



上海三联书店

于谨凯 著

资本流动 与民间投资发展

*Capital Flowing and Private
Investment Development*



资本流动 与民间投资发展

*Capital Flowing and Private
Investment Development*

于谨凯 著



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

资本流动与民间投资发展/于谨凯著. —上海:上海三联书店, 2004.

ISBN 7-5426-1776-1

I. 资… II. 于… III. ①资本循环-研究-中国 ②投资-经济发展-研究-中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 087660 号

资本流动与民间投资发展

著 者 / 于谨凯

责任编辑 / 邱 红

装帧设计 / 人之初工作室

监 制 / 沈 鹰

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(200031) 中国上海市乌鲁木齐南路 396 弄 10 号

<http://www.sanlian.com>

E-mail: shsanlian @ yahoo.com.cn

印 刷 / 上海图字印刷有限公司

版 次 / 2004 年 11 月第 1 版

印 次 / 2004 年 11 月第 1 次印刷

开 本 / 890 × 1240 1/32

字 数 / 200 千字

印 张 / 9.5

印 数 / 1—4 000

ISBN7-5426-1776-1

F·374 定价 20.00 元

目 录

第 1 章 导 论	1
第 1 节 理论研究背景及意义	2
第 2 节 研究的主要内容、结构体系及研究方法	8
第 2 章 资本流动和投资理论:基本概念与评析	19
第 1 节 基本概念	19
第 2 节 资本流动和投资理论回顾与评析	30
第 3 章 经济增长中的资本流动与民间投资发展	51
第 1 节 经济增长中的资本流动分析	52
第 2 节 资本流动与民间投资发展模型分析	64
第 3 节 资本流动、投资与增长	70

第4章 资本流动约束与民间投资发展(上)	83
第1节 发展中国家的资本流动约束及其经济效应分析	84
第2节 发展中国家的资本流动约束低效率分析	102
第3节 我国资本流动约束、效率与民间投资发展分析	111
第5章 资本流动约束与民间投资发展(下)	139
第1节 我国民间投资发展中的信贷配给约束	139
第2节 我国民间投资发展中的资本市场约束	157
第6章 民间金融与民间投资发展	169
第1节 民间金融对民间投资的促进:模型分析	170
第2节 民间金融促进民间投资发展实证分析 ——以浙江为例	177
第3节 民间金融约束分析	189
第7章 资本流动约束及民间投资发展约束制度根源分析	205
第1节 投融资机制设计约束	206
第2节 资本流动与民间投资受到的产权法律约束分析	216
第3节 资本流动与民间投资的市场阻滞根源: 市场准入制度约束	228

第4节 民间投资参与国企改制的资本再流动市场 准入制度约束 ——以福建民间投资发展为例	237
第8章 资本流动与民间投资发展模式分析	243
第1节 民间投资发展中的银行信贷、资本市场发展 模式	244
第2节 民间金融发展模式分析	253
第3节 资本流动约束下的民间投资发展法律制度 模式分析	272
主要参考文献	283
后 记	295

第 1 章

导 论

经济增长是一个国家最重要的宏观经济目标,实现这一目标的最重要经济行为就是投资,而资本流动是民间投资得以发展的前提和必要条件。在资本流动——(民间)投资——经济增长这一理论机制中,以往的理论多偏重于这一链条中的一部分进行研究。或是分析资本流动,或是研究民间投资,或是研究资本流动与增长,或是研究投资与增长。但是将这三者联系在一起,即在发展中国家的经济增长中探讨不完善的资本流动与民间投资发展的理论研究极少。然而这又是发展经济学中一个很重要的问题,也是发展中国家所面临的一个很重要的现实问题。目前关于民间投资的研究主要停留在原因、对策的层面,本文则从一个独特的角度,即资本流动的角度切入,较为深入地研究了民间投资发展。除了分析理论研究背景之外,本章还阐述了研究资本流动与民间投资发展的主要内容、结构体系、研究方法及理论意义和现实意义。

第1节 理论研究背景及意义

一、理论研究背景

发展经济学的投资与经济增长理论中,关于国有投资、外资的文章和论著比较多,研究得也比较充分;但把民间投资从非国有投资中单独拿出来与外资并列作为一个主体,进行比较全面的分析和研究的还极少。另外,与发达国家相比,发展中国家的资本流动很不完全,资本市场上的发育不完善导致的资本流动约束,严重制约着效率较高的民间投资的发展。本文正是想在这方面做一些尝试,研究在资本流动不完全的条件下发展中国家民间投资发展情况以及资本流动与民间投资发展及增长的关系,这涉及到国家宏观投资战略和政策制定。关于资本流动与民间投资的理论背景比较苍白,缺乏一个比较完整的理论平台。本文抱着谨慎的态度,对这一重要问题作一浅显的研究。

首先,资本流动理论谈的多是国际的资本流动,并不是国内的资本流动,及在不同的部门之间进行流动配置。尤其是对发展中国家,这一问题显得更为重要。对于发达国家的国内资本流动和民间投资,理论研究已经比较成熟。但它与发展中国家的经济体制、经济背景有很大的差别,我们不能照搬其理论和政策。而发展经济学中的一些关于资本与投资的理论(除了直接涉及到资本流动和投资的麦金农[Ronald McKinnon]等人的理论),要么不涉及资本流动,将完全资本流动作为一个假设前提;要么虽谈到了资本流动,但又很快转向其他方面(如刘易斯[W. Lewis, 1954]的二元理论,在最初谈的是资本的二元理论,但很快就转向了劳动

力的二元理论)。在中国学术期刊网中键入资本流动的关键词,所搜集到的文章 90% 以上是关于国际资本流动的。键入与资本流动相近的关键词入资本转移、资本配置,搜集到的文章寥寥无几。翻阅资本理论史,在古典经济理论中基本上是将完全资本流动作为假设前提,只有些许资本流动的思想;新古典的资本理论中很少涉及资本流动;凯恩斯(J. M. Keynes, 1936)的资本理论中虽然谈到了资本的约束,但并没有展开,只是在别人提出问题之后的补充而已;剑桥资本争论中,也不是关于资本流动的争论。近几十年,国际上关于资本流动的理论,很多文章基本上只是就资本流动谈资本流动,只是在金融领域即是在间接投资中谈资本流动,并没有和直接投资紧密联系。因此理论界有一种很强的倾向,经济增长的根源在于金融投资。特别是在发展中国家,认为只要实现了金融深化、金融自由化,经济就一定增长。1997 年的东南亚金融危机的出现证明了这种理论倾向存在的问题。在我国,进入 20 世纪 80 年代之后,关于资本的理论基本上围绕着吸引外资探讨,研究外国资本的文章和著作多如繁星。但关于国内资本的探讨很少,基本上被外资理论覆盖了。本应受到重视的民间资本理论只是近几年才开始被渐渐关注。国内资本流动的理论无论是历史还是现在都没有得到相应的重视和发展。

其次,国内关于民间投资的理论水平还较低。相比而言,国外关于民间投资的理论实际上还是比较多的,因为西方经济学中的投资理论较多指的是民间投资,即私人投资,即使私人投资与民间投资略有差异,但本质上还是一致的。另外,在西方经济理论中,民间投资并不单独作为一个理论存在,它往往是和其他一些经济问题合在一起的,如民间投资与经济增长等。民间投资的单独存

在一般是作为一种经济行为或经济问题中的影响变量的形式。因此严格地说,在市场化程度比较高的发达国家,并没有民间投资的单独理论,民间投资已经不是一个问题。然而在发展中国家,民间投资却是一个很重要的问题。因为众多的经济问题都与它直接相关,并且它是经济发展最重要的促进或阻碍因素。然而遗憾的是,我国作为发展中国家中的大国,对民间投资这一重要理论只是近几年才有所研究,发表了一些关于民间投资的文章,但还没有一本关于民间投资的专著。且关于民间投资的 200 余篇文章中,内容多有趋同,理论水平不高,有分量的文章为数很少。前几年关于民间投资的文章往往是和外资一起,被作为非国有投资进行讨论。但是民间投资与外资有很多的不同,应当分开加以讨论。直至现在一些文章还将非国有投资当作民间投资,并且数据用的还是非国有投资的数据。另外,我国关于经济发展的数据,很多都没有细分,很难找到能真正有说服力的数据,这也是理论发展水平并不高的一个原因。

第三,国内将资本流动与民间投资联系在一起加以研究的理论水平还比较低。目前关于民间投资与资本流动能联系在一起的多数是民营企业的融资约束问题。实际上资本流动比融资宽泛得多,而且民营企业的融资问题更多的是从微观角度探讨的。本文不仅考虑了微观的问题,同时还考虑了宏观的资本流动与民间投资的问题。从更高的角度出发,有助于透彻地分析民间投资问题。我国的资本流动机制既有国家宏观调控的机制,又有市场调控的机制,也就是说是一种混合的资本流动机制。这种混合的机制发展趋势如何,应当进行怎样的改革,才能更好地促进我国转轨中经济的增长?其中,将资本顺利地流向投资效率高的部门是重要的

标准。必须将资本流动与民间投资的发展紧密地联系在一起,加以探讨,才能解决经济增长中存在的根本问题。目前关于这方面的资料还很零散,近期出版的一些著作如余甫功的《中国资本市场制度分析与机制研究》、蔡得久的《经济运行中的资金流动》等,谈的都是关于资本流动的问题;同时,近几年的一些博士生毕业论文中关于金融深化的内容也很多,笔者也见过一篇关于民间投资的毕业论文。但是还没有在经济增长中探讨资本流动与民间投资发展的文章、毕业论文及专著。尽管本文探讨的是一个热点问题,但目前国内研究这一问题的水平还不是很高,所以还有相当大的研究空间。

二、研究资本流动与民间投资发展的理论意义和现实意义

发展中国家的资本流动与发达国家的资本流动有着很大的差异,资本流动不顺畅是一个重要而显著的差异特征。发展中国家资本流动的不顺畅,必然引起资本配置效率的降低,直接投资也不能投向最有效率的部门,特别是有着极强后续动力的民间投资受到了很大的制约,从而限制了一国的经济增长,并影响了其经济结构、经济质量,最终使得经济发展受到限制。如何使得发展中国家的资本尽可能地顺畅流动,流向投资效率高的民间投资领域,这是一个重要的课题,因此,研究资本流动与民间投资发展的关系就具有重要的理论意义与现实意义。这主要表现在以下方面:

(一) 一定程度上发展和完善了经济发展中的民间投资理论

在古典和新古典主义经济学中,民间投资的地位虽然很重要,但是对其所作的研究并不多,因为它将很多比较复杂的问题简单化了。例如关于民间投资的前期资本流向问题,新古典假设资本

市场是完善的,利率这一重要的价格杠杆会自动并且有效率地是资本流动最有效率的投资领域。这其中的资本流动机制被忽略了,被市场这只“看不见的手”替代了。因此,当发展中国家遇到这方面的问题而来到新古典主义面前寻找答案时,发现这里并没有资本流动机制,只有一个假设矗立在那里。对于民间投资谈到的也是在完善的市场中的投资趋向、投资效率、投资贡献度等问题,并没有谈到经济发展中的民间投资问题。因为发展中国家的民间投资与完善的市场中的民间投资发展有着很大的差别,比如制度背景不同、经济体制不同、投资机制不同、投资行为不同以及投资结构不同等等诸多的差别,而相对这方面的研究却是很少。尽管结构主义、新凯恩斯主义对其也进行了研究,但是还不够深入。笔者发现,这些关于发展中的民间投资问题,从资本流动这一角度进行分析和研究基本都可得到解决。本文对发展中国家特别是我国的民间投资的行为、效率等问题进行了较为深入的分析。本文修正了刘易斯的二元经济中关于资本的模型和加尔比斯(Galbis, 1977, 1982)的模型,建立了自己的模型和理论框架。又对麦金农关于资本分割的理论予以完善,特别是对我国的特殊国情条件下的资本流动和民间投资发展进行了特殊的分析,因此本文的研究在一定程度上促进了民间投资理论的发展。

(二) 为发展中国家制定资本流动金融政策,完善资本市场,推进民间投资发展提供了新的依据

发展中国家的资本流动、资本市场是区别于发达国家经济发展的很重要的一个方面,发展中国家扭曲的体制、制度都在此集中体现出来。资本流动与资本市场中二元特征、市场分割非常明显。本文通过对经济发展中部门之间的流动进行较深入的分析,对刘

易斯的二元模型、加尔比斯模型进行了修正,从而得出结论,发展中国家资本流动约束是民间投资发展受到阻碍的最根本的原因。只有使资本有效率地流动起来,才能使民间投资真正发展起来。发展中国家在制定宏观金融政策时,必须考虑到资本流动的不完全性,并通过政策尽可能地弥补其不完全性。即便不能让资本自由地流动,也要通过战略、政策的制定,让资本资源向着有利于民间投资发展的方向流动,让民间投资充分地发展起来。民间投资对于发展中国家的经济发展具有其他投资如外资、国有投资不可替代的作用。在对资本流动、投资机制等问题进行实证分析之后,暗含着的规范分析要通过政策体现出来。因此说,本文的研究有助于发展中国家制定资本流动金融政策、完善资本市场,为我国大力推进发展民间投资提供了新的理论依据。

(三) 丰富了发展经济学中的投资、增长理论的内涵

以往的投资、增长理论主要是在市场机制比较完善的条件下进行的,假设条件离现实比较远。尤其是发展中国家的制度、机制都与发达国家有很大的区别,这些特殊之处要求理论研究的假设前提要有所突破。在西方经济学的资本理论发展史中,从亚当·斯密(Adam Smith)历经威克塞尔(Knutwicksell)、庞巴维克(Böhm-Bawerk)等人,直到马歇尔(Alfred Marshall),在讨论投资与增长的问题时,资本流动都是假定完全的。本文突破了这一假设,并修正了一些相关的模型,使模型更接近发展中国家的现实。假设前提的突破使得投资与增长的理论在一定程度上有所发展,投资理论不再是仅仅具有共性而没有具体发展中国家特色的新古典的一种经济行为,发展经济学中的投资是有特殊性的经济行为。在发展中国家,由于种种原因,最终使得投资机制偏向激励国有投资,在特

殊时期,如战争期间或战争刚刚结束经济需要复苏期间,国有投资起到过相当重要的民间投资不可替代的作用。但在经济发展平稳期间,国有投资暴露出其明显的缺陷,然而投资机制依然偏向效率比较低的国有投资,使得投资效率高的民间投资得不到相应的投资资本,这严重制约了发展中国家的经济增长。导致这种结果的原因之一是投资增长理论发展出现偏颇。本文在对发展中国家的投资机制设计进行讨论时,主要的衡量指标就是投资效率,即投资所带来的增长的产值比,实际上是将投资与增长紧密地联系在一起,在谈投资理论的同时丰富了增长理论。也可以说,本文从资本流动——民间投资——经济增长这条主线出发并集结了发展中国家经济的特殊性进行探讨,而又没有背离基本的理论,从而尝试对发展中国家的投资增长理论的发展作出一点点填补工作。

第2节 研究的主要内容、结构体系及研究方法

一、主要内容及创新之处

(一) 主要内容

本文的主要内容包括三大部分,第一部分是关于前人经济增长中的资本流动与民间投资发展模型的修正及自建的模型和其他理论分析,第二部分是关于模型的计量检验实证分析,第三部分是对策分析。

在第一部分中,主要分析了资本流动与民间投资发展的机制、资本流动约束阻滞民间投资发展及民间金融促进民间投资的发展。在这一部分,对刘易斯、麦金农、斯蒂格利茨(Stiglitz)等人的理论进行了回顾和评析,并在对新古典资本流动理论和发展经济学

中加尔比斯等人理论加以借鉴的基础上,建立了自己的资本流动与民间投资发展模型,并分析了在资本流动——民间投资——增长机制中,其各自的地位和作用。金融深化和自由化并不是这一机制中的衡量标准,民间投资居于最重要的地位,资本流向民间投资领域是经济增长的最为重要的标准。在发展中国家,资本流动普遍受到约束,导致资本流动效率低下,资本非但没有流向效率高的民间投资部门,反而更多地流向了效率低下的国有投资部门。发展中国家的资本流动约束从具体形式上来看,源于国有投资与民间投资的争夺;从结构上来说,源于二元分割经济结构;从制度上来说,源于发展中国家的偏向国有投资的投融资机制设计、产权法律制度及市场准入制度。而民间资本流动即民间金融促进了民间投资的发展,民间金融是民间投资发展最重要的力量,如果没有民间金融,我国的民间投资根本就不会发展起来。然而,民间金融也同样受到约束,其他如信贷配给约束、资本市场约束等因素一同阻滞着民间投资的发展。

在第二部分中,对第一部分的模型结论进行了计量检验实证分析。计量部分并不是单独列出,而是分散于各章节中。通过对所建立的资本流动与民间投资发展模型计量分析得出的国有和民间投资资本流动转换对比系数,正好说明了民间投资和国有投资比重之间此消彼长的关系。另外,这一部分又对民间投资和国有投资的投资效率进行了简单的计量分析。得出民间投资的效率高于国有投资的效率,从而为大力发展民间投资提供了理论依据。在此基础上进一步分析,正是因为我国对资本流动进行了管制,从而制约了民间投资的发展。在民间投资与国有投资对经济增长的回归中,有力地证明了民间投资的增量对增长的关系,而

国有投资的增量对增长却没有相同的关系。这说明了民间投资与国有投资的不同,而国民生产总值却对国有投资有着极强的解释关系,这说明国民生产总值对国有投资的“反哺性”。另外,在这一部分中,对民间投资的信贷配给、股市和债券市场的约束进行了计量实证分析,并以浙江省的民间金融和民间投资发展为例进行了案例实证分析。在浙江省,因为资本流动比较畅通,资本较多地流向了效率高的民间投资部门,使得浙江省在较短的时间里成为全国民间投资发展最好的省份。浙江省民间投资的发展繁荣,得利于其民间金融发展繁荣,浙江省的民间金融促进了资本快速、迅捷的流动,从而促进了其民间投资的发展。民间金融和民间投资是浙江省经济发展的最重要变量。然而浙江省的民间金融同样受到约束,仍然阻滞着民间投资的进一步发展。计量实证分析有力地论证了第一部分理论的正确性,使得本文的论证更为充分。

第三部分是在前两部分理论和计量分析的基础上,进行了民间投资发展的模式选择,即对策分析。指出金融自由化、完全消除约束并不是解决资本流动和民间投资发展的模式,这样的模式也不具有可操作性,而应当是在一定约束条件下的资本有利于流向民间投资领域的过渡模式,这种模式更具有操作性。具体来说,包括投融资机制设计偏向于民间投资部门,资本的初始流动和再流动向民间部门适度倾斜,取消对民间投资的进入壁垒,完善民间金融和民间投资的产权法律制度等等。

(二) 创新之处

本文的创新之处主要包括以下几个方面:

1. 将民间投资置于资本流动——投资——增长机制中的核

心地位。在最近一些年的金融投资理论(包括麦金农等人的理论)研究中,忽视了机制中民间投资的作用,而误将资本流动置于机制的核心地位。在金融深化理论中似乎隐含着金融自由化必然会导致经济的增长。理论上的误导致使发展中国家包括中国的证券市场的发展异常迅速,然而经济并未像预想的那样增长,最根本的症结在于没有把资本流动和经济增长同民间投资紧密联系起来。本文将机制中的民间投资凸现出来,较好地解释目前发展中国家证券市场繁荣但对经济增长贡献率低甚至为负的现实,并完善了这一机制。

2. 用计量方法证明了民间投资的效率高于国有投资的效率。本文用两种方法计量分析出了我国的民间投资效率明显高于国有投资效率,为资本流动提供了明确的标准。通过投入产出分析,民间投资的效率为 3.8927,即 1 元的民间投资所创造的国民生产总值为 3.8927 元,明显大于国有投资的效率 1.937。通过国民生产总值对民间投资和国有投资的回归分析,得出的结论仍然是民间投资的效率高于国有投资的效率。并且民间投资对经济增长的促进作用很大,而国有投资并没有对增长有同样的促进作用,反而是国民生产总值对国有投资资本有着“反哺”的现象,显示出国有投资的效率更为低下。

3. 计量分析了资本流动约束。我国的资本流动主要流向投资效率低的国有部门,而投资效率高的民间部门只得到较少的资本。在我国计划型资本流动中,1985—2000 年间,资本流向国有投资占总投资的平均比重为 50.67%,而流向民间投资的比重只有 36.88%,仍然没有达到一个比较低的标准 50%。这是不合理的,也是低效率的。计量得出的民间投资资本流动转换率非常不稳