

金融发展视角下的 国际金融前沿问题研究

沈 军 著

中国社会科学出版社

金融发展视角下的 国际金融前沿问题研究

沈 军 著

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融发展视角下的国际金融前沿问题研究 / 沈军著. —北京:
中国社会科学出版社, 2013. 7
(暨南大学金融系丛书)
ISBN 978 - 7 - 5161 - 2965 - 4

I. ①金… II. ①沈… III. ①国际金融 - 研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 155850 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 任 明
特约编辑 乔继堂
责任校对 高 婷
责任印制 李 建

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>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京奥隆印刷厂
装 订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2013 年 7 月第 1 版
印 次 2013 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 16.5
插 页 2
字 数 262 千字
定 价 48.00 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联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

教育部人文社会科学研究规划基金项目（10YJA790157）
的最终成果与广东省教育厅人文社会科学重点研究基地重大项
目（11JDXM79006）的中期成果

前 言

关注国际金融教材与梳理金融发展的相关研究文献，我们不难发现：一方面，近年来国内外已出版的“国际金融”相关书籍大多为教科书，关于国际金融前沿问题的研究尚有欠缺；另一方面，近年来国内外金融发展研究在理论层面已少有拓展，主要囿于实证研究，将金融发展理论延伸至国际金融领域的研究也十分零散而不具系统性。本书率先提出“国际金融与中国金融问题在相当程度上是一金融发展问题”这一重要观点，独到地从金融发展视角研究国际金融六大领域的前沿问题，奠定了本书追求学术原创的基调。

金融发展理论是一基础性的金融理论，自 20 世纪 70 年代以来一直是金融理论中最具争议、活力与不断拓展疆域的前沿阵地。在金融全球化的大背景下，将金融发展理论延伸至国际金融领域是大势所趋。本书在拓展与重新解释国际金融理论与实践问题的同时，也将金融发展问题研究推向一新的层面。本书追踪金融发展理论的发展前沿，基于金融发展视角探讨金融开放（包括资本账户开放）、人民币汇率、全球经济失衡、中国对外直接投资、金融市场分离与国际碳金融市场、国际金融危机传导机制与金融稳定评估等国际金融领域的六大前沿问题，上述六大国际金融前沿问题涵盖了国际金融的主要论题，因此，无论是从内容范围，还是从结构体系角度，本书作为学术专著均具有一定的创新性。

本书共分七篇：总论、开放篇、汇率篇、失衡篇、投资篇、市场篇与危机篇，共计 15 章。

第一篇为总论，对金融发展研究的进展与国际金融的内容体系进行了系统介绍，包括第一章与第二章。

第一章的主题是发展金融学研究的演进与新进展。发展金融学研究是中国学者对金融发展理论的新贡献。发展金融学以金融系统思维与资源观为发端,近年来在 SEFE 框架下的金融结构、金融功能、金融效率与金融生态等领域之拓展之外,还在金融虚拟性及大国金融发展战略等领域取得新进展。发展金融学仍是一门正在“发展”中的金融领域,其演进与发展还需跨学科的兼收并蓄。

第二章的主题是与时俱进面向国际的国际金融教学内容的新体系研究。通过金融学定位与国际金融课程内容的论争以及国内外教材的比较分析,《国际金融》的学科边界一直没有清晰的界定,国内外流行的教科书在教学内容体系上各有侧重,《国际金融》的教学内容主要在研究导向型与实用型导向型、全球问题与本土问题中寻找平衡。在金融全球化的背景下,本章在开放与兼收并蓄的视角下提出了“与时俱进”、“面向国际”的《国际金融》教学内容新体系。

第二篇为开放篇,其中的第三章与第四章分别对中国金融开放的宏观效应与微观效应进行了系统的实证研究。

第三章的主题是中国金融体系效率与金融开放。作为金融发展理论的核心命题,金融体系效率的测算还处在单指标与间接测算阶段。本章基于修正的 AK 模型与 SVAR 方法,对中国金融体系效率进行了直接测算。在此基础上,针对中国金融开放是否带来金融发展这一存在较大争议的问题,本章对中国金融开放的“效率效应”进行了检验。本章的实证研究结果表明:中国金融体系效率相对低下,金融开放的效率效应不显著,因此,提高中国金融体系效率刻不容缓。

第四章是金融自由化与企业融资约束研究。本章首先运用主成分分析法和层次打分法分别测算出 1997—2008 年中国资本账户开放度和利率市场化指数。其后将开放度指标引入 FHP 模型及 ACW 模型中,以检验我国金融自由化对企业融资约束的影响。实证研究表明,中国资本账户开放并没有对企业融资环境的改善产生较大影响;利率市场化对于负债率低的企业融资有积极的作用,对于负债率高的企业融资约束的作用很小。

第三篇为汇率篇,包括第五章与第六章。第五章基于 BEER 修正模型的人民币均衡汇率测算,尝试性回答“均衡汇率与金融发展相关

吗?”这一问题;第六章研究人民币汇率对经济增长的区域差异化影响。

第五章首先提出,加入金融发展水平的均衡汇率测算是破解包括人民币汇率在内的发展中国家汇率问题的可循之径。本章首先论证了金融非中性是均衡汇率测算引入金融发展因素与形成 BEER 修正模型的理论依据,接着通过主成分分析得到中国金融发展的综合指标,在此基础上,运用协整检验与 H-P 滤波分析对 1994—2010 年的人民币均衡汇率失调程度进行了测算。实证分析结果表明:金融发展对人民币实际汇率都有着较大程度的影响且存在着长期稳定的均衡关系;考虑中国金融发展水平因素后人民币汇率失调在 5% 以内,失调程度轻微。

中国各个省份存在着地域差异,其经济发展的模式和经济发展成效也不尽相同,第六章旨在研究汇率变动对地区经济增长产生差异化影响的内在因素。本章构建了一个两地区的模型,以地区生产函数来描述地区的经济增长,发现汇率波动通过进出口与 FDI 的传导,会导致不同地区之间经济增长的差异。同时,各地区 FDI 与净出口的变化又会因为地区开放度、地区财政支出、地区投入产出率和上年经济总量等变量的不同而存在较大差异,最终体现在经济的增长上。

第四篇为失衡篇,包括第七章、第八章与第九章三章内容。本篇幅的研究首先聚焦中美经济失衡,接着从顺差国视角剖析全球经济失衡,最后基于中德数据,尝试性回答“金融发展视角下贸易与金融发展相关吗?”这一问题。

第七章重点分析金融因素对中美两国经济失衡产生的不同影响。实证结果表明:美国的金融深化和一体化对经常项目的影响是负向的,中国的金融深化和一体化对经常项目的影响是正向的。据此提出,在当前中美两国全球产业和金融地位存在差异的情况下,金融因素对中美两国经济失衡的影响具有差异性的结论。

第八章选取了不同经济背景的中国、德国以及东盟四国作为顺差国别比较的研究对象,综合多个研究视角与运用似不相关回归法等方法对三类顺差国的经济失衡原因进行了实证分析与比较研究,对“德国是中国的未来吗?”与“东盟是中国制造的替代吗?”这两大问题进行了有益的思考。研究表明:顺差国经济失衡的共同影响因素是各国的资本形成率与国内储蓄率;金融发展与人口结构的影响则存在较大的差异

性：新兴经济体的经常账户和金融发展之间不存在稳定的关系，东盟的人口抚养比的增加会显著地降低经常账户的盈余。相对于德国与东盟四国，中国的经常账户更受外部因素尤其是美国的影响。

第九章选取具有不同经济背景的中国与德国作为顺差国别比较的研究对象，考察贸易与金融发展的质性与量性指标，从实证角度回答贸易与金融发展是否相关这一争议问题。实证研究结果表明：①中国信贷量的上升与中国贸易的增长具同步性，德国信贷量的上升则会减少德国的贸易账户盈余。②中国信贷量与银行效率的提高均导致贸易增长，信贷量和银行效率对中国贸易变动的贡献基本相当；德国银行效率的提升导致贸易增长，而贸易增长则导致出口品技术含量的提升。本章提出，中国贸易与金融发展还处于较低的层次，中国贸易强国发展战略须与中国的金融强国发展战略同步。

第五篇为投资篇，包括第十章与第十一章，分别对中国对外投资的发展阶段与中国对非洲直接投资的影响因素进行了研究。

第十章选用 1990—2010 年的对外直接投资相关数据，基于邓宁的投资发展路径（IDP）理论，对世界上主要的发展中国家（尤其是中国）的投资发展阶段分别进行了实证检验，结果显示：中国对外投资路径呈 U 型结构，符合 IDP 理论投资发展路径，并处于第三阶段，对外直接投资滞后于经济发展。本章提出一直以来被忽视的对外直接投资效率缺失问题。

第十一章重点考察金融发展与国家风险两大因素在中国对非洲直接投资（ODI）中的作用。基于 2006—2011 年数据的实证分析表明：对于非洲国家整体而言，中国在非洲的 ODI 兼含资源寻求和市场与效率寻求动机，金融发展指标不足以构成中国在非洲 ODI 的影响因素，中国 ODI 具有很强的风险偏好性。对于有股票市场的非洲国家而言，中国的 ODI 更多地表现出市场与效率寻求动机，股市流动性越高的国家越容易吸引中国 ODI 的流入，中国 ODI 具有很强的金融风险偏好性。据此，本章提出加强非洲前瞻性研究、实现中国 ODI 效率导向型战略提升、给予对外投资的民营企业更多政策支持以及倡导理性投资等建议。

第六篇为市场篇，包括第十二章与第十三章，第十二章聚焦“金融分离”问题，第十三章系统介绍了中国碳金融市场发展的现状、问题与

对策。

第十二章运用“分离假说”的概念和分析模式，通过外汇市场与中国股市及信贷市场的实证检验，尝试性回答“金融市场中存在金融分离吗？”这一问题，对 Menkhoff 和 Tolksdork（2001）的金融分离研究进行了新拓展。实证结果显示：国际外汇市场和中国股票市场出现了相当程度的金融分离，而中国信贷市场的金融分离则不显著。针对上述三个市场出现的不同情况，本章给出了相关的解释与政策建议。

第十三章认为目前中国已成为全球温室气体排放量最大的国家，是碳信用最大的供应国，通过清洁发展机制，中国碳交易及其衍生品市场的发展前景非常广阔。与发达国家相比，中国的碳金融市场仍处于起步阶段。为此，本章从国内外碳金融的法律环境、交易状况、碳金融交易市场、金融机构的碳金融业务、碳基金 5 个方面展开分析，并在此基础上总结中国碳金融发展的瓶颈，从而为中国的碳金融发展提出相应的对策。

第七篇为危机篇，包括第十四章与第十五章，第十四章基于虚拟经济视角对金融危机的传染机制进行了研究；第十五章则从多个层面对金融稳定评估进行了比较研究。

第十四章提出虚拟经济已经成为与实体经济相对应的一种经济形态，在金融创新的推动下，虚拟经济有自我膨胀的倾向，虚拟经济泡沫的破裂会导致金融危机。当代金融危机是否有共同的本质？金融危机发后如何传导？本章基于虚拟经济的视角，从微观和宏观两个层面，分别对金融危机传染的三种机制——季风效应、溢出效应和净传染效应进行了深入探讨。

第十五章通过金融稳定报告的跨国与中日比较，以及 2011 年中国金融稳定的两份报告比较，对金融稳定评估的首次实证研究进行了新拓展。研究发现，各国金融稳定评估仍有较大的完善空间；发达国家的成熟经验值得中国借鉴；IMF 与中国人民银行发布的中国金融稳定报告虽在内容上稍有差异，但总体上具有互补性。本章提出金融自由化应优先于金融创新，推进金融自由化与防范金融风险是维护中国金融稳定的有效途径。

作为国际金融与金融发展理论交叉研究的新领域，本研究从理论与

实证角度将国际金融研究以及金融发展理论向前推进了一小步。毋庸讳言，相关研究仍存在较多不完善之处，我们期望通过本书的研究，能够起到抛砖引玉的作用，期盼更多同行加入这一研究行列中来，进而为中国及全球金融理论发展与改革实践贡献力量。

目 录

第一篇 总论

第一章 发展金融研究的演进与新进展	(3)
第一节 发展金融学的渊源：金融系统思维与资源观	(4)
第二节 发展金融学的理论框架：SEFE 框架	(8)
第三节 金融虚拟性研究	(15)
第四节 大国金融发展战略研究	(19)
第二章 国际金融教学内容的新体系研究	(23)
第一节 金融学科定位与国际金融教学内容的论争	(23)
第二节 国内外教材教学内容的比较分析	(24)
第三节 与时俱进面向国际的教学内容新体系	(26)

第二篇 开放篇

第三章 中国金融体系效率与金融开放——基于修正的 AK 模型 与 SVAR 方法的实证研究	(33)
第一节 文献综述	(33)
第二节 概念界定与研究思路	(36)
第三节 中国金融体系效率的测算：基于 SVAR 的实证分析 ..	(37)
第四节 中国金融开放“效率效应”的检验	(44)
第五节 政策建议与进一步的研究方向	(46)

第四章 金融自由化与企业融资约束研究	(49)
第一节 金融自由化与融资约束的理论研究	(50)
第二节 金融自由化的测度	(56)
第三节 模型的建立及样本数据的选择	(60)
第四节 实证检验	(63)
第五节 结论与建议	(67)

第三篇 汇率篇

第五章 均衡汇率与金融发展相关吗——基于 BEER 修正模型的人民币均衡汇率测算	(73)
第一节 金融非中性、理论假设与 BEER 修正模型	(74)
第二节 金融发展指标测算	(76)
第三节 模型设定及变量选择	(78)
第四节 模型的估计和检验	(79)
第五节 结论与进一步的研究方向	(84)
第六章 人民币汇率对经济增长的区域差异化影响研究	(85)
第一节 文献综述	(86)
第二节 汇率视角下地区经济差异化增长的影响因素分析	(87)
第三节 地区经济增长差异的机理分析	(90)
第四节 人民币汇率对地区经济增长影响的实证分析	(94)
第五节 结论及政策建议	(97)

第四篇 失衡篇

第七章 金融发展视角下的中美经济失衡研究	(103)
第一节 中美经济失衡金融因素差异性的一般分析	(104)
第二节 中美经济差异与金融因素关系检验	(107)
第三节 结论和政策建议	(111)

第八章 顺差国比较视角下的全球经济失衡原因探析——	
以中国、德国以及东盟四国为例	(113)
第一节 文献回顾	(115)
第二节 中德经济失衡影响因素的经验分析	(118)
第三节 中国与东盟四国经济失衡影响因素的经验分析	(123)
第四节 结论与建议	(126)
第九章 中德贸易与金融发展关系比较——考察质性与量性	
指标的实证分析	(128)
第一节 文献回顾与研究假设	(130)
第二节 贸易与金融发展相关吗	
——考察量性指标的中德数据比较分析	(133)
第三节 贸易与金融发展相关吗	
——考察质性指标的中德数据比较分析	(136)
第四节 结论与建议	(139)

第五篇 投资篇

第十章 中国对外直接投资与经济发展的关系研究	(143)
第一节 文献回顾	(143)
第二节 对外直接投资与经济发展关系的实证研究	(146)
第三节 结论与建议	(155)
第十一章 中国对非洲直接投资的影响因素——考察金融发展	
与国家风险因素的实证研究	(157)
第一节 文献回顾	(158)
第二节 研究假设	(160)
第三节 中国在非洲直接投资影响因素的实证：整体分析	(161)
第四节 中国在非洲直接投资影响因素的实证：股票市场	
国家分析	(169)
第五节 结论与建议	(173)

第六篇 市场篇

第十二章	金融市场中存在金融分离吗?——来自外汇市场与中国股市及信贷市场的实证检验	(177)
第一节	文献回顾	(177)
第二节	金融分离假说与分析模式	(179)
第三节	对于金融部门与实体经济分离的实证分析	(181)
第四节	结论与建议	(190)
第十三章	中国碳金融市场发展的现状、问题与对策	(193)
第一节	中国碳金融市场的发展状况	(194)
第二节	中国碳金融市场发展的瓶颈	(203)
第三节	中国碳金融市场发展的对策	(205)

第七篇 危机篇

第十四章	基于虚拟经济视角的金融危机国际传染机制研究 ...	(211)
第一节	资产组合调整的微观传染机制——净传染效应	(211)
第二节	金融危机的宏观传染机制	(216)
第三节	结论	(224)
第十五章	金融稳定评估的比较研究	(226)
第一节	金融稳定评估的国际比较	(227)
第二节	中日金融稳定评估的比较	(233)
第三节	中国的两份金融稳定报告比较分析	(235)
第四节	结论与建议	(238)
参考文献		(240)
后记		(254)

第一篇 总论

第一章

发展金融学研究的演进与新进展

2007 年美国次贷危机爆发，并迅速蔓延为全球性金融危机和经济衰退，至今仍未消除。这场危机本质上是金融过度增长（绝对不能等同于金融发展）的后果，残酷的现实对金融发展理论提出了重大的挑战。

金融发展理论以金融深化论为起点，其后金融发展理论的进展表现为以下三方面：其一是对金融本质认识的突破；其二是对金融深化论假设前提的放松与先进理论的引入；其三是先进实证方法的运用。对金融本质及金融发展的认识是金融发展理论的基础，在此方面，金融结构论将金融结构等同于金融发展；金融深化论首次研究了金融发展与经济增长的长期关系；金融约束论认为金融抑制与金融自由化均有悖于金融发展；20 世纪 90 年代金融发展理论强调金融功能，注重金融发展、金融结构与经济增长的实证研究；金融资源论揭示出金融资源的本质属性与恢复了金融系统的复杂性，倡导金融可持续发展。在假设前提的放松与新理论应用方面，从金融深化论的完全竞争假设，到金融约束论及 20 世纪 90 年代金融发展理论引入信息不对称、不完全竞争、不确定性及外部性等因素，直至金融资源论考察了金融脆弱性及金融资源的持续利用，假设进一步地逼近现实；采用的理论由金融深化论的新古典模型、金融约束论的新凯恩斯主义模型，发展至 20 世纪 90 年代金融发展理论的内生增长理论与金融资源论的可持续发展理论，理论越来越有说服力。在实证方面，从金融结构论的统计方法，到 20 世纪 90 年代金融发展理论采用的计量经济分析，发展至金融资源论的金融分析与多学科的系统集成，方法越来越先进。对金融本质及金融发展认识、假设前提、采用的理论及实证方法的不同，导致上述理论的政策建议各异：金融结