

利率市场化对我国经济增长质量的影响:一个新的解释思路

李 萍 冯梦黎*

摘要: 利率市场化对宏观经济的影响是当前全面深化改革理论和实践重点关注的领域。既有研究多论及利率市场化对经济增长的影响,而利率市场化与经济增长质量的相关性,还是一个亟待深入探讨和研究的新方向。本文立足于当前中国利率市场化的实际情况,拟从三个方面对利率市场化进行衡量,建立利率市场化总指数;并选取10个指标尝试从三大维度对中国经济增长质量进行综合衡量,采用实证分析方法揭示出利率市场化与经济增长质量之间的内在关联与作用机理,为利率市场化对我国经济增长质量的影响提供一个新的解释思路。进一步地,基于利率市场化对我国经济增长质量影响的传导路径提出了相关政策导向性建议。

关键词: 利率市场化;经济增长质量;作用机理

一、引言

改革开放以来,我国金融市场的开放逐步推进。其中,利率市场化依循“先外币后本币、先贷款后存款、先长期后短期、先大额后小额”的改革时序和步骤推开。目前,中国利率市场化改革的框架已基本搭建起来。由于利率市场化改革的最大红利在于通过发挥市场机制的决定性作用,实现资金流向和资源配置不断优化、更好服务实体经济以促进经济良性增长,因此,随着改革进程的加速,利率市场化受到的关注更是前所未有,利率市场化对金融业、进而对整个宏观经济运行有着重大而深远的影响。

已有研究表明,20世纪中叶发展中国家为实现赶超发展战略,大多采取了人为压低利率、信贷配给等金融抑制政策,直接导致了资源配置效率低下、资本匮乏等负面效应。对此,Mckinnon(1973)和Shaw(1973)提出了著名的金融抑制和金融深化理论,强调人为扭曲与金融抑制致使利率过低甚至出现负的实际利率,是引致金融体系和经济效率低下的主因。随后,很多学者的实证研究进一步得出了利率市场化改革后确实对宏观经济发展有正面影响,得到利率市场化可促进经济增长(Bekaert et al, 2005; Mertens, 2008)和经济稳定(Smets and Wouters, 2007)的结论。也有学者认为,需要一定的金融管制,方能保证经济和市场的效率和稳定。代表人物是Hellman等(1997)。实证方面,Berthelemy和Varousdakis(1996)提出在金融部门发展之初,银行业的放松管制政策可能带来过度竞争,从而影响银行储蓄动员的效果及其资本积累。之后,国外一些学者在经济政策和环境方面也进行了一定的研究,尤其是对美国次

*李萍,西南财经大学经济学院,邮政编码:611130,电子信箱:liping@swufe.edu.cn;冯梦黎,西南财经大学经济学院,邮政编码:611130,电子信箱:melodymengli@163.com。

感谢匿名评审人提出的修改建议,笔者已做了相应修改,本文文责自负。

贷危机后的量化宽松政策的研究,认为向信贷市场注入流动性,有助于稳定信贷市场。

国内学界的研究始于利率市场化的特征和发展路径。易纲(2009)对我国利率市场化进程进行了概括,一是利率的政策管制逐步放松,金融机构走向自主定价;二是初步建立了以SHIBOR为代表的短期基准利率和以国债收益率曲线为代表的中长期基准利率体系。张效岩和梁琪(2010)研究得出的结论是我国利率市场化改革是有效的,但现阶段我国农村地区的金融抑制仍然存在。陶雄华和陈明珏(2013)通过构建利率市场化指数致力于对利率市场化改革进程进行测度。从一定意义上可以说,近年来学界的研究多集中在探讨利率市场化与经济增长之间的关系,经济增长的衡量方式倚重增速或绝对值。刘小玄和周晓艳(2011)研究发现,长期以来我国利率受到严苛管制,致使金融服务效率低下、供给短缺,这种行政方式惯性下非市场性、不公平的资源配置严重影响了我国微观经济主体间的正常竞争和发展,直接导致了我国经济增长和发展失衡。黎志刚和尚梦(2014)通过自回归分布滞后模型(ARDL)研究发现,短期内利率市场化抑制经济增长,长期内有助于经济增长。可喜的是,近来已有一些学者对经济增长质量颇为关注。钞小静和任保平(2011)从界定经济增长质量的内涵出发,构建出由28个基础指标构成的测度经济增长质量的指数。马轶群和史安娜(2012)参考其方法,从三个方面进一步细化了经济增长质量的指标体系,分析了金融发展对中国经济增长质量多方面的影响。此外,关涉经济增长质量的研究还包括陆军和陈郑(2014)认为存款利率约束在总体上减少了产出的波动。沙虎居和陈刚(2015)研究发现利率市场化有利于优化产业结构,促进新兴业态成长。林琳(2011)认为贷款利率上限的放开较为显著地改善了县域地区的资本配置效率,但随着利率市场化改革的推进,这种积极影响已逐步弱化。

客观地看,现有文献对利率市场化与经济增长相关性展开的有价值的研究,为利率市场化的深入推进和后续研究提供了一定的资料、数据积累和分析参照乃至方法论基础。但目前关于利率市场化与经济增长关系的研究仍有不足。一是现有研究对利率市场化程度的衡量指标尚有局限,对一国的经济政策与环境的考虑尚付阙如,最后得出的结论难免存在一定的误差。二是不少学者对经济增长的衡量多停留于增速或绝对值,对经济增长其余方面的研究还缺乏系统性,如何多维度、多层次、综合地观察和认识利率市场化与经济增长质量的相关性,还是一个有待深入探讨和研究的新领域。

有鉴于此,在借鉴已有研究成果有益元素的基础上,基于当前中国利率市场化的实际情况,本文拟从三个方面对利率市场化进行衡量,建立利率市场化总指数;并选取10个指标尝试从三大维度对中国经济增长质量进行综合衡量,采用实证分析方法揭示出利率市场化与经济增长质量之间的内在关联与作用机理,为研究利率市场化对中国经济增长质量的影响提供一个新的解释思路。更重要的是,为有效提高中国经济增长质量、促进经济持续增长和健康发展提供理论依据及政策建议。

二、数据来源、分析及处理

(一)利率市场化衡量指标的构建

为对利率市场化的程度和所处阶段进行客观地研判,需要设计相关具体指标加以衡量测度。庄晓玖(2007)、易文斐和于丹(2007)对利率市场化的间接度量进行过探索,当前,陶雄华和陈明珏(2013)对我国利率市场化的测度最具代表性。

1. 实际利率水平

用名义利率(一年期储蓄存款的利率)减去通货膨胀率(居民消费价格指数和商品零售

价格指数)为实际利率的度量指标。

2. 利率决定方式

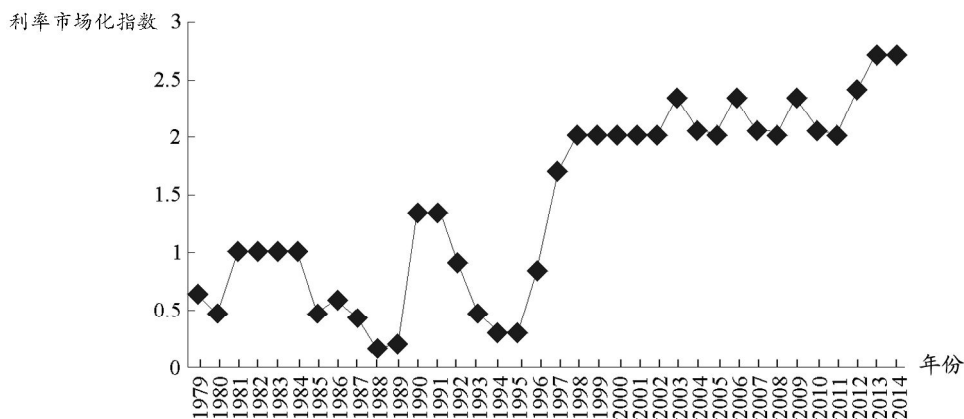
鉴于大多国家都曾经实行过利率管制(从2004年起我国也有相同的情况),因此,把利率市场化阶段进行分类和赋值,分别为利率完全市场化赋值为3,利率部分市场化赋值为2,利率部分抑制赋值为1,利率完全抑制赋值为0。

3. 利率浮动的幅度和范围

将我国的利率体系分成5大类共14种,分别包括:(1)贷款利率,包括:短期贷款利率、长期贷款利率和农村信用社(城市信用社)贷款利率。(2)存款利率,包括:居民定期储蓄利率和大额定期可转让存单利率。(3)货币市场利率,包括:回购债券的利率、贴现利率、同业拆借利率和国库券利率。(4)债券发行利率,包括:金融债券利率、长期国债利率和企业债券利率。(5)外币利率,包括:外币贷款利率和外币存款利率。其中,浮动幅度 $<30\%$,赋值为0;浮动幅度在 $[30\%, 50\%)$ 之间,赋值为1;浮动幅度为 $[50\%, 100\%)$,赋值为2;浮动幅度 $\geq 100\%$,赋值为3。

4. 利率市场化总指数(IRI)的合成采用简单平均法

利率市场化三个方面的细小改变比某一个方面的巨大改变更好。合成方法就是直接对上述三项指标取平均数,最后求出来的数值,即为各年度的利率市场化总指数,取值范围为 $[0, 3]$ 。最终合成的利率市场化总指数见图1。



注:计算利率市场化总指数使用的数据年限为1979-2014年,来源于中国人民银行网站和csmar数据库。

图1 中国利率市场化总指数

(二) 经济增长质量衡量指标的构建

为了从不同方面探讨利率市场化对经济增长质量的影响,本文参考马轶群和史安娜(2012)的指标进行修改,使之表述更加准确,最终形成10个指标从三个维度即经济增长水平质量^①、经

^①科学发展要求根据经济增长的潜力来确定经济增长水平,而不是盲目地追求高速度。当前我国的经济增长潜力已由高速增长转变为中高增长,这意味着盲目的、低质量的高速度已难以为继。当前经济增长水平的适当调整,内含了有效率、有效益或高效率、高效益的要求,也就具有了经济增长质量的特征。因此,强调经济增长质量彰显的是依靠提高要素的质量或利用效率来增加产出,这种源于提高要素的质量或效率提高臻达的经济增长水平无疑是合理增长,而合理增长当为经济增长质量的题中之义,基于此本文赋予其经济增长水平质量的特定内涵。

济增长过程质量^①和经济增长方式质量来综合衡量,如表1所示。

表1 经济增长质量的相关指数

相关指数		分项指标	基本指标	指标计算方法
经济增长水平质量(EG _L)		产出水平	人均 GDP	GDP 除以人口总数
经济增长过程质量	稳定性 (EG _{PT})	产出波动比率	产出波动比率	本年经济增长率除以上年经济增长率
		价格波动比率	价格波动比率	本年消费价格指数除以上年消费价格指数
	协调性 (EG _{PC})	环境污染	每单位产出废气排放量	二氧化硫排放量除以 GDP
			每单位产出废水排放量	废水排放量除以 GDP
		产业优化程度	第三产业占 CDP 比重	第三产业增加值除以 GDP
	持续性 (EG _{PS})	投资消费结构	投资消费比	全社会固定资产投资总额除以居民消费总额
经济增长方式质量(EG _P)		要素利用效率	资本生产率	GDP 除以全社会固定资产投资
			劳动生产率	GDP 除以经济活动人口
			全要素生产率	使用索洛余值法计算

由于经济增长质量选取的各个指标的单位不一致,需要对衡量指标进行无量纲化的处理。第一,为了使指标之间具有可比性,对指标进行同度量化:

$$Z_{ij} = \frac{x_{ij} - \min x_j}{\max x_j - \min x_j} \times 40 + 60$$

Z_{ij} 是第*i*个样本的第*j*个指标进行同度量化后的取值($i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n$)。 x_{ij} 为每个指标的真实取值;*i*为时间,*j*为具体指标; $\max x_j$ 和 $\min x_j$ 分别代表最大值与最小值。

第二,为了避免主观因素对结果有所影响,本文将使用杨万平和袁晓玲(2008)改进的熵值赋权法,他们的改进还避免了对极端值不能直接取对数和计算比重的缺点,具体方法如下:

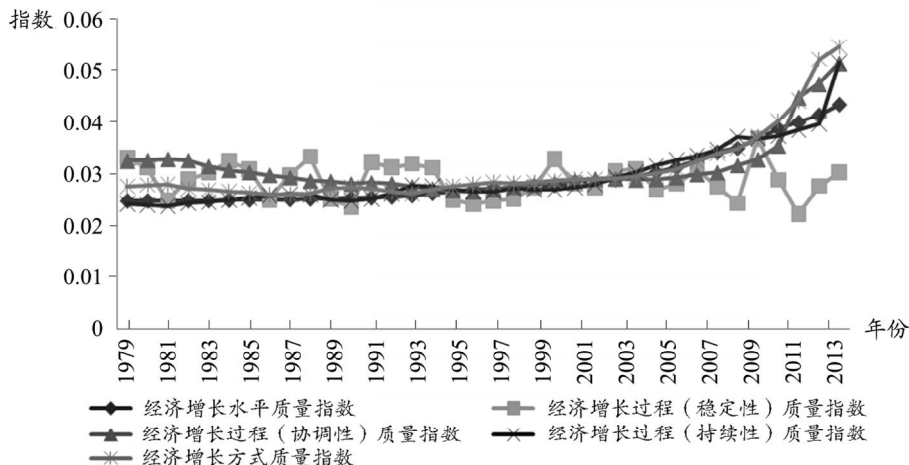
- (1)使用标准化赋值 Z_{ij} 计算出指标 x_{ij} 的比重 $R_{ij}(R_{ij} = Z_{ij} / \sum_{i=1}^m Z_{ij})$;
- (2)计算出第*j*项指标的差异系数 $g_j(g_j = 1 + (1/\ln m) \sum_{i=1}^m R_{ij} \ln R_{ij})$ 。随后根据计算出的差异系数对各个指标的权重 ω_j 进行计算,即 $\omega_j(\omega_j = g_j / \sum_{j=1}^m g_j)$;
- (3)计算第*i*年份的指标指数值为 $P_i = \sum_{j=1}^n R_{ij}$ 。

根据上述计算方法,计算出经济增长水平质量指数、经济增长过程质量指数^②和经济增长方式质量指数。同时,为了避免异方差对结果产生的影响,对各计算值进行对数变换。具体计算结果如图2所示,经济增长水平质量指数从1979年开始就在持续稳步上升;在经济增长过程质量指数中,稳定性质量波动较大,但总体维持在一定的幅度内,协调性质量具有上升的趋势,持续性质量也存在一定的上升趋势;经济增长方式质量指数在2005年之前一

①在本文中,我们将经济增长过程质量通过经济增长过程是否稳定、协调和持续三个方面的相关指标具体地加以体现,即稳定性(EGPT)、协调性(EGPC)和持续性(EGPS)。

②经济增长稳定性中,产出波动率与价格波动率各占稳定性的比重为1/2;经济增长协调性中,单位产出废气排放与单位产出废水各占比重为1/4,产业优化程度占协调性的比重为1/2。

直处于一个较为平稳的状态,2005 年之后处于一个上涨的态势。



注:计算经济增长质量的相关指数使用的数据年限为 1979-2014 年,来源于中国国家统计局和 csmar 数据库。

图 2 经济增长质量指数

三、利率市场化对经济增长质量影响的假说

结合已有研究,并根据现实状况进行部分修正,本文提出以下三个方面的假说。

(一) 利率市场化对经济增长水平质量的影响

迄今为止,大部分文献采用人均 GDP 的高低来衡量经济增长水平的高低。由美国经济学家 McKinnon(1973)和 Shaw(1973)的金融抑制模型可知,如果普遍存在金融抑制,实际投资与意愿投资之间不匹配,则利率难以有效地配置资金,影响经济的有效增长。而利率市场化,可以减少这种低效率的资金配给,作为市场信贷资金配置的基础性工具,利率市场化可以促进投资流向优化、弥合实际投资与意愿投资之间的缺口,有效提高投资利用效率,进而实现基于效率提高的经济增长。因此提出:

假设 1:利率市场化对经济增长水平质量产生正向影响。

(二) 利率市场化对经济增长过程质量的影响

首先,经济增长过程质量(稳定性)是指经济增长过程具有平稳性特征,一般而言,经济产出和价格的波动愈小,经济增长过程愈平稳,经济增长过程质量(稳定性)也就愈高。在利率市场化一定阶段,利率市场化有助于满足各层次企业、特别是中小企业对资金的需求,稳定企业生产,维护经济的平稳发展;同时有助于减小银行资金的供求缺口,降低货币投放的倒逼机制,降低通货膨胀的压力,从而平抑经济波动。当然,在利率市场化的情况下,由于资金趋向选取边际收益最高的领域,对各类企业产生优胜劣汰的机制,因而一定条件下也可能形成不稳定的产出,并增加产出的波动;还由于社会上总产品的供求不一致,加之具有一定时滞性的货币政策,在一定程度上加大了通货膨胀的压力。因此提出:

假设 2:利率市场化不同阶段对经济增长过程质量(稳定性)可能产生同向和反向的不同影响。

其次,经济增长过程质量(协调性)是指宏观经济的顺利运行,是建立在产业结构协调发展以及经济增长和生态环境保护基础之上的。现阶段利率市场化有助于调整长期以来产业

结构的体制性、机制性失衡,使得第一产业、尤其是第三产业得到“补偿式”、“倾斜性”发展,从而促进产业结构走向合理化发展和优化升级。但另一方面,在粗放式经济增长方式的惯性下,利率市场化可能又会加大环境污染。因此提出:

假设 3:利率市场化对经济增长过程质量(协调性)具有不确定的影响。

再次,经济增长过程质量(持续性)主要体现在投资消费结构上,协调的投资消费结构有助于持续推动经济快速增长。但由于利率市场化多会使利率提高,诱导人们更多地储蓄和投资,更少地消费,这种以获取更高的预期收益的理性选择,却在一定程度上影响或抑制了人们的消费率,引致消费不足,市场供给和市场消费因不均衡而进一步影响经济增长的持续性。因此提出:

假设 4:利率市场化对经济增长过程质量(持续性)有负向影响。

(三)利率市场化对经济增长方式质量的影响

经济增长方式质量的提高意味着经济增长主要是通过生产要素使用效率和技术水平的提高来实现。就利率市场化而言,其中一个重要功能就在于可以将资金要素配置到资本边际效率更高的项目中。利率市场化既有助于优化存量的资本和劳动要素的构成,提高其配置效率,又有利于诱导增量的资本和劳动从生产率较低的领域配置到生产率较高的领域,提高要素的配置效率。进一步地,由于利率市场化可以影响金融中介选择生产技术较高的企业进行贷款,所以,利率市场化有助于提高企业的技术创新水平。因此提出:

假设 5:利率市场化对经济增长方式质量有正向影响。

四、模型建立及结果分析

(一)单位根检验

在时间序列数据的回归分析中,为了预防“伪回归”问题,我们运用 ADF 方法对单位根进行检验,本文根据 AIC 准则来确定最佳滞后期。从表 2 可知,除了 *EGL*、*EGPT* 序列在 5% 显著水平下拒绝存在单位根的原假设,其余变量都接受存在单位根的原假设。因此,对所有变量序列都进行一阶差分,除了 *EGPS* 在一阶差分后在 5% 显著水平下拒绝存在单位根的原假设,其余所有变量序列一阶差分后都 1% 显著水平下拒绝存在单位根的原假设,即都为 一阶单整序列。

表 2 单位根检验结果

变量	截距	时间趋势	滞后阶数	ADF 值	1%临界值	5%临界值
<i>IRI</i>	有	无	2	-0.723963	-3.653730	-2.957110
<i>EGL</i>	有	有	4	-3.212086	-3.711457	-2.981038
<i>EGPT</i>	有	无	3	-3.477758	-3.661661	-2.960411
<i>EGPC</i>	有	有	4	-2.060810	-4.296729	-3.568379
<i>EGPS</i>	有	有	0	-0.037520	-4.252879	-3.548490
<i>EGP</i>	有	有	4	-3.282808	-4.296729	-3.568379
<i>D(IRI)</i>	无	无	1	-4.592286	-2.639210	-1.951687
<i>D(EGL)</i>	无	无	3	-3.266659	-2.650145	-1.953381
<i>D(EGPT)</i>	无	无	1	-9.518358	-2.639210	-1.951687
<i>D(EGPC)</i>	无	无	3	-2.913675	-2.644302	-1.952473
<i>D(EGPS)</i>	无	无	0	-2.622632	-2.636901	-1.951332
<i>D(EGP)</i>	无	无	4	-4.048278	-2.647120	-1.952910

(二) 协整检验

为了分析 IRI 与 EGL 、 IRI 与 $EGPT$ 、 IRI 与 $EGPC$ 、 IRI 与 $EGPS$ 、 IRI 与 EGP 之间是否存在协整关系,先做两变量之间的回归,然后再运用 ADF 检验法检测回归方程残差的平稳性。

由协整检验结果可知,利率市场化与各经济增长质量的相关指数之间具有长期稳定的均衡关系,除了 IRI 与 EGL 、 IRI 和 $EGPS$ 在 5% 的显著水平下,小于相应临界值,表明残差序列不存在单位根,是平稳序列,其余 IRI 与 $EGPT$ 、 IRI 与 $EGPC$ 、 IRI 与 EGP 都在 1% 的显著水平下,小于相应临界值,拒绝原假设。

表 3 协整检验结果

		IRI 与 EGL	IRI 与 $EGPT$	IRI 与 $EGPC$	IRI 与 $EGPS$	IRI 与 EGP
t 检验值		-4.08064	-6.91393	-4.45877	-3.87052	-4.70231
Test critical values	1% level	-4.26274	-4.26274	-4.26274	-4.26274	-4.26274
	5% level	-3.55297	-3.55297	-3.55297	-3.55297	-3.55297
	10% level	-3.20964	-3.20964	-3.20964	-3.20964	-3.20964

(三) 向量误差修正模型的构建

由于协整关系只可反映变量之间的长期关系,然而运用向量误差修正 (VEC) 模型可以反映短期均衡关系,并对长期均衡关系进行修正,从而弥补协整反映长期关系的不足。本文运用 Eviews7.0 建立向量误差修正 VEC 模型,运算结果如表 4-表 8 所示。

从表 4-表 8 可知,估计结果中的参数大部分为显著,说明误差修正起到重要作用;存在某些结果不显著,主要原因是由于在同一个方程中,存在相同变量的众多滞后值,从而导致多重共线性的产生。但上述情况并不影响这些参数在整体检验上是显著的。

表 4 IRI 与 EGL 向量误差修正 (VEC) 模型回归结果

VEC	被解释变量	误差修正项	$D(IRI(-1))$	$D(IRI(-2))$	$D(IRI(-3))$	$D(EGL(-1))$	$D(EGL(-2))$	$D(EGL(-3))$
模型 1	$D(IRI)$	-0.0466 (-3.7754)	0.6502 (5.4564)	-0.4444 (-2.6530)	1.0719 (6.5856)	-0.0460 (-2.3420)	-0.0390 (-2.1407)	-0.0326 (-1.8503)
		0.2341 (2.6085)	0.6660 (3.4742)	0.9679 (3.4903)	-1.6261 (-2.8476)	0.4001 (3.7283)	-0.0574 (-2.2673)	0.0688 (2.3316)

注:括号中的数值为 t 统计值; $D(IRI(-p))$ 和 $D(EGL(-p))$ 分别表示滞后 p 期。

表 5 IRI 与 $EGPT$ 向量误差修正 (VEC) 模型回归结果

VEC	被解释变量	误差修正项	$D(IRI(-1))$	$D(EGPT(-1))$
模型 1	$D(IRI)$	-1.6363 (-4.4458)	0.5444 (2.8450)	-0.3270 (-3.7072)
		-0.0997 (-2.4400)	-0.1773 (-3.5048)	0.0728 (-3.2556)

注:括号中的数值为 t 统计值; $D(IRI(-p))$ 和 $D(EGPT(-p))$ 分别表示滞后 p 期。

表 6 IRI 与 $EGPC$ 向量误差修正 (VEC) 模型回归结果

VEC	被解释变量	ECM
模型 1	$D(IRI)$	0.1802 (3.7978)
		-0.0324 (-3.4957)

注:括号中的数值为 t 统计值。

表 7 IRI 与 EGPS 向量误差修正 (VEC) 模型回归结果

VEC	被解释变量	误差修正项	D(IRI(-1))	D(EGPS(-1))
模型 1	D(IRI)	0.0269 (1.5937)	0.4624 (2.6543)	0.0315 (0.5450)
模型 2	D(EGPS)	0.144897 (3.35155)	-1.577081 (-3.53916)	0.1439 (2.9747)

注:括号中的数值为 t 统计值;D(IRI(- p))和 D(EGPS(- p)) 分别表示滞后 p 期。

表 8 IRI 与 EGP 向量误差修正 (VEC) 模型回归结果

VEC	被解释变量	误差修正项	D(IRI(-1))	D(EGP(-1))
模型 1	D(IRI)	0.0954 (2.3411)	0.0774 (0.4804)	2.9202 (2.8603)
模型 2	D(EGP)	-0.0522 (-3.9172)	-0.0290 (-3.5516)	0.2314 (0.6937)

注:括号中的数值为 t 统计值;D(IRI(- p))和 D(EGP(- p)) 分别表示滞后 p 期。

接下来,将构建关于 VEC 模型的广义脉冲响应函数和方差分解。

(四) 广义脉冲响应函数

广义脉冲响应函数(GIRF)描述的是扰动项对各变量的动态冲击。脉冲响应函数可以详细地反映出各变量之间的动态交互机制。本文中横轴为追溯期数(取 10 期),纵轴为冲击响应的大小。

图 3-图 7 分别给出了基于 VEC 模型的经济增长水平质量(EGL)、经济增长过程质量(稳定性 EGPT、协调性 EGPC、持续性 EGPS)和经济增长方式质量(EGP)对自身和利率市场化的冲击的脉冲响应轨迹,以滞后 10 年为例,假定利率市场化(IRI)扰动项标准差为正值。

第一,图 3 为经济增长水平质量(EGL)面对自身和利率市场化(IRI)的冲击的响应轨迹。面对利率市场化(IRI)的冲击第 1-5 期是个微弱的负向冲击,第 5-10 期是一个正向增大的冲击。面对自身冲击,始终是正向冲击,但第 3-4 期稍有回落,从第 5 期开始逐步增大,第 10 期达到正向最大值。

第二,图 4、5、6 为经济增长过程质量面对自身和利率市场化(IRI)的冲击的响应轨迹。其中,图 4 为经济增长稳定性(EGPT)面对利率市场化(IRI)和自身冲击的动态响应过程,经济增长稳定性(EGPT)受利率市场化(IRI)的冲击逐步降低,第 10 期冲击最弱,所受的冲击为正负交替;面对自身冲击,同样受冲击逐步降低,第 10 期冲击最弱,所受的冲击也为正负交替,但与面对利率市场化(IRI)的冲击相反。图 5 为经济增长协调性(EGPC)面对利率市场化(IRI)和自身冲击的动态响应过程,面对利率市场化(IRI)冲击,受冲击逐步增大,第 10 期到达正向最大值;面对自身冲击,受冲击逐步增大,第 10 期到达正向最大值,但整体所受影响比利率市场化(IRI)冲击时大。图 6 为经济增长持续性(EGPS)面对利率市场化(IRI)和自身冲击的动态响应过程,面对利率市场化(IRI)的冲击,在 1-6 期是一个正向冲击,第 6-10 期是一个负向冲击;面对自身冲击,受冲击逐步增大,第 10 期到达正向最大值。

第三,图 7 为经济增长方式质量(EGP)面对自身和利率市场化(IRI)的冲击的响应轨迹。经济增长方式质量(EGP)受利率市场化(IRI)的冲击逐步增大,第 10 期到达正向最大值。面对自身冲击,经济增长方式质量(EGP)受冲击逐步增大,第 10 期到达正向最大值。

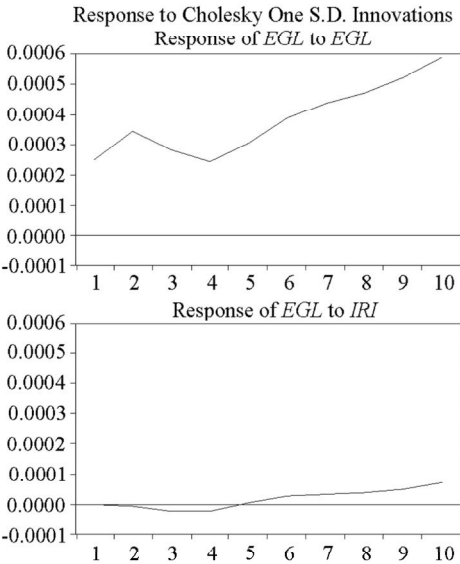


图3 EGL与IRI广义脉冲响应函数

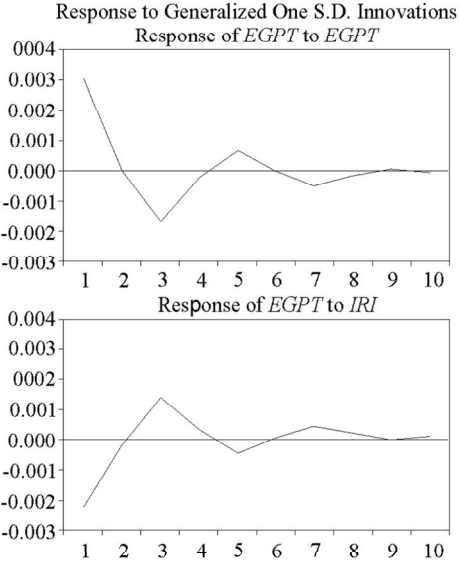


图4 EGPT与IRI广义脉冲响应函数

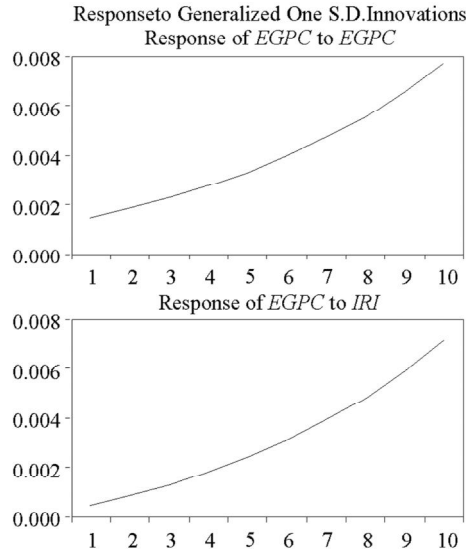


图5 EGPC与IRI广义脉冲响应函数

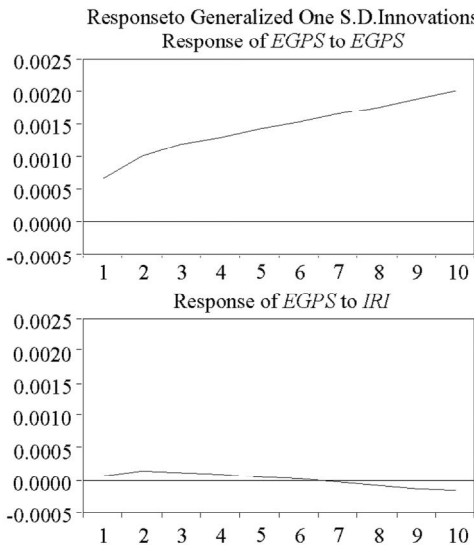


图6 EGPS与IRI广义脉冲响应函数

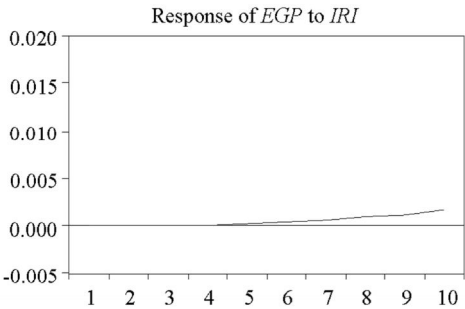
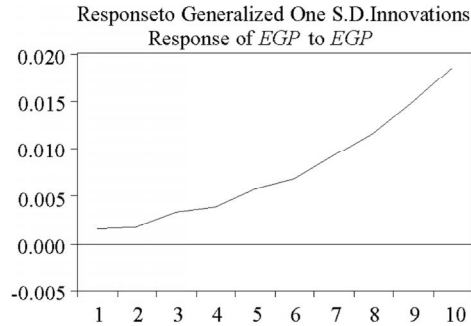


图7 EGP与IRI广义脉冲响应函数

(五) 方差分解

本文运用方差分解技术分析了利率市场化(*IRI*)对经济增长水平质量(*EGL*)、经济增长过程质量(稳定性 *EGPT*、协调性 *EGPC*、持续性 *EGPS*)和经济增长方式质量(*EGP*)的贡献率(见表9和表10)。

表 9 方差分解(1)

时期	经济增长水平质量方差分解			经济增长稳定性方差分解			经济增长协调性方差分解		
	误差标准差	经济增长水平	利率市场化	误差标准差	经济增长稳定性	利率市场化	误差标准差	经济增长协调性	利率市场化
1	0.000170	100.0000	0.000000	0.003068	100.0000	0.000000	0.001495	100.0000	0.000000
2	0.000321	99.99204	0.007958	0.00308	99.3002	0.69983	0.00240	98.5183	1.48173
3	0.000403	99.72097	0.279032	0.00352	99.1302	0.86978	0.00337	95.7566	4.24344
4	0.000533	98.54015	1.459851	0.00354	98.6121	1.38794	0.00448	92.4134	7.58656
5	0.000739	94.09673	5.903269	0.00360	98.6410	1.35903	0.00577	88.9445	11.0556
6	0.000927	84.10346	15.89654	0.00360	98.6402	1.35980	0.00728	85.6091	14.3909
7	0.001136	72.05711	27.94289	0.00363	98.5708	1.42924	0.00904	82.5353	17.4647
8	0.001436	62.35080	37.64920	0.00364	98.4375	1.56249	0.01111	79.7719	20.2281
9	0.001790	52.60495	47.39505	0.00364	98.3834	1.61662	0.01353	77.3243	22.6758
10	0.002166	42.98353	57.01647	0.00364	98.3451	1.65491	0.01634	75.1754	24.8247

表 10 方差分解(2)

时期	经济增长持续性方差分解			经济增长方式质量方差分解		
	误差标准差	经济增长持续性	利率市场化	误差标准差	经济增长方式	利率市场化
1	0.000677	100.0000	0.000000	0.001852	100.0000	0.000000
2	0.001216	99.97134	0.028656	0.00303	98.3514	1.64864
3	0.001691	99.98505	0.014954	0.00404	95.3086	4.69144
4	0.002130	99.93568	0.064317	0.00490	91.6410	8.35899
5	0.002555	99.78292	0.217082	0.00570	87.8725	12.1275
6	0.002979	99.53779	0.462206	0.00653	84.3584	15.6415
7	0.003408	99.22418	0.775824	0.00749	81.2936	18.7064
8	0.003845	98.86355	1.136454	0.00873	78.7447	21.2553
9	0.004293	98.47244	1.527556	0.00179	47.3951	52.6050
10	0.004752	98.06322	1.936784	0.00217	57.0165	42.9835

首先,利率市场化(*IRI*)对经济增长水平质量(*EGL*)的拉动作用在短期内上升很快,从第8期已经超过35%,这意味着,无论从短期还是长期来看利率市场化(*IRI*)对经济增长水平质量的提升都有较大的贡献。

其次,利率市场化(*IRI*)对经济增长稳定性(*EGPT*)和经济增长持续性(*EGPS*)的贡献度一直在2%以内,表明在经济增长稳定性(*EGPT*)和经济增长持续性(*EGPS*)的变化中,利率市场化(*IRI*)的作用是相对有限的;但利率市场化(*IRI*)对经济增长协调性(*EGPC*)的影响是逐步增大的,第8期的贡献度就已超过20%,并在第10期达到24.82465%,这表明在经济协调性增长的过程中,利率市场化(*IRI*)的贡献将会越来越大。

再次,利率市场化(*IRI*)对经济增长方式质量(*EGP*)在前9期是不断上升的,在第9期实现最大值52.6050%的贡献度,直到第10期才微微回落。

五、结论及政策建议

从实证结果可以看出,利率市场化对经济增长质量三大维度产生不同的影响,基本结论如下:
第一,短期内,利率市场化可能会导致暂时性的产出降低,对经济增长水平质量的影响

是负向的;但就长期来看,利率市场化可以有效减少低效率的资金配给,有效促进经济增长,即利率市场化对经济增长水平质量影响是正向的。第二,利率市场化对经济增长过程质量(稳定性)的影响相对有限,是正负冲击交替的,但随着时间的推移,各类微观经济主体逐渐适应了利率市场化的发展,利率市场化对经济产出和价格波动的影响也呈现出逐渐式微的态势,与此同时,体现经济增长过程质量(稳定性)的内生机制逐渐形成;利率市场化对经济增长过程质量(协调性)为正向影响,这是因为利率市场化对体制性和机制性失衡的产业结构的调整、从而引导经济更加协调地增长,大于由利率市场化带来的产出增加可能伴随的环境污染;利率市场化对经济增长过程质量(持续性)的影响也相对有限,短期内利率市场化将诱导人们将更多的资金用于储蓄或投资以获取更高的收益,这却制约和降低了居民消费率,引致消费不足,供给和消费失衡进而影响经济增长的持续性,但随着后期人们财富的累积,更高层次的消费可能会逐步增加,长期内利率市场化对经济增长过程质量(持续性)的影响也会变为正向。第三,利率市场化对经济增长方式质量的影响是正向的,同时在未来还会产生越来越大的影响,这是因为利率市场化会持续把资金配置到资本边际效率最高的项目中去,进而不断提高资本和劳动生产率,同时促进技术进步,对经济增长方式质量产生越来越大的影响。

综上,深化利率市场化改革,对推动经济适度、高效、健康、可持续地增长有着极其重要的作用和深远的影响。但下述问题值得关注:其一,要正确看待和应对短期内利率市场化可能引起的产出降低,着眼于利率市场化改革的长远性红利,立足于中国经济改革时序性、阶段性转换和经济发展的客观实际,稳步推进深化利率市场化改革。其二,在深入推进利率市场化改革中,放开管制,但不是放弃监管;在货币政策制定时要特别防范利率市场化带来的市场波动风险,避免系统性风险。其三,在利率进一步放开的过程中,要更加倡导和强调绿色经济的发展,对污染程度较高的企业坚决整改和转型,真正确保资金进入高效环保、技术先进的成长性较好的企业。其四,为因应利率市场化对消费的负面影响,要更好地完善初次分配和再分配制度,千方百计地增加居民收入,随着人们财富的累积,消费才会逐步增加。

参考文献:

1. 钞小静、任保平, 2011:《中国经济增长质量的时序变化与地区差异分析》,《经济研究》第4期。
2. 黎志刚、尚梦, 2014:《利率市场化、实际利率与经济增长的关系研究——基于 ARDL 模型的分析》,《经济问题》第2期。
3. 林琳, 2011:《金融中介发展、利率市场化与县域资本配置效率》,《上海金融》第7期。
4. 刘小玄、周晓艳, 2011:《金融资源和实体经济之间的配置关系的检验》,《金融研究》第2期。
5. 陆军、陈郑, 2014:《存款利率市场化与中国宏观经济波动——基于 TVAR 模型的实证研究》,《金融论坛》第5期。
6. 马铁群、史安娜, 2012:《金融发展对中国经济增长质量的影响研究——基于 VAR 模型的实证分析》,《国际金融研究》第11期。
7. 沙虎居、陈刚, 2015:《利率市场化促进企业转型研究——以浙江为例》,《西南金融》第5期。
8. 陶雄华、陈明珏, 2013:《中国利率市场化的进程测度与改革指向》,《中南财经政法大学学报》第3期。
9. 杨万平、袁晓玲, 2008:《对外贸易、FDI 对环境污染的影响分析——基于中国时间序列的脉冲响应函数分析:1982-2006》,《世界经济研究》第12期。
10. 易纲, 2009:《中国改革开放三十年的利率市场化进程》,《金融研究》第1期。
11. 易文斐、丁丹, 2007:《中国金融自由化指数的设计和分析》,《经济科学》第3期。
12. 张孝岩、梁琪, 2010:《中国利率市场化的效果研究——基于我国农村经济数据的实证分析》,《数量经济技术经济研究》第6期。
13. 庄晓玖, 2007:《中国金融市场化指数的构建》,《金融研究》第11期。
14. Bekaert, G., C. Harvey, and C. Lundblad. 2005. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics* 77(1): 3-55.

(下转第160页)

development level on accounting information quality, and the problem is particularly prominent in the academic research in China. This paper argues that, the moral level of accounting practitioners will affect their accounting judgements, and then determine the quality of accounting information provided in the principle-based accounting standards mode; Through the analysis of foreign relevant researches, this paper fully introduces the process that the accounting practitioners apply their ethical sensitivity to identifying ethical dilemmas, making ethical judgment, and eventually forming the ethical character under the spur of ethical motivation. Meanwhile, it points out that, in order to improve the accounting information quality of China's capital market and better regulate the behavior of accounting information providers, it is necessary to make more in-depth research in the aspects of moral development level of accounting practitioners under the institutional background of China.

Keywords: Quality of Accounting Information, Ethical Judgment, Moral Development, Ethical Dilemma

JEL Classification: M40, Z13

(责任编辑:彭爽)

(上接第 84 页)

15. Berthelemy, J. C., and A. Varousdakis. 1996. *Models of Financial Development and Growth: A Survey of Recent Literature*. London: Niels Hermes and Robert Lensink, Routledge.
16. Hellman, T., K. Murdock, and J. Stiglitz. 1997. "Financial Restraint: Towards a New Paradigm." In *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*. Edited by M. Aoki, H-K. Kim, and M. Okuno-Fujiwara, 163-207. Oxford: Clarendon Press.
17. McKinnon, Ronald I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
18. Mertens, K. 2008. "Deposit Rate Ceilings and Monetary Transmission in the US." *Journal of Monetary Economics* 55(7): 1290-1302.
19. Shaw, Edward S. 1973. *Financing Deepening in Economic Development*. Oxford: Oxford University Press.
20. Smets, F., and R. Wouter. 2007. "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach." *American Economic Review* 97(3): 586-606.

Impacts of the Interest Rate Marketization on China's Economy Growth Quality: A New Interpretation

Li Ping and Feng Mengli

(School of Economics, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Impacts of the interest rate marketization on macroeconomic is a field which the current comprehensively deepening reform innovation theory and practice focus on. Most existing literature is focusing on impacts of the interest rate marketization on economic growth, but the correlation of the interest rate marketization and the economic growth quality is a new direction to be in-depth discussion and research. In this paper, we try to measure the interest rate marketization on three aspects to form the index depending on the actual situation of China's current interest rate marketization; And try to select ten indicators from three dimensions to measure the China's economic growth quality comprehensively. We adopt the method of empirical analysis to reveal the inherent relations and the function mechanism among the interest rate marketization and economic growth quality, and provide a new explanation the interest rate marketization effects on China's economic growth quality. Finally, this paper presents the guidance advice of relevant policy.

Keywords: Interest Rate Marketization, Economic Growth Quality, Mechanism of Action

JEL Classification: E44, O16

(责任编辑:彭爽)