



滑冬玲◎著

制度质量、金融发展与 金融脆弱性的关系研究

ZhiDu ZhiLiang JinRong FaZhan Yu
JinRong CuiRuoXing De GuanXi YanJiu



滑冬玲◎著

制度质量、金融发展与 金融脆弱性的关系研究

ZhiDu ZhiLiang JinRong FaZhan Yu
JinRong CuiRuoXing De GuanXi YanJiu

图书在版编目(CIP)数据:

制度质量、金融发展与金融脆弱性的关系研究 / 滑冬玲著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 8

ISBN 978-7-5087-4523-7

I. ①制… II. ①滑… III. ①金融危机—研究
IV. ①F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 201920 号

书 名:制度质量、金融发展与金融脆弱性的关系研究

著 者:滑冬玲

责任编辑:姜婷婷

助理编辑:朱文静

出版发行:中国社会科学出版社

邮政编码:100032

通联方法:北京市西城区二龙路甲 33 号

电 话:编辑部:(010)66024122

邮购部:(010)66081078

销售部:(010)66080300 (010)66085300 **传真**(010)66051713

(010)66083600 (010)66080880 (010)66080880

网 址:www.shcbs.com.cn

经 销:各地新华书店

印 刷:北京天正元印务有限公司

开 本:170mm×240mm 1/16

印 张:14.5

字 数:240 千字

版 次:2014 年 1 月第 1 版

印 次:2014 年 1 月第 1 次印刷

定 价:45.00 元

天津市哲学社会科学研究规划资助项目
“滨海新区金融中心构建与金融脆弱性防范机制研究”
(TJYY 11-2—078)

天津师范大学引进人才基金项目
“金融发展中制度变量衡量指标体系构建”
(5RW095)

前 言

近年来全球金融危机频发,1997 年的亚洲金融危机、2008 年的美国次贷危机、正在蔓延的欧债危机,不得不让我们深思金融脆弱性的原因是什么,如何在促进金融发展的同时降低金融脆弱性?

金融发展既会给经济带来收益,又不可避免地会有成本。金融发展的收益主要表现为一国和地区经济货币化程度、经济信用化程度和经济证券化程度的提高。但是,金融体系的自身特点决定了金融体系具有内在脆弱性,而金融发展加剧了这种脆弱性。因此,金融脆弱性和金融发展相伴而生,是金融发展的成本,无论是发达国家还是发展中国家都无法避免金融脆弱性的困扰。在金融发展中各国和地区需要解决的问题是促进金融发展的同时降低金融脆弱性。

本书在综述金融发展和金融脆弱性理论的基础上,对 20 世纪 80 年代以来影响全球的大规模金融危机进行分析,发现尽管这些金融危机发生的国家和地区不同、时间不同,但背后却有着相同的深层原因:金融体系具有的内在脆弱性,政府对经济进行了不当干预,宏观经济因素诱发金融危机。从金融脆弱性产生的根源入手,只有建立合理的制度体系才能最大限度降低金融脆弱性,因为只有合理的制度才能规范政府行为、减少政府对经济的过多干预,只有以法律形式明确政府金融监管职责,才能让政府在金融监管中尽职尽责;只有合理的制度,才能最大限度减少金融交易中的交易成本、减少信息金融体系内的信息不对称和羊群效应;合理的制度还能够促进经

济效率的提高,稳定宏观经济、避免金融脆弱性的大规模爆发。

从20世纪80年代起,中国开始金融改革,中国的金融体系得到了长足的发展,金融体系规模扩大、金融深度提高、银行信贷规模扩大、结构更趋合理、股票市场的规模和流动性都呈上升趋势。但是中国的金融体系仍然存在脆弱性,主要表现为银行业资产过于集中、银行不良资产反弹风险大、金融机构贷款期限长且过于集中、股票市场不稳定且价格波动频繁、虚拟资产扩张过快。中国金融脆弱性的原因同样可以归结为三个方面:信贷市场和证券市场上的信息不对称、政府对经济的不当干预以及宏观经济因素。因此要降低中国的金融脆弱性应该从制度的构建入手:遵循合理的改革路径、建立投资者保护法律体系、完善信息披露制度、规范政府职能、建立存款保险制度、国有企业进一步退出、完善金融监管制度。

目 录

CONTENTS

绪 论	1
一、本书的选题意义	1
二、国内外研究现状	2
三、研究方法和对象	5
四、本书的主要创新之处	7
五、结构安排和结论	7
第一章 文献综述	9
第一节 金融发展理论综述	9
一、金融的功能与经济增长	9
二、金融结构与经济增长理论	13
三、金融与经济增长的因果性分析	13
四、发展中国家的金融与经济发展理论	15
五、制度与金融发展	18
第二节 金融脆弱性理论综述	25
一、金融脆弱性的早期研究	25
二、金融脆弱性假说与安全边界说	25
三、信息不对称与金融脆弱性	26
四、金融自由化与金融脆弱性	27
五、其他学者的观点	28

第三节 理论评价 29

一、金融发展理论的贡献和不足 29

二、金融脆弱性理论的贡献和不足 31

第二章 制度、金融发展与金融脆弱性 33

第一节 发达国家金融发展 33

一、发达国家金融发展历程 33

二、发达国家金融发展的收益 37

第二节 发展中国家的金融发展 45

一、发展中国家的金融发展 45

二、发展中国家金融发展的收益 48

第三节 金融发展中的金融脆弱性 50

一、发达国家的金融脆弱性 50

二、转轨国家的金融脆弱性 63

三、其他发展中国家的金融脆弱性 78

第四节 金融脆弱性产生的原因 86

一、政府在经济中的不当作用 86

二、宏观经济因素 98

三、金融体系的内在脆弱性 101

第五节 制度、金融发展和金融脆弱性 103

一、金融脆弱性是金融发展的成本 103

二、制度安排会影响金融发展的收益 104

三、合理的制度有助于降低金融脆弱性 106

四、合理的制度安排能够促进金融发展并降低金融脆弱性 107

第三章 制度、金融发展和金融脆弱性的实证分析 108

第一节 变量选择与待验假设 108

一、理论分析和待检验的假设 108

二、金融发展与金融脆弱性衡量指标	110
三、变量选择和描述性统计分析	112
第二节 发达国家的制度、金融发展与金融脆弱性实证分析	115
一、面板数据模型构建	115
二、估计结果分析	117
第三节 转轨国家的制度、金融发展与金融脆弱性实证分析	120
一、面板数据模型构建	120
二、估计结果分析	122
第四节 其他发展中国家和地区的制度、金融发展与金融脆弱性	126
一、面板数据模型设定	126
二、估计结果分析	128
第五节 实证研究结果分析与总结	130
一、实证研究结论	130
二、实证结果的解析	131
三、实证研究中的尚待进一步完善之处	132

第四章 中国的金融发展和金融脆弱性 134

第一节 中国金融改革的历程	134
一、金融机构恢复阶段(1978 ~1983 年)	134
二、中央银行制度建立和银行业务扩展阶段(1984 ~1993 年)	135
三、金融体制调整阶段(1994 ~1997 年)	135
四、金融改革深化阶段(1998 年以来)	136
第二节 中国金融发展的收益	142
一、经济货币化程度	143
二、经济信用化程度	143
三、经济证券化程度	145
四、中国的经济增长	150
第三节 中国金融发展中的金融脆弱性	150

- 一、银行体系的脆弱性 151
- 二、金融市场脆弱性 157
- 三、中国金融体系潜在的风险 160

第五章 构建降低金融脆弱性促进金融发展的制度框架 165

第一节 中国金融脆弱性原因分析 165

- 一、中国金融体系中的信息不对称带来金融体系的内在脆弱性 165
- 二、政府对经济的不当干预是中国金融脆弱性的重要来源 173
- 三、宏观经济因素与中国的金融脆弱性 177

第二节 构建降低金融脆弱性促进金融发展的制度框架 180

- 一、合理的制度变迁路径有助于降低金融脆弱性 180
- 二、减少金融市场信息不对称的制度构建 183
- 三、保护投资者的法律制度构建 187
- 四、完善金融监管制度 188
- 五、规范政府行为的制度构建 190
- 六、建立存款保险制度 192
- 七、国有企业进一步退出 193

结 论 196

- 一、金融脆弱性是金融发展的成本 196
- 二、合理的制度有助于减小金融脆弱性 197
- 三、中国的金融体系中存在金融脆弱性 197
- 四、中国应该建立合理的制度体系降低金融脆弱性 197

参考文献 199

后 记 216

图表目录

表 2-1	部分发达国家的 M_2/GDP	37
表 2-2	部分发达国家银行部门提供的信贷占 GDP 的比重	38
表 2-3	部分发达国家国内对私人部门的信贷	39
表 2-4	部分发达国家上市公司数目	41
表 2-5	部分发达国家上市总市值	42
表 2-6	部分发达国家股票市场换手率	43
表 2-7	主要发展中国家金融自由化的时间	45
表 2-8	中低收入国家的金融发展收益	48
表 2-9	2005 ~ 2011 年部分国家的 GDP 增长率	56
表 2-10	部分欧盟国家中央政府债务占 GDP 比重	58
表 2-11	部分欧盟国家的银行不良贷款占总贷款的比例	60
表 2-12	部分欧盟国家的 GDP 增长率	61
表 2-13	部分欧盟国家总失业人数占劳动力总数的比例	62
表 2-14	俄罗斯主要经济指标	64
表 2-15	部分转轨国家的金融体系危机	66
表 2-16	转轨国家金融改革绩效 (EBRD1999 转型指标)	72
表 2-17	部分转轨国家银行呆账比例及银行对私有部门的信贷 占 GDP 百分比	74
表 2-18	转轨国家初始条件	77

表 2-19	部分拉丁美洲国家的直接投资(净流入,百万美元)	80
表 2-20	部分拉丁美洲国家的通货膨胀率(GDP 平减,%)	81
表 2-21	部分拉丁美洲国家的年经济增长率	81
表 2-22	部分东亚国家汇率变动	83
表 2-23	部分亚洲国家的年经济增长率	85
表 2-24	泰国对房地产业的贷款在总贷款中的比重	88
表 2-25	部分转轨国家的广义货币增长(年度百分比)	91
表 2-26	部分欧盟国家现金盈余或赤字占 GDP 的比重	98
表 2-27	部分亚洲国家的外债存量(10 亿美元)	99
表 3-1	各变量的含义	114
表 3-2	发达国家制度质量与金融发展估计结果	117
表 3-3	发达国家制度质量与金融脆弱性估计结果	119
表 3-4	转轨国家制度质量与金融发展指标估计结果	123
表 3-5	转轨国家制度质量与金融脆弱性指标估计结果	125
表 3-6	其他发展中国家和地区制度质量与金融发展指标估计 结果	128
表 3-7	其他发展中国家和地区制度质量与金融脆弱性指标估计 结果	129
表 4-1	中国股票市场规模	146
表 4-2	中国债券市场发展指标	147
表 4-3	中国的证券投资基金发展	149
表 4-4	损失类贷款额及其在总贷款中所占的比重	154
表 4-5	商品房销售价格与城镇居民收入的关系	155
表 4-6	中国股票市场换手率	158
表 4-7	中国股票市场的加权平均市盈率	159
表 4-8	中国主要的金融控股公司	160
表 5-1	货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动率和贡献率	179
图 2-1	发达国家的年经济增长率(%)	44

图 2-2	美国的失业率(总失业人数/劳动力总人数/百分比)	52
图 2-3	2004~2012 年日元对美元汇率(日元/美元)	53
图 2-4	美国股票市场主要股票指数变化情况 (2004.12~2009.12)	54
图 2-5	亚洲股票市场主要股票指数变化情况 (2004.12~2009.12)	55
图 2-6	欧元对日元汇率(日元/欧元)	59
图 2-7	中东欧国家和苏联解体后形成的国家体制改革指数	90
图 2-8	中东欧国家和苏联解体后形成的国家制度质量	93
图 2-9	2000 年 1 月至 2008 年 8 月间美国联邦基金利率(月度)	94
图 4-1	中国的 M_2 /GDP	143
图 4-2	由银行提供的信贷占 GDP 的比例	144
图 4-3	对私有部门信贷占 GDP 的比例	145
图 4-4	中国股票市场股票成交额	147
图 4-5	中国 GDP 增长率	150
图 4-6	2012 年中国银行业金融机构资产比例	151
图 4-7	2012 年中国商业银行不良贷款余额	152
图 4-8	2012 年中国商业银行不良贷款余额占全部贷款比例	153
图 4-9	2012 年中国金融机构贷款的行业分布	155
图 4-10	中国股票市场价格指数变化情况	157
图 5-1	中国的实际利率水平(年利率百分比)	173
图 5-2	2008 年 8 月至 2013 年 7 月人民币对美元和欧元汇率 变化趋势	178

绪 论

一、本书的选题意义

金融发展是经济增长的重要来源之一,全球各国和地区对于金融发展都非常重视,但是金融发展的过程却和金融脆弱性以及金融危机相伴而生,从20世纪80年代的拉丁美洲债务危机、1997年的亚洲金融危机、1998年的俄罗斯金融危机,到2007~2008年席卷全球的金融风暴、2009年起殃及欧盟的欧洲债务危机,不难看出无论是发达国家还是发展中国家在金融发展的过程中都无法避免金融危机的困扰,这就为金融研究提出了新的课题:如何兼顾促进金融发展和降低金融脆弱性,哪些措施能在推动金融发展和经济增长同时尽量减少金融危机发生的概率。本书正是基于这个目的,从制度这个崭新角度分析在金融发展的过程中如何增加金融发展的收益同时减少金融风险。本书的选题主要有两大意义。

(一)合理的制度安排能够促进金融发展、减少金融危机

制度是金融发展的源泉之一,合理的制度安排还能够有效降低金融发展中的金融脆弱性。一方面,学术界对金融发展在经济增长中的巨大作用已经形成了广泛共识,金融发展的来源成为学界关注的新焦点,大量研究开始关注决定金融发展的可能因素,包括制度因素、宏观经济因素、地理因素等等。另一方面,在金融发展的同时,金融脆弱性困扰着金融发展中的各国,世界各国和地区金融危机频发,经济学家将金融脆弱性归因于经济周期

(Hyman P. Minsky, 1986; J. A. Kregel, 1997; Gorton G., 1988; Lindgren C. J., Garcia G. & Sedal M., 1996)、信息不对称(吉本斯, 1992; Bernanke B. & Gertler M., 1987; Mishkin, 1998)、通货膨胀(Borio C. & Lowe P., 2002)和金融自由化改革(Dell' Ariccia G. & Marquez K., 2004, 2005; Wynne J., 2002)。但是制度作为既定因素, 没有被纳入研究。制度既是金融发展的推动因素, 又有减少不确定性即金融风险的作用。因此有必要分析制度因素对金融发展和金融危机的影响。

(二) 为中国金融改革提供实践指导

第一, 中国的金融体系仍然存在脆弱性。中国的金融体系得到了长足发展, 金融体系规模扩大、金融深度提高、银行信贷规模扩大、结构更趋合理、股票市场的规模和流动性都呈上升趋势。但是中国的金融体系仍然存在脆弱性, 主要表现为银行业资产过于集中、银行不良资产反弹风险大、金融机构贷款期限长且过于集中、股票市场不稳定且价格波动频繁、虚拟资产扩张过快。

第二, 合理的制度体系有助于降低中国的金融脆弱性。中国金融脆弱性可以归结为信贷市场和证券市场上的信息不对称、政府对经济的不当干预以及宏观经济因素, 合理的制度能够减少金融市场上的信息不对称、规范政府行为并且保持宏观经济稳定。因此, 要降低中国的金融脆弱性必须从制度构建入手。

二、国内外研究现状

(一) 金融发展理论的国内外研究现状

金融发展影响经济增长的研究最早可以追溯到熊彼特(Joseph A. Schumpeter, 1912)。近年来, 学术界对金融发展在经济增长中的巨大作用已经形成了广泛共识, 因此, 金融发展的来源成为学界关注的新焦点, 大量研究开始关注决定金融发展的可能因素, 包括制度因素、宏观经济因素、地理因素等等。

熊彼特(1912)就认为金融部门的服务把资本重新分配到价值最高的

用途,是经济增长的催化剂;Hicks(1969)在分析英国的产业革命时发现,金融体系对资本形成,从而对工业化起了关键的作用;Tobin 首次将货币因素引入了经济增长模型,推导出货币促进储蓄,进而推动经济增长,货币还与其他各种资产存量和收益率相互影响,共同构成经济增长的原因和结果;Raymod W. Goldsmith(1969)认为经济与金融发展大致平行;20 世纪 90 年代,Ross Levine、Robert King、Jeremy Greenwood、Boyan Jovanovic 等经济学家在内生经济增长理论的基础上,通过模型和实证方法证明金融对经济增长有显著的影响。

Ross Levine(1997)在对近年来金融与经济增长的文献总结后认为金融有五个功能:便利交易、规避、积聚和分散风险,配置资源,监督经理人便利公司治理,动员储蓄,便利商品与服务交换。金融的这些功能通过两个渠道——资本积累和技术创新影响经济增长。Levine 和 Zervos(1998)通过国别回归分析银行与资本市场对经济增长共同及各自的影响。Demirgüç - Kunt 和 Maksimovic(1998)通过跨行业分析和国别分析,发现依赖外部融资的行业在金融发达的国家发展更快。Nicola Centorelli 和 Michale Gambera(2001)通过实证研究发现银行业内部集中程度对行业增长有重要影响,银行业的集中有利于借贷关系的发展,这会促进企业增长,进而推动经济增长。

对于发展中国家,麦金农和萧提出的金融自由化理论是众多发展中国家金融改革的理论依据。进入 21 世纪,“制度与金融”文献从法律、政治和产权制度等不同角度将制度引入到金融发展研究领域。认为制度体系影响金融发展。Menzie David Chinn 和 Hiro Ito(2002),Machiko Nissanke 和 Howard Stein(2003a,2003b),Geert Bekaert、Campbell R. Harvey 和 Christian Lundblad(2001,2004),Una Okonkwo Osili 和 Anna Paulson(2004)、Yongfu Huang(2005),Siong Hook Law 和 Panicos Demetriades(2006),Svetlana Andrianova、Panicos Demetriades 和 Anja Shortland(2006),Jun Qian、Pilip E. Strahan(2007)以及 Nils Herger, Roland Hodler, Michael Lobsiger(2007)都认为制度框架是各国和地区间金融发展差异的根本原因。在大量的法与金融文献

中,认为法律起源对金融发展有显著影响,相对于大陆法,普通法对金融发展有更加积极的影响(Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Sheifer & Robert W. Vishny, 1998; Thorten Beck, Asli Demirgüç - Kunt & Ross Levine, 2002; Thorten Beck & Ross Levine, 2003)。Daron Acemoglu 和 Simon Johnson(2003), Simon Johnson、John Mcmillan 和 Christopher Woodraff (2002)以及 Shawn Cole(2007)则认为产权对金融发展和金融结构有显著影响。还有大量文献认为政治制度是决定金融发展国别差异的关键因素,例如 Caroline M. Fohlin(2000), Raghuram G. Rajan 和 Luigi Zingales(2001), Yongfu Huang(2006), Philip Keefer(2007), Mark J. Roe 和 Jordan I. Siegel (2008)。

(二)金融脆弱性理论的国内外研究现状

早期的金融脆弱性理论包括马克思和费雪(Fisher)等人的研究,马克思从货币的特点说明货币和金融的内在脆弱性,费雪(1933)则从经济周期的角度解释金融脆弱性。近年来,对金融脆弱性的研究主要从信贷市场、信息不对称、银行竞争以及宏观经济因素等角度分析金融脆弱性:H. Minsky (1982)提出了“金融脆弱性假说”,认为金融脆弱性是无法避免的,是经济持续稳定的内在性所导致的;Diamond 和 Dybvig(1983)提出 D - D 模型,认为在金融市场上有可能存在多重平衡,银行系统的脆弱性主要源于存款者对流动性要求的不确定性,以及银行资产流动性的缺乏;Allen 和 Gale (1998,2002)对 D - D 模型进行了修正,认为银行长期资产价值与经济周期相联系,因而存在银行长期资产价值的总体不确定性;A. Kregal(1997)提出了“安全边界说”,从银行角度研究信贷市场的脆弱性,认为银行不恰当的评估方法是信贷市场脆弱的主要原因;Mishkin(1996), Barry、Chai 和 Schumacher(2000)认为信息不对称导致了金融体系的脆弱性。Banerjee (1992), Bikchandani(1992), Caplin 和 Ledy(1994), Lee(1997), Chari 和 Kehee(1998)等认为投资者的羊群效应带来了金融脆弱性;Allen N. Berger, Leora F. Klapper 和 Rima Turk - Ariss(2008)认为银行竞争会鼓励银行业冒险以增加回报,从而增加银行的脆弱性。Pesola(2001)、Hansen