

我国企业所有制差异与效率对流动性风险的影响*

齐红倩¹, 庄晓季¹, 李民强²

(1. 吉林大学, 长春 130012; 2. 华信信托股份有限公司, 辽宁大连 210200)

摘要: 目前, 我国货币总量增长明显快于 GDP 的增长, 经济运行中出现了宏观流动性过剩与微观流动性不足的悖论现象, 一方面, 广义货币存量 M2 已经突破 110 万亿元, 宏观经济运行中流动性过剩; 另一方面, 中小企业融资难、银行间的资金流动性偏紧、地方政府融资平台和某些国有企业出现了不同程度的资金紧张等问题。本文从制度经济学的企业所有制差异角度入手, 分析造成这种现象的原因, 并通过数理模型分析我国流动性风险的微观形成机理。实证结果表明, 仅从国有和非国有企业资本投入要素的微观角度看, 非国有企业贷款比例低导致我国宏观经济流动性过剩问题的恶化, 也即金融抑制政策形成的所有制歧视将导致我国出现流动性风险。因此, 继续推进利率市场化改革以及提高企业效率等是防止我国流动性风险的有效微观手段。

关键词: 企业所有制差异; 金融抑制; 流动性风险

一、问题提出

流动性最初的定义是描述一种资产在没有价值损失的情况下转变为另一种资产的能力。由于货币可以充当商品的价值尺度, 因此在更广泛的意义上, 流动性的概念演变为描述资产以一种合理的价格顺利变现的能力。在经济问题的具体研究中, 通常将资产本身即货币等价于流动性。

学者们对于流动性过剩的度量方法基本可以归结为两类, 一是以货币数量为主的度量, 包括货币缺口、货币盈余、货币供应量、信贷总量与 GDP 比值等; 二是以货币价格为主的度量, 以价格缺口、利率、超额准备金率等为主。考虑到不同指标间的一致性问题, 度量流动性过剩的指标选取主要依据具体研究而定。Borio and Lowe (2002)^[1] 认为信贷总量与 GDP 的比值度量法较信贷总量年增长率法更好地体现了信贷扩张的效果; Gouteron and Szpiro (2005)^[2] 列举了多种流动性过剩的度量方法, 并以货币供应量/GDP、信贷总量/GDP 和利率指标研究了欧美等发达国家的流动性过剩问题。Belke 等 (2008)^[3] 通过货

币供应量/GDP 指标研究全球流动性过剩与资产价格的关系。国内学者余永定 (2007)^[4] 从银行超额准备金和货币总量与 GDP 之比两个方面评价流动性过剩; 张亦春和刘猛 (2008)^[5] 认为研究流动性过剩问题应着眼于整个银行系统, 并建议通过货币供应量、银行存贷差等作为衡量流动性过剩的指标。由此可见, 学术界对于流动性过剩问题的研究主要以货币数量类型度量指标为主, 价格类型度量指标基本处于辅助说明的地位。对于流动性过剩的成因, 现有文献主要从以下三个角度进行分析: 一是基于宏观经济视角, 若一国的货币供应量增长过快, 则会产生流动性过剩, 具体表现为货币供给或信贷增幅远超 GDP 增幅。二是基于银行系统视角, 储蓄迅速增加导致银行系统的资金相对充足, 进而导致流动性过剩。三是基于流动性问题表象视角, 以超额货币追逐有限资产, 导致资产价格上涨和相关资产收益率下降, 进而导致流动性过剩, 具体包括房地产、股市、资源类商品等的价格迅速膨胀和收益率的持续下降, 即所谓的资产泡沫。

综合现有研究来看, 对于流动性问题及其成因的

作者简介: 齐红倩 (1962-), 女, 吉林大学数量经济研究中心暨商学院, 教授, 博士生导师, 研究方向: 宏观与微观经济计量理论与应用; 庄晓季 (1986-), 女, 吉林大学商学院博士研究生, 研究方向: 微观经济计量研究; 李民强 (1985-), 男, 华信信托股份有限公司, 经济学博士, 研究方向: 微观经济计量研究。

* 基金项目: 国家社会科学基金资助项目 (14BJL063); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (13JJD790011); 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (12JZD028)。

研究主要是从整体宏观经济或货币承载系统的表象出发,而缺少对该问题的微观机理研究,对于流动性问题的微观形成机制还有待进一步考察,加之我国目前经济体系中资源分配错位与企业效率不高是造成我国经济发展中诸多问题的根源,因此,微观层面对流动性风险的影响成为亟需研究和解决的问题。鉴于此,与以往研究不同,本文侧重从微观层面的金融抑制角度出发,对我国流动性过剩的微观形成机制进行研究,最后根据实证检验结果并结合我国实际提出一些有益的启示。

二、我国流动性过剩的典型化事实与微观形成机制

由于制度和社会发展水平等因素的限制,我国在诸如金融市场等关键领域的市场化并不彻底,目前仍然保持着对利率和汇率的过度管制。考虑到我国经济流动性和货币直接挂钩的现实,货币供应量、信贷总量等数量指标能更合理地分析我国流动性过剩的情况。

(一) 我国流动性过剩的衡量与变动趋势

结合我国独特的银行体制和经济运行评价指标的特点,我们选取“信贷总量/GDP”和“货币供应量/GDP”指标分析我国的流动性过剩情况。

1. “信贷总量/GDP”指标

信贷业务不仅对我国经济发展发挥非常重要的作用,而且在我国企业融资构成中始终占据着主导地位。图1显示了我国2002-2013年间“人民币贷款总额/社会融资总额”的变化走势。可以看出,2002年“人民币贷款总额占我国融资总额”的比例超过90%,虽然随后时期“人民币贷款总额/社会融资总额”总体呈下降趋势,但即使到了2013年,该指标依然超过50%,可见我国经济发展对信贷规模增长的依赖性很高。我国的货币供给在过去一直保持着高速增长,与此同时银行系统内部也累积了巨额的货币量。依照其他国家发展经验,信贷对于一国经济的作用与该国经济发展程度成反比,即对于中国等发展中国家,信贷对经济的刺激作用要大于发达国家,所以用“信贷总量/GDP”度量我国流动性过剩有其合理性。同时,图1还显示了“信贷总量/GDP”的变动趋势。可以看到,“信贷总量/GDP”指标总体处在一个缓慢上升的状态。在多数年份中“信贷总量/GDP”指标大于1,虽然在1994年“信贷总量/GDP”达到最小,但是依旧超过80%。我国政府为了应对1998年亚洲金融危机和2008年世界金融危机的不利影响,实施了扩张性政策刺激经济增长,由此

造成2003年和2010年“信贷总量/GDP”指标达到了阶段性的高点。虽然在随后年份出现短暂的回调,但依然处于高位运行,始终没有出现显著小于1的情况,因此,我国流动性过剩问题在这段时间内并没有得到有效缓解。

2. “广义货币存量/GDP”指标

马歇尔K值“货币供应量/GDP”最初是用来反映一国经济的金融深度或一国的货币化程度,是学者和政策制定者衡量流动性过剩的经典指标。考虑到广义货币存量M2能更加全面的反映出货币供应量超过国民收入所产生的货币需求状态,因此马歇尔K值中的货币供应量一般用M2代替,即马歇尔K值为“M2/GDP”,这也符合我国的现实经济状况。图1也同时给出了1991-2013年间我国马歇尔K值的变动趋势。可以清晰的看到,20世纪90年代初期,我国的马歇尔K值已接近于1,并在1995年之后首次突破1,此时经济系统中已经开始出现流动性过剩的迹象。此后流动性过剩问题越发严重,马歇尔K值始终处于上升态势,并于2012年达到了1.88。截止到2013年年底,我国的广义货币余额M2已经突破110万亿,2013年我国名义GDP突破56万亿,M2几乎是GDP的一倍,这显示我国的流动性过剩问题已然十分严峻。此外,从变动趋势看,1991年到2003年间,我国的马歇尔K值一直处于上升态势,2003年达到最高点后进入了一个相对平稳时期,甚至在2007年有所下降,这与政府开始重视流动性严重过剩问题、并开始实施适当收紧政策有关。但由于受金融危机的影响,马歇尔K值再次大幅反弹,反弹幅度高于2003年的高点,扭转了2007-2008年间的下降趋势。

应该明确的是,由于经济发展方式不同,马歇尔K值并不适用于不同的国家。首先,马歇尔K值仅是度量一国经济的货币化程度,但在美国这样金融高度发达、银行信用体系完善的国家中,随着各种金融创新产品的出现,货币在美国经济中的作用已经大大降低,诸多的金融创新产品不仅丰富了流动性的内涵,而且大大加快了美国社会的货币流通速度,因此马歇尔K值实际上会低估美国的流动性过剩问题;而在像中国这样的新兴发展中国家中,由于金融和银行信用体系等都还处于相对欠发达阶段,所以货币对中国等发展中国家的作用非常大,因此当测算流动性过剩时,马歇尔K值对于发达国家来说是一个比较粗略的估计方法,但是却较适合发展中国家。

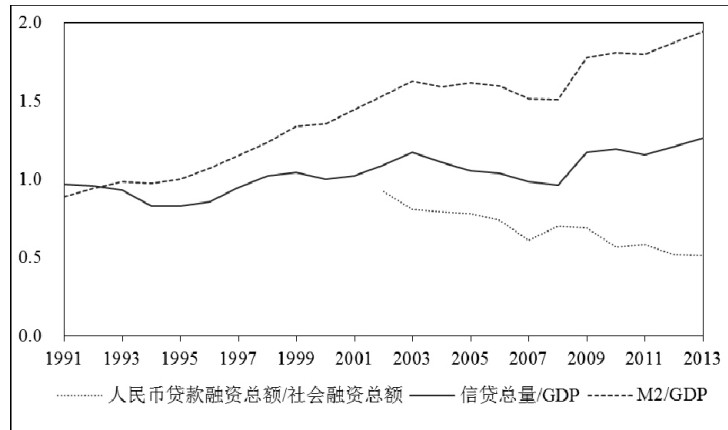


图1 人民币贷款总额/社会融资总额、信贷总量/GDP 和 M2/GDP 变动趋势

资料来源: 根据中国统计年鉴的相关数据计算得出。

(二) 我国流动性过剩的微观形成机制

对于我国流动性过剩的成因有几种观点, 诸如行业、企业、政府货币占比过大, 一些僵尸企业占用货币过多, 中央政府、地方政府、银行贷款占比不合理等等, 但都只是推测, 未能给出充分合理的解释和证明。本文从制度经济学的企业所有制差异角度入手, 分析流动性过剩的微观形成机制。

1. 所有制差异与资本流向

我国流动性过剩问题不仅与宏观经济运行相关, 还与我国的政治和社会制度在经济运行中发挥的作用有关。我国实行公有制为主体、多种所有制并存的基本经济制度, 公有制为主体的具体表现是存在大量的国有企业。Brandt and Zhu (2000)^[6]指出经济权力的下放以及政府保持国有部门在各个方面的相对优势是中国经济改革的主要特点。一方面, 为了在工资和福利等多方面保持优势, 政府将资源向国有部门倾斜, 同时国有企业垄断国家的关键性战略产业, 掌控国家的经济命脉, 因此国家必然在信贷、税收等多方面向国有企业倾斜。另一方面, 经济权力下放是一把双刃剑, 不断放宽对非国有企业的限制将造成非国有部门在收入分配上超过国有部门, 这与政府的分配目标不一致, 为了解决这一矛盾并减轻财政系统对于国有部门的补贴压力, 政府选择控制信贷分配的权力, 此举更加大了国有部门与非国有部门在获得货币能力上的差距。虽然非国有企业的 GDP 贡献率、就业贡献率以及税收贡献率都已超过国有企业, 但在信贷、税收等诸多方面始终不及国有企业在这些方面的优势。

2. 资金不均衡占有与企业低效率

为了维持国有企业的特殊地位, 政府通过行政手段对市场进行干预, 大量贷款流向资金相对充足的国有企业, 而资金相对匮乏的非国有企业却长期面临融

资困境, 因此我国的金融抑制政策造成了资金供需的结构性失衡。从长期看, 这种结构性失衡也不利于国有企业自身的长久发展。由于企业所有制性质的优势, 国有企业仅靠垄断地位便可获得巨额利润, 也因此失去提高效率的内在动力。由于市场功能的缺失, 金融抑制政策与国有企业的低效率本质上已经进入一个恶性循环。金融抑制政策导致国有企业低效率, 而国有企业低效率则继续要求维持金融抑制政策, 由此不难看出, 我国过于依赖投资促增长的一个重要原因就是金融抑制下资金供需的结构性失衡。这种失衡性导致我国政府只能采取不断增加信贷、向市场中投放货币以刺激经济的政策手段。当信贷或者货币增加到一定程度时, 就会产生流动性过剩, 而只要结构性失衡长期存在, 国家就只能继续通过增加信贷和货币来刺激经济, 在这个前提条件下, 我国流动性过剩问题将越来越严重。

综上所述, 我们从金融抑制下所有制差异的角度考察我国流动性过剩的微观形成机制。考虑到金融抑制政策最明显的体现就是不同所有制企业在银行信贷上的差异, 现实经济表现为国有企业贷款比非国有企业容易, 因此我们提出的所有制差异是指国有企业对于非国有企业的信贷歧视。

三、金融抑制下企业所有制差异比较模型及实证
依照前文所述, 对于流动性过剩的度量指标, 我们选取“信贷总量/GDP”建立基础模型。

(一) 模型构建

基于刘瑞明 (2011)^[7] 等学者的方法, 我们考虑如下假设: 经济中只有政府、国有部门和非国有部门; 社会总产出是国有企业产出与非国有企业产出的加总; 企业部门的产出为投入资金的函数; 国有部门和非国有部门自有资金均为零, 只能通过贷款融资。

令 $f_1 [M_1(t)]$ 为 t 时期非国有企业产出, $f_2 [M_2(t)]$ 为 t 时期国有企业产出, 其中 $M_1(t)$ 和 $M_2(t)$ 分别为非国有企业和国有企业的贷款总量; 不同所有制企业的资金使用效率为: $\frac{df_i [M_i(t)]}{dM_i(t)} = \frac{\{df_i [M_i(t)] / dt\} \cdot dM_i(t)}{dM_i(t)} = \frac{df_i [M_i(t)]}{dt} = \frac{df_i}{dt} = f'_i, (i = 1, 2)$, 我们假设非国有企业的效率要

高于国有企业, 即有 $f'_1 > f'_2$ 。令 M_d 为信贷总量, 其中非国有企业贷款所占比例为 $\alpha(t)$, 有 $GDP = f_1(\alpha \cdot M_d) + f_2 [(1 - \alpha) \cdot M_d]$ 。

选择“信贷总量/GDP”作为流动性过剩指标 $g(t)$ 的度量。则有,

$$g(t) = \frac{M_d}{GDP} = \frac{M_d(t)}{f_1[\alpha(t) \cdot M_d(t)] + f_2\{[1 - \alpha(t)] \cdot M_d(t)\}} \quad (1)$$

我们将研究企业所有制差异的贷款歧视对流动性过剩的影响关系转化为研究 α 与 $g(t)$ 的关系, 相关数理分析如下。

考虑到我国信贷一直处于快速上升趋势, 可知只需研究 $M'_d > 0$ 的情况。

对模型 (1) 求导:

$$g'(t) = \frac{M'_d \cdot (f_1 + f_2) - M_d \cdot [\alpha' \cdot M_d \cdot (f'_1 - f'_2) + M'_d \cdot \alpha \cdot (f'_1 - f'_2) + f'_2 \cdot M'_d]}{\{f_1[\alpha \cdot M_d(t)] + f_2[(1 - \alpha) \cdot M_d(t)]\}^2} \quad (2)$$

令 $b(t) = M'_d / M_d$, 可得 $g'(t)$ 与 0 的关系:

$$a = k \quad (6)$$

如果 $\alpha' > b \cdot \left[\frac{GDP/M_d - f'_2}{f'_1 - f'_2} - \alpha \right]$, 则有 $g'(t) < 0$

$$\alpha' = b \cdot (k - \alpha) \quad (7)$$

$$g'(t) = 0 \quad (8)$$

如果 $\alpha' = b \cdot \left[\frac{GDP/M_d - f'_2}{f'_1 - f'_2} - \alpha \right]$, 则有 $g'(t) = 0$

(4)

如果 $\alpha' < b \cdot \left[\frac{GDP/M_d - f'_2}{f'_1 - f'_2} - \alpha \right]$, 则有 $g'(t) > 0$

(5)

式 (4) 表明, 当非国有企业信贷比例达到 $\alpha = (GDP/M_d - f'_2) / (f'_1 - f'_2)$ 时, 则经济系统中信贷总量增长率与 GDP 增长率会达到一个稳态, 因此流动性过剩的情况不会发生变化。当 $g'(t) = 0$, 此时经济中处于稳态, 流动性过剩并不改变; 当 $g'(t) < 0$, 此时意味着经济处于流动性过剩有所缓解的非稳态, 如果向稳态运行, 则意味着这种缓解程度越来越小, 直至最终流动性过剩问题的恶化; 当 $g'(t) > 0$, 此时意味着经济处于流动性过剩问题恶化的非稳态, 如果向稳态运行, 则意味着这种恶化的程度越来越小, 直至最终缓解流动性过剩。

进一步, 我们分析不同所有制企业贷款比例对流动性过剩的影响, 针对最初经济是否处于稳态进行分类。

1. 经济最初处于稳态的情况

若经济最初处于稳态, 意味着以下三个等式的成立:

考虑 α 值下降的情况, 若因为政策冲击等影响导致非国有企业贷款比例 α 值下降, 则由式 (6) 可以推出 $\alpha < k$, 因此, α 值下降使 $k - \alpha$ 值变大; 由式 (7) 可以得出 α 值变化后 $\alpha' < b \cdot (k - \alpha)$; 根据式 (5) $g'(t) > 0$, 即非国有企业贷款比例减小会恶化流动性过剩; 同理, 考虑 α 值上升的情况, 若因为政策的冲击导致非国有企业贷款比例 α 值上升, α 值变化后可以得到 $g'(t) < 0$, 由此可以看出, 非国有企业贷款比例的增加能够缓解流动性过剩问题。

2. 经济最初处于非稳态, 且 $\alpha' > b \cdot (k - \alpha)$ 的情况

由式 (3) 可知, 此时 $g'(t) < 0$, 即经济在稳态的上方运行。

考虑 α 值下降的情况, 若因为政策冲击等影响导致非国有企业贷款比例 α 值下降, 则此时会越来越靠近稳态, 之前已经证明, $g'(t) < 0$ 的情况下, 靠近稳态意味着流动性过剩情况缓解程度逐渐减弱, 也即 α 减小意味着流动性过剩问题的恶化; 考虑 α 值上升的情况, 若因为政策冲击等影响导致非国有企业贷款比例 α 值上升, 则此时逐渐偏离稳态, 在这种情况下, 偏离稳态意味着流动性过剩问题缓解程度加深, 因此 α 的增大有助于进一步缓解我国的流动性过剩问题。

3. 经济最初处于非稳态, 且 $\alpha' < b \cdot (k - \alpha)$ 的情况

在这种情况下, 根据式 (5) 可知, 此时 $g'(t) > 0$, 即经济在稳态的下方运行。

考虑 α 值下降的情况, 若因为政策冲击等影响导致非国有企业贷款比例 α 值下降, 则可知此时越来越偏离稳态, 在这种情况下, 越偏离稳态意味着流动性过剩情况恶化程度加深, 因此 α 减小意味着流动性过剩问题的恶化; 考虑 α 值上升的情况, 若因为政策冲击等影响导致非国有企业贷款比例 α 值上升, 则可知此时更加靠近稳态, 在这种情况下, 靠近稳态意味着流动性过剩问题恶化程度减弱, 因此 α 的增大有助于进一步缓解我国的流动性过剩问题。

我们综合稳态与非稳态情形证明了当非国有企业

$$g'(t) = \frac{M_d^2 \cdot (f_1' - f_2')}{\{f_1[(1 - \bar{\alpha}) \cdot M_d] + f_2(\bar{\alpha} \cdot M_d)\}^2} \left[\frac{M_d'}{M_d} \cdot \left(\frac{GDP/M_d - f_1'}{f_1' - f_2'} \right) + \frac{M_d'}{M_d} \cdot \bar{\alpha} + \bar{\alpha}' \right] \quad (9)$$

根据模型 (9), 影响流动性过剩的解释变量主要有“信贷增长率与所有制歧视水平的交互项 $(M_d'/M_d) \cdot \bar{\alpha}$ ”、“所有制歧视水平变化率 $\bar{\alpha}'$ ”和“信贷增长率与企业效率比值的交互项 $(M_d'/M_d) \cdot [(GDP/M_d - f_1') / (f_1' - f_2')]$ ”。

对于被解释变量, 由于没有分地区的广义货币存量 M2 数据, 我们选取“地区信贷总量/地区 GDP”用以度量流动性过剩, 另外, 所有制歧视是通过改变“地区信贷总量/地区 GDP”变化率对流动性过剩产生影响, 因此被解释变量为“地区信贷总量/地区 GDP”的变化率。

贷款比例 α 增加时, 会缓解流动性过剩; 反之当非国有企业贷款比例 α 降低时, 则流动性过剩问题恶化。需要指出, 如果放宽模型假定条件, 即经济中存在依靠自有资金发展的私人企业时, 依然可以通过上述模型进行证明, 结论并不改变, 只是 k 值发生变化; 同理, 如果用马歇尔 K 值 M2/GDP 作为衡量流动性过剩的指标同样只改变 k 值, 而不改变模型的结论, 具体证明从略。

(二) 实证检验

1. 变量选择

令 $\bar{\alpha} = 1 - \alpha$ 为国有企业贷款比例, 对 (2) 式进行变形可得:

对于解释变量, 选取“信贷增长率与所有制歧视水平的交互项”、“所有制歧视水平变化率”和“信贷增长率”作为解释变量。我们用“信贷增长率 M_d'/M_d ”替代“信贷增长率与企业效率比值的交互项”。一方面, 由于企业效率在短时间内变化不大, 可以认为是常量; 另一方面, $(M_d'/M_d) \cdot [(GDP/M_d - f_1') / (f_1' - f_2')]$ 没有明显的经济含义及缺少相关的数据, 因此我们用 M_d'/M_d 替代 $(M_d'/M_d) \cdot [(GDP/M_d - f_1') / (f_1' - f_2')]$ 作为解释变量。

模型中用到的所有变量的含义见表 1。

表 1 变量定义

变量性质	变量名称	变量含义	计算方法
被解释变量	LS	流动性过剩变化率	“地区信贷总量/地区 GDP”的变化率
解释变量 1	$ODis$	所有制歧视水平	国有企业贷款比例 (具体算法详见后)
解释变量 2	DM	信贷增长率	M_d'/M_d
解释变量 3	$COinter$	信贷增长率与所有制歧视水平的交互项	$(M_d'/M_d) \cdot ODis$
解释变量 4	$DODis$	所有制歧视变化率	$ODis'$

我们用“国有企业贷款比例”度量所有制歧视水平, 这里的“国有企业贷款比例”指“国有企业贷款/总贷款”, 由于在公开出版的数据资料中缺少“国有企业贷款比例”的数据, 所以我们以 Aziz and Duenwald (2002)^[8]、张军 (2005)^[9]、李青原 (2010)^[10] 和刘瑞明 (2011)^[7] 等方法为基础, 提出改进意见并计算省级国有企业贷款比例。

Aziz and Duenwald (2002)^[8] 和张军 (2005)^[9] 等方法主要基于以下两个假设:

假设一: 经济中只有国有企业部门与非国有企业部门, 即银行的信贷只在国有企业与非国有企业之间

进行分配;

假设二: 国有企业贷款比重与国有企业产出比重具有较稳定的正向关系, 即“国有企业贷款比重”应该等于“国有企业产出比”的固定倍数。在具体计算时多数文献用“国有企业工业总产值/工业总产值”来度量“国有企业产出比重”, 由此得出“国有企业贷款比重”等于“国有企业工业总产值/工业总产值”的固定倍数。

基于假设一和假设二, Aziz and Duenwald (2002)^[8] 等运用固定效应面板数据模型来计算各个地区的国有企业贷款比例, 并用一阶自回归来调整残

差的自相关问题，具体模型如下：

$$loan_{it} = \alpha + \gamma \times G_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad (10)$$

$$\mu_{it} = \rho \times \mu_{it-1} + \delta_{it}, |\rho| < 1 \quad (11)$$

其中，被解释变量 $loan$ 为“各地区信贷总量/地区 GDP”，解释变量 G 为“地区国有企业工业产值/地区工业总产值”，在求出 γ 后经过简单计算即可得到“国有企业贷款比重”。

对于以上研究方法，我们认为假设二未考虑企业效率的问题。若国有企业贷款比重与国有企业产出比重具有较稳定的正向关系，这暗含着国有企业效率与非国有企业效率相等，但多数研究已经表明，国有企业的效率要低于非国有企业，因此，我们考虑对假设二进行改进，用“国有企业固定资产投资/国有企业工业总产值”来替代“国有企业工业总产值/工业总产值”更加准确，企业获得贷款之后会直接转化为投资，因而去掉了企业效率的影响，考虑到我国企业融资依然以银行贷款为主，所以上述假定具有合理性。我们将假定二改成“国有企业贷款比重与国有企业固定资产投资比例具有较稳定的正向关系”，其余不变。

依照上面改进的方法，利用 1991 年到 2013 年的 21 个省级面板数据进行估算，结果见表 2：

表 2 国有企业贷款比例估算

解释变量	被解释变量
α	0.935344 (16.77519) ***
γ	0.146519 (2.126536) **
ρ	0.892226 (38.96416) ***

注：分别以 ***、** 和 * 表示 1%、5% 和 10% 的显著水平。

我们得到 G 的系数为 0.146519，在 5% 的水平下显著，因为假定系数不变，所以“国有企业贷款比重”可以通过简单运算得到。

2. 实证结果与分析

由于我国信贷总额一直在不断增加，因此我们主要考察“信贷增长率与所有制歧视水平的交互项 $ODis$ ”对流动性过剩的影响，基于此我们建立如下模型：

$$模型一: LS_{it} = \alpha + \beta_1 \times COinter_{it} + \beta_2 \times DODis_{it} + \beta_3 \times DM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

其中，下标 i 表示第 i 个省份， t 表示年份，变量

具体含义见表 1。如果“国有企业贷款比例”通过信贷的扩张能够恶化流动性过剩问题，则应该有 β_1 大于 0 且相应统计量显著。

此外，在前面我们已经指出，当信贷的增长率等于 0 时，所有制歧视水平对流动性过剩具有直接的负面影响；当信贷的增长率大于 0 时，“国有企业贷款比例”对于流动性过剩的影响是通过“国有企业贷款比例”与“信贷增长率”的交互项产生影响，因此虽然没有信贷增长率为 0 时的经济数据，但是我们依然希望考察在信贷增长率大于 0 时“国有企业贷款比例”对流动性过剩的直接影响，检验“国有企业贷款比例”的增加是否会恶化流动性过剩问题，为此我们建立模型二：

$$模型二: LS_{it} = \alpha + \beta_1 \times ODis_{it} + \beta_2 \times DODis_{it} + \beta_3 \times DM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

其中，下标 i 表示第 i 个省份， t 表示年份，变量具体含义见表 1。若“国有企业贷款比例”对流动性有直接影响且随贷款比例增加会恶化流动性过剩问题，则 β_1 大于 0 且相应统计量显著。

以上变量均通过平稳性检验，应用 Eviews6.0 对模型一和模型二进行估计，计量结果见表 3。

表 3 模型一与模型二的估计结果

解释变量	模型一	模型二
常数项	-0.121856 (-15.434575) ***	-0.168619 (-11.57631) ***
$COinter$	1.631372 (1.971644) **	
$ODis$		0.811931 (3.662966) ***
$DODis$	-0.021044 (0.6488)	-0.311144 (-0.977171)
DM	0.661854 (9.640831) ***	0.758075 (16.70234) ***
Hausman 检验值 (P 值)	5.775817 (0.1230)	10.029028 (0.0183)

注：分别以 ***、** 和 * 表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平，括号内的值为该系数的 T 统计量。

模型一主要考察“信贷增长率与所有制歧视水平的交互项”对流动性过剩的影响，实证结果显示，交互项在 5% 的显著水平下对“信贷总量/GDP”变化率有一个显著的正向效应，即“国有企业贷款比

例”会通过信贷的增加对流动性过剩产生影响，这初步验证了我们的观点。此外，“信贷增长率”对流动性过剩有一个正向的作用，说明省级数据显示信贷的增长率对 GDP 的促进作用相对自身的增长要小，即我国的资金使用效率比较低，这与我国的现实情况也比较相符。我们将在第四部分进行数理分析，证明数理模型与实证结果的一致性，即我国企业较低的资金使用效率必然会加重我国的流动性过剩，企业资金效率的提高会缓解流动性过剩，同时“国有企业贷款比例变化率”对流动性过剩的影响并不显著。

模型二考察的是“国有企业贷款比例”对流动性过剩是否具有直接的影响，实证结果显示，“国有企业贷款比例”在 5% 的显著水平下对“信贷总量/GDP”变化率有一个显著的正向效应，即“国有企业贷款比例”直接对流动性过剩产生正向影响，这与我们的假设相符。“信贷增长率”与“国有企业贷款比例变化”的影响与模型一相同。

四、利率市场化条件下国有企业效率追赶对流动性过剩的影响

以上研究证明了国有企业贷款比例的减少或非国有企业贷款比例的增加会缓解流动性过剩，因此如何能让效率高的企业获得更多的贷款就成为解决流动性过剩问题的有效手段，也即利率市场化。利率市场化是指银行存贷款利率按照市场供需定价，完全由市场调节。我国目前实行利率管制制度，表现为存款利率只能下浮而不能上浮，贷款下浮空间很有限，利率并不是通过市场定价。利率本质上是资金的价格，因此资金价格的定价权应属于资金的供需双方，但是在利率管制的情况下，资金价格却只能由政府 and 银行来确定，如果继续保持这种定价体制，势必造成资金价格信号的扭曲，对资金的有效使用、资源的合理配置以及金融资源的有效利用等都会造成不合理的导向作用。实际上，因为政府制定的利率无法有效反应市场的真实情况，因此即使在利率管制的情况下，利率的扭曲也会通过银行理财产品、地下金融等多种方式进行纠正。因此，在继续实施稳健调控政策的环境下，积极推动利率市场化，将会对市场资源配置效率具有较大的推进作用。

不失一般性，我们令初始时刻的经济处于稳态，仅考虑“信贷总量/GDP”指标的情况。在利率市场化的过程中，非国有企业贷款困境会得到缓解，也即非国有企业贷款比例 $g'(t) < 0$ 的值会增加，因此 $g'(t) < 0$ 的影响是确定的；此外，企业效率应该会

发生相应的变化，为了简便，我们认为国有企业效率与非国有企业效率都将得到提高，但是提高程度的差异会决定二者是否存在效率追赶，同时假定 GDP/M_d 是稳定的。据此，在利率市场化的前提下，我们分为以下三种情形讨论：

(一) 不同所有制企业效率差异不变，即 $f'_1 - f'_2$ 不变的情形

此时 $k - \alpha$ 减小，因此 $\alpha' > b \cdot (k - \alpha)$ ，由 (3) 式可知此时有 $g'(t) = 0$ 。这说明利率市场化后，即使不同所有制企业之间效率差没有变化，但由于企业自身效率得到提高，也会使流动性过剩的问题得到缓解。

(二) 国有企业对非国有企业表现出效率追赶，即 $f'_1 - f'_2$ 减小的情形

考虑到国有企业效率有比较大的上升空间，因此我们考察利率市场化后，国有企业对非国有企业有一个效率追赶时的情况。此种情况下，非国有企业效率和国有企业的效率都不断提升，国有企业效率的提升速度大于非国有企业，说明国有企业对非国有企业有一个加速度的效率追赶，即 f'_1 增加， f'_2 增加，且 $f''_1 < f''_2$ ，从而 $k = 1 - (f'_1 - GDP/M_d) / (f'_1 - f'_2)$ 的值减小。由于 α 增加，因此 $k - \alpha$ 减小，即 $\alpha' > b \cdot (k - \alpha)$ ，根据 (3) 式有 $g'(t) < 0$ ，这说明如果非国有企业和国有企业效率同时增加，且存在国有企业对民营企业的效率追赶时，流动性过剩问题会得到缓解。

(三) 非国有企业效率优势加大，即 $f'_1 - f'_2$ 增大的情形

利率市场化后，也可能出现另一种情况，非国有企业效率优势进一步加大。此种情况下，非国有企业效率和国有企业的效率都不断提升，非国有企业效率的提升速度大于国有企业，即 f'_1 增加， f'_2 增加，且 $f''_1 > f''_2$ ，从而 $k = (GDP/M_d - f'_2) / (f'_1 - f'_2)$ 的值减小。由于 α 增加，因此 $k - \alpha$ 减小，即 $\alpha' > b \cdot (k - \alpha)$ ，根据 (3) 式有 $g'(t) < 0$ ，这说明利率市场化后，即使非国有企业相对于国有企业的效率优势进一步加大，流动性问题仍然得到缓解。

综上，利率市场化以后，随着非国有企业和国有企业效率的提高，流动性问题都会得到缓解。

五、结论与对策建议

我国经济运行的特点是以权力下放为主的市场化改革的同时保持国有企业的特殊地位，为了保持国有企业的相对优势，我国必然实行金融抑制政策对市场进行干预。金融抑制政策主要体现为不同所有制企业

的贷款差异,在非国有企业普遍面临融资困境的同时,政府通过金融抑制政策使大量贷款流向资金相对充足的国有企业,由此形成国有企业对非国有企业的所有制歧视,加之金融抑制政策并没有使国有企业的自身效率得到提高,因此我国政府只能通过扩张性的政策刺激经济,流动性过剩也不断恶化。对此我们提出以下建议:

1. 继续推进利率市场化

利率市场化是抵御流动性风险的有效手段。当利率进行市场化定价时,利率实际上是通过资金供需达到均衡决定的。同时,利率市场化会赋予银行对存款利率的自主定价权,银行将综合其他银行的存贷款利率、受贷者的风险等综合因素对不同受贷者实行差别化利率,对于非国有企业,如果银行认为其风险较大,可以适当提高贷款利率。利率市场化将加剧银行之间的竞争,市场化竞争将限制银行对贷款利率的上漲幅度;对于非国有企业而言,结合自身的盈利能力,可以适当容忍贷款利率的适度上浮,利率市场化不仅增加银行利润,也缓解了非国有企业融资难的困境。

2. 明确贷款资金的合理流向

利率市场化后,如果贷款逐渐向非国有企业倾斜,会对国有企业造成一定的负面影响,国有企业因为难以得到政府在信贷上的支持,必须通过加强自身效率才能市场中生存,因此利率市场化实际上会对提高国有企业效率产生一个正向影响,即国有企业对非国有企业会产生一个效率追赶。利率市场化后,如果在信贷总量中国有企业贷款比例逐渐减小,甚至是国有企业对非国有企业产生效率追赶,都会提高整个经济对资金的利用率,进而缓解流动性过剩。

3. 进一步放宽行业准入限制

市场化改革实际上是从资源配置效率的角度解决流动性风险问题,针对我国的特殊情况,即使资源能够有效配置,仍然存在着对民营企业行业准入的限制,在国有企业准入的80多个领域中,外资企业可以进入的有60多个,而民营企业则只有40个,民营企业甚至不如外资企业。市场化解了资金来源的问题,而放宽行业准入限制则解决了投资渠道的问题,因此,在市场化改革的同时,如果不放宽行业准入的限制,将很大程度上降低改革的成果。改革开放以

来,我国民间资本不断发展壮大,已经成为促进经济发展、调整产业结构、繁荣城乡市场、扩大社会就业的重要力量。如果放宽行业准入限制能够与市场化改革协调发展,必然会解决长久以来资金配置效率低、民营企业投资渠道受限等诸多体制性障碍,而且通过市场竞争对国有企业效率进行倒逼,进一步促进公有制经济的发展。

参考文献:

- [1] Borio C. E. V&P. W. Lowe. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus [J]. BIS Working Paper, 2002(7).
- [2] Gouteron, S&D. Szpiro. Excess Monetary Liquidity and Asset Prices [J]. Banque De France Working paper, 2005(20).
- [3] Belke, A. R. Setzer & W. Orth. Global Excess Liquidity Does It Matter for House and Stock Prices on A Global Scale [J]. Journal of Financial Transformation, 2008(24).
- [4] 余永定. 理解流动性过剩 [J]. 经济与管理科学 2007(4).
- [5] 张亦春,刘猛. 中国流动性过剩问题研究 [J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版) 2008(5).
- [6] Brandt, L&X. Zhu. Redistribution in a Decentralized Economy: Growth and Inflation in China under Reform [J]. Journal of Political Economy, 2000(2).
- [7] 刘瑞明. 金融压抑、所有制歧视与增长拖累: 国有企业效率损失再考察 [J]. 经济学季刊, 2011(10).
- [8] Aziz J. & C. Duenwald. Growth - financial Intermediation Nexus in China [J]. IMF Working Paper, 2001(2).
- [9] 张军,金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检测: 1987—2001 [J]. 经济研究 2005(11).
- [10] 李青原,赵奇伟,李江冰,江春. 外商直接投资、金融发展与地区资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据 [J]. 金融研究 2010(3).

(编辑校对: 孙敏 吴洪敏)