

中国金融学

China Journal of Finance

复旦大学财务金融学系
四川大学金融研究所

2007

总第十二辑

中国区域间资本的流动性和流动效率实证分析：1979~2004年

张玮 张璐

中国企业商业信用研究

俞乔 金艳

审计意见的决定因素：来自中国上市公司的证据

李春涛 宋敏 黄曼丽

股权分置改革的公告效应和财富效应

王晓坤 夏乐 张俊喜

买卖价差日内模式与限价委托单：来自中国股市的证据

Gary Tian Mingyuan Guo

中国证券市场中概念股的“羊群行为”分析

夏坤 韩立岩

多元化、国际化与企业绩效：基于中国上市公司的实证研究

谭伟强

深圳股市收益率及其波动性与交易量关系的经验分析

戴晓凤 张清海

分数布朗运动下的Black-Scholes公式及其推广

唐斌 陈柳钦

中国金融学

2007 总第十二辑

复旦大学财务金融学系
四川大学金融研究所

 中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融学 (Zhongguo Jinrongxue) 2007. 总第十二辑/复旦大学财务金融学系, 四川大学金融研究所编. —北京: 中国金融出版社, 2007. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4456 - 6

I. 中… II. ①复… ②四… III. 金融—中国—文集 IV. F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 107417 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 180 毫米 × 255 毫米

印张 12.25

字数 236 千

版次 2007 年 7 月第 1 版

印次 2007 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—2590

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4456 - 6/F. 4016

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

《中国金融学》编委会

主 编：俞 乔 赵昌文

本辑执行主编：李善民

学术委员会委员（以姓氏音序为序）：

- | | | | |
|-----|------------------|-----|---------------------------|
| 白重恩 | 清华大学经济管理学院 | 汤 敏 | 亚洲发展银行中国代表处 |
| 曹辉宁 | 长江商学院 | 王 江 | 麻省理工学院金融系 |
| 陈 晓 | 清华大学经济管理学院 | 王 燕 | 世界银行研究局 |
| 陈小悦 | 清华大学经济管理学院 | 汪昌云 | 中国人民大学财政金融学院 |
| 陈学彬 | 复旦大学金融研究院 | 吴国俊 | 休斯顿大学商学院 |
| 陈志武 | 耶鲁大学金融系/长江商学院 | 吴世农 | 厦门大学管理学院 |
| 高 滨 | 北卡罗莱纳大学管理学院/美林证券 | 夏新平 | 华中科技大学管理学院 |
| 韩立岩 | 北京航空航天大学经济管理学院 | 肖 耿 | 香港大学商学院/布鲁金斯学会 |
| 何 华 | 莱曼兄弟证券 | 谢 平 | 中央汇金投资有限公司 |
| 何 佳 | 香港中文大学金融财务系 | 邢晓林 | 新加坡国立大学经济系 |
| 胡永泰 | 加州大学戴维斯分校经济系 | 许成钢 | 英国伦敦经济学院 |
| 黄登仕 | 西南交通大学经济管理学院 | 姚 洋 | 北京大学中国经济研究中心 |
| 黄 明 | 上海财经大学/康奈尔大学商学院 | 易 纲 | 北京大学中国经济研究中心 |
| 姜波克 | 复旦大学金融研究院 | 曾 勇 | 电子科技大学管理学院 |
| 李稻葵 | 清华大学经济管理学院 | 张 处 | 香港科技大学金融系 |
| 李善民 | 中山大学管理学院 | 张 春 | 明尼苏达大学管理学院/中欧国际
工商管理学院 |
| 林毅夫 | 北京大学中国经济研究中心 | 张俊喜 | 香港大学经济与金融学院 |
| 刘芍佳 | 英国布鲁尔大学经济与金融系 | 张维迎 | 北京大学光华管理学院 |
| 刘锡良 | 西南财经大学中国金融研究中心 | 张 新 | 中国人民银行金融稳定局 |
| 刘 力 | 北京大学光华管理学院 | 张 维 | 天津财经大学 |
| 刘 星 | 重庆大学经济与工商管理学院 | 张志超 | 英国杜伦大学东亚研究所 |
| 陆 丁 | 新加坡国立大学经济系 | 郑 璐 | 加州大学欧文分校 |
| 唐 旭 | 中国人民银行研究局 | 郑祖康 | 复旦大学管理学院 |
| 宋逢明 | 清华大学经济管理学院 | 周春生 | 长江商学院 |
| 宋 敏 | 香港大学经济与金融学院 | 朱武祥 | 清华大学经济管理学院 |
| 孙 谦 | 厦门大学财务与会计研究院 | | |

自 2007 年起,《中国金融学》通讯邮箱变更为 submission@cjfinance.org.cn, 敬请您留意! 请同时向 submission@cjfinance.org.cn 和 cjfinance@163.com 发送邮件, 以保证接收有效。

《中国金融学》(2006 总第十辑)中“参与成本和现金流量对过去业绩的灵敏度”一文(作者: Jennifer Huang、Kelsey D. Wei、Hong Yan)的英文稿已在 The Journal of Finance 发表, 该文版权归 The Journal of Finance 所有, 特此声明。

《中国金融学》

2007 年 6 月

目 录

论 文

- 中国区域间资本的流动性和流动效率实证分析：1979 ~ 2004 年 张玮 张璐 (1)
- 中国企业商业信用研究 俞乔 金艳 (53)
- 审计意见的决定因素：来自中国上市公司的证据 李春涛 宋敏 黄曼丽 (72)
- 股权分置改革的公告效应和财富效应 王晓坤 夏乐 张俊喜 (91)
- 买卖价差日内模式与限价委托单：来自中国股市的证据 Gary Tian Mingyuan Guo (104)
- 中国证券市场中概念股的“羊群行为”分析 夏坤 韩立岩 (132)
- 多元化、国际化与企业绩效：基于中国上市公司的实证研究 谭伟强 (148)
- 深圳股市收益率及其波动性与交易量关系的经验分析 戴晓凤 张清海 (168)

短 文

- 分数布朗运动下的 Black - Scholes 公式及其推广 唐斌 陈柳钦 (180)

Contents

Articles

- A Empirical Study on Intra – national Capital Mobility and Movement
Efficiency in China 1979 – 2004 Zhang Wei Zhang Lu (1)
- The Research of Trade Credit in China Yu Qiao Jin Yan (53)
- Determinants of Audit Opinion: Evidence from China’s Listed Firms
..... Li Chuntao Song Min Huang Manli (72)
- The Announcement Effect and Wealth Effect of Share Merger Reform
in China Wang Xiaokun Xia Le Zhang Junxi (91)
- The Intraday Patterns of Bid – Ask Spreads and Limit Order: Evidence
From Chinese Stocks Gary Tian Mingyuan Guo (104)
- The Herding Behavior on Special Concept Stocks in Chinese Stock
Market Xia Kun Han Liyan (132)
- Industrial Diversification, Internationalization and Firm Performance:
An Empirical Investigation on China’s Listed Companies
..... Tan Weiqiang (148)
- Trade Volume and Return – Volatility Relationship on the Shenzhen
Stock Market: An Empirical Analysis Dai Xiaofeng Zhang Qinghai (168)

Short Papers

- The Deduction of Fractional Black – Scholes Formula and Its Application
..... Tang Bin Chen Liuqin (180)

中国区域间资本的流动性和流动效率 实证分析：1979～2004年

张玮 张璐*

摘要 随着对外经济联系的加强,中国金融体系的脆弱性逐渐突出,其中最为重要的问题是资本流动的地区间分割问题。本文在其他研究的基础上对此进行了更深入的探讨。本文主体包括两部分:一是通过对1979~2004年这26年间的数据进行更新和补充,分别采用年度数据和平均年度数据这两种方法,运用简化的FH检验方法重新验证各年各区域间投资和储蓄的关系,并进一步分析和解释形成该种关系和趋势的原因。两种方法的实证结果均表明20世纪80年代末期到90年代初期区域间资本的流动性最弱,其余年份均存在一定程度的资本流动。二是在资本净流入和资本边际产出之间建立简单多元线性回归模型,以探讨我国区域间资本流动的效率性。主要结论是我国区域间的资本流动主要由政府主导,而且在1980~2004年这25年的时间里,区域间资本尽管存在一定程度的流动性,但就全国范围内而言,区域间资本流动效率却很低。究其原因与国内的资本流动性差和国内投资倾向的惯性有关。最后,本文从宏观、中观和微观三个层面上给出了解决方案。

关键词 资本流动性, FH检验, 资本流动效率

1. 引言

1978年改革开放以后,我国的经济生活发生了三个重大变化:一是农业由人民公社集体经营变为家庭经营,这大大扩展了货币经济活动的范围;二是独立经营并在一定程度上有市场导向的民营工商企业有了发展;三是国有企业融资自主权有所扩大。这些因素都促使银行作为金融中介的重要性有所提高,恢复金融体系的多方面功能也提到日程上来。^①

从20世纪80年代中期起,金融改革的步伐开始加快,这一期间金融体系发生了一系列的变化,表现在企业融资格局由国家预算拨款转换为银行贷款和证券市场直接融资,金融工具增加,1987年和1988年国家先后开放了企业债

* 张玮,对外经济贸易大学,国际经济贸易学院;通信地址:北京市朝阳区惠新东街10号,对外经济贸易大学43号信箱,100029;E-mail: zhangwei@uibe.edu.cn。张璐,对外经济贸易大学,国际经济贸易学院;通信地址:北京市朝阳区惠新东街10号,对外经济贸易大学66号信箱,100029;E-mail: lingfuzhang@etang.com。

① 吴敬琏:《当代中国经济改革》,208页,上海远东出版社。

券和国债交易市场, 银行拆借市场、银行间债券回购市场和银行票据贴现市场等逐步出现, 到 20 世纪 80 年代后期, 金融体系的雏型开始形成。进入 20 世纪 90 年代, 1990 年和 1991 年上海和深圳证券交易所相继成立, 并于 1993 年和 1994 年分别开办国债期货交易业务, 至此, 资本市场初步建立并且结构逐步完善。1993~1994 年爆发的新一轮高通货膨胀, 暴露出我国金融系统所存在的严重问题, 从而使更深层次的改革得以推行。首先表现为金融监管体系逐步建立, 从 1993 年成立证监会, 1998 年成立保监会到 2003 年银监会成立, 银行、证券和保险三足鼎立的分业监管格局基本形成。其次表现为外汇管理体制和汇率形成机制的改革, 1994 年政府采取重大步骤改革外汇管理体制, 从同年 1 月 1 日起, 对境内机构经常项目下的外汇收支实行银行结汇和售汇制度, 并建立银行间外汇市场, 改革汇率形成制度, 将原有的外汇牌价和调剂价合二为一, 实行有管理的浮动汇率制。在此基础上, 1996 年下半年起将外资企业纳入银行结售汇体系, 提前实行经常项目下的人民币可自由兑换。2005 年, 我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节有管理的浮动汇率制度。

诚然, 经过 20 多年的金融改革, 目前, 我国金融体系在形式上与发达国家已经相当接近, 但在金融体系的实际运行上仍有很大的差距。随着 2001 年末我国加入世界贸易组织, 对外经济联系进一步加强, 金融体系的脆弱性表现得更为突出, 主要体现在以下三方面:

一为银行体系中的不良资产问题。随着经济快速发展, 企业对融资的需求逐渐扩大, 以银行为融资主体的金融体系逐渐显现问题。由于处在金融体系建立初期, 信贷活动受政府控制, 加之缺乏相应信用体系, 国内商业银行尤其四大国有商业银行, 不良资产占总资产的绝大部分, 2002 年国内 14 家银行^①的资本充足率平均只有 4.53%, 远不足《巴塞尔资本协议》中规定的 8% 的标准, 这大大提高了金融风险, 降低了我国银行在国际、国内市场上的竞争力。

二为金融体系组织形式问题。其层次不健全, 工具缺乏, 无法利用各种金融工具在各个市场之间建立金融避险机制, 这将不利于金融体系的进一步发展。国内外很多学者都对以上两个方面进行过深入研究, 本文就不赘述了。

三为资本流动的地区分割问题。首先, 经典的木桶理论认为一只木桶能够装多少水取决于最短一块木板的长度, 可将此比喻作进一步延伸, 一只木桶能够装多少水不仅取决于每块木板的长度, 还取决于木板与木板之间的结合是否紧密。若木板与木板之间存在缝隙或缝隙很大, 则同样无法装满水。中国的资本市场好比一只木桶, 而各个区域的资本市场正是每块木板, 它们之间的相互

^① 14 家商业银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国银行、深圳发展银行、浦东发展银行、广东发展银行、光大银行、招商银行、中信银行、招商银行、福建兴业银行、民生银行、华夏银行。

割裂的状况，导致了整个资本市场在平衡和引导资金流向方面所起的作用有限，在经济全球化背景下的今天，资本流动的地区分割容易引发金融风险，进而对整个宏观经济运行产生不利影响；此外，该问题在中国一直以来都没有得到很好的实证研究。综上对我国资本流动的地区分割问题进行实证研究是有意义的。下文将就此进行详细分析。

2. 理论和文献回顾

2.1 资本流动必要性的经济学解释

2.1.1 关于资本的流动性与区域内消费者效用水平

根据微观经济学的原理，随着消费的增加，消费者所获得的总效用水平也会随之增加。一个区域的人均消费水平和效用水平的关系如图1^①所示，在不存在资本流动的情况下，该区域的人均消费完全取决于该地区的人均产出，并且消费倾向是稳定的，那么人均消费水平在各个时期将随着人均产出的波动而波动。在经济不景气的时候，该区域的人均消费较低为 OC_1 ，效用水平为 C_1A_1 ，而在经济情况较好的时候，人均消费水平则较高为 OC_2 ，效用水平也较高为 C_2A_2 。再将这两个时期作为一个整体过程来分析，同时假定 C_0 为 C_1C_2 的

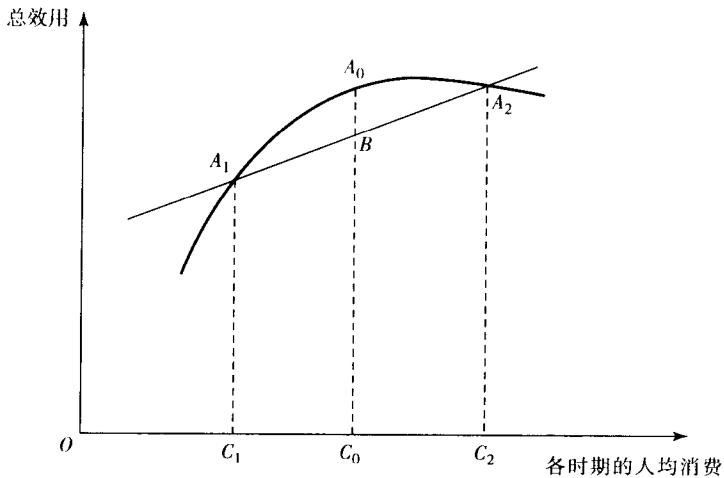


图1 人均消费水平与总效用水平的关系

① 郝寿义、安虎森主编：《区域经济学》，307页，经济科学出版社，2004年7月，第1版。

中点，则这两个时期该区域消费者的平均总效用水平为 $\frac{C_1A_1 + C_2A_2}{2} = CB$ 。但在存在区域间资本流动的情况下，该区域可以通过资本流动来平抑人均消费水平在不同时期的波动，由于消费由持久收入决定，所以在经济不景气时，借入资金，而在经济高涨时，借出资金，从而该区域内人均消费水平保持在 OC_0 水平，这样不论产出如何变动，两个时期的效用水平都为 CA ，与没有资本流动时的平均效用水平 CB 相比，高出 BA 部分，这也是资本流动带来的净收益。^①

2.1.2 关于资本的流动性与经济增长

上文从一般意义上分析了资本流动能够平滑消费，提高区域内消费者的总效用水平，增加福利。下文将结合我国情况分析资本流动还可以促进区域及一国的经济增长。

没有足够、持续的资本供给，既不能形成新的经济增长点，也不可能使得区域的经济持续稳定发展。在没有外来资本流入的情况下，一个地区的资本供给只可能取决于本地区的储蓄能力和居民的储蓄意愿，而储蓄能力又直接与本地区的收入水平有关。一个地区资本供给不足，而本地区的储蓄率提高又已经达到某种界限时，则需要从外界输入资本。资本的流动既是联系各区域经济的重要渠道，亦能够为区域带来净收益，从而对一国的经济发展也会起着积极的推动作用。

下面用图解^②的方法解释资本的区域间流动对我国经济增长的影响。

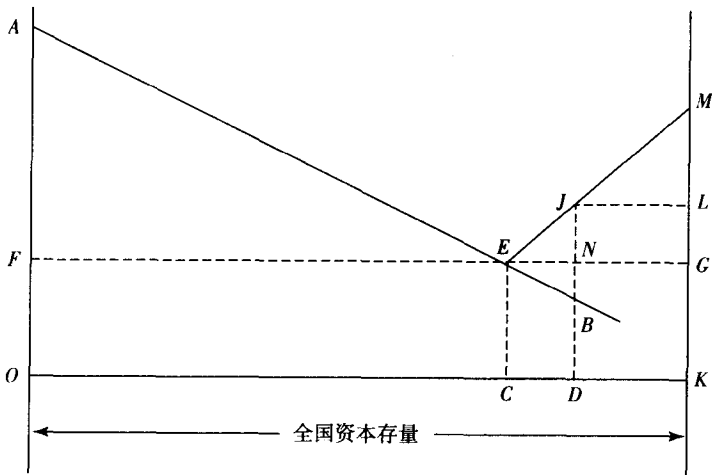


图2 资本流动对我国经济增长的总体影响

① 该部分的分析对后面第五部分中对中国区域分类起了铺垫作用，研究人均消费取决于人均可支配收入，人均可支配收入取决于人均国内生产总值，因此采用人均国内生产总值对区域进行分类。

② 该图改编自《重庆工商大学学报》“资本要素流动机理分析”，2004年2月第21卷第1期，31~37页。

如图2所示,左右纵轴分别表示我国经济发达地区和欠发达地区^①的资本边际产出, AEB 和 MJE 分别代表经济发达地区和欠发达地区在不同投资水平下的资本边际产出,其中, A 点高于 M 点的原因在于经济发达地区原始资本边际产出高于经济欠发达地区。此外,假设全国的总资本存量为 OK ,其中,经济发达地区的初始资本存量为 OD ,经济欠发达地区的资本存量为 KD ,在不存在资本区域间流动的情况下,经济发达地区与欠发达地区将全部资本存量 OD 及 KD 投入国内生产,经济发达地区的总产出是 $OABD$,经济欠发达地区的总产出为 $MJDK$ 。在存在资本区域间流动的情况下,经济发达地区将 OC 部分资本存量投入区域内,而将其余的 CD 部分资本投入经济欠发达地区,则经济发达地区的总产出为 $OAEC$ 与 $ENDC$ 之和,比原来的总产出净增 ENB ;而经济欠发达地区投资增加的同时,总产出也增加,由原来的 $MJDK$ 增加到 $MECK$,再减去由经济发达地区享受的投资收益 $ENCD$,比原来净增加 ENJ 。经济发达地区与欠发达地区总产出共增加 EBJ ,即整个国内总产出增加了 EBJ 。我们从图2中可以清楚地看出,资本区域间流动既促进了单个区域经济增长,更加速了整体经济增长。

2.2 资本流动的理论回顾

以欧洲货币市场为萌芽的国际金融市场一体化,随着西方国家纷纷放松金融管制以及广大发展中国家的金融深化和金融自由化而日益加强。近来,金融创新浪潮中新的金融工具和金融机构不断出现,又为这一趋势提供了适当的载体。金融市场一体化最直接的作用对象就是国际资本的流动,因此,为了更好地衡量和解释金融市场一体化程度和趋势,很多测度国际资本流动的理论应运而生。主要理论有以下五种:

第一种,价格法。

价格法寻求的是各市场或经济体间资产价格的相等,研究主要是基于货币市场的利率平价理论和资本市场的资本资产定价模型(CAPM)。

三类利率平价条件[非抛补利率平价(UIP)、抛补利率平价(CIP)和真实利率平价(RIP)]分别衡量的是不同程度的资本流动。

CIP是一价定律在金融资产上的应用,当CIP成立时,国内外名义利率差等于远期升贴水率。当UIP成立时,国内外名义利率差等于预期升贴水率。此时资本完全流动,偏离CIP和UIP意味着存在金融市场一体化的障碍(如资本管制、交易成本等),国际资本无法自由流动。RIP检验的是金融资本以及非金融资本(商品、服务、生产要素和技术)的完全流动,测度的是一国在世界经

^① 这里的经济发达地区是指后文中的经济繁荣地区,经济欠发达地区包括后文中的经济发展和经济萧条地区。

济中的融合程度。RIP 有两种形式，一是在相对购买力平价（RPP）和 UIP 成立的条件下得出的，即国内实际利率与国外实际利率相等；二是仅在 UIP 成立的条件下得出的，即国内外真实利率差与预期汇率变动率相等。这三种平价理论现实中成立的条件较为苛刻，使用时有诸多限制。例如：UIP 在 CIP 的基础上成立，而预期汇率的选取通常又要进一步做出假定；采用 CIP 通常需要一个流动性较强的远期外汇市场，而这在发展中国家往往不可行；RIP 条件最为苛刻，它仅为贸易和金融之间的联系提供了一个研究视角。

另外，还有大量研究通过考察国际资本资产定价模型（ICAPM）测量金融市场一体化以及国别之间的资本流动程度。 $ER(i, t) = \beta_w \lambda_w + \beta_d \lambda_d$ ，其中， $ER(i, t)$ 表示资产组合预期收益， λ_w 、 λ_d 分别表示世界和国内市场风险溢价， β_w 、 β_d 分别表示投资组合 i 相对于世界市场组合和国内市场组合的风险。如果资本完全流动，金融市场实现完全一体化， $\lambda_d = 0$ ，国内的资产组合收益将完全取决于世界市场因素。

本文研究国内的资本流动问题，不涉及汇率和国内外资产风险偏好问题，所以该方法不予考虑。

第二种，欧拉方程法。

欧拉方程法为检验金融市场一体化又提供了一个新的视角，它通过最优化 t 期和 $t+1$ 期之间的跨期消费来测量金融市场一体化和资本的流动性。分为基于无风险资产的模型和包含风险资产方程的模型这两种。因为消费是经济的最终目标，所以它更适于研究金融市场一体化对经济福利的影响。

第三种，制度法。

资本流动是金融市场一体化的前提，资本的管制程度可以间接地反映资本的流动性。资本管制的形式分为以下三类指标：对存款利率的管制；对资本项下交易的限制，如期限限制、货币限制等；国外金融服务的准入规则。资本管制越严格，金融市场一体化程度就越低；反之则相反。该方法的局限在于假定资本管制的取消能在某种程度上带来一国金融市场一体化的增强。而事实上并非如此，个别资本管制较少的经济体，由于法规性或政治性因素、文化因素等原因，其金融市场一体化程度也并不高，这一点在发展中国家体现得尤为突出，需要与其他的衡量方法结合使用。

然而在一国内部，区域与区域之间不存在明确的资本管制制度与差异，这种方法在本文缺乏适用性。

第四种，动态分析法。

自 20 世纪 90 年代以来，各种计量经济学方法对金融市场一体化动态演进的模拟层出不穷。早期采用的 VAR 模型以及近期的 GARCH 模型，均通过短期内对股票市场的国际联系进行测量，从而判断市场和区域间的相关性。虽然比较各短期表现能对其长期变化大致把握，但短期内一体化程度可能频繁变化而表现出高波动性，因此上述方法并不够严谨。用工具变量法模拟系数的动态变

化是一种比较理想的方法，但由于只涉及有限的变量，故只能部分地解释一体化，其对变量的分析结论可能会涵盖其他未考虑因素的作用。

由于我国各地区并不存在单独的资本市场，只有上海证券交易所和深圳证券交易所，所以研究两者的相关性无法反映我国区域间的资本流动性。此种方法对于研究一国内的区域间资本流动不适用。

第五种，FH 检验法。

这种验证金融市场一体化程度的方法是考察一国的储蓄与投资的相关性。它是从宏观层次上测量国际资本流动性的一种手段。该方法是 Feldstein 和 Horioka 于 1980 年提出的，其理论依据是储蓄、投资和资本流动的关系。他们认为由于一国总储蓄和（或）总投资的变化会引起经常账户的变动，于是经常账户余额就等于国内储蓄减去国内投资。金融市场完全一体化，资本完全流动，经常账户的赤字（盈余）就会被资本账户的流入（流出）所平衡，这样一国的储蓄决策将独立于投资，储蓄和投资就不相关。通过检验国家间储蓄和投资的相关性，可以判断其金融市场国际化程度以及资本的流动程度。模型的回归方程为 $\left(\frac{I}{Y}\right)_t = \alpha + \beta\left(\frac{S}{Y}\right)_t + v_t$ ，因变量是投资率，自变量是储蓄率， v_t 为满足经典回归模型基本假定的随机项。如果资本流动性强，金融市场一体化程度很高，则储蓄率的系数 β 应该接近于零；反过来， β 较高则意味着各国的投资主要受制于该国的储蓄，国际金融市场分割较为严重。

由于一国内部各地区使用共同货币，不存在货币贬值或升值危机，而且地方政府也不像一国政府那样关心其经常账户并控制汇率，所以尽管 FH 检验法在衡量国际金融市场一体化方面存在很多争议，但在一国内部，其仍不失为衡量地区间金融市场一体化和资本自由流动的良好指标。因此，本文采用此方法验证我国区域间的资本流动性。

2.3 相关文献回顾

正如引言中所述，考察我国资本流动效率和地区分割性的文献并不多见。下文中将分国外和国内两类文献来进行说明。

2.3.1 国外相关文献

比较具有代表性的研究有两篇。其中稍早的一个是 Yasheng Huang (2001)，他从外国直接投资 (FDI) 的角度分析了我国区域间贸易壁垒的形成问题，即商品市场和资产市场的分割问题。他认为 FDI 和这种贸易壁垒的形成有很大联系，一方面，FDI 流动性很强，可以弥补壁垒造成的区域发展资金不足，让地方政府有可能实施地区进口替代战略 (Regional Import Substitution Strategies)，更深层次地减少区域间的经济往来。另一方面，壁垒的建立恶化了

各地方政府各自为政的状况，它们开始对相似产业和项目重复建设，致使区域内多数厂商规模较小，竞争力低下、利润率低、从而进一步增加了对 FDI 的需求。尽管该篇文章并没有直接涉及我国区域间的资本流动问题，但它能为本文解释资本区域间分割的形成原因提供一个全新的视角。

另一个是 Genevieve Boyreau - Debray 和 Shang - Jin Wei (2004)，他们通过引入无条件和有条件 FH 检验，考察了我国国内资本流动的区域间分割情况，得出我国资本流动性非常低的结论。此外，他们进一步研究发现，政府主导的资源配置使得资本无法在最有效率的地区和行业得以使用，政府在金融领域干预越少，越有利于经济增长。该篇文章运用实证研究的方法系统地分析了我国区域间的资本流动情况，填补了国内外学术界在此领域的研究空白。其研究方法值得本文引用和借鉴。

2.3.2 国内相关文献

国内对于我国区域间资本流动研究的基本思路主要遵循以下三种：

第一，基于投资和储蓄基本关系，运用各种动态模型研究区域间的资本流动性。代表性的研究如下：

胡永平、张宗益、祝接金 (2004) 采用 ARDL—ECM 模型，将全国分为东、中、西三个地区，并通过检验各地区储蓄—投资的长期共积关系并计算其储蓄保留系数即 FH 检验模型中的 β ，得出的结论是总体上东部是资本净流入地区，西部是资本净流出地区，中部地区基本持平，证实了资本向东部地区流动的区域间资本流动的基本趋势。该篇文章采用时间序列数据进行分区域讨论，结论可能会受经济周期变动造成的储蓄和投资正相关现象的影响。本文为了避免该影响，在 FH 检验部分决定采用横截面数据进行研究。

高全胜 (2004) 利用交错递推和平行数据估计两种方法研究了我国区域间资本流动及其结构性变迁的特点，研究发现我国的区域间资本流动在不同时间具有不同阶段性特征，可以划分为计划制约型、过渡转型型和市场配置型。资本流动在我国主要受财政政策的影响，受货币政策影响要小一些。最后给出了一些加快资本流动的建议。该文章为本文解释区域间资本流动性如何随时间变化提供了一种思路。

赵岩、赵留彦 (2005) 运用无条件和有条件的 FH 检验讨论了各省（市、区）投资率和储蓄率的相关程度。鉴于国有银行在中国金融体系中的主导性地位，他们还基于同样方法检验了各省（市、区）国有银行存款率和贷款率的相关性，从而推断中国金融市场的效率以及一体化程度。该篇文章完全借鉴了 Genevieve Boyreau - Debray 和 Shang - Jin Wei (2004) 的研究思路，并无创新之处，对我国现存的资本流动受限制的原因探讨也不够深入，但却是国内文献中较早用实证研究系统分析资本流动地区间分割问题的文章之一。

第二，定量研究区域间资本流动和区域经济协调发展或区域经济差距之间

的关系。代表性的研究如下：

胡晓鹏（2003）在中国区域经济不平衡增长的前提下，研究了我国各省（市、区）的资本分布格局、资本存量、人均资本和区域经济增长之间的关系，并在此基础上探析了资本在区域间贡献的差异。

郭金龙、王宏伟（2003）分析了改革开放以来我国不同区域间经济差距的变化和特点，然后从区域资本流动的不同渠道综合分析了我 国改革开放以来不同区域间的资本流动趋势和特点，在此基础上通过计量经济模型对区域间资本流动对中国区域间的经济差距影响进行了数量分析和理论分析，并据此提出我国缩小地区经济差距的政策建议。

王晓冰、李杰（2003）将资本流动分为直接投资和间接投资两种形式，他们认为直接投资的流向影响着区域产业结构的变化和经济平衡，但随着我国金融市场的对外开放和金融体制改革的不断深化，间接投资对区域经济发展的影响也越来越大。虽然直接投资和间接投资分别对区域经济的发展产生不同的影响，但两者对区域经济的发展都有利有弊，需要采取趋利避害的措施，充分发挥资本流动对区域经济发展的积极作用。

贺瑞、杜跃平（2005）通过经济学理论分析，得出我国地区间资本流动、形成与当地经济增长之间，存在这样一个类似于“贫困的恶性循环”的循环关系，探讨出我国区域间资本流动对不同区域经济增长以及区域间经济差异变化的影响，并对如何促进我国地区间资本流动和推动区域间经济的协调发展提出若干建议。

该类文章大都以定量分析为主，而且重点在于探讨区域经济如何协调发展，缺陷在于一是缺乏使用计量模型的方法对区域间资本流动问题进行进一步探讨，二是文章重点和本文重点不相符。尽管如此，这类文章中对数据进行分析时所采用的统计分析方法还是值得借鉴的。

第三，仅研究货币资金的区域间流动情况。代表性研究如下：

唐旭（1994）通过分析国家银行的资金分布与流动情况，总结了我国资金流动和地区经济发展的关系，最后提出中国经济发展战略。

辛家鼎、兰天（1999）从我国区际存款和贷款资金分布的不平衡，看出造成我国区域货币资金的不平衡、影响货币资金流动不平衡是由商品买卖、劳务输出、直接投资、银行间资金拆借和证券市场的资金在不同地区的流动效应而产生的。从货币政策角度来讲，应从中央银行存款准备金、利率、金融机构的设立等方面制定相应的政策，以改善我国区域货币资金流动的不平衡现象及由此而引起的区域经济发展的不平衡，促进我国经济健康、稳定发展。

该类文章的研究对象范围窄，资本不仅包括货币资金，还包括非货币资金，而本文的研究对象是广义的资本，不仅仅局限于货币资金。

综上所述，区域间资本流动对经济增长和消费者效用水平提高很有裨益，