

中国经济波动与通货膨胀

——投资、金融、财政、工资：理论与实证

孙力军 著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

中国经济波动与通货膨胀

——投资、金融、财政、工资：理论与实证

孙力军 著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国经济波动与通货膨胀:投资、金融、财政、工资:理论与实证/孙力军著. —上海:立信会计出版社,2016.6

ISBN 978-7-5429-5066-6

I. ①中… II. ①孙… III. ①中国经济—经济波动—研究②通货膨胀—研究—中国 IV. ①F124.8②F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第121437号

策划编辑 陈 昕

责任编辑 陈 昕

封面设计 南房间

中国经济波动与通货膨胀

——投资、金融、财政、工资:理论与实证

ZHONG GUO JING JI BO DONG YU TONG HUO PENG ZHANG

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号

邮政编码 200235

电 话 (021)64411389

传 真 (021)64411325

网 址 www.lixinaph.com

电子邮箱 lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net

电 话 (021)64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本 787 毫米×960 毫米 1/16

印 张 10.5 插 页 2

字 数 174 千字

版 次 2016 年 6 月第 1 版

印 次 2016 年 6 月第 1 次

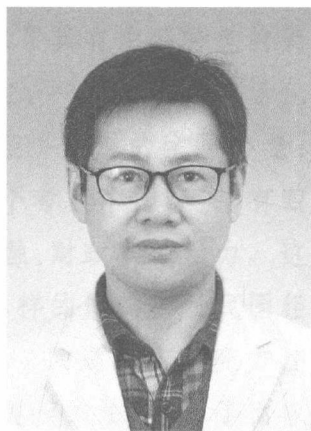
书 号 ISBN 978-7-5429-5066-6/F

定 价 36.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

作者简介

孙力军,山东沂水人,上海立信会计学院金融学院,副教授。毕业于复旦大学,获得经济学博士学位。主要研究方向是货币政策、金融发展、宏观经济波动等。主持教育部人文社科基金、上海市教委创新项目等多项课题。近年来,以第一作者身份在《金融研究》《经济学动态》《数量经济技术经济研究》《经济学家》《经济科学》《财经科学》《当代经济科学》等权威期刊上发表论文 30 余篇。出版学术专著 1 部。



内 容 简 介

中国经济发展取得了举世瞩目的成就,走出了具有中国特色的大国发展道路。概括起来,有三个显著的事实特征:一是渐进式市场化改革战略;二是中央和地方政府是改革开放和经济发展的主导力量;三是经济发展具有非均衡性。在这一大的背景下考察中国经济,有四个要素构成我国经济发展的核心要素:投资、金融、财政和劳动力。这些要素的变动,对我国经济波动和通货膨胀有怎样的影响?对我国经济的长远发展意味着什么?这是本书研究的核心问题。在研究方法方面:采用了动态最优化、跨期预算约束等数理建模方法;使用了面板数据模型、Granger 因果检验、脉冲响应函数等计量方法。本书对我国经济发展中的几个“之谜”进行了解读:①我国金融低效率—经济高速增长之谜;②CPI 领先 PPI 变动之谜。基于相关研究结论,本书提出了针对我国金融发展与改革、财政改革等方面的政策建议。

本书主要内容分为4章。

第2章从我国市场化改革的进程出发,研究投资、金融与我国的经济波动和通货膨胀的关系。中国经济波动的典型特征是通货膨胀—紧缩交替现象,这来自我国政策和体制内生的投资机制,投资波动是我国经济波动的主要力量。为控制经济波动、保持经济平稳,中国采取了先实体部门、后金融部门分步推进的渐进式改革战略。虽然由于金融改革滞后导致的我国金融体系效率低下和金融资源错配严重,进而拖累经济增长,但是正是由于国家对金融发展有足够的控制力,才能在改革进程中保持金融和经济稳定,从而兼顾稳定和增长,这可能是中国取得更加显著的经济成就的重要原因。本章通过一个省级面板数据模型,进一步验证指出,对存在的大量的金融资源向国有部门的错配问题,由于国有企业民营化改革等措施的推进,得到大幅度修正。国有金融资本为中国经济起飞和民营资本的形成和发展奠定了重要基础,这使得中国经济增长更像是某种间接的金融政策作用的结果。

只有在金融体系和经济稳定的基础上,才能实现经济的长期持续增长,这是中国渐进式改革告诉我们的成功经验。对大型国有企业建立现代企业制度以及股份制改制上市,基本完成了政府向(国有)企业的分权化改革,但分权化改革不等于市场化改革,而中国改革的核心和实质也不在于分权,而在于放松或者取消政府对私人经济的管制,促进非国有经济的成长和发展。从分权化改革的角度看,中国经济体制改革已经进行的差不多了,但是从市场化改革的角度看,中国仍有很长的一段路要走:①国有企业的市场定位和进一步改革问题。有很多问

题需要理顺,如是否需要进一步将现有的国有企业民营化;国有企业和政府的关系如何定位;国有企业和其他所有制形式企业的关系如何定位等。②政府在市场经济中的功能定位问题。如“裁判员和运动员”问题,政府干预与市场调节的关系问题等。

第3章从均衡和非均衡视角研究金融发展与经济波动的关系。通过对现有相关文献的梳理,利用等产量线和无差异曲线,首次系统阐述了金融发展的均衡和非均衡含义,并在均衡和非均衡框架下阐述了金融发展和经济波动的关联机制:金融均衡发展通过缓解微观主体跨期最优行为过程中的信贷约束,实现资源在各期的平滑配置;通过信息生产和风险管理效应,降低信贷融资的资产负债表依赖,降低金融加速器效应,促进投资的长期性和逆周期性,从而抑制经济波动;而金融非均衡发展导致资产市场泡沫化,并通过金融加速器进一步放大资产泡沫,引发经济波动;我国信贷投放的国企偏好,软预算约束与投资冲动效应,是我国转轨时期特有的金融发展非均衡现象,不利于经济稳定。需要指出的是:最近10年来:我国房地产市场日趋泡沫化、银行信贷井喷式增长、银行信贷的国企偏向有增无减等特征事实,表明我国金融非均衡发展在这一时期可能占据主导地位,对经济稳定和持续性增长很不利。

基于我国2001—2012年省级面板数据,我们发现:金融发展总体上对终端消费品价格波动有平抑作用(社会融资总量、银行各项贷款余额与CPI显著负相关);而以银行信贷的国企和政府部门偏向(银行中长期贷款规模、银行贷款长短比与GDP平减指数显著正相关)、金融资产市场过快发展(直接融资占比与GDP平减指数、CPI、房价均显著正相关)和房地产资产价格快速上涨(全部金融发展变量与房价显著正相关)等为主要表现形式的金融非均衡发展放大了经济波动。基于单位根检验和协整检验、格兰杰因果检验、脉冲响应函数检验,发现金融资产价格上涨均领先于物价变动,并通过财富效应、托宾Q效应、资产负债表效应、资金在虚拟经济和实体经济的替代效应,影响实体经济波动。所以,金融非均衡发展是引发通胀的重要因素。因此,促进金融均衡发展,防止金融非均衡发展对实现经济稳定至关重要。货币政策采取事前调控策略将金融非均衡对经济和金融的负面影响尽量降低到最低程度,加强与金融监管、财政政策的协作,共同努力确保货币稳定和金融稳定。

第4章将财政嵌入到投资、金融与经济波动机制中,展现出财政对我国经济

和金融发展的重要影响力。基于价格水平的财政决定理论(FTPL),从现值预算方程的视角重新认识股价与物价的关系。本章推导了一个包括国企和政府融资平台的扩展的政府现值预算方程,并证明政府和国企的紧密关联以及政府对国企未来盈亏承担的救助责任、政府融资平台的扩张,强化了我国财政政策的非李嘉图性质,该现值预算方程就是一个均衡条件。在该条件下,家庭对政府和国企的未来盈余预期决定了当期价格水平,而我国股票市场主要由国企组成,因此股价的变动一定程度上能反映家庭部门对国企和政府融资平台公司未来盈余前景的预期,在社会债务总额为前定变量的条件下,股价与物价的变动出现负相关关系。并且由于家庭消费行为的变化主要在需求层面作用于消费者市场,也就是主要影响消费者价格指数 CPI,政府和国企当期债务和投资扩大将来主要在供给层面影响中间产品价格指数,即 PPI,因此也可以推导出 CPI 领先 PPI 变动的结论。

中国式分权和信贷配给决定了我国经济存在货币超发和资金配置向政府和国企倾斜的内生机制。而理论、历史和当前的大量证据都在证明,政府和国企效率是极低的,当超发的货币被配置在低效率的部门而被不断浪费掉的时候,就不会有产品或服务来吸收资金,通胀就不可避免了,通胀就是低效率的副产品。由此引出的政策含义是:①防止货币超发,关键是要校正中国扩张偏向的财政政策,最根本的就是要改革中国式分权制度安排,除理顺政府间财权和事权外,改变政绩考核机制是关键,由单一的经济增长指标变为更具综合性的指标体系;②防止资金的低效率配置,关键是校正金融体系的信贷配给。具体包括:一是需要从信贷配给转向用利率来控制货币供应;二是为摆脱信贷配给,借贷利率应进一步放开。

第4章基于凯恩斯 IS-LM 和 AS-AD 模型分析了在我国劳动力市场出现“民工荒”为特征的结构性劳动短缺,金融市场上存在金融资源向政府和国企的配给性倾斜的背景下,紧货币、宽财政的政策组合将会导致的宏观经济效应:一是物价结构性上涨;二是政府和国企“日子好过”,出现结构性国进民退;三是货币超发和通货膨胀。不断扩张的政府和国企支出是导致货币超发的重要机制,不断膨胀的金融资源由于信贷配给配置给了低效率的政府和国企部门。当钱被花在生产率低下的活动上,就不会有产品或服务来吸收资金。因此,就变成了通胀。试图抑制通胀的紧货币政策,不能抑制政府和国企继续无效率的花钱,而效

率高的中小企业却正被饿死。需要指出的是,从长期来看紧货币、宽财政的政策组合是不可持续的和不可置信的。如果财政扩张不能约束,货币从紧就是不可持续的,迟早会转向从宽,那么通胀和国进民退也就是必然的了。

第5章考察了开放经济条件下中国式财政分权对通货膨胀的影响机制。在理论上,中国式财政分权下的增长竞争不但直接扩大了通货膨胀,还通过对外贸易竞争,扩大了通货膨胀。基于中国省级面板数据的研究样本,笔者发现:地方财政收入自治率、地方财政支出自治率、地方财政支出占比显著扩大了通货膨胀,贸易开放度、贸易非均衡度显著扩大了通货膨胀,地方财政收入自治率、地方财政支出自治率、地方税收管理分权度均显著地促进了对外贸易发展;地方财政支出自治率、地方税收管理分权度导致了对外贸易的非均衡发展。由此表明,地方政府的财政自治权越高,将越激励其为经济增长展开竞争,扩大通货膨胀;为鼓励出口而采取的财政扶持和税收优惠政策,促进对外贸易发展,并导致贸易的非均衡发展,间接扩大了通货膨胀。

第5章考察了工资实际增长是否推升了我国通货膨胀水平。从理论上讲,刘易斯拐点的到来、人口结构老龄化和政策因素驱动我国实际工资增长,并构成长期通货膨胀压力。基于2001—2012年省级面板数据可知:实际工资与GDP平均指数(10%显著水平)、消费者价格指数(1%显著水平)、商品房销售价格(1%显著水平)显著正相关,表明实际工资增长不但从成本方面推升了通货膨胀,还通过直接扩张需求、在消费者信贷市场上承担“资本品”功能和杠杆效应,从需求方面拉升通货膨胀。在房地产市场上,房地产价格的看涨预期、工资增长导致的按揭能力增强和银行住房贷款增长,构成了一个重要的工资增长—通货膨胀循环传导机制。

关键词 经济波动 通货膨胀 投资 金融 财政 工资

目 录

1 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本书基本观点	1
1.3 本书结构安排	3
1.4 研究方法	5
2 改革进程中的经济波动:投资与金融控制	6
2.1 本章引言	6
2.2 投资与中国通货膨胀—紧缩交替现象	7
2.2.1 问题的提出	7
2.2.2 理论分析	9
2.2.3 实证研究	13
2.2.4 结论及对当前政策的评价	17
2.3 金融控制与金融低效率—经济高增长之谜	18
2.3.1 引言	18
2.3.2 文献述评	20
2.3.3 制度背景与理论分析	24
2.3.4 经验验证	28
2.3.5 结论与启示	32
2.4 本章结语	34
3 金融发展、经济波动与通货膨胀:均衡和非均衡	35
3.1 本章引言	35

3.2 金融发展与经济波动:均衡和非均衡框架	36
3.2.1 引言	36
3.2.2 理论分析与研究假设	37
3.2.3 实证研究	45
3.2.4 结论与政策含义	53
3.3 金融非均衡发展 with 通货膨胀	54
3.3.1 引言	54
3.3.2 金融非均衡发展	55
3.3.3 金融非均衡发展 with 通货膨胀的作用机理	59
3.3.4 金融非均衡发展影响通货膨胀的实证研究	60
3.3.5 结论:金融非均衡形势下通货膨胀治理的政策主张	63
3.4 本章结语	65
 4 金融市场、经济波动与价格水平的财政决定	67
4.1 本章引言	67
4.2 股价与物价:基于价格水平财政决定理论	68
4.2.1 引言	68
4.2.2 文献回顾	70
4.2.3 经验事实与理论模型	74
4.2.4 计量模型检验	82
4.2.5 基于结构断点的经验判断	86
4.2.6 结论与启示	91
4.3 财政扩张、货币超发 with 通货膨胀	92
4.3.1 引言	92
4.3.2 计量模型分析	93
4.3.3 进一步讨论	96
4.3.4 结论与政策建议	98
4.4 紧货币、宽财政是否稳定了物价	99
4.4.1 引言	99

4.4.2 理论分析	100
4.4.3 实证分析	104
4.4.4 结论	110
4.5 本章结语	111
5 财政分权、工资增长与通货膨胀	113
5.1 本章引言	113
5.2 开放条件下的财政分权与通货膨胀	114
5.2.1 引言	114
5.2.2 理论综述与研究框架	115
5.2.3 模型设定、变量与数据	120
5.2.4 实证检验	123
5.2.5 结论与政策建议	126
5.3 工资增长是否推升通货膨胀水平	127
5.3.1 引言	127
5.3.2 文献综述	128
5.3.3 理论框架	130
5.3.4 模型设定、变量定义与数据来源	133
5.3.5 实证结果分析	135
5.3.6 结论与政策建议	138
5.4 本章结语	139
6 全书总结	140
参考文献	144
后记	158

1.1 问题的提出

中国经济发展取得了举世瞩目的成就,走出了具有中国特色的大国发展道路。概括起来,有三个显著的事实特征:一是渐进式市场化改革战略;二是中央和地方政府是改革开放和经济发展的主导力量;三是经济发展具有非均衡性。在这一大的背景下,考察中国经济,有四个要素构成我国经济发展的核心要素:投资、金融、财政和劳动力。这些要素的变动,对我国经济波动和通货膨胀有怎样的影响?对我国经济的长远发展意味着什么?这是本书研究的核心问题。控制经济波动、保持物价稳定,对我国经济的持续发展和提高民众的生活水平,显然具有重要的意义。这也是本书研究的现实意义。

1.2 本书基本观点

(1) 在改革进程中,投资是我国经济波动的主要力量,导致了中国特色的通货膨胀—紧缩交替现象。

(2) 先实体部门、后金融部门的渐进式改革战略,意在通过金融控制,保持

金融和经济稳定。虽然由于金融改革滞后导致的我国金融体系效率低下和金融资源错配严重,进而拖累经济增长,但正是由于国家对金融发展有足够的控制力,才能在改革进程中保持金融和经济稳定,从而兼顾稳定和增长,这可能是中国取得更加显著的经济成就的重要原因。金融控制保证了经济稳定,但客观上存在效率损失,出现了中国特有的“金融低效率—经济高增长”之谜,而市场化改革(尤其是国有企业民营化)大幅度修正了这种金融低效率损失,从而实现了稳定和增长两大发展目标。在轨道的动态推动过程中,中央政府并不再追求经济增长速度,而是追求一种稳定增长的发展道路,稳定与增长携手共进正是转型期中国经济发展的内涵,同时也反映出中央先工业、后金融渐进式改革战略的深刻智慧。对由金融控制造成的资源错配和增长拖累,中央政府致力于工业部门国有企业的所有制改革,通过把国有企业改制为民营企业,激活了国有企业里大量沉淀的金融资源,为民营企业的进一步发展提供了原始资本积累,从而纠正了金融错配的效率损失。随着民营企业自身造血能力的增强,逐步减少对外源融资的依赖,收入水平的提高又增加了储蓄和多样化的金融需求,带动了金融发展,金融机构不良资产下降,从而进入了一个各经济主体良性互动的经济发展阶段。

(3) 过渡时期的经济与金融发展具有非均衡性。对于金融非均衡发展,货币政策仅仅关注传统目标—物价稳定是远远不够的。为了防范通胀和保持宏观经济运行稳定,货币政策还应高度关注金融非均衡问题,采取事前调控策略将金融非均衡对经济和金融的负面影响尽量降低到最低程度。此外,单独依靠货币政策防止金融发展非均衡也是远远不够的,还需要加强与金融监管、财政政策的协作,共同努力确保货币稳定和金融稳定。

(4) 政府和国有企业的紧密关联以及政府对国有企业未来盈亏承担的救助责任、政府融资平台的扩张,强化了我国财政政策的非李嘉图性质,现值预算方程就是一个均衡条件,家庭对政府和国有企业的未来盈余预期决定了当期价格水平,而我国股票市场主要由国有企业组成,因此股价变动反映对国有企业未来盈余前景的预期,在社会债务总额为前定变量的条件下,股价与物价负相关,并且债务膨胀可能导致一个“悲观盈余预期—通货膨胀”的动态机制。

(5) 中国式分权和信贷配给决定了我国经济存在货币超发和资金配置向政府和国有企业倾斜的内生机制。而理论、历史和当前的大量证据都证明:政府和

国有企业效率是极低的,当超发的货币被配置在低效率的部门而被不断浪费掉的时候,就不会有产品或服务来吸收资金,通胀就不可避免了,通胀就是低效率的副产品。分权体制下的“为增长而竞争”演化为“为出口而竞争”,导致贸易非均衡发展和外汇储备累积,加大通货膨胀压力。

(6) 人口红利的消失、农村剩余劳动力的逐步枯竭,工资具有长期上涨趋势,低成本优势不在,会带来长期通货膨胀压力。

(7) 基于中国市场化改革的进程、均衡和非均衡框架、政府与分权的财政体制,通过对中国经济波动与通货膨胀问题的研究,均可导出基本一致的结论:即政府约束自己的扩张行为,明确政府和市场的边界,政府的归于政府,市场的归于市场,这是保证金融和经济稳定、促进民营经济生长,并在此基础上实现持续性经济增长的基石。

1.3 本书结构安排

本书结构安排如图 1.3.1 所示。

第 1 章提出问题,以及全书的基本观点、结构安排、研究方法。

第 2 章分析了投资和金融控制在我国渐进式市场化改革进程中经济波动的作用。在从计划经济向市场经济过渡阶段,投资波动是经济波动的主要力量。我们比较了 1992 年和 2008 年两次大规模外生性、政策性投资冲击的制度背景、投资主体、形成机理和经济后果。基于贝叶斯 VAR 模型进行了数量分析。渐进式改革的发展战略,在很大程度上是为了兼顾经济稳定和增长,以金融控制为抓手保持经济和金融稳定,对我国内生性投资冲动的转型经济体而言,是重要战略。但这会造成金融低效率问题。通过省级面板数据模型,我们可发现:对于存在的大量的金融资源向国有部门的错配问题,由于国有企业民营化改革等措施的推进,其得到大幅度修正。国有金融资本为中国经济起飞和民营资本的形成和发展奠定了重要基础,这使得中国经济增长更像是某种间接的金融政策作用的结果,从而在一定程度上回答了“金融低效率—经济高增长”之谜。

第 3 章研究了我国金融发展非均衡问题,以及对经济波动与通货膨胀的影

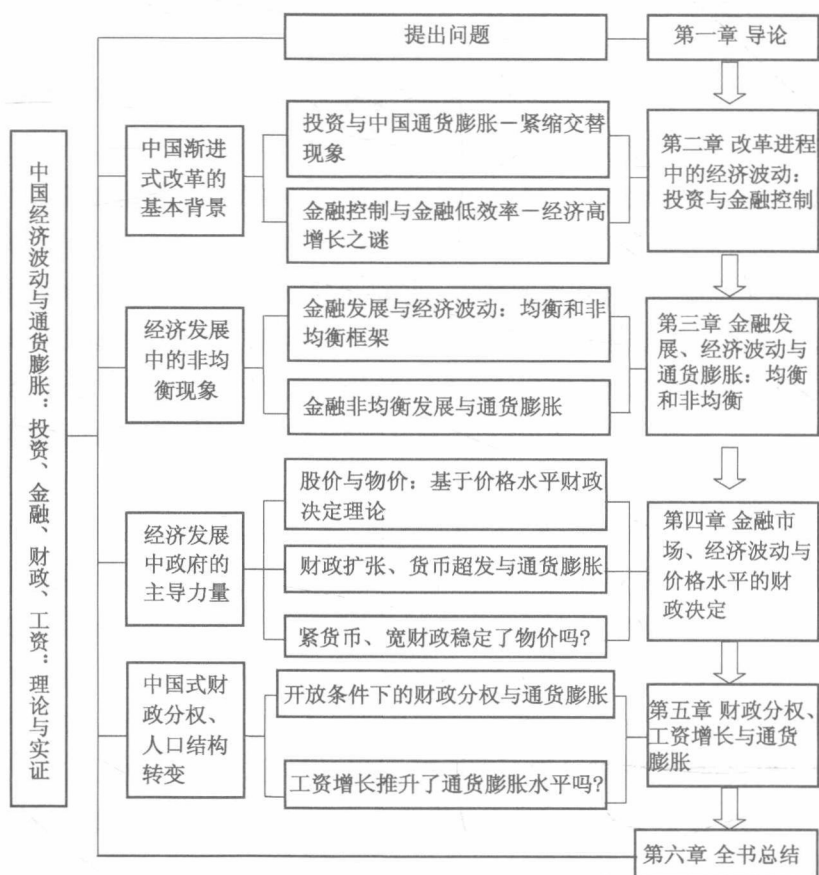


图 1.3.1 本书结构安排

响。非均衡是过渡经济与转型国家典型的特点，因此我们以非均衡为出发点，首次系统阐述了金融发展的均衡和非均衡含义，并在均衡和非均衡框架下阐述了金融发展和经济波动的关联机制。通过省级面板数据和宏观总量数据，我们可发现金融非均衡发展导致了经济波动和通货膨胀。

第 4 章将财政嵌入到金融—经济关联机制中，分析了财政对我国金融发展、货币政策、价格水平的影响。基于价格水平的财政决定理论 (FTPL)，从现值预算方程的视角重新认识股价与物价的关系。推导了一个包括国有企业和政府融资平台的扩展的政府现值预算方程，而股价的变动一定程度上能反映家庭部门

对国有企业和政府融资平台公司未来盈余前景的预期,在社会债务总额为前定变量的条件下,股价与物价出现负相关关系。中国式分权和信贷配给决定了我国经济存在货币超发和资金配置向政府和国有企业倾斜的内生机制。基于凯恩斯 IS-LM 和 AS-AD 模型分析了劳动力结构性短缺和信贷配给下紧货币、宽财政的宏观经济效应,发现紧货币、宽财政的政策组合将会导致:物价结构性上涨;政府和国有企业“日子好过”,出现结构性国进民退;货币超发和通货膨胀。

第 5 章分析了开放条件下财政分权对通货膨胀的影响。基于省级面板数据,发现财政分权因“为增长而竞争”,并在开放经济下,演化为“为出口而竞争”,提高长期通货膨胀压力。分析了工资增长对通货膨胀的影响,认为人口红利的消失、刘易斯拐点的到来,以及国家发展战略从偏重于 GDP 增长到偏重于收入增长的转变,将长期内驱动工资上涨和劳动力成本的上升,引致长期通货膨胀压力。

第 6 章是全书总结。

1.4 研究方法

本书采用理论分析与实证检验并重的研究范式。在提出问题后,回顾并评述相关文献,厘清相关制度背景和特征事实,进而展开理论分析和实证研究。在理论研究方面:构建动态优化模型或基于相关文献的梳理以及特征事实的归纳,提出理论假说,为实证研究奠定理论基础。在实证研究方面:基于省级面板数据或宏观总量数据,运用面板数据的固定效应模型和随机效应模型、Hausman 检验等计量方法、单位根检验、协整检验、格兰杰因果检验、脉冲响应函数检验等计量方法对理论假说进行实证检验。最后总结全文,讨论本项研究的政策含义。