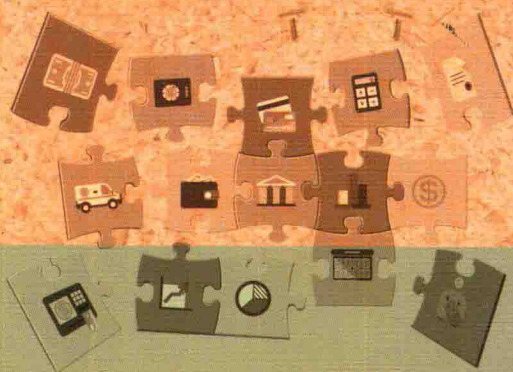


Study on the Residents Consumption Inhibition and
Economic Dynamic Efficiency Based on Financial Restraints

金融约束的居民消费抑制^和 经济动态效率研究

黄飞鸣  著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

Shanghai University of Finance and Economics
Shanghai University of Finance and Economics

金融约束的国民消费抑制 经济动态效率研究

李飞 著

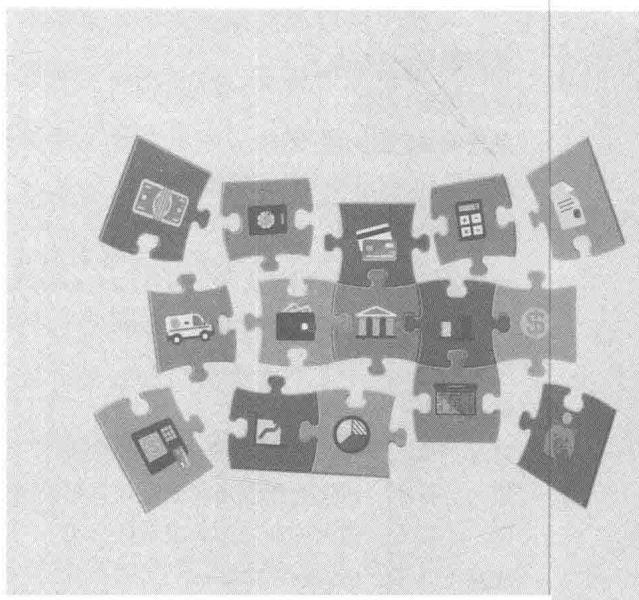


上海财经大学出版社

本书由国家自然科学基金项目“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”
(编号: 71263017) 和江西省社会科学规划项目“金融约束对上市公司投融资
行为的政策效应研究”(编号: 15YJ27) 资助

金融约束的居民消费抑制和 经济动态效率研究

黄飞鸣 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

中国·成都

图书在版编目(CIP)数据

金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究/黄飞鸣著. —成都:西南财经大学出版社, 2017. 11

ISBN 978 - 7 - 5504 - 3251 - 2

I. ①金… II. ①黄… III. ①居民消费—消费者行为论—研究—中国②中国经济—经济动态—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 286010 号

金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究

JINRONG YUESHU DE JUMIN XIAOFEI YIZHI HE JINGJI DONGTAI XIAOLU YANJIU

黄飞鸣 著

策划编辑:何春梅

责任编辑:廖韧

助理编辑:张春韵

封面设计:何东琳设计工作室

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	165mm × 230mm
印 张	12.5
字 数	150 千字
版 次	2017 年 11 月第 1 版
印 次	2017 年 11 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 3251 - 2
定 价	68.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

内容提要

金融约束 (Financial Restraint) 是指政府通过制定一系列的金融政策, 在金融部门和生产部门创造租金机会。它通过利率管制、金融机构准入限制和资产替代限制等政策来诱使金融部门去进行一些在市场中提供不足却有益的金融活动。金融约束论是金融发展理论中的一个重要理论。在发展中国家, 因金融制度尚未完善, 金融市场尚不发达, 无法通过市场机制为经济发展提供足够的资金, 而需要一种政府干预的特殊的过渡性制度安排, 金融体系借此制度安排为经济发展提供了金融支持。近 30 年来, 中国金融改革走的是金融约束的发展道路。政府通过金融约束政策为金融部门和获得融资的生产部门创造租金转移的机会, 会制约居民财产收入和劳动收入的提高, 导致消费抑制。根据作者提出的研判经济动态效率的“消费者净支出准则”, 居民消费抑制会造成经济运行动态无效。

本书针对中国的金融约束政策所造成的消费抑制问题进行研究, 以中国金融约束政策为着眼点, 围绕其本质特征分析其在我国的各种表现, 重点考察金融约束与居民消费之间的非线性关系, 考察金融约束对居民消费需求的抑制机制与阈值效应, 主要通过引入哑变量、隶属函数来量化金融约束政策, 并编制金融约束动态指数以度量中国的金融约束程度, 还运用计量经济模型和方法实证分析金融约束政策造成的消费抑制效应、阈值效应等。其贡献在于: 一是在金融约束的内

涵上增加了资本市场和开放条件等内容，进一步发展了金融约束理论；二是探讨了金融约束对居民消费的抑制效应、阈值效应，丰富了消费理论的内涵；三是提出了一种评判经济运行动态有效与否的新方法——“消费者净支出准则”，并以此准则检验、判定了中国经济增长处于动态无效的状态。

序言

金融约束 (Financial Restraint) 是指政府通过制定一系列的金融政策, 在金融部门和生产部门创造租金机会。它通过利率控制、金融机构准入限制和资产替代限制等政策来诱使金融部门去进行一些在市场中提供不足却有益的金融活动。金融约束论是金融发展理论中的一个重要理论。在发展中国家, 因金融制度尚未完善、金融市场尚不发达, 无法通过市场机制为经济发展提供足够的资金供给, 而需要一种政府干预的特殊的过渡性制度安排, 金融体系借此制度安排为经济发展提供了金融支持。

20 世纪 90 年代初, 邓小平同志视察上海浦东新区建设时, 提出了“金融是现代经济核心”的著名论断。“金融很重要, 是现代经济的核心。金融搞好了, 一着棋活, 全盘皆活”。这段话深刻揭示了经济与金融之间的辩证关系, 是对金融业在现代市场经济活动中的科学定位和对新时期金融实践新经验的科学总结, 高瞻远瞩地提出了对我国经济建设至关重要的金融发展战略, 指明了经济和金融改革的方向。改革至今, 中国金融约束现象一直明显存在, 如利率管制政策使银行业长期依赖“吃利差”生存。可以说, 近 30 年来, 中国金融改革走的是金融约束的发展道路。目前国内外对金融约束的研究, 主要集中于其是否有助于金融发展和经济增长, 国内学者还增加了其对中国适用性的研究; 但从金融约束视角探讨居民消费抑制问题以及由此造成的经济动态效率问题十分少见。政府通过金融约束政策为金融部

门和获得融资的生产部门创造了租金的转移，会制约居民财产收入和劳动收入的提高，导致消费抑制。根据作者提出的研判经济动态效率的“消费者净支出准则”，居民消费抑制会造成经济运行动态无效。从金融约束的视角来研究消费问题 and 经济运行效率的影响十分具有开创性。

本书将从金融约束政策的视角研究我国的消费问题和经济运行的动态效率问题，围绕着我国的金融约束政策对我国居民的财产性收入、劳动收入和消费的影响效应与经济运行动态有效性的影响关系这两个研究目的来进行。我在攻读博士学位期间就对金融约束政策问题进行思考和研究，于2011年年底，以“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”为题书写、论证、申请了2012年的国家自然科学基金项目，并被批准立项（立项编号为71263017）。本书的完成是作者对自己多年研究思考的一个小结，也是国家自然科学基金项目“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”（71263017）的阶段性成果之一。

本书以中国金融约束政策为着眼点，围绕其本质特征分析其在我国的各种表现，重点考察金融约束与居民消费之间的非线性关系，考察金融约束对居民消费需求的抑制机制与阈值效应，主要通过引入哑变量、隶属函数来量化金融约束政策，编制金融约束动态指数以度量中国的金融约束程度；运用计量经济模型和方法实证分析金融约束政策造成的消费抑制效应、阈值效应等。其主要意义在于：

构建了用以衡量金融约束程度的金融约束动态指数，进一步发展了金融约束理论。

(2) 探讨了金融约束政策对居民消费的抑制效应，丰富了消费理论的内涵。

(3) 提出并验证金融约束对消费抑制的阈值效应，为中国逐步放松利率管制、实施适宜的金融约束政策组合模式和金融发展路径提供了理论支撑，为金融体制改革与发展提供可供选择的决策思路，并从总体上为国家宏观决策提供政策性建议。

(4) 在 AMSZ 准则和黄飞鸣 (2011) 对 AMSZ 准则扩展的基础上提出了“消费者净支出准则”，在实践上提供了一种评判经济运行动态有效与否的新方法，并以此准则和数据判定中国经济增长处于动态无效的状态。因此，本书的出版，对中国的金融发展和经济发展方式转变具有重要的理论意义和实际价值。

另外，在我国，政府通过金融约束政策为金融机构和国有企业、上市公司创造租金机会、提高金融市场的效率时，一方面侵害了居民的财产性收入，另一方面制约了作为解决就业问题主要渠道的民营经济的发展 and 居民劳动收入的提高，进而抑制了居民消费的能力，影响了居民消费水平的增长，从而不利于国民经济增长方式向消费主导型的模式转变。根据经典的经济增长理论，如果实际经济运行偏离了最优增长路径，政府应该通过适当的干预措施，使经济运行重新走上最优的轨道。因此，这就为政府实施适当的金融约束政策以提高经济动态效率提供了理论依据。

但是，金融发展一定要建立在实体经济发展的基础上，金融与实体经济存在着正相关关系。金融发展不能只服务于少数大企业、大机构和精英群体，而应普及大众，关注民生，提升整个社会的福祉，是一个覆盖面广、消费金融成本低、注重社会责任、关心弱势群体的可持续发展的普惠金融格局。

我在借鉴前人研究成果的基础上，努力探索，力求创新。我想对在本书创作过程中所参考的相关文献资料的作者表示感谢；我想对写作过程中无私帮助我的国信证券股份有限公司的陈学识、江西省银行监督管理局的李禹表示感谢；我想对多年来关心与支持我的各位师长、领导和挚友亲朋表示感谢；我想对在本书出版过程中给予我热诚帮助的西南财经大学出版社的何春梅编辑表示感谢。

目前，国内学者对金融约束政策所造成的政策效应问题的研究尚处于开创性阶段，由于我的研究水平有限，书中纰漏之处在所难免，希望专家、读者不吝赐教。

本书可为政策制定者提供决策参考，为理论研究者、金融从业者提供文献参考，同时，欢迎对我国金融理论、政策以及金融市场发展感兴趣的社会各界人士阅读本书。

黄飞鸣

2017年7月于南昌

目 录

1 导论 \ 1

1.1 研究背景与意义 \ 1

1.2 研究内容与研究目标 \ 4

1.2.1 研究目标 \ 4

1.2.2 研究内容 \ 4

1.2.3 拟解决的关键问题 \ 9

1.3 研究方法及可行性分析 \ 10

1.3.1 研究方法 \ 10

1.3.2 研究思路与技术路线 \ 10

1.4 本项目的特色与创新之处 \ 15

1.4.1 本项目的特色 \ 15

1.4.2 本项目的创新之处 \ 16

2 国内外研究文献综述 \ 17

2.1 有关金融约束问题的研究现状分析 \ 17

2.2 有关居民消费抑制问题的研究现状分析 \ 24

2.3 有关经济动态效率问题的研究现状分析 \ 28

2.4 研究述评与研究展望 \ 34

3	金融约束理论的观点和内涵扩展	\ 35
3.1	金融约束理论的主要观点	\ 35
3.2	金融约束理论的内涵拓展	\ 40
3.2.1	对金融约束理论的内涵扩展的文献回顾	\ 40
3.2.2	金融约束在我国股票市场的扩展分析	\ 41
3.2.3	金融约束在我国外汇市场的扩展分析	\ 45
4	我国资本市场的金融约束政策分析	\ 49
4.1	对我国资本市场的功能扭曲分析	\ 50
4.1.1	严格限制发行股票的主体资格	\ 51
4.1.2	股票发行定价策略带有浓重的行政化色彩	\ 51
4.1.3	股票发行监管制度存在严重的弊端	\ 54
4.2	股权分置问题与监管效率分析	\ 56
4.3	我国资本市场制度性缺陷的金融约束解析	\ 58
4.3.1	资本市场在政府手中“揠苗助长”	\ 58
4.3.2	政府为国有企业上市提供“隐性担保”	\ 59
4.3.3	部门利益制约制度创新	\ 60
4.4	我国资本市场的金融约束政策效应分析	\ 61
4.4.1	利率管制的金融约束效应	\ 62
4.4.2	上市主体国有化的金融约束效应	\ 63
4.4.3	降低再融资门槛的金融约束效应	\ 64
4.4.4	股票发行监管制度的金融约束效应	\ 65

4.4.5 股票发行定价方式的金融约束效应 \ 68

4.4.6 监管宽容的金融约束效应 \ 69

5 中国金融约束政策的量化研究 \ 73

5.1 金融约束指数构建方法 \ 74

5.1.1 国内外金融类指数构建的方法概述 \ 75

5.1.2 本书金融约束指数构建方法的选择 \ 77

5.2 金融约束指数的指标选取 \ 77

5.2.1 利率控制指标 \ 78

5.2.2 银行业准入限制指标 \ 79

5.2.3 信贷规模指标 \ 81

5.2.4 限制资产替代指标 \ 82

5.2.5 融资与分红指标 \ 83

5.2.6 再融资指标 \ 84

5.2.7 高溢价发行指标 \ 86

5.2.8 汇率管制指标 \ 87

5.2.9 资本流动管制指标 \ 88

5.3 主成分分析结果 \ 90

5.4 对金融约束指数有效性的解读 \ 95

6 金融约束对居民消费的效应研究 \ 97

6.1 金融约束对居民消费的影响机制 \ 98

6.1.1 金融约束促进居民消费的机制分析 \ 98

6.1.2	金融约束抑制居民消费的机制分析	\ 98
6.1.3	金融约束对居民消费的阈值效应分析	\ 100
6.2	金融约束对居民消费的阈值效应的实证检验	\ 101
6.2.1	阈值模型的选取	\ 101
6.2.2	变量选取	\ 104
6.2.3	数据处理	\ 104
6.3	金融约束对居民消费的阈值效应的实证分析	\ 105
6.3.1	单位根检验	\ 105
6.3.2	协整检验	\ 106
6.3.3	格兰杰因果关系检验	\ 107
6.3.4	阈值模型实证结果	\ 109
7	经济动态效率与“消费者净支出准则”的提出	\ 111
7.1	经济动态效率的含义与传统评判方法	\ 112
7.1.1	经济动态效率的含义	\ 112
7.1.2	经济动态效率的传统评判方法	\ 113
7.2	“消费者净支出准则”的提出	\ 116
7.2.1	AMSZ 模型的基本理论框架	\ 116
7.2.2	“消费者净支出准则”的提出	\ 120
8	基于“消费者净支出准则”的我国经济动态效率的检验	\ 123
8.1	数据来源与处理说明	\ 123
8.2	中国经济动态效率的经验检验	\ 126

8.3	中国经济动态效率的协整检验	\ 127
8.3.1	计量经济模型的设定与方法说明	\ 128
8.3.2	数据处理和计量结果	\ 130
8.3.3	研究结论	\ 134
9	我国经济动态无效的原因与消除机制	\ 137
9.1	我国经济动态无效的原因剖析	\ 137
9.1.1	关于经济动态无效的原因：文献梳理	\ 137
9.1.2	我国经济动态无效的原因解读	\ 140
9.2	消除中国经济动态无效的机制与评价	\ 146
9.2.1	消除中国经济动态无效的机制	\ 146
9.2.2	消除中国经济动态无效的对策思考	\ 150
10	结论与政策建议	\ 160
10.1	研究结论总结	\ 160
10.2	政策建议	\ 162
10.2.1	增强实施金融约束政策的透明度	\ 162
10.2.2	加快金融约束平稳退出的配套制度建设	\ 164
10.2.3	优化金融资源配置以提高居民收入、缩小收入 差距	\ 167
10.2.4	拓宽居民投资渠道以增加其财产性收入	\ 169
	参考文献	\ 173

1 导论

1.1 研究背景与意义

自改革开放以来,中国经济走的是一条以投资、出口拉动经济增长的发展道路,其优点是能促进经济高速增长。但是,这种靠高投入和鼓励出口取得高增长的经济增长方式会造成投资率、对外依存度不断提高,使消费率不断降低。从1984年开始,中国的最终消费率就一直下滑,亚洲金融危机后更是加速下滑,从1984年的65.8%下降到2010年的47.4%^①,居民消费率为33.8%;而同期的资本形成率、对外依存度则从34.2%、17.4%上升到48.6%、51%。即便在1998年和2008年分别实施两次扩大内需政策后,消费率的下滑势头也没有得到改观。^②这种投资加出口的发展道路不可能长期走下去,多年来累积的产能过剩、资源环境压力、贸易摩擦等一些“内忧外患”的经济问题急需解决。由于美国的国际金融危机带来的影响深远,全球经

① 国家统计局发布的《2014年中国统计年鉴》将2010年中国的最终消费率修订为48.2%。

② 根据国家统计局2015年6月3日公布的数字显示,2011年以来,中国最终消费率不断上升,2014年中国最终消费率为51.2%。

济至今尚未走出“泥沼”，国际市场需求持续衰减，美国过度超前消费的发展模式难以为继。对中国而言，通过国际市场、外需释放过剩产能的空间缩小以及国内人口红利的消退、老龄化问题的加重使高储蓄率、高投资率不可能长期维持，经济增长高度依赖投资和出口拉动的局面难以为继，迫切要求增强消费需求以拉动经济增长。

现代经济是一种需求导向性的经济，消费作为总需求的重要组成部分，对有效促进经济增长起着举足轻重的作用，被认为是有效需求的核心、拉动经济增长最重要的动力。近年来，中国居民消费需求不断下降，消费率持续走低，消费对 GDP 的贡献已失去主导地位，出现了明显的消费抑制现象，严重削弱了消费对国民经济的拉动作用。消费抑制条件下的持续高速增长，必须依赖于投资与出口的驱动。这进一步阻碍了中国经济发展方式的转变。Anderson（2007）指出，从现实的角度看，消费抑制所引发的结构性失衡问题正在困扰中国经济。据世界银行统计，目前，全球的平均消费率为 77% 左右，发达国家的消费率水平普遍高于发展中国家。而中国的消费率不足 48%，低于世界平均水平，远远低于发达国家，甚至还不及一些发展中国家。合理的消费率与经济发展水平密切相关。动态地看，一国最优的经济增长要求是要有一个符合黄金规则的消费与投资水平，合理安排两者的关系是经济平衡发展的关键。如果投资过剩或消费不足，都会导致经济偏离最优增长路径或经济动态无效。近期，中国政府对于扩大内需尤其是提前消费较为重视，如 2009 年，中央经济工作会议将增加居民消费需求放在了前所未有的突出位置；2010 年，中共十七届五中全会把消费置于经济增长拉动因素的首要位置。未来 5—10 年，中国经济发展面临的主要挑战为能否由投资出口拉动型的增长方式转为消费主导型的增长方式。为了确保中国经济科学、有效、持续