

# 政府行为、金融市场 与经济波动

黄维立 著

Government  
Intervention,  
Financial Market  
and  
Macroeconomic  
Fluctuation

经济·科学出版社

# 政府行为、金融市场与 经济波动

黄俊立 著

经济日报出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

政府行为、金融市场与经济波动/黄俊立著. —北京: 经济日报出版社, 2002. 5

ISBN 7-80180-044-3

I. 政… II. 黄… III. 银行管理体制—经济体制—改革—研究—中国 IV. F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 026798 号

### 政府行为、金融市场与经济波动

|          |                                                  |
|----------|--------------------------------------------------|
| 著 者      | 黄俊立                                              |
| 责任编辑     | 吴 鸣                                              |
| 责任校对     | 李继冰                                              |
| 出版发行     | 经济日报出版社                                          |
| 地 址      | 北京市宣武区白纸坊东街 2 号 (邮编 100054)                      |
| 电 话      | 010-63567684(编辑部) 63567683(发行部)<br>63567687(直销部) |
| 网 址      | edp. ced. com. cn                                |
| E - mail | edp@ced.com.cn                                   |
| 经 销      | 全国新华书店                                           |
| 印 刷      | 北京金特印刷厂                                          |
| 开 本      | 850 × 1168 毫米 1/32                               |
| 印 张      | 6. 5                                             |
| 字 数      | 120 千字                                           |
| 版 次      | 2002 年 5 月第一版                                    |
| 印 次      | 2002 年 5 月第一次印刷                                  |
| 书 号      | ISBN 7-80180-044-3/F · 022                       |
| 定 价      | 18.00 元                                          |

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

## 内容摘要

部噪音（包括政府经济政策）在经济系统中如何被延续和放大的问题。基于这种原因，本书在国内首次对这一模型进行了系统的介绍和评价。但是这一理论是以发达经济作为研究对象，没有考虑到发展中经济的金融市场不成熟的现状，而这种不成熟集中体现在政府对金融市场的不规范干预上。但是金融加速模型不失为一个好的基准模型或好的逻辑起点，本书试图放宽该模型中金融市场完善性的假定，发展出一个局部均衡模型，把“政府行为”引入其中，这也是本书的创新之处。

从附加政府行为的金融加速模型的结论中可以看出，政府行为的进入在一定程度上“减轻”了金融市场上的信息不对称程度，它使得社会资源按照政府的效用函数进行配置，在一定程度上保证了政府关系型企业对稀缺资源的需求和政府目标的实现。但是，政府对金融场所进行的干预也增加了经济系统中的噪音，加大了金融市场潜在的风险。显然，要保证经济的可持续发展必须对政府干预经济的行为进行规范、必须保证金融市场健康有序的发展。

除此之外，本书还讨论了金融加速模型的政策含义，提出了改革我国当前银行体制的一些具体措施。

**关键词：**金融市场 政府行为 宏观经济波动 货币政策  
通货紧缩

## ABSTRACT

Since the Bretton Woods System collapsed in the 1970s and the advanced information - disposed technology was largely employed, a lot of countries have cut down the regulation of financial market. In this course, the role played by financial market stood out gradually and the macroeconomic fluctuation showed itself many new characteristics. Under these circumstances, the whole economic system becomes fragility and seems to be easily hit by an adverse shock. In the study of the financial crisis, people reached a common understanding that the sound financial system becomes more and more important to an economy's sustainable development.

China's economy is now in a so - called transitional period from the traditional Planned Economy System to the modern Market Economy System. In this process, the financial market is showing its influences on the resource allocation. In the same time, the characteristics of macroeconomic fluctuation now are different from that under the plan - dominated system. In order to understand these new characteristics, I took advantage of the financial accelerator model (thereafter FAM) as a reference.

The FAM is a good theoretical framework to analysis the macroeconomic fluctuation taken place in the western market economy. The model is developed from the real business cycle

model by introducing the financial sector under the asymmetry information hypothesis. The model explained how the effects of outside shock persist, amplify and spill over to other sectors. However, we immediately find we are at a loss if we use the model directly to explain what had happened in China. This is simply because the FAM focus on the developed financial market and doesn't take the developing problem into account. Although the FAM overlooks the incomplete financial market in the developing economy, it is still a good standpoint or benchmark. In view of this situation, I tried to introduce the government intervention into the FAM and developed a partial equilibrium model, which is called the FAM augmented government intervention.

Form the FAM augmented government intervention, we conclude the invention can lower the financial market's information asymmetry and direct the social resource to the government - relationship enterprises. However, as the model shows, this situation in turn may increase the market risk. Obviously, in order to keep the economy healthy, the financial market and the government behavior must be kept in order.

In addition, this dissertation discussed the policy implication of the FAM and put forward to some specific suggestions to rebuilding of the current bank system in China.

**Key Words:** Financial Market; Government Intervention; Macroeconomic Fluctuation; Monetary Policy; Deflation

## 目 录

|                                                                                       |      |
|---------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 内容摘要.....                                                                             | (1)  |
| ABSTRACT .....                                                                        | (1)  |
| <br>第一章 导言.....                                                                       | (1)  |
| 第一节 研究金融市场对宏观经济影响的意义.....                                                             | (1)  |
| 20 世纪 70 年代以后, 金融市场影响的扩大;<br>经济学家对金融市场作用的认识; 本书所要探讨的<br>问题。                           |      |
| 第二节 本书研究方法 .....                                                                      | (14) |
| 研究方法的重要性; 如何认识金融危机中的狂<br>热和恐慌等“非理性”现象; 本书的研究方法; 认<br>识我国宏观经济运行的两个关键变量: 政府干预与<br>金融市场。 |      |
| 第三节 本书的逻辑结构 .....                                                                     | (19) |
| <br>第二章 金融加速模型研究述评 .....                                                              | (24) |
| 第一节 没有金融市场的主流经济波动理论 .....                                                             | (24) |
| 20 世纪 30 年代的大萧条及其对经济学理论的<br>影响; IS-LM 模型; MM 定理; 有关评论。                                |      |
| 第二节 封闭条件下的金融加速模型 .....                                                                | (29) |
| 早期形成: 债务-通货紧缩模型; 20 世纪 70                                                             |      |



|                                                                          |       |
|--------------------------------------------------------------------------|-------|
| 年代的发展：金融不稳定性理论；金融加速理论的形成与最新发展                                            |       |
| 第三节 对金融加速模型的一个简单评论 .....                                                 | (57)  |
| 第三章 附加政府行为的金融加速模型 .....                                                  | (61)  |
| 第一节 政府对金融市场的干预 .....                                                     | (62)  |
| 政府与市场的三种关系：替代关系、互补关系、增进关系；发展中经济中政府微观干预行为的特点、以及这种特点对宏观经济波动的影响。            |       |
| 第二节 附加政府行为的金融加速模型 .....                                                  | (67)  |
| 通过金融加速模型来对政府行为的宏观经济影响进行形式化：假定；企业 A 的行为分析；比较静态分析；小结。                      |       |
| 第三节 实证研究：裙带资本主义与韩国金融危机 .....                                             | (86)  |
| 1997 年发生在韩国的金融危机；原因分析：政府对金融市场的干预；裙带资本主义；实证分析。                            |       |
| 第四章 金融加速模型的政策含义：                                                         |       |
| 货币政策理论的新发展 .....                                                         | (95)  |
| 第一节 对称信息下的货币政策传导机制理论及其所面临的挑战 .....                                       | (101) |
| 附加政府行为的金融加速模型的政策含义主要体现在货币政策上；货币与经济的关系；对称信息下的货币政策传导机制：债券传导机制、通过其他资产渠道的传导。 |       |

---

|                                                                              |       |
|------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 第二节 金融加速框架下的货币传导机制理论·····                                                    | (112) |
| 商业银行贷款渠道的传导机制理论；资产负债<br>债表（包括居民和厂商的资产负债表）渠道的传<br>导机制理论；有关启示。                 |       |
| 第三节 盯住通货膨胀率的货币政策框架·····                                                      | (124) |
| 盯住通货膨胀率的货币政策被越来越多的西<br>方国家所采纳；该框架的主要内容、实施原因、<br>特点。                          |       |
| 第四节 实证研究：我国当前反通货紧缩的<br>货币政策效果·····                                           | (135) |
| 背景：财政主导型经济转变为金融主导型经<br>济；企业体制的滞后；怎样理解货币流通速度的<br>下降；货币政策效果的下降。                |       |
| 第五章 金融体制改革与我国经济的可持续发展·····                                                   | (142) |
| 第一节 新中国成立后金融体制形成的原因及其<br>面临的改革·····                                          | (143) |
| 新中国成立后我国金融体制的形成与赶超战<br>略的实施是分不开的；服务与国有企业；放权让<br>利的改革和市场化进程的加快突出了金融市场的<br>作用。 |       |
| 第二节 金融市场作用凸现下的我国<br>宏观经济运行·····                                              | (161) |
| 我国当前宏观经济的特点：通货紧缩；外生<br>性信用紧缩与内生性信用紧缩；应该主要从“供<br>给”的角度来寻找解决办法；国有企业改革的重<br>要性。 |       |

|                                                            |       |
|------------------------------------------------------------|-------|
| 第三节 金融体制改革和我国经济的可持续发展……                                    | (175) |
| 可持续发展的含义；金融市场的稳定性的意义；加强对银行部门的监管；对金融机构进行重组；对传统的国有银行进行股份制改造。 |       |
| 第六章 结束语……                                                  | (182) |
| 参考文献……                                                     | (185) |
| 后 记……                                                      | (196) |

## 第一章 导 言

在这一部分，我将详细交代本书的选题原因以及本书所采用的研究方法和各个章节之间的逻辑关系。

### 第一节 研究金融市场对宏观经济影响的意义

自从 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃以来，随着各国放松对金融市场的管制及先进信息处理、传递技术（特别是计算机和网络）的大量使用，真实经济越来越虚拟化<sup>①</sup>，金融市场由此迅速发展起来，其在国民经济运行中的作用日益凸现。这种“凸现”在强化金融市场传统的集聚和配置社会资金功能的同时，也使得现实中的经济波动呈现出很多新的特点。这些新特点主要表现为经济波动越来越以金融市场的波动为先导<sup>②</sup>、而且变动的频率比较大、外部噪音对经济周期的影响可以通过金融市场被延续和放大等等。总之，在金融市场作用加强后，整个经济系统变得比以前脆弱（Minsky, 1977）。这种脆弱性导致了金融危机的频繁爆发及其对真实经济所造成的严重后果。例如，90 年代就发生了包括英镑危机、墨西哥金

---

① 马克思（中文版，1975）较早且系统地论述了真实经济虚拟化及其对经济运行的影响问题。

② 米什金（Mishkin, 1991）总结了战后美国经济波动的一些特点，其中一个重要特点是这些波动一般都是以金融市场波动为先导的，而金融市场的波动总是开始于利率的下降或股市的崩溃或金融市场在经济衰退之后的不确定性的上升。

融危机、巴林银行倒闭和东亚金融危机在内的一系列金融危机和金融事件。在对金融危机的研究中，人们取得了一个共识，那就是，金融市场的稳定和健康发展对一个经济的可持续发展来说，变得越来越重要。

那么，我们应该如何对上述这些重要变化做出解释、并在政策上采取一些有效的措施加以应对呢？一种有效的方法是从对现实的认识的基础上抽象出一个宏观分析框架，从中找出金融市场与经济波动的内在逻辑关系，并发现金融市场对经济周期和经济周期对金融市场的影响方向和影响程度。但是在 20 世纪 80 年代以前，在经济学研究中，人们对金融市场对真实经济的作用的看法是存在很大争论的，或者说上述问题并没有从主流经济学中得到很好的解释。从经济学说史的角度看，对这个问题的讨论一般要回到熊彼特（Schumpeter, 1911）。在其著作里，熊彼特阐述了企业家融资的来源，强调了金融市场通过对投资项目的甄别而起的作用，以及融资在刺激创新和推动未来经济增长上所起的作用。但是，这种看法没有被人们所普遍接收。随后占主流的观点认为，金融市场充其量只是随真实经济的变化而发生变化，或者说金融市场是真实经济的影子（Robinson, 1952）。尽管 Goldsmith 在其一篇很有影响的文章中（1969 年），用实证的方法证明了金融市场的发展和经济增长之间具有正的相关性，但是他同时也承认，从这种正的相关性中，并不能得出金融市场和经济发展之间存在因果关系的结论。卢卡斯（Lucas, 1988）则认为，经济学家们过于夸大了金融市场在经济发展中的作用。虽然从形式上看金融发展对经济增长有贡献，但仔细分析可以发现，金融市场的这种贡献充其量只是一种信号作用：金融部门可以及时反映或预期到经济增长，然后引导全社会调整对一些部门或行业的投资，从而使

得潜在的经济增长得以变为现实。显然，这里隐含着另外一层含义：如果不存在良好的经济发展前景和健康的经济基础，那么单纯依靠金融部门是不能够推动经济发展的<sup>①</sup>。

从事后的分析看，理论界之所以存在上述争论主要是因为下列两个原因：第一，在主流的宏观经济学中没有考虑到信息结构问题，即不论是在侧重总需求分析为主的凯恩斯经济学中，还是在从微观主体行为的优化出发、侧重供给分析的新古典宏观经济学中，金融市场中的信息都是完全的或对称的。在这种信息结构下，金融市场的作用很难被形式化。第二，既有的主流宏观经济模型都是以发达国家作为研究背景的。在这些国家里，金融市场一般是比较“成熟”的，或者说其功能能够正常发挥，即可以有效地在全社会范围内动员（或积累）和配置资金、为发展前景较好的企业提供融资机会等等。从卢卡斯模型以及后来实周期（RBC）模型中可以看出，金融市场上这些作用已经隐含在模型之中，例如，从资本价格等于资本的边际生产力这一优化结果可以发现，金融市场已经把社会资金配置到了最佳的场所<sup>②</sup>；从消费者跨时期选择中（参见 RBC 模型的

---

① 我国和日本最近几年的经济形势也说明了这一点。自 1997 年以来，在我国经济中，社会总需求明显低于社会总供给（有人认为进入了一个所谓的“通货紧缩”时期，参见胡鞍钢，1999），政府采取了很多刺激社会总需求的措施（例如刺激股市、多次降低银行存贷款利率和法定存款准备率等），但是效果不大。日本的情况也是如此。自 20 世纪 90 年代以来，日本经济陷入低谷之中，尽管这在很大程度上是由于地产泡沫等资产市场中的情况所引起，但是随后的金融政策并没有多大的效果。现在的零利率政策仍然没能刺激日本经济从萧条中复苏。这两个实例从一个侧面反映了金融市场对真实经济作用的有限性。所以金融市场的变化到底是不是一个经济变化的原因还是一个值得讨论的问题。

② 实周期模型隐含着萨伊定律，即供给可以创造自己的需求，或者价格可以自动地实现供求的均衡。

居民户的约束函数)可以看出,消费者的储蓄行为或购买投资品的投资行为已经是最优的了。总之,在这些模型里,金融市场或银行已经是一个非常成熟的场所,能够及时实现储蓄与投资的转换(例如凯恩斯理论中的经济均衡条件: $I=S$ ),或者说其作用是万能的、自动的,是可以用一个函数代替的。可见,这些模型中之所以“没有”金融市场,不是因为金融市场不存在或不重要,而是因为金融市场太完美了<sup>①</sup>。但是金融市场的作用也到此为止,即从主流经济学的宏观经济模型里,我们看不到金融市场本身(例如,金融结构)对经济行为主体的任何其他的影响,更看不到金融市场本身对宏观经济运行所产生的影响。

在对发展中经济的研究中,经济学家们注意到,由于制度上的原因、政府干预和市场发育不成熟等方面的原因,上述在发达经济里所呈现出的金融市场的作用在发展中经济里却是不健全的,即“储蓄—投资转换机制”不完善或金融市场在对资金进行配置中还存在很多非经济的规则。显然,在这种条件下,金融市场对真实经济是有影响的,而且这种影响是可以通过经济模型进行刻画的(由于在发展中经济中间接融资占绝对优势,所以在一般情况下,人们通常用对银行行为的研究来代替对整个金融市场的研究)。这方面比较有影响的理论是麦金农(McKinnon)和萧(Shaw)发展出的“金融抑制(Financial Depression)理论”。金融抑制理论认为,在发展中经济中,由于政府干预力度和范围比较大,所以存在着不同程度的金融抑

---

① 也可以从西方金融理论中的“有效市场假设”(包括弱型市场假设、半强型市场假设和强型市场假设)中看到这一点。显然,这里的金融市场是“强型”的。而西方理论对“有效市场”的大量实证研究并没有证明出金融市场是强有效的,而充其量只是半强型有效(Campbell et al., 1994)。

制，资金价格受到扭曲，不能及时和准确地反映市场上的资金供求状况。这种情况在导致金融部门发展过慢的同时还阻碍了经济的发展。显然消除金融抑制可以有利于资金的合理配置、从而可以推动经济的发展。而消解金融抑制的一个措施是放松政府管制、实行金融自由化政策。该理论成为人们研究发展中经济的金融市场发展与经济发展之间关系的理论基础或逻辑起点。同时，这一理论还是一些发展中经济进行金融改革的理论依据，例如，拉美国家在 20 世纪 70-80 年代进行的金融自由化改革，我国台湾地区在 50 年代初期的金融改革和韩国在 60 年代中期所实施的金融改革等，都在不同程度上从麦金农和萧中获得了启示<sup>①</sup>。

最近几年以来，由于下列一些理论上和实践中的原因，人们开始从理论上重新探讨金融市场对真实经济周期的影响。

(1) 理论界关于金融市场对真实经济作用的实证研究上有新的突破。这些突破都是围绕寻找金融市场与经济发展之间真正的因果关系而展开的，其努力包括两个方面，一是使用新的计量方法对这种因果关系进行验证，其中有代表性的作品是 King 和 Levine (1993)。这篇文章的一个突出特点是在计量指标的选取上较以前“准确”，其中反映“金融市场发展”的指标有这样四个，这四个指标分别是：金融深度 (Financial Depth, 它等于金融机构的流动负债与 GDP 的比率)；存款银行的国内资产在存款银行国内资产与中央银行国内资产之和中所占的比例；

---

<sup>①</sup> 尽管发展中国家在推行金融自由化的过程中出现了很多问题，但是金融自由化仍然被当作是金融改革的一个重要目标。值得注意的是，Hellman et al. (1996) 提出了一个介于“金融抑制”和“金融自由化”之间的所谓“金融约束”阶段。在这一阶段里，政府可以通过调整租金分配的方式来推动金融部门和实际生产部门的发展。



提供给非金融机构的私人部门的贷款与扣除提供给存款银行的信贷后的信贷总额的比率；提供给非金融机构私人部门的信贷与 GDP 之比。同时，该文又使用了下列四个指标来反映“经济增长”：人均 GDP 的增长率；物质资本积累率；国内总投资与 GDP 的比率；生产力增长率。在数据选取上，该文使用了 80 个国家、时间跨度为 1960 - 1989 年的统计资料进行了横截面分析，验证了在一个高流动性的金融市场里，随着长期融资的可能性的不断增加和那种有助于高风险项目融资的分散风险机制的建立，金融市场对经济增长是起积极作用的，是经济增长的一个重要条件。同时金融部门的发展也是经济发展的一个重要内容。该实证研究还表明，与那些银行不发达和股票市场流动性低的经济相比，在那些拥有大银行和高流动性的股票市场的经济中，资本积累的速度是比较快的，并能产生较高的经济效益。后来，Levine 和 Zervos (1998) 也验证了股票市场发展和银行发展对长期经济增长的积极作用，因为这些市场的发展提高了产权交易的有效性（因为一个有效的证券市场可以很好地评价厂商、减少市场交易的成本），有利于资源的更加合理的配置和资本的快速形成。同时，该文也显示，那种认为股票市场的流动性的增加、国际资本市场的一体化和股票收益的波动会减少私人的储蓄率和阻碍长期经济增长的观点是没有任何根据的。除此之外，人们在作实证研究时，还对计量方法作了一些改进。例如 Rajan, et al. (1998) 的实证文章就是一个典型表现，该文先从一套理论框架中寻找“金融发展”与“经济增长”之间的逻辑关系，然后用计量的方法来验证这种理论上的发现。该文的验证表明，金融市场和金融机构的发展可以帮助市场消减逆向选择行为、可以使得那些依靠外部融资的企业减少道德风险和外部融资成本，从而有助于经济增长的实现。