

2014年当代中国金融研究动态

赵学军

(中国社会科学院 经济研究所 北京 100836)

摘要 2014年对当代中国金融的实证研究,在金融改革研究方面,学者们主要讨论了金融改革的特点、路径、存在的问题及未来发展趋势;货币政策的研究主要集中于货币政策的发展变化、货币政策操作的有效性和影响货币政策的因素等三个方面;通货膨胀仍是学界研究的热点,主要集中于不同阶段通货膨胀的表现和通货膨胀的成因两个方面;对于金融市场的研究,主要集中在利率市场化问题、资本市场的发展方面;对于农村金融的研究主要集中于农村金融制度改革、农村信用社改革与发展方面;对于金融发展与经济增长关系的研究,仍是实证研究的重点,其成果分为两个方面,一是从全国范围研究金融发展与经济增长的关系,二是研究某一省市金融发展与经济增长的关系。

关键词 中国金融 研究动态 综述

中图分类号 F830

文献标识码 A

文章编号 1006-3544(2015)02-0003-09

2014年学界对当代中国金融的研究比较分散。笔者从大量研究中国现实金融问题的文献中,筛选出近50篇实证研究文章,分为金融改革、货币政策、通货膨胀、金融市场、农村金融、金融发展与经济增长六个方面进行综述。

一、金融改革

在金融改革实证研究方面,学者们讨论了金融改革的特点、路径、存在的问题及未来发展趋势。

戴金平、张成祥认为,中国渐进式金融改革实质上是整体经济渐进式改革在金融领域改革的延展,突出特点是对原有计划经济条件下的金融体系进行局部性的、渐进式的变革,逐步实现金融体系向市场化过渡,拒绝迅速的全局性、根本性突变。渐进式金融改革的基本思路是,首先在计划经济体系内搭建起金融体系的一般性总体框架,然后推进金融体系市场化改革,逐步实现金融体系由计划经济向市场经济的过渡。金融机构体系和金融市场建设、信贷体系变革、利率市场化、汇率形成机制改革、资本项目开放等五个方面,经历了1979~1984年、1984~1998年、1998~2004年、2005年至今四个阶段。渐进式金

融改革的特征表现为:中央政府主导,改革速度的渐进性,改革的滞后性。渐进式金融改革的困境是:资源错配,寻租盛行,风险积聚,内生障碍。深化金融体制改革的核心应是推动金融机构的市场化运营,完善市场决定金融资源配置的体制和机制,对外开放金融市场。金融改革出路是:强化顶层和系统设计,加快改革速度,摆脱实验思维、“以开放促改革”的思维。^[1]

楚尔鸣认为,金融体制总体的市场化改革逻辑是循着金融资源配置效率、金融市场体系、金融对内对外开放和防范金融风险四个逻辑层次来推进的。^[2]

李扬指出,经过35年不间断的改革,我国金融市场已初具雏形,但是,引导市场得以有效配置资源的基准价格——利率、收益率曲线和汇率尚未完全市场化,中国总体而言已不再是资金短缺国家,但是长期资金,尤其是股权资金的供给却严重不足;虽然已有很多公民获得了较好的金融服务,但是面向社会所有阶层和群体特别是弱势群体提供服务的金融体系,依然有待建立,金融业确已有了较大发展,但防范和化解金融风险依然主要依靠政府的潜在担保,缺乏市场化管理风险的体制机制;对外开放已迈出重大步伐,但是资本项目尚被管制,金融监管框架已经确立,但是各领域监管的有效性、针对性、稳健性均有待改善,监管掣肘问题更是十分严重。^[3]

收稿日期 2015-03-23

作者简介 赵学军(1968-)男,中国社会科学院经济研究所研究员、中国现代经济史研究室副主任。

国有银行改革是金融改革的重要组成部分。2014 年是国家开发银行成立 20 周年。国家开发银行行长胡怀邦撰文叙述了国家开发银行改革发展的实践成果,如:服务国家战略,支持重大项目建设,优化资源配置,服务经济转型升级,发展普惠金融,保障和改善民生,深化改革创新,探索实践开发性金融。^[4]大型国有商业银行股份制改革启动也迈过十个年头。周学东、林文顺从大型商业银行的组织规模状况、经营管理状况、流动性状况、安全性状况、盈利状况、持续发展能力状况六个方面的 25 个指标中选取了 16 个指标,取工、农、中、建、交五大国有商业银行 2004~2012 年的年度数据,设计了大型商业银行改革绩效定量评价指标体系,综合分析改革绩效。他们认为,从安全性看,五家大型商业银行得分均有提高,其中建行和农行得分上升幅度较大,其次是工行、交行和中行;从规模效应看,五家大型商业银行通过机构整合、推进扁平化管理、拓展网点等改革措施,有效提升了集约化经营水平和规模效应;从发展能力来看,五大行都有所提高,由高到底依次是中行、建行、交行、工行和农行;从盈利性及管理营运能力看,都有显著提高,其中工行、农行和建行上升较快,其次是交行和中行。从横向评价结果看,2012 年工行整体改革绩效最好,其次是建行、农行,评价值相对较低的是中行和交行。总体而言,大型商业银行改制产生了较为明显的成效。^[5]

二、货币政策

对于货币政策的研究主要集中于三个方面:一是对于货币政策发展变化的研究,二是对于货币政策操作的有效性研究,三是对于影响货币政策的因素的研究。

汪仁洁从货币政策的阶段性特征入手,分析当前定向调控的转向。他认为,改革开放以来,中国货币政策有明显的阶段性特征。第一个经济周期(1976~1981 年),货币政策是财政政策的附属,经济运行和控制主要是以财政政策为主导,货币政策呈现典型的计划经济体制下的财政货币政策特征,主要工具为信贷管理和货币供应管理。货币政策以“松”为主。第二个经济周期(1981~1986 年),经济体制向市场经济转变,二级银行体制确立后,货币政策开始发挥作用,但货币政策调节效果不尽人意,每次货币政策调整都带来经济发展的剧烈波动。第三个经济周期(1986~1990 年),货币政策在经济低谷回

升阶段为“稳中求松”,在经济达到峰值时转为紧缩。第四个经济周期(1990~1999 年),货币政策分为三个阶段:1990~1992 年的宽松货币政策、1993~1997 年的适度从紧的货币政策、1998~1999 年的适度放松的货币政策。第五个经济周期(1999 年至今),中国人民银行继续实施稳健的货币政策,2014 年两次“定向降准”揭开了定向调控货币政策的序幕。这表明,我国货币政策从全面调控逐步走向有针对性的微调,更稳健更持续,适度性提高,更为灵活。但定向调控货币政策解决不了结构性矛盾以及金融体制机制等问题。^[6]

郑勇、刘超讨论了货币政策的执行效果对中国经济平稳运行的影响。他们运用熵值法建立了货币政策效率评价模型,通过分析 1993~2012 年货币政策五个最终目标的年度数据,发现货币政策效率逐步提高,货币政策最终目标系统的脆弱性呈下降趋势,其中 1994 年脆弱性最强,货币政策效率最低,经济运行状况最差,2012 年货币政策效率最高,经济运行状况最好。他们认为国际收支平衡是影响我国货币政策效率的主要因素。^[7]

赵健分析了 1999~2012 年中国货币政策操作规范的有效性。他运用货币状态模型,讨论了货币政策操作规范的短期效应和长期效应,认为,中国货币政策传导机制存在“堵塞”现象,广义货币供应量外生于 GDP 的概率为 0.3195,没能有效发挥货币政策工具的作用。规则货币政策对经济及物价具有扩张作用,相机抉择则具有收缩作用。^[8]

影响货币政策的因素很多,本文介绍研究利率对货币政策影响的两篇文章。

贺力平探讨了利率市场化与中国货币政策转型问题。他论述了近年来国内货币市场上重要利率指标的变动趋势与宏观经济走势的“不吻合”之处,考察了近年来国内货币政策数量型工具运作的基本特点和趋势,分析了货币政策数量型工具对可持续性和利率行情影响力的局限性,分析了中央银行对货币市场利率调节的宏观作用,利率市场化完成后货币政策方式的新特点。他提出,利率市场化实现后,数量型货币政策工具将继续发挥重要作用并与利率政策工具的操作相互配合,但也需要进行必要的改革和调整。在推进利率市场化过程中,中央银行货币政策应当转型。^[9]

张雪莹、何飞平利用 2000 年初至 2012 年 12 月期间的样本数据,分析了央行回购操作对货币市场利

率的影响。他们的研究结论是:央行回购操作能够显著地引导相应期限市场回购利率的变动,两者之间存在长期协整关系;二者长期保持稳定关系的重要原因是市场回购利率对前期偏离均衡状态时的反向调整。市场回购利率的短期变化主要受到央行回购操作利率、期限利差及市场回购利率自身前期变化的影响,而央行回购操作方向、净投放资金数量、存款准备金比率、一年期存款基准利率以及月末时点等因素对市场回购利率短期变动的并不显著。这在一定程度上反映出央行实施回购操作时,在询量基础上确定的回购数量主要以平缓短期市场资金面、稳定市场短期利率为目的,而中标利率,即所谓“价”的因素对于市场利率更能发挥主动的引导作用。^[10]

另外,陈守东等人选取1992~2013年的相关数据,研究了货币供给冲击作用下货币政策传导的动态响应机制。他们的实证结果表明,我国的货币传导机制具有明显的时变效应,且时变效应大于惯性效应。增加货币供给量的扩张性货币政策,在短期内具有真实效应,能够显著地影响实际利率和产出水平,但从长期来看,对实际利率和产出水平缺乏永久性影响。^[11]

三、通货膨胀

对于通货膨胀的研究仍然是学界研究的热点问题之一。学者们的研究主要集中于两个方面,一是不同阶段通货膨胀的表现,二是通货膨胀的成因。

学术界此前对于当代中国通货膨胀的研究成果已相当丰硕。2014年学者们更关注20世纪90年代以来的通货膨胀。白雪梅、石大龙运用1994~2012年的季度数据,研究通货膨胀持久性的时变特征,发现这一期间通货膨胀的持久性总体呈先上升后下降的趋势,绝大部分时间通货膨胀持久性较高。1994~1995年第2季度,通货膨胀持久性经历了一个短暂的下降过程,但总体趋势是大幅上升;1995年第3季度,通货膨胀持久性出现了一个较大幅度的下降,此后始终维持着平稳的走势。无论通货膨胀环境如何,我国通货膨胀持久性始终在高位运行。这一时期,通货膨胀持久性系数都大于0.6,通货膨胀对货币政策的反应速度缓慢。当存在通货膨胀持久性时,会削弱旨在抑制通货膨胀的货币政策效果,不仅时滞会变长,而且会付出较大的产出代价。央行在制定相关政策时,应在稳定产出与控制通货膨胀之间赋予控制通货膨胀更高的权重。^[12]

对于中国通货膨胀的成因,学者们在货币供应量、粮价、外汇占款、财政赤字等方面进行了实证分析。

经济学界一般认为通货膨胀成因有需求拉动型、成本推动型、结构型通胀以及货币供给过多等不同的解释。目前理论界主流认可的是将通货膨胀定义为“由于货币过多引起的物价普遍上涨”。林复东、王兴等人则从流动性视角分析通货膨胀问题。他们认为流动性膨胀与物价水平是有密切联系却不完全等同的概念。他们指出,虚拟经济的发达程度不同,货币供应量增加对通货膨胀的影响差异极大。自2008年开始,我国基础货币的增加几乎完全是由外汇占款引致的,基础货币被动大幅度增加,导致广义货币供应量 M_2 快速增加。因此,目前流动性膨胀的根本原因是外部的,庞大的流动性进入中国后引起了房地产价格水平以及物价水平的上涨。我国传统的以“堵”来治理流动性膨胀的思路已经走到尽头,必须用“疏通”的办法来解决“流动性洪水”问题。打开国内流动性尤其是人民币流往境外的出口,积极推进人民币的国际化,才是正确“疏导”的政策,也是解决通货膨胀问题的最优方案。^[13]

孟庆斌等人选用1996年1月到2012年6月数据,分析了通货膨胀影响因素的非线性影响效应。他们认为,实际产出缺口对通胀影响最大,国际大宗商品价格波动的影响次之,但持续期最长,货币供给对通胀的影响相对较小,且呈现出较为明显的震荡特征。这说明需求拉动仍然是我国通胀水平的决定性影响因素。外部环境冲击也影响了国内控制通胀政策的有效性。在低通胀状态下,利率调节对通胀影响不显著,但通胀率对利率产生正向影响;在高通胀状态下,利率调整会对通胀产生显著的负向影响;反过来,通胀率变动对利率的影响与低通胀状态下相同。^[14]

孟泽龙实证分析了1979~2012年34年中CPI变化率同 M_0 、 M_1 、 M_2 、GDP增长率之间的关联度,认为货币供应量对于物价水平变动有显著影响;且上一年的GDP对CPI变化率有着明显的影响。此外,从货币供应量的三个统计口径来看, M_2 对物价水平的影响程度优于 M_0 和 M_1 。^[15]

结构性通货膨胀是发展中国家经济发展过程中的普遍现象。伍戈、曹红钢研究了以CPI与PPI相对变化为主要表现形式的结构性通货膨胀问题。他们的实证研究表明,在供给方面,贸易部门相对于非贸

易部门劳动生产率的快速提升,加剧了中国结构性通胀,充分显现了巴拉萨-萨缪尔森效应影响。在需求方面,诸如政府支出、居民收入和货币因素等也能解释结构性通胀的变化。此外,大宗商品价格冲击也显著影响着结构性通胀。^[16]

赵春艳、文新雷指出,影响我国总体通胀的因素主要由货币供应量变动引起的货币冲击、由需求增加引起的需求冲击、以技术冲击为代表的实际经济周期的冲击,以及反映输入型通胀影响的汇率冲击。他们认为,总体通胀中由货币冲击和需求冲击决定的部分为核心通货膨胀率,估算出1995~2012年季度核心通货膨胀率的序列。1996年以后出现的四轮通胀周期,在总体通胀曲线和核心通胀曲线中均有体现。核心通货膨胀序列的特点为:核心通胀率整体小于总体通胀率,且其波动幅度也整体小于总体通胀的波动幅度。核心通胀序列与总体通胀序列的波动遵循着基本相同的路径,峰谷也是基本一致的,但在一定程度上领先于总体通胀的峰谷。^[17]

宋长青认为,正如经典货币理论所阐述的,通货膨胀最直接的原因是由于货币的超发,我国的货币供应量与通货膨胀之间存在着稳定的关系。第一,长期内我国通货膨胀率与各统计口径下的货币供应量之间均存在稳定均衡关系,货币供应量的增加会提高通货膨胀率,但效果显现存在时滞性。第二,在短期经济波动中,尽管代表其他因素的随机误差项可以部分修正货币供应量导致的物价对长期均衡的偏离,但当期货币供应量增长率的偏离却会加剧下一期CPI对均衡程度的偏离。第三,2008~2013年我国 M_1 、 M_2 与通货膨胀率之间存在因果关系,而与 M_0 关系不大。因此,控制物价变动应多关注 M_1 、 M_2 供应量。^[18]

在理论上粮食价格和通货膨胀之间存在相互影响的关系,但学者们实证检验的结论却不一致。卢锋、彭凯翔等人认为只存在从通货膨胀到粮价的单向因果关系;吴泰岳等人发现只存在从粮价到通胀的因果关系;还有一种观点认为粮价和通货膨胀之间存在相互影响的关系。导致分歧的原因主要有检验方法存在差异、选择样本的长度区间不一、粮食价格指标不同。龙少波、梁俊利用Diks-Panehenko非参数检验方法,检验2003年1月到2014年6月粮价和通胀月度数据的关系,发现粮价和通胀之间存在短期和长期的非线性Granger因果关系。他们认为,通货膨胀可以影响种粮成本,而种粮成本的上

升又能够推高粮价,通胀对粮价影响的成本渠道是畅通的。粮食价格可能会通过直接和间接作用对整体物价水平产生影响。^[19]

张成思、刘泽豪等人研究了中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制问题。他们提出商品金融化概念,认为在银行主导型的金融体系格局下,中国普通商品的利润积累越来越多地通过金融渠道获得,并与金融产品在资本聚集度等多方面表现出相似性和相关性。他们选择了玉米、棉花、大豆、白糖、大葱、大蒜、生姜和鸡蛋等为普通消费品代表,选择房地产和钢铁为资本品代表,进行典型事实描述,认为,商品金融化分为两个阶段:第一阶段是从普通商品向资本品过渡,第二阶段是从资本品向金融产品过渡。从理论逻辑看,商品价格与资本投资需求存在相互加速关系。不同金融化层次商品的价格变动特征存在差异,而且不同金融化程度商品的价格变化率对总体通胀率的驱动机制也不尽相同。金融化程度越高的商品价格变动对通货膨胀的传导和影响持续时间越长,并且与通货膨胀的互动表现为双向性;中等金融化程度的商品对通货膨胀的传导效应集中于前2~3个季度内,且为单向;低金融化程度的商品价格变动对通货膨胀的驱动效应较弱,影响持续的时间相对较短。在通货膨胀的宏观调控和管理上,需要根据各种商品金融化程度进行有针对性的调节。^[20]

崔惠民、马涛等人分析了中国的财政赤字与通货膨胀的关系。他们认为,1952~1978年,财政收支追求既无外债也无内债,遏制了财政向央行透支或借款的动机和行为,从而保持了计划经济时代物价的基本稳定。1984年中央银行体制正式建立,人民银行与财政部门之间的“会计与出纳”关系并没有得到完全割裂,财政部门依然可以因为财政赤字而随时向人民银行透支或借款,而且不再受到财政收支平衡的严格约束,很大程度上引起了20世纪80年代末和90年代初期的高通胀。1994年后《中国人民银行法》彻底断裂了财政向人民银行直接透支或借款来弥补财政赤字的渠道,不过,财政仍可以间接向中央银行透支和借款。2003年10月,历史形成的财政向人民银行的借款和透支款项统一转换为标准可交易国债,才最终理顺中央财政与人民银行之间资金往来关系。但是,财政通过间接的方式向中央银行透支和借款的规模和增速并没有因此而得到有效的控制。我国社保、教育、医疗等财政大量欠账所造成的隐性财政赤字比较严重,将长期持续并逐渐恶化,

所隐含的潜在通胀风险可能蓄积爆发。^[21]

尹力博、韩立岩研究了中国输入型通货膨胀特征、来源及渠道。结论是：第一，中国的输入型通胀呈现多样化形态，同时受到发达经济体和新兴经济体的冲击。外部通胀的溢出效应随时间变化，自9个月到12个月期间，输入型通胀的影响程度达到稳定，输入型通胀已经占到40%，成为不可忽视的力量。来自发达经济体的通胀冲击和来自发展中经济体的通胀冲击程度相当。第二，中国对于发展中经济体的通胀溢出要强于对于发达经济体的影响。第三，中国、德国、日本、韩国、巴西、波兰等主要制造业经济体通胀的整合性渐显。第四，贸易渠道和直接投资渠道是外部通胀传导的主要渠道，而贸易渠道更为突出。^[22]

姚宇惠、蔡宏宇分析了我国外汇储备变动与物价波动的关系。他们将货币供给、实际有效汇率等指标作为中介指标，利用VaR模型对2001年1月至2012年12月的数据进行了分析，得出以下结论：外汇储备的变化并不是广义货币变动和物价变动的格兰杰原因；广义货币的变化是物价变化和实际有效汇率变化的格兰杰原因；在短期内外汇储备的变动对物价的直接影响十分有限，广义货币依然是影响物价的主要因素；在长期中，外汇储备的波动也并不能解释物价的波动。^[23]

也有学者实证分析了通胀与经济增长的关系。

周莹莹、位桥桥等实证检验了经济增长变量GDP与通货膨胀变量CPI之间的相关性，认为通货膨胀与经济增长之间存在长期稳定的均衡关系。经济增长对通货膨胀有明显的带动作用，经济过热会带动通货膨胀率的上升。另一方面，短期内通货膨胀可以促进经济增长，长期内通货膨胀对经济增长产生不利影响。改革开放以来，大部分通货膨胀的治理都付出了经济增速大幅下滑的代价。^[24]

王胜、曾智利用1985~2012年中国主要宏观经济变量数据，采用门限自回归模型，实证检验了通货膨胀对经济增长的非线性影响。研究表明，明显存在通货膨胀的门限效应，在门限值以上，通货膨胀对经济增长起阻碍作用，在门限值以下，通货膨胀对经济增长起促进作用。1988年第1季度至1989年第1季度、1993年第1季度至1994年第4季度，经济增长与通货膨胀负相关；其他期间，经济增长与通货膨胀大致正相关。^[25]

四、金融市场

对于金融市场的实证研究，主要集中在利率市场化问题、资本市场的发展等方面。

王国刚提出，中国的利率市场化改革设想早在1993年就已提出。1996年以后，按照“先外币后本币，先贷款后存款，先长期后短期，先大额后小额”的操作路线，利率市场化改革逐步推进，到2004年累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类已达118种。2004年10月28日，中国人民银行出台《关于调整人民币基准利率的通知》，迈出了人民币存贷款利率市场化改革的步伐。但自改革启动后19年内，人行屡屡运用行政机制调控存贷款基准利率，按照市场机制决定存贷款利率并配置金融资源的格局并未形成，建立由市场机制决定存贷款利率的改革目标仍未实现。推进存贷款利率市场化有两条路径可选择：一是“内科手术式”调控，即通过人行不断运用行政机制直接调整存贷款金融机构的人民币存贷款利率来推进；二是“外科手术式”改革，即通过发展存贷款及其利率的替代产品，运用金融市场的机制力量从外部推进金融机构的存贷款利率市场化。1996年以来利率市场化所走过的操作路线和2013年已展开的存贷款基准利率浮动区间扩大等，选择的是“内科手术式”改革。存贷款利率市场化改革应以发挥市场机制为基本取向，主要选择“外科手术式”的措施。^[26]

马德伦论述了利率市场化进程，认为目前我国利率市场化的进程只差一步，即放开存款利率，已采取了一些措施为最后放开存款利率做准备。利率市场化存在的问题是：市场割裂带来的利率传导机制不畅，基准利率还不完备，政策传导不够畅通。^[27]

刘金山、何炜参照发达国家，测度了我国利率市场化进程。他们认为，大部分国家用了10年至20年进行利率市场化。1993年至今，我国利率市场化大致分为同业利率市场化、贷款利率市场化、存款利率市场化三个阶段，目前已经完成第二阶段。利率市场化改革进程中，贡献最大的年份为1999年和2004年，停滞年份主要出现在2005~2011年间。总体来看，利率市场化改革的进程是平稳的。^[28]

对于资本市场的研究文献相对较多。

戴文华、夏峰指出，中国证券市场已走过20多年，总市值从1993年0.37万亿人民币，增长到2013年10月31日的27万亿，从约占当年GDP的10%，

增长到2012年约占GDP的52%。投资者付出约6.2万亿(包括A股筹资48359亿、交易印花税约7152亿、佣金约6881亿),同期上市公司现金分红约2.7万亿。20多年来资本市场有力地推动了实体经济又好又快发展,成为支持我国经济社会持续健康发展的重要平台。但高速增长的总市值、上市公司家数、融资额、无纸化/电子化、交易量等指标背后也始终伴随着“政策市”、“圈钱市”、不是中国经济的“晴雨表”、与实体经济脱节、市场操纵、投机违法、公司行为不轨等诟病。1993年到2012年,中国股市历经5次牛熊市转换,基本都与政策有关。我国证券市场的种种问题,是社会政治、文化、经济、法律、哲学、宗教等方面的综合反映。证券市场的特征是:参与主体对政策严重依赖,资源配置功能未能得到充分发挥,未能形成合力,政府与市场边界不清晰,增加了市场运行成本。^[29]

文炳洲、杨永强认为,20年来中国股票市场在匆忙中出笼,混乱中前行,投机中震荡,失信中疲惫,对中国社会经济影响巨大。中国股票市场诞生于社会转轨、经济转型的特殊背景之下,从力量博弈看,大体历经大户吃散户、庄家吃大户、机构吃庄家、基金吃机构、业绩吃基金几个阶段,股民心态依次历经投资(希望)、投机(观望)、炒作(失望)、赌博(绝望)等几个时期。中国股市没有国家政治经济“晴雨表”功能,也没有反映中国经济20年高速成长的事实。中国股市设立20年间,政策救市与政策抑市交替出现,股指总是随着政策的变化而跌宕起伏,政策也随市场行情而摇摆不定,根本原因在于用计划体制来运作市场。20年当中既没有成就一家世界级企业,也没有引发全民财富效应。相反,它浪费社会资源,将中产阶级打回原形,严重伤害民众参与改革的热情。^[30]

李文华认为,在中国股市20多年的发展历程中,新股发行定价与配售制度经历了从非市场化向市场化不断演进与改革的过程。1990年资本市场建立后到1999年《证券法》生效之前,新股发行实行审批制,采用“额度控制”和“总量控制”,定价与配售由政府主导,采用非市场化固定价格方式定价。1998年底颁布的《证券法》规定,股票发行采取溢价发行,发行价格由发行人与承销券商协商确定,报证监会核准,新股发行定价开始向市场化迈进。非市场化阶段,催生畸高IPO抑价,造成一、二级市场的割裂,高风险转嫁给二级市场投资者。1998年底的市场化改

革主要沿三个方向展开:一是减少政府干预,推动发行价格市场化,缩小新股一、二级市场价差;二是大力发展机构投资者;三是赋予机构投资者参与新股发行定价的权利。但未能有效解决这些问题。^[31]

庄磊提出,中国股市成立之初即面临股权分置的先天不足的窘境。2005年,中国股市开始实行股权分置改革,但目前依然存在“股权分置”,单只股票未完全实现双向交易。此外,股市的T+1制度,形同虚设的退市制度,股票一级市场发行机制不健全,上市公司缺乏市值管理理念等问题制约着股市的发展。^[32]

顾保国肯定了以股市为代表的资本市场在拓宽融资渠道、促进资本形成、优化资源配置、分散市场风险等方面的积极作用。同时也指出,过去二十多年中,股票市场行情经常与国民经济良好的发展态势相背离,股票市场作为“晴雨表”常常失灵,尤其带来了严重的社会危害,如股市正常融资功能受损,社会财富分配畸变,投资理念扭曲,和谐社会建设受损。追本溯源,这是功能定位错位、投机性与赌博性并存、法制建设欠缺等原因共同造成的。^[33]

五、农村金融

对于农村金融的研究主要集中于农村金融制度改革、农村信用社改革与发展方面。

李万超、苏彩玲认为,改革开放以来的农村金融制度改革历程总体上可划分为两个阶段。一是1978~2004年的供给主导的机构自身改革。这一阶段的改革主要是围绕着农村金融机构体系的构建、职能范围的调整和体制机制的完善而展开,基本依靠外部行政力量的推动来进行。二是2005年至今的需求主导的微观功能改革。农村金融改革取得了显著的成效,也有许多值得认真反思的经验教训。首先,由于没有制定出台全面系统的农村金融法律法规与农村金融改革整体战略部署及其具体的政策措施,简单地将补贴加扶贫、支持农户和扩大农业发展银行业务范围等作为农村金融改革的主要内容,一直停留在“机构不足建机构,补贴不足加补贴,监管不足改监管”的阶段。其次,我国农村金融体制改革是一个由政府主导的强制性制度变迁过程,走的是一条“自上而下”的以正规金融机构市场化发展为主线的路径,目标是在农村形成以合作性金融为基础、政策性和商业性金融分工协作的“三元”农村金融体系。2005年以来的农村金融改革,虽然是以需求为主导,并且是从增量和微观功能的视角来进行,但是

实质上还是在重复正规金融机构市场化发展的老路。最后,农村金融供求的结构不匹配。^[34]

金运、韩喜平探讨了进入新世纪以来的农村金融改革,认为,大刀阔斧的改革极大地扭转了旧体制和旧框架下的颓废态势,并呈现出新的改革特征和趋势,主要表现为:改革范式上,机构范式与功能范式包容共生;改革路径上,存量改革与增量发展协同发展;改革目标上,改善和优化农村金融生态环境;改革新坐标上,大力发展农村民生金融;改革效果上,从低水平均衡向高水平均衡演进。下一阶段改革主要遵从以下趋势:重新定位政府在农村金融发展中的角色、地位和功能,更好地发挥政府政策的引导作用,渐进确立市场机制在农村金融资源配置中的决定性作用,着力构建一套系统的农户信用担保体系。^[35]

赵学军则着重讨论信用担保制度的变迁与农户融资困境的关系。他提出“广义信用担保制度”概念,分析了信用担保制度变迁对农户融资的影响,认为造成当前农户融资困境的根源之一是农村信用担保体系的缺失。而农村信用担保体系的缺失是20世纪50年代后传统信用担保制度发生巨变形成的。土地改革摧毁了传统信用担保制度中的保证人阶层;私有生产资料所有制的社会主义改造,改变了传统信用担保制度的产权基础。改革开放后,农村经济发展呈现多元化趋势,而与之适应的信用担保制度却没有及时建立起来,致使农户受到信用担保的约束,难以获得正规金融机构贷款。破解农户借贷难的关键,应是大力发展农村信用担保制度,农村信用担保制度建设应该优先。^[36]

农村金融体制改革中,农村信用社的改革是重头戏,研究2003年以来新一轮农村信用社改革的文章较多。

王修华等人分析农村金融存量改革实施效果时,以农村信用社为样本,通过对服务覆盖面、信贷投入量、经营风险、公司治理与改革的经济效应等进行分析,发现存量改革并未达到预期效果。原因在于改革没有彻底摆脱“一刀切”的模式、利益博弈失衡,存在较严重的道德风险,监管存在越界或缺位。农村金融存量改革关键在于完善农村信用社“形似神不似”的公司治理结构,放宽民间资本准入,践行金融包容,合理界定中央和地方在农村金融监管上的边界。^[37]

蓝虹、穆争社讨论了中国农村信用社10年改革

的绩效。他们的研究不同于侧重于对改革绩效进行定性分析描述的成果,而是采用三阶段DEA模型的BCC分析法,对2007年以来115家样本农村信用社改革总体绩效和涉农服务绩效进行定量分析。研究表明,2007年以来,农村信用社改革取得良好绩效,管理水平、经营规模逐年改善,总体绩效优于涉农服务绩效;农村商业(合作)银行的总体绩效高于农村信用社,涉农服务绩效低于后者。但总体处于技术无效状态,主因是纯技术效率低下,而且投入要素存在浪费,经营规模偏小,农村信用社尤为突出。^[38]

周建松、姚星垣以浙江省为案例,回顾了农村信用社近十年的改革,认为已经取得了较为明显的成效,表现在农村信用社规模迅速壮大、地位得以提高、实力稳步增强、综合效益良好等方面。作为全国首批农村信用社改革试点省份之一,改革之初,放弃建立农村商业银行而选择建立农村合作银行。浙江农村信用系统改革的成绩:规模做大了,地位提高了,形象树立了,效益改善了。浙江农村信用系统存在的矛盾:隐性风险显露了,经营压力加大了,利润空间压缩了。^[39]

六、金融发展与经济增长

对于金融发展与经济增长关系的研究,仍是实证研究的重点,青年学者尤其兴趣浓厚。这些成果分为两个方面,一是从全国范围研究金融发展与经济增长的关系,二是研究某一省市金融发展与经济增长的关系。

杨友才在分析和检验1987~2009年省级面板数据的基础上,以金融发展水平作为门槛变量,对金融发展与经济增长的非线性关系进行了考察。结论是:第一,金融发展与经济增长之间存在弱相关关系。在设计合理的计量模型中,金融发展对经济增长基本上起着促进作用。第二,金融发展对经济增长的影响不仅存在一个门槛效应,而且也存在一个边际效率递减的效应。第三,当前,中国金融资源在各个地区的配置存在明显的差异。^[40]

王仁祥、童藤通过对中国金融发展与经济增长关系的再检验,得出以下结论:从长期看,金融发展对经济增长起促进作用。金融中介发展对经济增长所起的积极影响明显大于资本市场。我国现行的以银行体系为主导的金融结构,对经济增长发挥了极其重要的作用。在短期内,经济增长受其自身影响较大。投资对经济增长产生了显著的积极作用,而金融

中介发展与资本市场发展在短期内对其影响不显著,这一方面与金融收益的时滞性有关,银行等中介机构的主要业务来源“投融资”存在周期性与风险性,我国资本市场的发展规模和效率还未达到与收益同步的程度;另一方面,我国金融体系的发展是一个利用后发优势不断进行适应性学习及模仿式创新的过程,金融功能在短期内难以发挥实效。^[41]

韩玲认为,从我国1978年到2012年期间的数据来看,经济增长和信贷余额的变化趋势基本一致,信贷和产出之间具有正相关性。他们运用31个省1978~2012年的数据,分别对全国及东、中、西三个地区银行信贷对经济增长的促进作用进行了实证分析。检验结果是:银行信贷对经济增长起着重要作用,在三大经济带中的作用都很明显,银行信贷对经济增长的贡献存在地区差异,中部地区高于东部地区,东部地区又高于西部地区,银行信贷在我国经济增长中的作用呈现了从中、东向西非常明显的递减趋势;从统计上看,2007年以后银行信贷对经济增长的影响大于2007年以前,说明国际金融危机爆发后,银行信贷在促进经济增长方面的作用得到增强。^[42]

夏祥谦使用中国省份面板数据,对2001~2011年间中国融资规模、融资结构与经济增长和生产率提高的关系进行了实证检验。结论是:相对于实体经济规模的扩大,融资总量对经济增长和生产率提高均具有显著的正向影响,主要归因于近年来金融体系尤其是银行体系配置资金效率的提高;从资本市场股票、债券融资占融资总量比重看,直接融资比例的上升对经济增长和生产率提高有显著的阻碍作用,这与以国有企业融资为主导的资本市场定位、资本市场层次单一有关,资本市场直接融资并没有真正发挥有效配置社会资本的作用,现阶段,中国金融发展影响经济增长的作用机制主要是通过生产率途径实现,这与现有文献认为通过资本积累渠道的结论刚好相反。^[43]

刘金全、付卫艳等人将收入增长率作为门限变量,运用1993年第1季度至2013年第2季度的季度数据,对金融发展与经济增长的关系进行了实证研究。他们发现,金融发展与经济增长之间存在显著的非线性关系。当收入增长率高于16.6571%的时候,金融发展对于经济增长具有统计意义上的显著正向影响效应;当收入增长率低于16.6571%的时候,金融发展对于经济增长不具有统计意义上的显著正向影响效应。说明当收入增长率位于门限值以

下时,金融发展对于经济增长的作用并不显著,但收入增长率位于门限值以上时,金融发展对于经济增长具有显著的正效应。^[44]

曹凤岐、杨乐考察了银行信贷调配与区域经济发展及产业发展之间的关系。他们以2002~2011年31个地区及农业、工业、服务业三大产业为样本,以存贷比作为银行信贷调配指标,进行面板数据回归。研究结果是:2007~2011年,银行信贷调配与区域经济增长呈现显著正向相关,而2002~2006年并不显著;2007~2011年,银行信贷调配与区域第二产业经济增长正向相关,而2002~2006年并不显著;2002~2006年、2007~2011年,银行信贷调配与区域经济增长第一、第三产业经济增长的关系并不显著。^[45]

董晓红、王沫等人认为,1990~2009年中国农村经济增长和农村金融发展之间存在长期均衡关系。中国农村金融发展对农村经济增长有显著的正面促进作用,同时,农村金融发展状况会随着农村经济的增长而发生相应的变化,农村经济的增长也有利于农村金融的发展。当农村金融发展缓慢时,农村经济的发展也很缓慢;当农村金融发展相对快速时,农村经济的增长相对来说也较快。这与一些学者得出的结论不一致。^[46]

研究一个省区内地区金融发展与经济增长关系的文章较多,但新意不多。兹介绍两篇。

李善民运用广西1978~2012年地区生产总值、银行贷款余额和银行存款余额的时间序列数据,建立变量之间动态关系的向量自回归模型(VAR),通过Granger因果检验和脉冲响应函数、方差分解的分析方法,研究了广西生产总值、银行存款总额和银行贷款总额之间的动态均衡关系。结果表明,银行贷款和银行存款对广西经济增长有促进作用,银行贷款对地区生产总值的影响大于银行存款对地区生产总值的影响。^[47]

王圣元运用江苏省48县2002~2012年末的金融机构贷款额指标、农村居民人均纯收入指标截面数据,考察了江苏省农村金融发展与农民收入的关系。研究结果表明,江苏农村金融发展促进了农民的收入增长,但利用金融手段来提高农民收入的效果与经济总体发展水平不完全一致。^[48]

尽管对于金融发展与经济增长关系实证研究的文章很多,但金融发展与经济增长的关系尚未形成一致的结论。张忠俊等人提出,目前,有关金融发展测度及其与经济增长关系的研究存在如下问题:金

融发展指标体系的构建逐渐由单一指标向多维度、多指标演变,但是尚未形成一个统一的体系;目前已有的金融发展指标体系,主要是从指标的全面性考虑,而没有考虑指标的可得性和可量化性,虽然这样能够全面反映金融发展水平,但是不利于金融发展的测度;当前关于金融发展与经济增长关系的研究,主要侧重于运用计量经济学方法探讨金融发展与经济增长之间的线性关系,非线性关系的研究则较少。^[49]这一评价比较中肯。

参考文献:

- [1]戴金平,张成祥.我国渐进式金融改革:发展与修正[J].南开学报(哲学社会科学版) 2014(5).
- [2]楚尔鸣.金融体制改革的市场化逻辑[J].湖南财政经济学院学报 2014(4).
- [3]李扬.完善金融的资源配置功能——十八届三中全会中的金融改革议题[J].经济研究 2014(1).
- [4]胡怀邦.国家开发银行的改革与发展[J].中国金融 2014(19).
- [5]周学东,林文顺.中国大型国有商业银行十年改革绩效评价研究[J].上海金融 2014(5).
- [6]汪仁洁.货币政策的阶段性特征和定向调控选择[J].改革 2014(7).
- [7]郑勇,刘超.中国货币政策效率研究——基于1993-2012年年度数据的评价[J].经济与管理评论 2014(5).
- [8]赵健.货币政策操作规范有效性研究:1999-2012年[J].金融理论与实践 2014(1).
- [9]贺力平.利率市场化与中国货币政策转型[J].金融论坛 2014(7).
- [10]张雪莹,何飞平.央行回购操作对货币市场利率的影响——理论模型与实证检验[J].金融研究 2014(3).
- [11]陈守东等.货币供给、通货膨胀与产出波动的动态效应研究:1992-2013[J].南方经济 2014(2).
- [12]白雪梅,石大龙.我国通货膨胀持久性的时变特征及其对货币政策的启示[J].统计研究 2014(3).
- [13]林复东,王兴,张嘉明.基于流动性视角的我国通货膨胀问题研究[J].中国物价 2014(6).
- [14]孟庆斌,靳晓婷,吴蕾.我国通货膨胀影响因素的非线性影响效应分析[J].金融研究 2014(4).
- [15]孟泽龙.我国通货膨胀与货币供应量、GDP的相关关系——基于1979-2012年数据的实证研究[J].特区经济 2014(7).
- [16]伍戈,曹红钢.中国的结构性通货膨胀研究——基于CPI与PPI的相对变化[J].金融研究 2014(6).
- [17]赵春艳,文新雷.中国核心通货膨胀率估算[J].当代经济科学 2014(3).
- [18]宋长青.中国货币供应量与通货膨胀关系研究[J].人文杂志 2014(8).
- [19]龙少波,梁俊.中国粮食价格和通货膨胀的非线性关系研究:2003-2014[J].华南农业大学学报(社会科学版) 2014(4).
- [20]张成思,刘泽豪,罗煜.中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制[J].经济研究 2014(1).
- [21]崔惠民,马涛,崔永.中国的财政赤字与通货膨胀:1952-2012[J].经济学家 2014(4).
- [22]尹力博,韩立岩.中国输入型通货膨胀特征研究:程度、来源及渠道[J].数量经济技术经济研究 2014(7).
- [23]姚宇惠,蔡宏宇.基于VAR模型的我国外汇储备变动与物价波动的关系研究 2001-2012[J].宏观经济研究 2014(11).
- [24]周莹莹,位桥桥,于晨.我国通货膨胀状况与经济发展的相关性实证分析[J].价格月刊 2014(3).
- [25]王胜,曾智.中国经济增长与通货膨胀间非对称关系的实证分析[J].技术经济 2014(2).
- [26]王国刚.存贷款利率市场化改革的难点、路径选择和应对之策[J].金融评论 2014(2).
- [27]马德伦.论我国利率市场化改革[J].金融与经济 2014(11).
- [28]刘金山,何炜.我国利率市场化进程测度:观照发达国家[J].改革 2014(10).
- [29]戴文华,夏峰.关于中国证券市场20年发展的基本分析与思考[J].证券市场导报 2014(1).
- [30]文炳洲,杨永强.行政操控、投机主导与股市困境——中国股票市场20年回顾[J].财经理论 2014(4).
- [31]李文华.新股发行定价与配售制度演进和改革审视[J].南方金融 2014(5).
- [32]庄磊.中国股市的制度变迁及改革路径选择[J].南方金融 2014(1).
- [33]顾保国.中国股市作为经济“晴雨表”的失灵及其重塑[J].学术交流 2014(7).
- [34]李万超,苏彩玲.改革开放以来的农村金融制度改革:历程、成效与反思[J].武汉金融 2014(1).
- [35]金运,韩喜平.中国农村金融改革特征及趋势审视[J].求是学刊 2014(6).
- [36]赵学军.信用担保制度的变迁与农户融资的困境——兼论农村金融体系建设中担保体系建设优先性[J].中国经济史研究 2014(4).
- [37]王修华,唐兴国,熊玮湖.农村金融存量改革实施效果研究——以农村信用社为例[J].上海经济研究 2014(8).
- [38]蓝虹,穆争社.中国农村信用社改革后的绩效评价及提升方向——基于三阶段DEA模型BCC分析法的实证研究[J].金融研究 2014(4).
- [39]周建松,姚星垣.农村信用社十年:改革回顾、成效与前瞻——以浙江省为例[J].浙江金融 2014(1).
- [40]杨友才.金融发展与经济增长:基于我国金融发展门槛变量的分析[J].金融研究 2014(2).
- [41]王仁祥,董藤.金融中介、资本市场与经济增长关系的实证分析——基于1993-2011年数据的检验[J].软科学 2014(2).
- [42]韩玲.经济增长的区域差异:基于信贷投放的解释[J].宏观经济研究 2014(4).
- [43]夏祥谦.融资规模、结构与经济增长:中国的经验研究[J].上海金融 2014(3).
- [44]刘金全,付卫艳,郝世赫.我国金融发展与经济增长关系的收入“门限效应”检验[J].吉林大学社会科学学报 2014(3).
- [45]曹凤岐,杨乐.银行信贷调配与区域经济增长[J].金融研究 2014(6).
- [46]董晓红,王沫,王春宇.中国农村金融发展与经济增长良性互动的实证研究[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版) 2014(1).
- [47]李善民.广西金融发展与经济增长关系的实证研究:1978-2012[J].广西财经学院学报 2014(1).
- [48]王圣元.江苏农村金融发展与农民收入的关系研究[J].科技和产业 2014(11).
- [49]张忠俊,向长发,雷彬.金融发展测度及对经济增长的影响研究综述[J].湖北社会科学 2014(4).

(责任编辑、校对:郝彦平)