



中国金融约束政策对居民消费需求 增长的影响：理论与实证研究

刘郁葱/著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

E c o n o m i c
Management

经管学术文库

中国金融约束政策对居民消费需求 增长的影响：理论与实证研究

刘郁葱 / 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

中国金融约束政策对居民消费需求增长的影响:理论与实证研究/刘郁葱
著. —厦门:厦门大学出版社,2014. 4

(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-5022-9

I. ①中… II. ①刘… III. ①金融政策-影响-居民消费-研究-中国 IV. ①F832.0
②F126.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 059699 号



厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@xmupress.com

泉州新春印刷有限公司印刷

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:15 插页:2

字数:280 千字

定价:36.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

目 录



第一章 导论	1
第一节 研究背景和选题意义	2
第二节 研究思路、内容结构和研究方法	5
第三节 创新之处与研究不足	9
第二章 居民消费与金融约束:文献评述	11
第一节 消费需求理论及其演化	11
第二节 金融约束理论及其评价	17
第三节 金融约束与消费需求一般关系的研究评述	23
第四节 中国股票市场金融约束特征的研究评述	31
第三章 金融约束政策、居民财产性收入、消费与经济:关系梳理	
与概念界定	36
第一节 居民消费对经济的拉动作用	36
第二节 财产性收入对居民消费支出的效应分析	52
第三节 金融约束政策对居民财产性收入的影响	69
第四章 中国金融约束指数的构建与实证检验	80
第一节 构建金融约束指数的文献回顾及改进思路	80
第二节 金融约束指数的构建	86
第三节 金融约束指数影响居民消费增长的实证检验	93
第四节 主要结论与政策含义	96

第五章 总论:金融约束政策影响居民消费需求——基于租金

度量的机理分析	98
---------------	----

第一节 银行融资市场中金融约束政策的租金规模测算	98
--------------------------------	----

第二节 股票市场中金融约束政策的租金规模测算	117
------------------------------	-----

第三节 主要结论与政策含义	132
---------------------	-----

第六章 传统理论:银行融资市场中金融约束政策对消费的

影响及检验	135
-------------	-----

第一节 中国居民储蓄利率效应的实证检验	135
---------------------------	-----

第二节 银行融资市场中金融约束政策的主要渠道	145
------------------------------	-----

第三节 一个理论模型	154
------------------	-----

第七章 理论扩展:股票市场中金融约束政策对消费的影响及检验

第一节 中国股市财富效应非对称性的动态分析	159
-----------------------------	-----

第二节 股票市场中金融约束政策的主要渠道	168
----------------------------	-----

第三节 利率管制、投资者行为与股市财富效应	186
-----------------------------	-----

第八章 金融约束政策的历史作用评价与退出路径选择

第一节 金融约束政策的历史作用评价	195
-------------------------	-----

第二节 金融约束政策的当前成本分析	202
-------------------------	-----

第三节 金融约束政策的退出路径选择	208
-------------------------	-----

第九章 结论与进一步研究的方向

第一节 本书主要结论	214
------------------	-----

第二节 进一步研究的方向	218
--------------------	-----

参考文献	221
------------	-----

后 记	234
-----------	-----

第一章 导 论



金融约束(Financial Restraint)理论的系统提出肇始于 20 世纪 90 年代(Hellmann, Murdock and Stiglitz, 1997), 该理论认为, 在相对稳定的宏观经济条件下, 政府通过控制实际利率但维持正的实际利率、通过市场准入限制等政策有助于在金融部门和生产部门创造租金机会, 以促进经济增长。这一理论一经提出, 便被广泛应用于政府(尤其是发展中国家政府)发展政策的制定中, 所收效果不一而论。Emran 和 Stiglitz(2009)利用一个带有道德风险的职业选择模型分析发现, 诸如存款利率上限、对工业贷款的准入限制等金融约束政策能够鼓励银行向新兴企业提供更多融资机会, 可以有效促使初始收益低的企业通过学习效应提高生产力, 以推进经济增长。但日本学者 Hanazaki 和 Horiuchi(2001)对金融约束理论提出了严正的抨击, 他们利用超过 1 600 个日本制造企业的真实数据进行分析得出结论, 认为金融约束理论并不能解释日本战后的经济奇迹, 直接推翻了该理论提出时的证据之一^①。

作为一个典型的发展中国家, 中国的经济发展政策中也显著地运用了金融约束手段, 这些手段的运用不仅体现于传统的银行融资市场, 也体现于极具中国特色的股票市场。但是金融约束政策通过怎样的渠道, 对中国经济产生了怎样的效应, 是否能达到预期的政策目标, 是否能对经济起到推进作用, 这些问题目前尚无定论。本书将从居民消费需求角度对该问题进行深入系统的分析和研究。

作为导论, 本章首先分析本书的研究背景, 并提出所要研究的主要问题,

^① Hellmann 等人提出金融约束理论时的一个重要证据即是日本战后的经济奇迹。

其次介绍本书的研究思路、内容结构和研究方法,最后指出本书的创新点与研究的不足之处。

第一节 研究背景和选题意义 ●●➡

过去十年里,中国经济发展的一个最大问题是:无论是1998年扩大内需的政策还是2003年开始的高速经济增长,作为内需最主要的部分——居民消费需求都没有得到应有的提升。2006年11月23日,央行副行长苏宁表示^①,中国最终消费占GDP比重已从20世纪80年代的超过62%下降到2005的52.1%,居民消费率也从1991年的48.8%下降到2005年的38.2%,均为历史最低水平。而在中国最终消费率持续下降的同时,世界平均消费率达78%~79%,自1995年以来,OECD成员国的居民最终消费率平均水平一直保持在55%~57%左右,美国的最终消费率则保持在60%以上,并在2001年后上升至70%以上;与中国同处亚洲地区的日本和韩国,其居民最终消费率也保持在50%~70%的水平。而中国的居民最终消费率则始终处于低迷状态,长期停留在50%以下,并自2004年起降至40%以下,比较起来差别之大就如天上和地下。2008年12月26日央行行长周小川也提出这个严重的问题:“我们从90年代,特别是亚洲金融风暴以后消费占GDP的比重在迅速地下降。从过去接近60%的水平逐渐降,降到了消费占GDP的比重接近50%,甚至有可能略低于50%的水平。”^②事实是,截至2009年年底,中国居民消费水平占GDP的比重仅为35%,最终消费率仅为48.6%^③。“两高一低”(高投资、高出口和低消费)的不平衡结构不仅没有从根本上得到扭转,反而进一步突出。它是当前我国遭遇外部需求萎缩时导致经济迅速下滑的根本性、长期性内因(李文溥,2007;王小鲁,2005;江小娟,2004)。实际上,我国居民消费率不仅大大低于世界平均水平,而且也明显低于发展中国家的平均水平(祁京梅,2006

① 资料出自:http://club.pchome.net/thread_1_213_2053903_.html。

② 周小川:《近十年消费占GDP比重在迅速下降》,《金融时报》2008年12月26日。

③ 根据中国经济数据库(CEIC)数据计算得到。若无其他说明,下文所有数据来源均来自于CEIC数据库、CSMAR数据库、中国统计年鉴及万德数据库。

等)。

现有的研究已关注到了我国较低的劳动报酬导致了居民收入水平低下和购买力的不足(如金贤东,2008等)。更多的研究考察了我国地区间和城乡间日益扩大的收入差距所引发的国内需求不足的问题(王少平,欧阳志刚,2007;李培林,2007;Zhang,2006;虞杭,2005;李实,2003;赵人伟等,1999)。有的研究特别提到了农村收入不足导致的农村消费不足问题(杨永忠,2005)。

龚敏、李文溥(2009)则指出以出口导向为重要特征的粗放型经济增长方式所累积的总需求结构失衡,以及国民收入分配结构的不合理等因素,是制约我国居民消费能力的根本性原因。他们把中国内需不足问题的三个重要因素归纳为:(1)经济增长方式与“两高一低”结构的关系,认为“投资驱动和出口拉动”的粗放型经济增长方式是导致“两高一低”的根本性原因;(2)收入分配结构与“两高一低”结构的关系,认为当前我国收入分配结构中,国民收入分配向资本收益和政府倾斜,劳动者报酬所占份额却不断下降^①造成居民消费不足,并影响了我国经济的可持续发展;(3)要素价格扭曲也促成了“两高一低”的结构特点。

我们否认以上学者对中国居民消费不足的原因所进行的分析的正确性,但从金融制度角度看,有一个最大的制约因素迄今为止尚被人们所忽视,或者说,被刻意回避,这就是中国金融约束政策与居民消费需求增长之间的矛盾。

金融约束原来是赫尔曼、斯蒂格利茨等学者于20世纪90年代提出的一种理论,其核心观点是:在给定宏观经济稳定、通胀率较低且可预测的前提下,通过控制实际利率但维持正的实际利率、通过市场准入限制等政策有助于促进经济增长。赫尔曼等人认为,金融约束的本质是政府通过一系列的金融政策为民间部门创造租金机会,从而有利于银行的稳健经营和提高企业的融资能力。但他们也指出,金融约束不是一种静态的政策,它应随着经济的不断成熟而调整,也就是说,金融约束是一种向金融自由化过渡的政策。

金融约束最本质的特征是通过政府管制,为银行和企业创造租金机会。根据这一判断标准,我国目前的金融市场政策可以说具有典型的金融约束性质,体现在:在银行融资市场上,通过利率管制,为银行提供稳定的存贷利差收

^① 《中国企业竞争力报告(2007)——盈利能力与竞争力》,中国社会科学院工业经济研究所,2007年。

人以维护银行经营的稳定;在资本市场上,则通过低利率政策、股权分置、大小非进入流通所支付的过低对价、大小限股票进入全流通的过长锁定期和降低再融资的门槛、监管宽容等措施,来降低股票融资成本,并人为地造成股票相对稀缺,使 IPO 得以高溢价发行。

尽管传统的金融约束论只强调银行融资市场,并未包括股市政策,但上述股市政策设计的出发点是为上市公司创造租金机会,这完全符合金融约束的本质特征,因此将其视为金融约束政策的延伸是顺理成章的。如果说,历史上金融约束政策在维持金融体系稳定、帮助国企改革和解困以及缓解就业压力方面,尚起了一定的积极作用,那么今天这一政策的边际成本已大大超过边际收益了。

首先,从银行融资市场看,据同济大学孟凡辰教授的学生杨玉红博士测算^①,中国改革开放以来截至 2008 年 12 月,金融机构居民储蓄存款仅考虑通货膨胀因素的贬值损失累计为 8.96 万亿元,相当于 2008 年居民储蓄存款结余的 41%,即中国 13 亿人过去 30 年每人亏损了 6 400 元存款,中国老百姓每 1 元存款,30 年下来只剩下 4 角 7 分。对于整体储蓄率高达 50% 的中国来说,这是难以承受的。

其次,从股票市场的情况看,1991—2005 年 14 年间中国股民投入股市的资金高达 24 500 亿元,但 2005 年的股市流通市值却不过 8 000 亿~9 000 亿元,差额 15 500 亿~16 500 亿元被上市公司、财政、中介、券商、机构拿走了(水皮,2005)。另据权威估计,经历了 2008 年股市的暴跌后,现股市的基本格局是“一赢二平七亏损”。列举最近的数据,据 Wind 资讯统计,如果扣除新股上市贡献的市值,沪深两市 2010 年上半年蒸发的总市值超过 6.20 万亿元,大于 3 个中国石油的市值总额,日均蒸发市值达到 403.8 亿元^②。从这几组统计数据可以看出,中国股市不仅没有增加居民的财产性收入,反而成为吞噬居民财富的“黑洞”,这与 150 年来世界证券发展史所表明的股市平均收益率在投资领域稳居前一二位这一事实形成鲜明的对照。

① 孟凡辰,《可持续扩大内需之道》,《环球企业家》2009 年 3 月 5 号刊第 5 期,总第 176 期, http://www.gemag.com.cn/gemag/new/Article_content.asp?D_ID=7659。

② <http://finance.qq.com/a/20100713/003715.htm>,《今年以来 A 股市值蒸发 6.2 万亿:跌掉 3 个中石油》,新华网,2010 年 7 月 13 日。

由上可见,金融约束政策的实质是政府通过利率管制等手段引致居民利益向企业和银行等金融机构转移,造成居民财富缩水,中产阶层向下流动,它对扩大内需的危害之烈不是降低所得税起征点、降低消费贷款利率等财政货币政策所能弥补的,甚至也不是提高工资水平等收入分配制度的改革所能弥补的。显然,这一政策如果不适时退出,消费很难有大的增长。

基于上述事实,研究金融约束政策对中国居民消费需求增长的影响,具有重要的现实意义。

第二节 研究思路、内容结构和研究方法 ●●➡

一、研究思路

针对长期以来居民消费需求不振甚至占 GDP 比重日益下降的问题,国内学者已从多个角度进行分析。本书尝试另辟蹊径,从金融约束政策的角度研究其对于居民消费需求增长的影响。传统的金融约束理论只研究银行融资市场上政策的运用,本书把该理论扩展至股票市场,深入分析中国股票市场中典型的金融约束性质,这就是通过相应的股市政策实现租金的创造。金融约束政策的核心是租金创造,因此,贯穿本书整体的主线将是租金分析。

作为研究理论基础,本书首先必须对所涉及的理论领域进行文献梳理,对相关概念进行界定并厘清其间关系,包括金融约束政策如何影响居民财产性收入、如何借此影响居民的消费需求并进而影响经济的增长。

作为衡量中国金融约束程度的需要,本书力图构建一个金融约束指数,并根据以从总体上验证金融约束政策对居民消费需求的影响,同时利用租金度量的手段对影响机理进行分析,再把总体研究更深入推进到两个相对独立的市场,分别对银行融资市场和股票市场中金融约束政策对居民消费需求的影响及检验进行个别研究。最后,对金融约束政策进行成本收益分析,对其历史作用进行客观评价,同时提出金融约束政策适时退出的建议及路径选择。

本书的研究思路如图 1-1 所示。

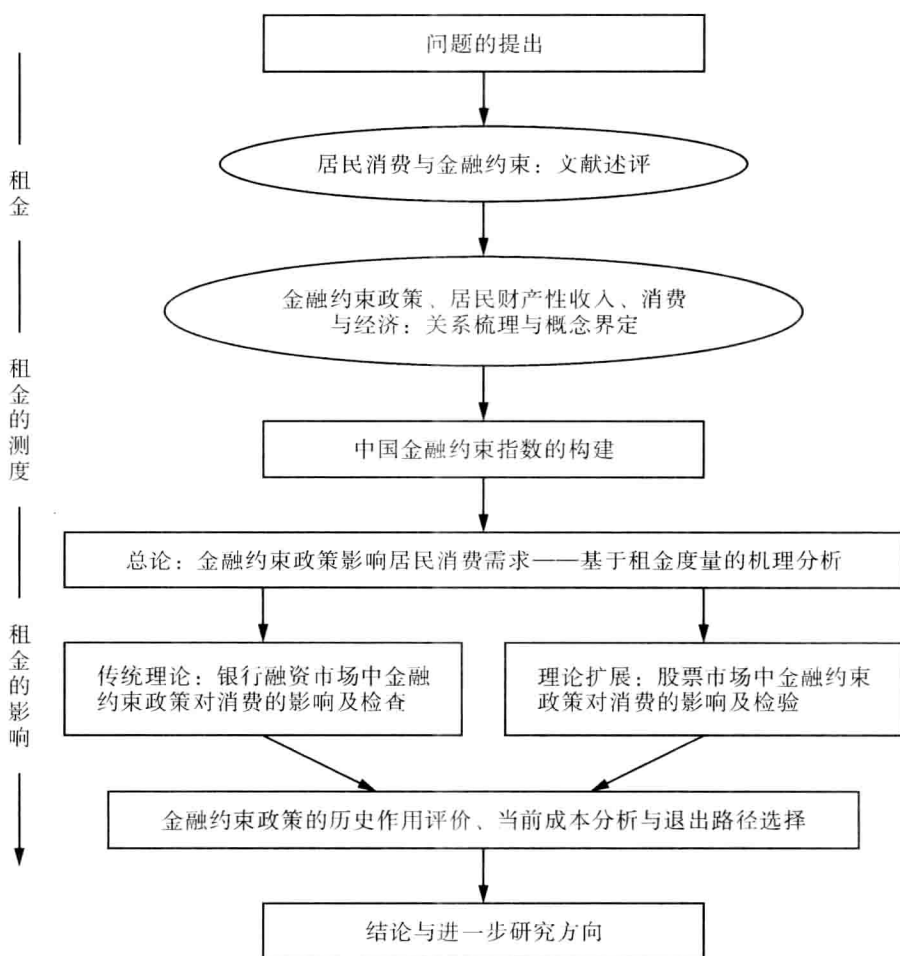


图 1-1 研究思路图

二、研究的主要内容与结构安排

基于以上研究思路,本书共分为九章,各章的主要内容阐述如下:

第一章 导论。本章旨在提出问题,阐述研究的选题背景和研究价值,概述研究思路、研究方法和结构安排,并解释研究可能实现的创新和尚存的不足之处。

第二章 居民消费与金融约束:文献述评。本章拟从六个方面展开:(1)消费理论及演化;(2)金融约束理论及评价;(3)金融约束与消费需求一般关系研究的文献回顾;(4)中国特色的股票市场金融约束特征研究的文献回顾;(5)与股票定价有关的财务理论及分析;(6)国内外公司治理机制中关于投资者利益保护的理论比较。并分别进行评述,以作为下文的理论基础。

第三章 金融约束政策、居民财产性收入、消费与经济:关系梳理与概念界定。本章拟首先通过理论分析与实证分析指出消费对经济的拉动作用,继而分析财产性收入对居民消费支出的重要影响,再着手分析金融约束政策对居民财产性收入的影响,勾勒出一条从金融约束政策→居民财产性收入→居民消费支出→经济发展的影响关系的主线索,为本书的研究定下基调。同时对相关概念进行必要的界定。

第四章 中国金融约束指数的构建与实证检验。金融约束指数的创建可用以衡量近年来中国金融约束政策的程度变化。当前研究中专门讨论金融约束效应的文献并不多,尚无金融约束指数一说,但相关文献中金融市场化指数创建的方法可以借鉴。故本章将对相关文献运用的方法进行回顾、萃取、评价和改进,在建立中国金融约束指数隶属函数的基础上运用主成分分析法,得到中国金融约束指数。

第五章 总论:金融约束政策影响居民消费需求——基于租金度量的机理分析。该部分主要任务是对金融约束影响居民消费需求的机理进行总体分析,首先运用误差修正机制对居民消费水平与金融约束指数关系进行实证分析,同时对金融约束政策制约消费增长的两条主要渠道:银行融资市场渠道和股票市场渠道进行理论分析,并在下文逐一展开具体分析。此外,从租金度量入手,基于详细的图形与数据对银行融资市场和股票市场中金融约束政策的租金规模进行测算是本章的另一重要内容。

第六章 传统理论:银行融资市场中金融约束政策对消费的影响及检验。本章将以金融约束的传统理论为基础,从中国居民储蓄利率效应的实证分析入手提出问题,进一步深入分析银行融资市场中金融约束的主要政策表现,并提出一个理论模型,再进行金融约束指数(或者租金规模)与居民消费水平的实证检验,得到结论。

第七章 理论扩展:股票市场中金融约束政策对消费的影响及检验。本章将从利率管制、股权分置下新股发行制度和再融资管理制度的政策等

方面分析中国股市的金融约束特征,并分别分析其对投资者利益的侵害因而影响居民消费需求水平的机制,具体包括利率管制对居民消费行为的影响以及新股发行制度和再融资政策的金融约束特征及其对居民消费行为的影响分析。

第八章 金融约束政策的历史作用评价与退出路径选择。本章首先对金融约束政策在中国经济金融发展的特定历史时期所完成的重要作用进行客观评价,同时对金融约束政策的当前成本进行分析,进而提出金融约束政策退出的必然性以及退出的路径选择和时机选择,同时提出短期政策重点。

第九章 结论与进一步研究的方向。本章作为全书总结,总述研究结论与启示、提出研究的局限性以及未来值得进一步研究的方向和课题。

三、研究方法

本书在大量深入阅读国内外研究文献的基础上,以中国实际数据为证据,借鉴国际上对金融改革与居民消费需求关系的分析范式,来研究金融约束政策对中国居民消费需求的影响,在研究过程中运用以下方法:

(一)规范分析和实证分析相结合

研究金融约束政策对居民消费内需的影响需要从合理的假设出发,在理论(包括构建数理模型)上探析银行融资市场和股票市场中金融约束政策的租金创造机理及其对投资者利益的掠夺,进而分析其对居民消费水平的影响,然后采用合适的计量经济学方法(包括误差修正方法和动态模拟方法等)对理论进行检验。

(二)微观分析与宏观分析相结合

宏观经济学的研究将伴随着微观基础的不断引入而向微观化方向发展,只有这样才能使宏观经济中的国家调控与微观基础中的市场机制完美结合、相生相长。金融约束政策与社会总消费同属于宏观经济范畴,但前者对后者的影响正是通过微观经济的渠道产生作用的,因此对该课题的研究必须做到微观分析与宏观分析相结合。

第三节 创新之处与研究不足 ●●➡

一、创新点

第一,首次把金融约束政策的效应引入中国消费内需不足的现象分析中。国内对于消费内需不足原因的现有研究中,主要关注到的是国内较低的劳动报酬、地区间和城乡间日益扩大的收入差距、农村收入不足、我国经济增长方式、收入分配结构、要素价格扭曲等因素。本书则另辟蹊径,主要研究金融市场中金融约束政策倾向对居民消费内需的影响。

第二,把传统的金融约束政策的研究范围从银行融资市场扩展到中国特色的股票市场,首次明确股票市场中金融约束政策的存在性及其体现,并对之进行量化测度,分析其对居民消费需求的影响。在此之前,金融约束政策早已在股票市场中行使着实质性的影响,也有一众学者对股权分裂与流通股股东资产市值大幅缩水、证券市场制度安排的效率损耗、证券市场制度租金、再发行圈钱等问题进行研究,但研究者们一概回避进行明确的冠名与界定,而代之以“金融支持政策”(艾洪德,武志,2009)或者其他语焉含糊的名词。

第三,首次提出“金融约束指数”的概念并尝试进行测度。本书对相关的构建指数的文献所运用的方法进行回顾、萃取、评价和改进,首先分别建立起中国金融约束指数的多个隶属函数,再在此基础上运用主成分分析法,得到中国金融约束指数,并对其与居民消费需求之间的关系进行实证分析,从实证角度验证及测度金融约束政策对居民消费需求增长的影响。

第四,同时利用多个角度、多种方法,首次对金融约束政策在银行融资市场和股票市场所创造的租金规模进行测算及比较,虽然由于现实的限制,测算技术不尽理想,测算结果不尽精确,但对之所进行的尝试确属当前领域的率先尝试。

二、不足之处

第一,囿于本人的学识和能力,对银行融资市场和股票市场中金融约束政策的理论分析可能流于肤浅,未能尽得其妙;对金融约束政策特别是租金规模对居民消费内需影响的实证分析可能过于简单,不能更全面深刻地证实金融约束的政策效应。

第二,由于数据的可得性和中国股票市场发展时间的限制,本书对于金融约束指数的构建、金融约束下租金的测度可能不尽如人意,实证研究所采用的数据在时序上比较短,这可能会影响实证的结果。

第三,由于时间和难度的限制,未能对中国金融约束政策所影响的其他领域进行研究,诸如房地产市场中的金融约束特征与测度及其对居民消费需求直观上的深重影响等问题只好暂且留下,作为未来研究方向。

第二章

居民消费与金融约束:文献评述



从金融约束理论的角度研究居民的消费需求是一个全新的课题,加之金融约束理论的提出主要适用于发展中国家,把金融约束理论从传统的银行融资市场扩展至股票市场也是一个创新之举,因此目前直接相关的经济学文献几乎没有。但本书的研究目标又需要大量相应的理论支持,需要选择恰当的消费函数作为研究居民消费行为影响因素的基础,需要对金融约束理论进行客观分析与评价,需要了解国内把金融约束理论拓展至股票市场的研究进展。

为此,基于全书研究思路和具体研究内容的需要,本章从四个方面展开对有关文献的回顾和梳理,结构安排如下:首先对消费需求理论的演化进行系统的回顾和评述,其次对金融约束理论进行阐述与客观评价,同时整理和归纳对金融约束和消费需求的一般关系进行研究的文献,最后着重评析少数涉及中国股市中金融约束性质的文献。

第一节 消费需求理论及其演化 ●●➡

要研究影响居民消费行为的因素就需要研究消费函数,力求用一个函数掌握它的主要变量,根据该变量来分析影响消费的机理。过去研究居民消费函数,消费需求的理论表达是消费效应的最大化。消费效应的最大化,就可以演变出一个函数关系。在过去的函数关系中主要包括两大项内容:一个是可支配收入,一个是价格。随着研究和社会的进展,简单的消费函数已不再完全适用于分析居民消费行为,于是经济学家在消费函数当中加入若干新的因素,

形成各种新的消费理论。在消费理论的演化中,我们尤其关注它们对利率重要性的分析。

一、凯恩斯的绝对收入假说

凯恩斯认为收入是消费的主要决定因素,而利率并没有重要作用。这种观念正好与他之前的古典经济学家的信念相反。古典经济学家认为,较高的利率鼓励储蓄,而抑制消费。凯恩斯主义的消费函数形式为:

$$C = \bar{C} + cY, \bar{C} > 0, 0 < c < 1$$

式中, C 是消费, Y 是可支配收入, $\bar{C}$ 是自发消费,而 c 是边际消费倾向。这一消费函数可画为一条直线如图2-1所示。

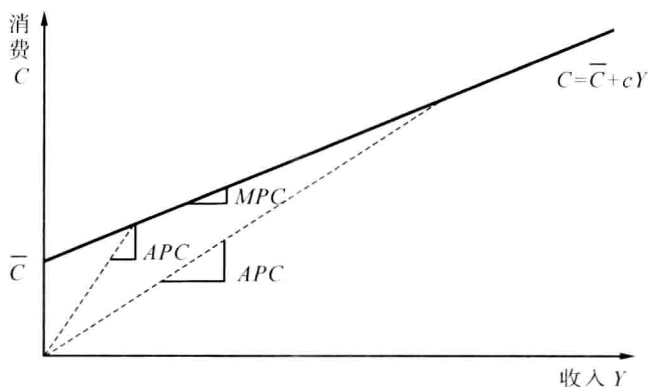


图 2-1 凯恩斯主义消费函数

图2-1体现了凯恩斯消费函数的三个性质:第一,边际消费倾向 c 在0与1之间;第二,平均消费倾向随收入增加而下降;第三,消费由现期收入决定。

凯恩斯的消费函数无法解释长期停滞假说^①的失败和库茨涅兹之谜^②,原

① 根据凯恩斯的消费函数,二战后一些经济学家推测,随着经济收入的持续增加,家庭用于消费的比例将下降,如果没有足够的有利投资项目来吸引储蓄,一旦政府的战时需求停止,则低消费将引起总需求不足,就会引起衰退——长期停滞。

② 库茨涅兹在研究1869年后的消费和收入时发现,尽管研究期内收入有了较大的增长,但从一个10年到另一个10年,消费与收入的比率是稳定的,即凯恩斯的平均消费倾向随收入增加而下降的猜测不能成立。