



金融发展

与实体经济增长

杨琳 著



中国金融出版社

金融发展与实体经济增长

杨 琳 著



中国金融出版社

责任编辑：孙 铭

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展与实体经济增长/杨琳著. —北京：中国金融出版社，2002.2

ISBN 7-5049-2697-3

I. 金... II. 杨... III. 金融-关系-经济增长-研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 006923 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66081679 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 13.5

字数 351 千

版次 2002 年 4 月第 1 版

印次 2002 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 29.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

目 录

第一章 导言	(1)
第一节 金融发展概念的提出	(1)
第二节 研究目的与意义	(5)
第三节 结构与内容安排	(17)
第二章 金融与实体经济总量关系	(20)
第一节 封闭条件下金融与实体经济总量关系	(20)
第二节 技术进步条件下金融与实体经济总量 关系	(33)
第三节 开放条件下金融与实体经济总量关系	(44)
第四节 金融规模与实体经济规模关系	(52)
第三章 金融结构变动与实体经济结构升级	(55)
第一节 金融结构的内涵与相关指标	(55)
第二节 金融结构转变的进程与动因	(65)
第三节 金融资产选择与金融结构变动	(78)
第四节 金融结构转变与实体经济结构升级	(97)
第四章 金融发展与实体经济传导机制	(107)
第一节 金融发展与消费	(107)
第二节 金融发展与投资	(116)
第三节 金融发展与国民可支配财富	(126)
第四节 金融发展与实体经济传导过程分析	(135)
第五节 金融发展与货币政策中间目标选择	(151)

第五章 金融发展与泡沫经济	(163)
第一节 泡沫经济的主要载体	(163)
第二节 泡沫经济的特征	(169)
第三节 泡沫经济产生的原因	(192)
第四节 泡沫经济“度”的衡量	(199)
第六章 金融发展与实体经济关系实证分析	(211)
第一节 金融发展与实体经济资本流量关系实证 分析	(212)
第二节 金融规模与实体经济规模关系实证分析	(242)
第三节 金融结构与实体经济结构关系实证分析	(280)
第四节 结构转变对金融发展和经济增长影响实证 分析	(338)
第七章 中国金融发展与战略选择	(357)
第一节 中国金融发展历程	(357)
第二节 中国金融发展存在的问题	(378)
第三节 中国金融结构转变与实体经济结构升级及其 对金融深化和经济增长的影响	(398)
第四节 中国金融发展战略选择	(407)
参考文献	(412)
后记	(416)

正文表:

十国证券余额占 GDP 比重 (表 3-1)	(74)
1990~1995 年国际融资呈现证券化趋势 (表 3-2)	(75)
1988~1997 年新兴工业化国家股票证券投资流入 (表 5-1)	(173)
私人资本流动高峰与金融危机之间的联系 (表 5-2) ...	(174)

日本法人企业融资情况和资金运用流向 (表 5-3)	(176)
日本家庭 (含私人企业) 融资情况及资金运营情况 (表 5-4)	(179)
日本全国银行的银行账面贷款情况——不同规模的 企业、不同行业的贷款增加额 (表 5-5)	(182)
日本非银行金融机构融资余额的变化趋势 (表 5-6)	(182)
日本民间金融机构融资情况及资金运营情况 (表 5-7)	(183)
泰国金融机构在风险业务的投资资产占总资产的比例 (表 5-8)	(185)
日本泡沫经济时期 (1987~1990) 与非泡沫经济时期 (1983~1986) 货币供给量增长率、GDP 增长率 及物价变动 (表 5-9)	(186)
泰国泡沫经济时期 (1991~1997) 与非泡沫经济时期 (1985~1990) 货币供给量增长率、GDP 增长率 及物价变动 (表 5-10)	(187)
印尼泡沫经济时期 (1991~1997) 与非泡沫经济时期 (1985~1990) 货币供给量增长率、GDP 增长率及 物价变动 (表 5-11)	(188)
马来西亚泡沫经济时期 (1991~1997) 与非泡沫经济时期 (1984~1990) 货币供给量增长率、GDP 增长率及物价 变动 (表 5-12)	(189)
墨西哥泡沫经济时期、非泡沫经济时期股票价格指数、 GDP 及其比值的变动 (表 5-13)	(195)
日本泡沫经济时期、非泡沫经济时期股票市值、 GDP 及其比值的变动 (表 5-14)	(196)
东南亚国家泡沫经济和非泡沫经济时期 GDP 增长率 (表 5-15)	(197)

美国金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-1)	(214)
英国金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-2)	(217)
日本金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-3)	(220)
韩国金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-4)	(223)
泰国金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-5)	(226)
印度金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-6)	(229)
南非金融资本流量与实体经济资本流量关系表	
(表 6-7)	(232)
美国金融规模与实体经济规模关系表 (表 6-8)	(245)
日本金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-9)	(248)
韩国金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-10)	(251)
泰国金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-11)	(254)
墨西哥金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-12)	(257)
印度尼西亚金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-13)	(260)
马来西亚金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-14)	(263)
印度金融规模与实体经济规模关系表	
(表 6-15)	(266)

南非金融规模与实体经济规模关系表

(表 6-16)	(269)
美国法人企业融资结构 (表 6-17)	(283)
英国法人企业融资结构 (表 6-18)	(285)
日本法人企业融资结构 (表 6-19)	(287)
美国金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-20)	(294)
日本金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-21)	(298)
韩国金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-22)	(302)
泰国金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-23)	(306)
墨西哥金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-24)	(310)
印度尼西亚金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-25)	(314)
马来西亚金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-26)	(318)
印度金融结构与实体经济结构关系表 (表 6-27)	(322)
1960~1997 年美国金融结构变化、金融深化程度与经济 增长变动情况表 (表 6-28)	(343)
1967~1996 年日本金融结构变化、金融深化程度与经济 增长变动情况表 (表 6-29)	(347)
1960~1996 年韩国金融结构变化、金融深化程度与经济 增长变动情况表 (表 6-30)	(351)
1969~1994 年马来西亚金融结构变化、金融深化程度与 经济增长变动情况表 (表 6-31)	(355)
1949 年和 1978 年中国工业总产值中各经济成分的比例 (表 7-1)	(358)
中国金融规模与实体经济规模关系表 (表 7-2)	(361)
1996~1999 年末银行和非银行金融机构信贷情况 (表 7-3)	(367)
中国债券的种类 (表 7-4)	(370)

中国近年来债券发行规模 (表 7-5)	(371)
中国股票市场发行规模、交易规模 (表 7-6)	(372)
中国外债结构表 (表 7-7)	(373)
中国金融资产规模结构表 (表 7-8)	(376)
中国法人企业外源融资结构 (表 7-9)	(380)
中国金融结构与实体经济结构关系表 (表 7-10)	(386)
不同国家股票市场市盈率比较 (表 7-11)	(396)
中国金融结构转变、金融深化程度与经济增长变化情况表 (表 7-12)	(406)

正文图:

封闭条件下金融发展与实体经济的合意比例 (图 2-1)	(24)
封闭条件下经济稳定增长的路径 (图 2-2)	(26)
非制度刚性条件下意外冲击对合意比例的影响 (图 2-3)	(31)
非制度刚性条件下稳定增长路径的恢复 (图 2-4)	(31)
制度刚性条件下意外冲击对经济稳定增长路径的影响 (图 2-5)	(32)
日本企业引进技术的发展 (1950~1995 年) (图 2-6)	(42)
开放条件下经济稳定增长路径的偏离与恢复 (图 2-7)	(51)
利率变化时的安全资产选择 (图 3-1)	(81)
收入变化时的安全资产选择 (图 3-2)	(82)
债券市场供求均衡 (图 3-3)	(83)
其他资产预期回报率变化时的债券市场均衡 (图 3-4)	(84)
通货膨胀预期变化时的债券市场均衡 (图 3-5)	(85)
资本资产定价模型下的风险资产选择 (图 3-6)	(86)

价格水平和利率不变条件下的资产组合结构变动	
(图 3-7)	(89)
价格水平改变、利率不变条件下的资产组合结构变动	
(图 3-8)	(90)
价格水平和利率变化条件下的资产组合结构变动	
(图 3-9)	(92)
最优金融资产组合 (图 3-10)	(93)
风险资产的预期回报与金融资产组合 (图 3-11)	(94)
投资者财富变化与金融资产组合 (图 3-12)	(95)
风险偏好与金融资产组合 (图 3-13)	(96)
金融结构变动、实体经济结构升级与经济最优增长路径	
(图 3-14)	(104)
居民可支配财富与消费 (图 4-1)	(112)
1975 ~ 1996 年发展中国家私人资本净流入 (图 5-1) ...	(171)
危机前实际有效汇率的升值 (图 5-2)	(191)
所选部分国家的房地产和股票价格 (图 5-3)	(199)
美国金融资本流量与实体资本流量关系图 (图 6-1) ...	(235)
英国金融资本流量与实体资本流量关系图 (图 6-2) ...	(235)
韩国金融资本流量与实体资本流量关系图 (图 6-3) ...	(236)
印度金融资本流量与实体资本流量关系图 (图 6-4) ...	(236)
南非金融资本流量与实体资本流量关系图 (图 6-5) ...	(236)
美国金融规模与实体经济规模关系图 (图 6-6)	(272)
日本金融规模与实体经济规模关系图 (图 6-7)	(272)
韩国金融规模与实体经济规模关系图 (图 6-8)	(272)
泰国金融规模与实体经济规模关系图 (图 6-9)	(273)
马来西亚金融规模与实体经济规模关系图	
(图 6-10)	(273)
1970 ~ 1995 年美国、英国和日本融资结构图	
(图 6-11)	(291)

1950 ~ 1999 年美国、日本等 8 个国家 M_2 占 GDP	
比例图 (图 6-12)	(326)
1970 ~ 1998 年韩国、泰国等 6 个国家外债总额占 GDP	
比例图 (图 6-13)	(329)
1981 ~ 1998 年美国、日本等 8 个国家上市公司市值占 GDP	
比例图 (图 6-14)	(337)

第一章 导 言

本章作为全书的开篇第一章，首先要介绍金融发展与实体经济增长概念的由来，其次要介绍课题的目的与研究意义，在总结已有的有关金融与经济增长研究成果基础上，提出下一步亟需解决的“新的问题”——如何把握金融发展与实体经济发展总量、结构等关系，阐明研究的意义。最后，全面介绍全书的结构和内容安排。

第一节 金融发展概念的提出

金融发展，就是指金融总量的增长与金融结构的改善和优化。其研究对象是对金融与实体的总量、结构和传导机制进行理论和实证上的分析，为了便于深入分析，本书假定经济发展取决于两大部门的发展，即实体经济部门和金融部门，分别投资于实体经济部门的实体资本存量，与投资于金融部门的金融资本存量一起构成经济持续稳定增长的原动力；同时，考虑到金融本身存在诸多“虚拟”的特性，因此，将金融体系独立出来，与实体经济相对，称为金融发展。

由于本书所提出的金融发展、实体经济、金融资本、实体资本概念均是为了便利研究而提出，与一般意义上的理解难免存在一定的偏差，因此，在开篇，将就上述重要概念予以界定。

一、实体经济的涵义

实体经济是指物质产品、精神产品的生产、销售、消费等经济活动，和与此直接相关的服务业的生产经营活动，不仅包括农业、能源、交通运输、邮电、建筑等物质生产活动，也包括了商业、教育、文化、艺术、体育等精神产品的生产和服务。不仅包括第一产业和第二产业，还包括第三产业中除金融业之外的其他产业。

本书涉及到衡量实体经济发展的指标主要有三个：一是实体资本流量，二是实体资本存量，三是实体经济规模。其中，实体资本流量是指投资于实体经济活动的资本，包括固定资本和流动资本，若按年计算，则可以理解为每年对实体经济投资的增加值，是本年与上年资本存量之差；实体资本存量是指目前构成实体经济活动的总的资本；实体经济规模是指实体经济活动的总产值。

二、金融发展的涵义与特征

金融发展是指相对独立于实体经济之外的金融产品的持有和交易活动。金融发展是市场经济中信用制度和货币资本化的产物，包括银行信贷信用如期票和汇票、有价证券如股票和债券、产权、物权及各种金融衍生品以及作为实物金融产品的房地产业。随着市场经济的不断发展，社会分工和专业化程度不断提高，经济的货币化程度不断加深，金融活动占总经济活动的比例也越来越大，金融深化的程度日益提高，其结果是资本证券化和金融衍生工具大量创新。由于证券市场和金融衍生工具交易中存在大量的投机活动，金融市场的交易额和金融活动本身的产值迅速增长，形成规模不断扩张的金融发展。

本书所研究的金融发展从行业划分，包括银行业、证券业和

保险业,从产品划分包括通货、储蓄、债券、股票、金融衍生产品为主体的金融产品和以房地产为主体的实物金融产品。人们最初交换房地产和艺术品等实物金融产品的目的在于取得其使用价值,但当人们从市场上买卖这些产品的直接目的已经不是其使用价值,而是其价值时,即人们买卖这些产品时评估这些产品价值的出发点已经变化为,估计或猜测今后别的人会认为该产品价值几何时,这类实物产品实际上已经不再是一般的商品,而变为一种投资载体,演变为实物金融产品。由于国际上多起金融危机的引发都与房地产泡沫有关,因此,本书将实物金融产品亦归入金融发展研究范畴。

与实体经济类似,本书涉及到衡量金融发展的指标主要有三个:一是金融资本流量,二是金融资本存量,三是金融规模。其中,金融资本流量是指投资于金融发展活动的资本,包括固定资本和流动资本,若按年计算,则可以理解为每年对金融发展投资的增加值,是本年与上年资本存量之差;金融资本存量是指目前构成金融发展活动的总的资本;金融规模包括银行的借贷信用总和与有价证券市值总和等,具体划分是指通货、信贷总额、债券和股票市值、金融衍生产品交易额以及实物金融产品市值的总和。

需要指出的是,金融资本存量、金融资本流量中的金融资本,与虚拟资本概念存在本质的区别。根据比较权威的经济学辞典的解释^①,虚拟资本是指,以有价证券形式存在、能给持有者按期带来收入而又独立于现实资本之外的资本,如股份公司的股票、企业或国家发行的债券、不动产抵押单等。虚拟资本是现实

^① 详细解释见北京经济科学出版社2000年6月出版的《世界经济大辞典》、人民出版社1980年3月出版、许涤新主编的《政治经济学辞典》。

资本的代表，或如马克思所说是“现实资本的纸复制本”^①。它在产生之后，便与现实的资本运动完全脱离，厂房设备如何进行生产，流动资金和商品流转等均与之无关。虚拟资本成为一种所有权凭证，是使所有者能够根据它获得一定收入的权利证明。而本书所指的金融资本，则是指投资于金融发展中、支持金融发展的资本，与投资于实体经济、支持实体经济发展的资本相对。因此，本书所指的金融资本与虚拟资本不同。

三、泡沫经济与经济泡沫的涵义与区别

在界定金融发展后，我们还不得不对金融发展过度发展下的特殊表现形式——泡沫经济予以界定。泡沫经济是指金融发展过度膨胀引致的股票和房地产等长期资产价格迅速的膨胀，是金融发展增长速度超过实体经济增长速度所形成的整个经济虚假繁荣的现象。其形成过程为一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，价格上涨的预期吸引了大量新的买主，这些新买主一般只是想通过投机获取价差、牟取利润，而对所买卖的资产的实际使用价值或盈利能力不感兴趣；由于新买主的不断介入，价格节节攀升，形成泡沫经济现象；一旦价格上涨的预期发生逆转，价格暴跌，泡沫破裂，便引发金融危机并导致整个经济衰退。历史上著名的泡沫经济案例有1636年发生的荷兰郁金香泡沫、1719~1720年发生的巴黎密西西比泡沫、在伦敦发生的南海泡沫等，近年来发生的典型的泡沫经济案例有拉美地区的金融危机、东南亚金融危机、日本金融危机等。

在讨论泡沫经济时应严格区分泡沫经济和经济泡沫，泡沫经济并不等于经济泡沫。经济泡沫是指在经济发展过程中经常出现的不均衡现象，具体表现为上下起伏的经济周期。二者的主要区

^① 详见《马克思恩格斯全集》第25卷第540页。

别在于，市场机制会对经济泡沫起制衡作用，无论速度快慢，最终在市场机制作用下总会出现一个均衡点，突出表现为价格上升，需求将下降。但市场机制对泡沫经济则无能为力，因为泡沫经济中根本不存在这样的均衡点，突出表现为价格上升，需求随之上升，市场充溢着买涨不买落的投机气氛，泡沫经济运行不遵循市场的基本运行原则，是市场失灵的特殊典型。1846~1847年英国铁路狂热，1919~1920年伦敦和纽约股票和商品价格暴涨暴跌，1920~1923年德国物价剧烈波动，1982年黄金价格从每盎司850美元跌至350美元等，均是比较典型的经济泡沫的案例。

第二节 研究目的与意义

本节将通过20世纪60年代以来金融发展与实体经济增长研究成果的介绍，总结出关于金融发展与实体经济增长的研究结论，即基本上集中于对金融发展与经济增长具有强相关性，以及二者相互作用、互促发展的证明。在接受上述结论的基础上，就自然提出更深一步、更具有现实指导意义的“新的问题”——金融发展与实体经济增长的内在作用机制何在，如何把握二者发展关系，实现经济的最大化增长等。本书的主要目的就在于对以上“新的问题”进行初步研究，以期从金融总量关系、结构关系和传导机制等方面，揭示二者的内在作用机制，为正确把握二者之间的关系，实现最优增长提供理论和实证依据。

一、金融与实体经济发展的研究成果概述

通过对各国经济学家在金融与实体经济发展关系的研究成果概述，可以使我们清晰地把握当前上述理论的发展水平，明确我们的研究方向。下面，我们将按时间顺序，依次简要介绍有关这方面理论的有代表性和权威性的观点。

(一) 20 世纪 50 ~ 70 年代的思想

约翰·格利、爱德华·肖、亚历山大·格申克隆、休·帕特里克、朗多·卡梅伦、约翰·希克斯和雷蒙德·戈德史密斯等人，在 20 世纪 50、60 年代，对金融与经济增长方面进行了开创性的研究。

约翰·格利和爱德华·肖 1960 年以前的观点主要汇总于《金融理论中的货币与资本》，在金融与实体经济关系方面，他们认为，金融的作用在于把储蓄者的储蓄转化为投资者的投资，从而提高社会的生产性投资水平。

休·帕特里克在 1966 年 1 月发表了《欠发达国家的金融发展和经济增长》一文指出，在金融发展和经济增长关系上，可以有两种研究方法：一种是“需求追随”，即随着经济的增长，经济主体会产生对金融服务的需求，促使金融机构和相关金融服务的产生。另一种是“供给领先”，强调金融服务的供给方，即金融机构和相关金融服务的供给先于需求。他认为，应将这两种方法结合起来，这与现实中“需求追随”和“供给领先”交织在一起的现象是相吻合的。在二者的关系方面，他以金融资产与负债存量和实际资本存量的关系作为出发点和参照物，认为金融体系对资本存量的影响体现在三个方面，提高既定资本配置效率、提高新资本配置效率和加速资本积累速度。

约翰·希克斯在 1969 年出版的《经济史理论》中，考察了金融对工业革命的刺激作用。认为工业革命只有在金融革命发生之后，才有可能发生。其依据在于金融体系加速了资本积累速度。

戈德史密斯 1969 年出版了《金融结构与金融发展》一书，通过比较经济学方法中的比较金融学方法，通过历史纵向和国与国之间的横向比较研究，使用了世界上 35 个最具代表性国家的有关资料，涵盖了这些国家千差万别的地理条件、人口因素、经济制度、经济发展水平、政治社会制度等方面，建立了金融相关