

经济发展中的 金融深化

〔美〕爱德华 S. 肖 著

王巍 毛晓威 穆怀朋 译

JINGJI FAZHAN

ZHONG DE

JINRONG SHENHUA

国外金融学名著译丛

5822
835
339411

国外金融学名著译丛

经济发展中的 金融深化

〔美〕爱德华 S. 肖 著

王巍 毛晓威 穆怀朋 译

中国社会科学出版社

责任编辑 叶南奇
责任校对 李小冰
封面设计 谭国民
版式设计 李玲玲

经济发展中的金融深化

Jingji Fashan Zhong de Jinrong Shenhua

·〔美〕爱德华 S. 肖 著

王巍 毛晓威 穆怀朋 译

中国社会科学出版社 出版
发行

兵 羊 吉 庄 经销

太阳宫 印刷厂印刷

787×1092毫米 32开本 8印张 2插页175千字

1989年9月第1版 1989年9月第1次印刷

印数1—3000册

ISBN 7·5004·0434·4/F·104 定价：3.05元

爱德华 S·萧致中文版译者信

我很高兴人们将能在中国读到我的这本论金融深化的书！我希望在制定发展政策的过程中，这本书将能给人以启迪。

有关金融深化的文献很丰富。其中，马克斯韦尔 J·弗赖尹 (Maxwell J·Fry) 博士的著作特别值得你们关注。我将请他把自己最宝贵的一些著作寄给你们。弗赖尹是加利福尼亚大学的教授，曾帮助过许多国家（包括一些亚洲国家）制定金融政策。

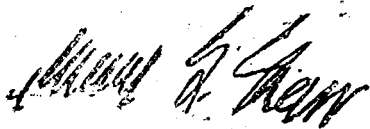
现在，我想谈谈在中文版中必须对原书序言做出的修改。英文版序言的最后一段应删去，改为下面两段：

“一个绝顶重要的原则是要注重经济发展政策间的联系。在货币不稳定、外汇失衡、对农业和工业实行压制性价格及其他控制、税收与政府支出扭曲的条件下，非货币金融的改革不会成功。一国经济是各种因素相互连接、相互依存的整体。某一市场中的弊端，在其他市场上亦会有反响。倘若深化金融的措施未得到其他鼓励合理的经济政策的措施支持，储蓄资金就有可能转向消费或外国资产，投资选择也可能恶化，从生产型转向非生产型。”

“中国有富庶的人力和其他资源，有悠久的历史，它所需要的只是指导经济刺激，以期提高生产率的种种政策。深化金融的政策值得予以认真仔细的，但并非是排他的考虑。”

寄予最美好的祝愿。

爱德华 S·萧



1987年5月9日

D2187/05
经济发展中的金融深化

英文版序言

这是一本老式的书。就认为相对价格影响经济发展而言，它属于新古典学派；就认为货币及其相对价格影响经济发展而言，它可归入货币主义学派。本书注重金融市场，因为它可以使相对贫穷的国家的经济增长更快、更稳定。书中所强调的金融深化或金融资产以快于非金融财富积累的速度而积累，无论是在资本主义经济还是在社会主义经济中均意味着一种寻求经济自由化的倾向。全书的着眼点是市场以及在经济体系中联结各个市场的无形巨网。

本书的研究对象是“落后经济”。落后经济陷于贫困的部分原因是它在市场模式上强制推行各种金融、财政和国际经济政策，这些政策阻止市场参加者实现应有的收入和财富总水平。它依靠计划、法令、配额、许可证和特权等来使资源配置和利用最优化。它反对市场自由化，即便政府部门已经失灵，依然如此。而市场中的自由化决策能增进经济福利。落后经济患有极顽固的贫困症。

本书的主旨也许过多地受到作者所熟知的例子影响。采用其他的落后经济和先进经济的例子，也许可以写出一本全然不同的著作，甚至可以找到关于中央集权主义和人为市场的完美，金融和“市场力量”的罪恶的实证。但情况也可能

相反：无论在何处，经济刺激和限制的作用都如此相同，以致于可以从不同的角度证实前面已表述过的不同观点。

有许多人应该得到感谢！包括很久前的老师B·F·哈雷 (Bernard F Haley) 和迪尼斯 H·罗伯逊 (Dennis H·Robertson)；在本书之前与我合作的罗纳德·I·麦金农 (Ronard·I·Mckinnon)；斯坦福大学的同事们，尤其是莫尔斯·亚伯莫维兹 (Moses Abramovitz)，埃米尔·德斯普雷 (Emile Despres) 和蒂勃·塞托夫斯基 (Tibor Scitovsky)；我在国外探索时对我一直保持耐心的政府高级官员们以及鼓励我，并为本书进行专业编辑工作的杰拉尔德·梅尔 (Gerald Meier)。我还要特别感谢伊丽莎白 (Elizabeth) 和珍妮特 (Janet)。

爱德华 S·萧

加利福尼亚，斯坦福

1972年11月29日

目 录

第一章 金融深化..... (1)

第一节 名义金融和实质金融..... (2)

第二节 金融深化的尺度与指标..... (5)

第三节 金融深化的目标..... (7)

第四节 金融压制的由来与背景..... (10)

第五节 下文提要..... (13)

第二章 货币、金融和资本积累..... (14)

I. 财富说..... (14)

第一节 社会财富..... (15)

第二节 财富说下的经济体制..... (17)

1. 市场..... (17)

2. 生产条件..... (19)

3. 收入-生产帐户中的资金流量..... (20)

第三节 货币市场..... (23)

1. 货币需求..... (23)

2. 货币供应与货币政策工具..... (27)

3. 财富说与货币政策最优化..... (28)

第四节 资本市场..... (31)

1. 财富说与资本市场..... (31)

2. 凯恩斯主义财富说资本市场..... (35)

第五节 财富说与货币金融结构..... (39)

1. 货币存款与现金..... (39)

2. 铸币..... (39)

3. 内部-外部货币	(40)
4. 私人银行业	(40)
5. 非货币的金融资产	(42)
结 论	(43)
参考书目	(43)
第三章 货币、金融与资本积累	(45)
II. 债务中介说	(45)
第一节 经济环境对比：落后的 发展与稳定的增长	(46)
第二节 财富、生产与收入	(49)
1. 私人与社会财富	(50)
2. 生产条件	(53)
3. 收入—生产帐户中的资金流量	(54)
第三节 货币市场	(57)
1. 货币需求	(57)
2. 货币供给与货币政策工具	(60)
3. 最佳货币政策	(62)
第四节 非货币的金融资产市场	(64)
第五节 资本市场	(67)
1. 金融发展与储蓄利率	(68)
2. 金融发展的投资效应	(72)
3. 资本与就业	(74)
第六节 货币与金融的结构	(75)
第四章 金融压制	(77)
第一节 压制措施	(78)
1. 存款、贷款和通货膨胀率	(78)
2. 金融机构的成本与利润	(84)
3. 直接金融	(85)

4. 间接的压制措施·····	(86)
第二节 金融压制的逻辑性与非逻辑性·····	(88)
1. 禁止高利贷·····	(88)
2. 对名义货币控制不利·····	(91)
3. 金融政策指导的缺陷·····	(95)
4. 金融压制的实证——及其答辩·····	(101)
第五章 金融改革·····	(108)
第一节 货币体系·····	(109)
1. 货币市场的目标与工具·····	(109)
2. 资本市场的目标与工具·····	(115)
3. 货币体系的组织·····	(122)
第二节 场外市场·····	(128)
第三节 有组织的市场上的非货币中介·····	(131)
第四节 长期金融中有组织的市场·····	(134)
1. 长期金融中的创新目标·····	(135)
2. 自由化与长期金融·····	(137)
第五节 专业银行·····	(139)
第六章 财政政策与金融深化·····	(141)
第一节 利率税和补贴·····	(141)
1. 存款利率税: 预算因素·····	(142)
2. 存款利率税: 管理方面的因素·····	(147)
3. 补贴性贷款利率和信贷配给·····	(149)
4. 财政对金融的资助·····	(154)
第二节 财政策略与金融策略的配合·····	(159)
1. 财政基础·····	(159)
2. 财政损耗·····	(161)
3. 政府企业·····	(164)
4. 财政的失误和贷款利率·····	(168)
5. 金融与财政两方面的改革·····	(170)
6. 交替幻觉·····	(172)

第七章 开放经济中的金融深化	(174)
第一节 外汇市场	(175)
1. 殖民地货币.....	(175)
2. 附属货币.....	(178)
3. 自主货币.....	(182)
4. 失衡货币.....	(188)
5. “正常和持续的”失衡货币.....	(193)
第二节 贸易政策和金融发展	(195)
1. 金融压制对贸易的影响.....	(196)
2. 贸易扭曲对金融的影响.....	(197)
第三节 国际资本流动	(199)
1. 金融压制对资本流动的影响.....	(199)
2. 资本流动对金融的影响.....	(203)
第四节 政策选择	(506)
1. 不可触动的价格.....	(206)
2. 浮动汇率.....	(212)
第八章 落后经济的不稳定性	(217)
第一节 不稳定性的指标	(218)
第二节 关于不稳定性的传统解释	(220)
1. 输入的不稳定性.....	(221)
2. 经济专业化.....	(223)
3. 结构性周期.....	(224)
第三节 周期性事件	(226)
1. 周期性事件的剖视.....	(226)
第四节 周期性繁荣中的公共政策	(232)
1. 金融政策.....	(232)
2. 财政政策.....	(233)
3. 国际部门的政策.....	(235)
第五节 危机和衰退阶段的公共政策	(237)
第六节 稳定和增长的政策	(240)

第一章

金融深化

本书的主题思想是：一国经济中的金融部门在经济发展中举足轻重。它有助于避免单调乏味地重复受压制的经济行为，加速经济增长。倘若受到抑制或被扭曲，它亦可能截断和摧毁经济发展的动力。

金融部门是各类金融资产与金融服务市场的混合体。它有自己的诸种产业（货币体系寓于其中），依照有关的技术利用投入的生产要素。金融部门中存在着一个由管理当局构成的上层结构，它有自己的政策模式和一系列控制手段。一国金融部门不可避免地要与国外金融部门发生联系。它的市场、价格、机构和政策对其他部门的影响程度无可匹敌，因为，货币是唯一可与其他任何商品相交换的商品，各种利率是与经济决策联系最普遍、最密切的相对价格。

众多人均财富和收入水平都很低下的非中央集权式经济，时常被一种导致“表层”金融（“Shallow” finance）的发展战略所吸引。然而，这种发展战略通过扭曲包括利率、汇率在内的金融价格和其他手段，降低了实际经济增长率，缩小了金融体系相对于非金融体系的规模。在所有场合下，这种战略都阻止或减缓了经济发展的进程。在其他发展战略中，一种具有“深化”（deepening）金融效应的新战

略——金融自由化战略——始终促进经济发展。自由化在经济发展中至关重要。不过，以为只有金融自由化才能促进发展并不是我们的观点。相反，我们主张，金融自由化应与金融部门以外的各种配套措施和协地联系在一起。

本书的主题与居于统治地位的传统经济发展理论及实践相悖。一些发展理论似乎是为物物交换的世界设计的。在另一些理论模式中，金融则处于消极被动的应变状态，它的深化不过是“实质”生产部门加速增长的副产品。理论教条将金融深化视为经济发展的障碍而提倡金融压制。作为经济发展实践指路灯的计划往往忽视金融。诸如世界银行和国际货币基金组织这样的国际机构为经济发展实践提供的方针、¹ 准则，就其通过财政预算论及公共金融和通过国际收支论及国际金融而言，可算是专业性的和无所不包的。然而十分典型的是，它们也很少涉及金融深化的目标和方法。

第一节 名义金融和实质金融

阐明金融在经济发展中的作用的第一步是区分金融资产的名义价值与实质价值，名义收益率与实质收益率——理清对货币幻觉(money illusion)的分析。在实行金融压制战略的地方，名义货币供应量或政府债券和社会信托基金通常按照某种高比率上升。与此同时，那些被任何一种综合性的国内商品与劳务价格指数缩小的经济总量指标增长缓慢或者下降。名义金融选择了高增长轨迹，实质金融选择了低增长轨迹。金融之所以在实质意义上浅显，部分原因是它被课以通货膨胀税。

表 I 中四个国家在 1963—1968 年间的经历表明了名义

货币加定期和储蓄存款的增长类型

表 I (名义价值指数)

	加 纳	泰 国	伊 朗	乌 拉 圭
1963	1.00	1.00	1.00	1.00
1968	1.63	1.96	2.16	8.10
(实质价值指数)				
1963	1.00	1.00	1.00	1.00
1968	1.01	1.74	2.00	0.45

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计》。

金融增长与实质金融增长之间的差异。

乌拉圭的货币存款、定期存款和储蓄存款的名义价值增长率为710%，而实质价值却下降55%。在比索^①名义价值增长与物价上涨之间的竞赛中，后者可轻而易举地获胜。加纳的政策使塞地流动债权的名义存量扩大，而实质存量却保持不变。伊朗和泰国实现了金融深化，名义债权增加额被实质金融增长所吸收。1963—1968年间，乌拉圭经济崩溃，加纳经济衰退，而泰国和伊朗的实质收入与消费均有所增长。关于金融同上述国家发展经历中这些差异之关系的分析始于这一事实：四国货币——新塞地、里亚尔、铢、比索——的名义价值与实质价值变化轨迹不尽相似。

在金融相对于国民收入或非金融财富处于表层状态的地方，人们发现金融的实质收益率低，而且经常是负数。包括货币在内的金融资产的持有者不能从其资产的实质增长中得到奖励：他们反而受到处罚。在1965—1969年间，加纳的

^①这四国的货币名称分别是：乌拉圭：比索，加纳：塞地，伊朗：里亚尔，泰国：铢。——译者注

货币余额占国民生产总值的比例从14.4%下降到10.7%。货币余额的名义公开利率为零,但是平均实质收益率为负8%相当于实际的平均物价上涨率。

货币单一利率与双重价格
表Ⅱ (以新塞地为例)

	名 义 价 格	相 对 价 格	实 质 收 益 (%)
1965	1.00	1.00	—
1966	1.00	0.79	-21.0
1967	1.00	0.80	1.3
1968	1.00	0.83	3.7
1969	1.00	0.74	-10.8

资料来源：中央统计局，《1969年经济概览》，阿克拉，加纳，1970年版。

工会和雇主都很重视名义工资率和工资收入与实质工资率和工资收入之间的差异。而金融当局对名义的和实质的金融收益率、资金流量及存量却并不熟悉。例如，它们似乎忽视了一点：货币有四种价格。一种价格简单表示为1（表Ⅱ：第一列），即用作货币单位的法定价格如，一个新塞地，一个铢，一个里亚尔，一个比索。另一种价格是 $1/P$ （表Ⅱ，第二列），即表示货币对某类商品或劳务购买力的一种指数。按照第一种计帐单位或计帐价格计值的货币存量是名义货币存量 M ；按照货币与商品或劳务的相对价值计值的货币存量是实质存量 M/P 。

倘若货币或货币存量的第二种价格为正数，那么，边际单位货币必将创造有价值的收益。这些收益可能采取实物形式，包括消费者福利方面和劳动生产率方面的实惠，但也可能采取第三种外现价格形式，即实质存款利率 d ，它是赋予货币余

额的任意一种名义利率 a 与货币第二种价格的变动率 P 之和： $d = a - P$ 。1969年，新塞地的名义储蓄利率为零， P 为负10.8%，进而， d 即加纳货币余额实质收益率也为负10.8%。货币的第四种价格是汇率，即一种货币（也许是一个新塞地）与另一种货币（也许是一个美元）之间的兑换比率。如果在两种货币之间只有一种汇率，而不存在实质的或称购买力平价汇率、名义汇率、远期汇率、即期汇率等等的话，金融分析将会简单一些。

所有金融资产、非货币资产以及货币均以多重标价为特点。这种价格差异性在名义金融量与实质金融量，名义收益率与实质收益率之间同样存在。金融政策工具之间也有差异，一些政策与名义金融量相关，而另一些则与实质金融量相关。在后几章中，我们持有的观点是：金融深化产生于合理的实质金融政策，这种政策与实质金融存量的实质收益率相关，表层金融部分则是金融价格扭曲的结果。

第二节 金融深化的尺度与指标

金融深化可由许多种尺度和指标来衡量。这里，仅提及少数几种就足够了。一类尺度或指标与金融存量有关。当金融政策已经放开，金融价格扭曲现象也已不复存在或已减少时，流动性储备就会增加。例如，中央银行的典型做法是增强自己的国际清偿能力，通过许可证或配额方式动用较少的资金干预外汇市场。农民以金融资产余额替代小麦、大米或其他贮存成本较高的商品存货形式的流动资本。所有市场上的买主或卖主都积累流动资产平均余额，从而不必因易货交易不顺而耗费资金。就总体而言，金融资产存量相对于收入或

有形财富的比例增长了，其内容也丰富了。贷款期限延长，各类借债人得以进入金融市场。金融资产的名目多样化致使借贷双方可分别根据其边际收益小规模地调整负债结构或资产结构。

用金融流量验证金融深化的证据很容易理解。例如，在表层金融中，一国在寻求资助资本增长的储蓄方面更为依赖政府财政预算和国际资本帐户。而金融深化则缓和税收压力并弱化对国外储蓄的需求。储蓄以这样或那样的走私方式逃向国外和盲目地要求扩建社会生产力，通常是厌恶金融的结果。而金融深化阻止和扭转资本外逃，将储蓄从那些尚未竣工的公寓、办公楼等摩天大厦工程中转移出来，使货币流通速度减慢。

在表层金融环境中，银行体系支配着有组织的金融；而其他资金融通则通过外汇交易或由货币放款人及公司社团组织的场外市场进行。银行体系如同高成本、高收益的寡头垄断那样经营。外汇融资受国外捐款、高成本的出口信贷和外国直接投资支配。场外交易仅限于短期交易，且要冒借款人拖欠和政府压制的高风险。金融深化扩大了货币体系的实际规模，同时也为其他机构（从票据经纪人到工业银行和保险公司）创造了有利可图的经营机会。金融深化意味着金融职能和金融机构的专业化。组织起来的国内金融机构和金融市场在与国外市场和场外市场的联系中有利可图。

金融价格或许是金融深化最明显的证据了。在表层金融中，对金融资产的需求受到低实质利率的压制，而低利率的初级证券供给又受到信贷配额的压制，甚至场外市场也受制于高利贷法及其他规章。金融市场须以高估未来价值的利率从事交易。金融深化意味着利率必须更准确地反映以投资替

代目前消费和抵消消费者厌恶等待的情绪的机会成本。当金融深化时，实质利率高，利率之间的差别，如，存贷利差、有组织的市场与场外交易市场利差等趋于缩小。

表层金融常常与官方市场即期外汇交易中本国货币估值过高相伴随。外汇管制政策要求本币价值大于外币价值，即期汇价高于远期汇价。这种政策不鼓励出口和储蓄，但却鼓励进口和消费。相对价格中的这些歧视被消除之后，金融深化随之产生。人们找出的证据是本国货币在黑市和外汇在远期外汇市场上的贴水减少。

第三节 金融深化的目标

金融自由化有助于提高国内私人储蓄与收入之间的比率。比率提高有时可能是一种幻觉：储蓄既可以计入国民收入帐户，也可能已通过各种无法觉察的方式外流；有时则必定是由储蓄的高报酬所引起的——包括较高的实质利率和使储蓄者获得较多的国内资产投资多元化的机会。再者，金融机构的实际增加为更多的投资者提供了借款途径，鼓励他们储存和积累可使借款便宜的股本。最后，储蓄者的计划着眼点转向长远利益和预期收益的改善，使目前消费的吸引力相对减弱。

金融自由化使政府部门储蓄趋于增加。处于表层金融时，非中央集权经济政府储蓄明显匮乏。政府依靠通货膨胀税控制资金来源。财政税收和国营企业利润对物价上涨明显地缺乏弹性，通常导致政府储蓄减少。金融自由化还会影响对外经济部门的储蓄。当利率、汇率等相对价格扭曲被纠正时，国内资金外逃现象将被扭转，进入外国资本市场亦轻而易举。在某些情况下，外国资金流入之多甚至于不易在稳定的国内价