

·西部经济论丛·

金融创新 与发展研究

Jinrong Chuangxin
Yu Fazhan Yanjiu

卓武扬 毛茜◎主编



西南财经大学出版社

·西部经济论丛·

金融创新 与发展研究

Jinrong Chuangxin
Yu Fazhan Yanjiu

卓武扬 毛茜◎主编



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融创新与发展研究/卓武扬,毛茜主编. —成都:西南财经大学出版社,2014.4

ISBN 978 - 7 - 5504 - 1240 - 8

I. ①金… II. ①卓…②毛… III. ①金融事业—经济发展—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 258753 号

金融创新与发展研究

卓武扬 毛 茜 主编

责任编辑:李 雪

封面设计:墨创文化

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www. bookcj. com
电子邮件	bookcj@ foxmail. com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	185mm × 260mm
印 张	24. 25
字 数	525 千字
版 次	2014 年 4 月第 1 版
印 次	2014 年 4 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 1240 - 8
定 价	68. 00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前言

2007年7月,美国出现次贷危机。2008年9月,雷曼兄弟公司倒闭。美国的金融危机不仅裂变成全球的金融危机,而且转变成十足的经济危机,对全球经济形成严重冲击,给多国带来失业大增、政治动荡的严峻挑战。人们纷纷将危机爆发的“元凶”归结为高证券化、高杠杆率、高流动性的金融产品创新。

然而,从广义上说,金融创新不仅包括金融产品的创新,而且包括金融业中机构组织形式、经营管理机制、金融服务以及融资方式等一系列创造性变革、组合、发展、演进。现在全球经济已经度过了最为艰难的时期,但如果不对现有的经济金融体系在危机中暴露出的深层次和结构性的问题进行反思和追溯,很可能无法完全消除导致危机的隐患。另外,在我们追根溯源找到危及金融体系的深层次原因的同时,金融经济又有怎样的发展路径和发展趋势,更是我们关心的话题。

随着金融的发展,交易成本的降低、市场的完善、价格中信息含量的提高等所带来的福利一直造福着社会,金融体系带来的资本积累和技术创新也推动着经济的发展。毫无疑问,金融创新在节约筹资成本、提高投资回报、提供日益精确的风险管理以及在税收和管制范围的变迁中更高效率地运作等方面的优势已为广大投资者、企业、金融服务机构所认识。

金融的核心,在于跨时间、跨空间的价值交换。正是金融创新更为有效的资源配置功能在整个经济中发挥的强大作用,使得金融体系在当今每个经济体中日益重要,不可替代。那么,金融创新过程中带来的跨越时间、跨越空间的价值交换能解决人类什么问题?可能带来怎样的效应?换言之,金融体系将如何发展?

本书基于四川省教育厅人文社科重点基地“科技金融与创业金融研究中心”相关项目和课题,邀请西华大学经济与贸易学院教授、博士和其他教师、研究生、兄弟院校金融学科科研同仁,以及金融实践领域各方人士,就金融市场、公司金融、金融产品、金融监管等领域的创新与发展问题进行探讨,专注于经济学、法学、管理学、风险管理等在金融领域的交叉学科研究。现将相关研究成果收集汇编成册,题为《金融创新与发展研究》。论文集的探讨立足于当前金融创新与发展的前沿问题,研究视野不局限于本区域、本土,而是扩展至国际、洲际。论文集的汇编和出版,在展现各方智慧和观点的同时,也希望为当今金融领域的发展提供智力支持。

本书涉及金融理论、金融法律、金融制度、金融创新等金融前沿问题以及金融案例分析等方面内容，由西华大学卓武扬教授、教师毛茜主编，西华大学经济与贸易学院公司金融专业的研究生甘璐、周鑫睿参与了本书的编纂。

当然，金融学博大精深，当本书以管中窥豹的视野探析金融创新与发展问题时，难免陷入盲人摸象的局限与困顿。因此，本书的出版意在抛砖引玉，欢迎读者们交流和建议。

编者

2013年10月

目 录

MULU

◇ 第一篇 金融理论研究

中国金融发展与服务贸易互动关系研究

——基于 VAR 模型分析 程盈莹 郭 明 3

能源价格波动：金融因素及其应对措施 贺 刚 12

新型城镇化中的融资机制研究 贺 刚 19

金融成长周期理论背景下的企业融资结构分析 刘 俊 24

不确定收入和投资成本、不对称信息和企业投融资战略 罗 涛 29

基于精算定价视角下的预定利率市场化影响探析

——兼对《中国保监会关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》
的解读 毛 茜 张 佩 54

银行业外部风险传染的现状、特征及防范对策 宁国芳 63

从财务分析角度看企业融资健康度

——以通威公司为例 王文君 68

套期保值的正确理解与合理使用 伍 刚 76

人力资本与公司绩效：我国保险公司的实证研究 姚寿福 82

我国货币发行量高速增长的经济效应分析 陈 涛 姚寿福 90

资本区域流动特点及均衡分析	义旭东	98
略论区域金融生态环境的优化	曾建民 罗 丹	102

◇ 第二篇 金融法律研究

我国农村合作金融的立法构建探析	彭 景	109
金融服务消费者权益保护的法制建设研究	王伦强	114
进口押汇的法律关系及银行的风险防范	袁春梅	121
美国中小企业的融资渠道		
——JOBS 法案及启示	谭 阳 郑兴渝	126
论民营银行市场准入的法律法规约束	朱怀庆	132
证券电子商务的若干法律问题研究	卓武扬 周鑫睿 甘 璐	137

◇ 第三篇 金融制度研究

境内上市公司现金分红制度的完善	凌廷友	145
存款保险制度的国际比较及对中国的启示	刘 俊	151
中国各土地制度经济效率：比较与选择	龙云安	157
澳大利亚碳定价制度分析及对我国的启示	陆 雨	169
浅谈民营银行的风险及防范	袁春梅 柳 絮	175
中国企业年金的治理缺陷及应对策略	张 佩 毛 茜	180
我国新股发行定价方式市场化演进与改革	朱怀庆	187

◇ 第四篇 金融前沿问题

房地产投资信托基金的发展探究	何秋洁	193
谨慎看待优先股的作用	凌廷友	199
中国银行理财市场发展趋势研究	孙从海	204
商业银行对中小企业融资的互助担保模式分析与改进	王伦强	211
中小微企业融资问题探讨	伍 刚	218



基于社会网络的民间借贷信用评价指标体系研究	熊于宁	225
引进投资发展区域经济过程中需要警惕“候鸟企业”现象	于代松	231
中国中小企业国际化的现状分析及对策研究		
——基于调研数据的实证	左世翔	236

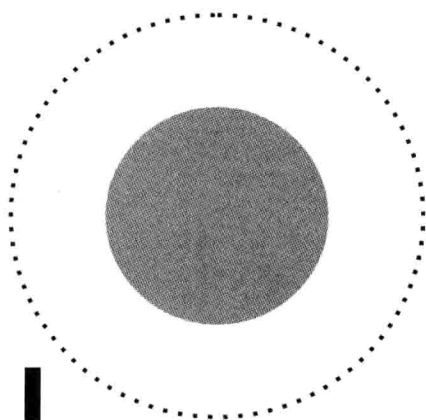
◇ 第五篇 金融创新研究

中国金融服务贸易竞争力研究	程盈莹	247
基于互动机制的银行多元化分销渠道配置策略研究	崔敬东 高庆成	253
浅析网上支付中的用户身份鉴别机制	高庆成	259
金融经济可持续发展与创新的关系探悉	黄煦凯	267
金融创新与经济增长	黄煦凯	272
碳金融发展背景下我国商业银行业务创新的现实路径	陆 雨	283
后危机时代对金融创新作用的再审视		
——对金融创新、金融风险与金融危机之间关系的文献综述		
.....	毛 茜 甘 璐 周鑫睿	289
四川省人口老龄化与商业银行业务创新	谢海芳	295
基于金融创新的系统性金融风险传导路径研究	徐 雷	301
浅析电子支付工具的现状、问题与对策	罗 丹 曾建民	307

◇ 第六篇 实务案例研究

美国房地产投资信托 (REITs) 研究及对我国的启示	何秋洁	319
挖掘农村闲置土地潜力之 SWOT 分析		
——以四川省巴中市平昌县生态鸡养殖为例	蒋 丽 冯 川	328
温州民间借贷困境及其政策分析	兰 虹	337
中资银行与外资银行理财业务发展比较研究	孙从海	343
从我国输往国外太阳能光伏产品争端解决看 WTO 《与贸易有关的投资措施		
协议》	吴总建 陈 妍	350

景点类旅游上市公司丽江公司财务状况分析	游文静 张 华	358
保险法案例教学中提升学生参与度的方法探讨	张 佩	365
美国家庭的理财与投资	谭 阳 郑兴渝	371



金融理论研究

【第一篇】

JINRONG LILUN YANJIU



中国金融发展与服务贸易互动关系研究^①

——基于 VAR 模型分析

程盈莹 郭 明^②

【程盈莹 西华大学经济与贸易学院 四川成都 610039】
【郭 明 南京银行扬州分行 江苏扬州 225000】

〔摘要〕 本文以中国服务贸易 1982—2007 年的相关数据为样本, 基于 VAR 的分析框架研究了中国金融发展与服务贸易的互动关系。结果表明: 中国金融发展与服务贸易之间存在稳定的长期的均衡关系, 其中金融发展对服务贸易进出口有显著的促进作用, 且对服务贸易进口的作用更大, 而服务贸易进出口对金融发展仅具有微弱的促进作用。在短期内, 金融发展水平与服务进出口贸易之间的互动关系比较微弱。因此, 中国应该加快金融行业的改革与创新步伐, 发挥金融对贸易的促进作用。

〔关键词〕 金融发展 服务贸易 向量自回归模型

一、引言

服务贸易正成为全球经济竞争的重点, 全球经济的 70% 是服务型经济。要转变经济增长方式, 就要加快服务型经济发展, 特别是要加快服务贸易发展。随着世界全球化进程的加快, 金融发展和贸易的互动关系日益突出。金融发展主要通过金融制度、技术创新、资源配置、分散风险和汇率调整等途径来影响国际贸易。贸易对金融发展的作用主要体现在服务贸易的进出口对一国的金融发展水平提出了更高的要求, 需要保证金融的稳定以及更高的金融服务水平^[1]。

目前已有的相关文献认为, 一国的金融发展和国际贸易有着密切的关系。Eaton 和 Grossman (1985)^[2]认为, 当金融市场不尽完善时, 将引起贸易干涉, 所以一国金融市场的完善程度会影响一国的商业政策。Beck (2002)^[3]从企业外源融资的角度构造了一个模型, 通过对 65 个国家 30 年的制造业出口数据进行实证分析, 结果

① 本文获得西华大学重点科研基金项目 (项目编号: zw1221202) 和西华大学澳大利亚研究中心项目 (项目编号: A1321210) 的资助。

② 程盈莹, 女, 西华大学经济与贸易学院讲师, 博士, 主要研究方向为国际贸易理论与政策; 郭明, 男, 硕士, 研究方向为公司金融。

表明金融体系越完善的国家其出口贸易份额越高,因而金融发展和国际贸易之间存在因果关系。Manova (2008)^[4]证实了金融信贷约束是决定国际贸易流动的一个重要因素。在国际贸易对金融发展影响的研究上,Blackburn 和 Hung (1998)^[5]认为通过规模效应,贸易自由化能加速金融市场的创新和发展,降低金融中介代理成本,产生更高的增长率。Aizenman (2003)^[6]从理论上研究了国际贸易开放对于金融自由化的影响。他认为贸易自由化使得金融控制成本增加,最终导致金融改革的发生。

近年来,国内学者对中国金融发展与国际贸易之间的关系也开始进行了初步探讨。孙兆斌 (2004)^[7]研究表明我国金融发展与出口商品结构之间存在长期稳定的均衡关系,金融发展是出口商品优化的原因,但出口商品结构优化不是金融发展的原因。齐俊妍 (2005)^[8]说明金融发展可以通过提高资本禀赋和促进技术进步来影响一国的比较优势。梁莉 (2005)^[9]认为贸易开放度是金融发展的格兰杰原因,并不是金融发展促进了贸易开放。沈能 (2006)^[10]认为我国金融发展与国际贸易在长期中存在均衡关系。杨丹萍和毛江楠 (2010)^[11]以中国纺织产业为例研究了金融发展与对外贸易的互动关系,结果表明我国金融发展与对外贸易之间存在长期稳定关系。

20 世纪 90 年代末期以来,金融发展理论与国际贸易理论日渐融合,关于两者关系的研究成为当前一个快速成长的学术前沿。以前的研究比较多地集中于金融发展与货物贸易的研究,对于金融发展与服务贸易的互动关系研究,仅仅分析了长期均衡关系,并未分析两者的短期互动关系。本文以中国服务贸易 1982—2007 年的相关数据为样本,采用向量自回归 (VAR) 模型实证分析中国金融发展和服务贸易的短期与长期互动关系。

二、模型、指标选取以及数据来源

(一) VAR 计量模型简介

希姆斯 (Sims) 1980 年提出的向量自回归模型把系统中每一个内生变量作为系统中所有内生变量的滞后值的函数来构造模型,即每个被解释变量都对自身以及其他被解释变量的若干期滞后值进行回归。向量自回归模型 VAR(k) 的一般形式如下:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \cdots + A_k y_{t-k} + Bx_t + \varepsilon_t \quad t = 1, 2, \cdots, T$$

其中, y_t 是 n 维内生变量向量, x_t 是 d 维外生变量向量, k 是滞后阶数, T 是样本个数, $n \times n$ 维矩阵 $A_1, \cdots, A_k$ 和 $n \times d$ 维矩阵 B 是要被估计的系数矩阵, ε_t 是 n 维随机扰动向量,它们相互之间可以同期相关,但不与自己的滞后值相关及不与不等式右边的变量相关。在上式的基础上,本文采用时间序列数据 LnFIR、LnEx 和 LnIm 建立 VAR 模型。

(二) 指标的确定和数据来源

1. 服务贸易规模指标的选取及数据

在以往的对外贸易研究中,较多的学者注重分析金融发展对货物商品贸易的研究,而对外贸易不仅包括商品贸易还包括服务贸易。鉴于相关数据的可获得性,本



文采用服务贸易出口额和服务贸易进口额来衡量服务贸易发展规模。

本文服务贸易进出口额来源于世界贸易组织 (WTO) 国际贸易统计数据库 (International Trade Statistics Database), 由于 Ex 和 Im 是以美元计, 因此将当年的服务贸易出口、进口额分别按当年人民币对美元平均汇率换算成以人民币为单位。

2. 金融发展水平指标的选取及数据

对于金融发展水平指标本文选用 McKinnon (1973) 所提出用货币存量与国内生产总值的比重来衡量一国的经济货币化程度, 在实际的操作中, 常简化为货币和准货币 (M2) 与国内生产总值之比, 用 FIR 表示。这一指标可以近似地反应一国的金融发展水平。

本研究的样本期间为 1982—2007 年, M2 和国内生产总值 (GDP) 数据来源于《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》《新中国五十年统计资料汇编》等资料。

本文为便于分析, 对原时间序列数据进行对数化处理, 取对数后一般会减弱数据的波动性, 且不会改变原数据性质和相互关系, 在某种程度上还能减弱甚至消除时间序列中的异方差。做各变量 LnFIR 、 LnEx 和 LnIm 的时序图 (见图 1), 从图中可以看出, LnFIR 、 LnEx 和 LnIm 存在明显的不平稳性, 且数据随着时间的变化有增大的趋势。

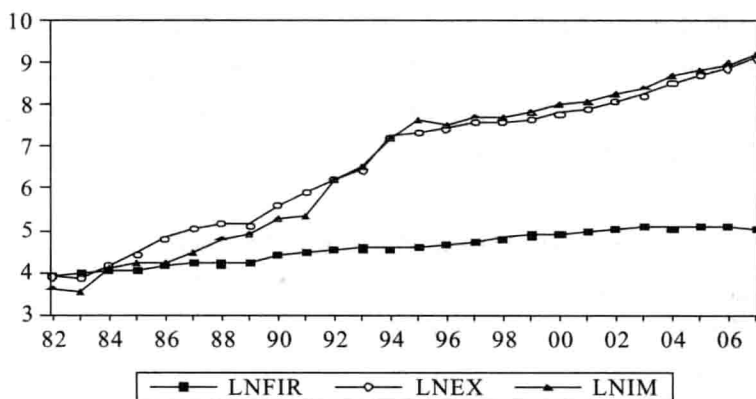


图1 LnEx 、 LnIm 和 LnFIR 的时序图

三、中国金融发展与服务贸易的长期均衡关系

(一) 数据平稳性检验

本文使用的是时间序列数据, 在对时间序列进行分析时, 传统上要求数据是平稳的, 若数据不平稳则有可能出现“伪回归”现象。现实经济中的时间序列一般是非平稳的, 因此, 在对各经济变量进行分析之前, 需要对各经济变量序列的平稳性进行单位根检验, 单位根检验的方法很多, 如迪基—福勒 (DF) 方法、增广的迪基—福勒 (ADF) 方法、菲利普斯—配荣 (PP) 方法, 本文采用 ADF 方法。检验结果如表 1。

表 1 各变量的 ADF 单位根检验结果

变量	检验形式 (c,t,k)	ADF 统计值	ADF 统计临界值 (5%显著性水平)	结论
LnEx	(c,t,2)	-1.459 977	-3.603 202	不平稳
LnIm	(c,t,2)	-1.306 421	-3.603 202	不平稳
LnFIR	(c,t,2)	-0.581 017	-3.603 202	不平稳
Δ LnEx	(c,N,0)	-4.962 964	-2.991 878	平稳
Δ LnIm	(c,N,0)	-5.510 856	-2.991 878	平稳
Δ LnFIR	(c,N,0)	-3.747 858	-2.991 878	平稳

注：①表中检验形式 (c, t, k) 分别表示单位根检验方程中包括常数项、时间趋势项和滞后差分阶数 (由赤池信息准则 AIC 决定)，N 表示无时间趋势项；②“ Δ ”表示变量的一阶差分。

由表 1 可知，在 5% 的显著水平上，LnEx、LnIm 和 LnFIR 的原序列都是非平稳的，一阶差分后的数据均为平稳时间序列，这说明它们均为一阶单整序列，为进一步进行协整分析提供了必要前提条件。

(二) 确定模型的最优滞后期

多变量 VAR 模型的关键是选择系统内解释变量滞后期 K 的长度，而协整分析的结果对滞后期的选择也很敏感。如果滞后期太小，误差项的自相关会很严重，会导致参数估计的非一致性。但是滞后期越长，模型需估计的参数越多，自由度越少，这又会影响参数估计的有效性。为了选择合适的滞后期 K，考虑到样本容量，本文采用 LR、FPE、AIC、SC、HQ 等准则，通过软件处理结果如表 2。从结果可以得出，本文选择的最优滞后期应为 4。

表 2 变量 LnEx、LnIm 和 LnFIR 的 VAR 模型最优滞后期判断结果

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2.243 745	NA	0.000 323	0.476 704	0.625 483	0.511 752
1	64.008 19	108.412 3	1.80e-06	-4.728 017	-4.132 903	-4.587 826
2	69.504 02	7.494 317	2.61e-06	-4.409 456	-3.368 007	-4.164 122
3	90.024 64	22.386 13	1.06e-06	-5.456 786	-3.969 000	-5.106 308
4	112.318 4	18.240 32*	4.34e-07*	-6.665 306*	-4.731 185*	-6.209 686*

(三) 验证 VAR 模型的稳定性

确定 VAR 模型的最优滞后期之后，要对模型的稳定性进行检验。对于滞后期数大于 1 的 VAR 模型可通过矩阵变换，改写成 1 阶分块矩阵的 VAR 模型形式，然后利用其特征方程的根判别其稳定性。如果被估计的 VAR 模型的特征方程的所有根的倒数都小于 1，即位于单位圆内，则说明模型是稳定的；反之，则是不稳定的。根据检验结果 (见图 2) 可知，所有特征根的倒数都在单位圆以内，故 VAR (4) 模型是完全平稳的。所以最终给确定模型的最优滞后期数为 4。

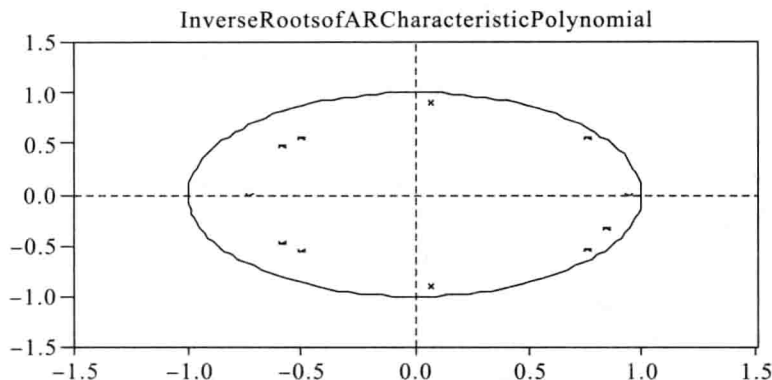


图2 VAR模型的特征根的倒数分布

(四) 协整分析

通过上文分析可知本文所建立的VAR模型是一个稳定的系统。对于稳定的VAR模型系统存在一个或多个协整关系式。Johansen检验可以判断协整方程的个数。本文选取序列无确定性序列线性趋势且有截距的Johansen协整检验结果如表3。从表3可知基于服务产业的中国金融发展与服务产业进出口之间有且只有一个协整方程。对应的协整关系为： $LnFIR=0.21LnEx+0.04LnIm$ 。

表3 Johansen 协整检验结果

假设	特征根	迹统计量	5%临界值	P 值
None *	0.541 161	33.258 66	29.797 07	0.0192
At most 1	0.391 900	15.340 36	15.494 71	0.0527
At most 2	0.155 961	3.899 793	3.841 466	0.0483

由协整关系式可知，在长期关系中，服务贸易出口每增长1%，将促进金融发展水平提高0.21%。服务贸易进口每增长1%，将促进金融发展水平提高0.04%。这说明服务贸易进出口对金融发展都只有微弱的促进作用。这是由于我国目前服务贸易额较小，对金融发展所起的作用不显著。同时我国对外贸易在很长一段时间内都依附于国家计划调控，企业并没有进出口权利，更谈不上对金融的需求和发展。因此，现阶段我国服务贸易并没有较好地推动金融发展。

同时，金融发展水平每提高1%，将促进服务贸易出口提高4.76%，促进服务贸易进口提高25%。这说明金融发展对服务贸易进出口有较强的促进作用。从金融发展水平（M2/GDP）来看，这是因为随着我国金融市场的发展和完善，使其具有资源配置的功能，能较好的调节资金流向，促进服务业的发展，进而促进服务贸易的发展。

四、中国金融发展与服务贸易的短期动态关系

(一) 确立向量误差修正模型（VEC）

协整关系说明的是各变量之间长期的关系和趋势，要分析变量之间的短期动态

关系,一般需要引入向量误差修正模型(VEC)。VEC模型是Engle和Granger将协整与误差修正模型相结合建立起来的。只要变量之间存在协整关系,就可以由自回归分布滞后模型导出误差修正模型。而VAR模型中的每个方程都是一个自回归分布滞后模型,因此,可认为VEC模型是含有协整约束的VAR模型。本文所建立的VAR模型滞后期为4,对应的VEC模型的滞后期为3,截距项和趋势项设置与Johansen检验的设置一致。VEC模型结果见表4。经检验VEC模型是稳定的。从表4的结果看:以D(LNFIR)作为被解释变量的VEC方程来看,误差修正系数小于0,符合反向修正机制,表明滞后1期的非均衡误差以0.1%的速度从非均衡状态向均衡状态调整。在短期内,金融发展水平滞后1期对服务贸易出口有略微显著的促进作用,对服务贸易进口有抑制作用,但是不显著。金融发展水平滞后2期对服务贸易进口的促进作用则相当显著($t=4.9857$),对服务贸易出口则有不显著的抑制作用。金融发展水平滞后3期对服务贸易出口的促进作用不显著,而对服务进口贸易则有较为显著的促进作用。而服务贸易出口滞后1到3期,对金融发展均只有微弱的抑制作用。服务贸易进口滞后1期,对金融发展有微弱的负效应,而滞后2、3期则对金融发展具有促进作用,但是不显著。

表4 VEC模型方程系数表

Error Correction:	D(LNFIR)	D(LNEX)	D(LNIM)
CointEq1	-0.103 916	0.512 763	1.405 976
	(0.105 67)	(0.225 66)	(0.184 66)
	[-0.983 44]	[2.272 26]	[7.613 87]
D(LNFIR(-1))	0.255 714	1.203 493	-0.501 273
	(0.310 52)	(0.663 16)	(0.542 66)
	[0.823 50]	[1.814 80]	[-0.923 73]
D(LNFIR(-2))	0.021 411	-0.169 998	3.138 817
	(0.360 25)	(0.769 36)	(0.629 56)
	[0.059 43]	[-0.220 96]	[4.985 70]
D(LNFIR(-3))	0.218 844	0.101 351	1.310 474
	(0.317 60)	(0.678 28)	(0.555 04)
	[0.689 05]	[0.149 42]	[2.361 04]
D(LNEX(-1))	-0.029 475	-0.313 613	-1.361 717
	(0.186 13)	(0.397 51)	(0.325 28)
	[-0.158 35]	[-0.788 95]	[-4.186 28]
D(LNEX(-2))	-0.034 179	-0.621 764	-0.631 434
	(0.097 33)	(0.207 86)	(0.170 09)
	[-0.351 17]	[-2.991 26]	[-3.712 31]