

中国居民持有的金融资产 与私有产权保护关系的实证分析

罗小芳 卢现祥

摘要: 实证分析的结果显示:名义利率、政府财政收入在国内生产总值中所占的份额、通货膨胀率对居民持有的有价证券比具有负影响,人均国内生产总值水平、法制化程度对于我国居民持有的有价证券比的影响不显著。

关键词: 私有产权 金融资产 产权保护

一、引言

经济增长的动力是国家和个人获得不断增加的收入,而公平、稳定的产权保护制度对于一个国家的经济增长至关重要。按照阿尔钦的解释,产权可以划分为私有产权、政府产权和公有产权,本文主要讨论私有产权的保护问题。由私人拥有的资源常常会被配置到最有价值的用途上,但是私有产权是一种受到限制的权利,比如会受到国家法律的限制,限制性措施的强制实施所导致的私有产权的削弱,会影响所有者对他所投入的资产的使用的预期,也会影响资产对所有者及其他人的价值,以及作为其结果的交易的形式(菲吕博腾,1972)。

国外学者关于产权保护的研究内容要丰富得多,他们从不同的视角和研究方法得出相似的结论:对私有产权的保护强度是刺激投资与经济增长的必要条件。如果产权缺乏可靠保障,将会削弱稳定计划、延误投资、抑制储蓄、鼓励资本外逃、推动地下经济的增长(Dornbush,1991)。JohnTorstensson(1994)研究了68个经济发达国家与发展中国家,发现人均国内生产总值(GDP)增长率与政府任意攫取私有财产的风险指数有负相关关系。David A. Leblang(1994)对106个国家的统计研究结果表明,产权保护程度高的国家是产权保护程度低的国家的经济增长的两倍。

近年来,国内学者亦有不少研究产权保障的成果,刘志国(2004)认为产权保障是决定经济绩效的一个重要因素,政府承诺的可靠性决定了产权的保障和可持续性,政府在维持可信的承诺和改变现有产权结构方面有一个经济利益上的权衡,当履行承诺所带来的净收益大于政府在背离承诺的收益时,政府对于产权的承诺就是可信的,而权力分散的政府相对于权力集中的政府做出产权的承诺更可靠。

吴秋实(2004)指出,在转轨经济中为维护公有产权在产权制度中的主导地位,政府力图通过强制性的制度变迁来获取廉价的金融资源,忽视了投资者利益保护,甚至会侵犯投资者的利益。张慧莲(2005)从新比较经济学的制度选择框架中得出的结论是,弱政府(或低效率的政府)不利于一国产权保护制度的建立,弱市场(或低效率的市场)也不利于产权保护制度的建立。洪银兴(2006)认为产权保护有两个层次:第一个层次是市场的自动保护,具体体现就是等价交换、平等竞争的权利,第二个层次是在市场保护失效时由政府保护。

在国内,无论是决策层还是经济理论学界,对于国有产权的保护问题非常重视,但是对于私有产权的保护较为忽视,只是近年来才逐渐关注这个问题,有些学者对此做出了有益的探讨。但目前对于国内保护私有产权的定量分析较少,因此本文将对居民拥有的金融资产状况与私有产权保护之间的关系进行实证分析,以弥补这一方面的不足之处。

二、私有产权、法治与国家保护

产权是一个社会所强制实施的选择一种经济品的使用的权利,私有产权则是把这种权利分配给一个特定的人,是对不相容的使用权进行选择的权利的分配。私有产权的强度由实施它的可能性与成本来衡量,这些又依赖于政府、非正规的社会行动以及通行的伦理和道德规范。

产权的界定和保护是市场有效配置资源的前提条件。私有产权的性质决定了私人拥有的资源常常会被配置到最有价值的用途上,私有产权的完备程度决定着微观经济主体的经济效率,一系列特定的私有产权支配着所有资源的使用,追求最大化收益的私有产权主体会节约资源,尽可能对其拥有的稀缺资源进行最佳的长期使用,产权保护使得那些希

望进行长期投资的人能有机会和较大的可能获得长期的收益,从而使得资源可能得到保护。可见,私有产权的界定和保护不仅能够给个人提供稳定的预期和激励,而且对于整个国家和社会的发展也至关重要。

个人对资产的产权由消费这些资产、从这些资产中取得收入和让渡这些资产的权利构成,人们对资产的权利(包括它们自己的和他人的)不是永久不变的,它们是他们自己直接努力加以保护、他人企图夺取和政府予以保护的函数。

私有产权排他性的特征决定了产权主体必然会对产权采取自我保护。个人对私有产权的保护并不完全依赖国家,在国家没有产生之前比如“无序状态”下,人们就使用各种可能的方法保护自有财产以避免被偷窃、掠夺,比如个人会采取各种防盗措施、甚至自己会拥有武器装备。但是随着保护成本的上升,个人希望国家能够提供保护,以使得自身保护的成本要低于收益,当国家能够提供这种服务时,存在着保护的规模经济效应。

自从启蒙运动以来,经济学家们就认为有益的经济制度必须要保护产权,确保人们得到回报,签订合约以及解决纠纷。这种安全感鼓励人们对他们自己和物质资本进行投资,从而促进经济发展。对产权的保护包括两个方面,一方面必须保护投资免受邻居、偷盗者、竞争者和其他违法者的侵犯。因此必须有效实施财产权利,必须要有有效的法律和规则。另一方面,能够保护私人产权的强大政府自身也能变成盗窃者。为了限制政府,必须对政府权力进行限制,这也被称为法治。因此,区分制度设计的两个方面是很有必要的。一方面用法律和规则限制私人的侵犯。另一方面是建立法治限制公共权力的侵犯。没有法治,政府的“掠夺之手”就有可能侵犯私人产权,也不可能有效保护产权的延续性与稳定性。法治,在制度上起始于法律对最高国家权力的严格的限制。诚如洛克所论证的:法治的真实含义就是对一切政体下的权力都有所限制。法治思想集中体现在柏拉图晚年著作《法律篇》之中。他在该书中说,什么是法治国家?“这样的国家是以法律为至上的政府,统治者和臣民都需同样服从法律,而不是由特选出来的经过特殊训练的人组成、不受一般规范限制的理想政府。”威拉德·赫斯特在他的《19世纪的法律与自由的条件》(1956年)一书认为,社会“能量释放”的根源是私法的发展,在19世纪头60年里,私法的产生把产权的解释从一种明显的反发展观变成了一种发展观。根据发展观,“各种不同的财产的使用的相对有效性应该成为法律上证实损害的最高检验”。总而言之,19世纪中期出现的美国社会的法律结构清楚地反映了新古典理论中所说的效率标准。

维护法律和秩序是经济增长的一个首要条件,而且,许多社会之所以衰落,正是因为国家不愿意或无力保护财产的所有者不受盗贼或土匪的侵犯。所有权指的是排除其他人使用某种资源的法律权利。一个社会,如果不能保护一种资源及其成果不大规模地受公众的侵害,那么这种资源肯定会被滥用,而且很少有人会发现为改善这种资源而投资是值得的。在世界上每一个地方,所有权都是一种得到承认的制度,只是承认和保护的差异不同而已。没有这种制度,人类无论如何也不会取得进步。因为所有权的存在及其有效保护是产生激励的动力源。“从经济增长的角度来看,基本的要求是潜在投资者应该相信,他肯定能‘收回自己的货币’再加上对他把自己的财产用于投资而不是用于消费这一行为的某种补偿。”

巴罗在论文《经济增长的决定因素——跨国经验研究》中考察了1960-1990年间约100个国家的经验数据发现,在给定的真实人均GDP的初始水平下,那些教育水平较高、出生率与政府支出水平较低以及法治较好的国家,经济增长率更高。同时,巴罗还在论文中强调了制度的重要性,他说:“经验证明,制度差异是各国经济增长率、投资最重要的决定因素,体制改革为一国从贫穷走向繁荣提供了最佳捷径。”他用法治测量产权保护程度,用自由选举测量民主,然后考察这两个指标与经济增长的关系,他发现,“法治对于增长的效果相当大,而民主与经济增长的关系则相当弱”,即是说,“民主既不是经济增长的充分条件也不是必要条件”。因此,巴罗主张发展中国家要实现经济增长必须加强法治;没有法治,民主不可能带来经济繁荣。巴罗关于经济增长的决定因素分析中,法治是一个重要的因素,法治与经济增长正相关。有效的法律制度对于其他制度的实施提供了一种稳定的预期,在这种预期中,人们会预计到谁违约了,谁违规了,谁最终就会受到更严厉的处罚。许多制度的最终实施机制是在法律领域(如各种合同),但是更多的实施过程是在交易双方之间。许多合同的实施并没有经过法律,而是私下进行。但是如果缺乏法治,那么对于私有产权的保护和合同的实施费用将会很高。所以用法治化来衡量产权保护的程度是很有道理的。法治化程度越高,产权的保护也就越好。换言之,在法治社会里,产权才具有延续性和稳定性。

私有产权离不开国家强制性的保护。国家提供保护服务,由此产生保护成本,为了降低保护支出,就对个人采取强制性措施。国家有其自身的利益目标,按照诺斯的观点,国家规定产权的目的是最大化其垄断租金。个人对于国家保护必须支付成本(包括钱财和个人服务),但是国家统治者的目标函数最大化不一定与个人相符合,为了追求自身效用函数

三、居民金融资产与产权保护关系的实证分析

(一)数据的选取

本文进行研究的数据为 1978-2004 年间的年度数据。

居民持有的资产可以分为非金融资产和金融资产。居民持有的金融资产是指城乡居民持有的具有金融债权和权益凭证形式的资产,是居民的可支配收入中扣除消费、固定资产的投资后的余额。目前理论界对居民的金融资产种类的划分不同,有的分为三类,有的分为五类,有的分为六类,大多数的划分方法都包括手持现金、储蓄存款、债券、股票、保险准备金、其他预付款这六类。考虑到数据的可得性,本文的金融资产可以按照《中国统计年鉴》的标准划分为手持现金、储蓄存款、有价证券、保险准备金四类。本文中 1978-2001 年居民持有的金融资产总量、手持现金、储蓄存款、有价证券的数据来自宋光辉。2002 年后的上述数据根据《中国统计年鉴》的资金流量表中相关数据,按照宋光辉提出的测算方法测算,具体如下。

居民金融资产增量来自于居民可支配收入减去居民消费和居民实物投资的差额,用 Y_h 表示居民可支配收入, C_h 表示居民消费支出, I_h 表示居民实物投资支出,用 F_h 表示居民金融资产余额, ΔF_h 表示居民金融资产增量,则有:

$$\Delta F_h = Y_h - C_h - I_h \quad \dots\dots\dots (1)$$

从金融资产核算上看,居民金融资产年末余额等于历年居民金融资产增量之和,则有

$$F_{ht} = \Delta F_{ht} + F_{ht-1} \quad \dots\dots\dots (2)$$

或者

$$\Delta F_{ht} = F_{ht} - F_{ht-1} \quad \dots\dots\dots (3)$$

式中, ΔF_{ht} 表示第 t 期居民金融资产增量, F_{ht} 和 F_{ht-1} 分别表示第 t 期期末和第 $t-1$ 期期末居民持有的金融资产余额。

先根据(1)式可以估算出当年居民金融资产增量,再根据式(2),将当年居民金融资产增量加上上年末的金融资产余额,就等于当年年末的金融资产余额,即可以得到当年年末金融资产余额。

估算出当年年末金融资产余额之后,再将该总量指标进行分解,由于当年的居民金融资产余额可以分解为居民手持现金余额、居民储蓄存款余额、居民持有证券、保险准备金余额之和,即

$$F_h = M_{0h} + E_h + Z_h \quad \dots\dots\dots (4)$$

(4)式中, M_{0h} 表示年末居民手持现金余额, E_h 表示年末居民储蓄存款余额, Z_h 表示年末居民持有有价证券和保险准备金余额。

由于当年的居民金融资产增量可以分解为居民手持现金增量、居民储蓄存款增量、居民持有有价证

的最大化,政府可能伸出掠夺之手从国民那里榨取更多的财富。所有政府都对产权发挥重大作用,它们也拥有资产和直接参与经济活动。此外,合同裁决权和执行权也掌握在政府那里。本文的重点正是分析私有产权的国家保护问题。

下面将建立一个居民持有财产与政府的产权保护之间的博弈模型,以说明政府对产权的保护程度将影响居民是否做出投资的决定。

这里采用新古典经济学的基本假定,所有的经济主体都追求利润最大化或效用最大化,政府是权威,能够制定法律,追求自己的效用最大化,居民持有各种资产的目的是追求收益最大化,其净收益用 Π 表示。

假定在博弈过程中只有居民与政府,政府有制定博弈规则的权力,出于追求自身最大化目的的动机,政府在居民做出投资行为之后有改变制度安排和道德风险的可能;居民有选择拥有某种资产和做出是否投资的权力,并且居民是风险中性的,当政府违背承诺改变规则的时候,居民会采取报复的行为以将财产损失减小到最低程度。居民持有 i 种资产的收益为 $R_i(t)$, t 表示持有资产的时间,其收益的贴现值为

$V(i)$, $V(i) = \int_0^T R_i(t) dt$, 其净收益 $\Pi = \sum V(i) - T$, $T = \beta V$, 其中 β 因子为产权保护指数,它衡量对产权的保护程度, T 为税收,并且 T 有广泛的产权制度含义,比如它还可以代表通货膨胀率、垄断等侵犯产权的行为。

只有当 $\Pi = \sum V(i) - T > 0$ 时,居民才会做出投资决策。

如果是一次性博弈,居民不会有投资行为,政府的收益是零。因为居民有能力判断政府行动会对谁有利,对谁不利,会预期到政府有违反承诺、剥夺其投资收益的倾向,政府的税率将会使 $\beta = 1$, 居民拥有资产的收益被政府剥夺,因此居民不会有投资行为。当居民没有投资的时候,政府的收益也将为零。

如果是重复性博弈过程,政府会设计更好的制度,令 $0 < \beta < 1$, 则居民的投资净收益为 $\Pi = \sum V(i) - T > 0$, $T = \beta V$, 政府的收益为 $T = \beta V > 0$ 。但是,一旦居民做出投资的决策后,居民的投资成本便是沉淀成本,这样居民就有被“套牢”的问题,如果政府掠夺居民的租金收入,则居民的投资净收益为 $\Pi = \sum V(i) - T \leq 0$, 居民不会做出投资的选择。因此,政府必须建立声誉机制或做出可信的承诺,与居民订立长期契约,限制敲诈问题的发生。即使政府做出承诺,事实上政府仍存在毁约的可能,只要政府毁约的边际收益大于遵守承诺的边际成本,政府就有敲诈并掠夺居民的租金收入的可能。居民相应地会采取报复的行动,在下一期及以后的各期,居民不会做出投资选择,政府会受到惩罚,其收益将为零。

券、保险准备金增量之和,即

$$\Delta F_h = \Delta M_{0h} + \Delta E_h + \Delta Z_h \dots\dots\dots (5)$$

(5) 式中, ΔM_{0h} 表示居民手持现金增量, ΔE_h 表示居民储蓄存款增量, ΔZ_h 表示居民持有债券和股票以及拥有的保险准备金增量。

宋光辉利用《中国统计年鉴》资金流量表中1992-1997年居民可支配收入的数据,估算出居民可支配收入占 GDP的比重约为 67%, 本文先以类似的方法估算出 2002-2004 年的居民可支配收入,再由公式(1)推算出 2002-2004 年居民金融资产增量。由于居民手持现金余额在居民金融资产中所占的比值大致为 11%, 该比值较为稳定,可以认为它取决于经济体系中的交易制度、支付习惯等因素,因此本文就以该值来推算居民手持现金增量,根据《中国统计年鉴》可以查出居民储蓄余额,计算出当年居民储蓄增量。最后,由公式(4)、公式(5)可以推算出 2002-2004 年居民持有的有价证券、保险准备金增量及其余额。

本文以居民持有的金融资产中有价证券所占的比重(用变量 ZQB表示)作为政府对私有产权保护程度的衡量指标。按照国外经济学者的观点,在产权得不到保障,契约实施不力的国家,人们会避免持有银行存款和其他金融资产,因为这些资产的价值依赖于对政府和其他私人部门的信任(Christopher Clague,1998)。制度改革和非正式部门研究中心(IRIS)的研究小组提出了被称为“契约密集型货币比率”(Contract-intensivemoneyration)的变量,它等于非纸币货币与总货币供给之比(Clague等,1995)。他们认为,对一国政府而言,这个变量能够很好地代表产权和契约的实施情况,而在跨国回归分析中,它有助于解释投资和经济增长的比率。本文在该指标的选取中,不包括储蓄所占金融资产的比重,因为在1978-2001年间,居民持有的储蓄存款所占金融资产的比重一直稳定在 60%左右(参见图 1),该比值不能反映政府对私有产权的保护程度。

本文以中国的律师人数作为中国法治化程度衡量的指标(用变量 LSRS表示),1984-2004 年律师人数的数据来自历年的《中国统计年鉴》。

本文以 1978-2004 年的零售物价指数作为价格指数,数据来自于《新中国五十五年统计资料汇编》(1949-2004),并以 1978 年的零售物价指数作为基期,对于历年的价格指数作了平减处理。1978-1998 年的名义利率(用 NR 表示)数据来自于《中华人民共和国资料手册》(1949-1999),1998-2004 年的通货膨胀率数据来自于《中国统计年鉴》,根据公式:实际利率 = 名义利率 - 通货膨胀率,计算出 1978-2004 年的实际利率(用 AR 表示)。本文中的国内生产总值(用 GDP表示)、财政收入(用 CZSR表示)均已经过平减处理,以 1978 年的价格指数为基期。股票的市场价值也作过平减处理,以 1992 年的

价格指数为基期。以上这些数据均为可比数据,它们来自于历年的《中国统计年鉴》。

(二) 计量分析

本文中的模型构思来自于 Clague,他曾经用非纸币货币与总货币供给之比代表产权和契约的实施情况,并且用于跨国回归分析,去解释投资和经济增长的比率。受他启发,我们认为我国居民持有的证券化资产可以反映居民对于资产收益的满意程度和我国证券市场未来发展的预期值,以及我国政府对于证券市场的保护,因此我们也可以用它代表对于私有产权的保护。

图 1 描述了 1978-2004 年居民有价证券持有量在居民金融资产中所占的百分比(有价证券比)的变动趋势,该指标可以从证券资产的持有比率反映居民对于证券的收益预期,在一定意义上能够反映本国对于资产收益的保护程度,在居民投资理性化的假设下,居民金融资产的持有行为会追求最大化的收益,如果证券资产的收益得不到保护,居民将会选择“用足投票”退出市场,从长期来看,居民有充分的理性做出合理的选择。图 2 则反映了 1992-2004 年的股票市场每股平均市价(年末价格),虽然股票市场的总价值在逐年递增,但是股票的市场价格波动较大,而且自 2000 年之后呈下降趋势。图 3 比较了两个序列的变化趋势,CZSR/GDP为政府的财政收入在 GDP中所占的比重,CZSR/GDP的变化可以分为两个阶段,第一阶段为 1978-1995 年,CZSR/GDP由 1978 年的 31.24% 逐年下降为 1995 年的 10.67%,第二阶段为 1996-2004 年,从 1996 年的 10.91% 逐年上升到 2004 年的 19.34%,说明近年来国家在收入分配结构中逐渐缩小了居民分配的份额。

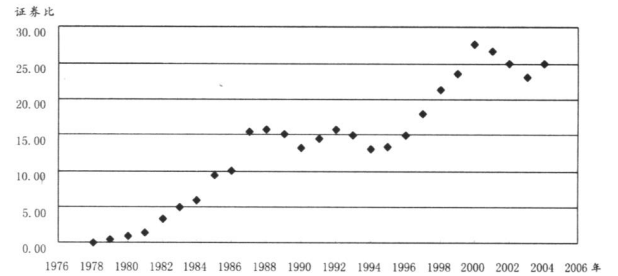


图 1 1979-2004 年居民持有的有价证券比的变化

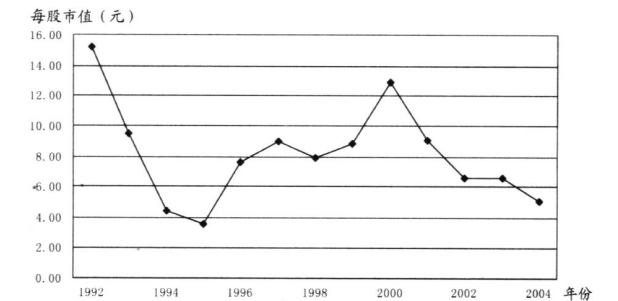


图 2 1992-2004 年的股票市场每股平均市价(该价格为年末价格)

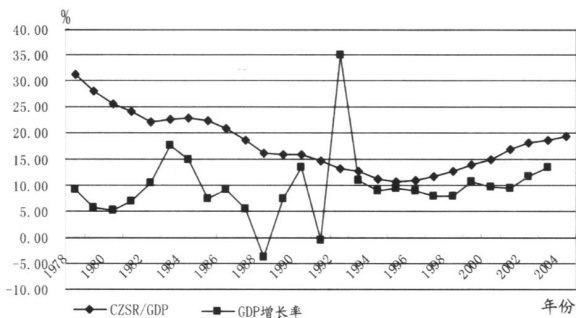


图3 1978-2004 年 GDP中财政收入所占的比重与 GDP增长率的变化

在居民的金融资产构成中,手持现金的份额不断下降,由1978年的45%下降为1998年的11%,此后基本上保持在11%左右的水平,居民储蓄也一直保持着60%~70%的份额,在1995、1996年达到峰值约为71%,居民持有的有价证券比自1978年后呈逐年上升的趋势,根据居民持有的有价证券比值的变化趋势可以将其变化过程分为三个阶段(见图1),1978-1987年间,证券比值以近似直线的趋势上升,达到15%左右,1987-1996年的证券比值在13%~15%的区间呈震荡趋势,1996-2000年的证券比值又呈现一个直线上升的过程,并在2000年达到25年来的峰点,2001-2004年间其值有所下降。综观整个过程,居民持有的有价证券比值的最高峰点位于2000年,达到27%,但是这样一个比值和国外市场经济发达的国家相比仍显得偏低。

模型1:

$$ZQB = 30.675 + 0.179RR + 0.015RJGDP - 1.069CZSRB - 1.11 \times 10^5 LSRS - 0.045\pi \dots\dots\dots (1)$$

(2.062) (1.007) (1.764) (-1.634) (-0.086) (-1.471)

$R^2 = 0.799, DW = 0.905, F = 11.913$, 括号中的值为t值。

模型2:

$$ZQB = 57.058 - 1.148NR + 0.012RJGDP - 1.752CZSRB - 7.73 \times 10^6 LSRS - 0.058\pi \dots\dots\dots (2)$$

(3.588) (-2.871) (1.797) (-2.970) (-0.072) (-2.373)

$R^2 = 0.861, DW = 1.548, F = 18.643$, 括号中的值为t值。

样本包括1984-2004年共21个观测值。上述两个模型仅有一个解释变量不同,模型1中变量RR为实际利率,模型2中变量NR为名义变量,显然,模型2的结果要比模型1要好。在模型2中,模型拟合的结果良好,变量NR、变量RJGDP、变量CZSRB、变量 π 回归参数的符号与预测的结果一致,变量LSRS回归参数的符号与预测的结果相反,但是变量LSRS的回归参数没有通过t-检验,说明该变量不显著,此外变量RJGDP也不显著。

回归结果说明,名义利率、政府财政收入在GDP中所占的份额、通货膨胀率对居民持有的有价证券比具有负影响,这与经济理论相符合。如果政府的税收越高,通货膨胀率越高,那么居民持有的有价证券比越低,居民将会更多持有现金、储蓄这些流动性

本文的计量模型中,以居民持有的金融资产中有价证券所占的比重(用变量ZQB表示)为被解释变量,作为政府对私有产权保护程度的衡量指标,以RR、NR、RJGDP、CZSRB、LSRS、 π 作为解释变量,其中RR表示名义利率,NR表示实际利率,RJGDP表示中国的人均GDP,CZSRB表示财政收入在GDP中所占的比重,LSRS表示律师人数, π 表示通货膨胀率。根据有价证券的价格与利率反方向变动的关系,我们预测变量RR的回归参数为负;变量CZSRB表示政府财政收入在GDP中所占的份额,该值越大,我们认为居民收入在GDP中所占的份额越小(见图3),因此变量CZSRB的回归参数预计为负;通货膨胀率 π 被称作“铸造税”,当通货膨胀率上升时,居民必须保留更多的货币余额用于日常交易,人们被迫减少支出,而这一差额支付给政府,政府可以花费更多的资源,通货膨胀的作用就像税收一样,所以通货膨胀率 π 的回归参数也预测为负;人均GDP(RJGDP)越高,居民所拥有的金融资产越高,有价证券比也应该越高,变量RJGDP的回归参数预测为正;律师人数用来测度中国法治化的程度,当一个国家法治化的程度越高,对居民私人财产的保护程度应该越高,所以变量LSRS的回归参数预测为正。

本文先以居民持有的金融资产中有价证券所占的比重(用变量ZQB表示)作为被解释变量,对RR、RJGDP、CZSRB、LSRS、 π 作回归,得到如下结果。

再将ZQB对NR、RJGDP、CZSRB、LSRS、 π 作回归,得到如下结果。其中NR表示名义利率。

较高的资产,说明居民对政府的信任程度较低,政府对于居民私有财产保护的程度较低。

实际上,利率在中国并没有市场化,存贷利率由政府管制,利率并不反映资本市场上资金的供求关系,甚至被人为压低在市场供求的均衡利率水平之下,数年出现负的实际利率,在金融管制之下,政府通过制定利率的方式变相对居民储蓄征税(吴秋实,2004)。近年来,资本市场混乱,信息不透明,监管缺失,股票市场成为上市公司“圈钱”的工具,资金并没有流向高收益的投资项目,从而降低了社会整体的投资收益水平,这一点可以从股票市场低迷,股票市场上每股市价不断下跌(见图2)反映出来,由于中小投资者的财富大幅缩水,所以人们纷纷将资金投向房地产,这种重实物财产的行为实际上是居民规避风险的一种理性化选择。

回归结果显示,人均GDP水平、法制化程度对

于我国居民持有的有价证券比影响不显著。虽然我国实际人均 GDP 水平逐年上升,但是我国居民持有的有价证券比没有突破 28%,居民拥有的金融资产中居民储蓄仍然稳定在 60% 左右,我国拥有占世界 4% 的金融资产,但近 2/3 是以银行存款的方式持有的,主要原因可能有以下几点:其一,我国的人均 GDP 水平较低,居民对于货币的需求主要还是以预防性需求为主;其二,我国目前正处于向市场经济过渡的转型时期,社会保险制度正处于建立和完善的过程之中,医疗、教育、养老、住房预期开支增加;其三,股市收益低,资本市场低迷。当然,近些年股市行情好了以后,大量的储蓄存款又转到了股市。其实,中国资本市场的成熟与我国私有产权的保护不到位是有关的。

四、结束语

在 1978-1988 年、1994-2000 年两个时期,居民的金融资产增长速度较快,有价证券比呈直线上升趋势,2000 年之后有价证券比有下降趋势,对比同时期政府财政收入在 GDP 所占的比值可以看到这个值有上升的趋势,说明近几年中政府在社会财富的分配中享有的份额增加。2006 年我国 GDP 为 209407 亿,增长 10.7%。财政收入则增长 7000 亿,达到 3.9 万亿元,增长了 24%。从这个数字看我国的财政收入已经超过了日本(虽然 GDP 中国不到日本的 1/2)。日本 2006 年的税收收入以现在的汇率计算相当于人民币 3.2 万亿元,而中国 2006 年的财政收入预期值为 3.9 亿元人民币。据张军的研究,10 年前,国家储蓄占 GDP 的水平大约为 36%,现在已经上升到了差不多 46%,紧随其后的是企业储蓄的增长,占 GDP 的 20% 左右。现在家庭的储蓄占 GDP 的比重只有 16% 左右,而 10 年前则超过了 20%。我们不能说政府储蓄增加就一定是挤占了家庭储蓄,但政府控制的资源太多与私有产权保护不够是有关联的,对此我们可以作进一步的研究。

在居民的金融资产中,储蓄与利率几乎不相关,一直占有 60% 左右的比重,居民不愿投资,不愿持有证券资产是居民一种无奈的选择,因为这时个人持有某种资产却不是为了获得收益,可以看出个人持有资产的机会成本——投资的收益是较高的,这种出于谨慎动机的需要也反映了政府对于私有产权保护程度不高的问题。从深层次看,我国不仅存在私有产权保护程度不高的问题,还存在一个创立私有产权能力缺乏的问题,居民大量以储蓄的形式持有金融资产,证明了莱索托所说的一个命题,广大的发展国家不是缺乏钱,而是缺乏把钱转化为资本的所有权体系。

目前国外用法治化程度测量私有产权保护程度的方法主要适用于法治化国家,其实这种方法也是

有局限性的。因为对私有产权的保护还有人们的观念及其他措施或手段。因此,我们还可以用其他方法来进一步分析一国对私有产权保护的程度,如在人们的投资结构中,长期投资和短期投资的比重也可以用来测量社会对私有产权保护的程度,如果长期投资所占比重在不断提高就表明社会对私有产权的保护程度在提高。

注释:

A.A. 阿尔钦:《产权:一个经典注释》,见科斯等:《财产权利与制度变迁》,中文版,上海,上海三联书店,2004。

巴泽尔:《产权的经济分析》,中文版,2 页,上海,上海三联书店、上海人民出版社,2004。

安德瑞·斯莱夫:《新比较经济学》,载《经济学消息报》,2003-01-24。

[美]道格拉斯·C. 诺思:《经济史中的结构与变迁》,中文版,212~213 页,上海,上海三联书店,199。

[美]J.W. 阿瑟·刘易斯:《经济增长理论》,中文版,71、71 页,上海,上海三联书店,1990。

国家也可以看作为一个经济主体,国家有时被理解为一个企业,一个岁入或社会产品最大化的组织。参阅埃里克·弗鲁博顿:《新制度经济学》,中文版,533 页,上海,上海三联书店、上海人民出版社,2006。

宋光辉:《中国居民金融资产总量估算和分析》,载《华南理工大学学报》(社会科学版),2003(1)。

薛晓源、陈家刚主编:《全球化与新制度主义》,298 页,北京,社会科学文献出版社,2004。

根据中国人民银行统计司赵春萍对 2005 年居民金融资产的分析,居民存款持有量占居民金融资产的 72%,载《中国金融》,2007(8)。

参考文献:

1. 巴泽尔:《产权的经济分析》,中文版,上海,上海三联书店,上海人民出版社,2004。

2. A.A. 阿尔钦:《产权:一个经典注释》,见科斯等:《财产权利与制度变迁》,中文版,上海,上海三联书店,2004。

3. 刘志国:《政府承诺、决策规则与产权保障的可靠性》,载《南开经济研究》,2004(6)。

4. 宋光辉:《中国居民金融资产总量估算和分析》,载《华南理工大学学报》(社会科学版),2003(1)。

5. 张慧莲:《从制度选择角度看产权保护制度的建立》,载《甘肃社会科学》,2005(6)。

6. 蔡宝刚:《私有产权保护的意旨追问》,载《法学评论》,2005(3)。

7. 卢现祥:《产权的延续性和稳定性与社会经济可持续发展》,载《中南财经政法大学学报》,2006(2)。

8. 洪银兴:《市场经济的微观基础:契约和产权》,载《学术月刊》,2006(3)。

9. 吴秋实、陈锐:《从投资者保护角度看我国金融结构与金融监管》,载《武汉金融》,2004(7)。

10. Dornbush, R., 1991. "Policy to Move from Stabilization to Growth." Proceedings of the 1990 World Bank Annual Conference on Development Economics, pp. 19-48.

11. Murphy, Kevin M., et al., 1991. "The Allocation of Talent: Implications for Growth." The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 2, pp. 503-530.

(作者单位:中南财经政法大学经济学院 武汉 430064)

(责任编辑:K、Q)