



金融发展、金融结构与经济增长

——理论、方法及基于民族地区的实证研究

Financial Development, Financial Structure and Economic Growth

—Theories, Methods and An Empirical Study On The Minority Regions Of China

◆ 陶春生 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中央高校基本科研业务费专项资金资助

Supported by the Fundamental Research Funds for the Central Universities

金融发展、金融结构与经济增长

——理论、方法及基于民族地区的实证研究

陶春生 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展、金融结构与经济增长：理论、方法及
基于民族地区的实证研究/陶春生著. —北京：经济
科学出版社，2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6511 - 1

I. ①金… II. ①陶… III. ①区域金融 - 关系 - 民族
地区经济 - 经济增长 - 研究 - 中国 IV. ①F127. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 012552 号

责任编辑：王长廷 刘 莎

责任校对：王肖楠

版式设计：齐 杰

责任印制：邱 天

金融发展、金融结构与经济增长

——理论、方法及基于民族地区的实证研究

陶春生 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 15. 5 印张 206000 字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6511 - 1 定价：46. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

序 言

经过三十多年的快速发展，我国当前已处于现代化的中后期。前途是光明的，这无须讨论，但道路是曲折的，同样不能忽视。我国发展的潜力还相当巨大，未来要面临的挑战也将日益艰巨。“十三五”即将开始，这是我国全面建成小康社会决胜阶段。按照规划的目标，到2020年，我国国内生产总值和城乡居民人均收入都要比2010年翻一番。中国目前已是全球第二大经济体，GDP总量超过了10万亿美元。以往，大体量经济与高发展水平在国际上具有对应关系，G7就是全球最发达国家的俱乐部，因此，大体量经济的增长速度通常较慢，甚至零增长都一度成为热门话题。但是，中国则打破了这个格局：经济体量虽很大，发展程度却不高，还处在中等收入水平上，需要保持中高速增长。这在国际上其实也没啥先例。中国能不能做到这一点呢？大家都很关心，尤其是这里面会有啥沟沟坎坎？如何穿越这些沟沟坎坎？有人甚至专门去研究那些实现从低收入到高收入跨越以及止步于中等收入水平的国家，试图找到成功者的共性因素。我想这些因素会有很多。发达国家都有发达的金融体系，这是不是共性因素之一，值得研究。这就赋予了如今的金融发展研究主题更大的价值。

对于金融发展、金融结构以及它们与经济增长的关系，已经有很多研究，但其中的混乱也不少，最常见的问题是对金融发展与金融结构不加区分。本书的一大鲜明特点是将金融发展与金融结构两大主题并列在

一起研究，使读者能清晰地看出两者的差异，澄清了以往研究中存在的许多认识上的误区。

有关金融发展与金融结构的研究，还有一个很重要的问题是如何衡量它们。不能准确地衡量，则无论是想弄清楚金融与经济增长的关系，还是要制定相关金融政策，无异于望天打卦。本书还有一个创新之处就是直接从金融发展与金融结构的测度方法入手，对此加以系统的梳理，使读者能认清测度金融发展与金融结构应遵循什么样的原则，已经有了哪些维度，形成了怎样的规范，从而为恰当地开展相关研究提供了非常有益的参考。

本书还对我国民族地区金融发展与金融结构进行了全面测度，对民族地区金融发展、金融结构与经济增长的关系进行了深入的研究。这是我所见到的这个研究主题下所做的最系统的一个研究。如何加快民族地区的经济发展，在我国具有战略意义，受到国家高度重视。国家制定、出台了很多政策，从各方面对民族地区加以扶持。本书所揭示出来的民族地区金融发展与金融结构特征以及提出的相关政策建议，很有洞见，对国家有关部门完善民族地区支持政策具有启示意义。

总之，本书有理论，有方法，有应用，体系完整，特色鲜明，学术贡献显著，对关注金融发展与金融结构问题的研究人员、相关政府部门的管理人员和决策者以及高校相关专业研究生均有一定的参考价值。作者在该领域浸润多年，希望今后能将这一研究持续下去，在学术上取得更大成就，为国家和民族地区的发展提供更多的有价值的决策参考意见。

国家发改委宏观经济研究院原常务副院长 刘福垣

2015年12月于北京

目 录

第一章 金融发展理论概述	1
第一节 货币中性论	2
第二节 早期的金融发展理论	7
第三节 金融抑制、金融深化与金融约束	10
一、金融抑制	10
二、金融深化	12
三、金融约束	16
第四节 当代金融发展理论	19
一、降低交易费用	21
二、生产并扩散信息，减少信息不对称	26
三、改善公司治理	29
四、分散与管理风险	30
第二章 金融发展测度方法的演进	35
第一节 早期的努力：从戈氏指标到麦氏指标	35
第二节 20 世纪 90 年代的复兴：从有限测度到全面测度	39
第三节 21 世纪的新进展：从规模、效率到可达性、 稳定性	49

第三章 金融结构测度方法演进	56
第一节 20 世纪 90 年代末的突破	57
第二节 测度范式的初步形成	59
第三节 经济增长之外视角的探索	64
第四章 我国民族地区金融发展水平的测度与分析	69
第一节 测度方法概述	69
第二节 指标的设计与选择	70
第三节 规模类指标分析	74
一、货币化率分析	74
二、证券市场发展水平分析	78
三、保险深度分析	83
四、金融相关率分析	84
第四节 活动类指标分析	87
一、银行融资水平分析	87
二、股票融资水平分析	96
三、债券融资水平分析	100
四、总融资水平分析	102
第五节 综合结论	106
第五章 我国民族地区金融结构的测度与分析	109
第一节 测度方法概述	109
第二节 指标的设计与选择	110
第三节 规模类结构指标分析	112
第四节 活动类结构指标分析	116
一、贷款增加额占比分析	116
二、股票融资占比分析	118

三、债券融资占比分析	120
四、证券市场融资与银行融资比值分析	121
五、股票融资与银行中长期融资比值分析	124
第五节 综合结构指标分析	126
第六节 综合结论	128
 第六章 民族地区金融发展、金融结构与经济增长关系分析	131
第一节 经济增长	131
第二节 发展水平	134
第三节 投资增长	137
第四节 金融发展与经济增长关系的计量分析	141
一、指标选择	142
二、数据来源	142
三、相关性分析	142
四、基于时间序列的回归分析	143
五、面板分析	154
第五节 金融结构与经济增长关系的计量分析	169
一、指标选择	170
二、数据来源	170
三、相关性分析	170
四、基于时间序列的回归分析	171
五、面板分析	177
第六节 综合结论	178
第七节 相关政策建议	182
一、大力引导、鼓励股份制商业银行发展	183
二、积极发展地方性金融机构	184
三、进一步地发挥政策性金融的作用	185

四、积极培育上市资源，加大证券市场倾斜力度	185
附录	187
I. 民族地区金融发展与金融结构一览表	187
II. 民族地区金融与经济数据附表	197
III. 计量分析附表	208
主要参考文献	225
后记	236

第一章

金融发展理论概述

金融发展理论研究的主题是金融发展与经济增长的关系。这方面的理论有时候会被视为发展经济学的一个伴生物。不过，发展经济学如今似已式微，金融发展理论却方兴未艾，可见，这种归并可能过于简单化了。在金融发展领域，曾涌现出许多伟大的思想、影响深远的理论，但激烈的争论也始终如影相随。这表明经济学者在理解金融发展对经济增长重要性方面迄今还算不上很成功。从经济和学术发展史来看，越简单、越坚定的主张通常越能吸引追随者。因为对于复杂而难解的经济问题而言，这似乎给人们带来希望。遗憾的是，对于这些问题，并不存在简单、可行的处方。好在经济学的实验条件也有限，要通过实证研究检验这类理论的正确性并非易举，所以，争论常常持续很长时间。不过，我们依然要指出，每一种严肃的政策主张，其背后所依托的理论都有严格的出发点和假定前提条件。铭记这些是正确地理解而不是扭曲相关理论及其政策主张的关键。

那么，什么是金融发展呢？学者们的界定各不相同。戈德史密斯（Goldsmith, 1969）说：金融发展就是金融结构的演化。莱文（Levine, 2003）则认为，金融体系具有为投资活动生产事前信息并引导资本配置、监督投资实施并改善公司治理、促进风险的分散与管理、动员与聚集储蓄、便利化商品与服务的交易等五大方面的功能，其中任何方面的

改进都意味着金融发展。这是两个最有影响力的提法。不过，如果我们对已有的研究成果进行深入、全面的分析，则可以发现：学者们对金融发展这一概念的使用其实有广义和狭义之分。概略地说，狭义的金融发展指的是相对于经济体系而言金融工具（资产）、金融机构和金融市场的发展。广义的金融发展则是在狭义概念的基础上，包含了金融结构的变化。金融结构由金融机构（中介）与金融市场的相对关系来表示。

金融发展理论研究金融发展与经济增长之间关系，实质上是试图将金融因素从影响经济增长的诸因素中分离出来，以确定它的变动是否会对产出水平产生实质的影响，从而影响到经济增长速度。换句话说，这一理论探讨的是金融工具（资产）、金融机构和金融市场的发展会对经济增长产生什么样的影响。这里要注意的一个陷阱是这种探讨的基础，即是针对均衡经济体系而言的还是针对非均衡经济体系而言的？显而易见，在一个均衡经济体系之上探讨金融的加速发展能否促进经济进一步的生长，和在一个非均衡经济体系之上探讨提升金融发展水平能否促进经济更快地增长，这是两个不同性质的问题。一些金融发展理论对此的分界并不在意，这是导致一些争论变得夹杂不清的重要原因之一。还有一点需要指出的是，金融工具（资产）究竟是否包括货币，在金融发展理论中也是模糊不清的。我们接受货币不仅是交易媒介也是一种金融资产的观点，因此，把它包括在金融发展理论中。这样做还有一个理由，在学术史上有一定影响力的金融不相关论，其实是与货币不相关论一脉相传的。理解了围绕货币因素的有关争论，就更容易理解围绕金融因素的有关争论。因此，就让我们从货币是否中性开始对金融发展相关理论的讨论吧。

第一节 货币中性论

货币中性（Neutrality of Money）是货币数量论的一个基本命题。它

的含义是：流通中货币数量的改变，仅仅影响经济体系的价格水平，而不影响实际产出水平。因此，货币是否中性问题实际上也就是探讨货币量的变化是否会影响到经济增长的问题。

货币中性的思想可以追溯到大卫·休谟（David Hume）时代的古典经济学家。但这个词的正式提出则晚得多，哈耶克（Hayek，1935）最早将其引入到英语国家，并将首创的功劳归于威克塞尔（Wicksell，1898）。不过，经济学家对哈耶克这一慷慨之举并不完全认同。

现代经济学家认为，休谟（1752）有关货币中性的论述并非一以贯之，他一方面强调一国的商品价格是和货币数量成比例的，货币数量的变化并不改变一国经济活动的水平，另一方面又声称，由于商品价格在短期内不能随货币量的变化而做充分的调整，一国货币量的增加确实会提高该国经济活动的水平。尽管如此，由萨伊（J. B. Say）、穆勒（J. S. Mill）、卡塞尔（G. Cassel）等人倡导的“货币面纱论”（Monetary Veil），还是给世人留下了古典经济学家信奉货币中性论的深刻印象。

货币面纱论是货币中性一个更形象也更激进的表述。按照货币面纱论，货币与商品的交换实质上是商品与商品的交换，货币本身没有价值，它只不过是一种便利交换的手段。就像萨伊所宣称的那样，货币只在刹那间起媒介作用，商品总是用商品来购买。因此，货币只是随着实体经济的变化而变化，本身不是经济变化的动力，它就像罩在实体经济上的一层面纱，考察经济活动实际状况则必须揭掉这层面纱。

货币数量论对此给出了一个比较精确的阐述。这项工作由被称为史上最杰出的美国经济学家之一的欧文·费雪（Irving Fisher，1911）所开创。费雪在他那本影响甚大的《货币的购买力》一书中，对货币总量和商品交易支出总量的关系进行了详尽的探讨，给出了如下恒等式：

$MV = PT$ （M 是货币总量，V 是货币流通速度，P 是商品的价格，T 是商品的交易量）

上述恒等式的右边是商品交易总额，左边则是相应的货币支付总

额，其正确性是不证自明的。不过，费雪并没有在此止步。他进一步认为，货币流通速度是由经济体系中影响个体交易方式的制度决定的，在短期内相当稳定。同时，他还相信工资和价格是完全有弹性的，所以经济体系的产出通常会处在充分就业的水平上。换句话说，商品及其交易量也是确定的。这样一来，根据上述恒等式，价格水平就仅仅取决于货币数量，货币数量的变动也仅仅影响价格水平，对实际产出水平并无影响。由此得出的一个必然结论就是：货币是中性的。

上述分析看似严密，但其结论的可靠性还是令人生疑：货币流通速度是稳定的吗？经济体系被预设在一个完美的均衡状态，在这种情况下，一个货币经济体和一个没有货币的物物交换经济体已经没有任何区别，如何能分离出货币的作用呢？

后来的实证研究表明，货币流通速度即使在短期也很不稳定。这自然就直接冲击了货币数量论有关货币中性说的可靠性。因此，帕廷金（Patinkin）等后来的货币数量论拥护者不得不另辟蹊径，试图对货币中性给出更严格的证明。这一证明是从无货币幻觉出发，从一般均衡入手。

货币幻觉（Money Illusion）一词是欧文·费雪率先提出来的，指的是人们被货币的名义价值所迷惑而未能察觉其真实价值已变化这样一种现象。费雪原本用它来解释经济周期现象。他认为，在经济景气时，价格的上涨将刺激投资需求并导致厂商增加贷款，从而推动名义利率上涨，而消费者则因名义利率的上涨而增加储蓄，满足了贷款增加的需求，但并没有察觉由于通货膨胀率的提高，实际利率其实是不升反降的。在经济不景气时，情况正好相反。由此就解释了费雪称之为“美元之舞”的经济周期现象。

在货币中性严格的证明中，无货币幻觉最初被认为等同于里昂惕夫（Leontief, 1936）所说的“齐性假定”。该假定的含义是：需求和供给函数在所有的名义价格上均是零次齐次性的，即消费和生产都只依赖于

相对价格而不是绝对价格水平。

在数学上,函数的齐次特性可以描述如下:

对于所有的 $t > 0$, 如果函数 $f(tx) = t^k f(x)$, 则称其为具有 k 次齐次性。

显然,零次齐次性函数要求 $k = 0$, 此时, $f(tx) = f(x)$ 。如果需求和供给函数都具有这一特点,一个价格等幅上涨了或下跌了的经济体系和原先的经济体系在需求和供给方面必然是一样的。由此,货币中性必然成立。

不过,帕廷金认为,上述分析存在一个漏洞。消费者的需求不仅和相对价格有关,还和其财富有关。当价格水平变动时,消费者的初始金融资产尤其是货币资产的实际价值将会受到影响。因此,要使货币中性成立,必须要求需求函数对初始金融资产量也具有零次齐次性。这样,在货币数量增加时,价格上涨虽然使消费者初始金融资产价值下降,但其总的金融资产价值并没有变化,相对价格也没有变化,由此,在一般均衡下,货币中性严格成立。

由上可见,尽管货币数量论用严密的数学工具证明了货币中性的成立,但这种证明所需要的前提条件是很苛刻的,它要求有一个完美的经济体系。这种完美对经济学家来说,又意味一长串隐含的前提条件,如经济当事人掌握着完备的信息,价格没有刚性,没有交易成本,经济体系处于一般均衡中,等等。这样的条件清单反过来也表明了货币中性成立的不易。换句话说,任何一个条件的不满足都会导致货币不再是中性的,而是可能对实体经济产生影响。而且,这种证明本身高度抽象,不可避免地忽视某些客观存在的因素的影响。

一个常被提到的就是结构性因素,例如价格变动带来的分配效应。货币数量的增加和用一种面额更大的新货币去代替旧货币,对价格带来影响是不一样的。后者的影响是平衡的,没有分配效应,前者的影响则是不平衡的,它使债权的价值下降,从而在债权人和债务人之间产生了

财富转移，如果债权人和债务人具有不同的消费函数，这就必定影响实际需求量。在相反的情况下，债务人则会受损，如果出现极端的价格下跌，债务人会大批破产，经济体系将出现危机。

工资存在某种程度的刚性是另一个经常被提到的货币中性不成立的原因。如果工资存在某种刚性，则货币扩张带来的价格提升，会增加企业的实际利润，从而刺激生产，货币紧缩则会提高实际工资，减少企业利润，从而抑制了生产。

鉴于货币中性成立的条件过于理想化，现代的经济学家包括货币数量论学者们，一般都承认货币在短期上是非中性的。但货币数量论学者们坚持认为，在长期上货币仍然是中性的，这又被称为货币的超中性。

在当代影响较大的货币理论中，凯恩斯主义和货币主义都认同货币短期非中性的观点，唯有理性预期理论不但不承认货币短期是非中性的，而且认为货币在长期上也是中性。

凯恩斯主义的货币理论分析起点是存在着失业的非均衡状态，同时它还认同工资刚性的说法，在这些前提下，名义货币的扩张并不能引起价格等比例的增长，从而实际货币增加，利率下降，进而刺激投资增加和产出增加。

货币主义者虽认为货币在长期上是中性的，但也认同货币短期非中性的观点。弗里德曼（Friedman, 1970）就表示过：“在短期内，比如5~10年间，货币变动主要影响产出；另外，在几十年内，货币增长率主要影响价格”。

理性预期理论则认为，只要货币的名义扩张被经济当事人事先预期到，那么，即使在短期意义上，它也不会对实际经济变量产生影响。只有意外的货币数量变化，导致经济当事人预期出现误差，才会对实际经济变量产生影响。不过，经济当事人很快就能从获得的各种信息中观察到这种误差，并调整预期，形成理性预期，前述的影响也因此就消失了。如果货币数量不断有意外变化，则经济体系将出现混乱。所以，卢

卡斯强调：“从长期来说，货币增长对经济增长率的影响是中性的，并且在一对一的基础上影响通货膨胀率”。

理性预期理论的结论又回归于货币数量论，这看起来使得货币数量论的货币中性观点再次得到证明，其实不尽然。理性预期理论分析的出发点是，人们在预测未来时决不犯系统性错误，就整个经济体系的平均状况而言，理性预期接近于客观上的实际值，是长期中最准确的预期。这和古典以及新古典经济学有关市场是完备的假定，并没有多大区别。完备的市场要求经济当事人掌握完全的信息，具有最优化行为的能力，而能采取最优化行为当然需要有对未来准确的预测能力。货币数量论也是建立在完备市场的基础上。在相同的分析基础上，得出相同结论，这并没有多少令人惊奇之处。

事实上，尽管不少理论以及经济学家都信奉货币的超中性，但要严格地证明这一点是件非常困难的事，因为这里不再能使用静态模型，而要放到动态模型中去分析。在动态模型中，要证明货币中性的成立需要更苛刻的假定前提条件，使之看起来很不真实。这反过来也表明，在实际经济体系中，货币在长期上常常也不是中性。

第二节 早期的金融发展理论

除货币之外，其他的金融因素曾长期游离于主流经济学的研究视野之外。

白芝浩（Bagehot, 1873）最早生动地描述了英国发达的金融体系如何有力地促进了其经济增长。他指出，发达的银行业和相关的金融市场，使得英国具有了强大的储蓄动员能力，能立刻将资金供给那些善于发现并能很好利用新的投资机会的人，工商企业还因此避免了以前经常容易出现的流动性困境，英国由此获得了独特的竞争优势和经济成就。

熊彼特 (Schumpeter, 1912) 试图勾画出金融发展促进经济增长的路径。他认为, 经济发展的核心在于能用新的、更有效的方式对现有资源加以利用。能承担这一职能的群体被他称为企业家。企业家不像其他群体那样必依赖于现有的购买力, 他可以用创新前景所产生的未来购买力, 来交换现有的购买力, 从而获得组织生产所需要的各种资源。显然, 没有金融体系, 这种跨期交换是无法实现的。换句话说, 金融体系通过甄别企业家并为其提供融资服务, 使得经济发展成为了可能。

不过, 白芝浩和熊彼特似乎都是“异数”。在 20 世纪 60 年代之前, 主流经济学对金融在经济增长中的作用, 几乎闭口不谈, 偶尔留下的只言片语, 基本上都带有否定倾向。罗宾逊 (Robinson, 1952) 有句名言: 企业发展在先, 金融发展跟随。她认为, 当强大的投资冲动受到金融体系束缚时, 金融工具就会被发明出来, 以解除这种束缚, 一系列的习惯和制度也会随之产生。这一观点被称为金融发展的需求追随论, 它隐含地否定了金融发展对经济增长的积极促进作用。卢卡斯 (Lucas, 1988) 甚至在三十多年后还坚持认为: 金融发展与经济增长的关系并不重要, 前者被过度关注了。

莫迪利亚尼和米勒 (Modigliani & Miller, 1958) 提出的 MM 定理, 在主流经济学那里也成了金融不相关论或金融面纱论的理论基础。MM 定理的基本思想是: 公司的价值与其资本结构无关, 只取决于其未来的期望收益流和所处的等价收益类的市场资本化率。既然如此, 一个很自然的引申是, 把所有公司加总起来, 金融工具的构成对于经济体系总体价值也就无关紧要。

金融无关论和金融面纱论基本上是货币中性论的一个翻版。只不过在这里, 货币换成了金融, 强调金融因素对实体经济没有影响, 是罩在实体经济上的一层面纱。如同货币数量论一样, MM 定理也是建立在完美市场的基础上, 其假定的前提条件甚至比货币数量论更加苛刻, 如假定可以任意买空卖空, 个人和公司可以用同一个利率发行债券、给定的