



金融发展理论前沿丛书

国家“211”工程三期重点学科项目

赖溟溟 著

金融结构变迁 与持续的经济增长

——基于银行主导型和市场主导型金融体系视角的分析

JINRONG JIEGOU BIANQIAN
YU CHIXU DE JINGJI ZENGZHANG

JIYU YINHANG ZHUDAOXING HE SHICHANG ZHUDAOXING JINRONG TIXI SHIJIAO DE FENXI



中国金融出版社



金融与经济增长系列丛书

金融与经济增长系列丛书

张其成 著

金融结构变迁 与持续的经济增长

——基于中国1978-2007年金融结构变迁与经济增长的实证分析

张其成 著
中国金融出版社 2008年10月

ISBN 7-5047-4000-0 定价：35.00元

中国金融出版社

金融发展理论前沿丛书

国家“211”工程三期重点学科项目

金融结构变迁与持续的经济增长

——基于银行主导型和市场主导型
金融体系视角的分析

赖溟溟 著



中国金融出版社

责任编辑：仝 霞

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

金融结构变迁与持续的经济增长 (Jinrong Jiegou Bianqian yu Chixu de Jingji Zengzhang): 基于银行主导型和市场主导型金融体系视角的分析/赖溟溟著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6212 - 6

I. ①金… II. ①赖… III. ①金融结构—关系—经济增长—研究
IV. ①F830②F061.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 268437 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>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 16.5

字数 266 千

版次 2011 年 12 月第 1 版

印次 2011 年 12 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6212 - 6/F. 5772

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

摘 要

企业融资一般有两种来源：一种是内源融资，主要是利用自有资本；另一种是外源融资，主要是通过金融市场或金融中介获得资金。在后一种融资中，作为资本的供给者发挥着重要作用的银行与金融市场，它们的比较优势以及各自特点一直是公司金融领域经济学家长期争论的焦点问题。而这一问题在宏观经济学领域内则成为经济中的金融结构与实际经济部门运行之间的关系问题。这里金融结构（financial architecture）的定义，按照戈德史密斯（1969）的观点，主要是指各种金融工具和金融机构的形式、性质、相对规模及其作为金融上层建筑与经济基础结构之间的关系，其他经济学家如日本学者铃木淑夫（1987）以及世界银行研究人员 Levine 等人也基本沿用了这一定义。按照近年来流行的所谓“两分法”的划分方法，不同国家的金融结构大致可以归纳为两类：银行主导型金融体系结构和市场主导型金融体系结构。这样，对于金融结构与经济增长之间关系的考察，实际上就是研究银行主导型金融体系结构和市场主导型金融体系结构在经济中的作用，实现长期经济增长的效应比较，以及是否存在最适合于经济增长的金融体系结构。

事实上，金融经济学家对于银行主导型金融体系结构抑或市场主导型金融体系结构能否促进长期经济增长以及哪一种金融结构更有效率的争论已经持续了一个多世纪。最早的争论源于 19 世纪后半期和 20 世纪最初 10 年英国与德国不同的经济发展速度。大多数观点认为德国经济增长率高于英国的主要原因是两国金融结构的差异，特别是它们在银行体系经营方面的差异。进入 20 世纪 90 年代以来，同样的争论扩展到美国与日本。随着金融自由化、经济一体化程度的不断加深，日本等银行主导型金融结构国家纷纷出现大量的银行坏账、严重的经济衰退，甚至于爆发了金融危机；而同一时期市场主导型金融体

系结构的美国却实现了经济持续稳定的增长，于是，大力发展金融市场的呼声开始高涨，世界上许多国家尤其是拉美和东欧的一些发展中国家已经开始进一步强化或者向市场主导型金融体系结构转变，从而引发对这一古老问题的新一轮争论。而此次争论的焦点在于银行与资本市场究竟在金融体系中各居什么地位、起什么作用，以及二者在整个金融体系中应该保持怎样的关系。

本文以银行主导型金融体系结构和市场主导型金融体系结构与长期经济增长的关系为着眼点，通过分析金融中介和金融市场所具有的金融功能以及这些功能发挥的效率，在广泛吸收与借鉴国内外诸多研究成果的基础上，得出以下主要结论：

1. 金融中介与金融市场功能是互补的。银行具有的某些金融功能，市场无法胜任和替代；而市场具有的一些金融功能，银行也难以发挥和替代。只有提供金融服务的各种机构的共存，才能增加金融服务的多样性，降低经济所面临的风险。

2. 金融体系功能成本—效率的发挥是决定经济增长的基本因素，而非金融结构本身。无论在银行主导型金融体系结构抑或市场主导型金融体系结构下，只要能确保金融体系功能有效率地发挥，那么都能实现长期经济增长；相反，如果不顾及金融体系发挥其功能的效率，而偏执于对金融结构类型的选择，那么不仅可能无法实现经济增长，而且如果忽略了自身的外部因素，甚至有可能阻碍金融体系功能的发挥，从而对经济增长产生抑制作用。因此，我们不应该只囿于从机构分析范式来研究金融结构，而应该采取机构分析范式与功能分析范式并重的方法，从不同角度、不同侧面、不同层次对金融结构与经济增长关系展开更为充分、翔实和深入细致的研究。

3. 由于经济体系内生因素在金融结构发展中往往没有表现出预期的稳定作用，而是呈现出自发扰动的影响，于是需要纳入更为广泛的外生因素。而大量证据表明，不同的法律传统和实施机制以及特定的政治因素对于金融中介和金融市场的发展是至关重要的，因此在金融结构设计中必须考虑外生制度因素的影响。

4. 为增长设计合意金融结构的总原则应该是一致性，即本国的金融结构与制度环境的一致。具体地，就是把市场主导趋向作为一种远期目标，分时期、分阶段地建立或者完善它所要求的各种条件；把维持现有金融结构，使其注重成本与效率地运行作为近期目标。只有兼顾远期目标与近期目标，才能以最低成本实现经济增长前提下的金融结构优化。

目 录

1 经济增长理论中的金融要素	1
1.1 货币与经济增长的关系：中性还是非中性？	3
1.2 金融诱导增长假说	6
1.3 金融诱导增长假说的理论化	11
1.4 金融与经济周期	16
2 金融发展范式的转换与可持续增长政策的变迁	29
2.1 金融发展范式：从矛盾转向融合	31
2.2 发展金融体系的理论基础和实证证据	42
2.3 金融结构对长期经济增长重要吗？	59
3 金融结构的经济分析	69
3.1 金融结构的分类与特征	71
3.2 金融结构的微观经济分析	80
3.3 企业融资选择与内生金融结构：Chakraborty 和 Ray (2004) 模型	99
3.4 金融结构的外生约束因素	110
4 金融结构、金融功能与经济增长	115
4.1 银行的功能	117
4.2 股票市场的功能	128
4.3 不同金融结构下金融功能实现的有效性与效率	134
4.4 新型金融中介的出现与金融结构的变革	138

5 金融结构、金融危机与增长的非连续性	149
5.1 金融危机与增长的非连续性	151
5.2 金融结构与金融危机的非确定相关：基于金融市场的视角	161
5.3 金融脆弱性与危机传递：基于银行业视角	167
5.4 不同金融结构的稳定性：基于控制权的一种分析	171
6 迈向最优金融结构	181
6.1 金融结构变化的新趋势	183
6.2 存在最优金融结构吗？	190
6.3 银行与资本市场的共同演进与金融结构	201
6.4 政府在金融发展中的作用	204
7 构建均衡的金融结构，实现可持续经济增长	207
7.1 中国金融发展与经济增长的相关性研究	209
7.2 中国金融与增长之谜：一个悖论	215
7.3 金融结构与持续经济增长的稳定性	222
7.4 未来中国金融结构变迁的战略与方向	225
参考文献	228

金融发展
理论前沿丛书

1

经济增长理论中的金融 要素

金融发展与经济增长之间的关系在整个现代经济学的历史中始终受到极大关注，其根源可追溯到小亚细亚的吕底亚王国，那里出现了世界上最早的货币。但是，关于金融和经济增长之间的关系和自由银行业的最早公开争论可能出现在公元 33 年的罗马，这一年发生了有可能是银行引发公众恐慌和破产的第一个经典案例。当时，罗马人就将自由银行体系放置于政府控制之下的可能性进行着紧张而激烈的辩论。从那时起，众多经济学家都卷入了这一争论之中。

20 世纪 80 年代以后，随着金融在现代经济中的地位与作用越来越突出，经济活动无法超越金融而展开，经济增长也越来越倚重于资本投入的增加和金融体系的完善。与此相反的是，主流增长理论一贯关注资本积累、技术进步和国民产出增长等实体经济方面，对货币金融因素向来缺乏应有的重视，认为货币金融因素只能在短期内影响经济周期，对经济长期增长不能产生实质性的影响，从而导致了货币金融与经济增长长期处于相互游离的状态（王永中，2006）。直到 20 世纪 80 年代，随着内生经济增长理论的兴起，金融部门被引入经济增长模型，从而使整合金融与增长之间的关系成为可能。

1.1 货币与经济增长的关系：中性还是非中性？

金融起源于货币，在经济发展的早期，金融的唯一要素就是货币。从古典经济学开始，货币就已经进入了经济分析的视角，但货币的作用以及货币与经济之间的关系问题，作为“经济学最古老、最持久、最重要的问题”（盛松成等，1992）之一，被经济学家们争论了数百年。正如 Walsh（2001）所指出，“……这两种互不相容的观点——认为货币变化是中性的单位变化，以及认为这些变化引致了就业和产出的同方向变动——之间的拉锯战，就一直是货币理论的核心。”

1.1.1 货币中性论

主流古典经济学家一般都简单地把货币视为商品交换的媒介和一种便利交换的工具，把货币当做与实际经济过程并无内在联系的外生变量，货币数量与物质产出数量的变化无关，过多的货币最终只会导致物价的上涨，因此货币的存在既 not 有助于也不妨碍于实际经济的发展。例如，Lock 认为，“货币是在其

流通过程中推动着许多贸易的齿轮”；Adam Smith 也曾说过，“货币是流通的大轮毂，是商业的大工具”；^① David Hume 则认为，一切物品的价格是由商品与货币的比例所决定，任何一方发生变动，都会引起物价的涨落，并且指出，物价并不是取决于一国所有商品与货币的绝对数量，而是决定于上市的或行将上市的商品数量与在流通的货币数量；Irving Fisher 则提出著名的“交易方程式”（即 $MV = PT$ ，其中， M 表示一定时期内流通中的货币平均量， V 表示货币的流通速度， P 表示交易中各类商品的平均价格， T 表示各种商品的交易量）支持货币中性理论。^②

古典货币中性论的理论基础是萨伊定律和一般均衡理论。萨伊定律是法国经济学家 Zaire 在《政治学概论》一书中提出的，它的基本命题是“供给本身能创造需求”。根据这一理论，货币数量的变化既不会造成经济的扩张，也不会导致经济的收缩，只会造成物价水平等比例地上升或下降，对生产供给、产出和就业没有什么实质性的影响。而一般均衡理论则是 1874 年 Walras 在《纯粹政治经济学要义》中提出的。根据这一理论，价格调整使得每个市场同时实现供求平衡，因此一般均衡体系决定了所有商品与服务的销售数量和相对价格。更为重要的是，Walras 一般均衡的引入从理论上证明了“看不见的手”的存在：均衡是帕累托最优。基于上述分析，就业、产出和相对价格的确定是在没有货币这一交易媒介的条件下实现的。把货币引入模型最简单的方式就是确定需求函数和假定货币外生供给。货币需求取决于产出水平和价格水平，产出水平是在 Walras 均衡体系中确定的，因此，调整价格水平能够实现货币市场的供求平衡。用这种方式引入货币直接导致了古典“二分法”。具体而言，就业、产出、相对价格以及实际利率等实际变量是由 Walras 均衡确定的，而价格水平、名义工资以及名义利率等名义变量则是由货币市场的均衡确定的。由于名义变量不影响实际变量，因此货币市场是不重要的。这一观点表明，假定 Walras 均衡成立，那么货币基本上是无紧要的。

1.1.2 货币非中性论

货币非中性的思想可以追溯到 Richard Candillon (1775),^③ 在他的眼中，

① 盛松成等：现代货币经济学 [M]，北京：中国金融出版社，1992。

② 李璩：货币非中性理论研究 [D]，上海：复旦大学博士学位论文，2006。

③ 李璩：货币非中性理论研究 [D]，上海：复旦大学博士学位论文，2006。

货币数量增加与物价上涨之间虽有因果关系，但在数量上并无严格的比例关系。因此，一种隐含的可能性是，货币数量的变动并不唯一地由价格的变化所吸收，必定还有其他经济变量的变化去吸收其剩余影响，如产量的变动和货币流通速度的变动。Wicksell 是最早明确提出货币非中性的经济学家，他认为，货币并不是覆盖在经济上的一层面纱，正是因为货币对经济运行发挥了某种作用，经济才常常发生变动，失去均衡。^① Keynes 利用有效需求理论进一步系统地解释了货币非中性，他指出，增加货币数量既会影响物价，也会影响产量，但首先会影响产量，只有在达到充分就业之后，货币供给的增加才会影响物价。Tobin 在其两篇经典论文^②中也分析了货币供给量与长期经济增长之间的关系，他强调货币的价值贮藏功能，将货币收支列为实际可支配收入的一部分，进而对人们的消费和储蓄行为产生了深远的影响。他认为一旦这种影响具备了持久性的特点，货币供给量就会对长期经济增长产生实质性作用。

Johnson、Levhari 和 Patinkin 创立的新古典货币增长理论和 Stein、Rose 等人创立的所谓“Keynes - Wicksell 模型”的货币增长理论也支持货币在经济增长中的非中性。他们指出，货币对经济增长的影响是通过资本—劳动比率和劳动—产出比率实现的，“货币供应的增长率、私人部门的金融资产净额与货币存量之比等货币变量影响着长期中的实际变量的均衡值。……从而，在长期增长过程中，货币就不是中性的。”

1.1.3 短期非中性与长期中性

从 20 世纪 50 年代开始，Friedman 开始对凯恩斯学派的工资刚性和菲利普斯曲线提出质疑，他指出，抛开表面现象，工资实际上是完全弹性的，因此不存在非自愿性失业。与之相反的证据，包括菲利普斯曲线，都是源于没有区分价格变化和未预期价格变化而产生的统计假象。因此，以适应性预期为给定条件，Friedman 推导出附加预期的菲利普斯曲线描述通货膨胀、失业或者就业与过去的通货膨胀之间关系，从而得出“并不是过度就业造成通货膨胀，而是通货膨胀（未预期的部分）造成了过度的就业”的结论，并且提出价格预期的

① Wicksell 提出自然利率的概念，而所谓自然利率是指投资的预期利润率，当货币利率与自然利率相等时，货币对经济保持中性。

② 1955 年发表的《动态总体模型》；1965 年发表的《货币和经济增长》。

系数为 1。这实际上表明,不论短期菲利普斯曲线的形状如何,^① 长期菲利普斯曲线一定是垂直的;货币在短期内是非中性的,而在长期,由于行为人最终将对价格水平进行准确预期而成为中性。20 世纪 70 年代兴起的新凯恩斯学派则为上述观点提供了微观解释,他们认为,市场(商品市场、劳动力市场和金融市场)中存在着各种不完全性,例如不完全竞争、菜单成本、交错定价和信息不对称以及协调失灵等,导致市场不能连续出清,从而对就业、产出等实际变量产生影响。而在长期内,所有的不完全性将逐渐消除,因而呈现出中性。

20 世纪 80 年代初期,对总量不稳定的新古典解释主要集中在真实冲击而非货币冲击,以供给冲击(以技术随机变化的形式出现)代替早期模型中的货币刺激机制,形成了真实经济周期理论。根据这一理论,技术的变化是产出波动的主要原因。在真实经济周期模型中,货币数量和总价格水平不影响总产量或就业,货币主义、早期新古典模型和新凯恩斯主义模型中起重要作用的短期和长期总供给曲线的区分被放弃了,而货币不仅在长期且在短期也是中性的。真实经济周期理论认为,货币主义的货币与总产量之间的正相关关系只是表明货币供给是对经济活动作出的反应,货币是内生的,对未来产量增长的预期导致了目前货币供给的增长。Kydland 和 Prescott 总结后发现,由于经济周期几乎能够完全由真实数量解释,因此货币部门的引入是不必要的。在 King 和 Plosser 的模型中,“货币服务是私人部门生产的中间产品,其数量随着真实经济的发展而上升和下降”。金融服务能比最终产品更快地生产出来,因而金融服务的扩张很可能先于产量的扩张。Romer 和 Lucas 也认为货币供给量的变化不会对产出和就业产生影响,在他们看来,经济增长是经济内生因素作用的结果,尤其是技术进步在经济增长中具有决定性的作用,因此菲利普斯曲线即使在短期内也是垂直的。

1.2 金融诱导增长假说

金融诱导增长假说的起源可以追溯到 Bagehot (1873),在其经典著作《伦

^① 短期菲利普斯曲线的形状取决于预期价格变化与实际价格变化之间的关系以及劳动力供给对于可预期的实际工资的弹性等。

巴德街》中，他强调银行业在经济增长中的重要性，并提出必须完善环境，使银行可以通过识别有生产率的投资以及为其提供资金来积极推动创新和未来的增长。从那时起，直到 20 世纪 60 年代以前，理论和实证证据压倒性地支持金融诱导增长，从而使金融诱导增长假说逐渐从零散的、碎片状的描述转向持续的、系统的研究。

1.2.1 支持假说的主要理论

Schumpeter (1911) 认为，金融服务在促进经济增长中是至关重要的。具体而言，生产需要信贷来实现，一个人“只能在成为债务人之后才能成为企业家……（企业家）首先想要的东西就是信贷。不管之前他需要什么东西，他其实需要的一直都是购买力，因此是资本主义社会中典型的债务人”。在这个过程中，银行家是关键的代理人。^①

Keynes 在他的《货币论》中也指出了银行部门在经济增长中的重要性。他认为，银行信用是“产品运行的通道，如果银行家知道其肩负的责任，可能会提供运输便利，其程度与工商业的最大生产能力相吻合”。Robinson (1952) 表达了同样的观点，她提出，金融发展追随着增长，并用“企业引导金融跟从”的观点表明了这种因果关系。但是二者都认识到一点，当前的制度结构函数不一定是既定的。事实上，Keynes (1936) 随后就支持不同的结构，提出政府应当对投资进行直接控制。虽然在欠发达的金融体系中增长可能会受到信用创造的制约，但在更复杂的系统中，金融被视为对需求的内生响应。这种观点表明，金融体系越发达，金融导致增长的可能性越高。而 Robinson 的观点则意味着金融发展跟随增长，或许因果关系是双向的。

Gerschenkron (1962) 指出银行业在其提出的“经济后发优势”（economic backwardness）理论中的作用。根据他的假说，一国在工业化初期的经济发展程度决定了银行业的作用。在英国，作为最先进的经济体，工业化并不需要一个活跃的金融部门，因为投资是小规模的，需要很少的资金和专业化的企业家；而适度落后的国家德国，在技术更先进和进行大规模投资时进入工业化，而银行业提供资本和企业家，以推动工业化进程；而更为落后的俄罗斯，则需

^① Schumpeter 在这一点上是非常明确的，“与其说银行家是商品购买者与这种商品生产者的中间人……不如说他是交换经济的长官”。

要一个强有力的金融部门和政府的主导力量，把规模大、资本密集型的产业推入正轨。

Patrick (1966) 则更进一步，研究了金融和经济增长之间是否存在因果关系这一具体问题。为此，他区分出“需求跟随型”和“供给引导型”两种不同模式，并将它们归因于发展过程的特定阶段。在第一种模式中，经济发展建立了对金融服务的需求，由不断发展的金融部门被动地加以满足。如果跨部门或跨行业增长的差异很大，就会存在对金融服务更多的需求，从而将储蓄转移至发达部门。在第二种模式中，金融中介将更多小储户的储蓄转移至大投资者，从而促进经济增长。金融部门将资源从传统部门转移至现代部门，并鼓励了后者中的企业家。根据 Patrick 的观点，供给引导型模式在经济发展的初期阶段占主导地位，随后逐渐将其主导作用转移给需求跟随型模式。所以最初从金融到增长的因果关系，是发展中国家可以预期到的情景，接下来可以预期需求跟随模型建立从增长到金融的因果关系，经济体越先进，越可能因此被期望表现出这种因果关系。在这一框架下，Patrick 对假说提供了一种鲜明的实证检验。

Cameron (1967) 则认为，金融系统既可能是经济增长引导的，也可能是引导增长的，但他强调金融体系提供服务的质量和效率的重要作用。他总结了金融体系（特别是银行）的关键特征，主要表现在四个方面：第一，金融中介作为将小额资金从规避风险的小储户转移给具有创业技能的较少风险规避的投资者的载体，可以增加后者的可用资金；第二，金融中介向投资者提供激励机制，即借贷成本下降鼓励了企业家进行更大规模的投资，而不断扩张的金融部门减少了客户、区域和季节波动期间的利率差异；第三，在工业化初期，金融机构使初始财富的非生产性存量的更为有效配置成为可能；第四，他强调银行在推动技术进步中的作用。Cameron 认为，大多数技术创新是由已建企业获得银行融资而引发的。

1.2.2 假说的检验：早期的案例研究和跨国分析

Cameron (1976) 对 19 世纪英格兰、苏格兰、法国、比利时、德国、俄罗斯和日本成功的工业化过程中的金融和增长之间的相互作用进行了详细的比较研究，这些比较凸显出一些惊人的相似之处和不同之处。例如，在英格兰，当局在允许金融机构发挥其促进经济增长的建设性作用时非常谨慎，但放松管制

和足够宽松的法律却使金融创新成为可能，金融创新则对快速的工业化作出了重大贡献。在苏格兰，金融对工业化发展过程作出了巨大贡献，使之在很长的一段时间内维持非常高的增长率。在法国，欠发达的银行系统（如对信贷数量的限制、银行分支机构数量太少且种类单一以及金融机构缺乏专业化等）妨碍了19世纪上半叶的快速工业化，而这正是由法兰西银行的有效垄断地位造成的。尽管在19世纪下半叶进行了金融改革，但许多限制仍然存在。比利时金融体系的特色就是开展一些重大创新，例如开设的第一家股份制银行，其目的旨在促进工业化的发展进程。尽管存在一些不足之处（例如1851年之前对短期商业信用的忽视），但比利时金融体系也极大地促进了经济增长。德国在1870年以前，私人银行是动员工业发展所需资本的最重要的金融机构，由于与工业企业关系密切，从而在经济发展中发挥重要的推进作用。在俄罗斯，不仅银行动员了巨大的资源，其他各类公共的和私人的金融机构也共同为产业动员资本，从而使金融诱导的经济发展远远超过其他许多国家。在1868年和第一次世界大战之间，日本建立与产业保持紧密联系的银行体系，主要为长期固定投资及营运资金提供融资，进而推动了经济发展。^①

根据上述案例分析，两种类型的国家被分离出来，^②一种类型是金融部门积极地推进了工业化的国家，例如苏格兰、比利时、俄罗斯和日本；而另一类则是金融业的发展被错误的政策所抑制的国家，例如德国（1870年以前）和法国。在此基础上，Cameron等人（1972）提出了更多国家的个案研究，在这些国家中，要么是在1914年之前工业化没有达到一种显著水平的（塞尔维亚和西班牙），要么就是不完整和延迟工业化的（奥地利和意大利），最后则是经济发展迅速的（美国和日本）。奥地利的金融体系在工业化进程中被发现发挥了反生产率作用，理由是银行家不愿承担适当的风险。此外，贸易保护主义政策也导致银行和企业家较少地采取主动行动。由于其他错误政策也削弱了金融体系的有效性，从而得出的结论是金融状况阻碍了增长。而在塞尔维亚，产业化步伐的孱弱不仅是管理和创业技能普遍缺乏的结果，也是金融体系不发达的结果，而在独立后的若干年中，该国就已经建立起令人惊讶的复杂的金融体系。在意大利，政府过度借贷引起的金融不稳定似乎已经极大地阻碍了国内私

① 根据 Patrick 的研究，日本银行体系在这一时期是“供给引导的”。

② 英格兰的情况比较特殊，不适当的政策并没有阻止快速的金融发展和金融创新。