



经济管理学术文库·金融类

金融体系促进经济增长作用研究

Research on the role of financial system in
promoting economic growth

周 正 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·金融类

金融体系促进经济增长作用研究

Research on the role of financial system in
promoting economic growth

周 正/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融体系促进经济增长作用研究/周正著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 8
ISBN 978 - 7 - 5096 - 5308 - 1

I. ①金… II. ①周… III. ①金融结构—关系—经济增长—研究—中国 IV. ①F832
②F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 203567 号

组稿编辑: 谭 伟
责任编辑: 谭 伟
责任印制: 黄章平
责任校对: 王纪慧

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 16

字 数: 216 千字

版 次: 2017 年 8 月第 1 版 2017 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 5308 - 1

定 价: 68.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

无论是学术领域的理论和经验研究，还是各国经济发展实践，从横向和纵向的观察与理论结果都表明，在高度开放的社会经济环境中，能够促进经济增长和发展、对一国自主创新和经济体系演化起支撑作用的是强大、稳健、高效的金融体系。与此同时，金融体系的发展、结构变化和金融机构的创新也会受到各种宏微观经济社会因素的影响。本书从金融体系发展与演化的角度考虑采用金融制度、机构、规模和结构相结合的分析框架来研究金融体系的发展和演化，从理论研究、实证检验和现实比较三个角度出发，试图分析和解释当前中国金融体系演化、金融机构创新和金融体系发展的影响因素和作用效果，并且为金融体系的创新和发展提供经验支持与政策建议。本书在进行相关文献的梳理后，主要以理论联系实际的研究方法，从三个方面探索金融机构创新、金融体系演化和金融体系发展的路径与效应。

大致来说，从经济学和金融学领域分析金融体系的发展主要包括三个方面：在量的方面，是指和产出水平有关系的金融发展——经济增长联系研究；在质的方面，是指金融机构功能的创新与金融资源配置效率的优化；在结构上，是指金融体系内部金融中介和金融市场的关系和比例，以及它们各自的作用与影响。

金融体系的演化和发展对于宏观经济总量指标变动实际影响的研



究已经较为丰富，主要包括金融体系发展和金融深化对经济稳定、经济增长和收入水平的影响等方面。从我国金融体系的实际运行情况来看，金融体系发展对经济增长的作用效果存在明显的地区差异。由于地区经济发展水平、人均收入水平和市场化发展程度等因素的差异，各地区金融发展和经济增长之间的关系也存在着很强的异质性，影响金融发展和金融体系结构比例变化的重要因素包括人均经济增长水平、人均收入和人均消费水平等宏微观经济因素，并且这种影响幅度在不同地区存在着显著的区别。

金融体系创新主要反映在金融机构的创新上，采用演化博弈的分析方法，在有限理性的基础上，对金融机构和金融体系的短期和长期演化进行了研究，较为系统地分析了从部分金融机构开始创新到整个金融体系接受创新乃至金融体系演化发展的全部过程，并从中寻找影响金融机构创新和金融体系演化发展的因素。从研究中发现，金融机构的策略和金融体系的发展主要受到创新收益和制度因素的影响。短期来看，整个博弈不存在纳什均衡，到底哪一个策略集合会更加稳定将取决于收益的具体情况，静态的短期博弈不能完全和准确地刻画金融机构的创新博弈，更不能显示出整个金融体系的演化路径。长期中，金融体系的演化则分别和金融机构的创新收益、人口因素、经济增长、技术水平、制度变化、员工教育程度和社会文化等影响因素有关。在理论分析的基础上，本书还对中国和印度两个国家的金融体系发展进行了历史回顾与比较研究。

本书的实证研究部分分别利用银行信贷规模、股票市场规模等金融体系的结构指标、金融发展指标和衡量金融发展的企业外部融资等指标来考察金融发展的影响因素，以及其与经济增长、企业技术创新等宏微观变量之间的关系与影响效应。此外，由于制度和历史方面的原因，我国目前仍然处于以银行等金融中介机构为主的金融体系发展阶段，而且各地区市场化程度发展也存在着明显的差异，这些都为本

书的经验研究提供了一个特殊的背景，因此在三篇实证计量研究中，本书也引入了制度环境等控制变量。具体的研究结论表明：基本上支持了金融发展和经济增长的正相关关系，但是二者之间的互动和因果性则存在着明显的地区差异，这也表明金融体系的发展和金融深化与经济增长之间存在着非线性的关系，而且经济发展、收入水平、制度环境都对金融发展有显著的影响；以银行为代表的金融中介机构发展和以股票市场为代表的金融市场发展对于经济增长和产业升级的影响方向和显著水平存在不同，而且各自有其作用的对象；金融发展对于微观企业的技术创新存在显著影响，金融体系发展会缓解企业的融资约束，从而会在微观层面上影响企业的 R&D 投入。

我国正面临金融走向全面开放的转折点，创建稳定的、富有效率的金融体系，丰富金融生态系统，深化金融发展对于中国经济的可持续发展和金融体系的稳定来说都具有非常重要的意义。作为一个总体，金融体系的基本职能是将储蓄转化为投资，保障社会再生产顺利运行，促进实体经济的发展。当金融体系运行效率低下时，国内储蓄不能有效地转化为投资，金融创新、金融体系内部变化和金融深化发展可以促进企业投资和自主创新活动的开展。综合来看，中国金融体系的发展仍处于一个有待深化的阶段，并且银行体系和证券市场都发挥着各自的功效，要想进一步提高金融体系的效率则应该对金融中介和金融市场共同推进，尤其是在金融制度改革、金融抑制放松和减少政府干预等方面取得实质性进展。

目 录

第一章 绪论	1
一、研究背景及意义	1
二、研究的目标和内容	3
三、研究的方法和思路	7
第二章 相关理论回顾及评析	8
一、金融创新	8
二、制度演进与金融创新动力	21
三、金融体系的界定和分类	29
四、评述与研究方向	37
第三章 中国金融体系的演化变革与趋势	38
一、金融体系与法律体系	39
二、金融体系与开放经济	43
三、金融制度与经济发展水平	50
四、金融体系与政府态度	66
五、金融体系与意识形态	69



六、金融体系与制度惯性	72
七、金融体系与金融功能	75
八、金融创新的“光明”与“黑暗”	79

第四章 金融发展、金融深化与金融创新

——基于金融体系演化变迁视角的分析	93
-------------------------	----

一、金融发展理论	93
二、金融深化理论	102
三、金融创新的内涵以及动因	110
四、金融创新演化博弈分析的有限理性基础	123
五、金融创新的演化博弈分析	136
六、结论与启示	159

第五章 金融体系变迁路径的国别比较

一、我国金融体系变迁路径	161
二、印度金融体系的演化	171

第六章 金融发展、居民收入与经济增长：

基于 PVAR 模型的升级层面数据的经验研究	174
------------------------------	-----

一、文献回顾	176
二、模型、变量和数据	179
三、实证检验和分析	183
四、研究结论和政策含义	196

第七章 股票市场发展、银行信贷规模与产业结构升级：

来自中国省级层面面板数据的证据	199
-----------------------	-----

一、计量模型与估计方法	203
-------------------	-----

二、数据和变量	205
三、实证分析	208
四、研究结论及政策含义	213
第八章 外部融资、企业规模与技术创新：经济转型 过程中微观公司层面的实证分析	215
一、文献综述与理论假设	218
二、研究设计	221
三、实证结果及分析	225
四、政策含义与启示	230
第九章 结论	232
参考文献	236

第一章 绪论

本章对金融体系创新背景与演化、发展情况等基本问题进行简要回顾，并分析本课题研究的理论意义与现实意义。在确定本书研究内容的前提下，概述本书的研究方法、框架结构等内容。

一、研究背景及意义

从历史和现实的经验来看，随着一国经济的发展、社会制度的变迁，金融体系也相应地发生着变化与发展，尤其是在经济全球化和金融全球化发展的背景下，一国金融体系的演化和发展对于经济体的宏观变量都有着重要的影响。金融体系的基本功能在于引导资本从效率低下、发展前景悲观的部门和产业中退出，同时将资本配置到最有效率的产业和部门中去。一方面，有效配置资本需要收集、处理大量有关的信息，单个的储蓄者由于时间、精力和能力有限，无法为此承担高昂的信息成本，这一任务，理所当然地由专业化的金融中介及其所组成的金融体系来承担。正是由于有效地降低了信息成本，金融体系得以对各种信息做出反应，并在此基础上配置资本（Allen and



M. Santomero, 1998)。例如,金融体系可以根据所获得和处理的信息对令人眼花缭乱的新技术进行鉴别,可以挑选出具有眼光的企业和企业家等,从而加速产品的更新和技术的进步。一个具有一定规模,流动性较好的金融市场也具有刺激有关机构去收集、处理市场信息的作用(Kyle, 1984; Holmstrom and Tirole, 1993)。另一方面,一个有效的金融体系并不仅是信息的被动接受者,同时也通过价格形成机制向市场提供信息。例如,股票市场通过股价向公众提供、发布有关企业的信息,从而引导资本的有效配置。

我国金融体系以信贷融资为主,相对于发达国家而言,我国银行在金融体系中扮演着更为重要的角色,同时,由于建立时间不久缺乏经验以及经济转轨等原因,存在着各种风险,也使得我国金融体系呈现出一些脆化的现象。在过去很长一段时期里,银行局限于财政融资的观念、方法和框架,没有建立起市场化的融资观念,忽视风险控制。这种把市场化的金融资源当作财政资源加以分配、管理的做法,势必造成大量不良资产、治理结构缺损、经济金融发展脱节等问题。虽然近年来,经济增长方式不断转变,金融环境得到了明显改善,金融体系配置资源的功能也得到了相应的加强,但存在的问题仍不能忽视。经济的快速增长并不意味着金融体系会自然而然地向好的方向演化,这些问题的实质是市场建设和融资体制建设落后、信用和制度薄弱等深层次问题在宏观经济上的表现。因此,要着眼于形成强健高效的金融体系,支持经济社会发展;关键是要着力打造健全发达的微观制度和金融基础设施,真正树立起市场化经济条件下融资的观念、方法和体制,以此推动经济金融的良性循环和发展。

我国正面临金融走向全面开放的转折点,创建稳定的、富有效率的金融体系对于我国来说具有非常重要的意义,世界经济格局的变迁必然引起世界金融体系格局的变化,这也是我国发展自己金融体系的一个机会。



本书具有重大的理论和现实意义及应用价值。一方面,本书尝试在经济学、制度经济学和法经济学等相关交叉学科的基础上,构建金融体系创新的演化博弈模型和相关均衡结果,为促进相关领域理论和实证的深入研究提供新思路和新方法;另一方面,当前我国面临经济转型和经济增长的双重压力,虽然近几年我国经济高速增长,但也要认识到经济的快速增长并不意味着金融体系配置资源的效率就必然提高,这些问题的实质是市场建设和融资体制建设落后、政府干预、市场化程度较低、信用和制度薄弱等深层次问题在宏观经济上的表现。因此,要着眼于形成强健高效的金融体系,支持经济社会发展;关键是要着力打造健全发达的微观制度和金融基础设施,真正树立起市场化经济条件下融资的观念、方法和体制,以此推动经济金融的良性循环和发展。本书拟为相关政府实务部门提供具有较高可信度的定量化决策依据和大量基础性素材。

二、研究的目标和内容

(一) 研究目标

本书的总体目标是从理论和实证两个方面以演化博弈与历史比较分析相结合的分析方法为主,对金融体系创新和发展的演化博弈进行分析,在前人的研究基础上,利用演化博弈的分析工具和制度经济学、法经济学的研究方法,考虑采用金融机构创新竞争的分析框架来研究金融体系的演进和发展,从理论研究和实证研究两个角度出发,分析影响我国金融机构竞争均衡、金融体系发展、金融深化的因素,并对金融体系发展和经济增长、企业创新之间的关系进行经验研究,以期



为我国金融制度改革和经济可持续增长提供理论与经验支持。运用计量经济学实证分析方法,探讨法律制度、经济增长情况和经济开放水平等因素与金融体系创新和金融发展的相互影响,识别各相关因素对我国金融体系创新发展影响的显著性、敏感性及数量关系等基本事实。

(二) 研究内容

本书分为以下五个子课题开展研究:

1. 探讨演化博弈的有限理性分析基础

Barberis 和 Thaler 将行为金融学的研究内容分为两大部分,即心理学研究和套利限制 (Limits of Arbitrage), 而 Shefrin 则从研究主题的角度将行为金融学分为启发式偏误 (Heuristic - Driven Bias)、框架依赖和非有效市场 (Inefficient Market) 三部分。总体来看,行为金融学都是从具体投资者的角度,分别针对投资者的有限理性行为做出的分析,事实上,是一种对于有效市场理论中假设条件的弱化处理。然而虽然投资者处于有限理性的状态,实际上金融机构或者说金融组织也是处于有限理性的状态,这种有限理性会对金融市场的有效性以及金融体系的健全性带来直接的影响。从已有文献来看,发现这方面的研究较少。事实上,金融体系的演变最早是从金融工具创新开始的,但是金融工具创新过于频繁,导致其作用和结果难以估计和控制。相对来说,金融机构的创新则较少且趋于平稳,其对于金融体系变迁的影响也更容易观察。因此,从金融机构的创新开始研究金融体系的变迁就成为一个不二的选择。因此,本部分具体探讨金融体系演化博弈的有限理性基础。

2. 以金融机构创新竞争策略为基础的演化博弈模型

通过对已有文献的梳理我们发现,无论如何定义金融创新,都离不开两个基本的内容:一是金融创新是超越时空限制的概念,金融创新始终是一个动态的、不断发展的概念,传统的静态均衡分析不能刻



画金融创新的动态性质；二是金融创新的实施主体是金融机构，金融机构在金融创新中的策略选择会影响乃至决定金融体系的组成结构与变化趋势。同时，具有有限理性的金融创新主体，在均衡的演进中是具有主动性的。必须承认演化博弈分析范式对于理解制度的形成和演进确有其巨大的价值，因为它既然可以理解无意识演化中的秩序形成和演进，那么作为有意识的制度创立和变迁也就不难理解。由此，本部分将对金融机构创新的分析采用有限理性基础的演化博弈方法，对于主动变异的金融机构创新策略进行演化博弈分析，研究什么样的金融机构创新会得到市场化，金融机构创新会对整个体系均衡产生何种影响。

3. 金融体系演化发展的国际比较

实际上金融机构创新之后，由于其所处经济环境及其变化而存在多种初始条件和中间参量，这些都使得博弈结构可能存在多个均衡的破解路径。即使两国随后面临同样的环境和市场，他们的金融体系的演进依然很可能相差很远，其结果取决于各自金融体系发展的历史轨迹。因此，运用历史比较分析的方法来对博弈分析进行补充是不可缺少的。由于各国的历史条件、价值观念、法律政策等存在着诸多的差异，一国金融市场中在完成储蓄向投资转化的主要方法和过程存在着一定的差别，从而形成了不同的金融制度。对于不同国家金融制度的比较，有利于我们了解金融体系变迁过程中创新所起的作用，乃至扩散过程中与其他社会体系的相互关系。本部分将对不同金融体系进行比较分析，同时具体给出具有典型意义的不同国家的金融体系演化。

4. 经济增长、法律制度和经济开放水平与我国金融体系发展关系的计量检验

尽管大多数经济学家对金融体系的重要性基本上已经达成共识，但迄今为止，正统的金融发展理论并没有就金融体系发展和经济增长之间的因果关系给出一个明确的回答，金融发展到底是内生变量还是



外生变量并无定论，尤其对金融结构在经济发展中所起的作用也不存在统一的意见（Becker and Levine, 2000；Cecchetti, 1999）。理论上的怀疑直接导致了对金融体系在经济发展中具体作用的分歧。此外，究竟是否存在影响着金融体系结构的形成和演变的因素？换言之，是否应该将金融体系的结构视为一个内生变量？由于这一问题涉及不同金融中介和金融市场之间的动态分工，因此相对于金融发展的内生性问题而言，金融结构的内生性问题显得更为复杂。本书将对这些内容展开初步的计量检验，考察经济增长、法律制度、收入水平等因素和金融发展之间的关系。

5. 外部融资和微观层面的企业技术创新

本部分将在已有文献的基础上，分析企业的外部融资对于其技术创新的影响，以期得到微观层面上二者之间的经验联系。根据金融发展和经济增长方面文献的结论，不同国家或地区的金融发展，尤其是银行信贷市场的发展对于经济增长和生产率提高具有重要影响（Banerjee, Duflo and Levine, 2005）。世界银行 2001 年的研究报告也表明，金融对经济长期增长的贡献主要是通过基本意义上的技术进步实现的。有关金融发展和经济增长之间关系的研究产生了很多的成果，尤其是金融发展对技术进步影响的宏观层面分析已经取得了基本一致的结论，即金融市场尤其是信贷市场的发展能够为技术创新分散风险、提供资金，从而促进国家或地区的技术创新能力并进而实现产业升级和经济发展。根据 OECD 国家的经验，融资约束会在微观层面上影响企业的 R&D 投入（Hall and Lerner, 2009）。但是，有关金融市场和技术进步的微观层面的分析却少有涉及，尤其是针对新兴市场经济国家融资约束和技术创新关系的研究就更是缺乏。在本部分中，我们将从微观角度入手，试图将更多的注意力集中在找出影响企业技术创新的原因，以及这些因素会如何作用于企业的技术创新活动，以更好地理解到底是什么原因阻碍了企业的技术创新等能够提升企业生产率的活动。



三、研究的方法和思路

(1) 明确指标体系,通过二手数据搜集、问卷调查及专业数据购买等形式来形成专业数据库。通过数据搜集和实地调研获取我国金融创新和相关影响因素的第一手资料。指标体系主要包括:微观、行业及地区层面的经济增长、经济开放度、法律制度等数据;数据获取方式为,一方面,广泛搜集《中国统计年鉴》、《地区统计年鉴》、《中国金融统计年鉴》等官方数据;另一方面,基于我国有些方面的数据不够系统和完善,拟通过问卷实地调查、向相关政府机构和公司购买专业数据等方法来形成数据库。

(2) 计量分析方法。在本书的综合理论框架下,对各种影响金融创新和金融深化发展的相关指标和金融创新发展指标进行一系列的回归分析,以在时间序列上测度各种影响因素和因变量之间的静态和动态的关系。本书在实证研究中,可以利用面板数据计量方法对各种相关因素与金融创新、金融发展的长期关系进行回归分析,避免短期干扰所带来的不利影响。

(3) 采用演化博弈的分析方法,系统地描述从金融机构创新开始到金融体系演变的全过程,从不同时间区段来考察金融机构创新策略的博弈,以及金融机构创新的均衡状态及其对金融体系演化发展的影响,希望能够对金融体系均衡发展提供一个比较正确和清晰的认识。

(4) 利用历史和比较分析方法,客观评价金融体系演化创新发展的路径,对不同国家金融体系发展的历史进行梳理和比较。

第二章 相关理论回顾及评析

一、金融创新

金融创新成为当代学者的研究重点，尤其是伴随着不断出现的金融危机，从亚洲金融危机到次贷危机再到欧债危机，对于金融创新的研究进入了一个新的阶段。这方面的研究之所以引起重视源于这已不仅仅是学术界或金融企业抑或是个别国家关注的问题，而是成为影响全球经济发展和每个人、每个国家切身利益的问题。

金融创新的内在机理演化博弈分析（2009，张青）根据芬纳提（Finnerty，1988）金融创新矩阵的观点，我们可以从更宏观的角度来理解成为两大力量的博弈，即政府规制部门和获取比较利益的主体之间的博弈。一般来说，由于政府对一个新市场的出现最初都持有谨慎态度，并对其可能造成的制度及社会稳定等方面的冲击考虑过多，因此在一项新的创新面前，政府通常扮演阻力的角色。而那些获取比较利益的主体者最初为获得更小的风险或更少的成本等比较优势而进行创新活动，他们更加理性地运用市场机制，使得社会资源配置尽量达