

利率参照与储蓄的动员、分配

——一个两经济部门、二元金融市场的分析框架

李恩平

(中国社会科学院研究生院,北京 100102)

摘要:近20年中国经济发展是在一个两经济部门——二元金融市场相互作用的特殊发展模式下进行的。尽管存在严重的金融抑制,但在非国有部门仍然存在着一个广泛的多渠道的民间资本市场。社区或家族融资,黑市或灰市金融交易都曾一度有效地动员其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,实际利率的变化影响着储蓄资源在两部门间的分配,较低的利率有利于储蓄资源向非国有部门的流动。由于经济中非国有部门往往更有效率,较低的实际利率通过储蓄资源更多地流向效率较高的非国有部门,从而推动更快的经济成长。

关键词:利率参照;二元金融市场;两经济部门

中图分类号:F832.22 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2002)03-0046-10

一、引言

储蓄是收入被消费后的节余,其目的是为了保证未来的消费或投资支出,但储蓄的意义不仅在于收入的窖藏、跨期支出的转化,更在于储蓄能够被动员起来向当期生产投资的转换。发展中的经济资本稀缺,储蓄有效地转化为投资更具有重要意义。现代经济理论为发展中经济的储蓄动员和分配提供了各式各样的解释,早期的新古典学派与凯恩斯主义者以发达国家完善的金融市场作为分析背景,储蓄的动员和分配当作了一个过程被分析,得出各项储蓄资产(包括货币和各类实质资产)之间高度替代的结论(托宾,1983),这种储蓄资产的替代理论在以赶超和增长为目的的发展中经济的应用,自然就得出膨胀性政策的必要,膨胀性政策通过持有货币收益的减少诱使储蓄持有者放弃实际货币而去获得实际投资。由于发展中经济实际存在的是一种不完善的资本市场,也由于片面的膨胀政策,使得发展中经济一方面储蓄的动员能力极其有限,另一方面动员起来的储蓄在正规金融市场也往往被政府或政府主导的部门低效率的使用,非正规市场则表现出严重的资金缺乏,使得总体经济表现出低效率。

基于发展中经济资本市场的完善,70年代初美国经济学家麦金农(1973)从发展中经济的内部结构出发,提出了“金融抑制论”,他们认为分割的资本市场使得发展中经济储蓄资产的动员和分配过程中,货币的持有对于实际投资的形成具有“导管作用”,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,促进经济发展。金融抑制论实际上又

收稿日期:2002-01-17

作者简介:李恩平(1974,9-),男,江西波阳人,中国社会科学院研究生院经济系博士生,研究方向为发展经济学,以及宏观金融、农村社会保障等,发表学术论文数篇。

走进了另外一个极端,忽视了发展中经济中非正规金融市场特别是中小投资者之间广泛的金融交易,过度强调了储蓄动员的作用而忽视了储蓄资产分配的效率和方式。

当代的发展中经济,既没有当今发达国家完善的经济市场,也已经不是发达国家早期曾经走过的那种封建割据、自由放任的经济。当代发展中经济,特别是二战后新独立的发展中国家受社会主义国家思潮和民族主义赶超意识的影响,其经济的发展都在一定程度上表现出了较为强烈的政府干预。与自发形成的自发市场经济不同,这些国家都在不同程度建立起了一支庞大的国有经济或由国家支持的准国有经济。而为了支持国有经济或准国有经济的存在和发展,国家则维持了一个国有金融系统或国家控制的准国有金融系统的存在。与得不到国有金融系统支持的民间经济相对应,民间草根金融形成民间资本市场。除了极端的社会主义计划经济(以财政代替金融)外,大多数的发展中经济都在不同程度上存在着国有和民营的两部门经济,国有金融系统和民间草根金融的二元金融市场,只是程度上的差异。

中国经济在改革开放以前,属于典型的计划经济。财政代理了金融,控制了几乎全部社会储蓄资源。1978年开始的改革使得非国有经济部门特别是私有经济^①得以发展,伴随实体经济的发展,民间的资本借贷也从无到有;民间部门的竞争使得国有经济的效率低下越来越暴露出来,同时放权让利的改革使得国家财政占经济的比重愈益下降,为了维持国有经济的稳定以不至于迅速下滑,国家维持和发展了一个垄断的国有金融系统,为国有经济部门融资服务。国有金融系统和民间金融市场并存和发展,共同开发和动员着社会储蓄,为相对应的经济部门融资。同时两个金融体系之间又相互影响、相互作用。正是这种二元金融市场之间的互动并通过这种互动形成两部门经济波动和发展,从而形成两部门——二元市场的储蓄——发展模式。尤其是进入90年代以后,民间经济迅速发展,这种两部门——二元市场的发展模式成为经济发展的主要互动关系,比任何其他的发展中国家表现的更为突出,从而成为独一无二的发展模式。这是理解中国改革开放后尤其是90年代以来经济发展的关键。而这是当前的储蓄——发展理论没有能够提供的解释。

本文试图对这种独特的储蓄——发展模式提供一个分析的框架,第2节将分析这种市场化过程中二元金融市场的储蓄动员和两部分经济的融资特征;第3节分析两金融市场两经济部门间的金融参照,以及储蓄资源在两部门间的分配特点;第4节推导出一个经济增长的模型,分析利率变化的产出效应,最后是简短的结束语。

二、二元金融市场的储蓄动员与两部门经济的融资

1. 经济市场化——收入增长、风险增长与储蓄增长。

1978年开始的经济改革使得中国经济开始由传统的计划经济体制向市场经济体制迈进,经济的市场化对经济单位的行为和宏观经济格局产生了深远的影响。

后果之一是,由于计划管制的废除和减少,个人的积极性、创造性得到发挥,经济的效率大大提高;也由于部门垄断和地方垄断的解除,市场得以扩大,分工和交易得以扩展,使得资源配置的效率大大提高,效率的提高最终表现为产出和收入的增长。1978—1999年21年的时间,农民人均纯收入翻了16.54倍,城镇居民可支配收入翻了17.05倍,人均GDP翻了17.24倍,剔除物价上涨因素,农民人均纯收入仍增长了4.74倍,城镇居民人均可支配收入增长了3.61倍,人均GDP增长了5.22倍。^②

后果之二是,随着商品货币化的深入,分工的扩展和交易面的扩大,单个的经济个体面临的未来不确定性迅速增大。由于过渡经济时期,制度的不稳定性,各项政策措施的频繁出台和改变,造成宏观收

^① 本文所用的非国有部门是一广泛的概念,有时可能仅仅是指私有部门,但更多的时候指的是与国有部门相对应的包括集体经济在内的整个非国有部门。民间金融(资本)市场同样是一个广泛的概念,指受国家直接控制的正规金融组织之外的资本市场。

^② 根据2000年《中国统计年鉴》计算得出。本文数据除非特别说明都来自《中国统计年鉴》。

人分配的不稳定性,同时由于计划体制向市场体制的迈进,原有计划体制下,国有部门职工及其家庭由国家和企业承担的从生到死的高保障,渐渐地被减少和解除了,由高保障到低保障甚至无保障,对于这些职工和家庭来说,必然意味着未来生活风险和不确定性的增大。

未来收入的不确定性、生活风险的增加必然影响到人们的消费储蓄决策,为了保证未来必要的消费或保持未来消费水平的稳定,就必然要增加当期的储蓄。这是追求一生效用最大化的合理安排。而收入的较快增长又为大量的储蓄增加提供了现实条件。正是由于收入增长和风险增长,使得1978年以来特别是90年代以来,我国居民保持了一个较快的储蓄增长期。1978—1999年21年间居民储蓄仅仅存款一项就增长了283.1倍,至1999年底达到59621.8亿元。

2. 国家信用、国有金融系统与国有经济部门的稳定。

经济改革的后果之三是,非国有部门特别是私有部门迅速发展。由于国有部门的改革相对滞后,更由于国有部门产权结构的天然缺陷,使得国有部门相对于非国有部门表现出相对的低效率。效率不对称条件下的竞争必然让国有部门处于一个不利的处境,使得国有部门在经济中资产和产出的份额开始下降,利润幅度开始缩小,许多曾经(人为地)获利的国有企业成了亏损企业。国有企业利润的减少也使得原来主要依靠国有企业利润的国家财政状况迅速恶化。为了保持宏观经济的稳定,为了保证国有经济不至于迅速下滑以造成对微观经济的混乱反映,国家必须对国有企业提供特殊的补贴和救助。在国家财政同样迅速下滑的同时,为了这种补贴承诺的实现,成功的市场化改革控制并维持了一个强有力的国有金融系统,对国有经济实行金融补贴(麦金农,1993,张杰,2000)。一方面,国家允许国有银行迅速在日益货币化的经济中建立了大大小小的分支机构,广泛吸收经济中的剩余——储蓄资源,并通过垄断经营权的授予使国有银行成为经济货币化过程中正规金融市场唯一的金融剩余吸收者,从而使国有银行能够尽可能地吸收经济中的储蓄资源;另一方面又通过对国有银行经营者的任命、指令性的贷款计划等方式控制国有银行的贷款,要求国有银行优先保证国有企业的贷款需求。而在国有银行发放贷款的过程中,国家又通过利率的控制对发放国有企业贷款实行隐含的金融补贴。

强大的国有金融系统的存在的确对日益下滑的国家财政起了较好的补充作用,在保持国有企业不迅速下滑过程中也功不可没,但这种国有银行对国有企业的特殊宏观经济组合也导致了改革以后国有经济日益严重的资本困境。国有银行替代财政(所有权的代表)以信贷的方式向国有企业融资,国有企业事实上把国有银行的贷款当作国家所有权的注资,导致国有企业的高负债率。既然国有银行对国有企业的信贷蜕变为注资,也就意味着国有银行在决定注资去向和数量方面没有多少选择余地,或者说它的信贷行为是被动的。信贷数量的多少,并不取决于国有银行对项目本身的选择及对信贷回报的考虑,而是取决于国有企业及渐进改革对金融资源的需求,取决于国家的金融偏好(张杰,1998)。既然国有银行的贷款具有注资的性质,任何对于贷款的约束都将是软化的,贷款的利率约束实际上对国有企业不起作用的。贷款资金要不要偿还,偿还多少,只要贷款发放了,主动权掌握在国有企业的手中,如不是为了以后能获得更好的贷款,国有企业一般都会有有钱不还的倾向。而且因为贷款在实际上是无成本的,贷款资源的使用效率往往得不到重视,被无效率地使用,而银行在政府的干预下也不得不对大量亏损或贷款偿还拖欠的国有企业继续发放注定得不到偿还的“安定团结”等各种类型的国有企业贷款,一方面使亏损的国有企业能够继续生存,另一方面也使国有银行信贷资金被低效率地使用,形成国有银行大量的呆、坏账^①。

在另一方面,国有银行系统一旦建立,放权让利的改革——金融当局调整金融资源配置方式与放松金融管制的举措,大大刺激了国有金融机构的趋利冲动,使得其发展过程又必然要脱离国家原本的设计目标,在国有银行机构自身的利益驱动之下,使得国有银行不仅仅是国家用来代理财政为国有企业筹资

^① 国有金融系统和国有企业呆、坏账状况参看樊纲(1999)、袁钢明(2000)的研究。

的被动工具,他们在政府利益之外开始追求自己的利益。除按国家的政策目标发放贷款外,国有银行还在体制外广泛地开辟了金融灰市交易,形成国有金融体制的内部蜕变,张杰(1998)曾经分析了国有银行和国有企业间金融灰市的存在和运作方式,国有企业通过给与国有银行的有关人员有形无形的私人收益,能够得到更多的贷款。国有系统间灰市交易的存在,一方面确实使某些有效率的国有企业更容易得到贷款支持,但另一方面,也加大了国有银行经营者的道德风险。国有银行经营者通过与国有企业的灰市交易,成功的贷款业务获取的利润,归银行或其经营者享有;高风险贷款业务的失败,损失归国家承担,进一步形成国有银行的呆、坏账积累。

3. 社区或家族信誉、黑市和灰市交易与民营经济的融资。

近几年民营经济的融资,成为经济学界关注的焦点,较一致的看法是民营经济面临着较为严重的金融约束,缺乏一个相对有效的资本市场为其提供融资服务(张杰 2000,樊纲 2001)。但是这种金融约束的存在,也只是相对而言,实际上,中国的民营经济(包括整个非国有经济)自诞生之日起,就一直有一个相对应的广泛多渠道的民间资本市场的存在,并且这个市场还一度较好地为此部分经济的发展提供了良好的融资服务。

3.1 社区或家族信誉。

实际上发展中的经济并不完全象麦金农描述的那样处于完全隔绝的状态,任何经济单位其经济和社会活动都是在一定的经济或社会圈子里面存在的,离经济单位越近的圈子对其影响就越大,而越远的圈子影响就越小,“圈子”里交往的密切程度、圈子的大小决定了经济共同体即市场的扩展程度,发达经济和发展中经济的区别也就在于此。越是欠发达的经济,经济单位对亲近的圈子依赖就越大。发展中经济中的经济单位多为小生产者,他们的生产生活大多集中在很小的“社区圈子”或“家族圈子”里面,在圈外,人们很少交往,甚至相互隔绝;但在圈内,人们因为狭小的共同社区或家族中的长期生活而结成的亲情和友情,经济单位的任何活动都或多或少受到“社区圈子”、“家族圈子”的规范和制约,使得他们之间结成了一种完全不同于现代商业信用的经济信誉关系。一方面,在最亲近的圈子内亲人和朋友相互之间互通有无、共担风险、相互接济;另一方面,有着良好信誉的农民或其他生产者,或者有着很好前景的生产投资活动,在其活动的社区或家族圈子里能够很容易地为周围邻里了解,从而很容易地进行融资活动,邻里周围对其充分的信息了解,使其有着很低的融资交易成本。所以经济单位的储蓄和投资活动,并不是完全孤立地进行,而是在所在的传统社区或家族的范围内,相互融通和协助进行的。一方面可以在投资实施前对其他投资者给与借贷帮助,在进行投资活动时得到帮助回报;另一方面可以向邻里朋友暂时借贷,投资有了收益后再归还。

中国社会特别是在农村地区由于长期稳定的生活和繁衍,这种传统的“社区”社会表现的特别明显。即使在城市中,由于传统文化的深厚影响,更由于中国大规模的城市化还只是在近几十年的事情,市民多为农民直接转化而来,由亲情和友情而结成的家族关系还在中国人的生活生产过程中起着巨大的支配作用。这种社区或家族的信誉关系在中国储蓄与发展关系中也同样产生着深远的影响。许多关于中国民间经济的调查都已证实,许多私有企业在当初创业和后来的发展过程中亲友之间的融资借贷占了相当比例。根据一项调查(见表一),仅仅亲朋间的直接借贷一项就达一成半,此外还有通过亲朋好友从银行或其他机构的关系借贷,以及劝说亲戚朋友一起创业的直接投资。如果我们把亲友邻里间的换工、工资的延期支付、实物的借贷都算在里面,则这种社区或家族融资在中国民间经济中的比例将是非常高的。

3.2 黑市和灰市金融交易。

在社区或家族的圈子里面,有着良好信誉的个人家庭或致富能手有着更好的风险承担能力,其社会活动的圈子也更大,能够更方便地进行借贷活动,更廉价更大范围地进行筹资。一些具有上述条件的个人或家庭,在其借贷往来过程中渐渐发现,凭着自己的良好信誉条件和对较大活动圈子里的信息优势,

从事各经济单位间借贷往来的中介业务很有利可图,于是这些家庭或个人开始从一部分人那里吸收资金又向另一部分人贷出资金。随着这种交易的扩大,其所拥有的资本金更大,信誉和投融资能力也更大,从而自身也获得更快的发展。这就是货币银行史上早期的钱庄。

表一:扬州市130户个体、私营企业生产经营资金来源(%)

生产经营资金来源	开业之初	目前
自我积累	47	53
银行贷款	22	26
亲朋借贷	15	6
高利贷	3	3
其他来源	13	12

(参见1999年《中国金融年鉴》第583页)

在中国伴随着私营经济的发展,这种类似于钱庄性质的借贷中介也迅速发展起来,尤其是在私营经济较为发达的江浙沿海一带,以各种“会”、“基金”等形式出现,极其活跃,对当地经济的发展产生了重要影响^①。

由于受到国有银行的垄断和国家政策的抑制,这些借贷中介大多处于一种非法的状态,以不公开或半公开的形式出现,形成中国金融市场上的黑市交易。这些黑市借贷中介一方面从居民或中小企业比国有银行高出一定比例的利率吸收存款,另一方面又按照相对较高的利率向民营企业贷款。由于我国居民正处于一个较高的收入和储蓄增长期,居民储蓄资产的选择自然有一个趋利的动机,只要这些民间中介组织能够提供一个比其储蓄资源机会成本(银行存款)高出不少的资金利率,中介组织的吸存能力是没问题的。另一方面,由于国有金融系统缺乏一个有效的对民营经济贷款的渠道,民营经济有着巨大的资金需求,只要这些中介组织索要的贷款利率不高于民营企业的利润率,贷款需求同样非常大。

除了社区或家族融资或黑市金融交易外,民营经济与国有部门之间也存在着广泛的灰市交易。国有银行在体制外的灰市交易寻求自身的利益,这种灰市交易的存在绝不仅仅限于与国有企业的往来,非国有企业对银行有关人员的寻租举动绝不比国有企业弱,更由于国有银行的经营者同样是在中国社区或家族中成长的个体,在社区和家族中由于亲情和友情结成的纽带,并没有因为成为了国有银行的经营者而被割断,相反这种亲情和友情的纽带,在其作为国有银行经营者的权利利用过程中得到了较好的发挥,许多银行经营者利用国家的政策空间尽可能地为自己的亲朋好友发放关系贷款。实际上这种交易也是广泛存在的,如表一的调查表明,银行贷款占资金来源的22%—26%。

非国有部门从国有部门融资不仅仅限于与银行间的灰市交易,更包括与国有企业和其他国有部门之间的更为广泛的资金交易,实际上许多非国有企业的建立,在最初的资金来源和后来的资金运转中一个很大的部分就是从国有企业直接拨付或挪用的,有的是国有企业本身的盈利,有的则是国有企业通过国有身份从银行获得的隐含了金融补贴的贷款,尤其是后一种形式成为许多国有企业“资本运营”的重要形式,国有企业通过银行贷款的转移使用,从中获取两个市场之间的租金差额。还有的是在非国有企业与国有企业商业往来的过程中,以广泛的商业信贷和延期支付的形式出现。90年代中期广泛存在的国有部门与非国有部门之间的“三角债”即是这种灰市交易的重要表现。

三、利率参照与储蓄资源的分配

1. 利率参照与储蓄资源的分配。

由于经济市场化、收入的增长和风险的增加,导致中国居民储蓄的迅速增长。市场意识不断增强,

^① 参看国研网,2001-06-11,金融研究。“涌动的浙江民间金融”;国研网,2001-06-12,草根金融,张继伟“浙江民间金融草根层的生命力”。

使得居民储蓄资产的选择必然表现出较强的趋利动机。正是这种趋利动机的存在,沟通着储蓄资源在两个市场之间的流通,使得两个被人为分割的市场又紧紧地连在了一起。实际上民间金融市场无论是储蓄的动员还是资金的融通,都有一个对国有金融系统的参照。

在正规的金融市场上,由于长期严重的金融抑制,股市在金融资产中所占的比重还很小,更主要的是由于股市发育极不完善,股市中存在的内幕操作让中小投资者望而生畏;企业债券市场更还处于起步阶段,居民可供选择的储蓄资产形式极其有限,货币和银行存款成了最主要的储蓄资产形式。由于正规金融市场储蓄资产选择受到抑制,居民储蓄的一部分必然直接流向了非正规的民间资本市场,我们上文分析的基于社区或家族信誉的借贷、黑市金融交易,都是居民储蓄资产分流的一部分,有的则干脆用于自身的创业和扩大再生产。

正规金融市场上主要储蓄资产是货币和银行存款,而货币和银行存款的报酬率是由国有银行的名义利率和物价指数决定的,即由名义利率剔除通货膨胀后的实际利率^①决定的。物价变化是经济内生的,由于中国实行的利率管制,储蓄的名义利率却是由中央银行控制的,是外生给定的,所以在一定程度上可以说中央银行掌握着实际利率即国有金融系统所能提供的资金报酬率。而民间资本市场上与国有金融系统相比照,由于两个市场处于极为不对等的地位,国有金融系统由于几乎无限的国家信用,所以银行存款和货币几乎是无风险的储蓄资产,而民间资本市场个人的信用比之国家的信用小得多,而且中国一直对金融市场进行严重的抑制,使得许多民间金融组织都处于非法的地下状态,借贷关系得不到法律和政府的保护,反而被不断地打压,这使得储蓄资源或资金在两个市场所要求的资金回报率存在着一个不小的差额。

在灰市交易中,事前软约束借贷在与非国有部门间的交易中是不可能发生的。一旦资金要流出国有部门,则至少在事前对于非国有部门的借方来说面临的是硬约束,体制外的借贷本身就是其经营者追求机构或个人自身利益的产物,个体利益最大化必然要求借贷资金尽可能地为经营者盈利,尽可能地减少风险,所以流出国有部门的资金至少在事前的预期中一定是可以履行借贷协议的,不然就不会发生借贷行为,由于这种交易是一种灰市或黑市交易,存在着被查处的风险,为了使国有银行或国有企业的有关人员能够愿意承担这种风险,非国有部门还必须提供一个适当的租金或者贿赂,这样非国有部门的资金获得成本就要在国有部门融资成本——实际利率基础上再加一个租金成本。

同样,在黑市交易中,民间金融组织要吸收到居民存款,必须有一个比银行存款较高的吸存利率,以补偿地下交易的风险贴现;非国有经济要从这些地下金融组织接受贷款,也要以一个较高的利率。因为存款吸收是以国有银行实际利率作参照的,所以地下金融的贷款利率也可以表示为一个银行实际利率的加成;社区或家族信用以及直接的自我投资,尽管不以正规契约的形式规定一个什么样的利率,但理性经济人对任何资金利用都有一个机会成本的考虑,而任何投资都是要有风险的,比之无风险的国有银行存款总还是存在一定的风险,当然也要求其预期的利润率回报比银行存款有一个相应的利率加成。所以社区家族信用或直接投资也与其他融资渠道一样,资金融通也有一个国有银行利率基础上的加成。尽管不同的融资渠道,由于风险承担、融资者的个人禀赋不同,其利率偿还在国有银行利率基础上的利率加成各有不同,但剔除个体的差异,一般地,考虑到各类融资渠道之间的替代,各种融资渠道实际上可以均衡为统一的加成租金 $r_0 > 0$,则非国有部门的融资总成本(价格)可以用 $r + r_0$ 表示。这就是说非国有金融市场要获得储蓄资源就必须克服作为非国有部门的融资障碍,其融资成本或价格就必须在国有银行利率基础之上给出一个加成。

2. 利率变化与两部门的投资波动。

^① 本文为了分析的方便,忽略国有银行存款利率和贷款利率之间的差别,国有银行的存、贷款实际利率统一用 r 表示。尽管这两者间存在差别,但并不影响本文的结论。

有了非国有金融市场融资价格 $r+r_0$,我们就可以推导出非国有部门的融资状况。令非国有部门实质投资的利润率为 R ,则非国有部门实质投资利润与融资价格的差 $d=R-(r+r_0)$ 就成为非国有部门的融资系数, d 越大,所能分享到的储蓄资源就越多。在银行实际利率固定的情况下,非国有经济实质资本投资利润率 R 增长,使得 $d=R-(r+r_0)$ 越大,可吸引的储蓄资源增加,投资增速;反之,非国有部门投资减速。如果我们从另一个角度考虑,在非国有经济实质资本投资利润率 R 不变时,非国有部门所能分享到的储蓄资源的决定系数 d 的大小就要由融资的价格 $r+r_0$ 的大小决定,而 r_0 是一个风险补贴系数,相对固定,这样非国有部门储蓄资源分享的份额实际上就由国有银行所提供的实际利率 r 决定的。 r 越高, d 就越小,非国有部门所能分享到的储蓄资源就越少;反之, r 越低, d 就越大,非国有部门所能分享到的储蓄资源就越多,即 $d(r)' < 0$ 。

在国有金融部门则出现相反的情形,实际利率 r 越高,银行存款就越有利,居民储蓄就越不愿意借贷给民间金融组织或者进行直接投资,而更多地以银行存款或货币的形式持有。在与非国有部门的灰市交易过程中,较高的实际利率也把一大批尽管有着较好盈利但利润率 R 仍低于 $r+r_0$ 的非国有企业排除在灰市交易之外。国有银行系统以高的实际利率 r 吸存的巨大储蓄资源都被滞留在国有部门内部,形成国有部门丰富的资金供给;反之,当实际利率 r 很低时,银行存款就显得没有吸引力,居民储蓄的一个较大的份额被流向了民间金融组织,或者进行直接的投资活动。已经被国有部门所吸纳的储蓄资源也因为较低的实际利率 r 从而较低的灰市融资价格 $r+r_0$,使得更多的非国有投资人可以容易地进入灰市市场的交易,国有金融系统吸纳的储蓄资源也还有一个较大的份额通过灰市市场向非国有部门的流出。

表二: 实际利率与固定资产投资、GDP

时 间	实际利率 (一年期)	非国有经济 (亿元)	非国有增速 上年 = 100	个体经济 (亿元)	个体增速 上年 = 100	集体经济 (亿元)	集体增速 上年 = 100	GDP 指数 上年 = 100
1980	-0.96	165		119		46		107.8
1981	3	293.5	77.87	178.3	49.8	115.2	150.4	105.2
1982	3.86	385.1	31.2	210.8	18.2	174.3	51.3	109.3
1983	4.26	478.1	24.14	321.8	52.7	156.3	-10.3	111.1
1984	2.96	647.7	35.47	409	27.1	238.7	52.7	115.3
1985	-3.08	862.7	33.19	535.2	30.9	327.5	37.2	113.2
1986	1.2	1041.2	20.69	649.4	21.3	391.8	19.6	108.5
1987	-0.1	1342.9	28.97	795.9	22.6	547	39.6	111.5
1988	-10.82	1733.8	29.1	1022.1	28.4	711.7	30.1	111.3
1989	-6.65	1602.2	-8.6	1032.2	1	570	-19.9	104.2
1990	6.54	1530.7	-4.5	1001.2	-3	529.5	-7.1	104.2
1991	5.11	1880.7	22.86	1182.9	18.1	697.8	31.7	109.1
1992	2.16	2581.4	37.25	1222	3.3	1359.4	94.8	114.1
1993	-3.66	5146.4	99.36	1476.2	20.8	2317.3	70.5	113.1
1994	-10.72	7427.1	44.32	1970.6	33.5	2758.9	19.1	112.6
1995	-3.82	9121.1	22.8	2560.2	29.9	3289.4	19.2	109.0
1996	3.2	10907.3	19.58	3211.2	25.4	3651.5	11.3	109.8
1997	6.32	11849.4	8.64	3429.4	6.8	3850.9	5.5	108.6
1998	7.64	13036.9	10.02	3744.4	9.2	4192.2	8.9	107.8
1999	5.92	13906.9	6.67	4195.7	7.9	4338.6	3.5	107.1

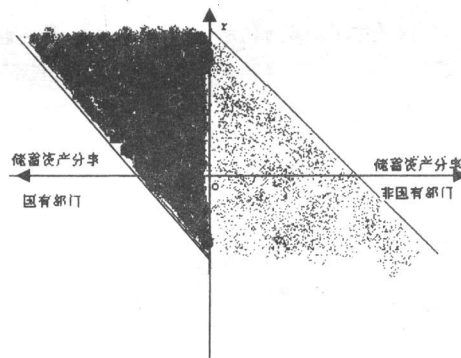
* 这里的实际利率是按照一年期银行存款利率剔除通货膨胀的因素后得出的。对于存在利率调整的年份,按照各期实际利率的加权计算得出。

实际上中国近十几年的两部门投资波动就是沿着这样一个轨迹运动的。如表二所示:自80年代中期以来,非国有部门的固定资产投资增速与实际利率的变化表现出较强的负相关关系,当实际利率呈下降趋势或较低时,正是非国有部门固定资产投资快速增长的时期;当实际利率呈上升趋势或较高时,非国有部门固定资产投资减速或低迷。这在个体经济表现得尤为明显。自1984年以来,除了极个别的年份由于特殊的经济关系(1992年、1998年)个体经济固定资产投资对实际利率的跟随趋势表现的特别强烈。

另一方面,国有金融部门却表现出相反的资金运动轨迹。90年代中期以来,随着实际利率的不断上升,银行系统资金供给丰富,贷款需求不足,表现出越拉越大的存差。1994-1999年各项贷款占金融机构信贷资金总额的比重(分别为:83%,81%,79%,80%,78%,76%)^①呈不断上升的趋势。

利率与储蓄资源分配的关系可以概括如下:在总储蓄资源不变的条件下,国有部门分享储蓄资源的多少与国有银行实际利率成正比,非国有部门分享储蓄资源的多少则与之成反比。实际利率的变化由物价指数和国有银行的名义利率决定,物价指数是经济内生的,而国有银行的名义利率却由中央银行外生决定的,所以积极的货币政策是可以影响实际利率从而决定着储蓄资源在两部门间的分配。

图一:实际利率与储蓄资源在两部门间的分配



四、利率变化的经济增长模型——一个技术上的说明

利率变化影响两部门对社会储蓄资源的分配,决定着两部门的投资波动,投资的变化导致产出的变化,所以利率通过储蓄资源在两部门间的配置影响着经济增长。

表示储蓄变动与经济增长关系的一较好手段,是哈罗德——多马模型的修订形式。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,只假定储蓄会自动地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, σ 代表产出——资本比率或投资效率,从而导出简明的生产函数:

$$Y = \sigma K \quad (式1)$$

储蓄(投资)S仅仅是收入的一个固定比率,用s表示储蓄倾向,则

$$I = dK/dt = sY \quad (式2)$$

^① 根据1999年、2000年《中国金融年鉴》计算得出。

式中, t 为时间标志。

将(式 1)代入(式 2)得到产出增长率函数

$$\dot{Y} = \sigma s \quad (\text{式 3})$$

式 3 表明产出(收入)增长率是边际产量——资本比率与边际储蓄倾向的乘积。本文关注的是金融因素在该模型中的影响,为此,对该模型做两方面的修订。

首先考虑到两经济部门之间的效率差异,令 σ_1, σ_2 分别表示非国有部门和国有部门的投资效率即产出——资本比。其次考虑到两部门共同分享经济中的总储蓄,由于国有部门和非国部门共同分享经济中的总储蓄, $d = R - (r + r_0)$ 为非国有部门的融资系数,即对总储蓄从而对于经济总量 Y 的分享系数, s 为总经济的储蓄倾向,则国有部门相对于总储蓄从而经济总量 Y 分享系数为 $s - d$ 。这样我们就可以把式 3 经济中产出增长率的总函数分解为两部门产出增长率函数的和:

$$\begin{aligned} \dot{Y} &= \sigma_1 d + \sigma_2 (s - d) \\ \dot{Y}(r) &= d(r)'(\sigma_1 - \sigma_2) + s(r)'\sigma_2 \end{aligned} \quad (\text{式 4})$$

如果两部门间不存在效率差异,即 $\sigma_1 = \sigma_2$, 那么利率变化对产出的影响为零,两部门的投资产出增减相互抵消;但如果两部门之间存在效率差异,则利率的变化将对经济中的产出增长率产生影响。实际的经济中由于国有部门改革的滞后以及国有产权的天生缺陷,使得国有部门比之非国有部门出现较为明显的低效率,即 $\sigma_1 > \sigma_2$ 。

式 4 中 \dot{Y} 对 r 求导得到:

$$\dot{Y}(r)' = d(r)'(\sigma_1 - \sigma_2) + s(r)'\sigma_2 \quad (\text{式 5})$$

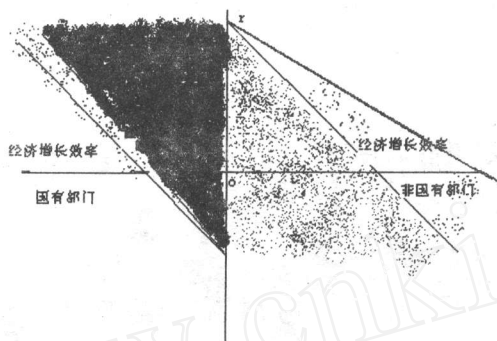
当 $d(r)'(\sigma_1 - \sigma_2) < s(r)'\sigma_2$ 时,

$$\dot{Y}(r)' < 0 \quad (\text{式 6})$$

也就是说,在实际利率变动对总储蓄影响不大或存在负的影响时,产出增长率与实际利率成反比,较低的实际利率能够通过促进非国有部门的投资从而促进整个经济的增长,较高的实际利率通过抑制非国有部门的投资从而抑制整个经济的增长。如图 2 所示:实际利率的下降使非国有部门分享到更多的资本份额,由于非国有部门有着更高的产出——资本率,从而使得整个经济的产出更大;相反,实际利率的上升,国有部门分享到更多的资本份额,由于产出——资本率较低,从而使得整个经济的产出也较少。

实际上在中国近 10 多年的经济发展中,利率对经济的影响确如式 6 描述的那样。如上文分析,中国经济中的居民储蓄一个很大部分是由于不确定性和风险预期而形成的预防性的储蓄。由于预防性储蓄的收入预期与实际利率成同方向的变化,使得有着固定预防性的储蓄反而与实际利率成反方向变化 (Caballero, 1990)。由于预防性储蓄的作用,使得实际利率对我国居民总储蓄(包括实物储蓄在内)在总体上呈现出微小而又不确定的影响(中国人民银行研究局课题组, 1999),即 $s(r)'$ 不确定,而且很小,使得式 6 描述的趋势表现的较为明显。在表中 GDP 的增长同样和实际利率的变化表现出很强的负相关关系,自 80 年代中期以来, GDP 高速增长都是在实际利率为负时或者实际利率正走低趋势下取得的, GDP 增速减慢都是在实际利率很高或正上升的情况下取得的。

图二：实际利率与效率差异下的两部门经济增长



五、简短的结束语

1. 本文的研究框架是以改革后至今的中国经济作为分析基础的,最重要的结论是,在一个两经济部门——二元金融市场的经济中,由于经济结构、金融结构同时被严重扭曲,宏观货币政策对两部门的投资以致整个经济的成长具有强烈的干预作用,较低的实际利率(在经济生活中总是伴随着温和的通货膨胀)通过促进较高效率的非国有部门投资,从而能够有利于经济的更快成长。

2. 本文最强烈的假设是存在一个广泛多渠道的民间资本市场,由于资料收集的困难,无论是社区或家族融资,还是黑市、灰市金融交易都是从理论上逻辑推导出来的,所能佐证的都是一些横切面的数据,特别缺乏相对于利率变动的各类借贷的时间序列调查数据的支持,这是本文的缺陷和遗憾,也是未来研究的方向。

参 考 文 献

- [1] Caballero, Ricardo J. 1990 "Consumption Puzzles and Precautionary Savings" *Journal of Monetary Economics* 25(January).
- [2] 罗纳德·麦金农,1973年,《经济发展中的货币与资本》,中译本,1988年,上海三联书店。
- [3] 罗纳德·麦金农,1993年,《经济市场化的秩序:向市场化过程中的金融控制》,中译本,1997年,上海三联书店、上海人民出版社。
- [4] 詹姆斯·托宾,斯蒂芬·戈卢布,1998年,《货币、信贷与资本》,中译本,2000年,东北财经大学出版社。
- [5] 张杰,1998年,《中国国有金融体制变迁分析》,经济科学出版社。
- [6] 张杰,“民营经济的金融困境与融资秩序”,《经济研究》,2000.4。
- [7] 中国人民银行研究局课题组,“中国国民储蓄和居民储蓄的影响因素”,《经济研究》,1999.5。

Abstract: In the recent 20 years, it is in a special developing mode that the great achievements of China in economy has been made under which two economic sectors and two financial markets co-exist and despite in which the existing of serious financial repression, there still exists a multi-channel folk capital market in non-state sector. However, the folk capital market is in existence based on the comparison with the state-owned financial system so the interest rate of the latter correspondingly becomes the most important comparative objective of the former. When the bank interest rate drops down, more savings resources will flow into non-state sectors. With a higher economic efficiency in non-state sectors, the lower interest rate leads to the more rapidly economic growth.

Key words: comparison of interest rate, dual financial market, two economic sectors

(责任编辑:胡海刚) (校对:HA)