



Optimal Financial Structure:
Theoretical and Empirical Research

最优金融结构： 理论与实证研究

| 尹 雷 著 |

■ 本书基于最优金融结构理论框架，检验最优金融结构存在性，分析最优金融结构偏离对金融稳定性的影响，并以中国金融结构为研究对象，探寻其趋向最优的调整与优化路径。

 中国金融出版社

最优金融结构： 理论与实证研究

尹 雷 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

最优金融结构：理论与实证研究（Zuiyou Jinrong Jiegou: Lilun yu Shizheng Yanjiu）/尹雷著. —北京：中国金融出版社，2016. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8657 - 3

I. ①最… II. ①尹… III. ①金融结构—研究—中国 IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 192563 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 9. 75

字数 162 千

版次 2016 年 11 月第 1 版

印次 2016 年 11 月第 1 次印刷

定价 30. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8657 - 3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

出版资助:

国家社科基金重大项目《基于物价调控的我国最优财政货币政策体制研究》(项目号: 12&ZD064) 的资助; 国家社会科学基金项目《新型城镇化进程中财政教育支出绩效评估研究》(项目号: 15XGL005) 资助; 江苏高校品牌专业(金融学) 建设工程一期 A 类项目的建设资助; 江苏省社科应用研究精品工程项目《南京市城市金融竞争力研究》(项目号: 16SYC-102) 资助; 江苏省教育科学“十二五”规划 2013 年度课题《我国财经类高校金融学专业研究性教学研究》资助; 江苏省“333 工程”资助项目《江苏民间金融风险形成、传染和治理机制研究》资助; 江苏省社科基金后期资助项目《财政政策宏观经济效应与新常态下财政工具选择研究》(16HQ009) 资助; 2016 年度南京财经大学校级学术著作出版资助。

前 言

金融结构是金融体系构成要素的组成、相互关系及其量的比例，主要包括金融机构（产业）结构、金融市场结构、金融资产结构和金融价格结构等组成部分。金融体系在经济增长与发展过程中的作用已经达成普遍共识，然而金融结构与经济发展之间的关系仍处于争议之中。金融结构研究自戈德史密斯开始已经发展了近半个世纪之久，关于这样的研究数不胜数，从金融结构“两分法”、金融结构无关论、金融服务论、金融法律论、金融功能观、金融结构优化论等，国内外学者从各个视角努力为金融结构与经济发展之间关系的论点增添有力的论证。然而还有一些问题仍待解决，例如，什么样的金融结构最有利于经济发展？是否存在最优金融结构？金融结构的优化目标是什么？何为金融结构失衡？金融结构失衡程度如何？金融结构失衡对经济与稳定的影响效果如何？这些问题在以往文献中没有明确回答或者研究不够深入，而最优金融结构理论对此类问题可以作出较为准确的回答。林毅夫等人提出的最优金融结构理论是一套新的理论，是对传统金融结构研究的突破、发展与补充，他们的研究是金融结构研究领域新的努力与尝试，然而最优金融结构研究尚处于初步阶段，理论体系仍不完善，且缺乏大量理论与实证研究。本书在一个改进的最优金融结构理论框架内，对林毅夫等人发展起来的最优金融结构理论进行新的解释，运用现代经济分析工具，对金融结构相关理论进行了较为系统的归纳，通过建立一个新的最优金融结构理论框架来解释金融结构与经济发展之间的作用机

理,构建最优金融结构理论模型,并进行实证分析,试图去回答以往研究中围绕金融结构尚未解决的问题,如最优金融结构是否存在的问题,最优金融结构的动态性问题,金融结构偏离最优的问题,再如金融结构偏离最优程度如何?金融结构偏离最优对经济发展产生何种影响?并且将最优金融结构理论应用于中国,分析中国金融结构是否偏离实体经济所决定的最优金融结构?如若偏离,其偏离程度如何,中国金融结构偏离最优对经济发展的影响效果?如何避免或降低金融结构偏离最优所产生的负面影响?

第2章介绍最优金融结构理论的理论渊源,对已有的金融结构与经济发展之间的关系、最优金融结构理论的渊源进行梳理。

第3章对最优金融结构理论进行分析,在前文关于最优金融结构理论的理论渊源梳理基础上,通过金融结构与经济发展之间关系,构建了最优金融结构的理论体系。该体系由最优金融结构理论模型、最优金融结构动态性、最优金融结构偏离、金融结构趋向最优的优化与调整等构成一个可供实证的总体研究思路。

第4章是最优金融结构的实证分析。该章基于第3章理论分析的结论,利用可获得的跨国样本数据进行实证分析,企图找出相应的经验论据来支持研究的理论观点。实证检验显示:一国在其经济发展过程中存在最优金融结构,金融结构与经济发展之间存在“倒U形”关系;随着各国法律、文化、政治、宗教、经济金融等因素的变化,最优金融结构发生动态性移动,因此每个经济体在一定发展阶段都有各自的最优金融结构。该章还通过内生增长模型,设计了最优金融结构的估算模型,然后分别选取市场主导型国家——美国与银行主导型国家——德国为典型代表国进行分析。

第5章研究最优金融结构的偏离对金融稳定性的影响。该章在最优金融结构偏离特征的理论分析基础上,设计金融结构偏离最优程度指标,结合33个国家在1989—2009年的面板数据进行实证分析,发现金融结构偏离最优程度与金融稳定性之间存在负相关关系,随

着金融结构偏离最优程度加大，银行危机与金融危机发生的概率增加，金融稳定性下降，金融风险增加。

第6章是对中国最优金融结构的分析。该章首先运用统计学方法对中国金融结构进行描述性分析，并估算出实体经济发展所需求的中国最优金融结构。在此基础上，构建中国金融结构偏离最优程度与经济发展的关系模型分析金融结构偏离最优给经济发展带来的影响效果。结果发现，随着中国金融结构偏离最优状态的程度加深，中国经济发展水平降低。然后，在最优金融结构偏离模型中加入外生冲击变量，将金融监管、经济结构、金融市场化程度、法律制度等纳入模型中进行实证分析。结果表明，有效的金融监管、经济结构的调整、金融市场化程度的深入与法律制度的完善将会减小最优金融结构的偏离所带来的负面影响。

第7章是研究结论与政策建议。在前文对中国金融结构实证分析的基础之上，讨论了中国金融结构存在的问题，针对中国金融结构提出了相应的优化与调整的对策建议。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究内容	3
1.3 研究框架	5
1.4 研究创新之处与不足	6
第 2 章 最优金融结构的理论渊源	8
2.1 金融结构观	8
2.2 金融结构两分法	12
2.3 金融结构与经济增长无关论	15
第 3 章 最优金融结构理论分析	16
3.1 最优金融结构的概念	16
3.2 最优金融结构理论模型设计	19
3.3 最优金融结构的动态性分析	24
3.4 最优金融结构的偏离	25
3.5 金融结构趋向最优的优化与调整	27
3.6 最优金融结构的影响因素	29
第 4 章 经济发展中的最优金融结构分析	36
4.1 引言	36
4.2 最优金融结构的存在性检验	39
4.3 最优金融结构动态性检验	46

4.4	最优金融结构的估算：跨国经验分析	52
4.5	结论与启示	68
第5章	最优金融结构的偏离对金融稳定性的影响	71
5.1	引言	71
5.2	金融结构与金融稳定性的作用机制分析	73
5.3	最优金融结构偏离度的测算	76
5.4	最优金融结构偏离与金融稳定：实证分析	79
5.5	最优金融结构的偏离与金融不稳定性：实证分析	82
5.6	本章小结	86
第6章	中国最优金融结构分析	88
6.1	中国金融结构特征分析	88
6.2	中国最优金融结构的估算	97
6.3	中国最优金融结构的偏离对经济发展的影响：实证分析	100
6.4	如何应对金融结构偏离最优的负面效应：实证分析	106
6.5	本章小结	112
第7章	推进中国金融结构优化对策设计	114
7.1	中国金融结构存在的主要问题	114
7.2	中国金融结构优化的对策设计	120
第8章	研究结论与展望	129
8.1	研究结论	129
8.2	研究不足与展望	134
参考文献		137

第1章 导 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

20 世纪中叶开始,经济学家们发现,金融是影响各国经济增长的关键因素,尤其是发展中国家,其经济的低速增长与金融的长期压制有着直接关系。因此金融发展进入了大家的视野,金融与经济也被纳入一起进行研究分析。在此阶段出现了大量的关于金融发展的理论研究,其中最具影响力的是戈德史密斯(1969)的金融结构理论,及麦金农、爱德华·肖(1973)的金融深化论。戈德史密斯是最早、最系统研究金融结构的学者。他认为,金融结构的变迁就是金融发展,金融结构是一国金融机构、金融工具的相对规模与比例,研究金融发展就是研究金融结构的变迁过程与趋势。他还建立了衡量金融发展的金融相关率指标,为金融发展理论奠定了理论研究基础。麦金农、爱德华·肖(1973)的主要贡献是提出了金融深化论。他们认为,发展中国家一直处于金融抑制状态,政府过度干预金融,因此,他们提出了发展中国家金融自由化的政策主张,旨在促进经济增长。

20 世纪 80 年代至 90 年代是金融结构研究的黄金阶段,金融结构研究达到了前所未有的活跃程度。80 年代初,许多研究者将内生增长理论应用到金融结构与金融发展的研究中,开始进行金融结构与金融发展的实证分析。他们建立了金融发展模型,将内生金融中介、金融市场纳入模型进行研究,分析银行中介机构与金融市场影响经济增长的作用机制。90 年代的金融结构研究在沿袭了前人研究成果的基础上,将金融体系划分为银行主导型与金融市场主导型两种金融结构,这些研究者根据所构建的金融结构指标,运用金融结构“两分法”,将英

国、美国这类以金融市场为主的国家归为市场主导型金融结构国家，将日本、德国这类以银行为主的国家归为银行主导型国家。这些研究者考察了不同金融结构对经济的影响，研究了银行中介与金融市场之间的关系是竞争还是互补关系，比较了银行主导型与金融市场主导型两种金融结构的优劣，研究了各国在金融结构安排上的经验与教训，寻求更适合经济增长的金融结构类型。

20 世纪末期至 21 世纪初期，许多学者开始质疑将银行主导型与市场主导型金融结构进行比较是否具有意义，并出现了“金融服务论”与“金融法律论”。“金融服务论”的学者认为，金融体系中的银行与市场都具有为经济发展提供资金配置与金融服务的功能，至于是银行提供还是市场提供并不重要，去孤立地比较银行主导型金融结构和市场主导型金融结构的优劣并无意义，只要能够提供高质量的金融服务就可以。“法律主导论”是拉波塔、洛配兹·西拉内斯、安德鲁·施莱弗（又称 LLSV 组合）等人的研究成果，他们强调法律是影响金融发展的重要因素，将法律以及信用等因素带入了大家的视野中，从而开创了金融与法律的研究思路。

1.1.2 研究意义

近半个多世纪的金融结构与金融发展的研究，从金融发展理论、金融深化论、内生金融观、金融结构“两分法”、金融结构无关论、金融服务论、金融法律论等，国内外学者为金融结构与经济发展之间的研究增添了有力的论证。然而，一些围绕金融结构的相关问题依然没有解决或者未作出清晰的解释说明，例如，什么样的金融结构最有利于经济发展？是否存在最优金融结构的问题？何为金融结构失衡？金融结构失衡程度如何？金融结构失衡对经济稳定的影响效果如何？金融结构的优化目标是什么？最优金融结构理论研究是金融结构研究领域新的尝试，将金融结构研究带入了新的研究阶段。最优金融结构理论是对以往金融结构研究的继承与补充。林毅夫等人提出的最优金融结构理论可以更好地厘清金融结构与经济发展之间的关系问题，能够更清楚、深入地分析与解释金融结构的相关议题。然而关于金融结构最优问题的研究刚刚拉开序幕，目前最优金融结构理论尚处于探索阶段，关于金融结构的最优理论还未建立起一个系统、完整的理论框架体系，许多问题亟待解决。例如，最优金融结构如何界定？是否存在最优金融结构？最优金融结构的判断标准是什么？金融结构与经济发展之间是线性还是非线性关系？金融结构偏离最优是否对经济发展产生影响及效果如何？而本

书在已有研究成果的基础上,厘清金融结构与经济增长之间的关系,构建最优金融结构分析的理论框架,对最优金融结构作出系统的经济学分析与理论探讨,试图从新的视角探索金融结构与经济发展之间的关系问题,本书还从最优金融结构视角通过理论与实证方法回答了最优金融结构存在性、金融结构偏离最优对经济发展产生的影响,以及最优金融结构趋向最优的优化调整等问题。最优金融结构的研究为金融结构研究领域指出了新的研究方向,拓宽了研究视野,更重要的是为最优金融结构的研究提供了实证依据。本书的贡献不仅仅体现在学术理论上,还体现在最优金融结构理论体系的设计、最优金融结构的估算、最优金融结构偏离指标的建立、最优金融结构研究的实证检验等诸多环节。本书通过国内省际面板数据对中国金融结构进行深入研究,提出了更好地优化调整中国金融体系结构的政策建议,为实现中国经济金融可持续发展提供了理论依据,对于其研究也具有理论与实证的借鉴意义。

1.2 研究内容

本书围绕最优金融结构的相关问题展开。与以往国内外学者研究金融结构问题不同的是,本书从最优视角出发,与当前最优金融结构研究不同的是,本书关于最优金融结构方面的研究更加深入、系统与具体。本书按照理论与实证方法围绕最优金融结构的相关论题进行研究。

第1章为绪论,分析了本研究的背景与意义,在此基础上引出了本书将要研究的问题,从研究框架、内容、技术路线方面对论文作了一个概述,并从理论创新、实证创新、研究角度创新等几个方面阐述了本书的几大创新之处。

第2章是文献综述与理论概述部分。本书从国内金融结构观、国际金融结构观、金融结构“两分法”、最优金融结构论等角度对关于金融结构方面的已有研究进行梳理与分析,探寻金融结构与经济发展之间的更深层的关系,为金融结构是否存在最优问题寻找更多的基础理论依据。

第3章为最优金融结构的理论构建。第一,该章在前人的研究基础之上,以构建最优金融结构的理论模型为研究主线,厘清最优金融结构的相关概念。第二,在金融结构与经济发展之间的理论关系的基础上,构建最优金融结构理论模型。第三,在最优金融结构理论分析基础上,认为最优金融结构并不是唯一的,试图分析最优金融结构的动态性特征。第四,分析了最优金融结构的另

一个特征，就是金融结构并不会时刻保持在最优状态，最优金融可能会因为内外部因素影响而产生偏离最优的情况。第五，本研究考虑到内外部因素影响会导致最优金融结构发生动态性移动以及偏离最优状态，因此从多个方面分析了影响最优金融结构的因素。

第4章是对最优金融结构的实证分析。首先，该章基于前文关于最优金融结构的理论分析，利用33个国家1989—2009年的数据样本，构建了金融结构与经济发展的非线性面板模型，通过GMM估计方法计量检验金融结构与经济增长的动态关系，实证检验经济发展过程中最优金融结构理论提出的最优金融结构是否存在，金融结构与经济发展之间是否存在“倒U形”关系。其次，在检验系统中设定了外生冲击变量，建立研究最优金融结构影响因素的模型，选取跨国样本数据，试图去检验最优金融结构是否具有动态性特征，最优点在其他因素影响下是否会产生移动和变化，以及最优金融结构在外生变量冲击下产生了何种变化。

第5章研究最优金融结构的偏离对金融稳定性的影响。由于外部因素影响，各国金融结构不可能时刻保持在最优状态，大部分阶段处于次优状态或者金融结构偏离最优的情况，而这种次优的、偏离最优状态对于各国可能是一种常态。那么偏离最优的这样一种状态是否会对各国经济发展尤其是金融稳定产生影响，以及影响效果如何是该章关注的重点。该章首先通过金融结构与金融稳定性的作用机理，分析了金融结构的失衡与金融结构偏离最优是否会影响到金融稳定性甚至会引发危机，然后，结合33个国家在1989—2009年的面板数据实证检验这一结论假设。

第6章对中国最优金融结构进行分析。为进一步深入探究最优金融结构理论提供理论依据。该章首先运用统计学方法对中国金融结构进行描述性分析；其次，通过最优金融结构测算模型，选用中国2001—2011年31个省（自治区、直辖市）的金融结构数据估算出中国最优金融结构；最后，将金融结构偏离最优程度与经济发展作为研究对象纳入模型进行实证分析，选取中国在1991—2011年的相关数据，检验中国金融结构偏离最优所产生的效果，并分析如何通过相关政策措施去应对金融结构偏离最优所带来的负面影响。

第7章是中国金融结构优化的对策设计。在前文关于中国最优金融结构分析的基础上，探讨了中国金融结构存在性问题，并针对这些问题，提出了推动中国金融结构趋向最优的优化与调整的对策。

1.3 研究框架

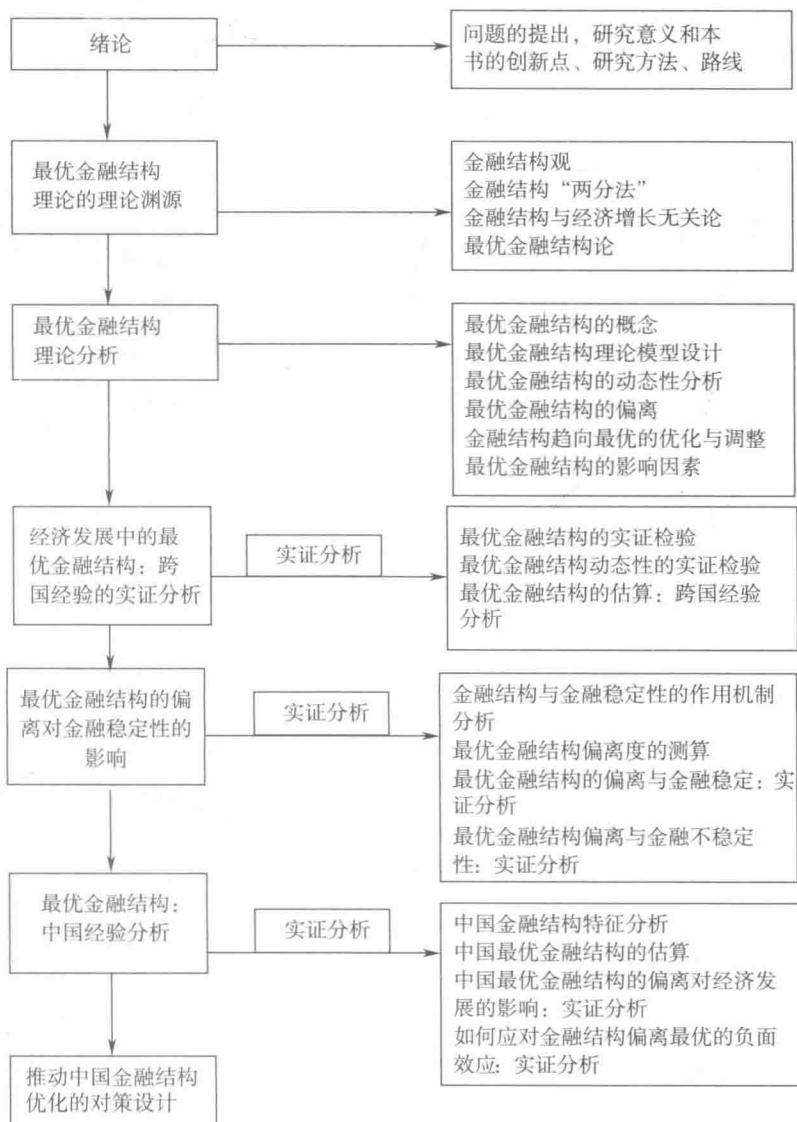


图 1-1 本书结构框架图

1.4 研究创新之处与不足

1.4.1 创新之处

第一，理论层面创新。本书在总结了金融结构理论以及林毅夫等人提出的最优金融结构理论的基础上，对最优金融结构理论进行完善补充，初步建立了最优金融结构理论的研究框架。在本书已有的金融结构与经济发展之间关系研究的基础之上，对最优金融结构理论进行丰富与拓展，为金融结构与经济发展之间的关系提供了一个新的视角。从最优金融结构概念的界定、最优金融结构理论模型设计、最优金融结构动态性、最优金融结构偏离、最优金融结构影响因素等几个方面阐述了最优金融结构相关论题，丰富与发展了对金融结构的认识。

第二，实证层面的创新。在关于金融结构与经济发展之间关系的实证研究方面，大部分文献从金融结构与经济发展之间的线性关系进行研究，而本书从金融结构与经济发展之间的非线性关系入手，选取全球各国金融结构与经济发展的经济数据，构建金融结构与经济发展的非线性面板模型，通过 GMM 估计方法实证分析金融结构的最优问题，以及金融结构与经济发展之间的“倒 U 形”现象，并通过内生增长模型构建了最优金融结构估算模型，用于估算各国的最优金融结构，为最优金融结构方面研究增添了新的研究视角。

第三，本书根据最优金融结构理论，构建了科学化、规范化的金融结构偏离最优程度指标，即最优金融结构偏离度 = $| \text{金融结构} - \text{最优金融结构估计值} |$ 。构建科学、合理的金融结构偏离最优程度指标是研究金融结构偏离最优问题的关键，为金融结构偏离最优问题提供了数理统计与实证分析的度量指标。

第四，将最优金融结构理论应用于中国金融结构研究。本书采用理论与实践相结合，定性分析与定量分析相结合的方法，深入分析了中国的最优金融结构相关问题，并通过实证方法考察了中国金融结构偏离最优对经济发展带来的影响效果，及如何通过调整政策措施去应对金融结构偏离最优所带来的负面效果。

第五，将最优金融结构与金融结构优化问题相结合，为金融结构优化提供

了优化的目标与方向,即金融结构优化就是金融结构的最优趋向。针对金融结构方面,将最优金融结构理论应用到中国金融结构优化调整的实践中去,探寻中国金融结构迈向最优的路径。

1.4.2 研究不足

关于最优金融结构的研究目前尚处于初级探索阶段,本书通过理论与实证的方法对最优金融结构进行了系统的分析,然而金融结构领域的研究本身是个复杂的系统工程,研究中笔者花费大量精力试图尽可能全面而深入地研究分析最优金融结构所涉及的各个环节,然而由于研究水平有限,关于最优金融结构的研究依然存在不足,期望今后做进一步深入研究。(1)本书在第3章中构建的最优金融结构理论框架,主要是站在宏观视角,缺失微观视角,最优金融结构的微观视角分析不够详细、系统。(2)最优金融结构测算模型的构建是本研究的创新之处,但是由于经济学中的最优问题处于探索阶段,可借鉴的文献有限,最优金融结构测算模型的推导过程不够严谨。(3)考虑到数据的可获取性,本书关于最优金融结构的实证分析采用了肯特与莱文所建立的金融结构规模指标,在指标的选取上可能存在片面性。

第2章 最优金融结构的理论渊源

2.1 金融结构观

2.1.1 国外经济学者的金融结构观

金融结构的研究最早可追溯到 20 世纪中叶的约翰·G. 格利和爱德华·S. 肖关于金融结构的分析,他们在 1955 年和 1956 年合作发表的《经济发展中的金融方面》与《金融中介机构与储蓄—投资过程》阐述了金融机构在储蓄—投资过程中的作用、直接融资和间接融资等问题,可以算得上是金融结构研究的雏形。直到 20 世纪 60 年代,金融结构理论之父——戈德史密斯的论著《金融结构与金融发展》一书系统地研究了金融结构,为金融结构研究拉开了序幕。

2.1.1.1 格利与肖的金融结构观

约翰·G. 格利和爱德华·S. 肖在 20 世纪 60 年代的《金融理论中的货币》一书中对金融与经济关系进行了研究,并提出了金融结构理论等相关概念。这两位学者认为社会总储蓄总是等于总投资。该研究将整个经济部门划分为盈余部门、赤字部门和平衡部门,他们认为,由于社会部门中存在着资金的盈余与赤字,因此必然存在投资与融资,这就反映了储蓄与投资的关系,及收入与支出之间的部门分工关系,这种分工便是金融资产、投融资行为、金融机构存在的基础。在此基础上,约翰·G. 格利和爱德华·S. 肖将投融资分为直接融资与间接融资,资金盈余部门直接向赤字部门购买证券的融资称为直接融资。通过金融中介购买证券的融资便是间接融资,虽然他们没有明确地提出金融结构这一概念,但是他们所提到的直接融资与间接融资便是金融结构研究的雏形。并且他们在金融理论研究中同样提到了金融机构、融资方式、金融工具等金融结构的相关问题。约翰·G. 格利和爱德华·S. 肖的上述研究是金融结