



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

## 期刊文章选登

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2007年第1期

[\[PDF全文下载\]](#)

## Feldstein-Horioka之谜的中国经验分析

于春海

[内容提要] 本文在对Feldstein-Horioka之谜及相关研究进行回顾的基础上, 利用1978-2004年的数据, 分析中国的储蓄-投资关系, 得出如下结论: 在长周期样本中, 中国国内储蓄和投资之间存在较高的相关性, 并且国内投资对国内储蓄的敏感系数较高; 在分阶段的短周期样本中, 资本流动性的变化对储蓄-投资关系没有显著影响; 资本流动性不能解释中国储蓄-投资关系的特殊表现, 主要原因之一是储蓄行为和投资行为的不可分性, 另一个原因是经济增长阶段和增长模式的特殊性。

[关键词] Feldstein-Horioka之谜 储蓄-投资关系 经济增长

[作者简介] 于春海: 中国人民大学经济学院北京市海淀区中关村大街59号 100872 电话: (010) 62511102 电子邮箱: [chunhaiyu@263.net](mailto:chunhaiyu@263.net)。

## 一 对Feldstein-Horioka之谜及相关研究的思考

无论是在封闭环境中还是在开放背景下, 储蓄和投资都是宏观经济分析中的基本元素, 两者之间的对比关系及转化机制是影响宏观经济短期稳定性和长期增长路径的核心力量。在传统的宏观经济理论中, 各国经济从封闭走向开放的基本逻辑在于: 开放条件下的资本跨国流动, 可以使宏观经济运行摆脱对于国内储蓄和国内投资之间的均衡关系的依赖。就宏观经济的短期稳定性而言, 开放背景下的跨时贸易可以使一国在国内储蓄和国内投资不相等的情况下, 实行总供求的短期均衡, 进而实行宏观经济的稳定; 就长期增长而言, 开放背景下, 国内的资本形成过程可以摆脱国内储蓄的约束, 进而实行经济的迅速增长。开放为各国实现宏观经济的稳定和增长提供了新的手段和机制, 集中体现为开放背景下国内储蓄和国内投资之间的均等关系的打破, 反应在统计上就是两者相互独立。

然而, Feldstein-Horioka之谜的出现却对传统理论的开放逻辑提出了挑战。Feldstein和Horioka(1980)利用1960~1974年经济合作与发展组织(OECD)国家的历史数据, 对国民投资率( $I/Y$ )和国民储蓄率( $S/Y$ )进行截面回归分析, 发现两者之间存在高度相关性。在此之后的几十年中, 西方学者围绕这一问题展开了大量研究, 通过使用不同时期、不同国家的样本数据, 西方学者发现, 国内储蓄和国内投资之间基本都具有显著的相关性, 从而证实了Feldstein-Horioka之谜的普遍性和持续性。为了解释这一现象, 西方学者从信息不对称、制度和文化差异、外生冲击和政府政策行为、国家规模效应、经济发展水平差异、企业融资能力和融资约束、运输成本、市场不完全性等多个角度寻找抑制资本流动性的因素。Obstfeld和Rogoff(1996, 2000)延续自己所开创的新开放宏观经济学的分析思路, 把产品市场的交易成本引入开放背景下储蓄-投资关系的研究。运输成本的存在导致产品市场的一价率不能成立, 使得国内外实际利率发生偏离, 加大了经常账户失衡和资本跨国流动的成本。在这种情况下, 各国不得不保持经常账户的基本平衡状况, 使得国内储蓄与国内投资高度相关。Tobin(1983)研究了政府的经常项目收支目标和政府政策行为对储蓄-投资相关性的影响, 政府从特定的政策目标出发, 会主动地调节经常账户收支状况, 抑制资本的跨国流动以及国内储蓄和国内投资之间差额的增加。近

年来，在关于金融全球化和金融一体化的研究中，人们认识到如果以资本账户的管制程度作为反映金融开放度的名义指标，以资本流动的绝对和相对规模作为衡量金融开放度的实际指标，那么在开放过程中经济规模、经济发展水平、产品市场的完善程度、政府政策行为、监管机制、法律和税收体系以及包括市场基础设施在内的整个市场体系的发展状况等都会阻碍资本流动性的提高详细的讨论参见Ho(2002)、Obstfeld和Rogoff(2000)、Blanchard和Giavazzi(2002)以及Taylor(2002)。(Prasad等, 2003)。

关于Feldstein-Horioka之谜的研究，大多关注于国际间的资本流动性问题，争论的焦点是：Feldstein-Horioka之谜是否可以作为资本流动程度不高的直接证据？因为依据传统的理论逻辑，在资本具有完全流动性的条件下，储蓄资金将在全球范围内追逐高收益的投资机会，这样，一国的资本形成可以摆脱国内储蓄的约束。由此，Feldstein-Horioka之谜就成为国际资本流动性不高的证据。但是在另一个方面，过去20多年中，随着金融全球化和一体化进程的不断深入，各国金融市场特别是发达国家金融市场的价格机制日益趋同。这又意味着资本的流动性在不断提高。两者之间的矛盾，要求人们转变研究视角，从全新的角度考虑Feldstein-Horioka之谜的形成机制。下文将从一个全新的角度对Feldstein-Horioka之谜展开研究，首先利用过去20多年的历史数据对中国的储蓄-投资关系进行分析，考察中国经济是否存在同样的现象，并考察这一现象的动态变化，然后结合中国经济特定的增长模式以及储蓄和投资过程的行为特征，对中国的储蓄-投资关系进行解释。

.....

#### 四 结论和启示

过去的20多年中，中国在资本流动性不断提高的同时，国民储蓄和国内投资之间却保持较高的相关性。这种经验现象无法用传统的理论逻辑来解释。通过分析可以认为，在目前中国特定的金融发展战略和收入分配体制下，储蓄主体和投资主体的重叠特别是企业所承担的储蓄者和投资者的双重角色，是导致高相关性的主要原因。

作为发展中国家，中国经济在未来很长一段时间内都会处于增长阶段和增长模式不断调整的过程中，同时还面临深刻的制度和体制调整任务。这使得中国的储蓄和投资行为以及两者之间的联系和转化机制具有很多的特殊性。具体到20世纪90年代中期以来的情况，虽然面临紧迫的结构调整需求，但是新产业的投资受制于技术和金融体系效率等方面的约束，难以大规模的展开，造成了中国储蓄和投资偏离的现状。由于外资政策偏向于“加工贸易型”FDI，中国难以通过外资的流入来解决国内新产业投资面临的技术约束，从而进一步加剧了国内储蓄与投资的偏离。

Feldstein-Horioka之谜及相关研究认为，资本流动性不高导致了国民储蓄与国内投资之间的高相关性，而在开放背景下，为什么资本流动性没有显著提高？这成为Feldstein-Horioka之谜及相关研究的核心所在。但是本文的研究发现，中国的资本流动性虽然有了显著的变化，但是国民储蓄和国内投资之间存在高相关性的状况却没有改变。本文也对此做了初步的解释，但是其中的相关问题依然需要更进一步的深入研究。

(截稿：2006年3月责任编辑：杜亚平)

推荐好友

相关文章

- 余永定 双重盈余祸福相倚 2007年12月 (2008-1-4)
- 王永钦、陆铭 千年史的经济史：一个包含市场范围、经济增长和合约形式的理论 《世界经济》 (2007-12-12)
- 丁菊红、王永钦、邓可斌 中国经济发展存在“资源之咒”吗 《世界经济》2007年第9期 (2007-11-26)
- 徐康宁、邵军 自然禀赋与经济增长：对“资源诅咒”命题的再检验 《世界经济》2006 (2007-3-16)
- 王永钦、张晏、章元、陈钊、陆铭 十字路口的中国经济：基于经济学文献的分析 《世界经济》 (2007-3-5)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号