

---

---

# 经济转型与利率传导机制的变化

李恩平 张磊\*

---

**内容提要** 本文利用1980年以来的中国经济数据就利率对经济增长的影响方式进行了经验分析。在改革前期,利率主要通过资本动员影响经济增长,由于资产替代效应和货币导管效应的同时作用,使得利率对当年和下年经济增长产生方向相反的影响;在改革后期,货币导管效应作用减弱而资本分配效应增强,在资产替代效应和消费替代效应同时作用下,利率对当前和滞后经济增长的影响弱化,这给中央银行利率政策的运用带来了困难。

**关键词** 利率 经济增长 资本动员 资本分配

---

## 一 引言

利率是资本的价格,利率的变化影响着资本的动员和分配,从而促进或抑制经济发展,利率由此也成为现代宏观调控政策的重要工具。以发达统一的金融市场为分析背景,早期的新古典学派和凯恩斯理论认为,各项储蓄资产(包括货币和各类实质资产)之间是高度替代的(托宾、戈卢布,2000,中译本),因此膨胀性的利率政策通过持有货币收益的减少诱使储蓄持有者放弃货币进行投资。基于发展中经济体资本市场的完善,20世纪70年代初,美国经济学家麦金农(1988,中译本)从发展中经济体的内部结构出发,提出了“金融抑制论”,认为发展中经济体资本市场的分割使在储蓄资产的动员和分配过程中,货币的持有对实质资产投资的形成具有导管效应,因此主张提高利率,降低通货膨胀率,提高货币持有的收益从而增加经济中货币的持有,最终促进实质资本的投资。

然而现有这些利率理论没有对利率效应做综合的考察,只关注了利率对资本动员的作用,而忽视了利率对资本分配的影响关系。在像中国这样转型期的发展中国家,利率对资本从而对经济增长的影响关系是多方面的,由于存在着明显效率差异的国有部门和非国有部门,社会资本在两部门之间的分配对经济增长的效应是不同的,利率对资本在两部门分配的影响,可能具有强烈的经济增长效应。

本文通过综合考察利率的资本动员机制和资本分配机制,分析了20世纪80年代以来中国经济中利率传导机制的变化。第二部分提供一个两部门的经济增长模型;第三部分对利率的经济增长效应进行分解;第四部分利用80年代以来中国经济数据进行经验分析;最后是简短的结论。

---

\* 李恩平:中国社会科学院城市发展与环境研究中心 北京建国门内大街5号905室 100732 电子信箱:lep929@sina.com;张磊:中国社会科学院经济研究所 北京月坛北小街2号中国社会科学院经济研究所 100836 电子信箱:jiechi@126.com。

## 二 经济转型与两部门经济增长

在中国改革开放以前的计划经济时期,非国有经济不仅所占比重很小而且还受到压制,从而对整体经济的作用有限。但随着改革开放的深入,非国有经济特别是私有经济迅速发展,国有经济的比重迅速下降。由于国有经济部门改革的相对滞后及其产权结构的天然缺陷,效率相对较低。在存在效率差异的情况下,不仅总投入对社会经济增长产生影响,总投入在两部门之间的分配也会影响经济增长。

哈罗德-多马模型的修订形式可以较好地表达利率、资本与经济增长的关系。在该模型的原始形式中未曾考虑金融因素和部门效率差异因素(哈罗德,1981,中译本;多马,1983,中译本),只假定储蓄会自动转移到相同收益率的投资中去。以 $Y$ 代表实际总产出, $K$ 代表实际资本存量, $\sigma$ 代表产出/资本比率或投资效率,其简明的生产函数为:

$$Y = \sigma K \quad (1)$$

现在我们考虑部门效率差异,假定国有部门的效率为 $\sigma_1$ ,非国有部门的效率为 $a\sigma_1$ ;总资本存量中,国有部门分享 $bK$ 的份额,非国有部门分享 $(1-b)K$ 的份额,其中 $0 \leq b \leq 1, a > 1$ ,那么两部门的产出模型可以改写为:

$$Y = \sigma_1 b K + a(1-b)\sigma_1 K = \sigma_1 K(a+b-ab) \quad (1')$$

储蓄(投资) $I$ 或 $S$ 仅仅是收入的一个固定比率,用 $s$ 表示储蓄倾向。则:

$$I = dK/dt = sY \quad (2)$$

式中, $t$ 为时间标志。将(1')代入(2)得到产出增长率函数:

$$dY/dt = g = s\sigma_1(a+b-ab) \quad (3)$$

从(3)式可以看出,在一个两部门的经济增长模型中,有四个因素影响全社会经济增长率 $g$ :社会储蓄率(或者资本动员率) $s$ ,国有经济部门的资本/产出效率 $\sigma_1$ ,国有部门与非国有部门的效率比 $a$ ,国有部门与非国有部门的资本分配系数 $b$ 。

## 三 利率的经济增长效应分解

我们现在考察利率对经济增长的影响。为了分析的方便,模型中不考虑一般价格水平的变化因素,也就是说利率是剔除通货膨胀滞后的实际利率而不是名义利率,同时为了简化,假定利率对资本产出效率不产生影响,那么就(3)式对利率 $r$ 求导:

$$dg/dr = (ds/dr)\sigma_1(a+b-ab) + (db/dr)s\sigma_1(1-a) \quad (4)$$

即利率对经济增长的影响可以分解为利率对储蓄(资本动员)和对资本分配的影响两个部分。

### (一) 利率的资本动员(储蓄)效应

我们先考察(4)式右边第一部分 $(ds/dr)\sigma_1(a+b-ab)$ 。根据设定,由于 $a > 1, 0 \leq b \leq 1$ ,国有部门的资本产出率不可能为负 $\sigma_1 \geq 0$ ,所以 $\sigma_1(a+b-ab) \geq 0$ 。 $(ds/dr)\sigma_1(a+b-ab)$ 的符号取决于 $ds/dr$ ,当 $ds/dr \geq 0$ 时, $(ds/dr)\sigma_1(a+b-ab) \geq 0$ ,反之则相反。

在现有的利率理论中,利率对资本动员的作用是不确定的。以发达的金融市场为分析背景,在标准的新古典或凯恩斯理论中,利率的资本动员效应表现在两个方面:消费选择效应和资产选择效应。

根据消费者行为理论,进行跨期消费储蓄决策的消费者会对实际利率的变化做出两种反应(罗默,1999,中译本):一方面,在消费贴现率不变的条件下,当期实际利率提高会导致储蓄对消费的替代;另一方面,利率也会产生收入效应,如果个人是净储蓄者,实际利率的上升将增加其储蓄财富的实际价值从而

允许个人达到比以前更高的消费路径,刺激当期消费增加。所以利率的消费效应在理论上是不确定的,大多数的经验研究也都表明利率对消费和储蓄的影响是微小的(Hall,1988; Hansen and Singleton,1983; Summers,1981)。发展中经济体由于流动性约束的大量存在,利率对消费决策影响的效应更难以实现,经验研究也表明流动性约束越强,利率对消费和储蓄的影响越小(Zeldes,1989; Deaton, 1991)。

根据资产选择理论,储蓄资产可以分为短期证券持有(主要表现为货币和其他短期债券)和长期证券持有(主要是股票以及长期债券),短期证券持有主要影响存货,长期证券持有更容易转化为实质资产投资。因此利率的变化会导致储蓄持有人在短期和长期储蓄资产之间的重新选择,实际利率下降意味着持有货币等短期证券的收益下降而持有长期证券的收益上升,促使人们更多的持有长期证券从而促进实质资产的投资(Tobin,1980)。在发达的金融市场中,实际利率由长期证券和短期证券收益的均衡状态决定,名义利率的调整很容易被物价水平的变化所抵消。在发展中经济中由于利率是被管制的,被认为具有较强的资产替代效应,因此早期的发展经济学往往得出膨胀性的政策建议(麦金农,1997,中译本)。

“金融抑制理论”以分割隔离的资本市场为背景,认为:由于资本市场的分割,单个投资者自身资本积累特别重要,而货币的持有可能是分割经济中最重要的投资资产积累的形式,因此货币对于资本积累具有重要的导管作用。保持较高的或正的利率对投资者的货币积累从而对实质资产的投资具有促进作用,而较低的或负的利率导致货币贬值,从而影响投资者的货币资本积累,最终影响投资和产出(麦金农,1998)。实际上,消费选择的替代效应、收入效应和资产选择的替代效应都对当期的投资决策产生影响,因此对经济增长的影响也主要发生在当期。而货币积累的导管效应,从货币积累到实质资产投资需要一个积累的过程,因此对经济增长的影响可能存在一个较长的滞后期。

## (二)利率的资本分配效应(所有制结构效应)

考察(4)式右边第二部分 $(db/dr)s\sigma_1(1-a)$ ,由于 $s\sigma_1(1-a)\leq 0$ ,所以 $(db/dr)s\sigma_1(1-a)$ 与 $(db/dr)$ 符号相反。李恩平(2002)曾经分析了二元金融市场之间的关系。在转型期的发展中国家,存在着一个给定的国有金融系统,与国有金融系统对应的是民间资本市场,由于国家对国有金融系统的信用担保,因此从资金来源的角度看,相对于没有国家信用担保的民间资本市场,国有金融系统拥有较低的融资成本,即可以比民间资本市场更低的利率获得储蓄存款。相应地,国家也对国有金融系统所获得的金融资源进行垄断,对国有金融系统的贷款进行管制,要求国有金融系统的储蓄资源主要为国有经济服务。

国有经济对应的是国有金融系统,非国有经济对应的是民间资本市场。尽管存在一个国家信用担保的国有金融系统,但由于非国有经济的发展,民间资本市场也极为活跃,社区或家族融资、地下钱庄的黑市交易、国有金融系统资源在体制外转移的灰市交易都曾一度有效地动员社会储蓄为非国有经济服务。但民间资本市场的有效存在是以国有金融系统作为参照的,国有金融系统的利率成为最重要的参照目标。当国有银行的储蓄存款利率较低时,居民储蓄就会更多的自我投资和流向地下钱庄,当国有银行贷款利率较低时,<sup>①</sup>国有银行或有资格从国有银行获得贷款的国有企业就有动力通过灰市交易向非国有经济贷款或给予其他信贷支持。反之,社会储蓄则会发生有利于国有经济的相反的流向。

由于国家对国有金融系统储蓄的担保及对国有金融资源的管制,居民储蓄从国有金融系统流入民间资本市场必须承担一定的风险贴现或者转换租金,民间资本市场直接获得社会储蓄也同样存在着这样一个影子价格的参照。在非国有经济产出效率(即利润率)不变的条件下,国有金融系统给定的实际利率

<sup>①</sup> 国有金融系统无论是存款利率还是贷款利率变化都会影响社会储蓄资源在两部门之间的分配,为方便,我们统称为利率。

越低,①非国有部门能提供的风险贴现或转换租金空间就越大,从而社会总储蓄从国有金融系统向民间资本市场转化的比重也就越高,即实际利率越低,国有经济部门资本分配比重  $b$  就越小,反之,也即  $db/dr \geq 0$ 。按照金融参照的理论,可以预期(4)式右边第二项  $(db/dr) s \sigma_1 (1-a) \leq 0$ 。由于资本分配(国有投资比重下降的变化率)是通过

两部门资本构成对总产出效率的影响,而产出效率的差异要等到产品产出后才能体现,从项目投入到产品产出往往存在一个滞后期,所以利率通过资本分配的影响可能更多的属于滞后影响。

表 1 利率的资本动员与资本分配效应分解

影响渠道	影响方向	影响时期	
资本动员效应	消费选择的替代效应	+	当期
	消费选择的收入效应	-	当期
	资产选择的替代效应	-	当期
	资产累积的货币导管效应	+	滞后
资本分配效应	所有制结构效应(金融参照效应)	-	滞后

#### 四 中国数据的经验分析

##### (一) 数据与模型说明

1. 数据。我们利用 1981 ~ 2004 年的数据对利率效应进行检验(2003 年前 GDP 增长率、固定资产投资增长率与商品零售价格指数和数据来源于《中国统计年鉴》,2004 年数据来源于《2004 年国家统计局年报》,2003 年以前名义利率数据部分来源于《中国统计年鉴》,部分来源于《中国金融年鉴》,2004 年存款利率数据来源于中国人民银行网站,贷款数据来源于中国工商银行网站。具体数据略,感兴趣的读者可向作者索取)。考虑到中国经济转型的特点,1992 年可以作为经济改革的转折点,这一年中共十四大正式提出建立社会主义市场经济的目标,在统计数据上,按经济类型分的全社会固定资产投资从 1993 年开始出现了包括联营经济、股份制经济、外商投资经济、港澳台投资经济等国有、集体和个体经济以外的其他经济成分,所以本文数据也以 1992 年为分界线,分为改革前期和改革后期两个时段分别考察。

2. 变量选择和模型说明。在计量模型方面,我们从(4)式左右两端同时考察。根据(4)式左端,直接建立利率对经济增长的计量模型,考虑到利率的滞后影响,利率 - 经济增长模型中,同时引入当期实际利率与上年的实际利率作为自变量,考虑到存、贷款利率的差异,在每一个计量模型中,利用实际的存款利率和贷款利率作为自变量分别考察:

$$g = C + B_1 r + B_2 r_{-1} \quad (5)$$

式(5)中  $C$  为常数项,  $B_1$ 、 $B_2$  为系数,下同。根据(4)式右端,首先考察利率的资本动员效应和资本分配效应,然后考察资本动员、资本分配对经济增长的效应。由于中国经济自 1980 年以来基本上属于开放的经济,存在着大量的资本流入和流出,因此比照 GDP 计算的投资率或储蓄率并不能够很好的概括经济中的实际投资变化关系,所以我们利用全社会固定资产投资增长率  $rfix$  代表总投资率或有效储蓄率  $s$ ,同样考虑利率的滞后影响,建立利率的资本动员效应方程如下:

$$rfix = C + B_1 r + B_2 r_{-1} \quad (6)$$

考虑到中国经济转型期,在国有经济之外,还存在着一个集体经济,尽管集体经济不直接对应国有金融系统,但集体经济往往和地方政府之间有着密切联系,能够通过地方政府在国有金融系统中获得贷款。

① 本文的研究中,利率是指中央银行可以操纵的政策利率。在转型经济中,由于二元金融市场的存在,对物价水平反映敏感的民间资本市场形成的市场利率仅仅是对国有金融系统利率的参照,是被动地适应。因此,国有金融系统的利率可以被看作是中央银行外生给定的。

所以,在我们的计量模型中,国有和集体经济被看作是一个整体,统称为国有经济或公有经济。计量模型中,我们把国有和集体固定资产投资占全社会投资比重作为国有资本或公有资本分配变量  $gb$ 。根据理论模型,利率对资本分配的影响属于当期的影响,建立利率的资本分配效应方程如下:

$$gb = C + B_1 r \quad (7)$$

接下来我们考察资本的动员和分配对经济增长的影响效应,根据理论分析,投资总量更多地只对当期经济增长产生影响,而资本在两部门之间的分配更多地属于滞后影响,所以依据(4)式右端建立经济增长的资本动员和分配效应模型如下:

$$g = C + B_1 rfix + B_2 gb_{-1} \quad (8)$$

考虑到序列数据,本文做了必要的平稳性处理,所有变量在计量回归时都以差分形式出现,即利率  $r$  = 当年实际利率(存贷) - 上年实际利率(存贷),  $g$  = 当年 GDP 增长率 - 上年 GDP 增长率,  $rfix$  = 当年全社会固定资产投资增长率 - 上年全社会固定资产投资增长率,  $gb$  = 当年公有固定资产投资占全社会固定资产投资比重 - 上年公有固定资产投资占全社会固定资产投资比重。

## (二) 检验的结果

1. 利率的资本动员效应。如表 2 所示,1982 ~ 2004 年的 23 年间,贷款利率与存款利率都对当期固定资产投资具有不显著的负效应,但其影响系数改革后期比改革前期有所下降。这可能意味着改革后期利率的消费收入效应增强,从而与利率的资产替代效应相互抵消。

表 2 利率对全社会固定资产投资增长率的 OLS 回归

因变量: 全社会固定资产投资增长率( $rfix$ )						
自变量:	存款利率			贷款利率		
	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2002	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2004
$C$	0.5977	2.4120	-1.3586	0.3917	2.2121	-1.5231
$r$	-0.6449	-0.5650	-0.4816	-0.7507	-0.6828	-0.5817
$r_{-1}$	1.6059 ***	1.8847 **	0.9304	1.6229 ***	1.9196 **	0.9833
调整后的 $R^2$	0.2707 ***	0.3885 **	-0.1174	0.2837 ***	0.4022 **	-0.0944

说明:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表  $t$  值或  $F$  值的显著性水平为 1%、5% 和 10%。由于 1992 ~ 2004 年,存款利率数据来源略有差异(统计口径基本相同),在分段回归中,我们使用了 1992 ~ 2002 年的间隔期。本文计量结果都是通过 Eviews3.1 软件算得到,下表同。

利率对滞后 1 年的固定资产投资具有显著的正效应。实际上,利率对滞后 1 年固定资产投资正效应主要发生在改革前期。1982 ~ 1992 年,存款利率差每提高 1 个百分点会导致下 1 年全社会固定资产投资增长率差提高 1.8847 个百分点,贷款利率差每提高 1 个百分点会导致下 1 年度全社会固定资产投资增长率差提高 1.9196 个百分点,贷款利率对固定资产投资的影响系数略高于存款利率,但这种效应随着改革开放的深入,逐渐弱化。在 1993 ~ 2004 年的样本中尽管仍然存在这种效应,但其  $t$  检验值已经不具有显著性。这表明在经济发展的不同阶段利率对资本动员具有不同的效应,在中国经济发展的早期,由于资本特别是民间资本短缺,利率可能存在着“金融抑制论”所说的货币累积的导管效应,上 1 个年度较高的实际利率有利于货币资本的积累,从而为下 1 个年度实质资本的投资做准备动员。随着改革开放的深入,居民储蓄的总体水平已经大大提高,为实质投资而进行货币积累的重要性大大下降,人们更关注所持有储蓄资产的保值增值,利率下降,导致货币持有的成本增加。一方面,使得储蓄更多的流向实质资产的投资;另一方面,由于资本市场还不发达,居民可选择的储蓄资产种类有限,不能进行实质资产投资的同

时,大宗物件的消费购买也往往被看作是保值增值的重要手段,所以利率下降在促进储蓄资产流向实质资产的同时也导致社会总储蓄水平的下降,从而使得利率对当期固定资产投资的总体影响不显著。

2. 利率的资本分配效应。如表 3 所示,利率对两部门的资本分配在改革前期几乎没有显著影响,但在改革后期则显著性地影响当期的资本分配比例,利率越高国有投资比重越大,即利率提高导致国有投资比重下降速度放慢,1993 ~ 2002 年,存款利率差每提高 1 个百分点,国有投资比重差相应上升 0.32138 个百分点,贷款利率差每提高 1 个百分点,国有投资比重差相应上升 0.30024 个百分点。

表 3 利率对国有投资比重变化率的 OLS 回归

因变量:国有或公有固定资产投资占全社会固定资产投资比重( <i>gb</i> )						
自变量:	存款利率			贷款利率		
	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2002	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2004
<i>C</i>	-1.62236 ***	-0.13942	-3.04092 ***	-1.62947 ***	-0.125828	-3.04218 ***
<i>r</i>	0.04261	-0.11107	0.32138 ***	0.06228	-0.101785	0.30024 ***
调整后的 <i>R</i> <sup>2</sup>	-0.04249	-0.08061	0.31081 ***	-0.03894	-0.084275	0.31446 ***

这与理论模型的预期是一致的,在改革前期,由于非国有经济所占比重很小,利率在两部门之间的分配效应不能很好的显现出来,随着非国有经济的壮大,社会投资向非国有部门的流动就具有举足轻重的意义,利率的资本分配效应也就更加明显。同时 1993 ~ 2004 年存款利率对国有投资比重的系数略高于贷款利率,也可能说明民间资本市场资本获得渠道的差异,社会资本流入国有金融系统还是直接进入民间资本市场是以存款利率作为参照的,国有金融系统的资本流出国有系统进入民间资本市场是以贷款利率作为参照的,所以存款利率的系数高于贷款利率系数可能说明,中国民间资本市场通过自我投资和黑市交易的融资比重,高于通过向国有金融系统寻租形成的灰市交易融资比重。

3. 资本动员、分配的经济增长效应。如表 4 所示,整个计量时段固定资产投资增长率对经济增长率都具有显著的正效应,但这种效应在改革后期较前期有一定程度下降。改革前期固定资产投资增长率差每提高 1 个百分点将拉动 GDP 增长率差分变化 0.184 个百分点的增长,而改革后期这种拉动作用大大下降,固定资产投资增长率差分每提高 1 个百分点拉动 GDP 增长差分 0.056 个百分点,固定资产投资的拉动作用约为前期的 1/3。投资对经济增长效应一定程度的下降可能是由于中国产业资本密集度有所提高,投资边际收益率出现某种程度下降所致。

在整个时段,资本分配的影响系数大于资本动员的影响系数。在改革前期,国有投资比重差分每下降 1 个百分点导致下 1 年度 GDP 增长率差分提高 0.1568 个百分点的增长率,在改革后期,国有投资比重差分每下降 1 个百分点导致下 1 年度 GDP 增长率差分提高 0.1311 个百分点的增长率,这体现了非国有经济

表 4 固定资产投资增长率与国有投资比重变化率对 GDP 增长率的 OLS 回归

	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2002
<i>C</i>	-0.2585	0.0521	-0.5819
<i>rfix</i>	0.1459 ***	0.1840 ***	0.0567 ***
<i>gb</i> <sub>-1</sub>	-0.2172 ***	-0.1568 *	-0.1311 *
调整后的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.5620 ***	0.6314 ***	0.2171 ***

的效率,国有投资比重迅速下降,意味着高产出效率的非国有经济得到了更多的投资份额,从而提高了非国有投资对 GDP 增长的贡献份额,这与理论预期是一致的。

4. 利率对经济增长效应的综合比较。显然,模型(6)、(7)、(8)组成的结构方程是可以识别的,通过表 2、表 3、表 4 各系数,可以得到加总的利率对经济增长效应。从表 5 可以看出,自 20 世纪 80 年代以来,

利率对经济增长的影响是较强烈的,利率对当期的经济增长具有负效应,对滞后 1 年的经济增长则具有正效应。但利率的经济增长效应在不同的时段具有不同的表现形式。在改革前期,利率的经济增长效应主要通过对资本动员的影响作用实现,而通过资本分配的影响作用很小。利率对当期的经济增长具有负效应。

表 5 加总的利率经济增长效应

存款利率	1981 ~ 2004			1981 ~ 1992			1993 ~ 2002		
	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>
<i>r</i>	-0.09412		-0.09412	-0.104		-0.104	-0.0273		-0.0273
<i>r</i> <sub>-1</sub>	-0.00925	0.23465	0.22511	0.347	0.01742	0.364	0.0527	-0.04214	0.0106
贷款利率	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>	<i>rfix</i>	<i>gb</i>	<i>total</i>
<i>r</i>	0.10956		-0.10956	-0.12567		-0.12567	-0.03298		-0.03298
<i>r</i> <sub>-1</sub>	0.236846	-0.01353	0.223316	0.35332	0.015963	0.369281	0.05574	-0.03936	0.01638

与改革前期比较,改革后期利率对经济增长影响方式发生了三个方面的变化:其一,利率通过资本动员对当期经济增长的负效应减弱;其二,利率通过资本动员对滞后经济增长的正效应大大减弱;其三,利率通过资本分配对滞后 1 年经济增长的影响由模糊的正效应变为较显著的负效应。改革后期,就利率对总体经济影响而言,对当期经济增长的负效应减弱;对滞后 1 年经济增长的影响,也由于资本动员效应和资本分配效应相互抵消而表现得极为模糊,存贷款利率的影响系数分别为 0.010602、0.016384,根本不具有显著性。

为了进一步比较,检验本文利率对经济增长效应模型的可靠性,我们还就利率对当期和滞后 1 年的经济增长进行了直接的回归分析,如表 6 所示。

比较表 5 和表 6 可以看出,除了资本因素,利率对经济增长还存在其他的影响方式。通过比较,资本因素加总的利率经济增长效应与直接回归的利率经济增长效应中,利率对经济增长的影响趋势是完全一致的,其影响系数也并没有显著差别,因此可以说本文通过资本动员和资本分配的利率传导机制的分析较好地反映了利率对经济增长的影响关系。

表 6 利率对 GDP 增长率的直接 OLS 回归

自变量:	存款利率			贷款利率		
	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2002	1982 ~ 2004	1982 ~ 1992	1993 ~ 2004
<i>C</i>	0.08746	0.45316	-0.383620	0.06177	0.45392	-0.394572
<i>r</i>	-0.19227 ***	-0.16587	-0.109133	-0.21455 ***	-0.20076	-0.107661
<i>r</i> <sub>-1</sub>	0.35386 ***	0.47954 ***	0.065170	0.35135 ***	0.48177 ***	0.069188
调整后的 R <sup>2</sup>	0.42737 ***	0.53110 ***	0.040468	0.43911 ***	0.55260 ***	0.063120

## 五 结论

概括前文的分析,本文得到以下几个重要结论:

1. 在一个转型期的两部门经济中,利率对经济增长的作用方式是多方面的,资本动员和资本分配是

利率影响经济增长的主要方式。

2. 对 20 世纪 80 年代以来的中国经济经验分析表明,实际利率对经济增长具有显著影响,但不同时期利率对经济增长的影响方式是不同的。改革前期,利率导管效应较为突出,其对经济增长的影响主要通过资本动员的作用实现;而改革后期,利率的导管效应下降而资本分配效应增强,利率的消费替代效应与资产替代效应相互抵消,资本产出效率下降,使得利率对当期和滞后经济增长的影响都被弱化。利率对经济增长的影响方式变化很可能与不同时期中国经济、金融发展水平密切相关。在改革前期,中国产业发展的资本密集度较低,兼之民间金融尚处于萌芽状态,非国有经济主要依赖自我积累和内部融资进行投资,从而形成利率导管效应显著的体制基础;在改革后期民间金融兴起,企业向更高资本密集度的产业升级,非国有经济投资对外部融资的依赖性大大增强,通过国有金融系统和民间资本借贷市场的利率互动,利率的消费替代效应和资本分配效益得以彰显。

由此可见,80 年代以来实际利率对经济增长的影响方式变化可能反映出中国微观经济基础发生根本性变化,微观经济基础就整体而言已能够对利率变化做出灵敏反应,从而提高了资本配置效率,促进经济增长。

3. 1980 年以来利率对经济增长的影响方式变化也给中央银行运用利率工具进行宏观调控带来了困难。改革前期,由于货币累积的导管效应显著,而利率的资本替代效应和资本动员效应还没有显现出来,较高的实际利率有利于货币资本的积累从而促进经济增长。改革后期,利率的导管效应与资本分配效应相互抵消,利率的资本替代效应也与消费替代效应相互抵消,使得利率对当期和滞后的经济增长总效应都不显著,这为宏观利率政策的制定带来了困难,这也是为什么近年来中央银行利率政策一再调整但对经济增长影响微弱的原因。

### 参考文献:

- 李恩平(2002):《利率参照与储蓄的动员和分配》,《金融研究》第3期。
- 戴维·罗默(1999):《高级宏观经济学》(中译本),商务印书馆。
- 多马(1983):《经济增长理论》(中译本),商务印书馆。
- 罗伊·哈罗德(1981):《动态经济学》(中译本),商务印书馆。
- 罗纳德·I. 麦金农(1988):《经济发展中的货币与资本》(中译本),上海三联书店。
- 罗纳德·I. 麦金农(1997):《经济市场化的秩序:向市场化过程中的金融控制》(中译本),上海三联书店、上海人民出版社。
- 詹姆斯·托宾,斯蒂芬·戈卢布(2000):《货币、信贷与资本》(中译本),东北财经大学出版社。
- Deaton, Angus. "Saving and Liquidity Constrains." *Econometrica*, September 1991, 59, pp. 1221 - 1248.
- Hall, Robert E. "Intertemporal Substitution in Consumption." *Journal of Political Economy*, April 1988, 96, pp. 339 - 357.
- Hansen, Lars Peter and Singleton, Kenneth J. "Stochastic Consumption, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Asset Returns." *Journal of Political Economy*, April 1983, 91, pp. 249 - 265.
- Summers, Lawrence H. "Capital Taxation and Accumulation in a Life Cycle Growth Model." *The American Economic Review*, September 1981, 71, pp. 533 - 544.
- Tobin, James. *Asset Accumulation and Economic Activity*. Chicago: University of Chicago Press, 1980.
- Zeldes, Stephen P. "Consumption and Liquidity Constrains: An Empirical Investigation." *Journal of Political Economy*, April 1989, 97, pp. 305 - 346.

(截稿:2005年6月 责任编辑:宋志刚)



---

---

## **A Model for Interest Rate Liberalization**

*Xu Shuang Li Hongjin*

The aim of this paper is to analyze what will happen when the interest rate begins to float freely from a regulated low level. The preliminary analysis of the paper shows that in the classical one-agent Ramsey model, the effect of interest rate is neutral. Going further from the classical Ramsey model, we build a two-agent model in which the labor-income and the capital-income are divided separately. In our model, labor earns wage and interest through saving; and capital earns profit as the owner of firm. The capital and labor will face different optimizing problem. Our discussion focus on the capital stock and consumption level change after the interest rate starts to float reflecting the supply and demand of the market.

## **Economic Transition and the Change of Interest Rate Transmission Mechanism**

*Li Enping Zhang Lei*

We study the relationships between interest rate and economic growth. In transitional economy, capital mobilization and capital distribution are the chief conductive mechanisms through which interest rate affects economic growth. In this paper, we make an empirical analysis on the relationships between real interest rate and economic growth, using China's economic data since the 1980s. In the first stage of reform, interest rate affects economic growth mainly through capital mobilization. At the later stage of reform, the currency conduit effect abate, but the capital distribution effect heighten. This causes a faint relationship between real interest rate and economic growth.

## **Available Cash Relaxing and Asset Bubbles: An Experimental Test**

*Yang Xiaolan Jin Xuejun*

This paper provides some experimental evidence for the relationship between the level of cash available for investment and the asset bubbles. We design 4 sessions of experiments with varying levels of total cash endowment per share (liquidity level). 71 participants are involved in those experiments. We find that the liquidity level has a very strong positive influence on the price bubbles during an experiment. This result suggests that under the irrational behavior of traders, the magnitude of the bubble is strongly related to the amount of additional cash. From the perspective of experiments, central bank must take the asset price into account when putting forward some relaxed monetary policies.