

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



经济增长中的金融效率

——对转型期中国经济高速增长与金融“低”效率悖论的解释

辛念军 / 著

JINGJIZENGZHANG ZHONG DE
JINRONGXIAOLU

— DU IZHUANXINGQI ZHONGGUOJINGJI GAOZENGZHANG
YU JINRONG “DI” XIAOLU BEILUN DE JIESHI



经济科学出版社

中青年经济学家文库

经济增长中的金融效率

——对转型期中国经济高速增长与金融
“低”效率悖论的解释

辛念军 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 马金玉
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

经济增长中的金融效率

——对转型期中国经济高速增长与金融“低”效率悖论的解释

辛念军 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

850 × 1168 32 开 9 印张 220000 字

2006 年 12 月第一版 2006 年 12 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 5935 - 8/F · 5196 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

经济增长中的金融效率：对转型期中国经济高增长与金融“低”效率悖论的解释 / 辛念军著. —北京：经济科学出版社，2006. 12

(中青年经济学家文库)

ISBN 7 - 5058 - 5935 - 8

I. 经... II. 辛... III. ①经济增长 - 研究 - 中国
②金融 - 经济效率 - 研究 - 中国 IV. ①F12②F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 137537 号



作者简介

辛念军，1974年出生于四川广安。1991~1995年就读于华北电力大学，获得工学学士学位；1995~1998年就读于中国人民大学，获经济学硕士学位；2002年再次回到中国人民大学就读，2005年获经济学博士学位。1997~2004年曾在证券公司、投资公司、上市公司从事投资银行、资产管理、企业管理等工作。现供职于中国工商银行信用审批部。

中青年经济学家文库

(2005年后已出版书目)

- 《论中国现阶段私营企业的分配关系》
- 《企业核心竞争力：理论实证与案例以——IT制造企业为例》
- 《企业纵向关系论——纵向关系的产业组织分析》
- 《西方发达国家企业职工持股研究》
- 《管理制度的经济分析与设计》
- 《道德秩序的经济学分析——对利他行为的一个分析角度》
- 《财政性出口促进政策研究》
- 《自然资源价值代偿机制研究》
- 《公共环境物品供给的经济分析》
- 《分时度假研究》
- 《土地征用问题研究——基于效率与公平框架下的解释与制度设计》
- 《铸币税的理论研究和经验分析》
- 《中国农民专业合作社经济组织的制度分析》
- 《惯性管理——企业持续发展之道》
- 《中国经济增长与收入分配差异的空间计量经济分析》
- 《企业成长的机理分析》
- 《转型时期企业家成长的制度环境研究》
- 《排污权交易的可持续发展潜力分析——以中国电力工业SO₂排污权交易为例》
- 《非完全古典假设下的非国有企业与二元经济结构转化》
- 《东道国贸易环境对外国直接投资的影响》
- 《蛙跳型经济增长——后发国发展路径及中国的选择》
- 《西方规制经济学的变迁》
- 《银行体系稳定性——理论及基于中国的实证研究》
- 《跨国并购的新制度经济学分析》
- 《有限理性、心智成本与经济秩序》
- 《印度经济改革与发展的制度分析》
- 《产权安排与消费行为——激励消费的产权机制分析》
- 《产业集聚与区域经济增长》
- 《产业集群与区域创新系统》
- 《企业成长与企业家活动分析——兼论企业成长的路径依赖及其超越》
- 《动态能力理论的操作化研究：识别、架构与形成机制》
- 《信息化的政治经济学分析》
- 《高技术产业风险投资研究》
- 《企业信用文化》
- 《顾客资产运营研究》
- 《产品内贸易论》
- 《区域经济发展差异理论、方法与实证——以江苏省为例》
- 《中国旅游业发展及创新研究——以分时度假为突破口》
- 《中国企业跨国并购协同问题研究》
- 《中国对外金融关系演进分析》
- 《西部国有大中型企业产权制度改革研究》
- 《企业最优债务融资工具——基于证券设计理论》
- 《管理控制实证研究》
- 《企业知识资本投资绩效研究》
- 《比较优势、制度变迁与中国中部崛起》
- 《基于可持续发展的企业绩效评价研究》
- 《中国证券市场制度演化及其效率》
- 《经济增长中的金融效率》

序

辛念军博士撰写的博士论文《经济增长中的金融效率》要成书出版，作为导师，我非常高兴，欣然为之写序。

金融与经济增长之间的关系，越来越引起人们的重视。不同学者从不同的角度对金融在经济增长中的作用进行了研究，提出了不同的理论和观点，影响较大的有金融抑制论、金融深化论、金融约束论、金融功能论等等。不可否认，这些理论和观点都有一定的合理性，但同时又都具有这样或那样的局限性，它们都难以对中国的情况作出科学的解释。辛念军的博士论文在借鉴国内外研究成果的基础上，紧密结合中国的实际，对经济增长中的金融效率问题进行了深入系统的研究，提出了一些创新性的见解。

在西方经济学中，效率通常是指帕累托效率，金融效率通常是指资本市场效率。不过，不同学者由于所研究问题的不同而对金融效率作了不同的界定，如 R. I. 罗宾逊等将金融效率分为运行效率（operational efficiency）与配置效率（allocational efficiency），运行效率涉及融资过程中的成本收益比较，配置效率涉及资金的合理配置问题；A. D. 贝恩则将金融效率区分为微观经济效率与宏观经济效率，等等。的确，金融在经济体系中的作用是多方面的，其效率也必然体现在多个方面。但从经济增长的角度看，金融直接作用于资本积累过程及其配置过程。从资本积累过程看，金融一端连接着储蓄过程，一端连接着投资过程，表象上

似乎金融过程只是一个中介过程，对储蓄投资过程不会有实质性影响，实际上并非如此。在现代资本积累过程中，储蓄过程、投资过程和金融过程是三个相互独立又相互联系的过程，它们在积累过程中相互作用、相互影响。在这一过程中，金融沟通着潜在储蓄和投资的渠道，发挥着动员和分配储蓄、引导投资的作用，因而金融过程影响着储蓄投资流量和资源配置效率，进而影响经济增长和发展。有鉴于此，辛念军的博士论文着重考察了金融的储蓄动员效率和资源配置效率，进而把金融效率因素纳入经济增长理论，构建了一个包含金融效率因素的经济增长理论分析框架，使经济增长理论更加贴近现实，增强了经济增长理论的解释力。

我们知道，早期主流经济增长理论主要强调了资本、储蓄、资本积累的重要性，没有论及金融在经济增长中的作用，如哈罗德—多马的经济增长模型、索洛、斯旺等提出的新古典经济增长模型等，都不包含金融变量。近些年来，一些经济学家尝试着建立把金融因素纳入经济增长理论的分析框架，并取得了一定进展。辛念军的博士论文借鉴了他们的研究成果，并在此基础上深入研究了经济增长中金融质的方面即金融效率方面对经济增长和发展的影响，这种影响由于金融效率的两个方面即动员效率和金融配置效率的不同情况而有所不同。对于发展中经济来说，重要的是需要探求金融两方面效率都高的经济增长路径，辛念军的博士论文对此作了深入探讨，提出了自己的见解。

经济学研究不仅要注重理论逻辑上的一致性，而且要注重理论与实践的一致性。研究经济增长中的金融效率不能脱离经济发展的实践，尤其是中国经济发展的实践，否则，理论研究将成为无源之水。辛念军博士论文的一个重要特点是把理论与实践相结合，紧紧贴近中国经济实践，从实践中汲取营养，使理论建立在可靠的实践基础上。

在中国经济实践中，经济持续快速发展，近二十多年来维持

着近两位数的高速增长，在这一过程中金融也快速发展，逐渐成为国民经济的神经中枢。但人们通常认为金融是低效率的，甚至是没有效率的。经济的快速增长与金融的低效率似乎是一个悖论。这并非是一个明白无误无须解释的问题。中国经济发展和金融发展有其自己的轨迹和路径，有其自己的规律性，说明这种轨迹和路径，探索这种规律性，是研究经济增长中的金融效率问题所不能回避的。辛念军博士的论文在对经济增长中金融动员效率和金融配置效率进行理论研究的基础上，考察了中国经济转轨中的所谓“悖论”，对转轨时期中国金融效率及经济发展中金融发展路径给予了富有新意的解释。作者认为，经济转型时期，为实现经济增长等宏观经济目标，需要有特殊的金融安排与此相适应。在难以为经济增长提供强有力的财政支持的情况下，实施强控制金融是一种次优选择。这一时期的强控制金融成就了金融动员和金融转化的高效率，为体制内增长提供了大量的金融支持。而强控制金融通过国有金融系统将动员和集中的金融资源主要配置给了效率相对低下的国有企业，内生了金融部门低效率及金融初次配置低效率。不过这种低效率由于我国转型经济市场化进程中广泛存在着金融转移而得到一定的修正。在我国转型经济的生产过程中的金融转移被直接顺守，用于生产过程。同时非生产过程中的金融转移，多数通过非正规金融进入生产过程，支持受正规金融歧视的体制外经济体而间接顺守。这在一定意义上以扭曲的方式实现了转型期中国特色的二次配置效率。由此看来，所谓金融低效率现象只是存在于金融初次配置过程。作者的分析在理论上是有根据的，同时也是符合中国的实际。

从理论上来说，把金融的动员转化高效率和金融配置高效率相结合是最优的，这样才能够最大限度地发挥金融对经济增长的促进作用。然而，在经济转轨时期，由于体制结构和金融生态的限制，不可能实现金融动员转化高效率与配置高效率统一的金融

经济增长中的金融效率

安排，只能退而求其次。实际上，经济转轨时期，金融的初次配置低效率支持了体制内企业的稳定增长，而二次配置效率则为体制外经济增长提供了一定的条件。中国金融效率以富有特色的金融初次配置低效率和一定的二次配置效率共同支持了我国的经济增长。与金融动员高效率一致，我国金融总量快速扩张，从而较高的储蓄总量、金融资产总量以及固定资产投资支持了经济持续快速增长。作者认为，经济转轨过程中的这种情况不能长期维持下去，靠牺牲金融配置效率换取经济增长的模式和牺牲社会公平的“逆取顺守”方式实现增长及配置效率修正的模式是不可持续的。随着我国体制结构转换和金融生态的不断改善，需要不失时机的进行金融制度的创新，转变金融机制，实现金融动员高效率 and 配置高效率的统一。为此作者提出了改进金融效率的思路和设想。作者的研究显然具有很强的现实意义，所提出的一些建议和设想对改进我国的金融效率具有一定的参考价值。

为自己的学生写序，难免有溢美之词，希望此书出版有助于促进对书中所论及问题的研究与思考。在向广大读者推荐此书的同时，也希望广大读者能够在阅读此书时提出宝贵的意见，以便作者在该书再版时改进提高。

陈享光

于中国人民大学明德楼

2006年11月19日

摘 要

经济增长是经济学研究的永恒主题。随着经济的货币化、金融化程度的加深，金融发展和经济增长之间的关系越来越密切，一般认为，金融效率与经济发展是协调一致的。然而，中国金融发展过程中出现金融效率与经济发展严重背离的情况。一方面，自1978年中国改革开放以来，经济发展取得了举世公认的持续高增长；另一方面，学者们普遍认为中国金融效率低下。因此，经济高增长和金融“低”效率并存现实就成为理论上需要解释的悖论。本书将通过经济学研究和金融经济学研究相结合、规范分析与实证分析相结合等研究方法，重点回答以下三个问题：一是经济高增长背景下金融“低效率”如何形成及其实质；二是金融“低效率”背景下中国经济如何实现高增长；三是两者并存的合理性、冲突性以及发展趋势。

本书始终以中国经济变迁为背景，以主流经济学的经济增长理论、发展金融理论、最新的金融与增长关系理论为依托，紧扣中国经济金融中的具体突出条件，重点解释中国经济高增长与金融低效率之谜，最后以探讨改进中国金融效率、实现经济可持续增长为落脚点。

本书主要包括6章内容。第1章导论首先提出了本书研究问题的理论和实践意义，并对相关概念进行了说明；然后介绍了本书的研究思路和研究方法；最后指出本书的主要创新之处和

不足。

第2章对国内外学者关于经济增长中的金融效率研究进行综述。首先，对国外学者的相关研究进行综述，他们的研究体现在有关经济增长因素分析理论、发展金融理论、金融与增长关系理论之中。在经济增长因素理论中，帕加诺（1992）等将金融因素内化于经济增长模型做了很多开创性努力；发展金融理论重点研究了金融抑制、金融深化、金融约束问题；金融与增长关系理论重点研究了两者相关性、因果性、作用机制等问题。其次，对国内学者的相关研究进行综述，他们的研究沿两条路径进行：一是直接对有关中国金融效率的研究，主要研究了金融配置效率问题；二是对有关的金融与增长关系的研究，重点研究了金融深化与经济增长问题。最后，对国内外学者的上述研究做出评析，指出其研究贡献与研究不足。我们发现，已有的研究成果没有对经济高速增长与金融“低”效率并存问题给出系统、合理的解释。

第3章提出了包含金融效率因素的经济增长分析新框架。首先对近年流行的包含金融因素的经济增长模型进行了简单回顾和评析。结果发现，这些模型虽然已经区分了金融和非金融因素，但是对金融问题的研究没有从质和量（即金融效率）两个角度来分析，导致对经济增长与金融发展、金融总量扩张和金融效率改进间的不平衡性缺乏解释力。其次，本章明确提出了包含金融效率的经济增长分析新框架。该框架不仅包含了金融和非金融因素，而且明确提出金融因素要从总量和效率两个角度进行考察；进而概括了经济金融发展史上六种金融、金融效率与增长组合模式及条件。再次，本章还将分析新框架运用到转型经济中，提出了转型经济中的两个简易模型：第一，转型经济牺牲金融部门内在效率及金融配置效率获取宏观经济增长的模型。金融和经济增长协调发展，需要严格的必要条件，即微观主体高效率。然而在

转型经济中，微观主体的低效率特征决定了难以达到金融和经济增长的协调发展。而为了保证转型经济中经济增长的刚性目标，中国选择了牺牲金融部门效率及金融初次配置效率。第二，金融漏损及“逆取顺守”增长效应与金融配置效率修正模型。转型经济时期，在生产和非生产过程中存在着大量的金融漏损，而这种金融漏损多数通过直接或间接渠道最终进入生产过程，对金融初次配置低效率具有修正效应。

第4章论述我国转型时期经济增长中的金融动员效率与配置效率。首先，分析了我国经济高速增长中的金融动员和金融转化高效率。转型时期，各种政治经济形势要求我国刚性的经济增长为宏观经济首要目标，为此在转型前期给予体制内企业大力资金支持非常重要。国家在财政支持无以为继的情形下，实施了强控制金融。强控制金融具有动员优势，连同低货币化水平等因素，成就了金融动员和金融转化的高效率，为体制内增长提供了大量的金融支持。其次，强控制金融内生了金融部门低效率和初次配置低效率。强控制金融下的金融体系由于具有商业性和政策性的双重目标，后者在转型初期是支配性的，因此通过国有金融系统将动员和集中的金融资源主要配置给了效率相对低下的国有企业，内生了金融部门低效率及金融初次配置低效率，即西方意义上的金融低效率。此种金融低效率是符合国家战略的一种次优选择。再次，在我国转型经济市场化进程中广泛存在着金融转移及其“顺守”，客观上对金融初次配置低效率有一定修正。一方面，我国转型经济生产过程中的金融转移被“直接顺守”。这主要表现为：企业改制中的金融转移和改制后的效益提升、体制外企业因获取体制内企业商业信用、投资资金而获得更好发展和体制外生产企业直接获得体制内金融支持而发展壮大。另一方面，我国转型经济非生产过程中的金融转移，多数最终“间接顺守”了。非生产性金融转移主要是转移到海外或转变为金融窖藏，窖藏的

这部分金融转移一部分形成体制外直接投资，即“直接解封”了；另一部分进入民间金融及回到体制内金融，形成体制外其他投资主体生产性投资的重要源泉，即“间接解封”了。这在一定意义上是以扭曲的方式实现了转型期中国特色的二次配置效率。

第5章论述我国转型时期金融效率与非金融要素的增长效应。首先，分析了金融配置效率对经济增长的效应。转型期中国金融配置效率包括金融初次配置效率及金融二次配置效率。金融的初次配置低效率支持了体制内企业产出的稳定增长，而二次配置效率则为体制外经济增长提供了一定的条件。中国金融效率以富有特色的金融初次配置低效率和一定的二次配置效率共同支持了我国经济的高增长。其次，分析了与金融动员高效率相一致的金融总量扩张的经济增长效应。我们分别从货币供给、金融资产及固定资产投资总量及相关比率等来考察了我国金融总量扩张和经济增长情况对比，结果发现，我国金融总量的扩展与经济增长高度一致，反映了金融总量对经济增长的支持效应。再次，还分析了非金融因素对经济增长的效应。主要包括：市场化改革和对外开放等制度变迁带来的宏观经济环境的变化、劳动力转移、技术进步和引进外资等引起要素的变化带来的微观因素的变化、经济结构的改变等带来的中观因素的变化，它们都对我国经济增长起了主要的推动作用。

第6章对转型期中国经济增长与金融效率问题进行总结，并提出改进金融效率的建议。首先，对前转型时期中国金融效率与经济增长问题做了总结。前转型时期我国选择了国家强控制金融支持增长的模式，该模式直接导致了我国富有特色的金融效率状况，即强控制金融具有动员优势，造就了较高的储蓄动员和转化效率，同时也内生了我国金融部门的低效率和初次配置效率低下，然而“逆取顺守”则在一定程度上对初次配置低效率进行了

修正。其次，指出前转型时期强金融控制与增长模式的合理边界及其不可持续性。随着转型进程的深入，强控制型金融的合理边界已经发生了变化，金融总量扩张约束增多，买方市场形成与“傻瓜投资”的增长效应终结，体制外经济贡献增强，国企格局发生较大变化，银行、证券市场市场化压力增大，经济社会发展整体步入新阶段。原来的牺牲金融效率换取经济增长的模式和牺牲社会公平通过“逆取顺守”实现增长及配置效率修正的模式变得不可持续。最后，提出了后转型时期中国金融效率的目标、原则和措施。认为在后转型时期保证经济持续高增长与金融高效率相统一成为我国金融效率改进的总目标。为实现这个目标，需要遵循渐次放松国家强金融控制模式、按市场经济的内在要求改革和发展金融的原则。具体举措包括：积极稳妥地推进竞争性领域国有企业产权改革；积极推进国有银行商业化改革；尽快解决证券市场股权分割等历史遗留问题，积极推进证券市场规范化、国际化；积极扶持民营金融及创业资本市场发展；充分运用金融业对外开放来促进国内金融效率的提高；完善财政税收体制；加强信用建设和规范政府行为等。

Abstract

The economic growth is an eternal topic in the economic research. The relationship between financial development and economic growth is becoming more and more intimate. It is generally accepted that financial efficiency is closely geared to economic development. But there is always serious inconsistent in the case of China. On one hand, China saw continually high growth in economy since China's reform and opening to the outside world since 1978, as is worldwide recognized; On the other hand, the scholars often argued that China has low financial efficiency. So, the coexistence of high economic growth and low financial efficiency is a paradox which needs theoretical explanations. Three goals are to be reached in this book by application of the economic theory and financial theory as well as the methodology of positive and normative analysis; firstly explain the reason and the nature of the low efficiency of the finance in the context of high economy growth. Secondly expound how to bring forth a high growth of economy when the efficiency of financial sector is low. Thirdly, study the relationship between high economic growth and low financial efficiency such as their compatibility, conflict, and development trend.

This book takes China's economic change as the background all the time, and relies on the economic growth theory and developing fi-

financial theory of mainstream economics and the latest theory of relation between finance and growth, and stresses the concrete and prominent condition of China's economic finance, and emphatically explains the riddle of the coexistence of China's economic high growth and low efficiency of finance, and finally study improving China's financial efficiency, and realizing economic growth.

The book mainly includes six chapters. The first chapter—introduction puts forward the meaning in theory and practice of this study and explains relevant concepts; then this book introduces the research method of this thesis; and finally points out the main innovation and deficiency of this book.

Chapter two gives a review of Chinese financial efficiency in economic growth. We review the researches of economic growth and financial efficiency of China since 1978 and analyses relevant theoretical explanations, such as the economy development factors theory, the developing finance theory and the finance & development relation theory. In the economy development factors theory, Pagano etc. (1992) give some explosive works on how to make financial factors to be endogenous in the economy development model; The developing finance theory study some problem such as the finance suppress, finance deepen and finance restriction, etc; the finance & development relation theory study the relevance, consequence and effecting mechanism of finance and economy development. In this chapter, we give the review of the relevant literatures and find that these researches can be carved up two sides: some researches study Chinese finance efficiency directly and investigate the efficiency of finance configuration in emphasis; the other researches study the relationship between finance and economy development and the situation of China. In the end, we