

金融博士论丛

金融深化理论发展

杨咸月

著

中国金融出版社

1995 2000

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

金融博士论丛

第三辑

金融博士论丛

金融深化理论发展 及其微观基础研究

杨咸月 著

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG

JINRONGBOSHILUNCONG



中国金融出版社

金 融 博 士 论 丛
JINRONG BOSHI LUNCONG

金融深化理论发展及其
微观基础研究

杨咸月 著



中国金融出版社

2001

责任编辑：王效端

责任校对：孙蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目(CIP)数据

金融深化理论发展及其微观基础研究/杨咸月著. 北京：中国金融出版社，2002. 1

(金融博士论丛·第三辑)

ISBN 7-5049-2657-4

I. 金… II. 杨… III. 金融-经济理论-理论研究

IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 083861 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

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 12.75

字数 327 千

版次 2002 年 1 月第 1 版

印次 2002 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 25.50 元

如出现印装错误请与出版部调换

自 20 世纪 70 年代以来，金融深化理论经历了两次划时代的革命：第一次革命是指第二次世界大战后至 80 年代初期的一批西方经济学家如罗纳德·麦金农、爱德华·肖、约翰·格利和雷蒙德·戈德史密斯等从发展中国家经济的“欠发达性”出发，认为经典凯恩斯主义主张的政府财政赤字政策实际上是在浅化和抑制发展中国家的金融活动，并不适合于发展中国家的金融发展，因此他们主张发展中国家应该金融深化。第二次革命是以麦金农和马克威尔·弗莱为代表的一些经济学家在总结发展中国家金融改革实践的基础上于 90 年代初期提出的金融自由化次序理论，这一理论认为发展中国家金融深化的方法即金融自由化是有先后次序的，如果金融自由化按照一定的次序进行，就一定能够保证发展中国家经济发展的稳健性。应该说，金融深化理论的产生与发展对于发展中国家正确处理经济与金融、政府与市场的关系的确具有重大的理论与实践意义。这些理论的提出使得发展中国家普遍忽视的金融发展、金融市场力量等重新得到了重视，表明以凯恩斯主义为代表的财政赤字政策不能忽

视发展中国家金融发展自身的特点!

发展中国家金融发展问题的最大特征是除了数量上的增加以外,还有一个质量上的变化过程,即实现发展中国家金融由“浅化”向“深化”的发展过程。如果将上述这些理论统称为经典的金融深化理论,则经典的金融深化理论并没有紧紧地抓住发展中国家金融落后的特殊性(即发展中国家与发达国家之间存在的巨大差异),而是仍然局限于发展中国家与发达国家共同的基础,即金融自由化。的确,金融自由化既是世界各国(包括发展中国家与发达国家)金融改革的基本方向,也是推动发展中国家经济发展的根本手段。正如国际货币基金组织和世界银行的专家们分析的那样,金融自由化无论对于发展中国家经济增长还是金融本身的发展都具有促进作用。以金融自由化为基础的发展中国家金融改革对于第二次世界大战以后发展中国家的经济发展及其“奇迹”的出现具有积极的贡献和巨大的推动作用。但是,必须承认,金融自由化并不能一下子改变发展中国家“发展中”的特征,金融自由化在发展中国家存在着一个相对较长的过渡时期。因为欠发达性既是发展中国家金融深化的原因,也是其金融发展的基本特征,从这个意义上说,发展中国家政府的干预在金融自由化过程中就有一个与市场作用机制并存的需要,而不是“相克”关系。这是

本书的创造性发现，也是进一步研究金融深化理论的基础。

本书在时间上以东南亚金融危机为突破口，在全面分析经典的金融深化理论发展的基础上紧紧把握了上述深化的过程，并系统地研究了发展中国家金融自由化过程中的微观作用机制。作者抽象地将发展中国家的金融深化微观作用机制划分为从金融自由化到金融发展与从金融发展到经济增长两个过程，并以此为脉络分别在各章阐述金融深化的微观作用过程，为我们展现了一幅清晰的发展中国家金融与经济关系图。其实，金融深化问题研究应该包括金融发展过程中的内部结构因素研究和金融发展与经济增长的关系这一思想早在 1969 年戈德史密斯的《金融结构与金融发展》一书中就曾经明确提出。根据戈德史密斯的观点，“金融理论的职责就在于找出决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素，并阐述这些因素怎样通过相互作用而促进金融发展。”只是由于当时理论研究的局限，戈德史密斯不得不选取了宏观定量分析的方法；而本书实现了宏观分析方法与微观分析方法研究结果的统一。这是一次成功的研究尝试。

事实上，也只有在 20 世纪 90 年代中后期以后，这种谋求宏观与微观统一的研究方法才有可能全面而

又深入地结合发展中国家的特点应用到对发展中国家金融自由化改革中新问题的研究。此时，一方面发展中国家金融自由化已经进行了充分的实践，为进一步研究金融深化积累了丰富的经验；另一方面主流经济学派纷纷开始寻找经济学理论的微观基础，为分析发展中国家金融深化的微观主体及其结构性矛盾提供了理论工具。但是，综观国内外的研究成果，像本书这样能够实现该领域系统研究的成果还较为鲜见。本书在系统研究前人的理论基础上，成功地建立起金融深化理论微观基础分析框架。它的创新与探索之处在于：(1)突破了金融自由化与金融深化之间方法与目标不分的局限性，既坚持了金融深化又发展了金融深化理论；应该说，这种系统而综合的金融深化理论研究在国内外还不多见。(2)突破了金融深化研究中对金融自由化与金融抑制的非此即彼的约束，提出了金融自由化与金融抑制相对长期并存的观点。(3)突破了传统观点在金融深化促进经济增长的作用机制上“简单而又模糊”的感觉，明确提出了金融发展与经济增长的“双重非均衡性”特征。(4)突破了斯蒂格利茨等信贷配给的神秘“面纱”，使得信贷配给与瓦尔拉均衡从微观机制上得到理论的支持，从而将斯蒂格利茨和魏斯模型纳入金融深化的理论框架，并在此基础上第一次提出了发展中国家金融市场的“双重信贷配给”特

征。(5)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(Vulnerability)和麦金农的自由化次序理论的限制,而将焦点集中在发展中国家的微观主体特征,从而看到了更深层的脆弱性(Financial Fragility)问题。(6)突破了传统的金融深化理论真实利率外生性的观点,认为真实利率的调整受到经济增长的内生约束。(7)突破了“就金融论金融、就金融深化论金融深化”的理论局限,而是从发展中国家金融与生产关系出发来研究金融发展问题(如发现企业家的数量对信贷量的影响、真实存款利率受真实经济的内生决定机制)。(8)突破了传统的通货膨胀与经济萎缩的宏观解释,认为除了货币因素以外,发展中国家金融深化过程中的内生机制增强是当前金融与经济问题的主要矛盾。这些观点和认识,对于指导发展中国家当前乃至今后一段时期的金融改革都具有极强的指导意义。

可以说,本书的出版一定程度上填补了国内空白。无论是理论还是实际分析,该书都将会使读者获得一种全新的知识享受。理论分析上,它在追溯分析经典金融发展理论和金融深化理论的同时既忠实原有理论的原汁原味,系统完整地介绍了近半个世纪以来发展中国家金融深化理论的发展,又注重理论观点的突破,紧紧抓住发展中国家经济相对“欠发达性”这个源头,分层次和侧面向读者展示发展中国家金融自

由化过程中共性的问题。由于发展中国家相对“欠发达性”将在一定时期长期存在,因此发展中国家就不可避免地存在金融抑制和金融自由化之间共同的作用机制、金融市场的客观“欠发达性”与金融主体的微观脆弱性、金融资源的“双重信贷配给”等基本矛盾。作者认为正是这些因素的相互作用才使得金融自由化在发达国家与发展中国家存在着“橘”、“枳”之别,这些都符合发展中国家的本质特征。因此,解决这些矛盾的理论就自然成为完善分析发展中国家金融深化理论的重要组成部分。在实践中,发展中国家金融改革的经验分析在肯定金融自由化的积极作用的同时从来就没有否定过金融抑制,许多发展中国家的经济奇迹事实上都包含有金融抑制的重要贡献,金融抑制客观上存在着不同的层次和表现形式,充分发挥金融深化对经济增长积极作用的关键是如何根据发展中国家“双重信贷配给”机制寻找金融自由化与金融抑制的最佳结合形式!这是包括中国在内的所有发展中国家的共性。从这个意义上说,本书对于我国改革开放具有实践指导意义。

盛松成

2000年11月

· 目 录 ·

== MU LU ==

序	(1)
1 导论	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 研究思路及基本构架	(5)
1.3 主要内容与结构安排	(12)
2 发展中国家金融深化的理论基础	(16)
2.1 传统的金融深化理论研究方法回顾	(16)
2.2 发展中国家金融深化的历史背景及 特征	(23)
2.3 M-S金融深化模型的核心内容	(28)
2.4 格利与肖的货币金融发展理论	(49)
2.5 戈德史密斯的金融结构与金融发展	(60)
2.6 本章小结	(67)
3 金融自由化理论的发展、挑战及反思	(70)
3.1 引论	(70)
3.2 金融自由化效应的经验验证与思考	(76)
3.3 卡普—马西森的稳定金融发展模型	(99)

3.4	加尔比斯两部门金融发展理论	(106)
3.5	弗莱的金融发展模型	(113)
3.6	本章小结	(118)

4 金融发展与经济增长

	——金融发展非对称性机制分析	(122)
4.1	引论	(122)
4.2	金融发展与经济增长的相互促进 关系	(125)
4.3	莱姜和任格尔斯的金融发展因果 理论	(137)
4.4	莱文和佐罗斯的股票市场、银行业与 经济增长研究	(153)
4.5	Philip Arestis 和 Panicos Demetriades 的 国别比较	(163)
4.6	本章小结	(170)

5 信贷配给与瓦尔拉市场分配

	——金融深化的微观主体分析	(172)
5.1	引论	(172)
5.2	不完全信息市场上的信贷配给	(178)
5.3	有成本监督、贷款约束和均衡信贷 配给	(191)
5.4	信贷配给与瓦尔拉均衡的制度转换	(198)

5.5 信贷配给与金融崩溃	(214)
5.6 本章小结	(222)

6 金融市场结构与经济增长

——发展中国家金融深化的结构

分析	(226)
----------	-------

6.1 引论	(226)
6.2 欠发达国家的利率管理分析	(229)
6.3 金融自由化与私人投资的改进	(247)
6.4 金融抑制下的高利率政策效应分析	(260)
6.5 金融抑制下的低利率政策效应	(274)

7 金融自由化与金融国际化

——发展中国家微观金融的脆弱性

分析	(281)
----------	-------

7.1 发展中国家金融国际化的矛盾性	(281)
7.2 麦金农的金融自由化顺序及其理论 验证	(286)
7.3 可靠的金融自由化与过度借贷	(297)
7.4 发展中国家货币金融的脆弱性分析	(304)

8 中国金融改革实践与发展展望

8.1 中国金融改革的实践及其绩效分析	(321)
8.2 中国金融支持的特点及其存在的问题	(337)

8.3 关于进一步深化中国金融改革的 思考	(358)
主要参考文献	(366)
后记	(392)

导 论

1.1 问题的提出

现代社会的最大特征是经济与金融的关系越来越密切，金融在经济中的地位日益突出。经济金融化已经成为各国经济发展的一种必然趋势。发展中国家尤其如此，因为它们的经济货币化与金融化水平没有发达国家高，因此，无论是政府的金融抑制还是市场的金融自由化，都在为实现同一个目标——实现经济由金融浅化（Financial Shallowing）向金融深化（Financial Deepening）方向发展而不断地努力。目前还不敢说，哪一种方法能够百分之百地保证金融发展对经济增长产生促进作用。

金融发展与经济增长的关系历来是经济学家们所关注的一个现实大课题。早在 1912 年熊彼特就曾明确指出，一个国家金融部门的发展对该国人均收入水平和经济增长率具有积极的正效应。1969 年戈德史密斯在分析 35 个国家 1860~1963 年间的金融结构与金融发展问题时，得出如下结论：“如果以十年为跨度考虑，能够发现经济与金融发展之间存在着一种粗略的平行关系。”到了 20 世纪 90 年代，这一问题仍然受到高度重视，而且研究背景开始由银行业的发展拓展到股票市场发展。1991 年的莱文和 1995 年的 Valerie R. Bencivenga 等建模研究认为，流动性强、产权交易比较方便的股票市场能够促进长期的高回报项目投资，而这个项目投资对生产率的提高具有巨大的推动作用。1998 年莱文

和佐罗斯共同研究发现,股票市场和银行业对经济增长的贡献作用是相互独立的。

从发展中国家的特殊性出发的金融深化理论最早是麦金农和肖于 1973 年同时提出的。他们认为,发展中国家存在的过度抑制是其金融发展落后的主要原因,因此金融自由化能够有助于克服发展中国家政府唱“独角戏”的落后金融制度,脱下由于金融产品匮乏而套在私人经济发展上的“紧身衣”,通过金融发展促进经济增长。从他们的定义看,麦金农认为金融抑制是指政府对金融体系和金融活动的过多干预压制了金融体系的发展,而金融体系不发展又阻碍了经济的发展,从而造成金融压制与经济落后的恶性循环现象。肖认为,所谓金融深化是指这样一种情况:如果政府取消对金融活动的过多干预,发展中国家货币金融与经济可形成金融深化与经济发展的良性循环。

而事实上,金融自由化似乎从来就没有完全一致地保证过世界上所有发展中国家的金融改革对经济增长的积极贡献;也没有保证过任何一个发展中国家金融改革长期持久地促进经济稳健发展。理查德·克钦(Richard L. Kitchen)对 1984 年前的计量验证汇总表明,17 项检验中有 3 项来自于拉丁美洲国家的分析报告不支持金融自由化的结论。拉美各国 20 世纪 80 年代金融自由化的经历最为痛苦。受国际经济震荡影响,它们的国内资产极度波动并引起了大量的呆坏账和银行倒闭破产风波,整个金融体系很快陷入瘫痪状态,其结果是这些国家真实部门经济很长一段时间陷入严重萧条。1997 年 7 月,正当人们还在津津乐道“东亚奇迹”时,忽然间一下子“奇迹”变成了“危机”,劲吹东亚五国,进而波及俄罗斯和北美。正如 C. Diaz - Alejandro 所诧异的那样,难道说发展中国家金融自由化告别了金融抑制却迎来了金融崩溃吗?(Good - bye, Financial Repression! Hello, Financial Crash!)

中国自 1979 年改革开放以来,金融改革对于经济增长发挥

了巨大的促进作用，国民经济和人民生活水平都发生了翻天覆地的变化。与其他发展中国家不一样，中国顶住了东亚强劲的“金融台风”的袭击，尚未经历巨大的国际金融风暴。人们庆幸，这是由于中国拥有良好的国际收支状况、充足的外汇储备、得当的外资外债管理、开放谨慎的金融业和有效的外汇管理；由于中国政府及时地采取了有效的措施，如出口退税、增加货币供给、降低利率和完善再就业工程等一系列措施扩大内需；由于中国政府传统的计划管理体制和资本项目的严格管理等综合保障的结果。但是，这决不表明中国国内金融改革过程中的问题就已经消除。事实上，中国虽然避免了国际金融危机的冲击，但却迎来了国内经济的萎缩趋势。自 1996 年下半年以来中国国内已经出现了较为严重的通货紧缩趋势。如果说，中国国内通货紧缩的一个重要原因是买方市场的形成，那么我们就勿庸讳言，中国国内金融改革面临的问题与发展中国家国际化遭遇的问题本质上是一回事！而且无须争论孰轻孰重。

应该进一步指出的是，中国国内经济必然要融入国际市场。中国是以发展中国家的身份加入 WTO，中国的国内金融改革必将遭遇与其他发展中国家同样的国际环境冲击。因此，如何尽量避免经济波动，创造一个宽松的国际、国内环境以促进国民经济健康发展也是中国当前亟待解决的问题。正如邓小平先生 1991 年 2 月在视察上海时强调的那样，“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活”。金融改革及其与经济增长之间的关系，事关中国经济进一步改革的成败。

现在的问题是，发展中国家这么多年轰轰烈烈的金融自由化实践到底说明了什么？这些问题与金融发展之间是什么关系？金融深化还要不要？如果要，它与金融自由化、金融发展之间又存在怎样的关系？

很显然，对这些问题的回答仅仅局限于发展中国家金融自由

化理论的发展是不可能令人满意的。因为自麦金农和肖第一次提出金融自由化与金融深化理论以来,支持金融自由化的理论讨论和经验分析从未停止。一方面,以国际货币基金组织和世界银行等一大批经济学者为代表的新古典自由主义经济学派极力附和金融自由化,如兰依(A. Lanyi)和萨拉卡格鲁(R. Saracoglu)1983年为国际货币基金组织提供的关于21个发展中国家1971~1980年10年间的实际利率与金融资产增长率及国内生产总值增长率之间关系的分析报告,阿兰·盖尔伯(Alan. Gelb)1989年为世界银行提供的一份关于亚、非、拉34个发展中国家的经验分析报告,以卡普-马西森模型($K-M$ 模型)、加尔比斯的“两部门模型”($G-M$ 模型)和弗莱的开放经济金融发展模型($F-M$ 模型)等为代表的新自由主义金融发展理论等,他们进一步丰富和发展了金融自由化思想。从不同的角度来论证金融自由化的必要性。直到1997年,弗莱还“支持金融自由化”^①。另一方面,期间许多关于发展中国家改革经验的验证结果又是不利于金融自由化的。例如,1995年De Gregorio和Guidotti曾声称,真实利率和经济增长之间关系可能是一种倒过来的“U”型曲线关系。1997年Philip Arestis等模型分析证明了韩国金融抑制曾经在1956~1994年间对经济增长有极显著的促进作用。

对于发展中国家金融深化与经济增长问题的认识,再也不能仅仅停留在对金融自由化“是”与“非”的争论上。正如戈德史密斯强调的那样,“……尽管微观经济分析和宏观经济分析这两种方法的研究过程各异,或许使用了不同的解释性概念,当然也利用了不同的统计数据,但是它们应当导致相同的研究结果。……”研究金融深化必须进一步从微观角度来寻找与宏观高

^① Maxwell J. Fry: *In Favour of Financial Liberalisation*, P754 ~ 770, *The Economic Journal*, 1997.