

中国金融稳定综合测评： 基于金融发展与经济增长的关联性

陈 阳 著

中国社会科学出版社

中国金融稳定综合测评： 基于金融发展与经济增长的关联性

陈 阳 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融稳定综合测评: 基于金融发展与经济增长的关联性/陈阳著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5203 - 1562 - 3

I. ①中… II. ①陈… III. ①金融事业—经济发展—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 288462 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 谢欣露
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京明恒达印务有限公司
版 次 2018 年 6 月第 1 版
印 次 2018 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13.5
插 页 2
字 数 202 千字
定 价 60.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

2017年度青岛市社会科学规划研究项目（QDSKL1701110）和
青岛科技大学学术专著出版基金资助

概 要

金融自由化改革在改善金融抑制现象的同时，导致了金融危机的频繁爆发，由此催生了世界各国对金融稳定问题的关注。伴随着国际金融一体化趋势的加快以及改革开放进程的深入，金融稳定问题在中国金融改革进程中的重要性也日益突出。一般而言，金融稳定意味着金融机构和金融市场正常运转，不发生金融危机，或在遭受冲击时能够有效进行有效抵御。实际上，金融稳定源自金融发展和经济增长的相互关联保持正常状态。基于对金融稳定内涵的解读，结合中国金融改革实践，本书从考察金融发展与经济增长关联性的视角，展开对中国金融稳定的综合测度。金融发展与经济增长的关联性体现在微观、宏观、系统三个层面，本书相应地从微观比较机制、宏观影响机制和系统互促机制三个角度进行研究，评述中国 1999—2012 年的金融稳定状态。

本书从金融稳定概念的内涵解析和对经典理论的理解出发，确立了整体研究视角和研究方向，即通过考察金融发展与经济增长的关联性来评价中国金融稳定状况。随后，系统全面地梳理了自改革开放以来我国金融体系改革历程的演进，说明金融体系伴随着经济增长的日益发展，引发了金融监管机制改革以及对金融稳定问题的空前重视。金融发展综合指数和经济增长指数的构建和分析为本书的实证部分奠定了基础。基于此，实证部分从金融发展与经济增长关联性的微观、宏观、系统层面进行展开。具体而言，本书首先解构明斯基的金融不稳定假说，判断其在中国是否成立，评价了基于微观比较机制的金融稳定状态；其次采用虚拟变量模型和状态空间模型，考察金融功能是否有效发挥，评价了基于宏观影响机制的金融稳定状态；最后采用协

调发展模型，探讨金融发展的适度性，评价了基于系统互促机制的金融稳定状态。在理论和实证研究的基础上，对提高中国金融稳定水平提出了相应的对策建议。

研究表明，第一，金融发展和经济增长水平均呈现阶段性变化，其中 2007 年可视作自 1999 年以来我国金融发展的“分水岭”。第二，自 1999 年以来，我国金融风险水平上下波动，未呈现金融不稳定假说的不断累积之势。随着经济增速放缓和金融市场的大力发展，金融风险存在加速提升的隐患。第三，我国金融发展对经济增长呈现较为显著的正向促进作用，且该正向促进作用从 2006 年年底得到提升。在样本期间，我国金融发展对经济增长的影响程度出现两次明显下滑。第四，从 1999 年起金融发展与经济增长两个系统综合发展度的稳定提升伴随着协调度的不断恶化，从而限制了两者的实现“高协调、高发展”的耦合模式。

总体来看，自 1999 年以来，我国的整体金融稳定状态良好，这很大程度上得益于政府政策的宏观调控和金融改革的深入推进。随着金融自由化和国际化改革的不断加速、经济增长增速的放缓、政府调控难度的提升以及新兴非正规金融机制的日益出现，我国的金融稳定在未来仍将面临较大的挑战。因此，未来我国在促进金融稳定方面，可从改善金融稳定评估框架出发，并在国际因素干扰增加的形势下，保障政策调控的平稳性。同时，深化金融风险处置机制，密切关注非正式金融的发展，及时化解金融风险。在区域经济发展不平衡的背景下，推动金融的适度发展、金融与经济的协调共进以及金融稳定政策的国际协调。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义	1
一 研究背景	1
二 研究意义	2
第二节 文献述评	3
一 金融稳定的内涵	3
二 金融稳定的测度	9
三 其他金融稳定相关研究	12
第三节 研究内容与重点	16
一 研究思路与研究重点	16
二 逻辑框架与技术路线	17
第四节 创新与不足之处	18
第二章 理论基础与研究机理	20
第一节 金融发展与经济增长关联性相关理论	20
一 金融结构论	20
二 金融抑制论	21
三 金融功能论	23
第二节 金融稳定相关理论	24
一 货币金融理论	24
二 债务通货紧缩理论	25
三 金融不稳定假说	26

第三节 研究机理	28
一 金融稳定概念界定	28
二 金融稳定研究机理	28
第三章 中国金融体系的发展历程	31
第一节 中国融资体系的发展	35
一 间接融资系统的发展	35
二 直接融资系统的发展	49
三 外部融资系统的发展	59
第二节 中国金融监管体系的发展	69
一 中国金融监管的必要性	69
二 中国金融监管机制的发展	85
三 中国金融监管法律框架的完善	87
第三节 中国金融稳定评估的发展	88
一 中国金融稳定评估项目	88
二 中国金融稳定评估结果	90
本章小结	97
第四章 中国金融发展指数与经济增长指数的测算	99
第一节 金融发展指数的构建	99
一 指标体系与数据说明	99
二 金融发展指数的赋权	103
第二节 金融发展综合指数的分析	113
一 金融发展综合指数的测算	113
二 金融发展综合指数的分析	115
第三节 经济增长指数的构建与分析	116
一 经济增长指数的构建	116
二 经济增长指数的分析	117
本章小结	119

第五章 基于微观比较机制的金融稳定测评	121
第一节 金融不稳定假说解析	121
第二节 微观机制实证设计	126
第三节 金融发展与经济增长的相对变动分析	130
一 基于金融发展和经济增长比较的金融稳定判断	130
二 基于金融发展和经济增长比较的金融稳定趋势预测	139
本章小结	147
第六章 基于宏观影响机制的金融稳定测评	149
第一节 金融稳定对经济增长影响的基础模型	150
一 数据的平稳性检验	150
二 基础模型的构建	152
第二节 金融发展对经济增长影响的虚拟变量模型	154
一 金融发展的突变点检验	155
二 虚拟变量模型的构建与分析	157
第三节 金融发展对经济增长影响的状态空间模型	159
本章小结	162
第七章 基于系统互促机制的金融稳定测评	164
第一节 协调发展模型的介绍	164
第二节 协调发展模型的解析	170
第三节 金融与经济协调发展度的测算与分析	173
一 金融与经济协调发展度的测算	173
二 金融与经济协调发展结果分析	177
本章小结	181
第八章 研究结论与对策建议	183
第一节 中国金融稳定的综合评价	183

第二节 中国金融稳定的对策建议	186
一 改善金融稳定评估框架	186
二 保障政策调控的平稳性	187
三 深化金融风险处置机制	188
四 密切关注非正式金融风险	190
五 推进金融适度发展改革	191
六 协调金融稳定的国际合作	192
参考文献	195

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

一 研究背景

经济发展一直以来都是世界各国最为关注的问题，发展中国家的经济发展滞后的原因也是经济学界的研究重点。经济学家认为，资本匮乏导致了发展中国家的经济增长水平低下，提高储蓄率或引进外资是发展中国家实现经济发展的关键途径。新古典经济增长理论的兴起进一步证明了资本积累是经济增长不可或缺的因素。20 世纪 70 年代，发展经济学家麦金农和肖同时提出了金融抑制论和金融深化论。他们认为，资本匮乏是导致发展中国家经济发展迟缓的一个原因，但金融发展的相对落后降低了资本利用效率，是抑制经济增长的一个更重要原因。由此，金融自由化浪潮逐渐兴起。金融自由化推动了世界各国特别是发展中国家的金融改革，短期内对经济增长有较大促进作用。然而，这些快速步入金融自由化改革的国家先后出现了金融自由化的负面影响：金融风险逐步显化，金融危机频繁爆发。传统经济学理论并未对金融危机问题做深入的分析和解释，金融危机爆发潮使经济学界开始认真反思传统经济学理论。正是在这一背景下，金融脆弱性、金融稳定性等概念应运而生。

改革开放以来，中国经济的持续快速增长伴随着金融改革的不断深入。自 1983 年确定中国人民银行的央行地位开始，银行业商业化改革、金融市场的开发、金融相关法律法规的制定和实施逐次展开，30 多

年的金融市场化改革取得了令人瞩目的成就。中国虽受到一些金融风波的影响，但还未曾爆发真正意义上的金融危机。但是，伴随着国际金融一体化趋势的加快以及改革开放进程的深入，金融稳定问题在中国金融改革进程中的重要性日益突出。近年来，中国金融市场化改革更加注重金融稳定，而金融不稳定对经济增长的影响也初现端倪。在这种形势下，研究中国的金融稳定问题对保障金融业的健康发展，从而有效发挥金融的经济增长效应具有重要意义。

二 研究意义

理论上对金融稳定的概念解读缺乏一致观点，且已有研究试图对金融稳定度进行测算。国际金融机构，如世界银行、国际货币基金组织、国际清算银行等以及许多国家的中央银行（德国、英国、挪威等）定期发布金融稳定报告，相应的金融稳定论坛也越来越受到社会各界的普遍关注。2005年10月，中国人民银行发布了首份《中国金融稳定报告》。2011年，国际金融部门评估规划项目（FSAP）正式发布了我国的金融稳定评估报告：国际货币基金组织的《中国金融体系稳定评估报告》和世界银行的《中国金融部门评估报告》。

相对而言，《中国金融稳定报告》针对我国每年的金融体系状况进行描述性统计，各期报告的结论较为笼统，且缺乏一定的内在可比性。FSAP发布的《中国金融体系稳定评估报告》采用更为先进的评估技术和更符合国际规范的研究指标，但对我国的金融稳定评估仅开展了一期，且每五年为一个评估周期，因而对我国较长时间段的金融稳定状况评估不足。因此，虽然社会各界和国内外各专业研究机构正在对金融稳定问题进行广泛研究，但仍有必要从学术角度对该问题进行深入探讨，从而明确我国的金融稳定态势。

一般而言，金融稳定意味着金融机构和金融市场的正常运转，不发生金融危机，或在遭受冲击时能够进行有效抵御。实际上，金融稳定意味着金融发展和经济增长的关联性保持正常状态。笔者认为，深入探讨金融发展与经济增长的关联性是研究金融稳定的一个重要视角。同时，在金融稳定框架下的研究更有助于深入解析金融与经济之间的互动关系。因此，在相关理论的基础上，从不同层面研究金融发

展与经济增长的关联机制，在理论上有助于进一步认识金融稳定的内涵和拓展金融稳定评估的方法，在现实上则有助于对当前的金融稳定评估项目做出补充和验证，有助于更为深刻和全面认识我国的金融稳定状况。

第二节 文献述评

一 金融稳定的内涵

随着金融危机的频繁爆发和对金融理论的深入研究，对金融稳定的关注度日益提升。然而，研究者从不同的角度试图定义和分析金融稳定，对其概念和内涵仍缺乏统一的观点。

克罗克特（Crockett，1996）研究了金融机构和市场不能正常发挥作用的情况，认为金融稳定要求金融体系中主要的金融机构和金融市场保持稳定。金融机构正常运营，使公众相信该机构能持续履行合同义务而无须依靠外部支持；金融市场中各经济主体能正常交易，交易价格能够反映市场信息，且在短期内保持稳定不会剧烈波动。

杜伊森伯格（Duisenberg，2001）认为，金融稳定不仅指金融主体能够平稳正常地运行，而且指的是一种保障金融机构、金融市场和金融基础设施良好行使其职能的环境。当遭受外部冲击时，金融体系保持相对平稳而不会导致资源配置过程发生障碍或失效。

Padoa-Schioppa（2003）也认为，金融稳定指的是一种状态或环境，即在金融稳定的状态下，金融体系能够防范来自内外部的冲击，当实际冲击到来时，又能够有效抵御冲击，保障金融功能的发挥，确保储蓄转化为投资的效率。

富特（Foot，2003）研究了达到金融稳定所需具备的条件，大致分为四类：第一是货币保持稳定；第二是金融体系的各参与方对金融体系的正常运转抱有信心；第三是失业水平较低，接近自然失业率；第四是金融资产价格相对稳定，不出现大幅波动。

杭本等（Honben et al.，2004）认为，在金融稳定状态下，金融

体系能够达到这样一种状态，即在平时服务于行业和经济发展时能够有效发挥资源配置功能，能够评估和防范潜在的金融风险，而当遭遇风险时能够有效地化解风险。金融稳定状态会随着时间的推移发生相应变化，但要求它的内在构成要素保持相互一致。

Schinasi (2004) 认为，对金融稳定的界定可从五个方面着手：第一，金融稳定与金融体系的各个方面都密切相关，如金融机构、金融市场和金融基础设施等，因此需要从系统的角度进行分析；第二，金融稳定与货币稳定两者间存在密切的联系；第三，金融稳定要求金融体系能够抵御并消化潜在金融风险，从而不会导致大规模金融危机的爆发；第四，金融稳定离不开金融对实体经济的支持和影响；第五，金融稳定是一个动态、连续的概念，应从动态角度研究。他认为可以从金融功能的角度对金融稳定进行界定，即金融稳定表示金融体系的功能能够发挥良好，能够有效支持经济增长，能够管理金融风险并在经受冲击时仍然较好地发挥其关键功能。

此外，Arnold 和 Anjan (1997)、威廉 (William, 2005)、艾伦等 (Allen et al., 2013) 也对金融稳定的内涵从不同角度进行了解释。

国内对金融稳定内涵的研究也是众说纷纭。

王元龙 (1998) 认为，金融稳定意味着货币资金的融通过程具有较高的安全性，因此在研究金融稳定时，应当关注与货币流通相关的各类经济金融活动，观察资金融通过程是否顺利和安全。

张幼文 (1999) 认为，金融危机的爆发存在一个临界点，在金融发展过程中金融风险会逐步累积，一旦超过临界点就可能爆发金融危机。因此，金融稳定是指金融体系能够确保自身金融风险的积累不至于到达引发金融危机的临界点，即金融体系自身对金融风险有抵御性，能够有效地在风险环境中保障金融功能的正常发挥。

陈满堂 (2000)、戴小平等 (2000) 也认为，金融稳定是指一个经济体在其资金融通过程中能够免受金融体系内部或外部因素的威胁，即金融体系自身能够起到对资金融通过程的保护作用。

刘锡良、罗得志 (2000) 认为，无论决定金融稳定的因素的效应和传导过程如何，最终都会反映到金融市场上。基于此，他们认为，

金融稳定意味着金融市场保持均衡,当外部条件不改变时,利率、汇率、官方储备和货币供给量等金融变量能够相互协调发展。同时,金融市场的均衡是动态的均衡,其从低位到高位的均衡改变受制于三个主要因素:金融制度的相对稳定性、经济与金融发展水平的关联性、对国际资本的依赖及防范。金融稳定的实质是平稳的金融增长。

刘清江、张晓田(2001)认为,金融稳定是一个立体多维的范畴,不仅是一种客观状态,即一个经济体在一定时期体现出的稳定状态;也意味着一种主观能力,即一个经济体能够维持其金融体系正常运行的能力。

王元龙(2004)认为,金融稳定指的是一个经济体能够抵御国内外各种对金融发展过程产生的威胁,确保一个经济体内部的金融体系的相对稳定和独立性,确保金融主权不受侵犯,从而保障金融功能的正常发挥。

吴念鲁、郇会梅(2005)认为,金融稳定首先要求货币供求均衡从而币值稳定,资金借贷均衡从而信用稳定;其次要求金融体系和金融市场保持相对稳定;再次要求国际收支平衡,汇率在短期内不发生大幅波动;最后要求金融体系各个组成要素的结构合理、协调、稳固,金融与经济和社会发展相互适应,不会出现明显的相互冲突的局面。他们认为,金融体系能够稳定、正常地发挥其功能是金融稳定的实质,同时,金融稳定有赖于金融与经济的协调发展。金融稳定像其他系统的稳定一样,不是绝对的、静态的稳定,而是相对的、动态的稳定。金融不稳定才是绝对的、内生存在的。

张洪涛、段小茜(2006)对金融稳定的有关问题,如金融稳定的内涵、金融稳定的分析框架、央行对金融稳定的影响、货币政策与金融稳定的关系等方面进行了综述和评价。他们对相关文献进行了整理,认为当前对金融稳定的界定主要包括抵御冲击说、管理系统风险说、要素描述说、金融功能说、金融不稳定说等。通过比较,他们认为金融功能说和管理系统风险说对现实具有更强的解释力和概括性。

吴军(2005)对金融稳定内涵的界定进行了综述,并对维护金融稳定的框架和应用进行了阐述。他认为,社会各界对金融稳定的界定

大致可分成两类：其一，用金融稳定的具体特征来进行的直接描述；其二，用金融稳定时不应有的特征来进行的间接描述。基于对文献的梳理，他认为金融稳定作为一个宏观概念，要求金融体系中的金融机构、市场和基础设施都能正常运转，且金融体系的各组成部分能够相互协调，有效评估、预防并化解潜在的金融风险。

邹平座（2005）认为，金融稳定意味着一个国家或地区在一定时期内的金融发展、金融效率和金融结构能保持相互协调的发展状态，而不是相互阻碍、影响金融体系的整体运行。

王长江（2006）认为，对金融稳定的界定可从金融稳定性以及金融稳定状态两个方面展开，金融稳定性是指金融体系有能力承受或抵御内外部的不良冲击，而金融稳定状态指的是金融体系的主要组成部分（金融机构、金融市场和金融基础设施等）能够相互配合发挥作用。

段小茜（2007）认为，金融稳定要求金融体系的内部各组成部分相互协调、相互促进，相关制度安排合理有效，能够推动金融体系实现其风险管理和资源配置等关键功能。

2005年，中国人民银行发布首份《中国金融稳定报告》，对金融稳定做出了如下界定：“金融稳定是指金融体系能够处于有效发挥其关键功能的状态。在这种状态下，宏观经济健康运行，货币和财政政策稳健有效，金融生态环境不断改善，金融机构、金融市场和金融基础设施能够发挥资源配置、风险管理、支付结算等关键功能，而且在受到外部因素冲击时，金融体系整体上仍然能够平稳运行。”

以上文献对金融稳定进行了多角度的不同界定和解释，虽然分析角度有所区别且缺乏一致结论，但可以确定的是：第一，金融稳定涉及的范围较广，包括金融机构、金融市场等主体；第二，金融稳定最基本的内涵是保障金融功能的运转，并能抵御冲击；第三，金融稳定是动态、相对的概念，平稳波动是良好的趋势；第四，金融稳定要求金融与经济协调发展。

对金融稳定内涵进行解析的另一思路是从解释金融不稳定出发。金融脆弱性概念源自费雪等（Fisher et al., 1933）和凯恩斯（Keynes，

1936), 他们认为投资的债务融资对金融有不稳定影响。

1977年, 明斯基(Hyman P. Minsky)正式提出了债务融资的金融不稳定假说, 认为经济高度依赖负债导致内生性金融不稳定。明斯基(1992)认为, 经济并不总是遵循斯密和瓦尔拉斯的观点, 即一般均衡理论, 金融不稳定是内生的; 投资联系金融与经济; 实际收益取决于投资, 预期收益取决于未来投资水平; 金融体系的过去、现在、未来由融资关系和支付承诺联系, 机构复杂性会导致中间环节增多; 提出了对冲型、投机型、庞氏型三类收入—债务结构; 实际分析融资关系还应涉及家庭、政府、国际的债务结构。

其他研究者从不同角度进一步研究金融不稳定理论, 对其进行深入解读、理论建模和实证分析。

刘立峰(1999)介绍了明斯基理论的渊源, 认为金融不稳定假说有效阐述了宏观金融风险与金融危机的相关特征, 例如, 金融波动源自生产波动, 并反向加剧生产和经济的波动; 政府的宏观经济政策能够化解金融风险, 但也有可能导致金融风险的提升; 金融风险的积累和金融动荡的形成很大程度上来自投机性和高风险融资的增加, 而金融机构对投机的推波助澜则进一步加深了金融脆弱性。他的主要观点是, 实际经济与投资活动是金融不稳定的最基本因素, 即由经济大幅波动导致的信贷过度扩张和企业债务支付困境是金融风险的主要诱因。

邓翔、谭璐(2010)梳理了明斯基金融不稳定假说的逻辑线索, 认为该假说的理论逻辑是: 资本主义的内在不稳定性导致了借款人和贷款人的风险波动, 借款人和贷款人的风险波动导致了投资的波动, 投资波动则导致了资本主义的经济波动。由于利润、投资和金融等相互影响, 经济波动加剧了金融的内在不稳定性。同时, 他们指出了该假说的局限性和可能的发展趋势。

Lima和Meirelles(2007)对明斯基提出的企业负债类型假说进行了数理分析。具体做法为: 在总结已有研究的基础上, 构建了一个关于产能利用率和增长率的后凯恩斯主义宏观经济模型。该模型模拟了金融脆弱性, 并对银行坏账进行了细致分析。模型中, 企业的生产主