题。<sup>[10]</sup>

也有一些学者分析了人民币汇率、外汇储备与通货膨胀之间的关系。

朱建平、刘璐探讨了人民币汇率、国内总需求与通货膨胀的关系。他们尝试从汇率传递理论的视角,运用自回归分布滞后模型(ARDL)考察1980~2010年人民币汇率、国内总需求、世界商品价格与通货膨胀之间的关系。他们的研究表明,国内总需求对通货膨胀的弹性约为0.578,中国通货膨胀的成因具有需求拉动的特点。世界商品价格对通货膨胀的弹性虽然为正,但数值很小且不显著,说明世界商品价格不能显著地影响国内价格水平,不存在明显的世界通胀的输入途径。长期看来,人民币升值并未像国际经济学理论描述的那样可以抑制通货膨胀,相反却显著地抬高了国内价格水平。短期看来,中国通货膨胀的动态调整具有明显的滞后特征,且由短期变动向长期均衡调整的速度较快。<sup>[11]</sup>

周向雯分析了中国外汇储备、经济增长与通货膨胀的关系。认为,第一,中国1979~2010年通货膨胀与经济增长的相关系数为0.246,说明中国通货膨胀与经济增长之间并不存在线性相关关系。第二,1985、1988、1989、1993、1994、2007年是6个通货膨胀高峰年,中国在货币投放过程中,许多货币被沉淀下来,在货币投放的当年并没有直接造成通货膨胀,但对以后的通货膨胀的潜在压力则越来越大。第三,外汇储备剧增导致基础货币过度投放,是造成通货膨胀最根本的原因。<sup>[12]</sup>

另外,也有一些学者尝试从其他角度分析中国通货膨胀发生的原因。

周嘉、余升国研究了产出缺口与通货膨胀的关系,他们分析了中国大陆1978~2009年的相关数据,发现产出缺口确实导致了通货膨胀的变化。在短期中,产出缺口变动1%,通货膨胀率将变动0.5025%,当短期偏离长期均衡时,将以0.4331的调整力度将非均衡状态拉回均衡状态。<sup>[13]</sup>但是,他们认为产出缺口的变化仅能解释18%左右的通货膨胀的变动,这表明还有其他因素导致了通货膨胀。

也有学者认为中国劳动力价格上升引起了需求拉动型通货膨胀。尤庆国通过分析城镇居民消费价格指数、支出产

值比与城镇职工实际工资之间的关系,认为1984~2009年城镇职工平均实际工资逐渐上升,与此同时城镇居民消费需求相对于生产供给的份额相应地下降,进而“促成”了当年的通货膨胀。这表明城镇职工工资的刚性增长一直对通货膨胀在消费需求拉动方面产生“持续而且正面”的影响。但他认为,尽管我国劳动力价格变化与通货膨胀趋势是同方向的,而严格意义上并不存在实际工资上升引发的消费需求拉动型通货膨胀,甚至可以说,随着城镇职工平均工资的提高,城镇居民消费支出占产值比重下降,对通货膨胀还有抑制作用。<sup>[14]</sup>此外,也有学者分析了通货膨胀对经济运行的影响。

吴海民、薛文博分析了中国最优通货膨胀率问题。他们从生产要素的最优组合条件出发,从微观机理上剖析了通货膨胀对经济运行效率的影响。在分析中国1957~2010年工业经济运行效率后,他们认为中国最优通货膨胀率的门限值为2.865%。作者提出,当通货膨胀率低于此门限值时,低通货膨胀对工业经济效率具有显著的正向促进效应;当通货膨胀率大于2.865%的门限值时,高通货膨胀对工业经济效率表现出负面促退效应。中国通货膨胀变动的合理区间为2.77%~3.12%。<sup>[15]</sup>

### 三、对金融发展与经济增长关系的研究

学术界对于金融发展与经济增长关系的研究仍然火热。2011年学者们的研究主题主要是实证分析金融发展与中国经济增长的关系、区域内农村金融发展与农村经济增长的关系,以及金融发展与收入分配的关系。2012年发表的文章也主要是这三个方面,学者们所用的研究方法是建立理论模型,代入相关经济数据进行分析。

比如,在研究金融发展与中国经济增长的关系方面,余力、赵新伟选择的主要是经济增长变量指标(GDP)、金融发展规模指标(用银行贷款占GDP的比重来衡量中国金融发展程度)、金融发展效率指标(用储蓄与贷款的比值来衡量金融中介将储蓄转化为贷款的效率)。他们以2001年为标志,将取样时段分为两个区间(1981~2000年、2001~2009年),分析金融发展对中国经济增长的具体影响。结论是:中国金融发展与经济增长之间具有长期均衡关系。早期金融体系对经济发展的支持主要体现在对工商业企业的贷款上,随着社会融资渠道的逐渐增多,金融机构的效率对经济增长的影响则逐年增大,金融对经济的支持作用由数量的扩张转变为质量的提高。<sup>[16]</sup>

又如,马轶群、史安娜研究金融发展对中国经济增长质量的影响。他们从经济增长方式质量、经济增长过程质量和经济增长结果质量三个方面构建经济增长质量指标体系,利用1978~2010年的相关数据,运用向量自回归(VAR)模型进行实证分析。认为,金融发展与经济增长方式质量和经济增长稳定性不存在长期稳定关系,金融发展对经济增长协调性的影响,短期内是增强的,长期看是弱化的,金融发展会降低经济增长的持续性,提高经济增长结果质量。随着时间的推移,金融发展对经济增长持续性和经济增长结果质量变化的贡献越来越大,而对经济增长协调性变化的贡献非常有限。<sup>[17]</sup>另外,陆静的《金融发展与经济增长关系的理论与实证研究——基于中国省际面板数据的协整分析》(《中国管

理科学》2012年第2期)等论文,也作了类似的讨论。

更多的年轻学者则是依葫芦画瓢,分析一省甚至一市金融发展与经济增长的关系,所用模型多为前人已使用过,只不过换了一个省的相关数据而已。以郭志仪、赵小克的《甘肃省金融发展与城乡收入差距的实证研究》一文为例,可见这类文章的方法与结论。此文作者选取甘肃省城乡收入差距作为被解释变量,将反映金融发展的两个指标(金融贡献比率、金融中介效率)和居民消费价格指数一起作为解释变量。城乡收入差距指标选用城镇居民人均可支配收入与农村居民人均纯收入的比值来衡量,金融贡献比率指标选用金融业对实体经济的支出总额与国内生产总值的比值,以反映金融增长对地区经济的贡献,金融中介效率采用的是金融机构贷款平均余额与金融机构存款平均余额的比值,以衡量金融机构将存款转化为贷款的效率,反映金融发展效率;居民消费价格指数为CPI。他们使用甘肃省1977~2011年的相关统计数据,代入模型进行分析。其研究结论是:金融发展规模的增加显著扩大了城乡收入差距。改革开放以来,甘肃省金融走的是城乡非均衡发展道路,在金融资源的配置上表现出明显的城市化倾向,从农村汲取了大量的金融剩余来为城镇工业化提供资金支持。而农村金融发展滞后,资源配置效率低下,主要承担资金动员而非资金配置的功能,传统农业部门因得不到融资而导致生产萎缩、农村居民收入下降,同时由于金融发展的门槛效应,农村地区难以享受到平等的金融服务,从而导致城乡居民收入差距不断扩大。金融发展效率和城乡收入差距呈负相关关系,城乡收入差距扩大导致储蓄转化为贷款的效率降低。<sup>[18]</sup>

其他相似的文章还有侯宝林、翁海晶的《甘肃省农村金融发展与经济增长的实证研究》(《经济研究导刊》2012年第7期)、李泉、王萌萌的《甘肃省农村金融发展与农民收入关系实证研究》(《开发研究》2012年第4期)、董晓红、杨冬的《黑龙江省农村金融发展与经济增长关系的实证检验》(《统计与决策》2012年第1期)、王琼、张莹的《湖北省农村经济增长与农村金融发展关系研究》(《统计与决策》2012年第16期)、朴基石的《吉林省经济增长与金融发展的实证分析》(《税务与经济》2012年第1期)、常军卫的《金融发展与西部地区经济增长的实证研究——以宁夏为例》(《经济研究导刊》2012年第4期)等等。

另有文章讨论金融发展与经济增长的区域差异问题。如闫丽瑞、田祥宇的《金融发展与经济增长的区域差异研究——基于我国省际面板数据的实证检验》(《宏观经济研究》2012年第3期)。

中国金融发展与收入差距究竟是一种什么关系,一些学者仍在探索。国际学术界一种主流观点认为,金融发展与收入差距之间存在倒U型关系,即在金融发展的初期,其对收入差距具有扩大效应,而在金融发展达到一定程度,收入差距就会随之缩小,收入差距表现为先是扩大,继而缩小的倒U型走势。李志军、奚君羊撰文进行了论证。

李志军、奚君羊研究的时段集中在1987~2009年,选取收入差距指标、金融发展指标、经济增长和城市化率作为控制变量,对中国金融发展与农村、城镇、城乡和全国收入差距之间是否存在倒U关系进行实证检验。他们的研究结果表

明:第一,虽然从长期来看,金融发展有望缩小农村、城镇、城乡和全国收入差距,但在具体样本区间,则取决于金融发展是否越过倒U曲线的顶点。实证检验结果表明,中国金融发展指数仅高于城镇曲线顶点,而低于农村、城乡和全国曲线顶点。可见,中国金融发展与收入分配差距在整体上确实存在倒U型关系。中国城镇的金融发展已达到较高水平,开始发挥缩小收入差距的作用,而农村金融发展则非常滞后,不但没有起到缩减农村收入差距的作用,反而因扩大城乡收入差距导致全国收入差距的扩大。第二,中国的城乡金融发展存在严重的不平衡,大量的资金从本来就短缺的农村流向城市,城市的金融发展程度远远超过农村,进而扩大了城乡收入差距。在目前阶段,金融发展仍然总体上对收入差距具有扩大效应,但这种效应正在迅速衰减。随着金融发展程度的进一步提高,中国的收入差距有望随之缩小。<sup>[19]</sup>

另外,讨论金融发展与城乡收入差距的文章还有:余玲铮和魏下海的《金融发展加剧了中国收入不平等吗?——基于门槛回归模型的证据》(《财经研究》2012年3月);梅春、程飞的《金融发展与城乡居民收入差距关系的实证研究》(《商业时代》2012年第2期);孔立平的《金融发展与城乡收入差距关系的实证研究——以辽宁省为例》(《北方经贸》2012年第9期);吴锦、陈志刚的《金融发展与中部地区城乡收入差距研究》(《武汉金融》2012年第7期);严琼芳的《民族地区农村金融发展对农民收入影响效应分析》(《武汉金融》2012年第2期);钱龙、张芬、任彦祥的《金融发展影响城乡收入差距的机制研究》(《金融监管研究》2012年第1期)等等。

总体而言,学界对于金融发展与经济增长关系的研究似乎仍在原地打转,研究方法没有大的突破,又因利用了不同的统计数据,得出相左的结论也就不必见怪。

#### 四、对于货币政策变迁及有效性的研究

从比较长的时段对中国央行货币政策进行研究,在学术界已多了起来。2012年学者们尝试从不同角度探讨中国人民银行货币政策的变迁。

中国央行货币政策是否有效,仍是学者们讨论的焦点问题之一。如,方成、丁剑平分析了中国近20年货币政策的变化轨迹,研究央行货币政策是否有效。他们使用中国1992年1季度到2011年4季度的季度宏观经济数据,对货币政策的有效性进行了实证检验,结论为:第一,汇率因素在货币政策反应函数中不显著,而数量规则比价格规则对产出和通胀的反应更为显著。第二,中国货币政策在2000年前后发生了结构性变化,货币政策执行的是相机抉择操作模式。货币规则对通货膨胀的反应系数具有动态时变特征,货币当局根据经济发展中实际通胀走势,有针对性地调整通胀目标和调控力度。第三,相对于价格规则,使用数量规则进行宏观经济调控,对中国经济的平稳运行更为有效。<sup>[20]</sup>

中国央行货币政策是否存在独立性,也是学者们研究的热点问题。通过分析央行资产负债表来讨论货币政策的发展变化,是研究货币政策独立性的新视角。陆艳红以1985~2011年央行资产负债表为研究对象,通过分析27年货币政策变动后对央行资产负债结构的影响,以及央行资产负债的变化,分析货币政策的独立性问题。作者认为,1985~2011年,

央行资产负债表资产项目变动的主要特点为:(1)中央银行资产规模急剧扩张,但是各资产项目变动的趋势并不一致;(2)“国外资产”增长迅猛;(3)“对政府债权”变动表现出阶段性特征;(4)“对其他存款性公司债权”占总资产比例逐年下降,由1985年的82%下降至2011年的不足4%。由于货币发行规模占比已大幅降低,为弥补货币发行的不足,央行履行货币职能所需的资金只能依靠增加金融公司存款、发行债券和政府存款,这不可避免地降低了货币政策的独立性。另一方面,短期国债数量有限,央行公开市场操作有难度。在外汇储备规模不断扩大时,央行为了对冲外汇占款发行巨额票据用于公开市场操作。但公开市场业务操作并没有赋予中央银行更多的主动权,导致其实施效果不佳。<sup>[21]</sup>

苏华山则使用1994年1月到2011年9月的月度数据,实证分析了1994年以来中国货币政策的独立性。他认为,1994年以来,官方利率相对于世界利率的独立性处于中上等的水平,但是同业拆借利率的独立性极差。两种利率的独立性差距较大,真实的货币独立性可能介于两者之间,处于中等水平。比较汇率改革前后的利率,发现汇率制度改革以后,随着汇率波动弹性的增加,官方利率和同业拆借利率的独立性都大幅提升,两种利率几乎完全独立于世界利率,货币政策独立性有所提升,但改善的幅度并不大。分析货币供给量与外汇储备之间的关系,说明中国央行的冲销操作仍发挥着重要作用,这是造成货币政策中等独立性的原因之一。<sup>[22]</sup>

王国刚对2001~2010年中国货币政策的操作工具进行系统分析,认为提高法定存款准备金率和发行债券在整体上并无紧缩效应,提高存贷款利率有着信贷扩张效应,而与这些政策手段相比,调控新增贷款规模的有效性最高。“十二五”期间中国货币政策体系需要解决好五个问题:完善人民银行资产负债表结构、完善中间目标和操作手段、积极推进存贷款利率的市场化、完善货币政策最终目标和构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。<sup>[23]</sup>

有学者研究了货币政策周期与经济周期的关系。刘金全、王雄威选取中国短期利率作为参照指标,通过对比货币政策周期和经济周期的形态和分界,描述和分析中国货币政策作用的期限结构,并对货币周期和经济周期的关联机制进行研究。他们指出,中国自1996年以来共出现了3次产出增长率的下降,而这3次产出降低都发生在紧缩性货币政策结束之后。这说明我国货币政策周期与经济周期之间存在密切关联,货币政策操作也存在相机选择的内生属性。<sup>[24]</sup>李连发、辛晓岱构建了包含银行信贷扩张和经济周期特征的Svensson扩展模型,分析中国信贷扩张与产出和通胀的典型事实。作者分析了中国1984~2011年季度数据,发现信贷扩张后,通胀上升压力会持续7个季度以上,而产出缺口扩大的趋势大约在4个季度后消失。鉴于信贷扩张后通胀压力持续较久,信贷总量适度的逆周期变化能够有助于减少宏观经济的波动和相应的福利损失。<sup>[25]</sup>

一些学者分析了货币政策的区域效应差异。如,高云峰、阮莉莉以货币政策传导机制理论为基础,通过构建面板模型,对1978~2010年货币政策的区域效应进行定量分析。他们认为,货币政策在促进经济增长方面作用是比较明显的,而在控制通货膨胀方面则显得比较乏力,中国货币政策存在

明显的地区差异。从贷款投放对经济增长的刺激作用来看,中部、东北和东部地区省份的效果比较明显,而西部地区的效果较差。货币政策的区域效应表明,资本投入不足或过多都会影响货币政策的实际效果。<sup>[26]</sup>

还有学者讨论了货币政策对居民消费的影响。李亚娟实证检验了中国1979~2010年货币政策行为对消费的调控作用及其传导渠道,认为,用货币手段调控消费最为有效,利率方式调控则有待继续发展。持久收入是从货币政策到居民消费的关键传导渠道,储蓄作为货币政策调整消费的途径只对农村居民有效,价格变化和对未来通货膨胀的预期能在一定程度上刺激消费增长。另外,农村居民消费对货币政策的敏感度远次于城镇居民。<sup>[27]</sup>

## 五、对于中国金融市场发展问题的研究

改革开放至今,中国金融市场建设已走过30多年的历程。在纪念改革开放30周年前后,已有不少学者论述了金融市场的发展过程与阶段特征。2012年,又有一些学者回顾了中国资本市场的发展历程,划分其发展阶段,但创新不多。

如,宁佰超认为,中国资本市场30多年的发展历程大体上可概括为以下四个阶段。第一阶段:资本市场的萌芽孕育阶段(1981~1985年)。在此阶段,由于受各种条件的制约,股票和国债的发行规模较小,发行企业的数量极其有限。只有一级发行市场,没有二级流通市场。另外,一些企业以“股票”之名发行,实际发行的却是有固定期限和有提前兑现的选择权“企业债券”。第二阶段:资本市场的初步形成阶段(1986~1991年)。随着企业股票发行规模的不断扩大,以企业债券和股票交易为主的证券二级市场不断出现。上海证券交易所和深圳证券交易所的正式成立,拉开了资本市场建设新的一幕,标志着中国资本市场初步形成。第三阶段:资本市场的成长与规范阶段(1992~1999年)。第四阶段:资本市场的快速发展阶段(2000至今),多层次资本市场的架构体系基本形成,资本市场金融产品不断丰富。中国多层次资本市场的体系架构已基本形成,正逐渐向成熟的、发达的资本市场发展。<sup>[28]</sup>又如,周宇认为中国的资本市场经历了从萌芽到试点推广、从起步到快速发展、从不成熟到逐步完善的发展过程,大致经历了五个阶段:改革开放至1990年为资本市场的萌芽阶段;1990~1993年为资本市场的局部探索阶段;1994~2004年为资本市场的全面铺开阶段;2004~2008年为资本市场的固本清源阶段。<sup>[29]</sup>

对于中国股市与经济表现脱节问题,谢百三作了分析。他认为,中国股票市场建设已逾21年,却始终未与中国实体经济同步发展。中国实体经济增长快时,股市不一定涨;中国实体经济调整下跌时,它一定大跌;股市总体上处于跌跌不休的长期低迷状态。这成为了世界经济与中国经济、中国证券市场中的一个谜。中国股市未与实体经济同步增长的根本原因有:人民币在资本项目下不能自由兑换,且近年来货币供应量增长过快,国内多数股价高于美国、欧洲及香港等地,有长期下跌趋势;股权分置,相当部分的国家股、法人股未能流通,导致股票少,股价高;而股权分置改革及未流通股的大量流通、套现也导致股价长期下跌;计划经济体制下的“投资饥渴症”依然在中国股市中顽强存在;IPO新股超量发行使中

国股市成为世界股市中上市最快的,大量新股破发并拖累了二级市场走势。由于以上主要原因,中国股市在1990~2012年的23年里,实际上处于一种制度性、系统性缺陷的不规范的严重病态中。中国股市肩负着成千上万家国有企业、民营企业融资的历史重任,但它的另几项功能,如投资功能、最佳资源配置功能,公众监督及搞好企业内部治理功能都受到了极大的限制和伤害。<sup>[30]</sup>

孙国茂认为,如果从股指变化上看,在2001~2011年间涨少跌多,呈现出与宏观经济运行越来越明显的背离。他从制度经济学的交易成本分析理论入手,对中国股市与经济运行严重背离现象进行分析,认为投资者利益得不到保护是股市持续低迷的根本原因。监管者行为异化导致投资者在市场中处于劣势地位,现有的股市制度体系很难体现“三公原则”,已不适应市场的发展。<sup>[31]</sup>

尽管存在不少问题,学者对于中国资本市场的作用还是持肯定态度。刘克崮认为,中国资本市场目前存在的问题主要有以下五个方面。第一,对融资者需求服务的规模数量与层次、品种上的不足;第二,重融资,轻投资;第三,机制上还存在一些缺陷,如上市问题、退出问题、成本问题、交易运行等;第四,市场主体建设问题;第五,中国股市的综合竞争力不强。中国资本市场主要在四个方面发挥了重要作用。一是从融资功能的角度看,融资规模较大;二是从投资功能角度看,中国资本市场对于拓宽投资者的投资渠道发挥了重要的作用;三是中国资本市场的建立发展是中国社会主义市场经济体制改革的重要组成部分,加快了中国特色社会主义市场经济体制改革的步伐;四是中国资本市场催生了一批上市公司和中介机构。<sup>[32]</sup>

周宇指出,中国资本市场无论是在自身发展和完善方面,还是在推动中国经济体制改革、促进企业经营效益提升、提升综合国力方面,都发挥了重要作用。加快了中国经济由计划经济体制向市场经济体制的转变,推动了中国国有企业的改革进程,促进了中国金融格局的全面优化,加快了居民收入增长和社会财富集聚。<sup>[29]</sup>

郭树清对中国资本市场开放和人民币资本项目可兑换作了反思与评价。他指出,中国资本市场的对外开放走过了一条特殊的道路,其主要特点表现为六个方面:将引进外商直接投资放在首要位置;引进外资有效支持了国有企业改组改造;香港等地区形成了资本双向流动的桥梁;证券市场通过迂回方式实现了高度开放;紧密的经贸联系和人员往来使得资本管制失灵;人民币很早就开始在境外流通和使用。中国资本市场的开放路径有得有失,有利有弊,但在总体上符合中国基本国情,在中国改革开放和现代化建设事业中发挥了积极作用。他认为,中国资本市场开放的渐进式路径有诸多优点,主要集中在以下几个方面。一是高度重视加工贸易和“绿地投资”,为资本和金融市场开放打牢了基础。二是坚持金融为实体经济服务可以防止经济出现大的泡沫。三是优先发展直接投资成为有效抵御境外金融风险向境内传递的“防火墙”。四是先易后难的过程可以保持基本平稳。五是先从涉外经济部门开放有助于减少风险。他同时指出中国资本市场存在的不足。一是造成了资本和金融市场发展不平衡。二是市场运行效率受到影响。三是造成灰色经济和地下经济

持续增长,事实上容忍了各种违规违法行为。他认为,人民币资本项目实际可兑换程度已经很高,中国资本项目可兑换程度被明显低估了。<sup>[34]</sup>

与股票市场相比,期货市场的发展更是一波三折。宋承国探讨了当代中国期货市场的发展历程与特征。他认为,当代期货市场诞生于经济制度转轨时期,是在探索社会主义市场经济体制的过程中逐步发展起来的。由于在社会主义国家重建期货市场史无前例,期货市场的发展从开始就带有试验性,而这一没有统一监管的试验引发了市场的盲目发展,监管层对期货市场进行了长达7年的清理整顿,直到2000年以后才进入规范发展的阶段。从1990年到2010年,中国期货市场走出了独特的发展轨迹,具有鲜明的个性特征。中国期货市场既取得了重要成就,也经历过重大曲折。它最初是经济体制改革的试验品,当期货市场功能日趋完善之后,反过来又成为推动经济转轨的重要力量。期货市场所有的成败得失都与转型中的中国经济制度密切相关。<sup>[35]</sup>

## 六、对于农村金融问题的研究

2012年发表的对于农村金融问题研究的文献比较多,但从长时段视角讨论农村金融发展的文章却比较少。本文介绍几篇研究农村金融改革与发展、农村信用社改革、农村借贷变迁的论文。

尹晨、严法善、王明栋等人分析了中国农村金融改革与发展。他们指出,中国农村金融长期形成的低水平非均衡不但源于存量式改革导致的金融供给抑制,还源于中等农户的金融需求不足。在经历了1978~1993年的恢复阶段和1994~1997年的初次增量式改革阶段以后,从1997年年末开始,中国农村金融进入了以存量式改革为主的阶段,并延续到2006年年末。这种以存量式改革为主要特征的农村金融改革,抑制了农村民间金融,导致正规金融机构大举撤出农村,农信社“脱农化”倾向日益明显,结果造成了农村金融供给严重不足。20世纪90年代中后期以来,中等收入农户或一般农户信贷需求下降成为农村金融市场的普遍现象。一方面是金融供给抑制,另一方面是金融需求不足,中国农村金融陷入了低水平的供不应求的非均衡状态。中国农村金融改革与发展的战略,既需要通过增量式改革和存量式改革并举来有效增加金融供给,也需要通过促进“三农”的多元化发展来有效提高农业、农户和农村金融需求,以实现从低水平非均衡向高水平均衡的跳跃。<sup>[36]</sup>

实际上,农户的信贷需求随着时代的变化而在不断变化。赵学军利用中国社会科学院经济研究所保存的1930年到1998年保定农村系列调查资料,分析了以保定农户为代表的华北农户借债用途的结构及其变迁。他指出,从20世纪30年代初到20世纪末的70年中,随着农户经济处境的变迁,其借债用途发生了由非生产性借债为主转向生产性借债为主的颠覆性的变迁。农户借债用途结构的变迁,反映了农户自身经济环境的变迁。传统小农融资的主渠道是民间私人借贷,新中国建立后成立的农业银行、农村信用合作社向小农提供的融资服务远远不足,小农融资面临困境,其根本原因在于农户在信用抵押担保方面存在问题。<sup>[37]</sup>

学者们对于农村信用社的研究仍然比较多。易绵阳等分

析了农村信用社、国家与农贷悖论,认为,农信社的演变历程大体可分为三个阶段:第一阶段(1949~1957年),在国家力量的推动下,农信社在全国普遍建立。第二阶段(1958~1978年),农信社成为官办金融机构。第三阶段(1980年至今),政府主导下农信社进行改革。农信社每走一步,几乎都是由政府推动或主导。农村信用社一旦被国家控制,就会内生出破坏合作金融制的因子。在农村信用社里,国家长期以来就是扮演“掠夺之手”的角色。本该服务于“弱势群体”的农信社,却没有好好为弱势者服务,“离农”是当代中国农信社农贷悖论的具体表现形式。“农贷悖论”的形成机理源于中国农村信用社管理制度的循环组织结构及国家控制。<sup>[38]</sup>

周脉伏用制度经济学分析了农村信用社的产生逻辑。作者指出,中国农村信用社是在政府的扶持下产生的,从制度变迁方式来看,表现为强制性制度变迁和诱致性制度变迁的结合,初始试点阶段较之大发展阶段,制度变迁中的诱致性因素要多一些。政府作为信用社制度变迁的“初级行动团体”,供给信用社制度,是为了获得信用社制度安排之外所无法获得的利益,这种利益包括为了获得农民集团的支持、社会主义的意识形态、为实现工业化发展战略抽取农业剩余资金等。农民作为“次级行动团体”,为了避免高利贷的盘剥,对信用社制度有着潜在的需求,通过政府的宣传和鼓动,以及政府信誉的担保,农民也参与到信用社的制度变迁中来。信用社作为移植的正式制度安排,应当以市场经济的发展为背景,需要以民主、自由、平等的非正式规则为基础。而当时的中国以小农经济为主,市场经济极不发达。由于缺乏规范的合作金融制度安排所需的自由、民主、平等的非正式规则,中国的农村信用社自成立之日起就表现出与规范的合作制原则相背离的特征。当中国的农村信用社规模扩大到“一乡一社”时,由于制度信任尚未建立,而人际信任已超出效力范围,政府不得不以自己的信誉作为信用社的投资来维持信用社的运转,加之信用社成立初期政府投下了大量的组织成本,使得政府成为信用社的投资人。在政府作为投资人并控制了信用社的情况下,社员个人从信用社退出成本高昂。当信用社社员面临着退出的低收益和高成本时,理性选择是不从信用社退出。由于信用社成立之初就对政府形成了高度的依赖,并且信用社的国家产权不断得到强化,直至社员个人产权的完全丧失,最终使社员和信用社的关系由股权关系演变为债权债务关系,社员对信用社的经营漠不关心。信用社的政府产权深深地影响着信用社制度的演进。<sup>[39]</sup>

蓝虹、穆争社对2003年开始的新一轮农村信用社改革进行了回顾与评价,认为改革取得重要性阶段成果的同时,存在产权关系不清晰、内部人控制严重、省级联社履职行政化色彩浓厚、省级政府金融风险处置责任虚置、金融创新动力不足等问题,提出引进战略投资者以完善法人治理结构、构建分工合理相互制衡的履职组织架构以提高管理效率、建立以省级政府为出资主体的金融风险处置基金以强化责任约束、构建适度竞争的农村金融市场以促进金融创新等政策建议。<sup>[40]</sup>此外,苏怀平也回顾了2003年中国农村信用社的7次体制变革。<sup>[41]</sup>

此外,一些学者也讨论了其他农村金融问题。如常明明研究了20世纪50年代前期,农村私人借贷及其对农村经济

的作用。作者认为,20世纪50年代前期农村私人借贷活动的发生程度与当地经济的增长存在一定的正相关性,农村私人借贷较为活跃的地区,也是农村经济较为发达的地区。农户经济发展不只意味着经济收入水平的增长,同时还意味着私人借贷活动发生的面积扩大,农村私人借贷在促进农民收入增长中起到了一定程度的作用。<sup>[42]</sup>

#### 参考文献:

- [1]周小川.大型商业银行改革的回顾与展望[J].中国金融,2012(6).
- [2]杨旭.论金融改革的“中国道路”[J].河北青年管理干部学院学报,2012(3).
- [3]李德.新中国金融事业的开创与发展[J].中国金融,2012(22).
- [4]吴江,韩鑫韬.改革开放以来我国四次通货膨胀的成因[J].经济问题探索,2012(7).
- [5]中国人民银行调查统计司课题组.改革开放以来高通膨的比较分析[J].中国金融,2011(7).
- [6]苗文龙.货币化、通货膨胀预期与通货膨胀[J].投资研究,2012(3).
- [7]杜萌,吴仁波,徐明伟.经济开放、货币供给量与通货膨胀的关系[J].山东工商学院学报,2012(4).
- [8]薛雯雯,周峰.我国通货膨胀的成因——1978-2011年数据分析[J].经营与管理,2012(9).
- [9]张成思.通货膨胀、经济增长与货币供应:回归货币主义[J].世界经济,2012(8).
- [10]干霖.我国通货膨胀与货币供给和经济增长的关系研究[J].经济问题,2012(4).
- [11]朱建平,刘璐.人民币汇率、国内总需求与通货膨胀——基于汇率传递理论的实证研究[J].经济理论与经济管理,2012(3).
- [12]周向雯.外汇储备、经济增长与通货膨胀的关系研究——基于我国1979-2010年宏观经济数据的实证分析[J].南方金融,2012(6).
- [13]周嘉,余升国.产出缺口和通货膨胀的动态分析——基于改革开放以来数据的分析[J].当代经济,2012(10).
- [14]尤庆国.论我国劳动力价格上升引起的需求拉动型通货膨胀[J].中国物价,2012(4).
- [15]吴海民,薛文博.中国工业经济效率、最优通货膨胀率及其门限效应的实证:1957-2010[J].南京财经大学学报,2012(5).
- [16]余力,赵新伟.不同时期我国金融发展与经济增长关系的实证分析——基于VAR模型的分析[J].中国经贸导刊,2012(9).
- [17]马轶群,史安娜.金融发展对中国经济增长质量的影响研究——基于VAR模型的实证分析[J].国际金融研究,2012(11).
- [18]郭志仪,赵小克.甘肃省金融发展与城乡收入差距的实证研究——基于1978-2011年的时间序列数据[J].西北人口,2012(6).
- [19]李志军,奚君羊.中国金融发展与收入差距的倒U关系分析[J].上海经济研究,2012(9).
- [20]方成,丁剑平.中国近二十年货币政策的轨迹:价格规则还是数

量规则[J].财经研究,2012(10).

- [21]陆艳红.基于央行资产负债表结构的我国货币政策问题分析——以1985-2011年我国央行资产负债表为例[J].广西大学学报(哲学社会科学版),2012(5).
- [22]苏华山.我国汇率制度弹性与货币政策的独立性——基于1994年1月-2011年9月数据的实证研究[J].贵州财经学院学报,2012(2).
- [23]王国刚.中国货币政策调控工具的操作机理:2001-2010[J].中国社会科学,2012(4).
- [24]刘金全,王雄威.我国货币政策周期与经济周期之间的关联性研究[J].上海经济研究,2012(1).
- [25]李连发,辛晓岱.银行信贷、经济周期与货币政策调控:1984-2011[J].经济研究,2012(3).
- [26]高云峰,阮莉莉.中国货币政策区域效应研究[J].投资研究,2012(4).
- [27]李亚娟.1979-2010年货币政策对居民消费影响的实证分析[J].商业时代,2012(23).
- [28]宁佰超.对我国资本市场发展历程的简要梳理与评价[J].产权导刊,2012(10).
- [29]周宇.中国资本市场发展经验与启示[J].河北学刊,2012(11).
- [30]谢百三.中国股市为何没有与实体经济同步发展[J].价格理论与实践,2012(5).
- [31]孙国茂.中国股市与经济运行背离的原因分析[J].理论学刊,2012(2).
- [32]刘克茵.中国资本市场评价及改革政策建议[J].中国市场,2012(42).
- [33]周宇.中国资本市场发展经验与启示[J].河北学刊,2012(11).
- [34]郭树清.中国资本市场开放和人民币资本项目可兑换[J].金融监管研究,2012(6).
- [35]宋承国.当代中国期货市场发展的特点与评价[J].中国经济史研究,2012(1).
- [36]尹晨,严法善,王明栋.从低水平非均衡走向高水平均衡——论中国农村金融改革与发展[J].复旦学报(社会科学版),2012(3).
- [37]赵学军.农户借债用途的结构与变迁:一个长期视角[J].贵州财经学院学报,2012(6).
- [38]易棉阳,曾鹂.农村信用社、国家与农贷悖论[J].武汉理工大学学报(社会科学版),2012(2).
- [39]周脉伏.农村信用社产生的制度经济学分析[J].江西财经大学学报,2012(5).
- [40]蓝虹,穆争社.中国农村信用社改革的全景式回顾、评价与思考[J].上海金融,2012(11).
- [41]苏怀平.中国农村信用社的七次体制变革[J].银行家,2012(8).
- [42]常明明.农村私人借贷与农民收入增长研究——以20世纪50年代前期鄂、湘、赣、粤4省为中心[J].中国经济史研究,2012(4).
- [43]贾瑛瑛.改革的先锋——中国银行在1979-2012[J].中国金融,2012(5).

(责任编辑:郝彦平;校对:卢艳茹)