

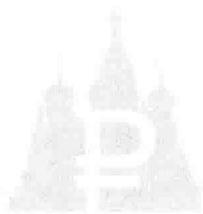
Финансовые поддержки в процессе
Новой Индустриализации России

俄罗斯新工业化进程中的 金融支持研究

于娟 / 著



清华大学出版社



Финансовые поддержки в процессе
Новой Индустриализации России

俄罗斯新工业化进程中 的金融支持研究

于娟 / 著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

工业化进程与金融支持的匹配度密切相关,2008年俄罗斯国家创新战略启动,俄罗斯进入新一轮工业化时期——新工业时期。完善战略性新兴产业的金融支持体系是工业化推进的有力保障。本书以发达国家创新经济时期的金融调节手段经验为借鉴,梳理了俄罗斯产业结构调整进程和金融市场的发展,考察分析了俄罗斯新工业化发展中金融支持的效率问题。

本书适合于产业经济学与金融学专业的研究生以及对金融支持感兴趣的读者阅读。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

俄罗斯新工业化进程中的金融支持研究/于娟著. —北京:清华大学出版社,2017
ISBN 978-7-302-48823-1

I. ①俄… II. ①于… III. ①金融支持—研究—俄罗斯 IV. ①F835.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 273109 号

责任编辑:张莹

封面设计:傅瑞学

责任校对:宋玉莲

责任印制:王静怡

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市少明印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×240mm 印 张:11.5 字 数:200千字

版 次:2017年12月第1版 印 次:2017年12月第1次印刷

定 价:49.00元

产品编号:072636-01

【前 言】

2008年金融危机后,世界各国充分认识了经济危机根源,纷纷提出了创新发展战略。俄罗斯也于此时制订了一系列发展规划,凸显创新在国家发展战略中的高度,并通过法令的形式确定《2020年前俄联邦创新发展战略》为纲要,分阶段逐步实现战略目标。从《2020年前俄联邦创新发展战略》来看,俄罗斯创新发展的实际进程缓慢。这与两方面的原因密切关联,其一是俄罗斯经济结构调整对科技研发速度与进程的支持,其二是科技研发的生产与转化效率。相对而言,科技发展的产研转化率提升能够有力保障科技不断探索、经济持续繁荣,使科技作为第一生产力的作用得到充分发挥!

新兴经济体国家利用后发优势,在借鉴发达国家和赶超型国家经验基础上,将金融支持的资金链、技术创新的价值链和创新型新兴产业的产业链结合起来,通过政府安排的引导作用和制度创新的利益驱动作用使社会资本导入创新产业的金融支持体系,其中金融市场是支持体系的重要环节。俄罗斯金融市场是一个银行主导型的金融体系,这从信贷机构与非信贷机构的资产规模比较可以看出,银行资产规模具有显著优势特征。俄罗斯金融市场建立较早,然而发展和繁荣却是在全球化背景下的近10年间,其中有价证券市场化发展、跨境投资交易规模扩大和世界金融中心竞争加剧尤为突出。这在俄罗斯本身看来是有进步的,但横向比较而言,金融市场建设仍需多方面努力完善。由此形成了俄罗斯银行融资集中度高,股市和债市及基金市场融资能力疲弱的特点。在此情况下,俄罗斯新工业化阶段战略性新兴产业从孵化期向产业化发展过渡中,股市和信贷双轮驱动创新经济是如何发挥作用的?金融业增加值的经济贡献度如何?这些疑问既出现于俄罗斯的金融发展阶段,也是转型国家普遍关注和存在的问题,因此本书将从以下几个方面与读者共同探讨!

根据上述动因与现实意义,本书的内容分为正文与附录两部分。正文第一章~第八章主要围绕俄罗斯新型工业化中金融支持战略性新兴产业发展进行

论述。附录 1 和附录 2 则是为正文分析提供更充实的经济背景资料。

第一章绪论介绍了研究的目的及意义,梳理理论研究基础并对相关文献进行综述,提出本书研究角度,即沿着“金融安排—新型工业化—经济增长”的逻辑,剖析俄罗斯新型工业化进程中的金融支持问题。

第二章~第四章梳理金融发展与经济增长理论,探寻不同金融制度范式下金融安排与战略性创新产业发展的关系,抽离出战略性创新产业的金融支持体系,并通过典型金融制度国家在产业结构调整中金融实践比较,进一步印证一国创新产业化发展中金融制度的有效路径安排,为转型国家金融改革提供理论指导与应用借鉴!

第五章主要阐述了俄罗斯经济发展阶段与产业结构调整的历史沿革。通过梳理俄罗斯经济产量长期下降(1991—1998年)、经济恢复增长(1999—2008年)和后危机时期经济盘整与西方制裁叠加(2009年至今),揭示出俄罗斯新型工业化的产业结构基础和当前国内外环境对经济调整的桎梏。

第六章主要阐述了俄罗斯金融制度的组织体系。这是俄罗斯新型工业化时期战略性创新产业赖以繁荣发展的融资体系,即以俄罗斯银行为领导、商业银行为主体、非银行金融机构分工协作的金融组织架构。然而石油收入锐减与金融封锁直接引发俄罗斯国内货币市场流动性持续紧缩,导致俄罗斯商业银行、金融市场和保险市场审慎维护金融秩序的同时,努力拓展和推进创新产业所需的融资途径。

第七章和第八章主要阐述了俄罗斯新型工业化的演进与融资安排,并追踪金融支持现状。依据金融支持战略性创新产业发展理论对俄罗斯金融体系进行研判,寻找俄罗斯新型工业化进程中金融支持不足的深层原因。

附录 1 主要围绕俄罗斯建立离岸金融中心的战略意义与路径选择进行论述。离岸金融中心作为国际资本市场的战略要地,在经济全球化的今天备受各国政府瞩目,新兴经济体愈加希望通过离岸金融中心的建立促进本国经济实力的提升。俄罗斯政府一边规范实体企业经营,另一边为创造和丰富企业的生存发展环境提出构想,即在远东地区建立新的离岸金融中心,选址位于萨哈林岛、千岛群岛。梅德韦杰夫指出:“这一构想存在风险,但无论如何,远东地区都需要新的机制来促进其发展!”

附录 2 主要围绕金融异化对俄罗斯卢布汇率的影响展开讨论。卢布汇率

变化与国际油价波动紧密关联,二者均是俄罗斯制定国家宏观经济政策的主要依据。国际游资将金融市场已出现明显内部缺陷的国家或地区作为冲击的首选目标,同时冲击其外汇市场和资本市场,而大宗商品交易成为紧密连接两个市场的不二之选。石油纸货交易价格的波动对俄罗斯卢布实际汇率产生重大影响,并通过一系列传导机制的发挥扰动其国内金融稳定。这在俄罗斯新型工业化阶段金融体系保障创新产业高转化率产生深远影响。

本书通过正文与附录相互照应,围绕俄罗斯金融体系支持科技创新发展,极力在尽可能的范围内进行探索研究。总的目的是希望通过金融安排促进科技创新产业这一角度,探讨俄罗斯目前新工业化下金融发展进程和影响因素,为读者提供了解和认识俄罗斯金融体制改革和发展的窗口。

编 者

2017年9月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与目的	1
第二节 理论研究基础及相关文献综述	3
第三节 研究创新与研究方法	5
第二章 金融发展与经济增长理论	7
第一节 传统西方经济理论中关于金融与经济关系的论述	7
第二节 金融发展理论中金融与经济关系论述	8
第三节 信息费用理论中金融与经济的关系论述	11
第三章 金融发展与战略性新兴产业发展的关系	15
第一节 金融创新螺旋论下的资本市场主导模式	15
第二节 国家禀赋论下的政府主导模式	19
第三节 战略性新兴产业的金融支持体系	22
第四章 产业结构调整中金融手段运用的国际比较	31
第一节 美国创新经济时期的金融支持模式	31
第二节 日本赶超经济中的金融支持	34
第三节 德国产业结构调整中的全能银行制度	37
第五章 俄罗斯经济发展阶段与产业结构调整	43
第一节 1991—1998 年俄罗斯经济产量下降年代	43
第二节 1999—2008 年俄罗斯经济恢复性增长年代	48

第三节	2009—2016 年俄罗斯经济盘整年代	59
第六章	俄罗斯金融制度的组织体系发展	65
第一节	俄罗斯中央银行的宏观调控	66
第二节	俄罗斯银行业的发展	76
第三节	俄罗斯金融市场的发展	81
第七章	俄罗斯新工业化进程中的融资安排	97
第一节	俄罗斯新工业化发展	97
第二节	俄罗斯新工业化发展的融资支持	102
第八章	俄罗斯新工业化进程金融支持不足的深层原因	111
第一节	俄罗斯进口替代策略的金融支持路径	111
第二节	俄罗斯进口替代策略金融支持乏力	113
第三节	俄罗斯金融支持乏力的深层原因	116
启示		118
参考文献		119
附表		125
附录 1	俄罗斯建立离岸金融中心的战略意义与路径选择	141
附录 2	石油金融异化对俄罗斯卢布汇率的影响	157

绪 论

第一节 研究背景与目的

后危机时期,转型国家纷纷借助全球经济复苏契机进行国内经济深度改革。俄罗斯在 2008 年 2 月出台文件《面向 2020 年社会经济发展战略规划》,后经数次修订,已成为一部集合俄罗斯乃至世界各国智慧,旨在为俄罗斯未来发展定位的纲领性文件。时任俄联邦总理的普京表示,“我们的目标主要是实施经济多元化,鼓励更多创新,提升国际竞争力,并积极防御国际市场上的冲击。”由此,俄罗斯再次以创新拉动经济多元化为目标的经济转型大幕正式拉开。2014 年以来,俄罗斯面临欧美联合制裁和石油危机的双重压力,国家创新战略计划转向了进口替代战略的反危机计划,迫使俄罗斯新型工业化改革转入新的进程。

一、研究背景

俄罗斯垄断型经济是叶利钦改革留下的陈疾,它制约着经济社会中工业设备更新和产业化创新,导致俄罗斯难以实现持续快速发展。2012 年时任总理的普京在其竞选纲领中着重强调并承诺,要改变技术落后的局面。然而近年来,国际油价下跌和欧美联合制裁严重影响了俄罗斯固定资产投资和外商直接投资。在全球大多数国家跃跃欲试抢占第六次科技发展先机之际,俄罗斯技术发展仍停留在科技革命的第四阶段。众所周知,科技是“第一生产力”、资本是“第一推动力”,两者有机高效对接是提升后发国家创新能力、促进经济可持续发展的重要途径。而金融资源动员能力和资源配置能力以及风险转化能力的充分发挥与否,决定了本国创新产业发展的路径、规模和效果。

金融制度安排支持不足制约了俄罗斯创新能力的提升。技术创新的主体是科技型企业,而科技型企业既是知识密集型产业,也是资本密集型产业。欧美发达国家研发费用/GDP 总值均为 3%~5%,并将其中 67%用于科技型企业产品研发与生产。俄罗斯研发费用/GDP 为 2%,并且大部分科研资金流入基础研究,应用领域开发投入资金比例偏低,导致科技成果难以转化为产业投入。稳定的投融资来源缺乏不仅使技术创新项目研究受到限制,而且使大批技术水平高、市场前景好的高新技术项目不能实现产业化和商品化。解决产研转化资金短缺问题可以采取自筹资金、政府拨款、社会筹资、金融业提供贷款支持以及争取外资等渠道。当前俄罗斯国内进行的新型工业化处于创新时期与进口替代时期的叠加阶段,而外部国际环境正在经受欧美联合制裁和油价下跌的双重压力,受财政收入规模缩小的影响,俄罗斯政府拨款规模较难有大幅度提升。因此,积极争取社会融资并且支持企业筹资形式多样化,走科技与金融结合的道路是比较符合目前实际情况的选择。

二、研究目的

本书研究的目的在于,以技术创新活动风险不确定性产生交易成本不确定性为研究切入点,基于系统科学的金融功能视角探索金融安排的技术创新功能,并以俄罗斯新型工业化的实践为背景,探讨俄罗斯创新与进口替代战略下金融制度支持的设计与实践的差距,从而得到对转型国家金融制度改革的有益建议。研究最终实现目的如下:

一是梳理科技创新金融安排范式。在该模式下实现融资风险的平滑和转移,促进技术转化为生产力。因此着力探讨转型经济体走过了劳动密集型时期、资本密集型时期进入知识密集型时期后,在借鉴国际先进国家经验的基础上,发掘适应本国的金融制度范式。对于该问题的分析解决,将揭示金融安排是如何促进技术创新,以及金融安排在推动技术创新过程中扮演什么角色、承担什么样的职能等问题。

二是分析俄罗斯金融安排促进技术创新功能的实现程度。俄罗斯推行新型工业化后,创新战略和进口替代战略的实施在多大程度上得到了来自金融方面的支持?如果来自金融方面的支持不足,那么在技术创新过程中经济体又是如何规避金融方面的约束与限制的呢?

三是探寻促进我国技术创新功能的有效途径。秉承理论服务实践的原则和理念,观察分析俄罗斯新型工业化战略的金融支持路径与效果,凝练提升对我国以及转型国家金融制度改革的有益借鉴。

第二节 理论研究基础及相关文献综述

本书是以金融发展与经济增长关系为理论基础,二者相互促进过程依序经历古典与新古典时期的金融对经济影响理论、金融发展理论、信息费用理论等。古典经济时期亚当·斯密首先发现,适当的银行活动可以促进经济的发展,然而对“适当的银行活动”并没有进行详细说明。穆勒随后对“适当的银行活动”以信用的角度给出了具体的解释。熊彼特则是在经济与金融发展中强调了“银行家的”功能,“他——银行家是产业和资金的有效黏合剂!”与此同时,阿罗-德布鲁范式下的金融与经济关系中强调,只要货币是不存在货币幻觉的内在货币,并且在物价和利率保持稳定的条件下,货币对经济的调节将不发挥作用。

史密斯(Smith)利用世代交叠模型进行了理论上的证明,他指出当金融市场的交易成本较高时,一个经济体只能选择那些发展期较短的技术。而只有交易市场的活动效率逐步提高后,市场才会倾向选择那些发展期较长的技术,这些技术也暗含高投入和高产出。当这种技术的产出率足够大时,就会给经济增长带来显著的影响。也就是说,金融市场会直接影响到技术的选择,从而给一国的均衡经济增长率带来深远的影响。

西方经济学界针对流动性风险建立了金融市场模型,深入探讨了金融安排、流动性与技术创新之间的关系。在 Diamond-Dybvig(1983)模型从博弈论多重均衡角度论证了商业银行经营中存在因流动性下降与信用危机爆发而导致的银行挤兑风险,建议引入消除存款人挤兑预期的政府监管与保障性措施,维护银行负债稳定,进而激励充足的资金投入低流动性、潜在回报率高的项目上去。当该类项目产生较强外部效应时,金融市场自由的流动性便会促进新技术产研转化率进一步提升。

以上理论研究多从银行与证券市场角度进行分析和探讨,并且相关文献将不变生产函数作为研究的假设或理论起点,然而这些研究忽略了金融对于技术创新的特殊作用,如金融对于技术的创新、管理、实施环节的相关信息收集功

能。20世纪80年代后,风险投资在技术创新活动中的作用逐渐显现,特别是在风险投资进程和风险工具的选择上引起广泛关注。

麦克米兰(MacMillan)等学者从风险投资者对项目贷款前的筛选和投资后的追踪方面研究得出结论:一是风险投资者在项目筛选中更注重企业技术的创新性和员工的整体素质;二是风投资金贷出的同时也为企业提供了后续增值服务,这一行为既为企业提供了融资活动指导,又防范了企业道德风险的逆向选择。同时他们还观察了风险投资者对金融工具的选择后指出:资金规模小、多样化程度低的风投者优先选择普通权益类工具,反之则会进行资产组合等方式进行。^①

萨尔曼(Sahlman,1990)对风投过程中的委托代理进行了研究并指出,金融市场中道德风险与逆向选择一直存在,并在原始投资者、风险投资家和风投企业之间博弈。他发现风投者可以通过运用多种激励机制和金融工具为风险企业提供信息和激励,其中包括债券工具和股权工具的搭配与转换等,这些机制能够有效地降低信息不对称程度,因而是风险企业治理机制中最重要的组成部分。

沃恩和卡萨瑞(Warne&F. Katharine,1990)等研究重点集中在风险投资中介的增值服务方面。他们发现,科技创新型中小企业创业者在寻求融资服务的过程中,通常会将会所需融入的资本分散找寻不同的投资者,以便得到每一位参与融资的风投企业承担有限责任。这样做可以避免一支独大的风投企业在为创投企业提供信息增值服务的同时左右风投企业的利润分配和经营决策。

纵观金融发展理论的历史演进,金融发展理论始终围绕着两个命题探讨:一是金融自由化与经济增长的关系,二是金融制度安排与经济发展的关系。这些丰富的研究成果均为本书的研究提供了坚实基础。随着转型国家经济市场化和工业化进程纵深推进,对金融制度的需求也呈现出多元性。然而这种类型国家金融体系内存在着激励机制和风险分散机制等不足,因此在解决企业融资难、科技产业化程度低等问题时出现支持乏力,致使工业化速度受到严重影响。

尽管学者们已经就技术创新对经济增长的重要性进行了充分的论证并得到社会共识,但是对转型国家的金融制度安排在技术创新产业过程中的支持问

^① MacMillan, I. C., Siegel, R. and SubbaNarasimha, P. N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1, 119-128.

题研究仍显不足。转型国家中俄罗斯的金融制度具有典型性。就俄罗斯金融制度与新型工业化发展问题研究方面,国内学者主要集中于俄罗斯国家创新战略、俄罗斯进口替代策略和俄罗斯宏观货币政策角度,因此本书选择的角是沿着“金融安排—技术创新—经济增长”的理论逻辑,研究俄罗斯新型工业化进程中的金融支持体系。

第三节 研究创新与研究方法

本书进行了积极努力的尝试,并希望在理论和应用中有所突破,创新点主要围绕以下两个方面进行。

一是在金融发展与战略性创新产业关系方面,本书以产品生命周期为依据,以企业融资的啄食顺序原理为指导,尝试将金融螺旋理论与国家禀赋论结合,形成转型国家创新战略金融支持模式。

二是俄罗斯自1998年金融危机后开始采取了审慎宏观管理办法,对利率、汇率、M2等货币政策中间目标严格监控。2010年后《新巴塞尔协议》在该国的贯彻程度不亚于我国执行《新资本充足率管理办法》的监管力度,那么在金融安全监管严格和资本市场完全放开的情况下,俄罗斯金融创新是如何支持科技创新的?金融支持的效果又是如何呢?这既是本书研究的重点,也是本书研究的创新点。

金融发展与经济增长理论

第一节 传统西方经济理论中关于 金融与经济关系的论述

理论界关于经济发展与金融制度供给间的促进与抑制关系的讨论一直争论不休。古典经济时期经济学家并不严格区分经济名义变量与实际变量,在他们的眼中,世界是混合而完整的,金融是这个世界中的一环,并且是必不可少的一环。立足于一般均衡分析和阿罗-德布鲁范式的新古典经济学家则区分了经济名义变量和实际变量,分别考察虚拟金融与真实的经济世界。在他们的模型中,金融体系和金融工具被证明是多余的,经济名义变量和金融世界将不会影响到经济真实变量和真实经济因素。

自亚当·斯密以来,古典、新古典经济学家关于金融与经济的论述代不乏人,薪火传承的同时也存在思想的激烈碰撞,令这一问题的讨论历久弥新。亚当·斯密(Adam Smith,1776)在其著名的《国富论》中以特有的笔触对金融与经济的关系描述如下:“慎重的银行活动,可增进一国产业,但增进产业的办法不在于增加一国资本,而在于使无所用的资本大部分有用,本不生利的资本大部分生利。慎重的银行活动可使资本盘活。”而对于什么是“慎重的银行活动”以及慎重行为失当将会产生何种程度的严重后果等问题未展开描述。穆勒(Mill,1848)在关于货币转化为资本的描述中谈到了信用中介可以实现资本从甲手中到乙手中的转移,并且是转给能够在生产上更加有效地利用资本的人手中,但是过度信用则对经济产生危害。他观察到“商业恐慌”和商业危机大多与“信用的急剧扩张和收缩”相联系。“在投机狂热像流行病般发作时候……即使没有增加货币,也没有票据信用的增加,只靠账面信用扩大而扩大购买,所有商

品的价格将大幅上升。一段时间后商品的买进者需要出清货品的同时又要争相降价,于是价格大跌导致经济剧烈波动进而发生商业危机。”^①如果说在穆勒对货币的讨论中是展示了信用创造中货币转化为资本的过程,那么熊彼特(Schumpeter,1912)则是将这一过程中的银行家作用剖析得更为透彻。熊彼特发现经济发展实质是生产要素的重新组合;银行信用在经济发展中的重要作用在于为生产要素的新组合提供必要的购买力。这种购买力并不是源于银行吸收的储蓄,也不是源于真实票据的贴现,而是源于银行的信用创造,这其中银行家是信用创造过程中的关键人物。^②

综上所述,古典经济学家认为货币金融部门职能已从充当交换媒介桥梁转变为社会资源优化配置的一个枢纽环节。与古典经济学家不同,新古典经济学家中主流学派严格区分了经济名义变量和实际变量,从而使货币金融与经济的关系被重新审视。新古典经济学框架下,在假定一切货币都是内在货币且不存在货币幻觉,对价格水平和利率水平保持静态预期的前提下,由于存在货币与财富的替代效应,货币量的变化和货币政策对实际的经济变化不起作用。^③根据瓦尔拉斯一般均衡模型推论可知金融机构的决策对其他部门并无影响和经济名义变量不会影响实际变量的结果,金融发展与经济增长无关。而新古典经济学家中的另一派别着眼于宏观经济层面,他们在秉承了凯恩斯宏观经济理论渊源的基础上,通过对新古典经济学模型的修正,发现并提出了在经济增长的长期过程中金融发展起到了关键作用:金融发展理论由此开始充实、繁荣,并将其视为经济、金融关系的“新起点”。

第二节 金融发展理论中金融与经济关系论述

早期的金融发展理论秉承了凯恩斯的宏观经济分析思路,但摒弃了凯恩斯的短期分析视角,关注并追踪金融发展与经济增长之间的长期关系。金融工具

① 穆勒. 政治经济学原理[M]. 北京: 经济科学出版社, 2002.

② 熊彼特. 经济发展理论[M]. 北京: 商务印书馆, 1990.

③ 瓦尔拉斯-希克斯-帕廷金(Walrus-Hicks-Patenting)传统的模型中,货币不过是理论结构中的一个知识附属物。于是,“在生产要素具有完全流动性,价格相当灵活,具有完全可预测和充满竞争的财富观中,金融体系没什么作用。卢卡斯(Lucas,1988)就认为经济学家们过度强调了金融发展和经济增长的关系”。

和金融机构的迭代更新扩展了金融的服务功能、丰富了金融政策的作用路径、促进了长期经济增长。

格利和肖(Gurley and Shaw, 1960)区分了内在货币与外在货币,将金融机构划分为货币系统与非货币系统。这种划分区别于“净额货币论”只关注外在货币的缺陷。格利和肖指出在经济中同时存在两种不同性质货币时,货币对经济的作用一定是非中性的。^① 以此为基础他们进一步考察了经济中的金融作用,并认为在只有货币而没有其他金融资产的情况下,储蓄、资本积累和储蓄转化率的有效性均受到抑制,这种抑制又阻滞了产出与收入的增长速度。因此,“不成熟的金融制度本身就是经济的羁绊。”^② 美国经济学家帕特里克(Patrick, 1966)认为,在金融发展与经济增长的关系上存在两种模式:一种是“需求追随”(demand-following)模式,即随着经济的增长,经济主体对金融服务产生扩展需求,使得金融体系不断发展,导致金融制度组成中的金融机构、金融资产与负债和相关金融服务不断推陈出新,这其中强调的是经济需要推动金融发展。另一种是“供给领先”(supply-leading)模式,即突出金融制度的供给先于经济发展的需要,强调金融服务的供给方对经济的引领作用。^③ 就理论界对这两种模式的认识而言,“需求追随”模式更凸显金融制度对经济发展的配套服务功能,因此,“供给领先”模式常被忽视。但在实践活动中,由于经济发展阶段不同而存在两种模式并存且相互交织的状态,尤其在经济发展的初期阶段,“供给领先”模式较“需求追随”模式更能发挥金融制度优势。随着经济活动的拓展,资本存量与实际产出之间的正相关关系愈加明显,适宜的金融制度将直接影响资本存量的积累进度和配置效率。希克斯(Hicks, 1969)考察了英国工业革命时期的经济增长与金融关系后发现,世界普遍认为的技术创新成就了工业革命的说法,在他看来两者不是或者至少不完全是直接结果。因为新技术的投入需要大量的资金投入于长期且非流动性的特定项目研究中,而没有有力的金融支持是不易

① 格利和肖对内在货币、外在货币做了区分。内在货币(inside money)是由私人金融机构负债组成的货币。外在货币(outside money)是指在政府购买商品和劳务时或在进行转移支付发生时使用的货币。

② Gurley, J. and E. Shaw. Financial Structure and Economic Development [J]. *Economic Development and Cultural Change*, 1967(15): 257-268.

③ Hugh T. Patrick, Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Counters [J]. *Economic Development and Cultural Change*, 1966(2): 174-189.