

# 內容提要

在全球金融體系面臨重構的背景下，深入研究現代金融體系發展的基本規律和政策實踐，不僅具有理論上的重要性和必要性，而且有助於中國在全球範圍內率先制定正確的、有利於確立競爭優勢的金融體系框架。有鑒於此，本書提出並系統論證了“大金融”命題的基本內涵和方法論思想，從一個長期視角全面審視了全球範圍內金融體系發展的歷史規律和演變趨勢，並對現代金融體系下一國金融競爭力的決定因素進行了系統研究。這一研究為全面構建有利於促進長期經濟增長和增強國家競爭力的“大金融”體系框架奠定了理論和實證基礎。

從經驗事實來看，儘管很多因素都會影響到一國金融體系的競爭力，但全球經濟和金融發展的長期歷史經驗表明，影響一國金融競爭力的核心因素可以概括為三個基本方面，即效率性、穩定性和危機控制能力。前兩大因素是金融競爭力的兩大基本支柱，而危機應對能力則在很大程度上決定了當突發事件發生時，一國的金融體系在何種程度上能重返效率性和穩定性。概括而言，效率性決定金融體系的“活力”，穩定性決定金融體系的“彈性”，而危機控制能力則決定金融體系的“張力”，三大因素相輔相成，共同構成了現代金融體系競爭力的三大基本支柱。

由於金融競爭力的三大決定因素都是圍繞“效率”和“穩定”兩個基本支柱展開，因而構建高效而穩定的金融體系就成了保持或提高一國金融競爭力的長期戰略選擇。在本研究中，我們以縱向的歷史分析為基礎，以橫向的跨國比較為依託，對影響一國金融體系競爭能力的相關因素進行了系統分析，並在此基礎上提出了有利於提高競爭力的現代金融體系基本框架以及中國的實踐路徑。

從結構上看，本研究共包括七個部分（含導論），各部分的主要內容和邏輯結構如下：

在導論部分，本書首先提出了“大金融”命題的三大基本內涵，並在此基礎上對“大金融”命題所蘊含的方法論意義進行了闡述。與傳統的經濟學方法

論相比，“大金融”命題更加強調系統的思維、整體的視野、發展的觀點和動態的實踐，並致力於建立邏輯與事實一致、理論與實踐相聯結的一般分析框架。根據這一框架，宏微觀金融理論不再處於人為割裂的狀態，金融和實體經濟、內部和外部的金融發展將得到統一認識，而全球化條件下的一般規律和“國家稟賦”的結合則在理論和實踐之間建立起了邏輯聯結。基於上述方法論思想，“大金融”理論框架可以為我們提供一副更加完整的關於現代金融和經濟體系的整體圖景，以及用以勾勒這一整體圖景的邏輯結構和理論體系。

第1章基於理論與實踐的雙重視角，在對“大金融”命題的歷史基礎和現實趨勢進行系統梳理的基礎上，提出了基於“大金融”命題的現代金融體系總體分析框架。從全球經濟和金融發展的歷史經驗來看，不論是從金融發展和經濟增長的角度，還是從國家金融發展模式的角度，金融體系的發展都具有自身的內在規律，任何偏離這些規律的金融發展模式都最終被證明是不可持續的。實際上，“大金融”命題不僅具有堅實的歷史和經驗基礎，而且成為危機後全球金融體系發展的主導取向。根據“大金融”命題的基本內涵和總體方法論思想，本章最後從金融發展和金融競爭力的角度，提出了基於“大金融”命題的現代金融體系總體分析框架，這一框架從效率性、穩定性和危機控制能力三個基本維度對現代金融體系發展理論進行了系統構建。

根據第1章所構建的現代金融體系總體分析框架，第2章開始對金融體系發展的第一大決定因素——效率性——進行分析。作為現代經濟條件下促進資源配置的核心媒介，金融體系的效率性是實現資源有效配置的基本前提。由於金融體系是通過影響資源配置最終影響到實際產出的，因此，一國金融體系的效率性可以從兩個相輔相成的方面進行衡量：一是金融體系本身是否具有效率性，二是金融引導的資源配置對實體經濟產出的影響是否具有效率性。前者涉及金融體系的傳導機制，而後者則涉及金融效率的實現機制。本章首先研究了金融體系效率的微觀傳導機制，然後從微觀傳導機制和宏觀經濟表現之間彼此關聯的視角，系統分析了金融體系效率對實體經濟效率的作用機制和路徑，並對影響一國金融體系效率的相關制度安排進行了論證。本章最後通過系統的理論和實證分析，分別對影響一國銀行體系和金融市場效率的相關因素進行了研究。

第3章對金融體系發展的第二大決定因素——穩定性——進行了研究。在世界各國金融發展和經濟增長的過程中，金融體系的穩定性不僅在一國金融競爭力的興衰變遷中起着直接作用，而且對一國經濟的長期增長具有重要影響。穩定的金融體系既是金融功能得以有效釋放的基本前提，同時也是確保經濟持續穩定增長的必要條件。反之，不穩定的金融體系不僅會顯著削弱一國金融的整體競爭力，同時還將長期的經濟增長隨時置於金融危機的衝擊之下，而後者常常導致經濟增長的中斷甚至長期停滯。因此，金融體系的穩定性同金融體系的效率性一道，共同構成了一國金融競爭力的兩大核心要素。本章首先回顧了歷史上主要的金融危機事件，然後對美國、日本、歐洲、拉美和東亞等國的金融危機進行了國別研究。在對主流危機文獻進行系統梳理的基礎上，第四節對影響一國金融體系穩定性的相關因素進行了跨國實證分析。本章最後構建了一個用以分析泡沫、實體經濟和金融危機之間聯繫與作用機制的週期性理論框架，這一框架突破了主流文獻在局部均衡分析中的不足，將視角擴展至整個泡沫經濟和金融危機形成、發展和崩潰的全過程，同時為泡沫的識別和危機的防範提供了現實的依據。

第4章對金融體系發展的第三大決定因素——危機控制能力——進行了研究。在一國經濟發展和金融體系興衰變遷的過程中，一個令人矚目的現象是：金融危機發生後，一些國家很快抑制住了危機的擴散，並在短時間內重返了金融穩定和經濟高增長的路徑；而另外一些國家則在危機面前顯得軟弱無力，最終陷入了金融體系失調和經濟增長停滯的雙重陷阱。歷史經驗表明，危機應對能力的強弱在一國金融競爭力的形成過程中具有重要作用：在經濟發展的長期進程中，只有那些能夠成功抵禦金融危機並有效應對各種金融不穩定事件的國家，才能在長期中保持並增強其金融競爭力。本章首先以“次貸危機”為例，對金融危機中的緊急救助方案進行了分析。第二節對金融危機中的貨幣政策工具及其有效性進行了研究，並對中央銀行的危機應對能力進行了分析和評價。第三節和第四節分別對金融危機後的應對措施和財政貨幣政策的有效性進行了實證評估。本章最後對金融危機的預警機制與處置措施進行了研究，這一研究有助於建立具有更強適應力的金融穩定框架，以有效應對內部和外部的各種突發性衝擊。

在對現代金融體系發展的三大決定因素進行系統分析的基礎上，第 5 章圍繞“效率”與“穩定”兩大基本支柱，對如何構建高效而穩定的現代金融體系進行了系統分析。這一分析既內涵地包括金融體系內部結構的選擇，金融發展、金融創新和實體經濟之間的互動關係，同時也包括宏觀經濟和金融政策的制定與協調，以及政府與市場邊界的有效確定等。本章首先對影響一國金融體系現實選擇的經濟、政治、文化和制度因素進行了實證分析。第二節對金融體系結構、金融效率和金融穩定之間的關係進行了研究，並在此基礎上對經濟發展中的內生性最優金融體系結構進行了全景刻畫。第三節對金融週期、金融創新和實體經濟運行之間的關係進行了研究，通過將金融體系的發展置於貨幣政策、金融監管和實體經濟發展的內生框架中加以考慮，本節為全面分析金融週期、實體經濟和宏觀經濟政策之間的三方聯動關係提供了一個基本的分析框架。第四節對現代金融體系下的宏觀金融政策及其協調進行了分析，這一分析包括貨幣政策框架和金融監管範式的轉變，以及貨幣政策和金融監管的協調機制等方面。本章最後對傳統範式下的政府與市場邊界理論進行了擴展，並通過納入“國家稟賦”因素，在一個動態發展和持續變遷的視角下對“大金融”命題下的政府與市場關係進行了重新界定。

基於前五章所建立的一般理論基礎，第 6 章旨在對“大金融”命題下的中國金融體系整體發展框架進行研究。本章首先立足於“大金融”命題的基本內涵和總體分析框架，提出了中國金融發展的總體目標、基本原則和整體藍圖。在此基礎上，第二節至第六節分別從構建現代金融產業體系、金融服務實體經濟、金融開放發展、金融宏觀調控和金融穩定預警等方面對相關問題進行了研究。在構建現代金融產業體系方面，應根據中國的“國家稟賦”特徵，着力構建銀行與金融市場動態均衡的金融體系結構，全面推進利率市場化改革，穩步推進新型金融業混業經營；從金融服務實體經濟來看，應根據金融發展立足實體經濟、金融創新圍繞實體經濟的基本原則，通過建立與產業轉型升級相匹配的金融支持體系，全面促進金融和實體經濟的協調發展；從金融開放策略來看，應通過合理的“開放保護”和適度的國家控制，確保資本賬戶開放過程中的金融穩定，同時在未來 30 年通過兩個“三步走”戰略逐步實現人民幣的國際化，全面奠定中國經濟崛起的貨幣金融基礎；在金融宏觀調控方面，應建立完

善包括貨幣政策、信貸政策和金融監管政策在內的“三位一體”的宏觀審慎政策框架體系，並通過各種政策之間的合理協調和有效搭配，促進金融和實體經濟的穩定運行；在金融穩定監測和危機預警機制方面，應通過構建中國的“金融失衡指數”，及時發現各種潛在的失衡，為宏觀審慎政策的制定和實施提供準確的信息基礎。



---

# 目錄

---

## 上 冊

|                |     |
|----------------|-----|
| 導 論 什麼是“大金融”命題 | 001 |
|----------------|-----|

- 一、“大金融”命題的提出：三大基本內涵 / 002
- 二、“大金融”命題的理論基礎：回歸科學的經濟學方法論 / 004
- 三、“大金融”命題下的現代金融體系發展理論：本書的邏輯 / 006

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 第 1 章 “大金融”：經驗基礎與總體分析框架 | 009 |
|-------------------------|-----|

- 1.1 長期經濟發展中的金融因素：“大金融”的歷史與經驗基礎 / 010
  - 1.1.1 金融發展與經濟增長：金融對實體經濟的影響至關重要 / 010
  - 1.1.2 金融發展與國家戰略：一般規律與“國家稟賦”的有效結合 / 018
  - 1.1.3 金融發展模式的可持續性：偏離金融規律的歷史經驗與教訓 / 025
- 1.2 危機後的全球金融體系發展趨勢：回歸“大金融”命題 / 031
  - 1.2.1 國際金融格局新趨勢：“再平衡的多邊主義” / 032
  - 1.2.2 國際貨幣體系新趨勢：從一主多元到多元制衡 / 039
  - 1.2.3 金融功能取向新趨勢：回歸實體經濟 / 049
  - 1.2.4 金融監管改革新趨勢：走向宏觀審慎 / 055
- 1.3 基於“大金融”命題的金融體系與宏觀經濟：總體分析框架 / 064

- 1.3.1 危機前的宏觀經濟學：金融因素被嚴重低估 / 064
- 1.3.2 納入金融部門的宏觀經濟模型：危機後的理論進展 / 069
- 1.3.3 基於“大金融”命題的總體分析框架：效率性、穩定性和危機控制能力 / 083

※ 本章基本結論 ※ / 085

## 第 2 章 金融體系的效率性及其影響因素

087

- 2.1 金融體系的微觀傳導機制：一個分析起點 / 088
  - 2.1.1 完全市場條件下的金融傳導機制 / 088
  - 2.1.2 不完全市場條件下的金融傳導機制 / 091
  - 2.1.3 “大金融”理論下的金融傳導機制 / 101
- 2.2 從微觀傳導機制到宏觀經濟效應：金融效率如何實現？ / 111
  - 2.2.1 金融體系的效率基礎：一個初步界定 / 113
  - 2.2.2 金融體系效率的實現機制：從微觀基礎到宏觀效應 / 117
  - 2.2.3 金融體系效率的約束條件：從經濟基礎到國家稟賦 / 123
- 2.3 金融體系效率與制度安排：兩種金融制度的比較 / 127
  - 2.3.1 金融制度的形成：歷史與文化淵源 / 127
  - 2.3.2 金融制度對經濟效率的促進機制：基本模型 / 131
  - 2.3.3 金融制度與經濟發展：兩種金融制度的比較 / 133
- 2.4 究竟是什麼決定了一國銀行體系的效率？ / 144
  - 2.4.1 銀行效率的理論基礎：文獻回顧 / 146
  - 2.4.2 影響一國銀行體系效率性的主要因素：實證分析 / 147
  - 2.4.3 主要結論與政策啟示 / 156
- 2.5 究竟是什麼決定了一國金融市場的效率？ / 158
  - 2.5.1 金融市場的效率基礎：基本模型 / 158
  - 2.5.2 金融市場效率的影響因素：一般性討論 / 162
  - 2.5.3 金融市場效率的實現：“國家稟賦”問題 / 165
  - 2.5.4 概要性小結 / 169

※ 本章基本結論 ※ / 170

- 3.1 不穩定的金融體系：全球視角下的金融危機 / 174
  - 3.1.1 金融危機的基本類型與歷史維度 / 174
  - 3.1.2 金融危機的經濟成本與社會影響 / 177
  - 3.1.3 金融危機的階段性特徵與演變趨勢 / 187
- 3.2 金融危機的國別研究：從發達國家到發展中國家 / 192
  - 3.2.1 發達國家的金融危機：美國、日本和歐洲 / 192
  - 3.2.2 發展中國家的金融危機：從拉美到東亞 / 211
  - 3.2.3 發達國家與發展中國家的金融危機：情況有何不同？ / 240
- 3.3 金融不穩定的理論基礎：主流文獻梳理 / 246
  - 3.3.1 金融危機的發生機制 / 247
  - 3.3.2 金融危機的傳染與擴散機制 / 254
  - 3.3.3 金融危機的制度機制 / 260
  - 3.3.4 關於金融危機相關機制的進一步討論 / 265
- 3.4 究竟是什麼決定了一國金融體系的穩定性？ / 266
  - 3.4.1 金融危機的影響因素：文獻回顧 / 266
  - 3.4.2 多維視角下的金融危機：實證分析與檢驗 / 268
  - 3.4.3 主要結論與政策啟示 / 273
- 3.5 泡沫、實體經濟與金融危機：一個新的全週期分析框架 / 275
  - 3.5.1 泡沫、實體經濟與金融危機：文獻回顧 / 277
  - 3.5.2 週期性泡沫中的金融與實體經濟：基本模型 / 281
  - 3.5.3 週期性泡沫推動的金融危機：階段與機制 / 289
  - 3.5.4 主要結論與政策啟示 / 294

※ 本章基本結論 ※ / 299

※ 附 錄 ※ / 301

## 下 冊

### 第 4 章 金融體系的危機應對能力及其影響因素

321

#### 4.1 泡沫、多維流動性與緊急救助方案：次貸危機案例 / 322

- 4.1.1 三個維度的流動性及金融資產總量擴張 / 322
- 4.1.2 多維流動性在次貸危機演化中的作用 / 324
- 4.1.3 從多維流動性角度看美聯儲的危機救援措施 / 330
- 4.1.4 金融創新、市場發展與中央銀行的流動性控制力 / 333
- 4.1.5 主要結論與政策啟示 / 335

#### 4.2 金融危機中的貨幣政策及中央銀行的危機應對能力 / 336

- 4.2.1 金融危機中的中央銀行與貨幣政策 / 336
- 4.2.2 中央銀行應對危機的主要政策工具 / 344
- 4.2.3 中央銀行應對危機的實踐：典型案例 / 360
- 4.2.4 中央銀行危機應對能力的影響因素 / 371
- 4.2.5 主要結論與政策啟示 / 376

#### 4.3 金融危機後的 15 種常見應對措施：實證評價 / 378

- 4.3.1 金融危機的應對措施：文獻回顧 / 378
- 4.3.2 15 種常見的危機應對措施：實證評價 / 380
- 4.3.3 主要結論與政策啟示 / 390

#### 4.4 金融危機後的貨幣與財政政策：有效性評估 / 391

- 4.4.1 金融危機後的貨幣與財政政策：文獻回顧 / 392
- 4.4.2 金融危機後貨幣和財政政策的有效性：實證分析 / 394
- 4.4.3 對實證結果的延伸性討論 / 402
- 4.4.4 主要結論與政策啟示 / 404

#### 4.5 金融危機的防範和處置：預警機制與處置措施 / 405

- 4.5.1 金融危機可以被預測嗎？ / 405
- 4.5.2 金融危機的防範：預警機制及其信息基礎 / 409
- 4.5.3 金融危機的處置：程序與方法 / 417

#### ※ 本章基本結論 ※ / 423

## 第5章 構建“大金融”體系：如何實現效率與穩定的平衡？ 427

- 5.1 究竟是什麼決定了一國金融體系的現實選擇？ / 428
  - 5.1.1 不同國家的金融體系選擇：文獻回顧 / 429
  - 5.1.2 金融體系選擇的影響因素：實證分析 / 436
  - 5.1.3 主要結論與政策啟示 / 448
- 5.2 金融體系結構、金融效率與金融穩定 / 451
  - 5.2.1 金融體系結構與金融效率 / 451
  - 5.2.2 金融體系結構與金融穩定 / 458
  - 5.2.3 經濟發展中的最優金融體系結構：全景刻畫 / 465
- 5.3 金融順週期性、金融創新與實體經濟 / 472
  - 5.3.1 金融順週期性與實體經濟波動 / 472
  - 5.3.2 金融創新條件下的宏觀經濟運行 / 479
  - 5.3.3 金融創新、金融監管與宏觀均衡 / 483
- 5.4 金融穩定、貨幣政策與金融監管：政策框架的轉變 / 487
  - 5.4.1 貨幣政策框架的轉變：納入金融穩定 / 488
  - 5.4.2 金融監管範式的轉變：走向宏觀審慎 / 498
  - 5.4.3 貨幣政策與金融監管的協調：機制、效應與路徑 / 517
- 5.5 政府與市場的關係：“國家稟賦”與有效邊界 / 531
  - 5.5.1 政府與市場：理論和政策邏輯的演變 / 531
  - 5.5.2 政府作用的內生化邏輯與“政府—市場”邊界 / 534
  - 5.5.3 “大金融”命題下的政府與市場有效邊界 / 538
  - 5.5.4 關於金融制度設計中政府與市場關係的進一步討論 / 549
  - 5.5.5 結論性評價 / 557
- ※ 本章基本結論 ※ / 558

## 第6章 中國的現代金融體系發展：一個“大金融”框架 561

- 6.1 “大金融”框架下的中國金融發展 / 562
  - 6.1.1 中國金融發展的總體目標 / 562
  - 6.1.2 中國金融發展的基本原則 / 564
  - 6.1.3 中國金融發展的整體藍圖與實踐路徑 / 565
- 6.2 構建高效而穩定的現代金融體系 / 567

- 6.2.1 形成均衡發展的金融體系結構 / 567
- 6.2.2 全面推進利率市場化改革 / 572
- 6.2.3 穩步推進金融業混業經營 / 577
- 6.3 促進金融和實體經濟的有效結合 / 589
  - 6.3.1 金融發展與實體經濟：從總量配置到結構協調 / 590
  - 6.3.2 金融為什麼必須回歸實體經濟：理論基礎與經驗分析 / 594
  - 6.3.3 中國的金融發展與實體經濟：如何立足實體本位？ / 601
  - 6.3.4 中國經濟轉型中的金融支持：跨越“中等收入陷阱” / 609
- 6.4 基於穩定與效率並重的金融開放 / 619
  - 6.4.1 資本賬戶開放與金融穩定：實證基礎 / 620
  - 6.4.2 資本賬戶開放中的金融穩定與國家控制力 / 630
  - 6.4.3 基於穩定和效率均衡的中國金融開放：策略與路徑 / 633
  - 6.4.4 金融開放進程中的“多元共治”與人民幣國際化 / 643
- 6.5 構建“三位一體”的金融宏觀調控體系 / 649
  - 6.5.1 納入金融部門的宏觀經濟模型：基本框架 / 652
  - 6.5.2 基於宏觀審慎的貨幣政策、信貸政策與金融監管 / 665
  - 6.5.3 多種政策的疊加效應與反應過度：一個初步檢測 / 680
  - 6.5.4 關於宏觀審慎政策框架及其協調機制的基本結論 / 682
- 6.6 金融穩定與早期預警：構建中國的“金融失衡指數” / 687
  - 6.6.1 金融失衡測度與危機預警：理論基礎與指標選擇 / 687
  - 6.6.2 構建中國的“金融失衡指數”：測度方法與數值結果 / 690
  - 6.6.3 “金融失衡指數”的政策應用：基於中國的實證評估 / 701
  - 6.6.4 主要結論與政策啟示 / 710
- ※ 本章基本結論 ※ / 711

## 附 錄

715

參考文獻 / 716

後記與致謝 / 756

導 論

---

# 什麼是“大金融”命題

---

## 一、“大金融”命題的提出：三大基本內涵

20 世紀 70 年代以來，隨着金融體系的日漸發達和複雜化，金融失衡不僅週期性地發生，而且與宏觀經濟的失衡彼此強化。這種強化使得經濟和金融經常持續、顯著地偏離長期標準，而此次國際金融危機的爆發，更是將全球的經濟和金融體系置於巨大的壓力之下。總體來看，這場百年一遇的金融危機給了我們三個方面的基本啟示：一是金融因素在經濟運行中的性質和機制遠未得到充分認識，系統性金融風險被長期低估；二是金融發展越來越脫離實體經濟，金融和實體經濟之間的關係和定位有待進一步釐清；三是傳統的經濟學框架未能很好地整合宏觀層面和微觀層面的金融理論，存在一定程度的認知缺陷。

針對上述問題，我們認為，有必要以一種更加全面、系統和貼近現實的方法論來構建新的金融理論框架。“大金融”概念正是在這樣的背景下提出來的。我們所定義的“大金融”概念，在學理上源於黃達教授所倡導的宏微觀金融理論相結合的基本思路，在理念上源於金融和實體經濟作為一個不可分割的有機整體的系統思維。在這一新的理論框架下，我們注重從全球視野去總結和梳理金融發展的一般規律，並在一個長期的歷史進程中去看待金融發展與實體經濟的相互關係和作用。經過反覆研究和論證，我們構築的“大金融”概念最終形成了以下三個方面的基本內涵：

第一，“大金融”視角下的金融學理論強調宏觀理論和微觀理論的系統整合。現實世界的經濟和金融現象是微觀行為和宏觀表現的有機統一。人為割裂宏觀金融和微觀金融之間的內在聯繫，或者強行在宏觀金融和微觀金融之間建立對立性的“金融”概念，不僅金融學理論無法取得突破性進展，更難以有效解釋和指導真實世界的現象和行為。長期以來，以資產定價、公司理財為代表的微觀金融理論和以貨幣經濟學、信用週期理論為代表的宏觀金融理論之間似乎存在着無法逾越的“鴻溝”——前者始終將視野局限於單個市場主體的行為與決策，而後者則試圖越過分散市場主體之間的交互作用過程，直接在總量關係上建立起關聯。作為此次全球金融危機的主要啟示之一，金融學的宏觀分析並沒有真正“向下”思考，探索宏觀金融變化對微觀市場主體行為模式和傾向的影響；微觀分析也沒有真正“向上”思考，探索由微觀市場主體行為“合成

謬誤”所造成的宏觀經濟和金融失衡（黃達，2010）。方法論上的割裂已經成為金融學理論發展的巨大掣肘。要解決這一問題，必須真正從思維的理念和方法上將金融學的內容體系視為一個不可分割的統一整體。只有堅持微觀基礎和宏觀視野相統一，並在微觀行為和宏觀表現之間建立起邏輯可信的聯繫，金融學的發展才能邁向一個新的高度。

第二，“大金融”視角下的金融理念強調金融和實體經濟的和諧統一。金融發展最初是為適應實體經濟的需要而產生的。但隨着金融創新的複雜化和金融活動越來越脫離實體經濟，金融體系的負外部性效應逐漸顯現，並最終成為系統性風險的重要來源。相對於產業資本而言，金融資本並不依賴於某個特定的產業或地域，通常具有更強的同質性、波動性以及更短的資本週期，這些特徵不僅塑造了金融資本相對於產業資本的獨特性和獨立性，而且使得金融週期和產業週期經常性地發生背離。在現代金融體系的發展過程中，金融運行的基礎和條件在發生改變，金融體系的價值基礎也在發生着變化。脫離實體經濟的金融膨脹最終被證明不僅難以持續，而且對經濟的長期穩定增長極為有害。這就要求金融發展的功能定位應該重新回歸實體經濟，將經濟的繁榮建立在真實的財富創造之上。從本質上看，金融回歸實體經濟的過程，同時也是對金融價值基礎進行重建的過程，因為正確處理金融與實體經濟之間的關係不僅涉及資源的合理配置，更涉及手段與目標的協調、生產功能與分配功能的協調、市場價值和倫理基礎的協調等深層次問題。一種健全的金融理念只有在對這些問題進行全面反思和系統總結的基礎上才會出現。

第三，“大金融”視角下的金融發展強調全球化條件下的一般規律和“國家稟賦”的有機結合。一種理論的有效性，不僅取決於該理論是否來自根據它的一般假設條件所做出的符合邏輯的推斷，更在於這種理論在何種程度上能夠更加科學地解釋和指導實踐。作為一種解釋複雜現象的理論，金融學在形成任何一般性規律的同時，都必須對這些規律的適用和約束條件予以明確界定。由於同一規律在不同的約束條件下可能產生完全不同的結果，因此，任何金融規律在應用於指導國家實踐時，都必須首先解決一般規律和國家特質的結合問題，因為後者構成了金融規律適用的約束條件。從全球金融發展的歷史經驗來看，金融體系的形成從來都不是一個孤立的現象，一個國家的“國家稟賦”對

金融體系的發展有着深刻影響。所謂“國家稟賦”，不僅包括通常意義上的資源稟賦，同時也包括與金融體系的運行密切相關的社會環境、文化特質和政治制度框架等。這些因素不僅影響着特定歷史條件下一國金融體系的實際選擇，而且在很大程度上決定了長期經濟進程中一國金融體系的基本發展方向。全球化條件下的金融發展一般規律和國家特定稟賦的良好結合，是從理論的有效性到實踐的有效性的關鍵連接點。此外，在世界經濟和金融一體化趨勢下，中國作為一個開放發展的大國，如何在一種全球思維模式之下，兼顧自身的“國家稟賦”，更快地建設出一套適用於全球化進程需要的新型金融管理體系，是中國式全球金融思維模式成功與否的關鍵。

基於上述三個方面的基本認識，我們認為，中國的“大金融”發展觀應着力構建以下三大基礎：一是理論基礎，即中國的金融發展必須遵循經濟金融運行的一般規律；二是價值基礎，即中國的金融發展必須代表中國式經濟增長的核心價值理念；三是實踐基礎，即中國的金融發展必須立足於全球經驗和自身所特有的“國家稟賦”。三大基礎的有機統一，構成了我們稱之為“大金融”概念的理論支柱和核心價值體系。

## 二、“大金融”命題的理論基礎：回歸科學的經濟學方法論

作為聯結盈餘部門和赤字部門的橋樑，金融體系長期被看作是一個“黑匣子”，經濟學家關注的是橋樑兩端的狀況，至於貨幣和信貸在這個“黑匣子”中如何運動以及發生了什麼變化，並不是關注和研究的焦點。在主流的新古典經濟學框架下，以“阿羅德布魯範式”為代表的一般均衡理論，圍繞零交易成本和充分認知假設建立起了一個“無摩擦”的完美市場體系。在這一體系下，金融部門的作用是無足輕重的，它不僅不會影響市場的均衡狀態和過程，甚至根本就沒有存在的必要。實際上，細觀過去幾十年的經濟學發展脈絡，自MM理論（Modigliani-Miller theory）“嚴格”論證了完善市場條件下經濟決策將獨立於融資決策後，金融因素就逐漸被主流經濟學所忽略。尤其是隨着“有效市場

理論”的發展和廣泛運用，主流經濟學對於經濟週期和經濟波動的研究一直聚焦於實物因素而非金融因素，這也最終導致了人們全盤低估過去幾十年的風險。

近年來，金融擴張日益脫離實體經濟的現象成為越來越多經濟學者和觀察家所關注的對象。人們抱怨，不受制約的金融膨脹最終損害了經濟增長和社會福利，並把這一切歸咎於監管體系的漏洞和道德敗壞的銀行家們。然而，金融擴張之所以可以長期脫離實體經濟而獨立運行，恰恰反映了這樣一個事實，即金融體系的運行確實存在着一些不同於實體經濟的特殊規律，而目前我們對這些規律還知之甚少。在主流經濟學的方法論視野中，不僅沒有將不穩定性作為系統的特性予以解釋，而且也不認為內生不穩定性是一個令人滿意的理論所必須解釋的內容。無論是傳統的凱恩斯理論，還是流行的貨幣主義分析，都不能解釋宏觀經濟和金融體系的不穩定性。但實際上，經濟中所發生的現象是如此地依賴金融因素，以至只有在金融因素被納入理論結構之後，經濟理論才對現實具有指導意義（Minsky, 1986）。從這個意義上看，在現行的宏觀穩定框架中，不穩定的來源更多地來自我們對金融規律的認識不足，而不僅僅是華爾街巨頭的貪婪或是政策當局的遲緩和軟弱。

事實上，縱觀過去幾十年的宏觀經濟學理論，主流範式是如此偏頗地忽略了金融因素的重要影響，以至在浩如煙海的經濟學文獻中，幾乎找不到任何關於內生性金融經濟理論的系統論述。這不僅造成了理解現實經濟的困惑，而且引發了經濟學理論的危機。在這種情況下，系統重建包含內生性金融因素的宏觀經濟理論，成為一種時代的要求。實際上，只要從稍長的歷史視角來審視宏觀經濟學的發展歷程，就會發現，未來的 10~20 年很可能成為宏觀經濟學理論創新的又一個關鍵時期。20 世紀 30 年代的“大蕭條”誕生了凱恩斯經濟學，“滯脹”的七八十年代催生了新古典經濟學（包括貨幣主義學派、理性預期學派和實際經濟週期學派），而此輪金融危機則對包含金融因素的宏觀經濟理論提出了吶喊。幾乎每隔 30 年就會出現一輪宏觀經濟學“革命”，一方面體現了現實世界變化對經濟理論的最新要求，另一方面也揭示了原有理論在通用性和適用性方面的嚴重不足。

對於改革而言，理論和現實的科學一致性是合理性和合法性的基本前提。如果一種經濟理論要對正確的政策制定有所裨益，那麼，真實世界所發生的事

件必須在該理論中也是一種兼容的事件。然而，對於流行的宏觀經濟學而言，作為其建模基礎的經濟狀態在歷史上是不存在的。如何從不切實際的模型構造轉向真正具有洞察力和敏感性的理論重建，成為擺在當代經濟學者面前的一個現實課題。所謂洞察力和敏感性，要求新的理論必須是普遍適用、貼近現實和具有現實解釋力的，它不僅能夠解釋歷史的事件，同時還能對最新近的現象具有理論上的預見性和判斷力。一種科學的經濟學方法論只有立足於真實世界的現象和行為，才能建立起更具普適性和生命力的理論分析體系。“大金融”命題的三個基本內涵，正是在對傳統主流經濟學方法論反思基礎之上提出來的。“大金融”命題的提出，其根本目標就是要重新回歸科學的經濟學方法論，通過對現代金融體系內在規律的研究，系統構建金融和實體經濟相統一、理論基礎和政策實踐相結合的綜合理論框架。

總體來看，“大金融”命題具有極其鮮明的方法論特徵，這種方法論旨在確立研究經濟和金融體系所必須遵循的思路、原則和方法，並為科學政策的決策和制定提供一般性的實踐指南。與傳統的經濟學方法論相比，“大金融”命題更加強調系統的思維、整體的視野、發展的觀點和動態的實踐，並致力於構建邏輯與事實一致、理論與實踐相聯結的一般分析框架。在這一框架下，宏微觀金融理論不再處於人為割裂的狀態，金融和實體經濟、內部和外部的金融發展將得到統一認識，而一般規律和“國家稟賦”的結合則在理論和實踐之間建立起了邏輯連接。建立在上述方法論基礎之上，“大金融”理論框架將為我們提供一副更加完整的現代金融體系整體圖景，以及用於勾勒這一整體圖景的邏輯結構和理論體系。

### 三、“大金融”命題下的現代金融體系發展理論：本書的邏輯

科學理論是現實世界在邏輯空間上的一種“投影”，其基本目標是通過建立與經驗事實相匹配的邏輯結構來描述事實（事態）之間的關聯或因果關係，並藉以解釋和指導實踐活動。作為一種基於系統思維、整體統一的科學方法

論，“大金融”命題為我們提供了一種認識和研究現代金融體系運行和發展規律的全新視角。這一視角所具有的高度和廣度，不僅在宏觀上為我們提供了“鳥瞰”整個金融體系的極佳視野，而且向我們指明了從一般理論基礎通向科學實踐的基本邏輯路徑。

基於“大金融”命題的方法論思想，本研究用以構建現代金融體系發展理論的邏輯進程共分為四個步驟：第一步是提出“大金融”命題，並對“大金融”命題的理論內涵、方法論思想以及經驗與現實基礎進行系統闡釋；第二步是立足於現代金融體系發展變遷的經驗事實，研究總結全球範圍內具有普遍適用性的一般金融規律，並在有效整合宏微觀金融理論的基礎上，建立用以分析現代

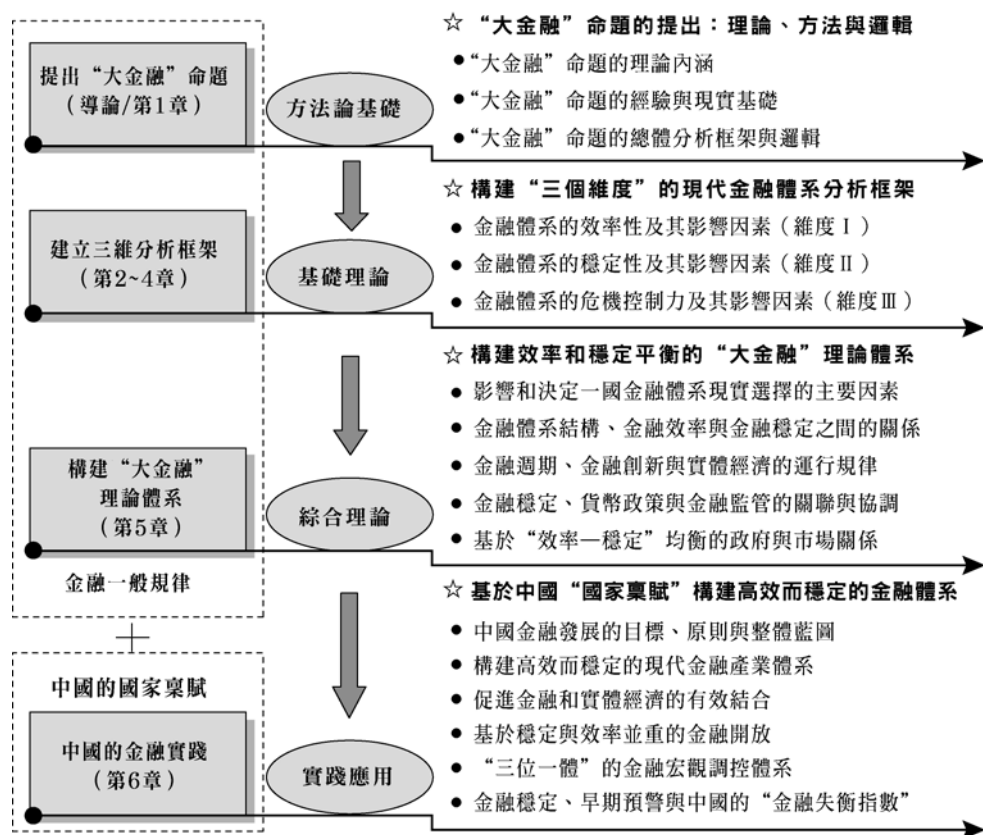


圖 1 “大金融”命題下的現代金融體系發展理論：本書的研究邏輯

金融體系運行和發展規律的基礎理論框架；第三步是通過將基礎理論框架進一步整合，實現從立足於金融體系的基礎理論到金融、實體經濟和政策實踐互動的綜合理論的進一步擴展，這一擴展不僅在理論和政策實踐之間建立了邏輯聯結，而且有助於我們在更廣闊的視野中去研究和論證金融體系、實體經濟和政策工具之間的聯繫機制和作用機制；第四步是在對金融體系發展一般規律和政策實踐核心議題進行系統分析的基礎上，結合中國的“國家稟賦”，將“大金融”命題下的現代金融體系發展理論應用於指導中國的具體實踐，並在此基礎上提出中國金融體系發展的整體藍圖、政策框架和實踐路徑。上述四個步驟的研究邏輯可由圖 1 簡要概括。

總體而言，基於“提出大金融命題—建立三維分析框架—構建‘大金融’理論體系—中國的金融實踐”這一遞進式分析框架，本研究在內容和結構的安排上嚴格遵循從普遍規律到個體應用、從理論基礎到政策實踐的一般邏輯思路。在這一框架下，“大金融”命題作為全書的指導思想和方法論總綱，旨在確立研究的對象範圍、邏輯範式以及價值基準；“三維分析框架”作為建立在全球金融發展一般經驗基礎之上的規律總結，旨在從金融體系自身發展的角度構建“大金融”命題下的現代金融體系發展理論；“大金融理論體系”作為基礎理論框架向實體經濟和政策實踐領域的自然延伸，旨在從金融和實體經濟相結合、科學理論和政策實踐相結合的角度來構建“大金融”命題下的現代金融體系綜合分析框架；而“中國的金融實踐”作為“大金融”命題在中國金融體系發展中的實際應用，旨在通過將一般規律和中國的“國家稟賦”相結合，構建適用於中國具體情況的現代金融體系整體藍圖和實踐路徑。

---

# “大金融”：經驗基礎與總體 分析框架

---

## 1.1 長期經濟發展中的金融因素：“大金融”的歷史與經驗基礎

一種理論的有效性，首先必須具備堅實的經驗基礎，而歷史無疑為我們提供了審查這一基礎的重要線索。事實上，全球經濟和金融的發展並非無根之木，歷史與經驗是幫助我們“尋根問底”的一條有益線索。通過對長期經濟發展中的金融因素進行解讀，有助於我們在一個更加久遠和更加廣闊的經驗視野中去追蹤“大金融”理論的歷史與經驗基礎。

從全球經濟和金融發展的真實歷程來看，無論是從金融與實體經濟關係的角度，還是從國家金融發展戰略的角度，世界各國的經濟和金融發展都鮮明地體現了如下三個基本事實：一是金融體系對實體經濟的影響至關重要，二是有效的金融發展必然遵循一般規律與“國家稟賦”的有效結合，三是任何偏離金融基本規律的發展模式都最終被證明是不可持續的。這些生動的歷史與經驗證據，正是對“大金融”命題基本內涵的最好詮釋和佐證。

### 1.1.1 金融發展與經濟增長：金融對實體經濟的影響至關重要

金融在經濟增長中的作用一直是經濟學中最古老也是最重要的問題之一。Bagehot( 1873 )，Schumpeter( 1912 )，Gurley & Shaw( 1955 )，Cameron( 1967 )，Hicks ( 1969 )，Goldsmith ( 1969 ) 以及 McKinnon ( 1973 ) 等都強調了金融發展對經濟增長的重要作用。Bagehot ( 1873 ) 認為，在英國工業化過程中，金融對聚集資本起了關鍵性的作用。Schumpeter ( 1912 ) 強調了企業家信貸，他認為銀行可以鑒別和發現投資機會，通過向最具有創新能力和精神的企業家提供資金而鼓勵技術和產品創新——“只有先成為債務人，才能成為企業家”。格利 ( Gurley ) 和肖 ( Shaw ) 分別在 1955 年和 1956 年發表了《經濟發展中的金融方面》和《金融中介機構與儲蓄—投資過程》兩篇文章。在這兩篇文章中，格利和肖集中闡述了金融發展與經濟增長的關係，特別是強調了金融中介機構在儲

蓄和投資中的重要作用。<sup>1</sup> Cameron (1967) 通過對早期的工業化過程中銀行與工業之間的法律、經濟、金融等方面的聯繫進行分析，發現銀行體系推動了英國等七個早期國家的工業化進程。持類似觀點的還有 Hicks (1969)。在《經濟史理論》一書中，希克斯 (Hicks) 詳細考察了金融對工業革命的刺激作用。他發現，工業革命並不是技術創新的結果<sup>2</sup>，而是金融革命的結果，因為工業革命早期使用的技術創新大多數發生在工業革命之前。據此，希克斯認為，工業革命只有在金融革命發生之後才有可能發生。Goldsmith (1969) 通過對 1860—1963 年間 35 個國家金融發展與經濟活動水平的比較分析和統計檢驗，發現金融發展程度與經濟活動水平顯著正相關，從而為金融發展理論提供了較早的經驗證據。<sup>3</sup>

近年來的研究基本肯定了金融發展能夠促進經濟增長的結論。McKinnon & Shaw (1973) 的“金融深化理論”認為，以放鬆利率管制和開放金融市場為主

---

1 在《金融理論中的貨幣》一書中，格利和肖開創性地提出，貨幣金融理論應該容納多樣化的金融資產，而不是將貨幣視為唯一的研究對象，因為貨幣只是無數金融資產的一種。

2 至少可以說不是技術創新的直接結果。

3 通常認為，戈德史密斯 (Goldsmith) 的《金融結構與金融發展》一書奠定了金融發展理論的基礎。在該書中，戈德史密斯系統梳理了三個基本方面的金融事實（金融工具、金融機構和金融結構），並指出：“金融理論的職責就在於找出決定一個金融結構、金融工具存量和金融交易流量的主要經濟要素，並闡明這些要素怎樣通過相互作用促成經濟發展”。戈德史密斯將金融體系的運行（通過金融工具的發行與流通）定義為“金融上層結構”，將實體經濟的運行（國民財富的創造）定義為“經濟基礎結構”，並認為現代經濟的基本特徵集中體現為“金融上層結構與經濟基礎結構互相作用之基本關係”。在戈德史密斯的理論中，由於世界各國的金融發展都是通過金融結構由簡單向複雜、由低級向高級方向的變化實現的，因而金融發展的實質就是金融結構的變化。在論證金融發展理論的過程中，戈德史密斯創造性地提出了一系列用於衡量金融結構變化的重要指標，包括：金融相關比率、金融機構佔金融資產總量的比重、金融資產在各種金融工具和金融機構間的分佈比率等。

要標誌的金融深化可以產生儲蓄、投資和資源配置效應，進而促進經濟增長。<sup>1</sup> 據 Kitchen（1986）統計，在 1973—1984 年涵蓋發達國家和發展中國家的 17 項研究中，有 13 項研究支持這一觀點。Pagano（1993）認為，金融發展可以提高儲蓄轉化為投資的比例和資本的社會邊際生產率，並影響私人儲蓄率，進而影響經濟發展。King & Levine（1993）通過多變量指標考察了 77 個發展中國家 1960—1989 年金融與經濟增長的關係，發現在 99% 的置信水平上，每一個金融指標與經濟增長指標都是正相關的。他們對金融發展的度量從戈德史密斯的金融中介規模擴展到中央銀行與商業銀行配置信貸的相對程度以及私人部門信貸佔 GDP 的比率等方面，並對金融發展與資本積累以及生產率增長的相關性進行了實證檢驗，最後得出了“金融發展水平是一個未來經濟增長、資本積累和技術變化的很好的指示器”的基本結論，從而揭示了金融發展對長期經濟增長的正面促進作用。持類似結論的還有 Levine, Loayza & Beck（2000），他們以法律淵源作為金融發展的工具變量，通過選取 1960—1995 年的 77 個國家作為樣本數據，發現金融發展對經濟增長的經濟影響不僅顯著而且巨大。

除了跨國經驗分析之外，20 世紀 90 年代以後，經濟學家還廣泛地從產業層面（Rajan & Zingales，1998）、企業層面（Demirgüç-Kunt & Maksimovic，1998）等角度對金融發展與經濟增長之間的關係進行了研究。Rajan & Zingales（1998）基於 42 個國家 36 個產業的數據，從產業層面考察了金融發展和經濟增長的關係，結果表明，金融發展可以通過現存企業的擴張和新企業的形成兩條途徑來影響產業增長。Guiso, Sapienza & Zingales（2002）對意大利的實證研究發現，金融發展可以顯著提高當地居民創業的可能性，並通過鼓勵新企業的進入和提高市場競爭度來促進經濟增長：在意大利，金融最發達地區的年人均

---

1 在麥金農（McKinnon）和肖的理論中，與“金融深化”相對應的另一個關鍵概念是“金融抑制”（financial repression）。所謂“金融抑制”，是指政府長期將利率控制在資本市場的均衡利率水平之下，並通過採取其他一些限制金融市場的措施，來保證公共部門以極低的成本來支配資本和資源，同時降低政府的赤字財政成本和通貨膨脹。麥金農和肖指出，“金融抑制”的直接後果是造成這些國家的金融發展滯後，儲蓄和投資嚴重不足，最終形成金融滯後與經濟停滯的雙重陷阱。麥金農和肖的“金融深化理論”第一次系統地論述了貨幣金融與經濟發展的辯證關係，深刻揭示了發展中國家經濟落後的貨幣金融根源，從而在一定程度上擺脫了貨幣理論與發展理論長期脫節的現象。

GDP 增長率要比金融最不發達的地區高出 1 個百分點；每年新企業設立的數量佔當地人口的比例，金融發達地區要比不發達地區高出 3 個百分點；已有企業的數量佔當地人口的比例，金融發達地區要比不發達地區高 50%；居民從金融最不發達的地區遷往金融最發達的地區，其創業的機會將增加 33%；與金融不發達地區相比，金融發達地區居民的創業年齡比不發達地區提前了 5.6 年。對此，Rajan & Zingales（2004）總結道：“當融資變得更加容易後，創造財富主要依靠技能、創新思維和努力工作，而不是已有的財富。”

從金融發展促進經濟增長的內在機理來看，傳統意義上的金融部門雖然本身並不產生任何實際產出，但可以通過便利、引導和促進經濟資源的有效配置，進而增加經濟增長的動力和能力。一般認為，金融發展能夠通過以下渠道促進經濟增長：一是藉助於信息收集和分散風險等功能，形成網絡效應的金融體系能夠降低交易成本，提升資本的邊際生產率與全要素生產率；二是金融中介的發展能提升私人儲蓄率，並疏通儲蓄轉化為投資的渠道，從而增加“儲蓄—投資”的轉化比例。Levine（1997）系統總結了金融體系的一些重要功能，包括便利風險轉移和分擔、獲取投資信息和配置資源、監督經營者並實施聯合控制、動員儲蓄以及便利商品和勞務的交換等，這些金融功能相互作用，並最終通過資本積累和技術創新兩個渠道促進經濟增長。<sup>1</sup>Wurgler（2000），Beck & Levine（2002），Almeida & Wolfenzon（2005）和 Habib（2008）等進一步將研究擴展至金融體系與資本配置效率之間的關係。Wurgler（2000）認為，在那些金融系統發達的國家裏，實際投資行為對那些投資機會質量的測度（如附加值）更加敏感。<sup>2</sup>基於這一思想，Wurgler（2000）構造出直接估算資本配置效率的模型，並利用 65 個國家的面板數據進行了實證檢驗。結果表明，以（股市市值 + 銀行信貸）/ 國內生產總值度量的金融發展程度與投資彈性係數顯著正相關，即金融市場越發達，其在“上升”行業追加投資的幅度越大，同時在“下降”行

1 Bodie & Merton（2000）則將其概括為五項基本的核心功能，即在時間和空間上轉移資源、管理風險、清算和支付結算、儲備資源和分割股份、提供信息和解決激勵問題。

2 金融體系資本配置效率的提高意味着在高資本回報率的行業內繼續追加投資，同時在低資本回報率的行業內減少投資，即具有較高的投資彈性。

業減少投資的幅度越大，資本配置效率相應越高。基於 Wurgler（2000）的資本配置效率模型，Beck & Levine（2002），Almeida & Wolfenzon（2005）和 Habib（2008）等進行了相關拓展研究，他們的研究均從不同角度表明，資本配置效率與金融發展程度呈現出顯著的正相關關係。<sup>1</sup>

在世界銀行的一項統計研究中，通過對全球 87 個國家 20 世紀 90 年代的經濟發展數據進行比較分析，我們可以清楚地看到，金融發展與人均國民收入水平之間有着密切的正相關關係：國民收入較高的國家，其社會信用總額與國民收入額的比率一般都在 80% 左右，平均資本化程度也都在 40% 以上，而低收入國家的這兩個比率僅分別為 20% 和 10%（見圖 1—1）。實際上，不管用什麼方式進行計算和測量，我們都可以看到一國的金融發展水平與其人均收入水平之間的正相關關係。如圖 1—1 所示，股票市場周轉率、銀行的負債流動比率、債券資本化比率等幾乎都與收入水平有正相關關係。

從反映金融發展（深化）程度的另一個指標“負債的流動比率”來看，該比率也與人均國民收入的增長水平存在着明顯的正相關關係：在 1960—1995 年的 35 年間，年均國民收入增長 3% 左右的國家，其負債流動比率都在 50% 以上；而年均國民收入增長 1% 左右的國家，其負債流動比率基本上都在 10% 以內（見圖 1—2）。這些數據清晰地顯示了金融深化與經濟增長的正相關關係。

總體來看，在本輪危機爆發之前，大部分經驗和實證研究都支持金融體系的整體發展與長期經濟增長存在正相關關係的結論。但隨着本輪金融危機的爆發和影響持續加深，金融體系發展中的一些深層次問題開始受到關注。在最近 BIS 的一篇文章中，Cecchetti & Kharroubi（2012）基於 1980—2009 年間 50 個發達和新興市場國家的實證分析，通過考察在一定經濟規模下，金融體系規模和增速對生產力增長的影響，發現金融發展與經濟增長並不是單調的正相關關係，而是呈現出“倒 U 形”的拋物線形態（見圖 1—3）。對此，Cecchetti &

---

1 Beck & Levine（2002）的實證研究顯示，法律執行效率越好，金融發展程度越高，資本配置效率相應越高。Almeida & Wolfenzon（2005）發現，即使較差的投資者保護程度導致資本配置受到約束，但外部融資需求的增加仍能通過促使稀缺資本從低生產效率的投資項目重新配置到高生產效率的投資項目而改善資本配置效率，同時金融發展程度與資本配置效率顯著正相關。Habib（2008）同樣證實了公司透明度和金融發展程度都與資本配置效率顯著正相關。

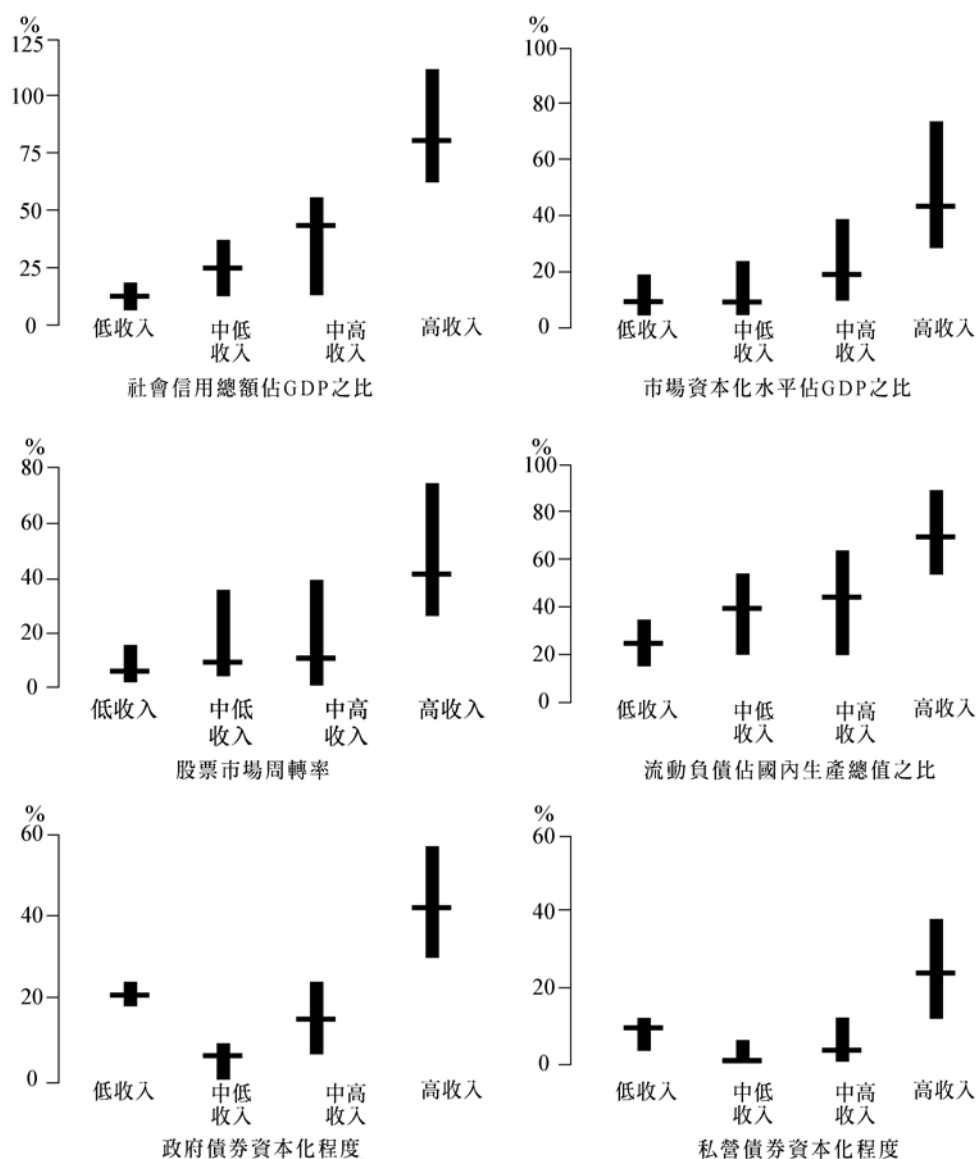


圖 1—1 金融發展與人均收入水平

註：以上數據為從 87 個國家收集的 20 世紀 90 年代數據的平均水平。

資料來源：世界銀行。