

# 信贷歧视下的投资结构扭曲与资本错配结果

聂辉华 江艇\*

摘要：本文以温州民营企业逃债事件为切入点，以 1999—2007 年中国工业企业数据库为基础，揭示了金融管制下的信贷歧视，即低效率的国有和集体企业获得了更多的银行贷款，而高效率的民营企业获得了更少的银行贷款，这是一种典型的所有制歧视。信贷歧视催生了非正规的民间高利贷市场，企业在有限责任约束和软预算约束下会产生投资扭曲行为，并最终导致了金融资源错配的后果。我们通过理论模型和计量模型，估算了资本重置后的理想产出与现实产出之间的缺口。我们发现，在资本可以在整个制造业自由流动的最理想状态下，每年的总产出还可以增加 11%—16%；当资本可以在同一个行业的所有企业之间自由配置时，总产出可以增加 7%—8%；当资本可以在同一个省份的所有企业之间自由配置时，总产出可以增加 11%—15%。这表明，相对于地区保护主义，产业进入壁垒或产业之间的市场分割才是阻碍中国资本配置效率的主要原因。我们建议，要减轻金融资源错配的后果，防范类似温州逃债事件的金融风险，应该放松金融市场的管制，减少信贷配给中的所有制歧视，并且大力发展适应民营企业或中小企业融资需求的民间正规金融市场，同时促进资本在产业之间的自由流动。

关键词：信贷配给 所有制歧视 民间融资 资本 资源错配

## 一、引子：温州逃债事件

温州是中国民营经济发展的风向标，也是中国民营经济的重镇。然而，2011 年 4 月到 10 月，却有几十个民营企业老板因为债务危机而纷纷逃离。9 月 22 日，一天之内竟然有 9 个民营企业老板“跑路”。<sup>1</sup> 温州逃债事件的直接原因，是银行收紧信贷导致民间借贷资金链条断裂。很多企业利用银行借款发放高利贷，借给民营企业，并且相互担保。因此，一旦银行催债，一家企业还贷无门，就会波及所有关联企业。在资不抵债的窘境下，债主只好一跑了之。但是真相并没有这么简单。温州一直是民间信贷比较活跃的地区，为什么在过去的银根收缩时期没有出现大范围的逃债事件？如果企业能够预期到投资的未来收益，为什么会去借高于预期回报率的高利贷？既然企业对高利贷有如此大的需求，为什么银行不提供相应的信贷供给？

我们认为，要解释温州逃债事件，必须从中国的产业结构、信贷结构和投资结构的综合视角才能揭示其因果关系，并进而提供切实可行的政策建议。从宏观背景上看，根据国家统计局的数据，中国在 2000 年已经进入老龄社会<sup>2</sup>，2009 年老龄人口比例高达 8.5%，2015 年劳动人口总量将会下降，届时“人口红利”开始消失（聂辉华和邹肇芸，2011）。由于劳动力的供给增长速度低于劳动力的需求增长速度，工资成本正在上升，刘易斯拐点已经来临（蔡昉，2010）。人口红利减少，劳动成本上升，这意味着企业只有通过技术创新来提高生产率，或者通过规模经济来降低生产成本，实现产业结构升级，才能在市场上生存下来。但是，不管是技术创新还是规模经济，都需要大量的资金支持。问题在于，民营企业的基本特征是，规模小、财务制度不健全、可抵押财产少，又缺乏政府的信贷担保。因此，在信息不对称的

---

\* 中国人民大学经济学院和人大企业与组织研究中心；Email: niehuihua(at)263.net 和 ting.jiang(at)gmail.com。本文是“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 2012 年第一季度报告的分报告。本文的观点并不必然代表所在单位的观点。作者对所有可能的错误负责。

<sup>1</sup> 《温州老板“逃亡潮”背后的困局》，《中国青年报》，2011 年 10 月 10 日，第 5 版。

<sup>2</sup> 联合国将 65 岁以上老龄人口占总人口比例达到 7% 的社会成为老龄社会。

情况下，追求利润最大化和风险最小化的商业银行会实行信贷配给制度（Stiglitz 和 Weiss, 1981），对民营企业实行信贷歧视。为了控制不良贷款带来的政治和经济风险，国家会对中小银行实行管制。因此，除非民营企业从非正规金融市场上借入高利贷，否则无法获得应对产业结构升级的借贷需求。由于信贷资源的需求小于供给，因此国有企业或者与政府有关联的企业可以从银行获得正规贷款，然后以高利贷的方式借给民营企业。如果民营企业对生产的投资回报高于高利贷，那么这是一种次优的信贷资源重置（reallocation）（Cull 等，2009）。但阻碍信贷资源重置的另一个问题是投资结构扭曲。由于房地产这类行业的需求多、供给少，市场是扭曲的，因此利润率平均高达 30%。<sup>3</sup> 相比之下，中国制造业 500 强企业的平均利润率也才 6.51%。<sup>4</sup> 给定借贷的高成本，理性的民营企业一定会将资金投入回报率较高的房地产这类行业。但下一个问题是，房地产这类行业是高度受政府管制的，与宏观调控的力度息息相关。一旦宏观调控从紧，政府下令银行收缩信贷，关联企业必然要催贷。一旦受调控的房地产行业不能立即提供足以偿债的现金流，就会导致借贷供给链条断裂，出现信贷危机，并导致连锁反应。

温州发生的逃债事件正是上述逻辑的真实写照。温州作为东南沿海发达地区，其人均收入大概是全国人均收入的两倍<sup>5</sup>，劳动力成本自然很高。如果没有技术创新和规模经济，温州制造业不可能有竞争优势。在金融歧视的大背景下，温州的民间借贷活动一直非常活跃，而且有相当多资金投向了高回报率的房地产市场。在高额回报的诱惑下，很多制造业老板借高利贷投资房地产。一个证据是，根据媒体报道，一个管理 1000 人大厂的老板一年获得的利润不过百万，而他老婆在上海购置了 10 套房产，年均利润超过 370 万。<sup>6</sup> 很不幸的是，今年年初，由于宏观调控的需求，中央开始收紧信贷约束，银行加大信贷回收力度。雪上加霜的是，由于房地产市场也面临严厉调控，各地陆续发布的“限购令”导致房地产市场低迷，很多投资无法象以前那样快速收回，借款企业面临破产风险。更糟糕的是，很多温州民营企业相互担保，相互拆借，使得破产风险向所有关联企业扩散，最终导致大量企业无力偿还高息信贷，老板被迫以“跑路”了事。因此，归根结底，是当前不合理的信贷市场导致了金融歧视，产生了企业的投资扭曲行为。而货币发行和房地产市场的宏观调控就成了压垮这一脆弱资金供应链条上的“最后一根稻草”，终于引发了大范围的逃债事件。

总之，给定劳动力成本上升的大背景，是信贷歧视导致了脆弱的民间信贷市场，获得高利贷的企业必然实行投资扭曲，并最终导致了金融资源错配的结果。在数据中，我们可以观察到信贷歧视和企业的投资结果，但无法观察到企业的投资行为。因此，我们在第二节首先证明信贷歧视的存在，由此推测国有和民营企业的投资扭曲行为；然后在第三节根据理论模型推测没有信贷歧视时企业的投资结果，并将理想结果与实际结果进行对比，从而刻画中国制造业的信贷歧视和投资扭曲所导致的金融资源错配的后果；第四节是本文的评论性结论。

## 二、中国制造业的信贷歧视与投资扭曲

### 1、中国制造业的信贷歧视

金融是现代经济的血液，而银行信贷就是血液中的红细胞。一方面，中国作为管制型政府，始终对银行信贷实行严格的管制，以便对宏观经济进行调控，同时减少国有银行的信贷风险；另一方面，中国经济自 1978 年以来高速发展，企业在发展过程中需要大量的资金。很明显，这种格局会造成信贷的供给小于需求，因此银行必然会对企业进行价格（利率）歧视。由于借贷企业和放贷银行之间存在信息不对称，此时如果银行采取利息率作为激励工具，

<sup>3</sup> 《地产行业整体利润率超过 30%》，《每日经济新闻》，2009 年 7 月 28 日。

<sup>4</sup> 《制造业 500 强利润率升至 6.51% 钢铁行业利润最大》，《新京报》，2008 年 10 月 2 日。

<sup>5</sup> 2010 年温州市城镇居民人均可支配收入为 31201 元，全国水平为 17175 元。

<sup>6</sup> 《温州企业主：开千人大厂利润不及老婆 1 人炒房所赚》，《新闻晨报》，2011 年 10 月 4 日。

那么就会出现逆向选择的结果。只有冒险型和坏账风险高的企业才能接受高于平均值的利率，而稳健型和坏账风险低的企业不会接受高于平均值的利率。企业在这种情况下被迫采取“信贷配给”（credit rationing）机制（Stiglitz 和 Weiss, 1981），即对一部分企业拒绝放贷，不管企业原意支付的利率多高。在现实中，国有银行或商业银行经常使用的一种歧视方式就是所有制歧视，即优先贷款给国有企业，然后再考虑贷款给民营企业（Cull 和 Xu, 2003）。因为国有企业有政府信用担保，银行放贷的经济风险和政治风险都相对更小。而很多民营企业规模小、财务制度不健全，又缺乏抵押财产，有时现金流对借贷双方来说是可观察但不可证实的（observable but non-verifiable）。但是，从事前或事后的角度看，国有企业的平均效率低于民营企业的平均效率，这表明银行的信贷歧视最多是次优的（second-best），或者说相对于社会最优是低效率的（inefficient）。

下面，我们使用 1999—2007 年中国工业企业数据库，来验证制造业存在的银行信贷歧视。这并不是本文的新发现，也不是本文的重点，但有利于我们进行下一步的分析。借鉴 Cull 等（2009），首先我们将企业的所有制分为五种：国有企业、集体企业、法人企业、私营企业和外资企业（含港澳台企业）。分类的标准是实收资本中的控股股东类型。然后，我们用利息支出占销售额的比例来衡量企业获得银行贷款的程度。表 1 显示了不同所有制企业获得银行贷款的程度。根据我们计算的结果，国有和集体企业相对于私营和外资确实获得了更多的银行贷款。Cull 等（2009）计算的结果比我们的更明显，但总体方向是一致的。<sup>7</sup>

表 1：不同所有制企业获得银行贷款的程度

	国有	集体	法人	私营	外资
本文作者	0.014	0.012	0.012	0.010	0.010
Cull 等（2009）	0.062	0.030	0.030	0.022	0.020

尽管第一眼看上去国有和集体企业获得了更多的银行贷款，但并不能简单地认定银行对非公有制企业实行了信贷歧视。因为也许国有和集体企业的效率更高，而私营和外资企业的效率更低。于是，我们至少需要比较一下不同所有制企业的效率。我们采取 OP 方法（Olley 和 Pakes, 1996）计算了五种企业的全要素生产率（TFP）<sup>8</sup>。图 1 显示，私营和外资企业的 TFP 总体上最高，国有和集体企业的 TFP 总体上最低。总体上，不同所有制企业的效率排名与它们获得的银行贷款排名是完全相反的。这意味着，低效率的国有和集体企业获得了相对更多的银行贷款，即信贷配给下“所有制歧视”确实存在。而且，退一步讲，即便不同所有制企业获得的银行贷款是相同的，由于它们之间在效率上存在差异，信贷歧视仍然存在。

<sup>7</sup> Cull 等（2009）使用 1998—2003 年工业企业数据库，剔除了 10 个观测值较少的二位数企业，因此得到的结果与我们的不同。

<sup>8</sup> 关于 OP 方法的具体情况，可参考聂辉华和贾瑞雪（2011）。

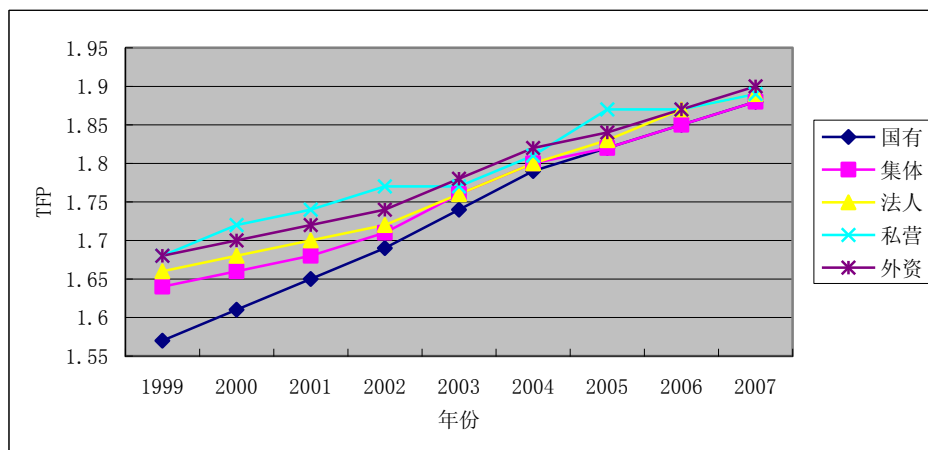


图 1 不同所有制企业的全要素生产率 (1999—2007)

但我们还是存在一些担心，即表面上的“所有制歧视”其实反映了“规模歧视”，即给定银行放贷的固定成本，银行当然愿意将贷款发放给规模大的企业。而规模大的企业通常都是国有企业，因此银行的选择并不是“所有制歧视”。为此，我们最好是对企业获得银行贷款的原因进行多因素回归分析。借鉴 Cull 等 (2009)，我们的固定效应回归方程为：

$$BANK_{it} = \alpha_i + \beta_1 OWNER_{it} + \beta_2 PROFIT_{it-1} + \beta_3 OWNER_{it} \times PROFIT_{it-1} + \beta_4 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

上式中， $\alpha$  表示企业的固定效应，Bank 表示企业获得银行贷款的程度，Owner 表示企业的所有制——国有 (Sta, 参照组)、集体 (Col)、法人 (Rep)、私营 (Ind) 和外资 (Fgn)，Profit 表示企业的销售利润率，X 表示控制变量，包括上期销售额的对数 (lnsales<sub>t-1</sub>, 衡量企业规模)、企业的年龄 (Years, 衡量声誉效应)/赫芬达尔指数 (HHI, 衡量市场竞争程度) 以及年份哑变量 (1999—2007 年)。在模型 (3) 中，我们用 TFP 替换销售利润率。我们加入滞后一期的利润率是为了控制银行贷款对企业利润的逆向因果关系，加入交互项是为了反映不同所有制企业的绩效对其获得贷款的影响。回归结果如表 2 所示。

表 2 企业获得银行贷款的决定因素

自变量	因变量: BANK		
	模型 1	模型 2	模型 3
Col	-0.0002*** (0.000)	-0.0003*** (0.001)	-0.0003*** (0.000)
Rep	-0.001*** (0.000)	-0.0005*** (0.000)	-0.0006*** (0.000)
Ind	-0.001* (0.067)	-0.001* (0.056)	-0.001** (0.035)
Fgn	-0.0002*** (0.008)	0.00003 (0.649)	-0.0002** (0.026)
lnsales <sub>t-1</sub>	-0.0004*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Years	0.00006*** (0.000)	0.00006*** (0.000)	0.00006*** (0.000)
HHI	-0.0006***	-0.0005	-0.0005

	(0.000)	(0.506)	(0.488)
TFP			-0.004*** (0.000)
Profit <sub>t-1</sub>	-0.012*** (0.000)		
Profit <sub>t-1</sub> *sta		-0.002*** (0.000)	
Profit <sub>t-1</sub> *col		8.25e-06 (0.989)	
Profit <sub>t-1</sub> *rep		-0.004*** (0.000)	
Profit <sub>t-1</sub> *ind		0.002 (0.054)	
Profit <sub>t-1</sub> *fgn		-0.005*** (0.000)	
年份	控制	控制	控制
观测值个数	1079924	1079924	1074164
R <sup>2</sup>	0.014	0.012	0.020

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著水平；小括号内为 p 值。

表 2 第一列表明，信贷歧视不是体现为“规模歧视”，而是体现为“所有制歧视”。与国有企业相比，其他企业都没有贷款优势。而且，集体和外资企业受到的所有制歧视更少，而法人和私营企业受到的所有制歧视更多。在控制了所有制类型之后，企业的规模与获得贷款的程度是显著负相关的，这至少说明并不是越大的企业越容易得到贷款。更有意思的是，企业的利润率与获得贷款的程度是显著负相关的，这暗示了银行倾向于向困难的（国有）企业贷款，而不是向赢利企业贷款，即银行贷款在很大程度上是出于“救助”性质，而不是纯粹的商业行为。这其实就是典型的软预算约束（soft budget constraint）问题（Kornai 等，2003）。在第二列，我们加入了所有制和利润率的交互项。国企与利润率的交互项的系数显著为负，说明所有制歧视表现为典型的软预算约束问题。在第三列，我们加入了企业的 TFP，其系数显著为负，也说明了银行在贷款上的“逆向选择”倾向。总之，信贷配给下银行采取了所有制歧视，盈利能力差、效率低的国企获得了更多贷款，而盈利能力强、效率高的民营企业却得到了更少贷款。显然，这是一种无效率的金融资源配置。<sup>9</sup>

## 2、信贷歧视与企业投资扭曲

银行对企业实行信贷歧视会造成什么后果呢？首先，会造成资金缺口。由于资金供给小于资金需求，很多企业的资金需求无法得到满足。而且，根据前面的分析，低效率的国有企业比高效率的民营企业更容易得到资金。

其次，会催生民间非正规信贷市场。当很多民营企业无法从正规信贷市场上得到资金时，就会寻求从非正规的信贷市场上满足需求。这是江浙一带地下金融市场繁荣并且屡禁不止的根本原因。当然，理论上，低效率的国有企业可以通过商业信贷（business credit）将银行贷款再转移给高效率的民营企业。但是，在竞争条件下，民企为国企的商业信贷所支付的成本应该和从非正规信贷市场上获取贷款的成本相等。而且，商业信贷越少，民间借贷成本就越高，从而商业信贷的收益就越高。因此，国企的商业信贷对民企的资金缺口的替代作用是受

<sup>9</sup> 我们的发现与 Cull 等（2009）基本一致。

限制的。

再次，也是最重要的，会导致企业的投资行为扭曲。由于信贷管制，非正规信贷市场提供的资金肯定需要比银行利率更高的利率。企业一旦从民间借到高利贷，必须投资到边际报酬最高的行业。在有限责任的约束性下，借贷企业会铤而走险，倾向于将高利贷投资于高风险、高回报的行业，例如房地产行业。相比之下，回报率稳健的制造业将难以获得必要的信贷资金。民企对房地产行业的投资如果产生了高回报，还会同时刺激拥有信贷优势的国企。在软预算约束下，国企也会竞相投入高风险、高回报的行业。当这类行业的竞争非常激烈或者影响到宏观调控时，政府会对这类行业的发展进行管制，这就带来了随机性冲击。这种冲击会破坏原先的资金回笼链条，并通过企业之间的相互担保而放大，最终导致关联企业成片地陷入信贷风险之中。投资行为扭曲不仅导致了信贷风险，而且浪费了稀缺的信贷资源。

### 三、金融资源错配的结果

#### 1、资本重置的理论分析

金融管制导致信贷配给下的所有制歧视，所有制歧视和民间非正规信贷市场导致企业投资行为扭曲，最终必然导致经济效率损失。信贷歧视造成的效率损失从资本的角度揭示了资源错误配置（misallocation）的后果。近年来，Banerjee 和 Duflo（2005）、Caselli（2005）、Alfaro 等（2008）、Bartelsman 等（2009）、Dollar 和 Wei（2007）、Hsieh 和 Klenow（2009）等人已经使用企业数据或跨国数据证实了资源错配导致的效率损失。尽管学者们从不同的方面都发现了资源错配的严重后果，但是目前还很少有文献考察某一类资源错配所导致的效率损失。在现实中，造成资源错配的因素很多，包括所有制、信贷歧视、技术扩散、劳动市场不完善、地方保护主义、行业间和行业内的进入壁垒等。本文的目的是考察信贷歧视所导致的效率损失。据我们所知，这是第一次从产业或地区的资本流动的角度考察资源错配后果的论文。本文研究的基本步骤是，首先假设企业的资本可以在全国所有制造业企业之间、行业之内或地区之内自由流动，然后计算在理想状态下企业的产出，并将理想产出与现实产出进行对比，最终揭示金融资源错配的后果。<sup>10</sup>

为了考察资本重置（reallocation）的效应，我们假设：（1）经济中总的资本存货保持不变；（2）每个企业的劳动投入保持不变；（3）每个企业的中间投入进行调整，直到调整后的边际收益产品（MRP）与调整前的边际收益产品相等；（4）每个企业的资本进行调整，直到所有企业的资本的边际收益产品相等。假设（1）的意思是，我们希望分析仅仅通过重新配置所有资本存货所带来的效率改进，而不要求增加资本存货。假设（2）暗示，中国的劳动力流动基本上是有效率的。毕竟，相对于资本流动，中国劳动力市场的管制程度更低，而且劳动力作为一种生产要素的丰裕程度显然超过资本的丰裕程度。<sup>11</sup> 假设（4）是我们的效率基准，即当资本所带来的边际收益产品在所有企业之间都相等时，资本的自由流动就实现了有效率的配置，否则资本的配置就是无效率的。由于假设（1），为了保持总量资本不变，我们必须允许企业在调整资本投入的同时，调整企业的中间投入。

资本重置效应的计算过程如下。假设现实的产出为柯布一道格拉斯生产函数

$$Y_i = A_i L_i^{\alpha_s} K_i^{\beta_s} M_i^{\gamma_s} \quad (1)$$

其中，Y 表示产出，A 表示生产率或技术，L 表示劳动力，K 表示资本，M 表示中间投入。假设资本经过重置之后的理想产出为

<sup>10</sup> 这一节的基本结果来自 Jiang 和 Nie（2011）。

<sup>11</sup> 我们将在以后的研究中进一步放松这个假设，考察劳动力流动的重置效果。

$$Y_{n,i} = A_i L_i^{\alpha_s} K_{n,i}^{\beta_s} M_{n,i}^{\gamma_s} \quad (2)$$

调整之后，所有企业的资本的边际收益产品等于

$$r = \beta_s A_i L_i^{\alpha_s} K_{n,i}^{\beta_s-1} M_{n,i}^{\gamma_s} = \text{const} \quad (3)$$

根据假设 (3)，我们有

$$\gamma_s A_i L_i^{\alpha_s} K_i^{\beta_s} M_i^{\gamma_s-1} = \gamma_s A_i L_i^{\alpha_s} K_{n,i}^{\beta_s} M_{n,i}^{\gamma_s-1} \Rightarrow M_{n,i} = M_i \left( \frac{K_i}{K_{n,i}} \right)^{\frac{\beta_s}{\gamma_s}} \quad (4)$$

由式 (2) 和 (4) 得到

$$K_{n,i} = \left( \frac{\beta_s Y_i K_i^{\beta_s-1}}{r} \right)^{\frac{1-\gamma_s}{1-\beta_s-\gamma_s}} \quad (5)$$

又由假设 (1) 有

$$\sum_i K_{n,i} = \sum_i K_i \quad (6)$$

根据式 (5)、(6) 可以解出  $r$ ，然后将  $r$ 、 $K_{n,i}$  和  $M_{n,i}$  代入式 (2)，可以算出每个企业的理想产出  $Y_{n,i}$  以及加总的理想产出。

## 2、资本重置的模拟分析

根据前面的理论模型，我们只要拟合出现实的企业生产函数，就可以根据产量、资本存量和参数推断出理想的产出状况。与 Hsieh 和 Klenow (2009) 不同，他们假设美国的市场是完美的，然后根据美国制造业的有关参数来推断中国制造业的理想 TFP。我们认为，假设中国的制造业能够象美国一样有效率显然过于理想化了，因为中美两国在支撑市场经济体系的制度基础方面差异太大了。一个更为现实的假设是，中国的所有企业在国内市场上能够机会均等地获得资本（或信贷资金）。简单地说，如果所有的国有企业能够象民营企业一样有效率地利用资金，那么整个制造业的产出可以提高多少呢？这就是本文要回答的主要问题。

我们的经验分析基于国家统计局提供的 1999—2007 年中国工业企业统计数据库。它包括 30 个二位数行业的全部国有制造业企业以及年销售额超过 500 万元以上的非国有制造业企业。该数据库包含了企业名称、法人代码、职工人数、所有制和地理位置等基本信息以及销售额、固定资产和中间投入等主要财务指标。为了保持可比性，根据国际惯例，我们聚焦于制造业企业。我们对数据进行了必要的处理，包括进行企业和行业匹配，剔除一些异常值，采取相应的价格指数进行平减等等。

作为一种最理想状态，我们首先假设资本可以在中国所有制造业之间自由流动，不受地区和行业的限制。我们根据 1999—2007 年的现实数据估算了最理想状态下的总产出。表 3 显示，如果资本可以自由流动，那么每年的总产出还可以增加 11%—16%。粗略估计，在 1999—2007 年间，由于资本错配所导致的产出损失每年为 2 万亿元。这意味着，信贷资源或者资本在企业之间的错误配置导致了比较严重的效率损失。从实际利率和均等化利率的差异来看，目前中国制造业的资本利用效率不高。在 1999 年，均等化利率是实际利率的 1.5 倍，但是在以后的年份中这个差距在逐渐减少。相对于劳动力，资本在中国仍然是稀缺的。根据新增长理论，资本稀缺固然是经济增长的障碍，但是有限的资本没有得到充分的利用也是经济增长的障碍。相应地，实际产出与理想产出之间的差距也在逐年减少。这表明，动态地看，尽管中国制造业的资本利用效率不高，但是逐年在改善。联想到国有企业的 TFP 相

对最低，我们可以推断潜在产出缺口的减少应该是由于国企 TFP 的不断提高所致。从这个角度看，改进国企效率不仅有利于国企本身，而且能够对整个社会的资本配置效率带来正外部性。

表 3：资本在所有企业之间自由流动的理想结果

年份	实际产出	理想产出	总产出增加%	实际利率 r	均等化利率 r
1999	5796	6684	15.3	2.78	4.24
2000	6870	7989	16.3	3.31	5.17
2001	7707	8958	16.2	3.46	5.40
2002	9078	10480	15.4	3.76	5.75
2003	11780	13530	14.8	4.45	6.72
2004	15420	17700	14.8	5.12	7.78
2005	18700	21140	13.1	5.46	7.89
2006	23390	26260	12.3	5.80	8.13
2007	29010	32430	11.8	6.37	8.78

注：产出的单位为 10 亿元人民币；利率的单位为百分比。

接下来，我们放松假设，假定资本可以在同一个二位数产业内自由流动，但是行业之间的资本流动现状保持不变。这意味着，在同一个行业内部，资本可以从效率低的企业流动到效率高的企业。表 4 显示，当资本可以在行业内自由配置时，相对于实际产出，理想的总产出可以增加 7%—8%，潜在产出增加的幅度相当于最理想状态的 50%—60%。大致而言，在 1999—2007 年间，行业内的资本错配导致的产出损失每年为 1.1 万亿元。在现实中，阻碍资本在行业内自由配置的主要因素有行业的进入壁垒和退出壁垒。进入壁垒主要表现为某些行业受到政策限制，民营企业不能充分进入，国企比例过高。由于国企的平均 TFP 低于民营企业，因此国企比例过高不利于行业内资源优化配置。方明月和聂辉华（2010）以处于中间年份的 2003 年为例，发现在 30 个制造业大类中，国企销售额在烟草制品业的比重高达 92.45%，在黑色金属冶炼及压延加工业的比重为 36.19%，在石油加工、炼焦及核燃料加工业的比重为 26.68%，在交通运输设备制造业的比重为 24.31%，在有色金属冶炼及压延加工业的比重为 23.24%。而这些行业都是资本利用效率很低的行业（Jiang 和 Nie，2011）。退出壁垒也与国企有关，因为低效率的国企迫于职工下岗以及社会稳定问题停留在行业内部，导致了资源浪费。

表 4：资本在行业内部自由流动的理想结果

年份	实际产出	理想产出	产出增加%	总产出增加比例%
1999	5796	6274	8.24	53.8
2000	6870	7412	7.89	48.4
2001	7707	8356	8.42	51.9
2002	9078	9836	8.34	54.2
2003	11780	12750	8.21	55.4
2004	15420	16680	8.22	55.4
2005	18700	20110	7.58	57.8
2006	23390	25160	7.54	61.5
2007	29010	31170	7.42	63.1

注：产出的单位为 10 亿元人民币。



进一步，我们假定资本可以在同一个省、直辖市或自治区内的所有企业之间自由流动，但是地区之间的资本流动现状保持不变。表 5 显示，当资本可以在同一个地区的所有企业之间自由配置时，总产出可以增加 11%—15%。潜在产出增加的幅度相当于最理想状态的 96% 左右。比较表 4 和表 5，我们会发现，产业之间的资本错配比地区之间的资本错配更为严重。有意思的是，这与 Boyreau-Debray 和 Wei（2005）的发现是截然相反的，他们认为地方保护主义导致的地区间资本流动障碍是资源错配的主要原因。我们的结果则表明，与地方保护主义相比，产业进入壁垒或产业之间的市场分割是阻碍中国资本配置效率的更重要原因。在现实中，阻碍产业之间的资本流动和重置的因素包括：行业准入、行业知识和技术扩散、对跨行业进入的资金和要素支持等。

表 5：资本在地区内部自由流动的理想结果

年份	实际产出	理想产出	产出增加%	总产出增加比例%
1999	5796	6647	14.67	95.8
2000	6870	7945	15.64	96.0
2001	7707	8907	15.57	95.9
2002	9078	10420	14.77	95.9
2003	11780	13460	14.27	96.2
2004	15420	17650	14.46	97.5
2005	18700	21060	12.65	96.6
2006	23390	26170	11.87	96.9
2007	29010	32330	11.44	97.2

注：产出的单位为 10 亿元人民币。

## 四、结论与建议

本文以温州民营企业逃债事件为切入点，以 1999—2007 年中国工业企业数据库为基础，揭示了金融管制下的信贷歧视，即低效率的国有和集体企业获得了更多的银行贷款，而高效率的民营企业获得了更少的银行贷款，这是一种典型的所有制歧视。信贷歧视催生了非正规的民间高利贷市场，企业在有限责任约束和软预算约束下会产生投资扭曲行为，并最终导致了金融资源错配的后果。我们通过理论模型和计量模型，估算了资本重置后的理想产出与现实产出之间的缺口。我们发现，在资本可以在整个制造业自由流动的最理想状态下，每年的总产出还可以增加 11%—16%；当资本可以在同一个行业的所有企业之间自由配置时，总产出可以增加 7%—8%；当资本可以在同一个省份的所有企业之间自由配置时，总产出可以增加 11%—15%。

本文的分析具有鲜明的政策含义。第一，金融管制是银行信贷歧视和企业投资扭曲的源头，因此政府应该放松金融管制。考虑到广大中小民营企业对资金需求非常旺盛，而国有商业银行和大银行又缺乏激励对它们提供信贷，政府应该积极扶持中小银行和社区银行，不应片面地为了减少金融风险而限制民间金融市场的发育。第二，政府应鼓励商业银行减少信贷歧视，对中小民营企业和国有企业采取不同的信贷风险控制机制，同时遏制国有企业的软预算约束问题。第三，清理行业进入壁垒，从政策、资金和配套要素等方面支持企业进行跨行业发展，疏通行业之间的资本和其他资源配置渠道，这比遏制地方保护主义更加重要。

## 参考文献

Alfaro, Laura, Andrew Charlton, Fabio Kanczuk, 2008, “Plant-Size Distribution and

Cross-Country Income Differences”, NBER Working Paper No. 14060

Banerjee, Abhijit V., Esther Duflo, 2005, “Growth Theory through the Lens of Development Economics”, in Philippe Aghion and Steven Durlauf, eds., *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, number 1

Bartelsman, Eric J., John C. Haltiwanger, Stefano Scarpetta, 2009, “Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection”, NBER Working Paper No. 15490

Boyreau-Debray, Genevieve, Shang-Jin Wei, 2005, “Pitfalls of a State-Dominated Financial System: The Case of China”, NBER Working Papers 11214

Caselli, Francesco, 2005, “Accounting for Cross-Country Income Differences”, in Philippe Aghion and Steven Durlauf eds., *Handbook of Economic Growth*, volume 1, chapter 9, pages 679-741

Cull, Robert, and Lixin Colin Xu, 2003, “Who Gets Credit? The Behavior of Bureaucrats and State Banks in Allocating Credit to Chinese State-owned Enterprises”, *Journal of Development Economics*, 71 (2), 533–559.

Cull, Robert, Lixin Colin Xu, and Tian Zhu, 2009, "Formal finance and trade credit during China's transition", *Journal of Financial Intermediation*, 18: 173–192

Dollar, David, Shang-Jin Wei, 2007, “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China”, NBER Working Paper No. 13103

Hsieh, Chang-Tai, Peter J. Klenow, 2009, “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India”, *Quarterly Journal of Economics*, 124(4):1403-1448.

Jiang, Ting, and Huihua Nie, 2011, “Financial Discrimination and Capital Reallocation in Chinese Manufacturing”, working paper

Kornai, János, Eric Maskin, Gérard Roland, 2003, “Understanding the Soft Budget Constraint”, *Journal of Economic Literature*, 41(4): 1095-1136

Olley, Steven, Ariel Pakes, 1996, “The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry”, *Econometrica*, 64(6): 1263-1297

Stiglitz, J. and A. Weiss, 1981, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, 71: 393-410

蔡昉, 2010, 《人口转变、人口红利与刘易斯转折点》, 《经济研究》, 第4期

方明月、聂辉华, 2010, 《中国工业企业规模分布的特征事实: 齐夫定律的视角》, 《产业经济评论》, 第9卷, 第2辑

聂辉华、贾瑞雪, 2011, 《中国制造业企业生产率与资源误置》, 《世界经济》, 第7期

聂辉华、邹肇芸, 2011, 《中国应从“人口红利”转向“制度红利”》, 中国人民大学经济学院工作论文