第一章

金融发展与经济增长的模型：近来文献概览[①]

让·克洛德·贝泰勒米　阿里斯托门·瓦罗达基斯

一、引　言

近来，一些研究使用了内在增长理论来表明长期增长和金融部门的发展水平之间存在着紧密的联系。金融发展和经济增长之间的正面联系，已在戈德史密斯（1969）开拓性的统计研究中记录下来。不过，发展中国家的政府至少直到20世纪70年代才意识到有必要加强金融系统，并为金融发展创造有利的条件。在20世纪的50～70年代，金融部门被当做为执行干预主义者政策而进行大量融资的工具，这种政策的基础是要优先发展被称之为“增长的发动机”的关键——工业部门，主要是根据政府目标采取直接信用分配的形式，为未经证实的关键部门提供廉价的信用（通过利率控制和津贴补助的方式）。而且，通过高额的法定准备金和利率控制而实施的金融压制，对于缺乏有效的税收手段并正在经历着持续的预算赤字之苦的政府来说，这种方式被证明是一种轻易取得的政府收入来源。

外部的债务危机清楚地表明，为了给经济发展提供足够的资金，必须依靠一个功能良好的、能动员国内资源的金融系统的重要性。因此，在过去的10年间，许多发展中国家实施了金融自由化计划，旨在改变各种诱导政策所造成的限制金融部门发展的错误。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

不过，为投资提供足够的国内资金并不是金融部门发展的惟一目的，大多数发展中国家通过实施结构调整计划，改变由原来的进口替代战略引起的巨款逆差。这种计划的实施，必须更新保护主义的措施。在缺乏一个功能完好的、本来可以根据比较优势顺利地再分配资本的金融体系的情况下，发展中国家改革计划的实施是缓慢的，并且从损失的产出看，其成本也总是很高的。而且，市场信号被正确地传递是非常重要的，这意味着在众多的政策措施中扭转金融体系的歪曲，并促进平行的资本市场和外汇市场的建立。

所有这些与政策相关的理由，解释了近来人们对金融发展和金融部门政策对长期经济增长的影响再一次产生浓厚兴趣的原因。在这一章里，我们对近来内在增长前景的有关研究方面提供一个广泛的调查，说明金融部门发展对长期增长的可能贡献。事实上，金融体系具有两个主要的功能：一方面，它们确保一个有效的支付系统的运转；另一方面，它们又能动员储蓄并改进储蓄向投资的分配。本章的第一部分，我们先看看金融体系的功能促进经济增长的方式[②]。不过，经济发展水平也可以影响金融体系的发展及其结构。这种相互依赖关系在第二部分得到了验证。第三部分研究了金融体系天生的不完善性（不完全竞争，信息不对称）和金融压制政策所引起的扭曲对经济增长的影响。第四部分论述了金融体系结构的作用，特别强调金融市场和以银行为主的中介的各自优势。第五部分得出结论，指出进一步研究的可能方面。

二、金融机构、资源分配和经济增长

（一）支付系统

据说，金融体系对经济增长的主要贡献，来自于一个有效而适用的支付系统的建立。这或许是真实的。可依赖的交换手段是经济

增长的必要条件。在缺乏支付系统的情况下，非常高的交易费用往往会抵消劳动分工和经济开始增长时所带来的生产性收益。支付系统和经济发展既相适应又相互作用。按照定义，经济增长不仅意味着生产性收益的持续增加，而且意味着新市场的不断开拓和产品品种的持续增加。越来越复杂的交换促使经济不断地货币化，而为了保持一定的经济活力，经济货币化是相当必要的，这反过来导致货币流通速度的减缓，正如大部分发达国家经历过的情形一样（弗里德曼和施瓦茨，1982）.

同时，为了减少持币的机会成本，又在促使支付体系向银行中介管理的信用关系平稳转化。这种转化趋势又被技术的进步所加强，因为技术进步不仅减少了信用的使用成本，而且更易于创新金融资产以取代传统的货币资产。这种趋势的基本反映，就是金融活动在 GDP 中的比重伴随着金融部门就业的百分比的提高而长期增加，与此相联系的是国民经济的发展（库兹涅茨， 1971）。从某一阶段开始，中介技术的进步可以抵消狭义货币流通速度减慢的趋势。但是，对于涵盖更高级金融资产的广义货币来说，这种减少看来需要进一步地加以论证，因为更高的使用成本意味着这种信用超出了经济发展的某一水平（爱尔兰， 1994）。人均 GDP 和经济货币化程度（或金融中介资产与 GDP 的比率）两者之间的正面联系在金融发展和经济增长的初期研究中就得到了加强。戈德史密斯（1969）通过对 36 个国家一个世纪的情况所作的国际比较研究表明，经济的强增长阶段和金融的加速发展是协调一致的。

（二）动员储蓄

金融市场和（或）信用中介的存在，可以通过更好地聚集现有的金融资源而更好地动员可用的储蓄。这意味着投资可以在更高的水平上进行。对投资的时机更好的把握，金融中介可以给储蓄者提供一个相对更高的收益，也能直接推动资本生产率的提高，相应地加速经济增长。

再者，在资源聚集的过程中，金融中介可以细分与单个投资项目相关的风险，并且给储蓄者提供更高的预期收益。预期收益的提高和风险的细化，鼓励人们进行储蓄而不是低回报的不动产投资（例如耐用消费品）。这样的储蓄再定位反过来会进一步促进金融体系的深化。另一方面，与预期投资回报的提高相联系的收入效应对储蓄率有着一种难以确定的影响。从未来消费的角度看，更高的收益会增加当前消费的机会成本，因而鼓励人们将更多的资源转移到未来，同时，在当前消费水平既定的情况下，更多的收益使得人们有能力在未来实现更多的消费，反过来又导致储蓄率的降低。结果，起因于中介体系发展的动员储蓄能力的提高，对经济的长期增长率会产生一个或者正面或者负面的净影响。

此外，金融中介的发展也会促使流动性约束放松，而这种流动性约束是人们在计划一生的跨时消费时经常面临的。亚珀利和帕加诺（1994）用一个三段的生命周期模型研究了流动性约束的诱因。这个模型假设，人们在年轻、没有收入的时候，通过借债来满足消费的需要，一直到他们有了收入的时期，才归还以前的债务并进行储蓄，为退休以后的消费积累资金。如果在第一阶段借贷的目的不能实现，那么人们将会发现，要顺利进行消费是困难的，这就使得资源更多地从他们年轻、最有活力的时期转移到退休以后；换言之，就会导致经济发展过程中更高的储蓄率。因此，如果流动性约束放松的话，储蓄率就会下降，对资本积累和经济增长就会有一个负面的影响。

流动约束和储蓄率之间的正面联系已经被亚珀利和帕加诺进行了实证分析，这种分析是以欧洲合作与发展组织（OECD）成员国和一些非成员国作为研究对象的。不过，流动性约束对增长的任何正面影响都是建立在这样一个假设基础上的，即生产率提高只和实物资本积累的外部性相联系。但是，正如德格雷戈里奥（1993a）所认为的，即使流动性约束有助于储蓄，它们对增长也会有一个负面影响。如果增长源自于人力资本的积累，那么这种影响就会存在。因为上学期间为生活而借贷的可能性减少了，阿扎里亚迪斯、

德拉曾（1990）和贝克尔（1990）也已证明，如果私人对人力资本投资的回报和教育发展的整体水平正相关，那么，人力资本的积累就会引起内在增长的多重均衡。因为金融体系的欠发达而导致的流动性约束的存在就会通过外部性影响而更可能选择有着弱增长的“低均衡”,结果就会陷入贫困的陷阱(德格雷戈里奥，1993b)。

（三）改进资源分配

为投资动员足够的资源确实是任何国家经济起飞的必要条件。然而，资源在各项投资中进行分配的质量，也是促进增长的一个同等重要的因素。资源分配中的内在难题——面临着生产性风险，以及投资收益和企业家才能等方面的信息不充分的时候——在于为了建立金融中介机构而创立强有力的激励机制。

现有的理论著作从不同的机理来解释金融中介对资本生产率和增长的正面影响。分析这些机理是很有趣的，这些机理和资源分配中的固有难题相联系，而资源在投资中的分配本身又增加了金融中介的活动。表 1.1 解释了建立在这两个标准的基础上的现有作品的综合。已分析过的中介活动可以通过银行或者金融市场来完成。这两种系统的各自优势在于其不同的判断标准，这些标准将在后文中陆续看到。

投资项目的回报不仅取决于由于不完善的技术诀窍引起的生产性风险，也取决于和未来生产需求强度相联系的风险。生产性风险对资源的分配可以有两种相反的影响：

第一，它们并不鼓励逆风险的经济机构投资。潜在的投资者往往将个人财富的大份额采取流动资产的形式持有，这种流动性资产不是风险性的，是缺乏生产性的。

第二，经济机构往往做出无效的技术选择，因为投资的风险收益可能被技术细分所克服而牺牲专业化和生产率的提高。

这两种影响可以从莱文（1991，1992a） 建立的模型中看到。生产性风险的存在有利于代理人分散投资的银行中介或者股票市场

需要全本请访问 www.ertongbook.com

表 1.1　　金融中介和资源分配

	对增长率的可能影响			
促成金融机构建立的因素	生产资本投资资源的增加	技术专业化	资本过早清算的限制	生产率的增长
风险细分（生产率或需求波动）	莱文（1991） 莱文（1992a） 奥布斯特菲尔德（1994） 格林伍德和约万诺维奇（1990）	圣保罗（1992）		
流动性风险管理	本奇文盖和史密斯（1991） 莱文（1991） 莱文（1992a）		莱文（1991）	
工程或企业家评价				金和莱文（1993a） 格林伍德和约万诺维奇（1990） 莱文（1992a）

的出现。就股票市场来说，风险的分散是直接的，就银行中介来说也是直接的。由于可以对它们自己的投资组合在更大的范围内分散，这样，银行中介就能够给委托人的投资提供一个有保证的收益。风险分散的可能性有助于代理人采取生产资本的形式持有（直接或者间接地通过银行）更大份额的个人财富。这反过来直接推动着经济的加速增长。奥布斯特菲尔德（1994）分析了和这相同的影响，关于国际资本市场一体化，则假设技术的风险性越大，预期的收益越高。资本市场一体化程度的提高，使得每一个国家的投资者以国际标准来分散他们的高风险投资成为可能。这就意味着更多的资源将被分配到刺激全球经济增长的各种投资中。

圣保罗（1992）创立的模型突出了投资收益风险对技术选择的影响。生产率的提高意味着选择了更加专业化的技术，使得代理人

对应用专业化技术产生的获利能力的波动（例如，难以预见的需求变化）更加敏感。当金融市场根本不存在的时候，这些波动随“技术弹性”的变化而变化，而技术弹性意味着选择更缺乏专业性，因此也就更缺乏生产性的技术。金融市场的发展使得代理人能够通过多种投资来减少这种风险，而与此同时选择更适合生产的和更专业化的技术。从这点来看，发展中的金融市场看来更富有吸引力，尤其是涉及到弹性技术的机会成本（就生产率的损失而言）高的时候。圣保罗（1993）使用相同的方法来分析发展中国家常见的双重技术的难题，这一问题和金融部门的发展水平是密切相关的。技术的两重性也可以认为是一种技术风险多元化的形式，因为金融市场的欠发达，要在现代部门中有效地分散生产风险是不可能的。

在金融制度建立过程中起作用的第二个因素是流动风险的存在。由于存在一个这样的事实，一些生产性投资具有更多的流动性，从这点来说，这些资产任何过早的销售都意味着收益的大量减少，在本奇文盖和史密斯(1991)、莱文(1991；1992a)所研究的三段式生命周期模型中，消费者面临着这样的选择：要么进行流动性投资，但收益较少；要么进行非流动性投资，但必须经过两个阶段才有收益。如果非流动性投资仅在一个阶段以后就被清算的话，这时的收益就会少于流动资产的收益。这是由于实际部门中产生了某种投资的不可逆性。对于这种投资来说，产生利润则需要耗费很长一段时间。在进行了初步的投资以后，一些消费者随后可能受制于流动性风险，这种风险不能明显地观察到,因此不能纳入保险市场。结果,和选择流动投资相比，生产性投资对他们的福利产生了一个负面的影响[③]。由于受制于这种波动的风险,投资者产生了流动性的需求而推迟了生产性的投资。

金融制度的建立可以减轻这种风险，因为已经经历过这种风险的代理人和认为还没必要清算自己的生产性资产的代理人之间可以直接或间接地实现交换。这些交换就银行来说可以看做是间接的。这些中介机构也同样受制于流动性风险，以致正在经历着支付困难的委托人不得不退股。不过，因为大数法则——且委托人不会同时经历流动性风险—— 银行经历的流动性风险总是低于单个消费者的

风险的，结果，和单个消费者相比，银行总是能够采取流动资产的形式保有一小部分投资。因此，金融中介的建立使得国民经济从整体上更有效地管理这些流动风险成为可能，这反过来导致了加速经济增长的生产性投资在整个资源中所占的百分比提高。

流动性风险也可以通过股票市场的建立而进行直接管理（莱文，1991）股票市场为已经受制于流动风险的消费者提供一种与其他的代理人交换投资的手段，这些代理人有的并没有经历过这种风险，有的希望增加生产资本在其财富中的份额。由于可以通过交换股票而不是被迫提前清算生产性资本，因此，有助于鼓励代理人以生产资本的形式保有其更多的财富份额。莱文（1991）认为，投资于企业的平均资源量对私人人力资本积累的效率可能会通过外部性而产生一个正面的影响。这种外部性被这样一个假设所证明：实物资本投资不仅可以通过公共产品的特性来提高公司的技术水平，而且可以通过鼓励人们的相互作用来加快培训的进程。生产性投资的过早偿还可能会通过这种外部效应而减慢人力资本的积累。因此，金融制度通过对流动风险的较好管理,对经济增长也会产生一个积极的影响。

影响金融中介机构建立的第三个要素需要涉及到企业家的管理能力和（或投资收益。一般说来，新技术总是能带动劳动生产率提高的，但是，在新技术已经产生但又没有完全掌握的情况下，缺乏这方面的相关信息是相当危险的。根据莱文（1992a）、金和莱文（1993à 的观点，投资收益除了受制于能被中介分散的生产性风险之外，还受制于其他因素的影响，这些因素或者产生于投资项目本身，或者产生于负责这些项目的企业家的才能。换言之，尽管生产风险被分散，但在非盈利的项目上投资还是存在着一定的可能性，这种可能性的大小与可以得到的有关投资项目的信息数量成反比④。对已得到的各种项目进行管理必然涉及到成本评估。这时的总成本基本上由固定成本组成。当这种固定成本相当高时，它们往往让私人投资者放弃。这反过来增加了投资于高风险项目的可能性，减少了生产性投资的效率，从而对经济增长产生一个负面的影响。

固定成本的存在对建立专门的机构来收集和加工有关投资项目

的信息起到了一个刺激的作用。当这种信息被大量的投资者收集时，金融中介可能在所有的相关投资者中分摊这一固定成本。成本的下降意味着可以实施更广泛的价值评估，这反过来减少了投资于高风险项目的必然性。这样，生产性投资就会增加，对经济增长产生积极的影响。即使生产性投资在整个资源中所占份额不变，人们也应该记住这种影响是非常有用的。换言之，即使经济增长不是来自于资本积累所引起的劳动生产率的提高（罗默，1986),而仅仅是来自于技术创新（格罗斯曼和赫尔普曼，1991)[⑤]，它依然是有作用的。

格林伍德和约万诺维奇（1990）经过分析，得出了一种稍有差异的观点。认为代理人是在低生产率但没有风险的投资与高收益的风险投资之间进行选择，这种投资的风险性是来自于技术风险。技术风险包括两种基本成分：一是特殊癖好性的；二是对所有技术都普遍存在的“系统性的”。除非他们支付一笔管理费，否则私人投资者只能看到影响他们自己投资的混合风险。金融中介系统可以被看做是一种网络，这网络既沟通各个经济组织，也使得关于单个投资收益的信息易于传递。通过对不同个体投资收益的观察，金融中介可以提炼出影响整个投资的系统信息。

因此，这个网络的建立意味着固定成本由众多的单个投资者来支付，创立这样的网络仍是一种有吸引力的选择，因为可以得到的信息使得金融中介由于改进了资源分配而保证更高的收益：

第一，由于风险信息更加灵通，风险分类更加精确，金融中介能够将投资者指向相对具有更高利润的项目；

第二，对系统风险进行管理使得代理人更好地分散私人投资项目的内在风险。这样就使得更多的资源份额投于生产而非风险性项目（表 1.1 第一列），从而加速经济增长。

（四）经济增长中金融发展关联性的实证分析

最新的一些研究试图对金融系统发展和经济增长两者之间的理论联系的重要性进行实证性的评估。他们面临的第一个困难是怎样

算出经济活动中金融服务的数量指标。由于涉及到的金融服务的多元化（支付体系、资源聚集、风险分类和管理、项目评估监督）以及它们（支付体系、项目评估）之中的公共产品的特点，要计算金融发展的综合指标是一个相当困难的任务。而将金融中介（金融市场、银行和储蓄机构、保险公司）业务活动中所涉及到的代理人和组织进行分类则是更加复杂的事情。

在一系列的研究中，金和莱文（1993 a，b，c）和莱文（1992a）尝试着使用金融系统提供的服务以及这些服务的结构来计算。他们算出了三个主要指标：

（a）金融中介的流动负债（实际上用广义货币 M_3 或 M_2 来衡量）占 GDP 的百分比。事实上，这是金融系统的相对规模指标，这个指标与金融系统提供的服务数量正相关。

（b）商业银行和中央银行在总的信用余额中所占的相对份额。金融系统的这一结构将充分说明这样一个事实：和中央银行相比，在分散风险、流动风险管理和信息管理方面，商业银行的优势是有限的。

（c）银行系统允许向私人和公共部门（中央行政当局、地方政府和国有企业）贷款的相对数量。这个指标被用来说明银行系统满足于把储蓄基本上用于公共部门时，是不可能把资源有效地输送到生产性投资的。

实际上的测试结果认为，这些指标既和经济发展水平（70 年代初到 80 年代末的人均 GDP）相关联，又和 1960～1989 年期间的经济增长率相关联。测试的样本组成在 80～90 个国家之间变化。这一结果有效地说明了这三个指标和经济发展水平之间的重要联系。最权威的测试把实际产出增长率、资本存量增长率、投资与 GDP 的比率方面的国际差异作为可控变量，检验了这些指标的重要性。考虑到在金融发展和经济增长之间存在着相反的因果关系（参见下一部分），这些指标在估计时一开始就被调整以修正任何同时存在的可能产生的偏差。

已有结果充分说明，原来就有着一个相对良好的金融体系（指标（a））的，以后又继续发展着这一体系的国家，实现了人均 GDP 的

较高增长，也有着一个较高的投资与 GDP 比率。另一方面，指标（b）和（c）对投资和 GDP 的比率也有着重要的影响，它们对增长的影响是难于觉察的。另外，莱文和泽尔瓦斯（1993）的发展拓宽了莱文和勒内（1992）的研究，金融体系指标的原来数值对增长有着积极的影响，引起了可控的回归变量的极大变化。金和莱文的结论最近已得到了阿特杰和约万诺维奇（1994）的支持，阿特杰和约万诺维奇测量了由银行或股票市场媒介的私人部门资本存量，并把这些存量作为金融发展的指标。他们的样本包含 75 个国家，而这些指标的原来数值对 80 年代的经济增长率有着更重要的积极影响。

这种计量经济的结论无疑证实了这样一种思想：金融体系的发展对经济增长有一个互为因果的影响⑥。不过，有两个研究结果认为对这一证据应小心地加以解释。首先，即使把最初的金融发展指标归入到经济增长率的衰退之中，也不能完全解释一组特殊国家的弱增长。特别引人注意的是在金和莱文（1993a，b，c）估计的回归中的虚变数，这一虚变数是非洲国家一致表现出来的，具有一种非常消极的迹象。其次，他们对金融发展和增长之间关系的估计是建立在常规的直线性假设基础上的。不过，这种关系也可以是非线性的，两方面的因果关系在经济增长过程中起了一个最小的作用，这可能就是为什么某组国家依然停留在低增长均衡的原因。

三、金融体系发展行经济增长之间的相互作用

（一）因果关系和金融机构的内在发展

传统理论认为，金融体系仅仅是为了迎合实际经济部门融资的需要，配合这些部门的自主发展，因而其作用是被动的。而当代理论提出，金融发展对经济增长有着因果影响。帕特里克（1996）为

需要全本请访问 www.ertongbook.com

这种因果关系理论的研究设计了一个有用的参考框架⑦,提出了金融发展中“供给导向法”和“需求导向法”之间的区别。“需求导向”的金融发展是实际经济部门发展的结果。这就意味着市场的不断拓宽和产品的不断增长，从而必须更有效地分散风险以及更好地控制交易成本，因此金融发展在经济增长过程中起了一个更好的推动作用。另一方面，“供给导向”的金融发展先于对金融服务的需求，因而对经济增长有着自主的积极影响，对动员那些阻滞在传统部门的资源，使之转移到能够促进经济增长的现代部门，并确保投资于最有活力的项目方面，起基础性的作用。帕特里克（1996）提出的假设是“供给导向”的金融发展对早期的经济发展有着支配的作用，特别是当它能为更有效地包含技术创新的投资提供资金时更是如此。一旦经济发展趋于成熟，“需求导向”的金融发展就该发生作用了。另外，发展中国家同发达国家之间的差距越大，则越有可能遵循“供给导向”的金融发展模式，这一假设被格申克龙(1962)的研究结果以及经历了后工业化的一些国家（例如日本）的实践所证明。卡普(1984)和荣格（1986）把假设纳入格兰杰的因果分析，对假设的适用性进行了测试。卡普通过使用一个小规模的样本分析后得出一个令人称赞的结论，而荣格从一个由 56 个发达国家和发展中国家组成的样本分析中得出了一个相当类似的结论。更特别的是，当狭义货币指标被用于估计金融发展的程度时，这些测试证明了帕特里克提出的“一系列因果关系”的假设。不过，当广义流动资产占 GDP 的比率被用做金融发展的指标时，他们并没有从因果关系的角度提出区分发达国家和发展中国家的方法。

帕特里克的假设强调了金融发展和经济增长之间可能存在的两方面的因果关系，因而是很有益的。不过，它也是不完全的，因为他没有把这两种情况的互补性考虑进去。事实上，“供给导向”的金融发展可以加速经济增长，而“需求导向”的金融发展，并不仅仅是金融体系被动适应实际部门的发展需求；反之，实际的经济增长，使得金融体系能够完成自身的自由发展，因为实际收入的持续增加，为昂贵的和应用日益广泛的金融中介的建立提供了手段。

正如格林伍德、约万诺维奇（1990）和莱文（1992b）表明的——建立在汤森（1983）的早期作品上——如果金融中介组织的网络是昂贵的，那么，实际增长和金融部门发展之间就存在着一个循环的联系，经济增长有助于中介体系的发展，同时，中介体系的建立有助于加速实际部门的增长和经济结构的调整。正如莱文（1992b）强调的，经济增长甚至可以影响这种经济本身能负担得起的金融中介体系。当人均实际收入低的时候，经济将会选择“简单”的金融中介形式，其主要目的将是动员储蓄，分散生产性风险和管理流动风险。人均收入提高能发展更加“复杂”的金融中介，相应地，其作用也将是更加宝贵的，因为它们将涉及到投资项目管理和最昂贵、最有效的创新⑧.

只要建立中介网络的成本是固定的，那么，金融发展和经济增长之间就会产生一个最起码的互利影响。当国民经济超过了以人均收入为标准的某一最低界限时，就会选择发展一种特殊的中介体系，这时，他们就可以开始从金融体系对经济增长的积极影响中获取好处，而不会有坏的影响。在早期的研究中，这些临界收入线被认为是外生的。不过，临界收入线的存在，使得金融发展和经济增长之间的两重连环关系的存在具有了可能性。

第一，高收入水平支持金融系统的充分发展，而金融系统的充分发展又反过来为经济的进一步增长提供了前景。

第二，低收入水平的欠发达陷阱使得金融体系不可能得到发展，这反过来阻碍了资源向投资的分配，并减慢了经济增长。

对于表现临界线的经济发展和金融体系发展来说，多重均衡存在的可能性意味着临界线在实际上是内生的。因此，要识别临界线并确保关于金融体系的各项政策得以实施是极其重要的。

（二）多重均衡的可能性

圣保罗（1992）分析了金融和经济发展过程中产生多重均衡的机制（参见表 1.1）。当金融机构没有得到充分发展时，风险的多

元化是通过选择缺乏专业化——因而也就缺乏生产性——的技术来实现的。不过，由技术弹性引起的风险的减少会减弱对涉及固定成本的金融市场或银行中介网络发展的激励。这样就会导致“低均衡”，在这种低均衡下，金融体系的欠发达会引起那样一种反过来认为金融体系缺乏发展是有理的无效生产结构。另一方面，发达的金融体系的存在，鼓励选择更加专业化也更有生产性的技术，由此而引起的风险的增加证明了尽管需要支出成本，但是一个发达的金融体系的存在是正确的。如果收入是足够高的，以致可以避免抑制金融体系发展的固定成本，那么，这两种均衡是可以“共存”的（多重均衡）。这样，如果收入在临界收入区范围内，经济增长就可以保证以“低均衡”向“高均衡”的转移。因此，人均实际收入的差异会在有着完全相同的增长潜力的两个国家之间延续一个相当长的时期，具体取决于这些国家在金融机构得到相应正常发展的前提下，从“低”均衡到“高”均衡转移的时间。

齐里波提（1994）已经找到了也能解释多重均衡的第二个因素，这是与“密”的市场外部性一起的。基本思想是资本生产率主要取决于中介资源的数量，而中介的成本取决于金融市场的规模，也就是取决于中介可以得到的潜在的资本存量。资本存量超过了某一最低界限的国家将有一个“密”的金融市场，也就是意味着较低的中介费用（通过较宽范围的固定成本分摊）。这就会鼓励企业使用更多的中介资源，从而提高资本生产率和保持一定的经济增长速度。另一方面，没有多少可用资本（因而有着“稀”的金融市场）的国家，其金融中介不得不付出较高的成本，从而阻碍了投资者运用中介投资的可能性。这种小规模金融市场的缺陷阻碍了经济的起飞。

勒米和瓦罗达基斯（1994，参见本书第四章）已经测试了一种机制，这一机制揭示了在不完全竞争背景下实际生产部门和金融部门之间存在的互惠互利关系，而在这一背景下，金融中介也需要付出和实际资源相应的机会成本。

四、金融体系不完善和金融压制的后果

（一）金融体系的“天生”缺陷

金融体系发展对经济增长的积极影响,会因为一些干扰其功能发挥的‘天生’缺陷而减轻。这种缺陷产生于金融系统集中信息的能力。

首先,关于投资项目信息的收集和加工通常要算入固定成本。如果每一个单个的投资者不能有效地了解到所有现有项目的信息——为此必须支付相应的固定成本——那么，就会产生一种自然的不完全竞争(市场分割)的倾向。其次,和前面模型的假设相反,储户(贷方)和投资者（借方）通常不是相同的代理人。一般说来，借方比贷方能够得到更多的关于投资项目的质量和成功机会的信息,因此,这就产生了一个信息不对称的难题。在这样的情况下，金融市场的功能就会产生反向选择(和相反的激励)的现象而引起有限制的均衡。

萨斯曼（1993）在垄断竞争模型的框架内研究了银行业的不完全竞争对经济增长的影响。企业是受制于生产性风险的，它们在技术风险方面的信息不对称的状况下由银行提供资金。银行可以获取这种信息，但必须支付一定的费用，费用的大小和银行与企业之间的地理距离成反比。在这种情况下，经济发展水平可以通过竞争和专业化的作用对金融中介的成本产生积极的影响。通过中介实现的资本存量增加，意味着金融市场规模的扩大和银行数量的增加（通过进入效应）。这样，每一个银行都在一个分割得更小的市场上运作，其业务就可以特别集中于最近的公司而降低管理费用。银行业竞争的增加，意味着金融中介成本的减少，同时，对经济增长也会产生积极的影响，例如，通过净收益的增加鼓励更多的储蓄[9]。经济发展水平（人均 GDP）和金融中介的边界之间的反向关系已由萨斯曼（1993）在对 64 个国家组成的样本实证分析中得到了证

明[10]。阿蒂斯（1995）通过分析由 21 个 OECD 国家组成的较小样本，也已证明银行业的集中程度对经济增长率有着消极的影响。

不过，正如斯蒂格利茨（1994）已经指出的，银行业的竞争被证明是一把双刃剑。银行边界的缩小所引起的竞争的加剧必然会侵蚀其利润，结果，随着利润的下降，银行体系就变得更容易受到冲击。和其他商业部门不同的是，银行资金的短缺会引起对实际生产部门贷款数量的下降，因而会扩大对国民经济其他部门的危害。另外，如果一家银行破产，那么这家银行收集的它所服务的市场范围内的信息就会无可置疑地丢失，这就会限制借款者的数量。结果就会扼杀经济增长，对传统上金融中介边界缩小的积极影响产生相反的效果。因此，和经济增长最大化相对应的，银行竞争达到“乐观”的程度的观点，看来是可以接受的，接受这种观点是有重大意义的。

当利率上升的时候，风险程度不同的投资项目的存在，会在信用市场上产生一种著名的反向选择的难题，因为风险最小的项目最有可能达到目的，最有可能支付额外的利息支出。因此，风险最小的项目和风险较大的项目相比，其预期收益减少得多的多。较低风险的投资者就会更早地从市场中退出来（把资金投向安全的资产），从而增加了潜在投资中风险项目的比例。因此，信息不对称和投资项目管理成本的存在，说明使用债务合同是正确的。如果进行了反向选择，债务合同的使用导致和信用配额相关的均衡（威廉森，1987）。这和项目的自我选择方法是一样的，这种自我选择既可以使贷款者产生的风险最小化，也可以使投资者的收益最大化。

本奇文盖和史密斯（1993）分析了生命周期的内在增长模型，这一模型包括两类投资者，他们各自的风险不同。对低风险投资者的信用配额产生于信息不对称，而信用配额程度的确定是和均衡的增长率一致的。正常情况下，投资会对资本生产率产生积极的外部效应，但信用配额却抑制了投资，因此，这一模型强调了信用配额的强度和经济增长之间的反比例关系（罗默，1986）[11]。

用这种方法分析，投资项目之间风险差异的任何增加都可能加重反向选择的难题，并相应地收缩信用配额。那种有助于甚至使最

小风险项目的风险进一步减少的“高等”技术的改良，在某些情况下会因为收缩信用配额而对经济增长产生消极的影响。另一方面，风险更高的“低等”技术的改良会因为减少信用配额而对经济增长产生积极的影响。至于政府采取补贴投资项目的形式来干预信用市场，也可以获得类似的结果。如果把所有项目作为一个整体，全球性的补贴会因为相对提高了风险项目的预期收益，从而减少反向选择难题。因此，通过限制信用配额会对增长产生积极的影响。另一方面，通常为最低风险项目储备的选择性补贴会因为扩大了对投资的预期收益的差距而对经济增长产生消极影响。

在信息不对称的情况下，信用中介的产生可以从与项目管理成本相关的相对优势的存在得到解释。博伊德和史密斯（1992）已经研究了一个金融市场被分割的模型，在这一模型中，管理成本随着工程所在位置的距离而增加。通过集中各地的储蓄并专门为附近的项目提供资金，信用中介可以减少两地之间的信用限额的差距。但是，人为的规定却使这种有效收益不可能获得，例如，对银行营业的区域进行人为的规定就是如此，特别是对吸收储蓄进行规定时更是如此（不过，可以参见下面的不同观点）。结果，更有效的资本分配会引起资本生产率的提高，促进经济增长。

（二）金融压制和金融体系的自由化

政府对金融系统的干预远超过贷款补贴或者对信用活动的规定。特别是在发展中国家，政府干预通常采取金融压制的形式。麦金龙（1993）把阻碍金融中介在它们潜在的技术水平上运行的所有政策和规定定义为金融压制的形式。

金融压制的最普遍做法是对金融中介征收不透明税负，诸如：

(a) 低收益的法定准备金；

(b) 对贷款或储蓄利率的最高限价；

(c) 对金融资产征收通胀税。

这种不透明税收的范围大体上可以由政府节省的利息支付来衡

需要全本请访问 www.ertongbook.com