

# 中国金融部门和实体经济的分离：原因、可能的结果与对策

王晋斌

## 内容提要

中国经济中的金融部门和实体经济分离的原因相当复杂，但主要是由经济的基本面所推动的，是在外部需求和现行汇率制度下长期被动累积的结果。金融部门和实体经济分离带来的股票价格和房地产价格的大幅波动已成为当前经济中的重要问题；与此同时，宏观流动性过剩的态势并没有反应在微观企业层面，即没有反应在企业财务流动性的改善上，金融部门和实体经济之间存在明显的分离。在当前整体经济基本面向好的情况下，不需要采取强烈的货币政策来迅速消除这种资产价格的波动，而是需要谨慎性的货币政策来减缓局部资产价格的短期剧烈波动，以避免资产市场价值大幅度下降带来的风险。从中长期来看，金融控制政策对于中国经济中金融部门和实体经济的分离的作用存在一定的不确定性，但造成了企业融资约束，不利于改善企业成长的融资环境，因此，必须采取相应的中长期措施来逐步改善企业的融资环境，尤其是非国有企业的融资环境。非国有企业融资环境的改善会提高资本的边际生产率，有利于银行业绩的提升，从而降低金融部门与实体经济的分离程度。为平衡发展经济中的金融资产结构，可以考虑加快发展企业债券市场的发展。至于政府债务资产更应该侧重于短期国债的发行，为货币市场的操作提供工具基础，以便在汇率制度不进行大变革的前提下为货币政策对冲贸易顺差带来的宏观流动性提供操作工具。

关键词：金融部门、实体经济、分离

## 一、导言

1991-2006 年中国 GDP 年均增长率为 10.16%，而同期广义货币 M2 的年均增长率达到 21.83%，M2 的年均增长速度是 GDP 年均增长率的 2 倍多。与此同时，金融机构金融资产/GDP (FA/GDP) 的比例由 1991 年的 110.0% 上升到 2006 年的 172.4%<sup>1</sup>。中国经济中这种货币增长快于实体经济增长的现象可以称之为金

---

<sup>1</sup>这里的 FA 是金融机构的资金运用总计。从 FA/GDP 和 M2/GDP 的数据来看，中国经济的 FA/GDP 与 M2/GDP 之间存在高度相关性（相关系数为 0.89；1% 的显著水平），而且两者历年数值比较接近。如 2006 年 M2/GDP 为 165.04%。因此，使用 FA/GDP 和 M2/GDP 具有相似的含义。从 M2/GDP 的数值来看，中国经济中的 M2/GDP

融部门与实体经济的分离。实际上，在任何经济体中，只要金融资源的转移没有形成相应的实物资产，就会出现金融资产增加快于实物资产增加的现象；在现实经济中，金融市场上频繁出现的投机行为和某些资产价格（尤其是股价和房地产价格）存在不同寻常的波动，也表明货币与实体经济之间存在分离。在理论上，金融功能观则从金融的风险管理和资源配置等功能方面论证了金融资产增加为什么会快于实体经济的增长，因而会出现金融部门和实体部门的分离<sup>2</sup>。可见，货币增长率快于经济增长率是一个普遍现象，分离是常态。

金融部门和实体经济分离问题本质上是金融发展与经济增长之间关系的问题，但金融发展与经济增长之间关系在理论和实证上都是一个长期争议的话题，至今没有一致的结论（王晋斌，2007）。这也就是说，金融部门和实体经济分离是好、是坏、还是中性？并不能给出一致性的答案。同时，在实践上，我们并不清楚金融部门与实体经济分离到何种程度才会出现金融部门对实体经济产生显著的负面冲击（Menkhoff and Tolksdorf,2001）。但是我们可以分析金融部门和实体经济分离的原因，并借鉴一些重要的指标来分析经济为什么脱离由过去经济历史所可能揭示的“正常”轨迹，从而为避免金融部门“过分”脱离现实经济的政策制定提供参考依据。

本报告认为，中国金融部门和实体经济之间的分离主要是由经济基本面所推动的，是在现行汇率制度下，由外部需求被动导致的，是外部需求长期累积的结果。金融控制政策在一定程度上可能扩大，也可能约束了这种分离，但存在不确定性。这两者共同导致了中国经济中的宏观流动性过剩并没有反应在微观企业财务流动性的明显改善上。与此同时，由于中国经济基本面向好，因此，更应采取小幅多频的紧缩性货币政策和行政管理政策来消除经济局部资产价格过大波动带来的潜在风险，并使货币政策能够在金融层面和实体经济层面之间取得平衡：消除资产价格大幅波动的货币政策要避免恶化企业财务的流动性以及由于企业

---

确实要高于其他国家。比如，2005年中国经济 M2/GDP 为 162.73，高于日本的 143.7，英联邦国家的 108.46，欧元区的 77.18 和美国的 55.76。资料来源：IMF（2006）。

<sup>2</sup> “功能主义”最初起源于孔德（Auguste Comte,1798-1857）。孔德通过比较社会和生物有机体而创造了“功能主义”。斯宾塞（Herbert Spencer,1820-1903）发展了必要条件的功能主义思想，即为了使自己适合环境，有机体和超有机体必须具备某些条件，但对于什么是必要条件，存在争论。后来社会学家默顿

（Robert.K.Merton）认为应该对功能的必要条件做经验性判断。金融学家默顿（1995）是否是受社会学的功能主义影响，而依据经验得出了金融中介的六个功能（具体参见其论文），这里不好推测。但最早从功能的观点来分析金融问题的是 J.Chant（1986），他在加拿大银行 1986 年的工作论文中阐述了依据功能观点进行金融管制的思想。

财务流动性恶化导致的企业投资的大幅度下降。本报告分四个部分来论证上述判断。第二部分分析中国金融部门和实体经济分离的原因；第三部分讨论这种分离带来的可能结果；最后一部分是简要结论和政策建议。

## 二、中国金融部门与实体经济分离的原因

(一)、对外贸易顺差的强劲增长是导致中国经济中金融部门和实体经济分离的重要原因。金融部门金融资产的增加快于 **GDP** 的增加主要是在现行汇率制度下，由外部需求被动导致的，是外部需求长期累积的结果，尤其是 **2001** 年之后这种情况表现的尤为突出。但总体上，这种分离主要是以实体经济为基础的，并且是以向好的实体经济为基础的。

20 世纪 90 年代以来，中国经济中 FA/GDP 和 M2/GDP 是逐步上升的（图 1）。对于 90 年代的货币增长，一个基本判断是，与 80 年代初期中国经济货币化带来大量的货币收入来支付改革所需要的成本不同，在 80 年代中期之后，中国经济货币化进程的放慢，超额货币供给的主要结果是造成通货膨胀，发行货币收益也显著下降（易纲，1996）。而在 1992 年以后，经济货币化达到顶点，靠发行货币收入已经远远不能支付体制改革补贴（谢平，1996）。因此，90 年代以来的货币增长不是管理部门为获取铸币税收入而发行货币的结果。

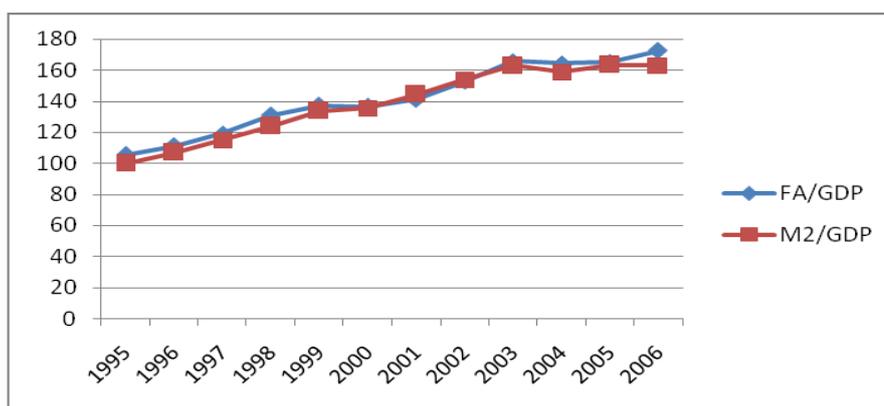


图 1 中国经济中的 FA/GDP 和 M2/GDP 的变化：1995-2006

是什么原因导致 90 年代以来中国经济中 FA/GDP 的较快增长呢？对于这一问题，存在多种解释<sup>3</sup>。因此，中国经济中存在较高的 FA/GDP 的原因是复杂的。

<sup>3</sup>一些相关研究，如刘明志（2001）指出由于金融系统效率偏低，金融结构不完善，居民储蓄存款的投资性质、银行等金融机构金融工具单一和银行不良资产比例高是 M2/GDP 上升的经济原因。余永定（2002）使用动态增长路径模型证明了巨额的居民储蓄存款导致了货币增长速度快于 GDP 增长速度，并形成通货膨胀

既有的研究更侧重于从金融部门本身存在的问题来讨论中国经济中的 M2/GDP 的变化。本报告要强调的是，中国经济中 M2/GDP 和 FA/GDP 的上升主要是由经济基本面所推动的，主要体现在大量的对外贸易顺差带来的外汇储备资产增加，在资本账户没有自由兑换的前提下，导致了基础货币大幅度增加。因此，对外贸易的快速发展和现有的汇率制度是导致中国经济较高的 FA/GDP 的重要原因。同时，由于中国对外贸易顺差变化幅度的轨迹表明了中国经济正在实现通过外向型政策创造比较优势向依靠国内大市场培育的规模经济和近乎无限供给的劳动力条件形成的自发的比较优势这一转变。加上中国经济的出口增长速度和 FDI 的引进速度并不快，对外开放度仍有进一步上升的空间，并且出口贸易主要是外部需求导致的。因此，贸易顺差的扩大是未来相当长时期内中国经济对外贸易的基本态势，且不存在任何低成本的快速降低贸易顺差的短期措施（王晋斌，李南，2007）。可见，在现行的汇率制度下，未来贸易顺差的进一步扩大会进一步提高中国经济的 M2/GDP 和 FA/GDP。

由于出口贸易主要是外部需求引起的，因此，在开放条件下，高储蓄更可能是贸易顺差的结果，而不是产生贸易盈余的原因。由于外资企业占据了我国出口贸易额的 50% 以上（2002 年外资企业的出口额在总出口额中的比重为 52.2%，2006 为 58.2%，2007 年上半年为 56.9%），因此，由 FDI 带来的外贸顺差就成为近些年来推动中国经济中 FA/GDP 增长的重要原因。而大量的研究表明，FDI 增加了中国经济中的投资和资本形成，促进了产业技术的升级，对于推动中国经济增长起到了积极的作用。因此，在这样的判断下，中国经济中较高的 M2/GDP 和 FA/GDP 是由向好的经济基本面所推动的。

为了验证对外贸易顺差带来的外汇资产增加与 M2 和 FA 之间存在的特定关系，我们使用 1995 年以来的时间序列数据，用人民币计价的外汇储备资产变化率的自然对数值对 M2 和 FA 变化率的自然对数值进行回归（方程下面括号中对应变量的  $\rho$  值）。

---

压力的结论。杜子芳（2005）通过费雪方程分析了货币的超额供给和货币沉淀，并认为宏观收缩引起的银行体系惜贷现象、银行不良资产、房地产市场资金周转较慢和外汇结余等造成了货币的沉淀，并由此导致了中国经济中较高的 M2/GDP。同时，还有学者从收入分配角度给出了解释，认为由于货币的边际消费倾向递减，高收入阶层拥有超额货币，以不同形式储藏或投资金融资产，对实物部门增长的边际作用递减，间接引起货币沉淀（吴建军，2004）。

$$\ln \frac{M2_t}{M2_{t-1}} = 0.126 + 0.137 \ln \frac{FR_t}{FR_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$(0.000) \quad (0.051) \quad \bar{R}^2 = 0.36 \quad DW = 1.30$$

$$\ln \frac{FA_t}{FA_{t-1}} = 0.117 + 0.172 \ln \frac{FR_t}{FR_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$(0.000) \quad (0.047) \quad \bar{R}^2 = 0.37 \quad DW = 1.62$$

回归结果表明，美元外汇储备资产的增加是 M2 和 FA 增加的显著解释因素。外汇储备增加对 M2 增加的弹性系数为 0.14，对 FA 增加的弹性系数为 0.17。因此，是高投资和高外部需求造成了中国经济中 FA/GDP 的上升，高储蓄更可能是结果，而不是原因。尤其是在 2001 年中国加入 WTO 之后，高外部需求是导致中国经济中的较高的 M2/GP 和 FA/GDP 的直接原因。与此同时，金融系统本身存在一些问题，如不良资产等也是导致较高 FA/GDP 的部分原因，但主要原因来自快速上升的贸易顺差和现行的汇率制度安排。

**(二)、金融控制政策导致了国有经济的信贷偏向增加了经济中 FA/GDP 的比例，但存在不确定性。同时，非国有经济的融资约束则降低了经济中 FA/GDP 的比例。金融控制政策导致的区域资金市场的分割对于经济中 FA/GDP 的变化存在不确定性，但宏观流动性过剩带来的资产价格上升进一步加剧了金融部门和实体经济的分离。**

与传统的金融抑制和金融约束理论不同，中国转型时期实行的金融控制政策，这种政策的目的是确保管理部门能够获得特定的金融资源来支持国有企业和其他方面的改革，同时尽可能使风险可控（王晋斌，2000）。在理论上，金融控制政策与 FA/GDP 之间存在多种可能的关系：一方面，金融控制政策确保了银行主导型的金融系统把信贷资源配给到国有企业和政府支持的产业，如果存在过度信贷，那么会增加经济中金融资产的数量，导致 FA/GDP 的上升<sup>4</sup>。从数据来看，私有企业贡献了 GDP 的约 50%，但只获得了 25% 的银行信贷；国有企业贡献了

---

<sup>4</sup> 以 2004 年数据为例，银行信贷/GDP 的比例是 140%，这一比例远高于美国的 46%，印度的 38%，也高于亚洲国家平均水平的 104% 和欧元区国家的 104%（IMF，2006）。中国的金融系统显然是银行主导性的金融系统。

GDP 的 20%，却获得了 2/3 的信贷（Tran,2006）。但由于没有国有控股企业 1 年以上期限的贷款额在总贷款额中的比例数据，如果这一比例是逐步下降的，那么国有信贷偏向是否一定导致 FA/GDP 的增加就存在不确定性。但就短期贷款的数据来看，1994-2006 年非国有经济（包括乡镇企业、私营企业和三资企业）的短期贷款在银行总短期贷款中的比例从未超过 20%，这也就是说，国有控股企业一直占据了短期贷款的 80% 的比例。从这个数据来看，金融控制政策一方面导致了国有企业获得更多的信贷，增加了经济中 FA/GDP 的比例；同时，这种政策使非国有经济成分面临明显的融资约束（参见下面一部分的分析），也减少了经济中 FA/GDP 的比例。

金融控制政策另一个重要的体现是区域内信贷的控制。各省区域的银行存款是决定省内银行资金信贷量的关键因素（Park and Sehart, 2001），这种信贷政策安排——存贷比例限制，造成了区域资金市场的分割，并把信贷控制在管理部门认为的合意的范围内，但是否一定降低或提升了中国经济中的 FA/GDP 并不能够确定，因为无法知道不控制的结果。在宏观收缩时，银行可能存在惜贷行为；而在其他场景下，银行又可能存在信贷冲动，当我们考虑到银行与地方政府的关系时，尤为如此。因此，这种区域性的金融控制政策对于中国经济中 FA/GDP 的变化存在一定的不确定性。

如果我们从资本的边际生产率变化的情况来看，由于资本边际生产率在不断下降，由 1990 年的 16% 下降到 2004 年的不足 13%，投资效率在下降（IMF, 2005），那么至少可以判断这种投融资体制在一定程度上造成了资本的低效率，导致了金融部门与实体经济的分离。

金融控制政策的第三个具体体现是：在金融控制政策下，股票市场成为管理部门支持国有企业改革的重要平台。在股改之前，国有企业一直占据上市公司中的一个较大比重，股票市场成为国有企业的主要融资渠道之一。在 2005 年底，A 股上市公司中国有股份超过 50% 的上市公司就有 532 家，而国有股份超过 20% 的上市公司则达到了 912 家。居民和各类投资者通过股票市场来参与管理部门主导下的各种交易以达到国有经济使用直接融资渠道和风险社会化的目的。发展股票市场改变了中国经济中的金融资产结构，增加了经济中的金融资产的数量。表 1 数据显示了中国经济中资本化比例的变化，股票资产已成为中国经济中的重要

金融资产，股票市场极大地推进了中国经济中金融资产的形成。与此同时，最近的研究却表明了与股票价格直接相关的变量（Tobin's Q）不是解释上市公司投资决策的因素（王晋斌，王佳婕，2007），这导致了在金融资产增加的同时并不能形成预期对应的实物资产，从而导致了金融部门与中国实体经济的分离。

表 1 资本市场化比例（股票市值/GDP，%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
世界	90	73	88	96	99	105.4
高收入 OECD 国家	102	81	97	106	108	NA
美国	138	107	131	140	137	148.3
英国	151	119	136	132	139	159.8
德国	57	34	44	43	44	56.5
欧洲货币联盟	69	51	59	71	65	95.8
日本	55	54	72	80	104	109.8
泰国	31	36	83	72	70	68
墨西哥	20	16	19	25	31	42
马来西亚	136	130	162	160	139	158
韩国	46	46	54	63	91	94
印度尼西亚	14	15	23	29	28	38
印度	23	26	46	56	69	90
中国	40	32	42	33	35	91

资料来源：Global Finance Development: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries, The World Bank(2007); International Finance Statistics, IMF(2006).Global Financial Stability Report, IMF(2007).  
注：按照《中国统计年鉴 2007》的数据，2006 年中国股票市值/GDP 约为 43%，与表中数据存在很大差异。

上述讨论表明，金融控制政策对于中国经济中的 FA/GDP 的变化存在一定的不确定性。国有经济信贷偏向提高了经济中的 FA/GDP 比例，但使非国有经济成分面临更强的融资约束，降低了经济中的 FA/GDP 比例。金融控制政策导致的区域资金市场分割对于经济中 FA/GDP 的变化是不确定的。同时，股票价格的上升并不是引导企业投资的信号，因此，由于流动性过剩带来的股价上升进一步推动了中国金融部门与实体经济的分离。

（三）、金融控制政策导致企业融资结构变化——企业更加依赖内源融资，降低了经济中 **FA/GDP** 的比例，而政府债务和个人信贷的增加提高了经济中 **FA/GDP** 的比例。

## 1、企业内源融资和外源融资结构的变化

在剔除政府债务和个人债务的情况下，FA/GDP 的高低与企业融资的难易程度直接相关，FA/GDP 越高，企业融资越便利。但事实上，中国经济中的 FA/GDP 较高，但企业融资却存在较为严重的约束。世界银行关于企业生产率和投资环境的调查（2002）表明，40%以上的企业认为在融资上存在中等程度到严重程度的融资障碍（如融资高成本等）。利用该调查数据，Huang(2006)比较了中印企业的融资约束，认为中国企业存在更为严重的融资约束。在世界银行的调查中，在所有中国企业样本中，企业融资来源于内部盈余的比重高达 52%，来源于个人、家庭和朋友借贷的资金比例为 7%，来源于银行信贷的比例为 20%，其他渠道（其他贷款、股权融资）占 10%，来源于买方信贷等其他途径的占 10%；同时，私有企业的融资来源更侧重于内部盈余（52%）和个人、家庭及朋友的借贷（9%），而来源于银行信贷的资金只占 17%（WorldBank Enterprise Survey(2002)）。IMF（2005）的研究则表明，1999 年中国经济中固定资产投资来源是自筹资金占 45%，银行信贷占 39%，政府预算占 7%，外国资本占 8%，债券占 1.2%；而到了 2004 年，自筹资金占 51%，银行信贷占 40%，政府预算占 4%，外国资本占 4%，债券占 0.3%。可见，企业融资中约 50%来源于内部资金。而从历年数据来看，目前 60%以上的固定资产投资来自企业的自筹资金（参见下一部分的表 3），由于债券市场不发达<sup>5</sup>，股票市场筹集的资金有限，因此，可以推断大量的固定资产投资来源于企业内部资本市场。

对比另一项关于亚洲企业融资结构的研究，可以看出，中国企业来源内部融资的比例远高于这些国家的企业内部融资比例。Sigh and Welsse(2002)的研究表明，1992-96 年韩国、印度、马来西亚和泰国的企业融资结构中，内部盈余的比重分别为 23.10%、25.30%、13.30%和 5.70%；对应的外部融资比重分别为 76.90%、74.70%、86.70%和 94.30%。在外部融资份额中，其中外部股权融资的比重分别为 31.20%、14.60%、9.60%和 16.10%，债务部分分别为 43.30%、51%、70.80%和 80.60%。

进一步对照中国与发达国家的企业融资结构，可以发现目前中国企业内源融资的比重上升的速度很快。80 年代中国企业总投资资金中来源于内部盈余的资

---

<sup>5</sup> 2004 年公司债务只占 GDP 的 0.7%，这一比例远低于亚洲平均水平 7%，美国的 22%和欧元区的 10%（IMF, 2005）。中国的企业债券市场是非常不发达的。

金部分只占 7.19%，而 2000-04 年期间达到了 25.95%。这一比例超过了 70-90 年代的英美等发达国家的企业内部融资比例（表 2）。

表 2 总投资资金来自内部盈余的融资额占 GDP 的比例（%）

国家	中国	中国	中国	德国	日本	英国	美国
时期	1980-89	1990-99	2000-04	1970-94	1970-94	1970-94	1970-94
比例	7.19	19.10	25.95	20.37	24.07	18.07	19.59

资料来源：Corbett and Jenkinson(1997) and David D.Li(2006).

与此同时，中国银行业的中长期信贷资产是逐年增加的，从 1994 年到 2007 年 6 月，银行贷款期限发生了显著的变化。银行短期贷款在信贷总额中的比例由 67.41% 下降到 42.84%；而中长期贷款比例由 19.45% 上升到 47.90%<sup>6</sup>。这本应该减缓企业依赖内源资金的程度。但事实上企业依靠内源融资的比例却在上升。这可能与两个方面有关。其一、增加的信贷量仍无法满足强劲的经济增长所需要的资金；其二、存在偏向型的融资结构，非国有经济成分贡献了 GDP 的超过 50%，但在外部融资上存在种种障碍（World Bank,2002）。在这种情况下，大量的非国有企业更加依赖企业内部资金。由于无法找到不同企业中长期信贷的数量，但从短期贷款份额中可以清楚地看出非国有经济（包括乡镇企业、私营企业和三资企业）的短期贷款在银行总短期贷款中的比例从未超过 20%（图 2）。由于 90 年代以来，银行短期贷款一直占银行贷款的约 50% 左右（历年平均水平），因此，大量企业就会存在较为严重的外部融资约束。

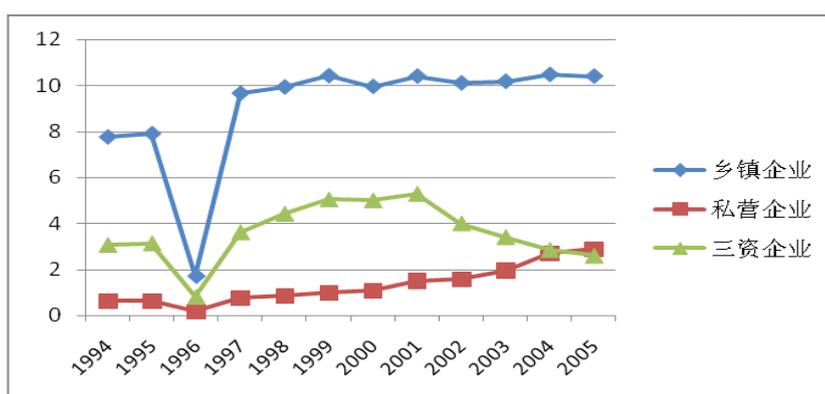


图 2 各种类型企业短期贷款占总短期贷款的比例 (%)：1994-2005

资料来源：作者依据国泰安研究服务中心提供的数据绘制。

金融控制政策导致的国有企业偏向型的融资结构，造成了大量非国有企业的

<sup>6</sup> 2007 年 6 月的数据来自中诚信国际（2007），《2007-08 中国银行业展望》，P13。

外部融资约束，使这些企业越来越依靠内源融资，这种融资结构的变化降低了中国经济中金融资产的数量，也因此降低了中国经济中的 FA/GDP。

## 2、政府债务和个人信贷的变化

在中国的经济转型时期，政府承担了公共管理支出和经济建设双重功能。在财政收入无法满足财政支出的情况下，政府就需要通过举债来融资。表 3 的数据显示，财政预算一直在全社会固定投资中占据与外资相当的比重。1990 年这一比例达到 8.70%，最近几年一直稳定在 4-5%的水平。即使在最近几年财政收入快速增加的情况下，由于公共管理和经济建设的大量支出，中央政府的财政一直处于紧运行状态。依据 IMF（2007b）的测算 2005-2008 年中央财政赤字占 GDP 的比例分别为 1.3%、0.6%、0.6%和 0.8%。这一赤字比例低于亚洲新兴市场国家的平均水平（2005-08 年分别为 1.6%、1.0%、1.2%和 1.1%），也低于亚洲工业化国家的政府赤字水平（2005-08 年分别为 4.5%、4.7%、4.8%和 4.8%）。中国政府的债务水平处于一个相当稳健的区域。

表 3 固定资产投资的资金来源渠道（%）：1990-2005

	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹投资	其他资金来源
1990	8.70	19.60	6.30	51.57	12.91
1991	6.80	23.50	5.70	51.45	11.60
1992	4.30	27.40	5.80	49.81	10.98
1993	3.70	23.50	7.30	47.57	14.86
1994	3.11	23.46	10.38	49.22	18.44
1995	3.10	20.97	11.47	53.19	13.79
1996	2.73	19.96	11.99	48.67	18.60
1997	2.79	19.18	10.76	50.34	18.20
1998	4.22	19.51	9.21	49.34	18.81
1999	6.20	19.18	6.72	49.03	18.53
2000	6.41	20.44	5.15	49.57	19.02
2001	6.84	19.45	4.65	50.83	20.30
2002	7.27	20.37	4.79	52.45	18.68
2003	4.84	21.68	4.68	56.60	17.70
2004	4.62	19.56	4.66	58.56	18.39
2005	4.68	18.38	4.48	62.07	16.93

资料来源：作者依据国泰安研究服务中心提供的数据计算。

从各种金融产品占 GDP 的比例来看，国债是仅次于银行中长期信贷和流通

股价值的第三大金融资产（图 3）。1993-2005 年，中长期信贷、股票流通市值、国债发行和企业债券筹资在 GDP 中的年均比例分别为 29.54%、7.32%、3.65%和 0.36%。由于在国债发行的最高年份 2002 年，国债发行也仅占 GDP 的 4.93%，国债发行提高了中国经济中的 FA/GDP，但这种作用是相当有限的。

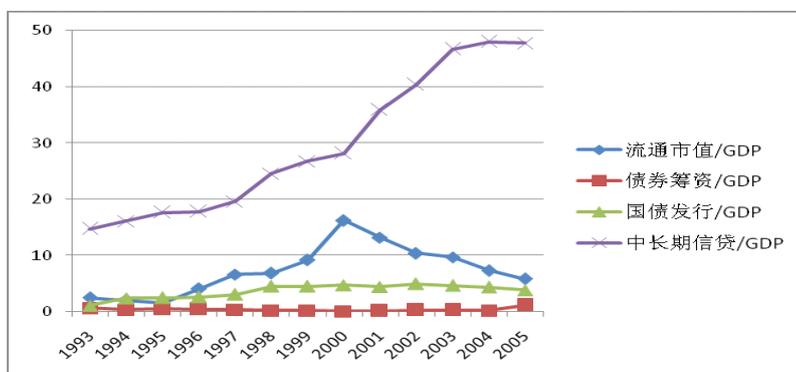


图 3 中国经济中长期金融资产结构的变化：1993-2005

注：由于短期国债占 GDP 的比例很小，这里把国债都视为长期金融资产。

资料来源：作者依据国泰安研究服务中心和《中国证券期货统计年鉴 2006》提供的相关数据绘制。

金融创新的另一种重要的资产是个人消费信贷的发展。2006 年底，个人消费信贷达到 2.4 万亿元，占全部贷款比例的 10.1%；其中 83%为住房抵押贷款（中诚信国际，2007）。对比 2005 年个人消费信贷在全部贷款中 10.6%这一数值，发现个人消费信贷在总信贷中的比例是下降的，但经济中 FA/GDP 比例却是上升的。这至少表明个人消费信贷一方面增加了经济中的 FA/GDP，另一方面对 FA/GDP 增加的作用没有那么重要。考虑到个人消费信贷资产的质量普遍好于公司贷款的事实，个人消费信贷所导致的 FA/GDP 上升有利于提高金融系统财务的稳健性。

### 三、中国金融部门与实体经济分离的可能后果

（一）、宏观流动性过剩的态势并没有反应在微观企业层面，即没有反应在企业财务流动性的改善上，金融部门和实体经济之间存在明显的分离。

从中国上市公司来看，1994 年以来企业流动性比例基本是逐步下降的。1994 年所有上市公司的流动比例为 1.979%，而到了 2005 年则下降为 1.462%；1994 年所有上市公司的速动性比例为 1.467%，而到了 2005 年下降到 1.145%。这两项指标表明了从总体上中国上市公司的财务流动性是下降的，但历年流动比例的均值达到 1.73；同时，1994-2005 年的速动比率年度均值为 1.305，这表明上市公

司总体上财务的流动性处于比较稳健的状态。从股改后的 2006 年的情况来看，上市公司的流动比例和速动比例均有不同程度的上升，但由于股改导致的相互投资行为可能带来了流动性的上升，因此，总体上可以认为中国上市的流动性是逐步下降的（表 4）。另一项调查统计表明，尽管 5000 家工业企业的财务流动性比例是逐步上升的，但上升的比例也显著低于 FA/GDP 的年 20% 以上的增长率（表 5），宏观流动性的快速增长并没有反应在企业财务流动性的显著改善上，中国金融部门与实体经济之间存在明显的分离。

表 4 所有上市公司财务流动比例和速动比例的变化：1994-2006

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
LR	1.98	1.45	1.65	1.97	1.81	1.82	1.86	1.86	1.64	1.64	1.61	1.46	1.64
CR	1.47	0.99	1.19	1.55	1.36	1.40	1.45	1.38	1.26	1.27	1.20	1.15	1.19

注：流动比率（LR）和速动比率（CR）的数据是所有有流动比率和速动比率报表数据的样本的简单平均值（不包括金融类企业），并剔除了没有数据相关数据的上市公司。资料来源：作者依据 Wind 资讯提供的数据计算（2006 年只有 750 家企业）。

财务流动性反应企业的投资行为决策上就表现为企业投资决策会考虑到融资约束。在存在外部融资约束的情况下，企业会使用内部资本市场来为投资融资。考虑到上市公司绝大部分是国有企业（2005 年之前），而且即使是非国有企业，也是经过管理部门和相关机构层层筛选而来的企业，相比其他企业应该具有相对宽松的融资环境。因此，上市公司投资决策就会同时考虑内外部资本市场的融资情况。计量结果证实了这一判断（表 5）。

表 5 上市公司投资决策的财务决定因素

	截距项	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$\bar{R}^2$	DW
投资：1998-2006	0.245 (0.00)		0.058*** (0.00)	-0.082*** (0.00)	0.035*** (0.01)		0.20	1.64
	0.221 (0.00)		0.056*** (0.00)	-0.078*** (0.00)		0.045*** (0.00)	0.19	1.63
投资：2002-2006	2.679 (0.01)	0.116 (0.17)	0.377*** (0.00)	-0.320*** (0.00)	0.229** (0.04)		0.40	2.17
	7.632 (0.00)	0.120 (0.15)	0.387*** (0.00)	-0.342** (0.00)		0.212*** (0.00)	0.44	2.44

注：（1） $I_t$  代表 t 期的固定资产投资，用 t 年末固定资产存量减去年初固定资产存量，这一简化忽略了折旧的影响。由于是同一行业，考虑折旧率是固定资产存量  $K$  的一个固定比例，这一简化不会影响计量

结果。 $K$ : 是固定资产存量;  $q$ : 表示托宾  $Q$ , 即企业市场价值与重置成本的比值,  $q$  的计算方法为:  $q = (\text{流通股} \times \text{年末股价} + \text{非流通股} \times \text{每股净资产} + \text{负债面值}) / \text{净资产}$ 。由于 WIND 资讯数据库仅提供了 2002 年以来的上市公司股权结构。因此, 在 2002-2006 的面板数据中解释变量包括  $q$ 。 $C$ : 代表公司的现金流量, 计算时用公司经营过程中产生的现金流代替。 $L$ : 为公司的流动资产存量, 用现金、银行存款及有价证券代替。 $D$ : 表示企业的负债, 即短期负债加上长期负债。 $S$ : 表示主营业务收入。由于  $C_t/K_{t-1}$  和  $S_t/K_{t-1}$  之间存在显著相关性, 分别进入计量方程, 每个组别有两个计量结果。(2) 计量方程为:

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = a + \beta_1 q_{t-1} + \beta_2 \left( \frac{L_{t-1}}{K_{t-2}} \right) + \beta_3 \left( \frac{D_{t-1}}{K_{t-2}} \right) + \beta_4 \left( \frac{C_t}{K_{t-1}} \right) + \beta_5 \left( \frac{S_t}{K_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (3)$$

有关 Hausman 固定和随机效果模型的检验结果参见附表 2。

从所有计量结果来看, 所有解释变量中只有  $Q$  的系数( $\beta_1$ )没有通过  $p$  检验, 而现金流、流动资产与负债项都通过了 5% 显著水平下的检验, 这说明财务因素影响到制造业上市公司的投资决策, 投资不仅仅由资本成本和边际收益率等外部因素决定, 企业自身的资产结构也是重要的解释因素。计量结果与不完全竞争市场下的企业投资理论的推测一致, 即内部现金流、流动资产存量对投资决策有正面的影响, 而负债的多少则和企业投资额负相关, 验证了融资约束下, 负债将导致外部融资成本增高, 进而对投资造成不利影响, 这说明资本市场不完全下的投资理论分析框架在一定程度上能够解释我国的上市公司的投资决策行为。从回归系数值来看, 内部现金流、流动资产和债务对投资的影响程度接近, 这表明内源融资和外源融资对于中国上市公司的投资决策来说基本是同等重要的。

如果进一步按照上市公司所有制进行分类, 我们发现非国有控股上市公司更加依靠内部资本市场来为投资融资(表 6), 非国有企业的内部融资系数为 0.272, 明显高于国有控股企业的 0.121。这也与第二部分的分析结论是一致的, 表明了非国有企业面临更强的信贷约束。对于国有控股上市公司来说, 相比于流动资产和负债规模, 内部现金流和销售收入变量对于投资的影响相对小, 说明国有控股上市公司主要通过外部债务融资作为资金来源, 内部资金相对不重要。同时, 由于国有控股企业规模大, 所有样本的固定资产投资年度均值显著高于非国有控股公司。这证实了许多学者关于国有企业受到政府非市场化的融资安排导致外部融资成本较小的推断。对于非国有企业而言, 结论恰好相反。内部现金流对投资的影响最大, 其次是销售收入, 两者对投资的影响力都超过了流动资产与负债对投资的解释力, 即对非国有上市公司来说, 内部自有资金对投资决策十分重要。

对于上述问题, 可能的解释是: 国有控股企业相对于非国有控股企业在外部

融资上有一定的优势，银行贷款有一定的政策偏向性。在面对国有企业贷款申请时商业银行很难做到完全市场化，一方面会考虑到政府对公司的扶持作用，另一方面要顾及到与地方的相互关系，由于国企的某些投资行为具备社会效应，可能因此享受优惠的贷款条件，在总体上说，相对于非国有控股公司，国有控股的上市公司的外部融资成本偏低。对于非国有企业银行更加谨慎，信贷的考察比较严格，在审核时不仅要做投资项目评估，还要涉及企业已有的资产状况，程序比较复杂，因此，非国有上市公司更大程度上依赖于内部资本市场，内源融资渠道成为非国有上市公司投资决策行为最重要的约束因素。因此，宏观流动性过剩并没有为非国有企业带来更为宽松的外部融资环境，宏观流动性与微观企业融资环境之间存在明显的分离。

表 6 国有控股和非国有控股类制造业上市公司投资决策影响因素的计量结果

	截距项	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$\bar{R}^2$	DW
国有控股类	-0.323 (0.53)	0.109 (0.17)	0.205*** (0.01)	-0.378** (0.05)	0.098*** (0.00)		0.523	1.888
	-0.568 (0.40)	0.224 (0.53)	0.227** (0.03)	-0.365** (0.02)		0.121*** (0.00)	0.501	2.095
非国有控股类	3.125 (0.04)	0.452 (0.66)	0.116** (0.05)	-0.253* (0.09)		0.272** (0.03)	0.499	1.798
	2.011 (0.00)	0.518 (0.78)	0.104** (0.05)	-0.265* (0.06)	0.391*** (0.01)		0.446	1.802

注：由于  $C_t/K_{t-1}$  和  $S_t/K_{t-1}$  之间存在显著相关性，分别进入计量方程，每个组别有两个计量结果。为了进一步验证上市公司的外部融资约束是否与所有制有关，我们考察了两个组别：2002-06 历年国有股份占 50% 以上的上市公司和国有股份低于 20% 非国有控股的上市公司，来检验这两类上市公司的投资决策的财务影响因素。依据 2006 年底的股权结构，2002-2006 年历年国有股份超过 50% 的制造业上市公司的数量为 81 家，依据 2002 年底的国有股份比重在 20% 以下的制造业上市公司数量为 114 家。

## (二)、宏观流动性体现在实体经济中主要表现为价格的波动性，尤其是股市价格和房地产价格的波动上。

由于股改题材的引发，在宏观流动性过剩和投资者投资产品选择权有限的条件下，2006 年中期以来，股票市场价格大幅度攀升，呈现出价格高波动的特征（图 4），并且是封闭条件下的高波动，与世界上其他国家或地区的股价波动几乎没有什么关联（附表 1）。2006 年 7 月-2007 年 6 月期间沪市和深市 A 股上市公司的月均市盈率均是 2005 年 7 月-2006 年 6 月期间月均市盈率的 1.8 倍。尤其

是进入 2007 年以来,沪市和深市的 A 股股票的月均市盈率更是高达 43.6 和 46.9,并分别在 4 月和 5 月突破 50 倍市盈率。图 3 的市盈率变化趋势表明,与过去几年的市盈率相比,这一变化明显脱离了过去历史所能够揭示的轨迹。同时由于股改前后上市公司经营业绩没有在很短的时间发生显著性变化(宋劲松,2007);而从未来经营业绩预期来看,假定在公司分配政策(留利比例)和风险等级不发生变化的情况下,接近 1 倍的市盈率增长要求未来资本收益率(假定不变)和公司业绩增长率之间的差额是过去的 1 倍。按照 Chong-En Bai, Chang-Tai Hsieh and Yingyi Qian (2006) 的研究,1998 年之后中国经济中的投资资本收益率为 20%,那么市盈率增加 1 倍需要未来业绩增长率要在过去业绩增长率一半的基础上加上 10%;即使是资本收益率为 10%,那么也要求上市公司未来业绩达到在过去业绩增长率一半的基础上加上 5%。与上市公司过去的业绩相比,这是一个很高的、也是难以达到的增长率。因此,50 倍的市盈率意味着投资者对上市公司未来经营业绩给予了过高的增长预期,也表明了中国股市价格存在一定的泡沫。

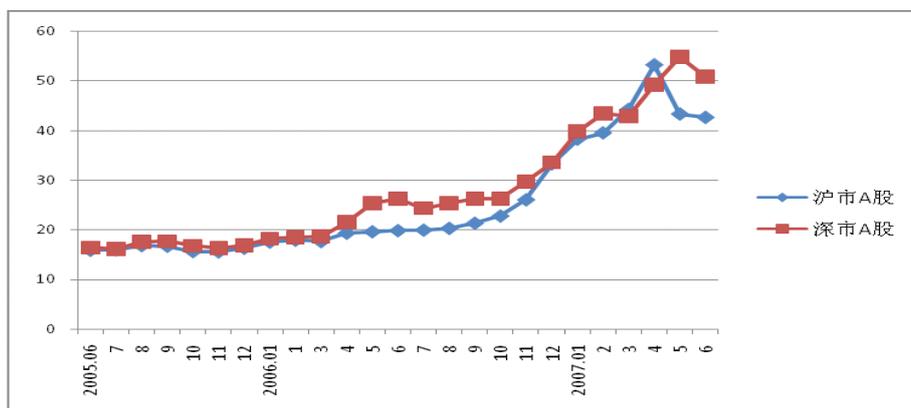


图 4 沪市和深市市盈率的变化：2005 年 6 月-2007 年 6 月。

资料来源：作者依据中国证券监督管理委员会网站上公布的数据绘制 (<http://www.csrc.gov.cn/>)。

由于过高的股票价格主要是由于投资者预期未来业绩增长引起的,因此,在流动性过剩和资产选择有限的背景下,更应该从基本面来加强投资者教育,逐步冷却投资者过热的投资行为,并进行金融创新发展其他备择的金融产品。考虑到中国经济中极不平衡的资产结构,大力发展企业债券市场是一个切实可行的选择。与此同时,要防止股票价格上升带来的信贷加速器作用所导致信贷和投资的过快速增长。

资产价格存在急剧变化的另一个重要表现是住房市场价格的持续上涨。在过去的几年中，中国主要城市的房价几乎增长了3倍，而且一直呈现出上升态势。国家发展改革委、国家统计局最近的调查显示，2007年9月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨8.9%，涨幅比上月高出0.7%；环比上涨1.7%，涨幅比上月高出0.3%。住房价格的持续上升是经济中过多的流动性和人民币升值预期下资金追逐资产收益的结果。从住房供给和需求来看，居民一直对城市（尤其是大中城市）住房保持着强劲的需求。同时，由于个人住房消费信贷是银行的优质资产，银行愿意发放住房消费贷款。从最新的数据来看，2007年5-8月份住房消费贷款增速分别为21.7%、24.0%、27.0%和30.0%，较去年同期分别上涨16.2%、18.5%、21.2%和23.7%；2007年5-7月份商品房销售面积同比增长速度分别达到16.6%、21.5%和25.0%。从实际供给来看，供求矛盾进一步加剧。2007年以来，房地产投资持续增长，但主要反映为土地购置等费用上涨，商品房竣工面积增长有限，商品房的实际供给仍然没有明显增加。2007年5-7月份商品房竣工面积同比增速分别为11.6%、11.1%和10.0%，较去年同期分别下降了12.4%、9.3%和1.0%，住房供求矛盾进一步趋紧（央行课题组，2007）。另一项研究表明，2007年1-9月全社会固定资产投资完成91529亿元，同比增长25.7%，增速比上年同期下降1.6个百分点；全国商品住宅竣工面积同比增长11%，而销售面积同比增长33.9%，销售面积是竣工面积的2.15倍（何鹏等，2007）。因此，住房供求矛盾进一步加大。

可见，住房价格上涨是多种因素导致的：成本推动和需求拉动共同导致了住房价格的持续上升。由于最近几年以来经济一直维持高位增长态势，住房投资也维持了高投资，尽管费用上涨影响了实际住房供给的增长速度，但仍可以认为住房价格变化表现为消费者周期，而不是经济周期。因此，更应采取局部性的货币政策和行政政策来增加供给，规范需求。如进一步扩大对住房用地的供给，同时大幅度提高对多套住房需求的边际融资成本来规范需求。

**（三）、中国金融部门与实体经济的分离对金融部门的稳定性造成了负面作用，并且存在潜在的高风险。**

与其他国家和地区相比，中国的金融系统显然是以银行为主导的。表7的数

据显示，90年代以来，中国金融系统中的银行存款/GDP的比例在所有国家和地区中是最高的，并在2000年之后达到了130%左右的水平，信贷资产一直是中国经济中最重要金融资产。

表7 不同国家和地区金融系统的资产结构：金融资产/GDP（%）

	1990			2000			2005		
	存款银行	股票市值	债券	存款银行	股票市值	债券	存款银行	股票市值	债券
拉美地区	37	24	32	42	33	46	42	43	58
亚洲	65	22	27	103	40	35	107	54	56
亚洲其他	94	88	23	89	49	50	72	62	53
中欧地区	49	9	30	39	20	32	46	31	48
新兴市场	55	36	30	74	40	40	77	61	53
工业国	82	75	120	82	139	143	95	119	166
中国	89	6	8	133	48	18	126	35	41

注：（1）拉美国家包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉。（2）亚洲是指亚洲较大经济体，包括中国、印度、韩国和中国台湾地区；亚洲其他国家是指印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。（3）中欧地区是指捷克、匈牙利、波兰和俄罗斯。（4）工业国是指美国、英国、德国、加拿大、西班牙、比利时和澳大利亚这些工业化国家。（5）债券包括国内和国外债务证券（来自BIS数据库）。

资料来源：Datastream；IMF；Standard & Poor's；Working Group Survey；World Bank；BIS。转载自BIS（2007）。

一般的观点认为中国银行业是缺乏效率的，增加的资本产出比率（ICOR）也充分表明中国银行主导型的金融系统的资源配置效率是逐步下降的。表9的数据显示，90年代以来，ICOR的比率是逐步提高的。由1991-95年的2.6提高到2001-05年的4.2。2001-05年中国的ICOR明显高于高速增长时期的日本（1971-70年）的3.2、韩国（1981-90年）的3.2和中国台湾地区（1981-90年）的2.7。G. Boyreau-Debray（2005）的研究表明中国银行主导型的主要缺陷是造成了资金市场的分割和资源过度向某些部门配置，导致了资源配置的低效率。

表8 中国增加的资本产出比率（ICOR）：1991-2005

		投资/GDP（%）	GDP增长率（%）	ICOR
中国	1991-1995	32.2	12.2	2.6
	1996-2000	32.8	8.6	3.8
	2001-2005	40.7	9.5	4.2
	1991-2005	35.3	10.1	3.5
日本（1961-1970）		32.6	10.2	3.2
韩国（1981-1990）		29.6	9.2	3.2

中国台湾（1981-1990）	21.9	8.0	2.7
-----------------	------	-----	-----

资料来源：中国的数据来自作者依据国泰安研究服务中心提供的数据计算得到，其余数据来自 Kwan(2006)。

在 ICOR 逐步上升的背景下，信贷的扩张会带来不良资产的增加和银行业绩的下滑。在 2002 年中国银行业的不良资产占总贷款的比例达到 26%，此后由于采取了国有银行不良资产核销和债务重组措施，在 ICOR 上升的背景下，银行不良资产占总贷款的比例是不断下降的（图 5）。相比其他国家，目前中国银行业的不良资产的比例与泰国接近，仍达到 7%左右的水平，远高于美国、韩国的 0.8%，也高于 2006 年底日本的 2.5%。

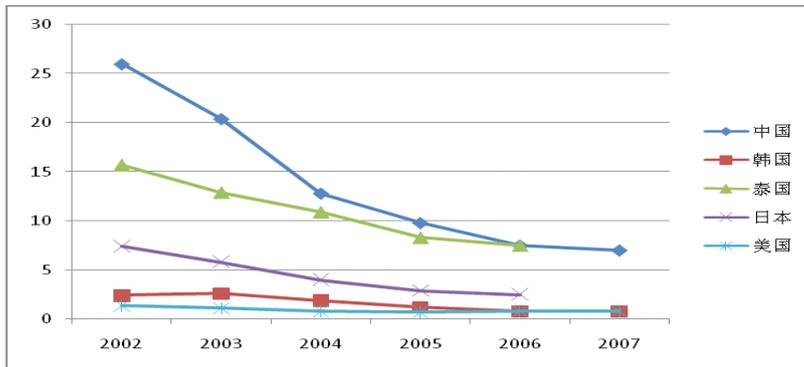


图 5 中国与其他国家银行不良资产占总贷款的比例 (%)：2002-07

注：2007 年是指 1 季度的数据。资料来源：The World Bank and IMF(2007)。

从资产回报率来看，中国银行业也是这些国家中也是较低的。2004-2006 年期间大约维持在 0.8%左右，低于同期韩国的 1.1%，泰国的约 2%，美国的 1.3%，仅高于日本的 0.37%。从净资产回报率来看，由于政府型的银行重组、核销不良资产等措施，净资产回报率在这些国家中处于中等水平（参见附表 3b）。因此，总体上中国银行业的经营绩效是较低的。考虑到国有企业一直占据了信贷总额资金的 60-70%，那么可以认为这种偏向型的资金配置格局导致了资金使用边际生产率的下降。因此，资金偏向型的信贷体制一方面扩大了中国经济中 FA/GDP，另一方面由于资金边际生产率的下降，导致了金融部门与实体经济的分离，不利于银行业经营业绩的改善。同时，由于过高的资产价格，如不防止信贷加速器导致的信贷扩张，在资产价格急剧下滑时，将给银行业的财务稳健性带来极大的破坏。这要求消除资产价格的货币政策和行政管理政策要从供求双方入手，减缓甚至避免资产价格进一步高攀，消除资产价格的剧烈波动给银行业带来的高潜在风险。

## 五、简要结论与政策建议

如上所述，中国经济中的金融部门和实体经济的原因相当复杂，但主要是由经济的基本面所推动的，是在外部需求和现行汇率制度下被动累积的结果。金融部门和实体经济分离带来的股票价格和房地产价格的大幅波动已成为经济中的重要问题，因为在努力工作的报酬和储蓄不能够成为居民应对未来不确定性（如退休）的主要手段时，就会进一步导致在整个社会滋生投机心理，从而导致资产价格不断攀升，为金融系统的财务稳健性埋下隐患。但在当前整体经济基本面向好的情况下，不需要采取强烈的货币政策来迅速消除这种资产价格的波动，而是需要谨慎性的货币政策来减缓局部资产价格的短期剧烈波动。如在住房供给层面上仍采取适度的信贷政策，促进供给，而在需求层面上则要通过提高需求者的边际资本成本来规范城市居民住房数量需求等。从中长期来看，金融控制政策对于中国经济中金融部门和实体经济的分离的作用存在一定的不确定性，但造成了企业融资约束，不利于改善企业成长的融资环境，因此，必须采取相应的措施来逐步改善企业的融资环境，尤其是非国有企业的融资环境。非国有企业融资环境的改善会提高资本的边际生产率，有利于银行业绩的提升，从而降低金融部门与实体经济的分离程度。考虑到中国目前的金融资产结构，与发达国家和地区以及发展中国家的情况相比，银行信贷/GDP 和股票市值/GDP 的比例均已达到相当高的水平。为了平衡发展经济中的金融资产结构，可以考虑加快发展企业债券市场的发展。债券市场的发展能够在缓解企业融资约束上起到重要的作用，有利于企业形成严格的市场纪律。至于政府债务资产更应该侧重于短期国债的发行，为货币市场的操作提供工具基础，以便在汇率制度不进行大变革的前提下为货币政策对冲贸易顺差带来的宏观流动性提供操作工具。

表 9 中国金融部门与实体经济分离的原因、可能的结果与对策

类别	具体动因	与 FA/GDP 关系	经济影响	政策建议
以实体经济为基础的分离	贸易顺差和汇率制度安排	增加	过多流动性追逐收益带来局部资产价格过大波动	小幅多频的货币政策和行政管理措施
以金融控制政策为基础的分离	国有信贷偏向	增加, 但不存在不确定性	减低资金配置效率	逐步放松信贷资金流向非国有经济
	区域资金分割	不确定	降低资金配置效率	减少造成区域资金市场分割的管理办法
	企业融资约束	降低	约束了投资行为	发展企业债券市场
	政府债务	增加	政府投资替代民间投资	侧重于货币政策工具的发展
	个人信贷	增加	风险社会化	商业银行自身行为, 提倡发展
	金融创新	增加	不确定	发展企业债券市场

参考文献:

杜子芳, 2005, “货币流通速度、货币沉淀率与货币供给量——我国货币供应量过大的原因分析”, 《管理世界》, 第 1 期。

何鹏 薛黎 李和裕, 2007, “市场供求矛盾突出, 房地产开发投资继续“高歌猛进””, 上海证券报, 10 月 31 日。

刘明志, 2001, “中国的 M2/GDP (1980-2000): 趋势、水平和影响因素”, 《经济研究》, 第 2 期。

谢平, 1996, 《中国金融制度的选择》, 上海远东出版社。

宋劲松, 2007, “股改前后上市公司业绩变化”, 中国人民大学经济研究所宏观经济形势分析报告 (第 4 季度)。

易纲, 1996, “中国金融资产结构分析及其政策含义”, 《经济研究》, 第 12 期。

王晋斌, 2000, “金融控制、风险化解与经济增长”, 《经济研究》, 第 4 期。

- 2007,“金融控制政策下的金融发展与经济增长”,《经济研究》,第10期。
- 王晋斌,李南,2007,“中国进出口贸易顺差的原因、现状及未来的展望”,《经济理论与经济管理》,第11期。
- 王晋斌,王佳婕,2007,“上市公司投资决策的财务决定因素”,中国人民大学宏观经济论坛,第二季度工作论文。
- 余永定,2002,“M2/GDP的动态增长路径”,《世界经济》,第10期。
- 吴建军,2004,“我国M2/GDP过高的原因:基于收入分配差距的分析”,《经济学家》,第1期。
- 央行课题组,2007,“当前价格走势与未来趋势分析”,9月28日。
- 中诚信国际信用评级有限公司,2007,中国银行业展望2007-2008。
- BIS,2007,“Financial Stability and Local Currency Bond Markets”,CGFS Papers,no.28.
- C.H.Kwan,2006,“Improving Investment Efficiency in China through Privation and Financial Reform”,*Nomura Capital Market Review*,vol.9,no.2,pp33-43.
- Chong-En Bai, Chang-Tai Hsieh and Yingyi Qian,2006,“The Return to Capital in China”,NBER, Working Paper,no.12755.
- Corbett,Jenny and Tim Jenkinson,1997,“How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and The United states”, *The Manchester School Supplement*.
- David D.Li,2006,“Financing Rapid Growth: Challenge of China’s Financial Reform”*Tsinghua University, Working Paper*.
- Frederic S.Mishkin,2007,“Housing and the Monetary Transmission Mechanism”, *papers Prepared for Federal Reserve Bank of Kansas City's 2007 Jackson Hole Symposium*.
- Genevieve Boyreau-Debray and Shang-Jin Wei,2005,“Pitfall of State-dominated Financial System: The Case of China”, The World Bank and IMF, Working Paper.
- Huang,Yasheng,2006,“Assessing Financing Constraints for Domestic Private Firms in China and India: Evidence from the WBES Survey Evidence”,*Indian Journal of Economics & Business*.
- IMF,2005, People’s Republic of China:2005 Article IV Consultation,IMF Country Report, no.05/411,November.
- 2006, Asia & Pacific Regional Economic Outlook.
- 2007a, *Financial Markets Turbulence: Causes, Consequences, and Policies*, Global Financial Stability Report.
- 2007b,Regional Economic Outlook: Asia and Pacific.
- Jahangir Aziz and Li Cui,2007,“Explaining China’s Low Consumption: The Neglected Role of Household Income”,*IMF, Working Paper*;no.181.
- John Chant,1986,“Regulation of financial institutions: a functional analysis”,*Technical reports*, Bank of Canada.
- L.Menkhoﬀ and N.Tolksdorf,2001, *Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy?* Springer-

Verlag Berlin Heidelberg.

Merton,R.C.,1995,“A functional perspective of financial intermediation”,*Financial Management*24,pp23-41.

Olivier Blanchard and Francesco Giavazzi,2005,“Rebalancing Growth in China: A Three-handed Approach”,*MIT, Working Paper*,no.32.

Park, A. and K. Seht, 2001, “Tests of Financial Intermediation and Banking Reform in China”, *Journal of Comparative Economics*, vol. 29, pp. 608-644.

Singh Ajit and Bruce Weisse,2002,“Corporate Governance, Competition, the new International Financial Architecture and Large Corporations in Emerging Markets”,*CBR Working Paper*,no.250.

Tran,H.,2006,“Financial Sector Reforms in China and India”,*Remarks at Conference on Recent Research on Hedge Funds*, Northwestern University, August.

附表 1 各国股票市场收益率的相关性：2000-2006

	美国	英国	德国	智利	马亚	中国	印度	匈牙利	俄罗斯	墨西	泰国	巴西	南非
美国	1.00	0.85	0.75	0.37	0.22	0.02	0.39	0.39	0.33	0.55	0.41	0.58	0.52
英国		1.00	0.77	0.36	0.17	-0.06	0.46	0.45	0.38	0.58	0.37	0.55	0.57
德国			1.00	0.35	0.37	0.17	0.42	0.43	0.29	0.56	0.22	0.54	0.50
智利				1.00	0.43	0.02	0.33	0.40	0.21	0.28	0.40	0.39	0.35
马亚					1.00	0.13	0.32	0.36	0.23	0.34	0.22	0.27	0.22
中国						1.00	0.05	0.03	0.18	0.04	-0.08	0.13	0.09
印度							1.00	0.73	0.58	0.67	0.32	0.58	0.47
匈牙利								1.00	0.61	0.66	0.29	0.63	0.44
俄罗斯									1.00	0.67	0.33	0.60	0.41
墨西										1.00	0.37	0.72	0.60
泰国											1.00	0.49	0.62
巴西												1.00	0.62
南非													1.00

注：表中“马亚”是指马来西亚。资料来源：Global Development Finance2007, The World Bank.

附表 2a 所有 A 股上市公司跨部门企业的随机效应检验结果

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random1998-2006(C)	177.344243	3	0.0000
Cross-section random1998-2006(S)	117.912624	3	0.0000
Cross-section random2002-2006(C)	131.108985	4	0.0000
Cross-section random2002-2006(S)	231.665521	4	0.0000

附表 2b 国有控股和非国有控股类制造业样本的随机效应检验结果

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random2002-2006(a)	103.113504	4	0.0000
Cross-section random2002-2006(b)	55.730657	4	0.0000

注：(a)代表国有控股类样本；(b)代表非国有控股类样本。

附表 3a 不同国家银行不良资产占总贷款的比例比较(%)：2002-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
中国	26.0	20.4	12.8	9.8	7.5	7.0(三月)
韩国	2.4	2.6	1.9	1.2	0.8	0.8(三月)
泰国	15.7	12.9	10.9	8.3	7.5	
日本	7.4	5.8	4.0	2.9	2.5	
美国	1.4	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8(三月)

资料来源：IMF (2007)，WB (2007)。

附表 3b 不同国家资产回报率的比较(%)：2002-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
中国			0.8	0.8	0.9	
韩国	0.6	0.2	0.9	1.3	1.1	1.1(三月)
泰国			1.7	1.9	2.3	
日本	-0.7	-0.1	0.2	0.5	0.4	
美国	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2(三月)

注：中国 2004 年 2 家已改革的国有商业银行；2005-06 年是三家已改革的国有商业银行。

附表 3c 不同国家银行业股权报酬率的比较：2002-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
中国			13.7	15.1	14.8	
韩国	10.9	3.4	15.2	18.4	14.6	
泰国	4.2	10.5	16.8	14.2	15.1	

日本	-19.5	-2.7	4.1	11.3	18.5	
美国	14.1	15.0	13.2	12.7	12.3	11.4 (三月)