



首都经济贸易大学出版基金资助

SHOUDU JINGJI MAOYI DAXUE CHUBAN JIJIN ZIZHU

金融约束与金融 有序发展

JINRONG YUESHU YU JINRONG
YOUXU FAZHAN

黄静茹◎著



首都经济贸易大学出版社

Capital University of Economics and Business Press

图书在版编目(CIP)数据

金融约束与金融有序发展/黄静茹著.—北京:首都经济贸易大学出版社,2005.7

ISBN 7-5638-1236-9

I.金… II.黄… III.金融-经济理论-中国 IV.F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 062190 号

首都经济贸易大学出版基金资助

金融约束与金融有序发展

黄静茹 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

E-mail publish @ cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京永生印刷有限责任公司

开 本 880 毫米×1230 毫米 1/32

字 数 175 千字

印 张 6.875

版 次 2005 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

书 号 ISBN 7-5638-1236-9/F·705

定 价 13.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

内容提要

金融系统的不完美因素是从来就存在的。市场存在缺陷，需要用干预来解决，这一点在目前至少在实践层面上得到了各国的认可。

关于发展中国家的金融发展问题的争论，最著名的人物首推罗纳德·麦金农和爱德华·肖。他们于1973年提出了著名的“金融深化”和“金融自由化”理论。

1994年，托马斯·海尔曼、凯文·穆道克和斯蒂格利茨提出的“金融约束论”重新强调了政府在金融、经济发展中可能起到的积极作用。

对欧洲国家研究的样本显示，金融约束对经济增长并没有产生明显的不利影响，那些看来被扭曲的措施并没有理论上预言的那么严重；东亚经济的成功、1997年金融危机以及它们和金融约束政策有着怎样的关联，值得进一步探讨。

所有的这一切都暗示：“发展中国家应该尽快着手金融的自由化”等观点可能是根据不足的。

本文立足于金融发展理论，在对金融约束理论充分剖析的基础上，提出“金融有序发展”的概念。其后对金融有序发展的各个方面作出描述，结合包括中国在内的各国实践，试图描述一个政府与市场理性互动的框架：金融约束政策的实施和退出需要特定条件，约束政策的逐步退出是金融自由化进程中的重要方面。

除了导论，本书主要分为两个部分：第一部分包括第一章和第二章，第二部分包括第三章到第七章。

第一部分是研究“金融有序发展”的理论基础。

第一章简要回顾了发展中国家的金融深化理论。很多学派对

金融深化理论作出评价和提出批评,如新凯恩斯学派和新制度主义学派等等。麦金农也对金融自由化理论作出修正,并且他认为,对于实行经济市场化而言,财政政策、货币政策和外汇政策如何排列次序是极端重要的。世界银行对世界金融发展问题也提出了一些政策性建议,认为整个过程进行得太快和不恰当的拖延都是有害的。

斯蒂格利茨等经济学家提出了“金融约束”理论。其背景为:多数发展中国家尤其是非洲和拉美国家的金融自由化的结果与理论所描述的情况相差甚远。他们提出,经济落后、金融深化程度低的发展中国家应实行“金融约束”政策,如对存贷款利率加以控制、对市场准入及竞争加以限制以及对资产替代加以限制等,以此在金融部门和生产部门内创造租金,并提高金融体系运行的效率。

第二章是本文对金融约束经验、理论的剖析和“金融有序发展”理论的立论基础。

政府致力于市场效率的增进、经济体中各方福利的改善是金融约束论最重要的宏观基础。信息经济学理论的发展,为金融发展理论的研究提供了微观基础。

第二次世界大战后,日本和欧洲的比利时、法国、意大利等国,是采用金融约束政策的典型国家。战后欧洲的金融自由化步伐缓慢,如比利时、法国和意大利,有很多有益的经验。事实上,日本的经验也体现了金融约束政策的实施和逐步退出的过程。

在事实上实施过金融约束的国家,如代表了东亚奇迹的日本、韩国,第二次世界大战后被视为成功典范的法国、意大利等国家,在某一阶段都取得过很大的经济成就,但是也存在不少问题,例如,约束政策对货币政策的效果产生影响,而且对资本流动的控制影响了效率。

非常值得关注的是日本。关于日本的银行业危机,金融约束理论与其反对者都提出了理论阐释。本文在此基础上作出判断:

对银行业的监控是问题的关键。

一般来说,银行的监控可以分为内部监控和外部监控两个大的方面。对外部监控而言,商业银行的经营管理行为应该通过以下三个途径被约束:一是资本市场的作用;二是银行业本身的竞争;三是银行监管当局的作用。日本的问题是,这三个外部监控途径都未能奏效。

本文同意金融约束论对这一问题的看法,即日本政府在金融自由化的进程中缺乏一个全局的概念,运用实用主义的方法来应付眼前的问题。一个全局的观念和一个有序发展的框架是必需的。

本文随即提出“金融有序发展”的概念。有序发展更多体现在制度的变迁、时间的推移以及“度”的把握上。市场的成长是有规律可寻的,金融发展须符合经济规律。实现金融有序发展的途径为金融规制供给方式的转变。

金融有序发展,是一个具有立体感的系统工程。金融约束政策的有序退出,体现在信贷制度、融资结构、利率、汇率、有效监管等各个方面。

第二部分是对金融有序发展的各个方面进行论述。

第三章首先对金融结构与经济增长的关系进行了研究,从资源禀赋和门槛效应的角度说明,如果一国的金融体系能够为本国的优势产业提供优质和多样的金融服务,此时的金融结构就是能够促进经济增长的。无论是自然演进还是政府主导,对各种金融工具和金融机构的设计和发展都需要考虑到未来的可持续性。合理金融结构的检验标准为:其一,符合一国特定历史时期资源禀赋的特殊需要;其二,企业融资渠道畅通,融资成本合理;其三,有避险能力,危机后复元迅速。其次,在第三章还介绍了中国目前金融结构的现状,并且对此提供理论解释。最后,笔者对影响中国金融结构变革的特定因素作出分析,并且提出相关约束政策的退出

路径。

第四章讨论金融有序发展的一个重要方面:信贷制度。首先分析银行在金融自由化中的脆弱性,指出对发展中国家而言,在自由化的进程中放松政府对银行的直接控制,逐步改变政府干预经济的方式,是金融有序发展的重要内容之一。

政府干预的存在和作用对于发展中国家来说,是信贷配给的最大来源。政府的赶超战略,是发展中国家的信贷配给有别于发达国家的重要因素。

金融约束作为平稳过渡到金融自由化的特殊制度安排,其主要的对象也是国内的银行业。对于任何一个银行业占据主导地位并且试图通过金融改革分享经济增长成果的国家来说,有两个因素很关键:一是取消利率和其他价格管制,减少政府部门对信贷的行政指导;二是对国有金融机构进行产权改革,准许新的市场参与者加入到金融服务行业。

本书提出,体制外金融在直接融资市场和间接融资市场中具有导向作用。体制外金融对制度变迁也有导向作用。体制外金融的发生更多是由于利率管制下的定向信贷配给以及政府在金融资源分配中的所有制偏向和制度歧视。

第五章讨论利率改革和金融有序发展的关系。首先介绍了日本、中国台湾和智利的利率市场化经验,对其成功或者失败的理由形成一个基本的判断,随即研究了发展中国家在金融约束条件下的低利率政策效应,结论为:低利率管制并不能长期地为经济增长作出贡献。

本书认为:第一,针对利率的金融约束政策有存在的必然性;第二,针对利率的约束政策的退出是有条件的;第三,针对利率的约束政策的退出是逐步的。

利率市场化并不是主张放弃政府的金融调控,正如市场经济并不排斥政府的宏观调控一样。但在利率市场化条件下,政府(或

中央银行)对金融的调控只能依靠间接手段。联系中国的改革情况,说明中国稳步推进市场导向的利率改革是与逐步取消相关的金融约束措施相联系的。

第六章研究在开放经济条件下的金融有序发展,首先分析了在对外开放过程中,发展中国家货币金融的内在脆弱性。开放经济可能造成的负面影响包括:过度借贷和金融危机。

关于汇率改革的经验和教训,本文介绍了中国台湾和泰国的汇率改革,其后讨论了在开放经济条件下的汇率制度的安排。

汇率制度共包括 8 种安排,本文一一作出简要述评,之后指出,为对付资本流入增加,许多国家转向选择更加有弹性的汇率安排,以阻止投机性和破坏性的短期资本流入。

本书认为,伴随着国际资本流动的自由化和汇率改革的完成,金融约束政策将全部退出一国的金融发展史。类似于多级船闸系统,在国内金融生态基本过渡到符合市场化要求以后,境内和境外的金融资本一级一级地调整落差,并且有节制地融合,最终本国的金融体系与世界金融体系充分融合与接轨。

第七章论述监管、制度创新和金融有序发展的关系。因为各国对银行业的监管是所有行业监管中最复杂、最严格的,在大多数发展中国家,银行在信贷和货币的创造、分配中处于核心地位,所以本章主要对银行监管的措施和协调进行论述;随后对政府在金融领域中的作用进行探讨,认为虽然市场的失灵并不意味着政府干预就会奏效,但是主张政府在金融领域无所作为也没有足够的理论依据。制度质量是决定一国金融自由化成功与否和决定一国金融脆弱性程度的重要变量。政府在提高制度质量方面任重道远。

对于金融约束政策的退出过程中可能出现的财政和货币控制问题,本书以中国的情况为例进行深入探讨。本书认为,政府的强大财政能力始终是非常重要的。

在货币控制方面,我国间接调控机制的主体框架基本确立,但在开放经济条件下仍存在一些问题,主要表现在:货币政策的独立性受到制约,货币供给的内生性增强,有效货币政策工具的缺位,货币政策的作用机制发生变化。

金融自由化并不意味着放弃所有的监管,而是监管的方式和重点随着形势发生变化。政府行为模式的转变比消除政府行为更加重要。社会的进步和改革是一项极其复杂的系统工程,政治、经济、法律、文化的进步从来就不是孤立的。

导 论

对工业化国家金融系统的发展史进行研究后会发现,金融系统的不完美因素是从来就存在的。即使是最发达的金融系统,与人们广泛使用的无摩擦模型都有着很大的差别。所有的金融系统最为突出的特点是不稳定,金融机构的存亡、泡沫投机问题很早就已出现。如历史上的“郁金香狂热”到南海和密西西比泡沫、1929年的经济大崩溃、1987年的“黑色星期一”和1990年日本泡沫经济的破灭,无不显示着市场本身存在着巨大的缺陷。

市场存在缺陷,需要用干预来解决,这一点在目前看来,至少在实践层面上得到了各国的认可。即便在美国,经济的市场化程度非常高,但也会用政府干预金融系统的办法来解决市场失灵的问题。20世纪80年代以后,各发达国家为了适应形势的变化,对其金融管理政策进行了大规模的调整,这些调整的目的是为了继续保持在全球经济金融竞争中的优势。

过去的几十年间,金融发展理论以其突出的现实意义受到发展中国家的重视,并且积极实践了理论所推导出的政策。有些国家取得了显著的成效,而在另外一些国家,人们看到了相当程度的消极影响。在这个过程中,“金融抑制”、“金融深化”和“金融自由化”始终是争论的焦点。另外一个重要的问题是,政府的干预是纠正市场失灵的惟一或者最佳途径吗?

关于发展中国家的金融发展问题的争论,最著名的人物首推罗纳德·麦金农和爱德华·肖(1973)。他们以发展中国家为主要研究对象,指出发展中国家存在严重的金融抑制现象,这一现象切断了经济增长的来源,甚至导致了严重的经济衰退。他们认为,金融抑制的实施者是拥有决策权力的政府,实施的基本工具是对金融

市场的价格和交易进行干预,从而扭曲资源配置的市场机制,实现政府的经济发展战略。从长期来看,金融抑制使得国内金融市场始终处于被压制的幼稚状态,影响了金融和经济的长远发展。他们的研究并没有在指出问题后终止,而是提出了具有实践意义的政策建议。这就是著名的“金融深化”和“金融自由化”理论。

这一理论一经提出就产生了极大的影响力。沿着麦金农和肖的道路,许多经济学家进行了更为深入的研究,使得金融发展理论在发展经济学中逐步占据了重要地位。麦金农和肖所提出的“金融抑制”理论和“金融深化”理论,在 20 世纪 70 年代以后对不少发展中国家经济发展策略的选择产生了深刻的影响。

急于摆脱低增长和贫困陷阱的发展中国家积极推行了以自由化为改革方向的金融和经济改革,纷纷改变了原先的强制金融部门为工业部门大量融资的金融压抑政策。到 20 世纪 80 年代,金融自由化更加成为一股全球性的浪潮,发展中国家加快了放松利率管制、取消信贷限额和开放金融市场等方面的脚步,其中一些国家取得了一些成绩,但是也暴露了不少问题,很多以自由化为改革方向的发展中国家出现了程度不同的金融不稳定现象。1989 年世界银行的《世界发展报告》作出重要结论:“没有发育良好的国内金融市场,从长期看,发展中国家的经济增长必然会受到损害。”^①

麦金农于 1991 年再次深入探讨了发展中国家金融自由化改革的合理顺序问题,指出实行经济的市场化客观上存在着如何确定最优次序的问题,财政政策、货币政策和外汇政策如何排列次序是极端重要的。他说:“对一个高度抑制的经济实行市场化,犹如在雷区行进,你的下一步很可能就是你的最后一步。”

另外一方面,出现了从不同角度提出的新的金融发展理论——“金融约束论”。鉴于发展中国家面临的经济任务——缩小

^① World Bank. World Development Report 1989. Washington DC.

与发达国家的差距、增加社会财富,考虑到现实中不稳定的金融形势以及经济全球化的环境,再加上一些成功的例子如日本、韩国的示范效应,政府在经济发展中的作用被经济学家们重新认识,并且应用到金融发展领域。1994年托马斯·海尔曼、凯文·穆道克和斯蒂格利茨提出的“金融约束论”重新强调了政府在金融、经济发展中可能起到的积极作用。认识到金融危机和金融体系脆弱性的频率和强度在金融自由化之后都有所加深,他们又用其创立的金融约束论对这一现实进行了解释,从更加深刻的层次上理解金融改革的涵义及其对经济环境的要求。

对欧洲国家研究的样本显示,金融约束对经济增长并没有产生明显的不利影响,那些看来被扭曲的措施并没有理论上预言的那么严重;日本的成功和1997年金融危机后发生的问题和金融约束政策有着怎样的关联,值得进一步探讨。

在政策层面,我们可以从欧洲一些国家和东亚国家的特定历史阶段的成功经验找到一些共同点:首先,金融约束防止在金融领域内的竞争,对竞争的控制一直到金融领域得到相当的强化才得以解除,这使得本地的金融自由化经历了相当长的时间;其次,对利率控制始终是相当重要的内容,较低水平并且为正值的利率能够为政府的经济增长目标作出贡献;另外,对资本流动的控制,目的是为了控制投机,这和国内的金融约束有着逻辑上的关联。

所有这一切都暗示:“发展中国家应该尽快着手金融的自由化”以及“资本流动的自由化是经济增长的前提”这样一些观点可能是根据不足的。

既然经济、金融发展的市场化和全球化是不可逆转的历史潮流,金融约束政策的逐步退出就成为金融自由化进程中的重要方面。一国金融的发展应该是有远见的并且是有序的,金融的有序发展是本文着力描述的。本文通过对金融约束理论和政策的理解、分析,引出金融有序发展的概念,并且对金融有序发展的各个

重要组成部分进行了展开讨论,从理论和经验的角度进行多角度的论证。另外,笔者还试图采用本文的基本观点和结论,结合我国特殊的初始条件,对我国的金融发展历程从金融约束和有序发展的角度作出描述,突破了克鲁格曼与萨克斯对发展中国家金融脆弱性的表层认识和麦金农的自由化次序理论的限制,将焦点集中于我国的微观主体特征,对特殊的渐进发展战略作出评价。

本书试图从一个比较新颖的视角去讨论金融发展问题。对任何国家,尤其是发展中国家,没有十全十美的通向金融深化的道路,决策过程其实也是不断对成本和收益进行权衡的过程。那么,决策的前瞻性、全局性和理性的取舍是至关重要的。结合特定条件下金融约束的基本思想,通过对金融制度各构成要素变迁规律的描述,本书突出了下面的观点。

1. 考虑到市场的不完全性,金融市场的竞争可能对风险分担不利。银行业的竞争可能带来不利影响,因为竞争的加剧以及随后发生的银行业利润的减少会导致过度的风险承担行为。在某些环境下,尤其是金融约束阶段的初期,集中性的银行体制比竞争性的银行体制更有效。

2. 金融市场的参与成本高,由于财务决策的复杂性,参与成本是最重要的。金融体系的设计必须充分考虑到投资者的参与成本。选择恰当的金融体系必须充分考虑到现存的约束条件。基于现存约束条件的金融约束政策,随时间的推移和条件的变化将有序退出,而目标是最终实现金融深化。人们进行决策时,成本的降低意味着福利的改进。投资者和机构参与金融市场的低成本是衡量这一退出顺序是否正确的重要标尺。和盎格鲁—萨克逊式的自由市场模式的金融体系不同,政府管制型金融体系向市场主导型金融体系转换时,由于缺乏自由市场中的大量的、互相补充的和独立的金融机构,有必要通过一些规则性的制度安排,将可能的负面影响减至最小。

3. 金融自由化和金融约束长期共存、相互作用。金融市场和商品市场的调整速度不一样,金融市场的调整速度更快,所以金融市场的改革不应该和其他市场采取同样的方式和速度,实质经济的改革成功是进行金融部门改革的前提。因此,在经济自由化的第一阶段,金融约束政策的保留是有必要的。金融有序发展是监管与自由化进程博弈的结果。改革遵循一定的顺序是有必要的。虽然在实质经济部门的改革中,价格是可在边际上调节企业生产组合的信号,但是这并不意味着在金融部门的改革顺序中,定价的改革是首当其冲的。基于制度经济学的分析表明,解决好银行自身的道德风险和逆向选择问题至关重要,相对有效的制度的发展是长期的,约束政策的退出应该是有序的。

4. 尽管金融约束政策和金融的有序发展有很强的外生性,市场体系却是外生和内生的结合体。金融机构和运作方式可以照搬,资本和技术可以轻易得到,但是其产生的背景和约束条件不会同时得到。发展中国家的市场制度只有 20~40 年的历史,如果外部市场开放和内部制度建设的幅度不相匹配,在金融全球化的背景下,何时被卷入危机只是时间问题。

5. 目前中国正致力于形成独特的金融约束逐步退出框架。这样的战略更符合中国的价值观,使经济在规避金融风险的同时,逐步顺利地融入资本全球化之中。金融约束框架类似于大型的多级船闸系统,使得内外落差逐步减少,最终平滑融合。

在我国加入世界贸易组织、市场不断处于对外开放的过程中,自由化和加速开放的观点不断成为主流的同时也不断受到质疑。对此,本文倾向于一种谨慎和务实的态度,并且为这样的态度提供解释。

目 录

导论	(I)
第一章 金融深化和金融约束理论的简要回顾	(1)
第一节 发展中国家的金融深化理论	(1)
第二节 对金融自由化理论的反思	(7)
第三节 金融约束理论的背景和内容	(11)
第二章 金融约束:通往金融深化的路径	(15)
第一节 金融约束论的宏观和微观基础	(15)
第二节 金融约束政策的国际经验	(19)
第三节 对金融约束理论和政策的判断	(33)
第四节 金融约束与金融有序发展	(54)
第三章 金融结构与金融有序发展	(63)
第一节 金融结构与经济增长研究	(64)
第二节 金融结构与可持续发展	(71)
第三节 中国金融结构变迁的路径分析	(75)
第四章 信贷制度与金融有序发展	(86)
第一节 银行体系与自由化	(86)
第二节 不完全市场上的信贷配给	(99)
第三节 商业银行的改革	(108)
第四节 体制外金融的存在与影响	(113)

第五章 利率与金融有序发展	(125)
第一节 利率改革的经验	(125)
第二节 金融约束下的低利率政策效应	(133)
第三节 利率市场化的有序发展	(139)
第六章 金融开放与有序发展	(148)
第一节 发展中国家或地区货币金融的脆弱性分析	(148)
第二节 开放经济中汇率改革的经验和教训	(156)
第三节 约束政策的退出	(164)
第七章 监管、制度创新和金融有序发展	(170)
第一节 银行业监管	(171)
第二节 政府行为与制度创新	(175)
第三节 财政和货币控制问题	(180)
结语	(192)
参考文献	(194)

第一章

金融深化和金融约束理论的 简要回顾

第一节 发展中国家的金融深化理论

1973年,爱德华·肖和罗纳德·麦金农先后分别出版了《经济发展中的金融深化》(Financial Deepening in Economic Development)和《经济发展中的货币与资本》(Money and Capital in Economic Development)两部著作,对发展中国家的经济发展与经济增长的关系作出了独到的分析。在这两部著作以及其后的文章中,他们分别提出了金融深化论和金融压制论。这两个理论有很多共同之处,都充分强调了金融在经济发展中的重要中介作用,强调了发展中国家应该消除“金融抑制”(Financial Repression),走向金融深化。后来人们将两人的理论统称为“金融深化论”。这一理论的实质是主张发展中国家进行金融自由化改革,以此促进经济的迅速发展。该理论不仅丰富了金融发展理论,并且对发展中国家的金融发展实践产生了深刻的影响。

一、金融抑制和政府管制

(一)对金融抑制的传统解释

麦金农和肖认为,发展中国家有独特的经济特征,所以传统的

货币理论只适用于发达国家。发展中国家的特征主要有：货币化程度低；现代化金融机构和落后的传统金融机构并存的二元金融结构；不完全的金融市场；政府对金融的严格管制等。由于缺乏统一市场，发展中国的经济一般呈现割裂状态，金融资产和实物资产的报酬率差异很大，小企业和居民被排斥在有组织的资本市场之外。

名义利率与预期通货膨胀率之差是持有货币的收益率或实际利率。如果货币收益率太低甚至为负，人们不愿以货币形式积累，导致储蓄不足，造成投资所需资金积累不足；如果货币收益率太高，甚至超过实物资产收益率，人们愿意长久地持有货币而放弃投资，同样会导致投资不足。这两种情况下，货币与实物资产均是一种替代关系，只有当货币收益率水平合适时，货币与实物资产才能变为相互促进的互补关系，引导储蓄与投资的同步增长。

在发展中国家，由于利率被人为压低，或由于通货膨胀率较高，甚或两者兼而有之，导致实际利率太低甚至为负，则货币积累即储蓄不足，从而导致投资不足，抑制经济的发展，这被麦金农称为“金融抑制”。

麦金农和肖分析了金融抑制对金融发展的制约作用。官定的名义低利率在刺激投资的同时压制了储蓄，增加了通货膨胀的压力。很低的实际利率水平是以剥夺储蓄者应得收益为代价的，然后以此作为对投资者的补贴。在通货膨胀情况下，实际利率更低甚至为负值，而且利率变动对通货膨胀缺乏弹性，它对储蓄者和投资者发出了有关真实资本供求状况的错误信息，破坏了金融资产价格的市场形成机制。另外，正式的金融市场被管制导致了非正式金融市场的资金需求。黑市的利率往往非常高，这个价格反映了在金融压制环境中实际储蓄的短缺程度，以及在金融市场不发达的情况下寻找贷款和确定贷款条件所需要的成本。