


JINRONG CHUANGXIN
YU JINGJI ZENGZHANG

金融创新与 经济增长

◇ 喻 平 著



 中国金融出版社

金融创新与经济增长

喻平著

 中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融创新与经济增长 (Jinrong Chuangxin yu Jingji Zengzhang) / 喻平著. —北京: 中国金融出版社, 2005.9

ISBN 7-5049-3797-5

I. 金…

II. 喻…

III. 金融创新—关系—经济增长—研究—中国

IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 100417 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8.625

字数 256 千

版次 2005 年 10 月第 1 版

印次 2005 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—2040

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

经济增长来源于两大源泉：配置效率和生产效率。无论是配置效率的改善，还是生产效率的提高，金融体系都起到了关键作用。创新是知识经济时代的主旋律，金融是构成一国经济的核心，金融创新理所当然备受重视。金融创新活动既可增加资金的流量，又能改变资金的流向。从这个意义上看，金融创新是经济增长的原动力。对于经济正处于转型时期的我国，金融机构进行金融创新有内外两方面的动因。内部动因来自于不断深化的金融体制改革，这些改革从根本上动摇了传统的“行政金融”、“计划金融”方式，也逐步消除了金融业内部的垄断，使金融机构面临激烈的市场竞争；外部动因来自于加入世界贸易组织后外国金融机构的涌入，外国跨国金融机构具有雄厚的资金与成熟的市场运作模式，我国金融机构如不大力推进金融创新，必将遭到市场淘汰。简而言之，我国金融业的对内改革与对外开放需要金融创新。

20世纪80年代以来，在金融经济领域发生的诸多现象改变了传统的金融与经济关系，这些现象包括：1. 金融创新浪潮使得世界经济和金融呈现出全球化的趋势，而在这一过程中，拉美债务危机和货币危机、东南亚金融危机等对整个世界经济产生了诸多负面影响；2. 大多数发展中国家金融自由化改革后表现出的高通胀、高失业、高财政赤字和低增长表明了旨在通过金融改革实行赶超战略的金融自由化实践的失败；3. 在信息和网络技术的推动下，电子货币、网络银行和虚拟企业的出现可能改变金融作用于经济的机制；4. 美国在信息技术、网络技术和风险投资支撑下出现了持续100多月的高增

长、低通胀、低失业率和低财政赤字，即所谓的新经济，上述现象的出现导致了传统金融经济关系形式的改变，因而是传统金融经济理论所无法解释的，由此引起人们对传统金融经济关系的重新审视。

具体说来就是，金融媒介对一国经济增长为何是重要的？为何经济发展到一定阶段，金融危机发生的频率反而越高，其间的机理是什么？另一方面，为何同样的金融发展模式却表现出不同的金融绩效？还有，从各国金融发展的历史过程看，金融从其产生到如今演化出千姿百态的诸如各种衍生金融工具、金融机构和金融市场等金融形态，其中决定这一演化的基本力量是什么？为了促进一国经济的稳定增长，金融应具备何种功能，扮演何种角色？要对诸如此类的现象和问题进行解释必须回到金融经济基本关系的研究上来，而这一关系的研究又需要舍掉具体的金融形态，由此引申出金融功能及其与经济关系的本质，惟如此才能弄清经济增长过程中金融演化的变迁规律，并对新的金融现象提出更具说服力的解释，从而为各国尤其是经济转轨国家金融体制改革制定符合实际的发展战略，更好地发挥金融对经济的推动作用，保持金融与经济间的良性协调发展。

这些情况表明，我们对金融与经济关系的认识和把握程度还不够，对金融作用于经济增长的机制和途径的研究也不深入。为了21世纪中国经济的持续稳定地增长，从金融创新的角度研究金融发展与经济增长的关系有助于深入认识金融与经济的作用机理。许多发展中国家金融自由化的失败昭示了如果在金融的本质以及金融与经济之间的关系认识不清的基础上盲目地进行金融自由化改革，必将使本国经济陷入泥潭而不能自拔，这对于中国能否通过金融体制改革发展本国经济具有重要的借鉴意义。

喻平博士的这本著作《金融创新与经济增长》以有关金融创新与经济增长相互关系的最新理论为基础，研究了金融创新与经济增长之间的相互关系，并依据中国目前的经济与金融发展的基本情况，提出了一系列的中国金融发展政策建议。这些建议不仅从学术观点的角度

看是有作用的，而且也能为政策的制定者提供有价值的信息，有利于政策制定者在实践中处理涉及中国长期金融发展问题中的一些难题。本书的主要创新与探索之处在于：(1) 在对金融创新的内涵进行了归纳整理的基础上，以历史上出现的几个重要金融创新成果为分界点，对金融创新的发展阶段进行了具体划分；(2) 从微观与宏观两个角度对金融创新与经济增长之间的关联性进行了理论上的探讨，填补了理论空白；(3) 通过运用相关性检验、交叉谱检验、协整检验、格兰杰因果检验与非嵌套假设检验等多种计量方法，对我国的金融与经济数据进行实证检验，得出我国金融滞后于经济、金融深化进程安排缺乏协调性、金融作用于经济主要是通过数量扩张来实现等结论。在此基础上，提出了推动我国金融创新与经济增长良性循环的对策建议。

当然，金融与经济的关系是一个博大精深的课题，还需要长期艰苦的探索，本书对金融与经济的双向因果关系中的“需求带动”理论分析还不够深入。对金融发展“需求带动”理论进行详细研究，既有利于理论上的完善，也有助于对我国金融发展“需求带动”现状的解释。最后希望本书能引起更多的学者对此产生研究兴趣，也希望能为改革决策者们提供思路。

武汉理工大学经济学院院长、教授、博导

王仁祥

二〇〇五年七月

摘 要

按照传统共识,健全的金融系统应具备有效的法律体系、良好的会计标准、透明的金融制度、有效的资本市场和规范的公司治理。从这个角度看,中国的金融系统是一个在改革中不断完善的金融系统,然而中国却取得了超过世界上任何国家的经济增长。经济的增长来源于两大源泉:配置效率和生产效率。无论是配置效率的改善,还是生产效率的提高,金融体系都起到了关键的作用。当我国经济经过了四分之一世纪的高速增长后,现有的金融体系仍然有效吗?对金融创新与经济增长之间的关联性进行深入研究,应该说是解释这个问题的切入点。

金融发展史就是一部金融创新的历史,推动着金融结构的演进与金融深化的进程。在宏观层面上表现为金融内部各行业的平等化与金融相关率的不断提高;在微观层面上表现为金融业务的全能化、金融机构的同质化与微观金融因素的改善。金融结构并没有公认的国际最优标准,探索适合本国经济发展的金融结构是转型国家面临的重大课题。金融结构演进与金融深化进程也为金融创新提供了动力和条件。金融创新推动金融中介与金融市场的螺旋式上升,共同将金融系统导向理想的效率状态。

金融体系主要有五大基本功能:风险管理功能、信息揭示功能、公司治理功能、动员储蓄功能以及便利交易功能。金融创新通过促进这五大功能的发挥,增加资本积累、提高资金效率与促进技术进步,从而推动经济增长。经济增长对金融创新的影响机制有三种理论模型,门槛效应、资本积累以及破产成本等的存在,使经济增长成为金

融创新的内在动力。除了这三种作用机理，政策管制也引发了金融创新。在理论分析的基础上，从宏观和微观两个角度，分别建立了理论模型，更深入、更精确地分析金融创新与经济增长之间的关联性机理。

通过运用相关性检验、交叉谱检验、协整检验、格兰杰因果检验与非嵌套假设检验等计量方法，本文对我国的金融与经济数据进行了实证分析，发现我国金融滞后于经济发展、金融市场化程度低以及金融深化进程缺乏协调性等，说明我国金融发展是“需求带动型”的，金融作用于经济主要是通过数量扩张来实现的。与其相适应，我国金融创新的总体目标包括健全市场体系、创新投融资工具、金融体系多元化以及完善监控体系等四个方面，推进金融创新的三个重点是强化金融创新微观主体作用、制度创新放在首要地位和金融创新应分阶段实施。

综上所述，金融创新与经济增长之间存在相互作用机理，有很强的关联性。通过对我国的数据进行实证分析，发现我国金融发展是“需求带动型”的、金融市场化程度低、金融深化进程缺乏协调性等问题。因此，只有不断金融创新，推动金融市场化，才能形成我国金融创新与经济增长的良性循环，经济持续快速增长也才有保证。

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 问题提出与选题意义	(1)
1.2 国内外研究现状	(3)
1.3 研究主线与研究方法	(7)
第 2 章 金融结构与金融创新：历史考证	(10)
2.1 金融创新的发展轨迹	(10)
2.2 金融结构的历史演变	(24)
2.3 金融创新与金融结构变迁	(34)
2.4 本章小结	(43)
第 3 章 金融深化与金融创新：理论框架	(44)
3.1 金融创新的研究综述	(44)
3.2 金融深化的理论评析	(52)
3.3 金融创新与金融深化进程	(61)
3.4 本章小结	(71)
第 4 章 金融发展与经济增长：机理研究	(73)
4.1 金融发展与经济增长	(73)
4.2 金融结构形态与经济增长	(83)
4.3 金融总量扩张与经济增长	(92)

4.4	本章小结	(102)
第5章	金融创新与经济增长：机制分析	(103)
5.1	经济增长中的金融过程	(103)
5.2	金融创新推动经济增长的机制	(109)
5.3	经济增长拉动金融创新的机制	(125)
5.4	本章小结	(134)
第6章	金融创新与经济增长：模型设定	(136)
6.1	金融创新的量化指标	(136)
6.2	金融创新推动经济增长的模型	(143)
6.3	经济增长拉动金融创新的模型	(156)
6.4	本章小结	(164)
第7章	金融创新与经济增长：实证检验	(166)
7.1	金融总量与经济发 展的实证检验	(166)
7.2	金融结构与经济增长的实证检验	(182)
7.3	金融创新与经济增长的实证检验	(195)
7.4	本章小结	(200)
第8章	金融创新与经济增长：政策建议	(202)
8.1	促进经济增长的金融因素分析	(202)
8.2	促进金融创新的经济因素分析	(210)
8.3	金融创新与经济增长良性循环的政策建议	(218)
8.4	本章小结	(234)

第9章 总结	(236)
9.1 总结	(236)
9.2 创新点	(238)
参考文献	(239)
附录：附表 1~7	(255)
后 记	(262)

第1章 导论

1.1 问题提出与选题意义

1.1.1 问题的提出

良好的金融系统应是何种形式，这一问题达成传统上的共识是：金融系统应具备有效的法律体系、良好的会计标准、透明的金融制度、有效的资本市场和规范的公司治理。这些都是美国和英国金融系统所宣称的特性。中国的金融系统是一个在改革中不断完善的金融系统。然而，实际上中国却取得了超过世界上任何国家的经济增长。一些人可能认为，要是中国一直有一个好的金融系统，中国将会做得更好。但这种反事实的争论不具有特别的说服力，因为其他新兴国家金融系统具有好的金融系统的某些特征，但却一直运作得很差。比如，印度有较好的会计体系，但印度的经济增长却一直很低。中国为何做得这样好呢？中国如何为惊人的经济速度融资？促成中国取得这种非凡成就的替代机制是什么？当中国变得更富裕时，现有的金融系统仍然有效吗？或者必须进行金融系统转轨，使其更接近于美国和英国的金融系统吗？

在过去 25 年，中国经济的平均增速达到 9% 以上，国力大大增强，但是如果注重生产效率的提高，10 年后，这种增长恐怕难以维持。经济的增长来源于两大源泉：配置效率和生产效率。中国的经济增长主要源于配置效率，也就是资源从边际生产率较低的地方转移到较高的地方。具体来说，包括以下情况：农民进入工业领域；产业结构以及地区结构的调整；利用外部资源，在全世界的分工体系中配

置技术、资本以及市场。中国目前配置效率的潜力仍然存在，因为这些分工和资源配置还没有完全利用，制度还有待于改进。例如：国有企业改制以及地区分割局面的打破都将有利于资源重新配置。过去20多年来，我们利用了别人的技术，拥有后发优势，但所能够利用的后发优势已经越来越少了。所以经济要持续增长下去，目前应该注重生产效率的提高，即在一定的资源配置下，使资源创造出更多的价值。就如何提高生产效率的问题，单纯的增加投资是无益于生产效率提高的，因为投资越多，边际收益将越低。实际上，一个国家要维持经济持续增长，必须依靠技术进步，注重研发。不论是投资教育还是投资科技，政府必须有适当的激励机制。配置效率和生产效率有时是存在矛盾的，如果我们只追求配置效率而忽视生产效率，不注意权衡两者关系，将会导致10年后中国经济重蹈日本的覆辙：技术赶不上美国、大规模生产的成本优势被中国取代。无论是配置效率的改善，还是生产效率的提高，金融体系都起到了关键作用。

以上论述意味着有两个问题需要回答。为什么中国已有的金融系统支撑了20多年的经济快速增长？怎样才能发挥金融系统提高配置效率与生产效率的功能以促进中国经济持续增长？对金融创新与经济增长两者之间的关联性进行深入研究，应该是解释这两个问题的切入点。中国渐进转轨的20多年是经济高速增长的20多年，也是金融创新的20多年。金融是经济的核心，创新是增长的动力，金融创新与经济增长之间是否存在较强的关联性，这是本文的立论基础。

1.1.2 选题的目的与意义

从理论方面来看，国内外把金融创新与经济增长联系起来的研究极少，本文在此方面作了一些初步尝试，具体体现在三个方面：

(1) 对国内外研究金融创新的成果进行分类、整理，并对其理论进行综述，改变目前金融创新理论零散与不系统的局面，力争形成系统的金融创新理论体系，为今后研究金融创新提供框架。

(2) 对金融创新与金融发展之间关系的研究，主要从两个方面着手：一是金融创新与金融总量的关系；二是金融创新与金融结构的关

系。把这两者结合起来，并构建一个金融创新与金融发展作用机理的理论分析框架。

(3) 研究金融创新与经济增长之间的关系，从两个角度考察：一是金融创新对经济发展的推动作用，构建金融创新内生化的经济增长动态理论模型；二是经济发展对金融创新的拉动作用，进行理论探讨和模型分析。

从实践方面来看，如何推进金融与经济的协调发展，是我国经济体制改革面临的重大问题。本文通过理论与实证分析，为我国经济体制改革提供政策建议。

(1) 金融发展一方面体现为金融总量，即“量”的扩张；另一方面体现为金融结构，即“质”的优化。目前我国金融发展水平无论是在“量”的方面，还是在“质”的方面，与发达国家的差距较大，迫切需要金融创新来推动我国金融发展。系统研究金融创新与金融深化进程、金融结构变迁的作用机理，可为我国深化金融体制改革提供理论基础。

(2) 金融创新对经济增长的影响分为间接与直接两个方面，间接影响是通过金融发展起传递作用，反过来，经济增长也会促进金融创新活动。把这两者联系起来进行理论与实证研究，对形成我国金融创新与经济增长的良性循环有一定指导意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 金融发展与经济增长关系的研究综述

对于金融发展在促进经济增长方面的重要性，Patrick (1966)，Porter (1966)，Mckinnon (1973) 等都作了广泛研究。其中部分经济学家认为，金融发展是经济增长的一个必要条件，即金融发展的“供给引导”(Supply - leadings)作用。金融发展在动员储蓄、管理风险、便利交易等方面的积极作用有助于经济增长，但是对于金融发展究竟如何影响经济增长的问题却存在许多争论。以 Goldsmith (1969) 为代

表的结构主义者认为，金融发展以金融资产的形式直接增加储蓄，从而促进了资本形成与经济增长。Sinai 和 Stokers (1972) 以及 Wallick (1969) 的有关文献均对这一假说提供了经验支持。而另一方面以 Mckinnon (1973) 与 Shaw (1973) 为代表的金融压抑主义者却认为，现金余额的实际收益率是资本形成及由此取得经济增长的关键性决定因素。根据这一观点，经济增长基础上的金融发展绩效取决于利率的发展绩效。因此金融压抑主义者认为，实行金融自由化、放松利率管制最为重要。Gupta (1987) 在其选择的亚洲及拉丁美洲国家的研究中也发现了一些支持金融压抑主义者观点的证据，利率自由化有利于发展中国家产生高水平的储蓄。

与上述观点截然相反的是，Patrick (1966) 认为，相对于经济增长，金融发展处于一种“需求带动”(Demand-following) 地位，即其通过对经济增长所引起的新增金融服务需求来产生影响，因此金融发展附属于(handmaiden) 经济发展。实际经济部门的增长方便了金融部门的发展，当经济增长时其需要更多种类的金融服务和不断增长的金融机构来提供这些服务。根据这一观点，金融机构与金融服务的稀缺反映了对服务的低需求。既然金融中介有助于将一国资源从低增长部门向高增长部门转移，那么对金融中介的需求同样取决于经济中不同部门增长速度的变化。

对以上两种结论的综合观点是，金融发展与经济增长间存在双向关系，Patrick (1966) 认为，金融发展与经济增长间的关系取决于经济发展所处的阶段。在发展早期，金融部门的扩张通过金融机构的产生与金融服务的供给来促进经济增长，这与上面解释的“供给引导”观点相一致。但是，在经济发展的较高阶段，金融部门则处于“需求带动”的地位。

近年来，一些研究采用了内生增长方法。Bencivenga 和 Smith (1991) 的研究表明，金融中介的存在降低了对低收益流动资产的投资，在风险厌恶假设条件下，金融中介下的均衡可以比无金融中介下的均衡产生更高的增长率。金融市场促进市场分工与技术创新观点的证据同样可以在内生经济增长模型中获得。King 和 Levine (1993) 在

采用了跨国回归及金融发展微观效应的内生增长模型并进行研究后,发现金融发展通过选择高质量企业与优良项目来提高生产效率,发达的金融市场通过提高储蓄率及鼓励技术创新来促进资本积累与经济增长。最近以来的一些研究将股票市场也纳入了分析范围,发现不仅金融发展与经济增长之间存在较强的正向关系,而且在金融深度与经济增长之间也存在明显的相关关系。此外还发现,金融发展的初始水平是后来经济增长率的良好预测。因此,金融并不是仅仅追随经济行为,而是对经济增长与资本积累起着积极作用(Levine和Zervos, 1993; Rajan和Zingales, 1996; Levine, 1997)。

国内也有许多学者对中国的数据进行实证分析。谈儒勇(1999)将金融中介体系和股票市场两者分开,分别研究了金融中介体系发展、中国股票市场发展和经济增长之间的实证关系以及中国金融中介体系发展和股票市场发展之间的实证关系,得出的结论是:在中国金融中介体系发展和经济增长之间有显著的很强的正相关关系,在中国股票市场发展和经济增长之间有不显著的负相关关系。我国金融中介体系的发展有可能促进经济增长,股票市场发展对经济发展作用极其有限,甚至是不利的。但是,谈儒勇所认为的金融中介与经济增长之间相互促进,其判断依据乃是基于金融发展与经济增长间的线性关系,并没有明确给出其中的因果关系,即究竟是经济增长引起金融发展,还是金融发展引起经济增长,或是金融发展与经济增长间相互促进,对此并没有进行论述。韩廷春(2001)采用金融发展与经济增长关联机制的计量模型,运用我国经济发展过程中的有关数据进行了实证分析,认为技术进步与制度创新是经济增长的最关键因素,而金融发展对经济增长的作用极其有限,并对其中的原因作了进一步分析。不过,韩廷春的研究重点似乎更多地放在影响经济增长的其他变量的分析上,而由此得出金融发展与经济增长关系的结论似乎有待商榷。史永东、武志(2002)的实证分析表明我国金融发展与经济增长之间存在非常高的相关程度,并认为它们之间是一种双向因果关系。基于金融发展与经济增长关系的复杂性,且对二者关系没有定论。毫无疑问,这些研究对于促进我国金融发展理论的研究有重要意义。

1.2.2 金融创新与经济增长关系的研究进展

国外有关金融创新与经济增长之间关系的专题研究文献极少，对此课题的相关研究文献，要么是探讨金融创新与金融发展之间的关系，要么就是探讨金融发展与经济增长之间的关系。近几年研究金融创新与金融发展关系的代表性文献有：Harri Lahdenpera（2001）在论文《金融创新、准备金与货币政策》中，论述金融创新对中央银行的基础货币垄断发行权提出了挑战，不仅体现在数量上，而且在质量上。该文还建立了模型分析金融创新对中央银行负债的影响。Andrew Crockett 和 Benjamin H. Cohen（2001）发表于《国际金融》上的论文《创新时代的金融市场与系统风险》，论述了在过去 10 年全球发生的金融创新，这些金融领域的脱媒与混业趋势对家庭与企业来说无疑是积极的，但给金融管理者带来了新的困难。近几年研究金融发展与经济增长关系的比较有代表性的文献有：Jose De Gregorio、Pabloe Guidotti（1995）发表于《世界发展》杂志上的论文《金融发展和经济成长》，对经济的长期增长与金融发展之间的关系进行了实证研究，金融发展用银行给私人部门的贷款与 GDP 之比表示，发现金融发展与经济长期增长呈正相关，且金融发展促进经济增长的主要渠道是通过投资效率的提高，而不是投资数量的增加。Yousif Khalifa Al - Yousif（2002）在《金融经济评论》上的论文《金融发展和经济成长：从另一个角度看发展中国家的例证》，使用了 30 个发展中国家 1970 ~ 1999 年间的横截面与时间序列数据进行实证，结果发现金融发展与经济增长之间存在很强的双向因果关系。Ce'sar Caldero'n、Lin Liu（2003）在发表于《发展经济学杂志》的论文《金融发展与经济增长的因果关系》中，考察了 109 个发达与发展中国家，发现金融发展与经济增长存在双向因果关系，并且发展中国家比发达国家在金融深化对经济增长的作用更为显著。

国内有关金融创新与经济增长之间关系的专题研究成果也极少，仅有的几篇也都是在进行定性研究，没有形成系统的理论。杨星（2000）在《论金融创新在经济中的作用》一文中，认为金融创新可