

战明华 ◎ 著

转轨过程中 金融深化的绩效与 经济环境研究

The Study on
Economic Performance and
Environment in the
Transformation Period of China

中国社会科学出版社

战明华  著

转轨过程中 金融深化的绩效与 经济环境研究

The Study on
Economic Performance and
Environment in the
Transformation Period of China

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

转轨过程中金融深化的绩效与经济环境研究/战明华著. —
北京:中国社会科学出版社,2005.11
ISBN 7-5004-5305-1

I. 转… II. 战… III. 金融体制—经济体制改革—研究—中国 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 126713 号

责任编辑 胡 兰
责任校对 周 昊
封面设计 毛国宣
版式设计 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 丰华装订厂

版 次 2005 年 11 月第 1 版

印 次 2005 年 11 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 11.25

插 页 2

字 数 270 千字

定 价 26.00 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发行部联系调换
版权所有 侵权必究

摘 要

金融是经济的第一推动力，金融改革已成为许多发展中国家促进经济发展的主要策略选择。作为经济改革的一个重要组成部分，中国金融改革已走过了 20 多年的历程，但金融改革还有很长的路要走。要在以后的改革中进行正确的路径选择，必须了解过去改革的特点、绩效和当前所处的经济环境，这正是本书所研究的主题。本书具体内容可分为七个部分。

第一部分（第 2 章），在对金融深化论、经济增长中的金融过程以及金融深化论的批评理论进行分析的基础之上，界定本研究所包含的具体内容。金融深化论是麦金农和肖在基于发展中国家经济存在分割的基础之上提出的，是指通过提高利率以增加人们的意愿持币水平，从而提高资本存量与资本利用效率的经济增长理论。为达到经济增长的目的，在理论中，麦金农和肖提出了具体的实施措施并且这一系列的措施之间具有内在的逻辑性，即每一步措施的实行都有具体的经济环境要求。但是作为经济增长理论的一个分支，金融深化论对金融与经济增长关系的考察也有不完善之处。为弥补不足，在本部分内容当中，分析了动态经济增长模型所展现的有效率金融体系所应具有的特征以及对金融深化论的各种批评理论。在总结上述分析的基础之上，最后对本研究所涉内容做了这样的界定：一是从总体上考察中国金融深化的

特点与宏观经济绩效；二是从麦金农的金融深化实现路径次序安排出发，对金融深化不同阶段的经济环境状况及其经济绩效进行具体分析；三是作为对上述研究不足的补充，对金融深化与金融结构以及金融深化与金融风险的关系进行了考察。

第二部分（第3章），金融深化与经济增长关系的一般分析。这一部分内容的结构安排是，首先依据转轨时期中国金融运作机制的特征，构造了一个反映金融中介作用的一般均衡模型，并根据这个模型推导了转轨时期中国金融与经济增长关系的动态行为特征。结果表明，仅就金融中介的作用而言，中国的金融与经济增长呈现多重均衡的特征。这有两方面的意义：一是表明中国的金融发展确实具有一定的阶段性，而且在经济发展突破下一个新的层次的临界值以前，金融发展具有向某一水平收敛的特征；二是对金融与经济发展关系的计量研究而言，这一分析结果表明模型结构参数不具有稳定性，因此将转轨时期所有数据融合在一起进行参数估计的方法是不可取的。

第三部分（第4、5、6章），中国金融深化的总体特点与宏观经济绩效分析。在这一部分内容中我们首先依据肖所提出的金融深化指标体系对中国金融深化的基本状况进行了考察（第4章），并将实证结果与金融深化论的预期理论结果进行了对比，从中发现了中国金融深化改革的一些特点。根据各流量与存量指标所显示出的变化趋势，从总体上来看，中国的金融改革，既有与麦金农和肖的理论相符的地方，也有不一致之处，而且存量与流量指标在解释上也有相互矛盾的地方，这一点在此后各指标之间的协整分析上得到了印证。第5章在第4章研究的基础之上对反映中国金融深化的不同指标从实证角度进行了筛选。在具体研究过程中，首先选择了两类指标——金融结构指标与金融价格指标，然后分别建立这两种指标与经济增长效率之间关系的模型，

并利用样本数据分析了这两种不同指标对经济增长效率的不同反映程度。结果表明,对金融深化变量的取舍取决于所选择的经济增长效率的指标,不同的经济增长效率指标需要采用不同的金融深化指标加以反映。在接下来的研究中,从利率与货币存量变化的经济增长效应角度分析了金融深化的宏观经济绩效(第6章)。在关于利率的经济增长效应的研究中,分两种情况。一种情况是基于哈罗德经济增长模型的分析,另一种情况是基于经济分割条件下的分析。前者从总体上考察了利率的经济增长效应而且将利率的投资效率纳入了考虑的范围,后者则考虑了更为具体的实际经济情况并且是对金融深化理论基础的一个验证。实证的结果表明,中国利率变化的投资效率效应是较弱的,而储蓄效应则是较强的,但储蓄效应也由于经济上的分割性而被弱化,这验证了麦金农和肖的金融深化论的理论基础是正确的。接着,又把金融深化的另一重要指标——货币存量引入生产函数当中,以从经济主体生产效率的角度对金融深化的绩效进行更深入的分析。所得结果表明,金融深化程度的加深对于不同产权结构安排的经济主体的生产效率变化影响是不同的,一般来说,产权结构越明晰的经济主体越是金融深化的受益者。

第四部分(第7、8章),基于金融深化论路径安排的中国金融深化各环节的经济绩效与经济环境研究。我们将这部分内容分作经济封闭与经济开放两种情形进行考察。在经济封闭的条件下,分析了政府收入结构与宏观经济稳定的关系以及利率市场化改革的社会福利效应(第7章)。在关于政府收入结构与宏观经济稳定关系的研究中,我们首先从理论上阐述了政府收入结构对保持宏观经济稳定的重要性,然后利用主成份分析法对中国的政府收入结构与价格变化之间的关系进行了实证。分析表明,中国的政府收入结构变化趋势是有利于保持宏观经济的稳定的,这是

进一步进行金融深化改革的重要经济环境保证。在这一前提条件下,按照封闭经济条件下的金融深化次序,在中国的具体市场结构基础上利用福利经济学的原理分析了利率市场化的绩效。所得结果表明,利率市场化改革对不同经济主体的福利影响是不同的。

在关于开放经济条件下的研究中(第8章),首先对封闭经济与开放经济的宏观理论体系进行了比较,并结合对发展中国家实际经济运行情况的分析,从中找出了在开放条件下研究金融深化所应关注的三个主要金融对象——汇率、外资与金融监管。由于外资与金融风险密切相关,因此将其放于第8章中进行分析。对于后两个因素,分别考察了加入WTO后中国的汇率变动环境与金融监管环境。根据分析,由于众多因素所引起的国际收支状况的不确定性,中国汇率的变动趋势也是不确定的。同时,由于对外资金融机构准入限制的放宽,中国的金融监管也将面临一些新的挑战。

第五部分(第9、10章),金融结构与金融深化关系的研究。由于金融结构反映的是金融上层建筑与实体经济的关系,因此研究金融结构与金融深化的关系是分析金融深化特征的一个重要组成部分。在本部分当中,首先从历史的回顾与理论分析上证明了金融结构对金融深化绩效的重要影响,并剖析了金融结构影响金融深化的机制。在此基础之上,又利用非嵌套假设检验技术对中国的金融市场与金融中介的不同经济效应进行了区分,并分析了经济发展程度与金融结构变迁的关系。在接下来的第10章中,利用戈德史密斯所提供的金融结构分析结构对中国的情况进行了比较深入的研究。对总体状况的分析表明,中国金融结构的变化呈现相对于实体经济增速过快、发展工具与发展部门严重不平衡的特征。对不同地区金融结构变迁的分析表明,金融结构的

发展与经济发展水平基本是成正比的，但若以金融工具存量的人均量来衡量，则这一结论并不完全成立。关于金融结构变迁的动因，分析表明，居民的消费行为特征与政府的投资行为特征都是造成不同地区金融结构差异的原因。

第六部分（第 11 章），银行信贷行为与金融深化。对中国这样的发展中国家而言，由于市场条件的限制，在相当长的一段时间内，以银行为主体的间接融资将是金融市场融资的主要方式，这意味着金融深化的绩效与特征在很大程度上决定于银行的信贷行为特征。在本章的分析中，首先在投资时滞的假定下建立一个反映信贷与消费变量动态相互作用的微分系统，在此基础上考察了在信贷供给内生与外生两种不同情况下经济增长的动态，并对所得的结论进行了实际验证。研究结果表明，中国银行的信贷行为变化主要与经济增长密切相关，价格不被作为主要的考虑因素。同时，从长期来看，中国的信贷量变化有助于促进经济实现均衡。

第七部分（第 12 章），金融深化与金融风险关系的研究。在本章当中，首先分析了金融深化产生金融风险的机制，并从历史回顾中找出了产生风险的主要原因是对外资的使用不当及股票市场与不良银行资产所产生的经济泡沫。在此基础之上，首先利用样本数据对中国的外资利用效率进行了实证分析，然后分析了目前中国的股票市场与银行不良资产的泡沫中所包含的风险对金融深化的影响程度。所得结果表明，中国对外资的利用效率是较高的。由于对外资的利用不当是引发发展中国家金融危机的主要原因，因此从这个意义上说，与其他发展中国家相比，中国的金融深化改革面临的风险更小。同时，分析还表明，由于经济的持续增长以及金融机构运作效率的不断提高，因此银行不良资产中所包含的泡沫尚不至于影响金融深化的可持续性。关于股市中存

在的比较严重的泡沫问题，分析认为，由于股市投资者的构成与资金结构的特殊性，因此即使股市发生一定程度的动荡，也不会出现使整个信用链条断裂的严重局面，但它对中小投资者经济行为所产生的影响以及由此所可能引发的社会动荡应被充分重视。

序

在储蓄率外生的假定下，传统的索洛增长模型认为影响经济增长的唯一因素，一国经济发展的水平与速度完全取决于该国的资本存量水平与资本积累速度。随着上个世纪后半叶越来越多的民族国家的独立，在选择经济发展的道路上，基于对这一理论的坚信，许多发展中国家纷纷采用各种各样的国家干预手段来加快本国的资本积累，以求实现快速的经济增长。但是，实践表明，大多数国家的发展效果并不尽如人意，一些国家甚至由此酿成了经济金融危机。与此同时，上个世纪 80 年代末期，以苏联为代表的计划经济发展模式的失败进一步加剧了人们对这一发展理念的怀疑。在对其进行重新反思的过程中，人们开始发现，索洛模型的成立隐含着一些必要的前提，这就是市场机制是高度有效的，即通过价格体系的调配功能，在最大化理性行为的支配下，社会可以实现最优化的储蓄水平，这些储蓄又可以以最有效率的方式转化为投资。但是大多数发展中国家的经济现实打破了这些完美的假设，这些国家不仅存在着不同程度的价格控制，而且政府还通过各种手段直接支配大量的经济资源，从而使市场机制无法正常发挥作用。因此，发展中国家的经济发展必须要由新的理论做指导。

适应于这一需求，产生于 20 世纪 70 年代的由麦金农和肖等

提出的金融深化理论在 80 年代中期以后日益得到广泛的关注,并成为指导许多发展中国家进行金融改革的主要工具。根据麦金农等的观点,许多发展中国家所奉行的压低实际利率的做法是导致储蓄水平不足的主要原因,而通过对银行等金融部门的控制所实行的强制储蓄与信贷分配政策又使得有限储蓄资源的配置变得毫无效率。因此,改革的思路在于实行以利率市场化为目标的金融深化。不过,由于不同市场的价格构成了一个严密的关联整体,因此,这一改革不能仅是就金融论金融,改革必须遵循适当的顺序,完全的金融市场化必须等到许多前期改革完成之后。

中国的改革开放始于 1978 年,在经过一系列的价格与管理体制的改革后,从 80 年代中期开始,金融改革被提上议事日程并一直持续至今。总起来看,中国的金融改革过程坚持了以市场化为核心的原则,并甚至在较大程度上遵循了麦金农所提出的金融深化顺序。但是应当承认,相对于其他部门或行业而言,中国的金融改革还相对滞后得多,而且更为重要的是,我们还要面临着在加入 WTO 后如何在开放条件下实施金融改革的任务。毋庸置疑,要对未来改革道路进行有效的选择,基本的前提条件是要对过去改革路径的特征与效果及金融改革的整个经济环境有一个深入的认识。应当说,战明华博士在其博士论文基础上修改而成的这本专著是对完成这一任务的一次很好的尝试。简而言之,战明华博士的专著大体具有以下比较有意义之处。

第一,以资源的配置效率为目的拓展了金融深化的研究体系。一般意义上的金融深化的核心是要实现以利率为表征的价格市场化,但这其中仍然隐含着新古典主义的竞争性市场和信息是完全的假定。显然,如果这些条件成立,从资源配置效率角度来说,价格机制就成为唯一值得关注的目标。但是,经济现实并没有提供这些条件。因此,从提高资源配置效率的目的出发,至少

还有金融结构与金融风险两个要素值得关注：金融结构决定了金融市场结构特征，而不同的市场结构具有不同的效率；金融风险则是在不确定条件下对金融深化效果的一种更有效的衡量。在本书当中，作者从金融深化指标的筛选、中国金融结构的特征与成因及开放条件下外资流入风险等角度完成了这一拓展。

第二，坚持了以实证为核心的研究方法，为一些理论上存在分歧的问题的解决提供了一种佐证。经过长期的发展，从不同的角度出发，不同的金融深化论学者对一些具体的问题产生了不同甚至是完全相反的观点。显然，对这些问题的解决有助于在实践中选择正确的理论作为指导。在本书当中，作者对这些不同观点进行了关注，并通过实证的方法对其进行了综合或区别。这些方面表现在利用实证方法对不同模型中利率效应进行分析、对金融深化指标进行选择等方面。

第三，从政府收入的角度分析了中国金融深化的宏观经济环境。以往关于金融深化的研究大多将注意力集中在以金融深化的进程与金融深化的效应上，而缺乏对金融深化宏观条件的考察。实际上，根据麦金农的分析，由于政府收支对金融资源的强烈依赖是造成政府对金融进行抑制的主要原因，因此政府财政收支能力的提高是进一步金融深化的基本条件。在本书当中，作者从这一视角出发，首先分析了中国政府收入结构的变化，并利用适当的计量分析方法对政府收入结构变化与以一般价格水平变动为标志的宏观经济环境之间的关系进行了实证分析，结果发现政府收入结构正步入规范化的轨道，且这种变化趋势确实有助于宏观经济环境的稳定。这为实施进一步的金融深化提供了实证支持。

第四，从金融结构的角度分析了金融深化所导致的中国货币政策效应的变化特征。由于在现代经济中，金融市场要受到货币当局政策的极大影响，因此分析金融深化绩效的一个重要方面是

考察金融深化进展对货币政策执行效果的影响。关于这一问题，以往大多数研究主要是从银行负债角度进行的，但在非均衡的条件下，信贷配给行为是影响经济增长的更为重要的因素。本书从这一角度出发，在对信贷行为动态分析的基础之上，对中国信贷规则影响经济增长的效应进行了实证研究，得出了一系列比较重要的结论。

当然，本书也存在一些不足之处，但正如作者所言，本书的目的是为了从宏观层面全面地评价中国金融深化的绩效与经济环境所进行的实证分析。鉴于尚缺少这一领域问题的系统实证研究，我们应当感谢作者在这一问题上的倾心力。

史晋川

2004 年 12 月于浙大

目 录

摘要	(1)
序	(1)
1 引言	(1)
1.1 本研究的理论背景与意义	(1)
1.2 概念辨析	(2)
1.3 研究的思路与框架	(6)
2 研究内容的界定	(7)
2.1 金融与经济增长关系理论中的金融深化论	(7)
2.2 金融深化论的理论基础、主要内容与 实现路径	(16)
2.3 有效率的金融体系特征——基于动态 经济增长模型的分析	(25)
2.4 金融深化理论的各种批评理论述评	(32)
3 多重均衡条件下的金融深化与经济增长的关系	(38)
3.1 各经济主体的动态最优化模型	(40)
3.2 多重均衡的存在性及其动态特征	(45)

2 / 转轨过程中金融深化的绩效与经济环境研究

3.3	中国的实证	(48)
4	中国金融深化的基本状况分析	(56)
4.1	衡量金融深化水平的指标体系	(56)
4.2	金融深化的指标体系评价	(59)
4.3	各指标体系之间的均衡关系实证	(69)
4.4	小结	(72)
5	有效的金融深化变量选择及其效应	(73)
5.1	非嵌套假设检验模型的设定、检验 方法与所要检验的假设	(74)
5.2	变量选择与数据说明	(75)
5.3	非嵌套假设检验结果	(76)
5.4	金融中介变量对经济增长效率的影响效应 ...	(81)
5.5	模型设定的改变	(87)
5.6	结论	(92)
6	金融深化的宏观经济绩效	(94)
6.1	实际利率的经济增长效应之一 ——基于经济增长模型的分析	(94)
6.2	实际利率的经济增长效应之二 ——基于经济分割的分析	(100)
6.3	货币化的经济增长效应	(109)
7	封闭经济条件下的金融深化：宏观经济稳定与 利率市场化的绩效	(121)
7.1	发展中国家宏观经济不稳定的原因及其	

危害	(121)
7.2 我国金融深化的宏观经济稳定性分析	(129)
7.3 利率市场化改革的福利经济学分析	(146)
8 经济开放条件下的金融深化：汇率、外汇储备与 金融监管	(155)
8.1 开放经济的基本分析方法	(155)
8.2 开放经济关于汇率的两个基本问题： 汇率超调与货币替代	(159)
8.3 发展中国家所面临的一些问题	(162)
8.4 加入 WTO 与我国的金融深化	(168)
9 金融结构与金融深化	(192)
9.1 金融深化与金融结构关系的国际比较	(192)
9.2 经济发展与金融结构——比较分析	(199)
9.3 金融结构影响金融深化的机制	(208)
9.4 金融结构与金融深化关系——中国的 实证	(213)
9.5 小结	(220)
10 转轨时期金融结构的特征及其变迁动因	(221)
10.1 特征之一：总体分析	(221)
10.2 特征之二：地区金融结构发展的非均衡	(231)
10.3 金融结构变迁的动因	(237)
11 金融结构特征与货币政策的实施——以信贷 行为为例	(261)

4 / 转轨过程中金融深化的绩效与经济环境研究

11.1	相关研究回顾与问题的提出	(261)
11.2	投资调整时滞条件下的两部门跨期优化 模型	(263)
11.3	信贷供给外生条件下的经济动态	(265)
11.4	信贷供给内生条件下的经济动态	(267)
11.5	信贷供给与消费关系以及投资短 期均衡调整路径的实证	(270)
11.6	信贷相对于投资的超外生性	(275)
11.7	小结	(278)
12	金融深化与金融风险	(280)
12.1	金融风险的生成机理	(280)
12.2	金融深化导致金融风险的因素分析	(283)
12.3	中国的实证	(291)
13	结束语	(316)
13.1	中国金融深化的总体评价	(316)
13.2	中国进一步金融深化的路径选择	(319)
	参考文献	(322)
	附录1 家庭部门动态最优化的推导	(338)
	附录2 微分系统(11.4)动态特征的数学证明过程 ...	(340)
	后记	(343)