



新常态下的 金融创新与金融发展

何德旭 吕 铀 潘 博 等◎著

中国社会科学出版社



新常态下的 金融创新与金融发展

何德旭 吕 钊 潘 博 等◎著

藏书

图书在版编目 (CIP) 数据

新常态下的金融创新与金融发展 / 何德旭等著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 1

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7616 - 0

I. ①新… II. ①何… 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 (2016) 第 025314 号

出版人 赵剑英
责任编辑 喻 苗
特约编辑 王 衡
责任校对 邓雨婷
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 三河市君旺印务有限公司
版 次 2016 年 1 月第 1 版
印 次 2016 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 24.5
插 页 2
字 数 389 千字
定 价 89.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

新常态下的金融创新与金融发展

主要撰稿人

何德旭	吕 铀	潘 博	史晓琳	张雪兰
王朝阳	王卉彤	郑联盛	饶 明	聂 颖
张 捷	钟 震	苗文龙	张庆君	董 捷
周 宇	饶云清			

序 言

一般而言，一个国家现行的经济体制、当下的经济环境和金融格局在很大程度上构成了金融创新的初始条件和现实基础。按照熊彼特（J. A. Schumpeter）的解释，所谓创新就是建立一种新的函数，也就是把一种从来没有过的生产要素和生产条件的新组合引入生产体系。或者说，创新是一种创造性的毁灭过程，通过创新活动可以促进经济的发展和社会的进步。以此为基础，金融创新就是在金融领域内建立“新的生产函数，是各种金融要素的新的结合，是为了追求利润机会而形成的市场改革”。按照较为权威的解释，金融创新泛指金融体系和金融市场上出现的一系列新事物，包括新的金融工具、新的融资方式、新的金融市场、新的支付清算手段以及新的金融组织形式与管理方法等内容。

从现有的研究成果来看，学者多采用供求分析框架，即从需求与供给两个方面来讨论金融创新的动机。需求方面的因素包括消费者和投资者的风险规避、消费平滑和市场占先等，相关的理论假说如格林勃姆（S. I. Greenbum）和海沃德（C. F. Haywood）的财富增长理论，他们认为随着财富的增加，人们要求避免风险的愿望增加，金融创新也随之产生；米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的货币促成理论认为金融创新的出现主要是货币方面因素的变化所引致，其目的是抵制通货膨胀和利率汇率波动。供给方面的因素包括金融机构本身追求超额收益、规避监管和分散风险等行为，比如西尔伯（W. L. Silber）的约束诱导型理论认为金融业回避或摆脱其内部和外部的制约是金融创新的根本原因；凯恩（J. Kane）的规避管制理论认为金融创新主要是金融机构为了获取利润而回避政府管制所引起的；希克斯（J. R. Hicks）和尼汉斯（J. Niehans）的交易成本理

论认为降低交易成本是金融创新的首要动机。此外，创新的环境也是非常重要的，全球化、技术进步、宏观经济发展都会改变投资者的风险感受，并导致金融机构风险与收益的改变。韩农（T. H. Hannon）和麦道威（M. McDowell）提出的技术推进理论就认为，新技术的出现及其在金融方面的应用，是促成金融创新的主要成因，特别是计算机和电信设备新发明在金融业的应用，是导致金融创新发生的重要因素。

然而，一项金融创新出现之后，能否对整个金融体制和经济发展造成影响却还需要考察该项创新的采纳与扩散情况。对创新采纳的实证观察发现，在一般情况下，采纳都会被延迟，并且企业不会同时采纳某种创新，因此，从创新到扩散使用要经过较长的时间。而且，在国内和国际市场之间，金融创新的扩散是双向的。哈灵顿（Harrington）指出，创新往往首先在管制较少的国际市场上进行试验，如果获得成功，随后就会被引入不同国家的国内市场；如果创新首先出现在国内市场，就会很快在国际银行业务中被采纳，并进而扩散到其他国内市场。由此可以看出，大型的国际金融市场在创新过程中，无论是作为创新的源泉还是作为创新的扩散途径，都发挥着关键性的作用。

理论研究表明，金融创新与经济体制、金融体制之间存在着密切的互动关系。以戴维（L. E. Davies）、塞拉（R. Scylla）和诺斯（D. North）为代表的制度改革理论认为，金融创新本身就是一种与经济制度互相影响、互为因果的制度改革，金融体系的任何因制度改革而引起的变动都可以视为金融创新。实证研究也发现，金融制度结构的发展演变与所有金融创新过程及其起因的探讨都有联系。史密斯（Smith）对金融市场（包括外汇、企业并购咨询、银团贷款、欧洲债券、国际股权、欧洲商业票据以及欧洲中期票据市场）进行了一个多国别的比较研究，发现这些工具大多数是在美国或者由美国机构发明的，其目的主要是回应或规避某些管制措施。尤其是金融创新给金融监管带来了新的挑战，透过整个金融监管的历史演变可以看出，金融发展史就是管制、放松管制、重新管制和重新放松管制的不断循环过程，其中管制和放松的每一次循环都相对进入了更高一级的程度。这其中，金融创新可能会加大金融体系的风险，并进而导致金融危机。许多金融衍生工具的出现，都使得投机活动更为猖獗，为投机者提供了更大的方便。历史上，英国巴林银行和日本大和银行的倒闭都与金

融衍生工具有着直接的关系。

金融创新的影响还体现在金融与经济关系的方方面面。不同的金融创新产品会给货币流通速度、货币政策、货币供求、金融法制、金融发展带来不同的影响和冲击。以货币政策的传导机制为例，金融创新削弱了商业银行的传导中介角色，强化了非银行金融机构的中介作用；在一定程度上改变了货币政策的传导机制，使传统的传导机制受阻；同时还影响了货币政策的传导时滞，从而使货币政策执行变得更加复杂。对于实体经济而言，金融创新的影响主要体现在由此所带来的金融发展（如提高金融机构和金融市场的运行效率、强化金融服务业的产业发展能力等）对经济增长的促进作用上。此外，通过提供更多的资产选择或交易方案，金融创新能够加速金融产品的流动性、提高融资效率，并由此推动资源的合理配置，提高经济发展中的资源配置效率。

总体来看，现行的经济和金融体制构成了金融创新的初始条件，加上技术、经济发展和供给需求等方面的影响，共同决定了金融创新的方向和内容。随着一种创新被其他金融机构采纳以及在整个金融系统的不断扩散，整个金融组织结构和金融市场结构等都将随之发生变化，并由此进一步促进金融与经济的关系。当然，金融产品创新同时也给监管和现行经济和金融体制带来了冲击，在冲击不断加剧的情况下，管理当局将不得不对现行的经济和金融体制进行变革，以适应已经改变了的金融结构，其结果将是金融体制的创新与发展。改变了的经济和金融体制又将成为下一轮金融创新的初始条件，如此循环往复，不断推动着金融系统的更新与整体经济的发展。

众所周知，中国经济已经进入一个前所未有的“新常态”。消费需求、投资需求、出口和国际收支、生产能力和产业组织方式、生产要素相对优势、市场竞争特点、资源环境约束、经济风险积累和化解、资源配置模式和宏观调控方式等都发生了深刻的变化。特别是在宏观经济方面，经济增长速度、经济发展方式、经济结构和经济发展动力已经不同于以往任何一个时期。在经济“新常态”背景之下，必然要求金融机构、金融市场、金融供求、金融产品、金融分工、金融监管等与之相适应。

可以说，认识、适应、引领“新常态”，已经成为当前和今后一个时期中国金融改革、金融创新与金融发展的大逻辑。

基于这一宏观背景,本书全面、深入地探讨了经济发展新常态下的金融创新、金融改革与金融发展,既有货币政策、股票市场、利率市场化、金融监管等老问题的新变化,也有普惠金融、互联网金融、环境金融、区域金融、投资者保护等新问题的新趋势。

本书的第一章在分析金融经济周期运行机理的基础上探讨了金融经济周期背景下货币政策框架的新变革。第二章从交易标的、交易中介、运行机制、股票市场的对外开放等方面剖析了中国股票市场改革与创新发展的逻辑。第三章着力探讨利率市场化下的利率风险管理,介绍了我国商业银行的利率风险,并利用 VaR 模型计量商业银行的利率风险,给出了利率市场化的利率风险管理建议。第四章对普惠金融的内涵及其发展的相关问题进行了阐述。第五章讨论了互联网金融的演进过程、对传统金融体系的影响、风险及监管问题。第六章描述了环境金融的基本概念及其在中国的实践与发展趋势。第七章以京津冀一体化为主要研究对象,论证了区域金融协同的模式选择与运行机制。第八章主要讨论特定区域(上海自由贸易试验区)的金融改革与创新趋势。第九章在中国《存款保险条例》公布的背景下,分析了存款保险制度建设中存在的问题和改进路径。第十章针对我国证券投资者保护机制存在的问题,提出了进一步完善的思路。第十一章基于系统重要性金融机构在金融体系中的重要地位,在对宏观审慎监管进行国际比较的基础上,提出了我国系统重要性金融机构宏观审慎监管的政策建议。第十二章介绍了金融监管协调机制建设的国际经验和中国存在的问题,并给出了对策建议。第十三章阐述了次贷危机后全球金融监管改革的新趋势和新挑战。

经济发展新常态下的中国金融创新与金融发展是一个宏大的选题,还有许多问题值得深入分析和研究。希望本书的探讨能够引发人们对中国金融更多的关注和思考!

目 录

第一章 金融经济周期背景下货币政策框架的新变革	(1)
一 金融经济周期的运行机理	(2)
二 货币政策面临的主要问题	(8)
三 货币政策框架新变革	(13)
第二章 中国股票市场改革与创新发展的逻辑	(27)
一 交易标的：上市公司治理与新股发行定价	(28)
二 交易中介：券商治理与创新发展	(32)
三 运行机制：体制与市场的博弈	(36)
四 股票市场的对外开放	(40)
五 结语	(42)
第三章 利率市场化下的利率风险管理	(44)
一 利率市场化风险研究成果综述	(45)
二 利率市场化下我国商业银行的利率风险	(48)
三 基于 VaR 模型的商业银行利率风险计量的实证分析	(54)
四 利率市场化下的利率风险管理建议	(63)
第四章 普惠金融创新发展	(67)
一 普惠金融的范畴与形式	(70)
二 政府、政策与普惠金融前期发展	(75)
三 金融普惠发展衡量方法	(83)

四 普惠金融发展趋势	(92)
第五章 互联网金融的创新发展与监管改革	(101)
一 互联网金融发展的国际经验：基于美国的分析	(102)
二 中国互联网金融创新发展的演进过程	(108)
三 互联网金融创新对传统金融体系的影响	(120)
四 互联网金融创新与风险的关联性	(126)
五 互联网金融创新的监管挑战和监管改革	(128)
第六章 环境金融发展现状与趋势	(134)
一 环境金融概念的提出	(134)
二 环境金融实践的动因	(137)
三 我国环境金融实践现状	(140)
四 环境金融创新实践的典型案例——兴业银行	(148)
五 我国环境金融实践的趋势	(152)
第七章 区域金融协同的模式选择与运作机制	
——以京津冀金融一体化为例	(158)
一 京津冀金融一体化的必要性与可行性	(159)
二 京津冀金融一体化进程缓慢的根源	(162)
三 国内区域金融一体化的实践与启示	(165)
四 京津冀金融一体化的目标、模式和发展机制	(169)
第八章 中国（上海）自由贸易试验区的金融改革与创新	(176)
一 自贸区建设的背景与目标	(176)
二 自贸区金融改革与创新的政策进展	(178)
三 自贸区金融改革与创新的典型案例	(184)
四 自贸区金融改革创新中的三组关系探讨	(191)
五 自贸区金融改革与创新的趋势展望	(194)
第九章 中国建设存款保险制度的新要求与新设想	(196)

一 中国存款保险制度背景和推进过程	(196)
二 中国存款保险制度现状	(199)
三 存款保险制度的国际规范	(209)
四 完善中国存款保险制度的设想	(216)
第十章 中国证券投资者保护机制创新	(224)
一 证券投资者保护研究现状	(224)
二 中国证券投资者保护的现状及评价	(228)
三 发达国家(地区)证券投资者保护的借鉴	(234)
四 中国证券投资者保护机制的构建思路与实现路径	(236)
第十一章 系统重要性金融机构与宏观审慎监管的国际比较及 政策选择	(240)
一 系统重要性金融机构的内涵界定及基本特征	(241)
二 系统重要性金融机构监管改革的国际比较	(245)
三 我国系统重要性金融机构宏观审慎监管的政策建议	(253)
第十二章 金融监管协调机制的国际经验与中国路径	(258)
一 危机前后国际金融监管协调机制的演进历程	(259)
二 金融监管协调机制改革的国际经验及启示	(264)
三 我国金融监管协调机制建设的探索历程和主要问题	(266)
四 积极稳妥推进我国金融监管协调机制建设	(268)
第十三章 次贷危机后全球金融监管改革的新趋势	(272)
一 次贷危机引发的金融监管反思	(275)
二 危机之后金融监管改革的发展趋势	(290)
三 全球金融监管改革面临的挑战	(310)
附录 2007—2009 年金融危机之后系统性金融风险度量方法的 新发展	(320)

第一章

金融经济周期背景下货币政策 框架的新变革

2008 年全球金融危机以后，各国央行货币政策实践中出现了许多新变化。比如，数量宽松、扭转操作、“零下界”、前瞻性指引等。宏观调控政策框架决定于经济周期性质。深入考察 2008 年金融危机前后的经济波动，可以发现其表现出明显的金融经济周期特征。金融经济周期^①强调银行等金融机构信用创造的内在规律及其潜在影响，它以信用扩张和房地产价格波动为明显标志，危机通常发生在货币、信用周期的顶点。在少数没有发生危机的国家，货币、信用进入收缩阶段后，高杠杆率、资产泡沫以及庞大的货币、信贷存量使得经济、金融系统相对脆弱，实体经济放缓的持续时间比一般经济周期更长。^②

我国虽然没有发生内源式的金融危机，但自全球金融危机后，经济整体处于下降通道中。2009 年至 2010 年上半年，在大规模刺激政策下经济有所反弹，但从 2010 年第二季度至 2013 年年底，经济又连续 15 个季度下滑。同时，金融资产膨胀、结构性高杠杆率、资产泡沫等问题突出，金融经济周期下行阶段特征非常明显。从各国经验来看，在该阶段债务增长放缓，经济活力与资产价格下滑，债务/收入比上升，货币环境趋紧，资产

① 国内学者也将其翻译为“货币信用周期”。

② Claudio Borio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What have we Learnt?”, BIS Working Paper, No. 395, 2012.

价格泡沫破裂风险增大。如果货币政策稍有不审慎,极易造成“债务—通缩式”衰退。因此,我们需要基于金融经济周期的大背景,重新审视货币政策的调控框架,探讨其改革和创新的方向、策略与具体措施。

一 金融经济周期的运行机理

(一) 中国存在金融经济周期

金融经济周期 (Financial Cycle) 是一个较新的概念,它是指金融与经济活动在内外冲击下,通过金融体系传导而形成的持续性波动和周期性变化。^① 金融加速器 (Financial Accelerator) 理论是金融经济周期理论的核心和基础^②,它将金融市场摩擦融入经济周期波动的分析框架中,阐述了信贷市场不完美性导致最初的反向冲击通过信贷市场状态的改变被加剧和传递的机理。由于金融加速器的存在,货币、信用超越经济短周期内在规律,和资产价格相互交织,在一段时间导致过度繁荣,破灭后又对实体经济造成巨大冲击。20 世纪 80 年代以后,主要发达经济体金融经济周期特征凸显。国内学者的研究也表明我国存在金融加速器效应。崔光灿 (2006) 运用两部门动态宏观经济学模型,考察了资产价格波动对经济稳定的影响;认为在我国宏观经济运行中可以运用金融加速器机制解释由于资产价格波动带来的宏观经济波动。^③ 赵振全、于震、刘森 (2007) 运用门限向量自回归 (TVAR) 模型对信贷市场与宏观经济波动的非线性关联展开实证研究,发现 1990—2006 年我国存在显著的金融加速器效应;信贷市场在宏观经济波动中既是重要的波动源,也是波动的有力传导媒

① Mishkin F. S., “Lessons from the Asian Crisis”, *Journal of International Money and Finance*, 1999, 18 (4): 709 - 723.

② Bernanke, B., & Gertler, M., “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”, *The American Economic Review*, 1989, 14 - 31. Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S., “The Flight to Quality and the Financial Accelerator”, *Review of Economics and Statistics*, 1996, 78 (1): 1 - 15. Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S., “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, *Handbook of Macroeconomics*, No. 1, 1999, 1341 - 1393.

③ 崔光灿:《资产价格,金融加速器与经济稳定》,《世界经济》2007 年第 11 期。

介。^①汪川、黎新、周镇峰(2011)得出了相似的结论。^②袁申国(2009)利用1999—2008年月度数据,使用VaR和脉冲响应函数分析了房地产信贷市场货币政策资产负债表传导过程中金融加速器效应的区域差异性,发现房地产市场存在显著不同的金融加速器效应。^③杨胜刚、侯坤(2011)对我国金融加速器传导机制的非对称性进行实证研究,结果表明非对称性明显,负面冲击加速经济衰退的作用大于正面冲击对经济增长的作用。^④袁申国、刘兰凤(2011)基于427个上市公司的面板数据,以负债—资产比系数估值作为金融加速器效应的衡量指标研究地区差异性,结果表明西部地区金融加速器效应最大,中部次之,东部最小。^⑤袁申国、陈平、刘兰凤(2011)通过ML方法估计含金融加速器和不含金融加速器的小型开放经济DSGE模型,验证了开放经济中金融加速器的存在。^⑥

我国21世纪以来的经济波动也表现出明显的金融经济周期特征。我国先是经历了货币、信用的膨胀阶段,经济呈现“房地产价格上升—外部融资溢价降低—信贷扩张—产出增加”的螺旋式循环,这正是金融经济周期扩张阶段的典型特征。2009—2010年大规模刺激后所出现的金融资产膨胀、结构性高杠杆率、资产泡沫等又是金融经济周期“临界点”的表现。金融加速器理论告诉我们,高杠杆率、资产泡沫以及庞大的货币、信贷存量使得经济、金融系统相对脆弱,资产价格泡沫破裂对经济产生加倍收缩。金融市场动荡溢出到实体经济,形成循环反馈,二者交织、强化,小的外生冲击极易被放大为经济的剧烈波动。因此,我们有必要深入理解金融经济周期生成、演化的微观机制,认清我国经济周期的性质和

① 赵振全、于震、刘森:《金融加速器效应在中国存在吗?》,《经济研究》2007年第6期。

② 汪川、黎新、周镇峰:《货币政策的信贷渠道:基于“金融加速器模型”的中国经济周期分析》,《国际金融研究》2011年第1期。

③ 袁申国:《信贷市场金融加速器效应区域差异性研究——以房地产业对货币政策的传导为例》,《山西财经大学学报》2009年第8期。

④ 杨胜刚、侯坤:《中国金融加速器机制非对称传导的实证研究》,《中央财经大学学报》2011年第7期。

⑤ 袁申国、刘兰凤:《中国金融加速器效应的地区差异比较研究》,《财经研究》2011年第11期。

⑥ 袁申国、陈平、刘兰凤:《汇率制度、金融加速器和经济波动》,《经济研究》2011年第1期。

发展阶段, 预判在经济潜在增速下降、货币增长减速过程中的中长期风险, 适时调整货币政策调控框架, 更前瞻、更灵活地应对新情况与新问题。

(二) 金融加速器效应产生机理

现实中的信息不对称会产生借贷者间的委托—代理问题, 导致外部融资溢价。^① 假设总融资需求不变, 外部融资溢价通常与借款者的资产净值负相关, 后者由企业利润、资产价格等影响和决定, 随经济周期正向变动, 导致外部融资溢价随经济周期反向变动, 由此触发融资约束的变化以及投入、产出的变动, 信贷市场状况的改变放大和传导了最初真实或货币冲击效应, 称作金融加速器。^② 下面我们阐释在既定投资机会、信息成本和市场利率条件下, 企业资产净值和投资支出的正向关系。在图 1—1 中, r 是风险调整后的市场真实利率, W 是企业净财富, S 和 D 分别是资本供给、需求曲线, K 是投资水平。不存在信息问题和融资约束下企业得到的最佳资本供给量为 r 与 D 相交的 K^* 。在 W_0 的净财富水平下, 资本供给为 W_0 , 实际投资为 K_0 , 与最优值差 $K^* - K_0$; 当净财富上升到 W_1 ($W_1 > W_0$), 实际投资增加到 K_1 , 与最优值差 $K^* - K_1$ 。可以看出, 净财富上升导致外部融资溢价降低、投资增加^③, 这就使得非预期的资产价格 (或抵押品相对价格) 下降等独立于总产出、对借贷者资产净值的冲击会成为真实经济波动的源头。

下面, 我们以货币政策为例更直观地阐述金融加速器机制。企业 (或家庭) 的真实融资成本是无风险利率加外部融资溢价。货币政策直接影响的是无风险利率, 这就是传统的利率渠道或叫资金成本渠道, 如图 1—2 中 I 所示。货币政策影响企业 (或家庭) 的资产负债表, 对经济的作用通过影响外部融资溢价进而真实融资成本实现, 这就是金融加速器机

① Bernanke, B., & Gertler, M., "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, 1989, 14 - 31.

② Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S., "The Flight to Quality and the Financial Accelerator", *Review of Economics and Statistics*, 1996, 78 (1), 1 - 15.

③ 许多实证研究对这个理论假说做出了大量的检验, 如 Fazzari (1988)、Hubbard (1988) 和 Hubbard (1998) 利用美国公司的时间序列数据进行了实证研究, 其结果支持该理论假说。

制，如图 1—2 中Ⅱ所示。金融动荡中，资产价格的剧烈变化严重影响企业（或家庭）以及银行的资产负债表状况，金融加速器机制对实体经济的作用进一步强化，如图 1—2 中Ⅲ所示。

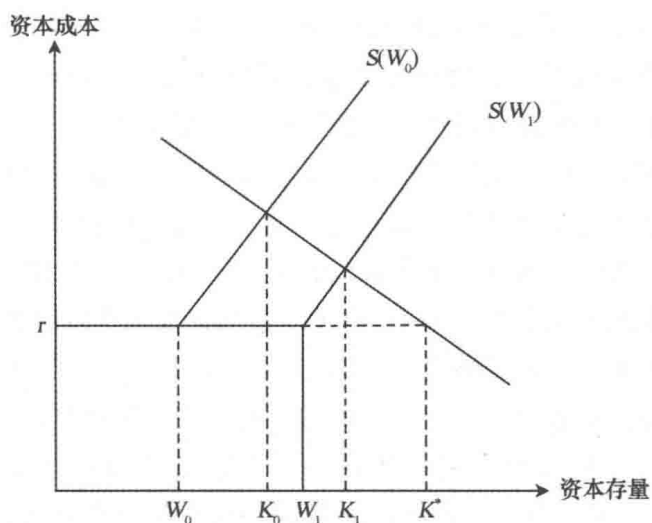


图 1—1 企业净值和投资支出的正向关系

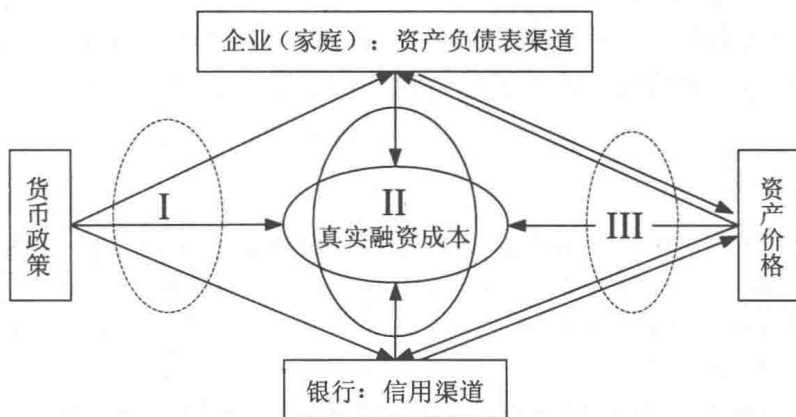


图 1—2 货币政策的金融加速器效应

(三) 金融经济周期的形成机制

金融加速器理论表明, 宏微观部门的资产负债表状况对经济周期变化有重要影响。金融市场的不完全性使借款者的融资条件依赖资产/负债的比值, 这归因于(可抵押)资产净值与外部融资溢价间的反向关系。如果最初冲击恶化微观主体资产负债表, 受融资约束的企业(或家庭)所获信贷额降低, 将导致投资支出、总需求和产出收缩。现实中, 房地产是最重要的抵押品之一, 房地产价格波动与宏观经济基本面的变化被证实非常接近, 甚至领先于经济基本面。金融加速器效应的存在使房地产价格、银行信贷以及宏观经济具有非常紧密的联系, 房价上涨通常会导致银行信贷扩张。^① 信贷推动是20世纪80年代许多国家房价出现剧烈波动现象背后诸多因素中最重要的影响因素。^② 信贷扩张以及随之引发的资产价格上涨通过金融加速器强化及其他供给机制带来实体经济的扩张, 因此, 房地产价格、银行信贷以及宏观经济具有非常紧密的联系以及长期稳定关系。^③ 从世界经验来看, 几次大的金融经济周期都是以房地产泡沫破灭, 甚至金融危机的形式完成转折。资产价格与银行信用的联系在金融危机期间表现明显, 金融加速器效应实际强调了经济周期和信用风险的关系。因此, 信用波动在经济周期形成中具有重要作用。伯南克(1983、1995)在分析大萧条期间货币与金融总量的相对重要性后, 强调金融系统的崩溃才是决定大萧条的深度和持续性的关键因素, 在大危机中更为重要的是信用而非货币, 微观机理是“金融危机—信用成本上升—真实产出持续下滑”。^④

① E. Davis, H. Zhu, “Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross - Country Evidence”, Bank for International Settlements Working Paper, No. 150, 2004.

② F. Allen, D. Gale, “Bubbles, Crises, and Policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 3, 1999, 9 - 18.

③ S. Gerlach, W. Peng, “Bank Lending and Property Prices in Hong Kong”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, No. 2, 2005, 461 - 481.

④ Bernanke, B. S., “Non - monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, Vol. 73, 1983, 257 - 276. Bernanke, B. S., “A Conference Panel Discussion: What do We Know About How Monetary Policy Affects the Economy?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1995, 77 (3), 127 - 130.