

持币动机视角下哈萨克斯坦 货币化程度的内在因素分析

南 楠 张文中

【内容提要】 在中哈经济关系越来越密切的今天，社会资金的有效配置问题也越来越受到各方重视，而后者又与各国的金融深化程度息息相关，金融深化程度越高，社会资金的配置效率越高，更能有效促进经济发展。在当今世界，货币化程度被看作衡量一国金融深化的基本指标。本文通过对哈萨克斯坦货币化程度的分析，发现其值低的表象是广义货币的增长率低于GDP的增长率，而其内生因素是其国内市场货币需求的不足。因此，本文在剖析低货币化程度的表象后，从凯恩斯的货币需求三动机出发，分析解释该国低货币化程度的内在因素。

【关键词】 哈萨克斯坦 持币动机 货币化程度

【基金项目】 新疆维吾尔自治区人民政府专家顾问团项目《“丝绸之路经济带”建设的多元化金融支持研究》；新疆财经大学研究生科研创新项目《哈萨克斯坦货币政策的目标选择与货币化程度研究》（项目编号：XJUFE2017B009）。

【作者简介】 南楠，新疆财经大学中亚经贸研究院博士研究生；张文中，新疆财经大学金融学院院长、教授、博士生导师，新疆维吾尔自治区人民政府专家顾问团财政金融顾问，中国人民银行货币政策咨询专家。

一 引 言

21世纪以来，中亚吸引了大部分国家的注意。尤其是近年来，无论是中国“丝绸之路经济带”的推进，还是俄罗斯主导的欧亚经济联盟的成立，或是阿拉伯国家“向东看”政策的实施，其地理上的交汇点都离不开中亚，

因此，中亚的第一经济大国哈萨克斯坦就显得尤为重要。

为了给中哈双边经贸往来带来更大的便利，推动两国在经济领域的深层次合作与交流，摆在首位的，就是要妥善协调两国在资金流通等金融方面的工作，提高资金配置效率。众所周知，资金配置效率与一国的金融深化程度密切相关，而货币化程度被看作衡量一国金融深化的基本指标。货币化程度又称货币化率或马歇尔 K 值，指以货币为交易媒介，已完成经济交易占经济交易总体的比重，常用 M_2/GDP 来衡量^①。

货币化的相关研究始于 20 世纪 50 ~ 60 年代，首先得出代表性结论的是美国学者戈德史密斯 (1969)，他认为货币化率是判断经济发展水平与进程的重要指标之一，并提出了“货币化路径”假说^②。在此基础上，麦金农 (1973) 提出了金融深化理论^③，认为 M_2/GDP 不但可以衡量一国的经济发展水平，对比不同国家的发展差距，也可以作为初级指标来衡量各国的金融深化水平，这一理念也被后世学者广泛认可。随后，麦金农和肖 (1973) 对货币化进行了进一步的分析，提出越是货币化率低的国家，其政府对金融的管制措施越严格，并极易产生金融抑制经济发展的恶果。这一看法随即引发大量学者对金融发展与经济增长这一话题的关注，绝大部分学者 (荣格, 1986; 洛马斯, 1990; 鲁索和奥诺弗里奥, 2012) 支持麦金农和肖的看法，并通过大量实证证明“货币化率上升对经济增长有显著促进作用”或“金融发展滞后，导致经济增长减速”等类似观点，与此同时，这一结论也为发展中国家实现工业化早期的经济腾飞提供了参考 (德米特里阿杰斯和胡赛因, 1996)^④。

除了货币化对金融发展或经济增长有贡献这一观点之外，关于货币化的另一个可参考的重要观点由钱德瓦卡 (1977) 提出。他认为，货币化进程将导致人们对货币交易性需求、预防性需求和投机性需求增加，从而导致人们

① 南楠、张文中：《新货币政策框架下哈萨克斯坦央行政策对其货币化程度的影响》，《新疆财经》2018年第4期。

② R. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, New York: Yale University Press, 1969, pp. 300 - 302.

③ 许忠：《经济货币化的国际比较与中国经济货币化进程研究》，上海社会科学院 2010 年博士论文。

④ 同①。

对流动性强的货币需求增加，引起货币结构发生变化^①。

国内研究大多以中国的高货币化为主题，近年的研究则多是集中在“棚改货币化”这一专题上，考虑到哈萨克斯坦货币化进程的不同发展现状及中国高货币化的特殊情况，本文暂不对国内文献进行评述^②。

本文关于哈萨克斯坦货币化进程的研究是基于钱德瓦卡的上述观点。通过对哈萨克斯坦货币化的研究发现，哈萨克斯坦经济货币化的发展伴随着流动性比率的变化和货币结构的变化。对哈萨克斯坦货币化程度内生性因素的研究，有助于了解该国的金融发展真实水平以及在金融深化过程中的障碍所在，并为今后中哈资金金融通的进一步合作发展提供借鉴。

二 哈萨克斯坦货币化的发展历程

（一）哈萨克斯坦的货币结构

1991年，苏联解体，哈萨克斯坦独立，当时哈国内居民仍使用俄罗斯卢布作为交易货币，直到1993年11月哈才发行本币坚戈替代俄罗斯卢布。根据哈萨克斯坦官方对货币供应的划分， m_0 表示流通中的现金， m_1 等于 m_0 + 本币活期存款， m_2 等于 m_1 + 本币其他存款 + 外币活期存款， m_3 等于 m_2 + 外币其他存款。 m_0 、 m_1 、 m_2 与 m_3 的关系如图1所示。

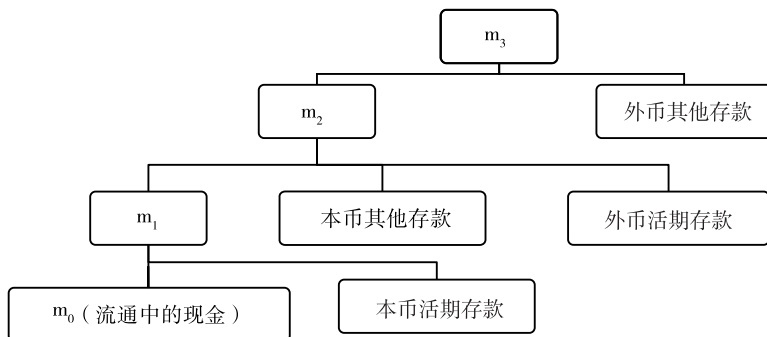


图1 哈萨克斯坦货币层次划分

其中，活期存款是指流动性较高的存款，随时可以转换为现金而不受

① 许忠：《经济货币化的国际比较与中国经济货币化进程研究》，上海社会科学院2010年博士论文。

② 南楠、张文中：《新货币政策框架下哈萨克斯坦央行政策对其货币化程度的影响》，《新疆财经》2018年第4期。

任何处罚或限制，也可用支票、汇票或背书票据来自由转让，被广泛用于支付领域；其他存款主要指储蓄，即只能在一定期限后取出的定期存款，或因有各种限制而不能用作日常支付的款项。

m_3 可视为哈萨克斯坦的广义货币，即上文所述的戈德史密斯与麦金农相关理论中的 M_2 。本文将 m_3 视作广义货币的原因有二：一方面，考虑到哈萨克斯坦的美元化问题，不宜把外币存款剔除；另一方面，国际组织（如世界银行等）所公布的哈萨克斯坦广义货币数据 M_2 近似等于哈央行公布的 m_3 。因此，本文在计算哈萨克斯坦与广义货币相关的指标时选用哈央行公布的 m_3 数据。

（二）哈萨克斯坦货币化的发展轨迹

哈萨克斯坦建国以来，整体上看，其国家的货币化率是上升的，但从时间序列的具体数据来看，仍存在下降的年份，尤其是独立初期，存在较严重的“去货币化”现象。

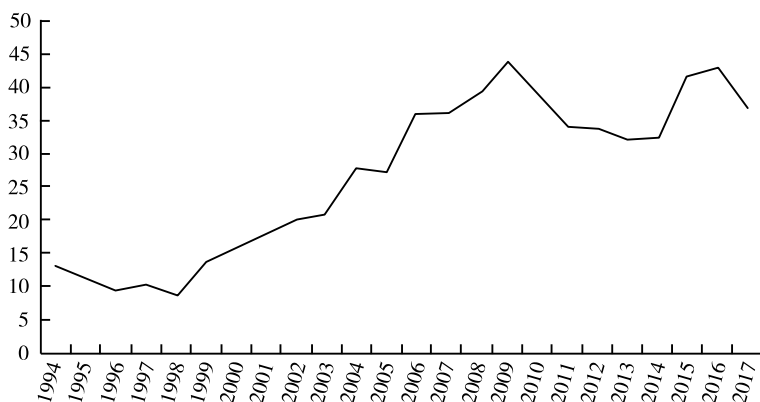


图2 1994~2017年哈萨克斯坦的货币化率曲线 (m_3 /GDP, %)

资料来源：哈萨克斯坦央行，<http://www.nationalbank.kz/>

这一点在独联体国家也普遍存在，一方面是经济转型的迫切性与改革的复杂性，这造成国内经济秩序的混乱；另一方面是政府在初次实行“铸币权”时希望本币值钱的心理与其货币在国际上的实际购买力之间的矛盾，这又造成了货币领域的失衡。在两者的共同作用下，哈萨克斯坦等国家在20世纪90年代早期经历了严重的“去货币化”，直到90年代中后期货币化率才缓慢上升。从图2可以看到，自哈萨克斯坦独立至1998年，除了坚戈发行初期哈萨克斯坦的货币化率相对值较高外，其余年份均维持在较低水平。一开始货币化率稍高的原因是：独立初期各个经济部门都存在较大

的财政赤字，政府各机构的初期运行也需要大量资金支持，即在经济体系还没有发展完善的时候，政府的货币体系已经在超负荷运转，这是造成初期货币化率虚高的主因。

20世纪90年代中期，早先发行的大量货币逐日积累形成较严重的通货膨胀，这对社会和政府均造成较大的通胀压力，迫使政府部门逐渐放慢货币发行的速度。2000年以后，国际经济形势较为稳定，大宗商品市场的繁荣同时带动了哈萨克斯坦经济的蓬勃发展。这一时期也是哈萨克斯坦经济发展最为稳定的时期，经济面指标的向好发展暂时掩盖了通货膨胀所带来的经济压力， M_2 的增速在这几年也大致保持在较为稳定的水平，因此，在21世纪之初的前九年，哈萨克斯坦的货币化率稳步提高。

随后，受全球次贷危机和卢布贬值的影响，哈萨克斯坦的货币化率又遭受了连续五年的下降，国内金融业发展的弊端在这一时期集中暴露，如金融市场不健全、本币汇率风险加大等，这使得其货币化率一路从2009年的44.02%降至2014年的32.3%。直到2015年，这一下跌趋势才有所缓解。2015年哈萨克斯坦加入世界贸易组织（WTO）、哈央行宣布货币政策改革、哈建立国际金融中心等一系列积极举措再度推高了该国的货币化率，创下近九年内最大增幅的历史纪录。可即便如此，与世界主要经济体的货币化程度相比，哈国内货币化率仍处于较低水平，距离倒U型的最大值还有很大的发展空间。

哈萨克斯坦货币化的发展之路清晰地体现经济增长与金融发展的相互关系。独立初期，经济增长是金融发展的大前提；发展阶段，经济增长与金融发展二者相得益彰；危机时代，政府的各项金融管制措施使得“金融抑制”现象初现；直到2015年，经济面传来的利好消息再次促进了金融深化水平。

（三）哈萨克斯坦货币化的发展特征

一般来说，货币化进程与流动性比率、美元化程度之间成反比变化，随着货币化进程的加深，流动性比率与美元化程度都将随之下降。伴随着哈萨克斯坦的货币化进程，所呈现的特征也主要表现在货币体系的流动性比率和美元化程度上。

1. 流动性比率呈下降趋势

国际上常用流动性较强的货币与广义货币供应量的比率来衡量一国货币体系的流动性。根据哈萨克斯坦货币体系的上述划分可以看出， m_0 和 m_1 是流动性较强的部分，因此，用 m_1/m_3 来表示哈萨克斯坦货币体系的流动性。哈萨克斯坦货币体系的流动性如图3所示。

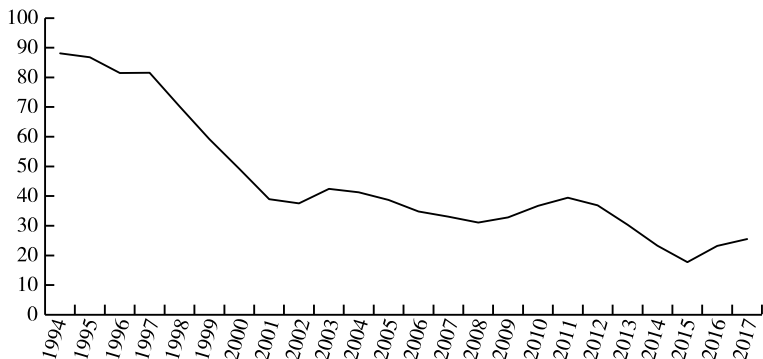


图3 1994~2017年哈萨克斯坦货币体系流动性比率趋势图 (m₁/m₃, %)

资料来源：同图2。

从图3可以看出，哈萨克斯坦货币体系的流动性整体上呈下降趋势，从宏观上看，这与政府采取各种措施降通胀、抑制经济过热有关。21世纪初，随着经济企稳，货币体系流动性基本维持在30%~40%区间内。2011~2015年，流动性比率再次出现下降趋势，此次下降更多地与利率升高有关（利率从2011年的7.5%升至2015年的16%）。当利率升高时，人们持有现金等流动性强的资产的机会成本也会随之提高，增加储蓄明显可以获得更多的收益，因此流动性比率便下降。当2016年官方基准利率从2015年的16%降到12%时，这一年的流动性比率又出现了小幅增长，原理同上。

2. 美元化呈波动性

哈萨克斯坦的美元化程度整体来看比较高，虽然近年政府宣称其美元化得到有效控制，已降至50%以下，但若按国际货币基金组织的界定，外币存款（FCD）占本国广义货币供应量的比重超过30%即为高度美元化。根据国际经验，在高度美元化国家，尤其是对小型开放经济体而言，美元化具有更强的不可逆性。这也是哈萨克斯坦货币化率微涨、美元化没有应声下降反而呈现波动性的原因。

从图4可知，哈萨克斯坦的美元化程度波动明显，且存在两个明显的上升趋势：一是在哈独立初期，由于其金融体系发展不健全，本币缺乏足够的吸引力，成为美元化程度上升的主要原因；二是2012~2016年哈萨克斯坦的美元化程度有深化的趋势，且2014~2016年的美元化程度均值创历史新高。2017年哈美元化程度下降主要是受美联储加息的影响。

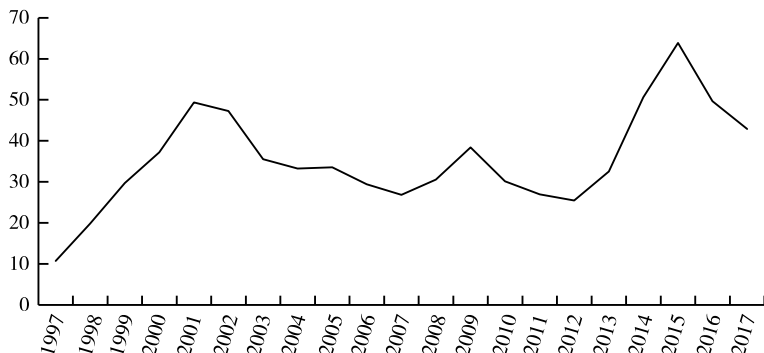


图4 1997~2017年哈萨克斯坦美元化程度趋势图 (FCD/m₃, %)

资料来源：同图2。

整体来说，哈萨克斯坦的货币化进程反映了该国金融体系发展中的割裂性，各指标之间虽然互有影响，但指标本身却无法摆脱自身发展的惯性趋势，并没有形成一个良性发展的生态链。当政府想通过调控上游指标来纠正下游指标时，常会出现实际情况与理论预测的背离。引起上述症结的原因无外乎两点，一是经济结构失衡，二是金融水平低下。前者依靠经济转型来实现，后者则依靠深化金融发展来实现。下文将从持币动机的视角来解读哈萨克斯坦在金融深化过程中首要解决的低货币化率问题。

三 影响哈萨克斯坦货币化程度的内在因素

结合凯恩斯的理论，人们对货币的需求或者说持币动机主要出于三个目的，即为满足交易性动机、预防性动机和货币的投资性动机。笔者将从这三个方面对哈萨克斯坦的货币化进行分析。

(一) 交易性需求

费雪说：“人们持有货币的目的在于交易”。通常，交易需求源自于买卖收付之间的不一致性，换句话说，就是不能在恰好需要用钱的时候刚好有钱来支付^①。因此，人们会保有一定量的货币，以便能够在恰好需要购买的时候用来支付。这一定义排除了利率对交易需求的影响。这与古典经济学的货币数量理论类似，后者认为利率对交易中的货币需求没有影响。同样，在更强调持币动机的传统货币数量论的剑桥方程式 $M = kPY$ 中也摒

^① [美] 鲁迪格·多恩布什：《宏观经济学》，中国人民大学出版社2010年版。

除了利率因素（其中 M 表示货币量； k 为人们持有的现金量占名义收入的比例； P 为价格水平，即通胀率； Y 为实际收入）。

在上述剑桥方程式的基础上，凯恩斯推导出货币的交易需求函数：

$$M_{dl} = f(Y) \quad (f' > 0) \quad \text{公式 1}$$

凯恩斯认为个人所持有货币的交易性需求量 (M_{dl})^① 由收入水平决定，在偏好及大环境稳定的前提下，收入水平越高，交易性货币需求量越大。

后来，鲍莫尔对凯恩斯的交易需求函数做了修正，为需求函数引入利率因素，即著名的平方根公式：

$$\frac{M}{P} = \sqrt{\frac{tc \times Y}{2i}} \quad \text{公式 2}$$

但在现实中，利率对交易的作用程度并不大。而且在大多数居民的日常交易中，官方利率的高低也并不会直接改变人们的交易结果（例如，甲今天是否买苹果，取决于他是否想要苹果以及他的收入是否足够购买苹果，而非当日利率的高低）。因此，笔者认为此处用凯恩斯的交易需求函数更为合适（一些学者认为“凯恩斯的交易需求函数并没有否定利率对交易需求的影响”，但笔者较认可凯恩斯交易需求函数所表达的原始含义，即收入影响交易性货币需求）。

在哈萨克斯坦收入水平方面，按亚洲开发银行的统计，虽然该国的人均国民收入连续增长，2015 年就已突破 1 万美元的大关，达到 1.139 万美元（同期中国人均国民收入仅为 7 900 美元），但其人均名义收入却不高，甚至自 2010 年起人均名义收入增长率连续六年下降（见图 5）。

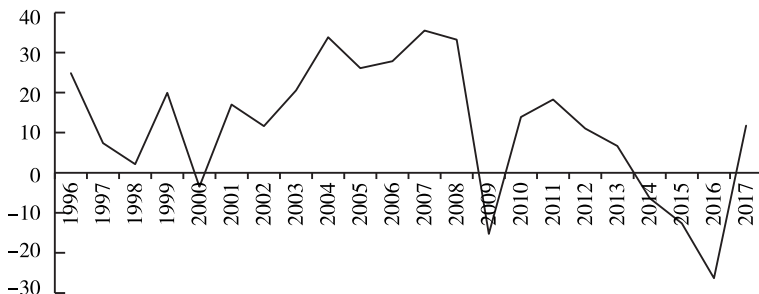


图 5 1996 ~ 2017 年哈萨克斯坦居民人均名义收入增长率 (%)

资料来源：哈萨克斯坦国民经济部统计委员会，<http://www.stat.gov.kz>

居民收入下降还体现在哈国内实际货币收入指数与居民消费价格指数

^① 凯恩斯原公式用 M_1 表示交易需求和预防需求之和，本文为了分开讨论交易需求和预防需求，并区别于上文货币层次中的 M_1 、 M_2 ，故用下标加以区分。

的对比中（见图6）。

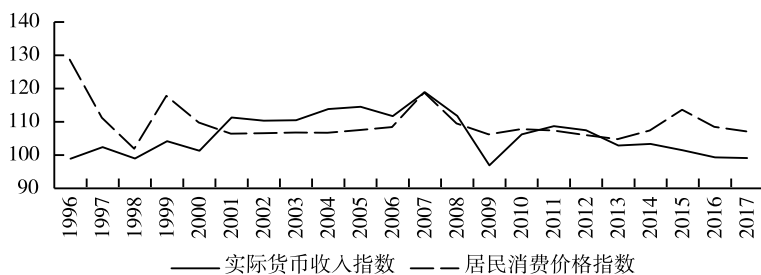


图6 1996~2017年哈萨克斯坦实际货币收入指数与居民消费价格指数对比

资料来源：同图5。

从图6可以看出，1996~2000年，消费价格指数高于实际货币收入指数；2001~2008年，实际货币收入指数高于消费价格指数，这几年恰好也是哈萨克斯坦经济发展最好的一段时期；2009~2010年，受国际金融危机影响，消费价格指数再度超过实际货币收入指数；此后，实际货币收入指数曾短暂领先消费价格指数一段时间（2011~2012年），但迅速又被消费价格指数反超且二者差距逐渐拉大（2013~2017年）。

总的来说，与人均国民收入相比，显然居民的收入水平，或者说居民的实际购买力水平对一国交易性货币需求量的影响更直接。同时，在哈经济快速发展、GDP不断攀升的情况下，人均名义收入的变化方向却令人匪夷所思。对实际货币收入指数与居民消费价格指数进行对比，再次说明了哈居民实际收入在通胀影响下变相降低的情况。人均收入增长率与国民经济增长率的明显失衡与其宏观经济发展不相匹配。依照凯恩斯的交易需求函数，收入下降导致货币交易需求的降低。

（二）预防性需求

人们持有货币的第二大动机是为了满足预防性需求。预防性货币需求的根源是人们对未来事物发生的不确定性考量，即人们无法保证在某一时期内货币的收支状况与原来预料的完全一致^①。计划外情况的发生有可能导致现行收入水平无法满足临时货币支付要求，实际持有的货币就要比正常的预期需要量再多一些，多持有的部分就是预防性货币需求。因此，为了稳妥起见，人们实际持有的货币总是大于预计的净支出需要量，这个超额部分就出自于预防性货币需求。

^① 盛松成：《鲍莫尔模型和惠伦模型述评》，《学术月刊》1986年第10期。

凯恩斯认为,预防性货币需求与交易性货币需求一样,均取决于收入的多少(见公式3)。

$$M_{d2} = f(Y) \quad (f' > 0) \quad \text{公式 3}$$

其经济含义是:人们的收入越高,预防性货币需求 M_{d2} 越高,预防意外事件的能力越大,反之亦然。按照凯恩斯的货币需求理论,惠伦对预防性货币需求做了修正,即立方根定律(见公式4)。

$$M = \sqrt[3]{\frac{2S^2C}{i}} \quad \text{公式 4}$$

从公式4可以看出,预防性货币需求对净支出的弹性为1/3,对利率的弹性为-1/3^①。预防性货币余额的变化与利率(i)的变化成反比,随着后者的上升而下降;而与货币支出分布的方差(S^2)、转换现金的手续费(C)成正比变化,随着 S^2 与C的升高而增加。这说明决定人们预防性货币需求大小的因素主要有两个:一是持币成本(包括非流动性成本和利息损失成本);二是收入和支出状况,因为只有当支出和收入的差额(惠伦称之为净支出)超过手中持有的预防性货币余额时,才需要将非货币性资产转化为货币,而这种可能性出现的概率分布受每次收入和支出数额、次数变化的影响,所以收入和支出状况会引起预防性货币需求发生变化^②。同时惠伦认为,企业和个人不能保证他们能随时获得所需要的贷款,故对于理性人群来说,应将第二种情况作为分析的一般对象。

以上分析表明预防性货币需求与交易性货币需求都是收入的正函数,虽受利率影响,但作用程度并不太大。由于在日常生活中很难将两者明确区分开来,因此为了简化分析经常将其归为一类,统称为对货币的交易需求。这种广义的货币交易需求是收入水平的正函数^③。由于上文已对收入因素做了分析,此处不再赘述。

除了收入影响预防性需求之外,国家保障也会对居民的预防性需求产生影响。国家对居民的保障越多,居民自身所要承担的预防性压力越小。哈萨克斯坦政府为居民提供的保障主要体现在社会保障方面。哈居民社会保障体系在不断完善,政府制定“哈萨克斯坦—2030”战略规划,逐步健全国内的社会保障

① 朝克图、周亚军:《西方货币需求理论研究述评》,《现代管理科学》2011年第7期。

② <http://wenku.baidu.com/view/99f0ed28bd64783e09122b51.html>

③ 刘劲松、黄安仲:《货币供求均衡思想的历史传承》,《现代管理科学》2007年第2期。

体系。目前所取得的两大根本性成果是失业率逐步下降和平均养老金逐年提高^①，失业率已由1999年的历史峰值13.5%降至2016年的4.9%（见图7）。

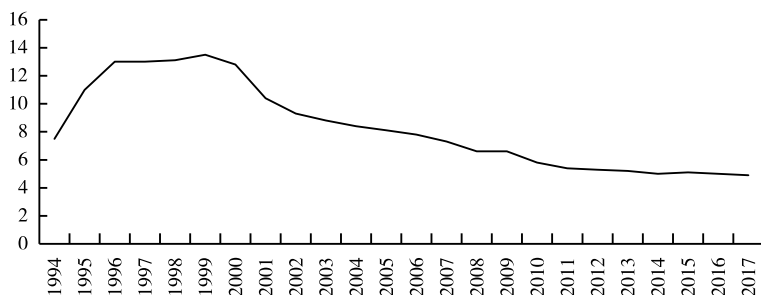


图7 1994 ~ 2017 年哈萨克斯坦失业率 (%)

资料来源：同图5。

而哈国内居民的平均养老金，即使在国际金融危机和许多国家缩减对居民社会扶持的情况下仍然得到增加，这在很大程度上为居民基本生活提供了强有力的保障，也从现实角度解释了前述哈居民支出降幅明显的原因（见图8）。

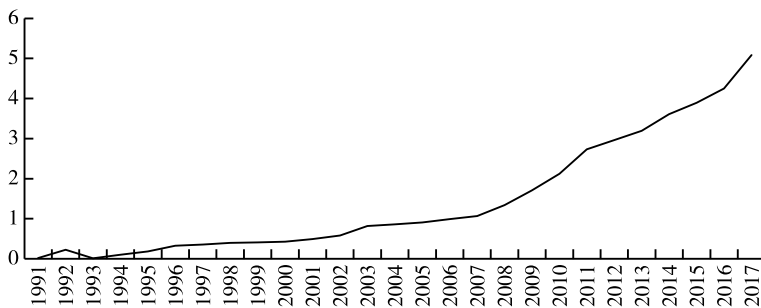


图8 1991 ~ 2017 年哈萨克斯坦月均额定养老金 (单位：万坚戈)

资料来源：同图5。

综上，哈萨克斯坦居民的预防性货币需求随着收入增长率的下降而下降。政府在社保领域的投入逐年增加，也表明个人在社保方面的投入在减少，这实际上也降低了哈居民的预防性货币需求。同时哈政府为了应对金融危机和提高本国居民的生活水平，建立了较为完善的风险防火墙，既有主权财富基金为其经济主导产业（能源）的稳定发展提供保障，又有政府的一系列工业化政策为国家经济的长期发展护航。政府较强的风险抵御能

^① 《哈萨克斯坦在居民社会保障领域取得较大进展》，<http://www.mofcom.gov.cn/article/i/dxfw/jlyd/201309/20130900325813.shtml>

力在很大程度上降低了本国居民的预防性压力，再加之收入下降的因素，两者共同导致预防性货币需求的降低。

(三) 投机性需求

由于货币极佳的流动性和周转性，如若持有货币，便能根据市场行情来及时选择合适的行业进行金融投机。因此而持有的货币，凯恩斯将之解释为货币的投机性需求。凯恩斯认为货币的投机性需求取决于利率高低（见公式5）。

$$M_{d3} = f(i) \quad (f' < 0) \quad \text{公式 5}$$

其含义是，当现行利率过高时，人们预期利率会下跌，便放弃货币而持有债券，即减少货币需求，这样不仅可以获得较高的债券收益，而且当以后利率下跌时还会因债券升值获得额外的资本溢溢。当现行利率过低时，人们预期利率会反弹，便放弃债券而持有货币，即增加货币需要量，这样可使收益损失和风险降至最低。因此，投机性货币需求是利率的反函数，同利率的高低呈反方向变动^①。

在凯恩斯的基础上，托宾将收益与风险结合起来分析货币的投机性需求，解释了人们同时持有货币和债券这一现象^②，并再次证明了凯恩斯投机性货币需求函数（公式5）的成立，即货币的投机性需求与利率之间呈反比变化，较高的利率表示投机性货币需求在降低，反之则投机性货币需求增加。

哈萨克斯坦国家的基准利率（自2017年起，该国官方再融资利率等价于基准利率），根据哈央行2018年9月公布的数据显示为9%，与发达国家利率相比处于较高的水平（见表1）。

表 1 发达国家利率

国家	利率名称	当前值 (%)	前次值 (%)	升降基点 (BP)	公布日期
美国	联邦基金目标利率	2.00 ~ 2.25	1.75 ~ 2.00	25 ↑	2018.9.1
欧元区	再融资利率	0	0	0	2018.6.1
日本	央行利率决议	-0.10	-0.10	0	2018.9.1
英国	央行利率决议	0.75	0.75	0	2018.9.1
加拿大	隔夜目标利率	1.50	1.50	0	2018.9.5
澳大利亚	隔夜利率	1.50	1.50	0	2018.9.4

① <http://wiki.mbalib.com/wiki/>

② 朝克图、周亚军：《西方货币需求理论研究述评》，《现代管理科学》2011年第7期。

新西兰	官方现金利率	1.75	1.75	0	2018.8.10
瑞士	央行利率决议	-0.75	-0.75	0	2018.9.1
韩国	基准利率	1.50	1.25	25 ↑	2017.11.1

资料来源：东方财富网，<http://data.eastmoney.com/cjsj/globa/Rate.html>

与“金砖国家”相比，哈萨克斯坦的利率水平仅次于巴西（14%），与俄罗斯的利率水平（10%）相近，其值仍处于较高位（见表2）。

表2 “金砖国家”利率

国家	利率名称	当前值 (%)	前次值 (%)	升降基点 (BP)	公布日期
巴西	基准利率	14.00	14.25	-25 ↓	2016.10.19
俄罗斯	再融资利率	10.00	10.50	-50 ↓	2016.9.16
南非	再回购利率	7.00	7.00	0	2016.7.21
印度	再回购利率	6.25	6.25	0	2018.8.7
中国	1年期存款利率	1.50	1.75	-25 ↓	2017.7.12

资料来源：同表1。

从上文的分析可以看出，与世界主要经济体的利率水平相比，哈萨克斯坦利率处于较高位，高利率意味着获取资金的成本也很高，这无疑会抑制投机积极性，随之也相应拉低其国内市场上的投机性货币需求量，在该国GDP连年上升的情况下，导致其货币化进展缓慢。

四 结论与启示

结合上文的分析，本文主要得出以下三点结论：

第一，从历史角度看，哈萨克斯坦的货币化程度是曲折上升的；但横向对比来看，该国的货币化程度不高。尤其是该国的广义货币供应量的统计口径中包含非银企业和个人的外币存款（外币活期存款与外币其他存款），如果剔除外币因素，该国的货币化程度则更低，这又进一步造成非货币化经济部门和美元化经济部门对央行货币政策的反应滞后。

第二，2000年以后，当哈萨克斯坦的GDP大踏步向前迈进的时候，金融业的发展并没有同步深化。因此，当其政府意欲向工业化经济转型，并在危机后实现经济领域的跨越式发展时，由低货币化而导致的资金配置效率低下等金融问题成为制约其经济进一步发展的瓶颈。

第三，哈萨克斯坦政府实行的“低收入增速 + 高利率”政策，其初衷

是为了缓解国内通胀压力。但目前来看,这一政策在金融领域却成为从需求端压制该国货币化程度提升的主要因素。另外,政府的高保障也会降低人们的预防性货币需求,这对处于低货币化进程的国家而言似乎并不利于金融深化。让政府的部分保障职能回归市场,不仅有助于健全国家保障体系和减轻政府压力,也有利于新兴市场国家的金融深化。

哈萨克斯坦的货币化历程所带来的启示主要包括以下两点。

第一,“低收入增速+高利率”政策虽可以缓解通胀压力,但在新兴市场国家,尤其是存在美元化现象的国家,类似的政策却会从需求端打击民众的持币积极性,对本币的消极需求不但影响本国的经济货币化进程,也会成为美元化程度进一步加深的幕后推手。

第二,经济增长与金融发展的关系在20世纪中期就被很多专家学者验证过。但在经济繁荣时期,人们大多只关注经济增长而选择性忽略金融发展。在危机时期,政府本应加大金融支持的力度来协助经济走出颓势,但实际上却又很容易以控制风险为名来对金融施加诸多限制。落后的金融水平与脱离了宏观经济运行周期的金融发展,这让本就处于危机中的经济更加雪上加霜。哈萨克斯坦自金融危机之后忽高忽低的GDP增速也说明,在新兴市场国家,忽视金融发展将会使经济增长缺乏动力支撑。

主要参考文献:

1. [美] 鲁迪格·多恩布什:《宏观经济学》,中国人民大学出版社2010年版。
2. 伊万·沙拉法诺夫、任群罗:《哈萨克斯坦如何应对“荷兰病”》,《俄罗斯研究》2015年第2期。
3. 张文:《经济货币化进程与内生性货币供给》,《金融研究》2008年第2期。
4. 郑先炳:《利率导论》,中国金融出版社1991年版。
5. 盛松成:《鲍莫尔模型和惠伦模型述评》,《学术月刊》1986年第10期。
6. [美] 本·S. 伯南克、弗雷德里克·S. 米什金等:《通货膨胀目标制:国际经验》,东北财经大学出版社2006年版。
7. 孙钰:《哈萨克斯坦和吉尔吉斯斯坦两国伊斯兰金融法:比较、评析》,《新疆财经》2013年第5期。
8. 朝克图、周亚军:《西方货币需求理论研究述评》,《现代管理科学》2011年第7期。
9. 刘劲松、黄安仲:《货币供求均衡思想的历史传承》,《现代管理科学》2007年第2期。

(责任编辑:徐向梅)