



新结构金融学的学科内涵与分析框架

林毅夫 徐佳君 杨子荣 张一林^①

摘要：本文围绕金融服务实体经济的核心议题，系统阐述了新结构金融学的学科内涵与分析框架。其要义有三：第一，主张在分析一个经济体包括金融结构在内的各种结构时以该经济体在每个时点给定随时间可变的要素禀赋结构作为分析起点；第二，强调金融结构内生于要素禀赋结构所决定的产业结构；第三，强调有效市场和有为政府协同发力，政府在优化金融结构、完善金融监管、实施金融改革等方面需制定与本国国情和发展阶段相适宜的金融政策。

关键词：新结构经济学 新结构金融学 要素禀赋结构 最适宜金融结构

引用参考：

林毅夫、徐佳君、杨子荣、张一林：《新结构金融学的学科内涵与分析框架》，新结构经济学工作论文系列第 C2022001 期，2022 年（《经济学（季刊）》录用待刊发）。

本工作论文系列是新结构经济学最新的尚未在学术期刊发表的研究成果，目的在于学术讨论与评论，并不代表北京大学新结构经济学研究院的官方意见。

^①林毅夫、徐佳君，北京大学新结构经济学研究院；杨子荣，中国社会科学院世界经济与政治研究所；张一林，中山大学岭南学院、商学院、国家治理研究院新结构经济学研究中心。通讯作者及地址：徐佳君，北京市海淀区颐和园路5号北京大学朗润园165号，100871；电话：010-62756843；邮箱：jiajunxu@nsd.pku.edu.cn。本文得到马克思主义理论研究和建设工程重大项目和国家社科基金重大项目“中国经济发展模式及其特点研究”（批准号 2021MZD015）、国家自然科学基金专项项目“中国经济增长与经济结构转型研究：基于新结构经济学的新范式”（项目批准号 72141301）、国家自然科学基金重点项目“国有资本并购重组理论、机制与模式研究”（项目批准号 72132010）、北京大学2020年度经济与管理学部课程设计“新结构金融学”项目的资助，在此致谢。同时感谢江深哲、李志赞、孙希芳、王勇、夏俊杰以及匿名审稿人提出的宝贵意见，文责自负。

一、引言

金融业本质上是服务业。金融业要服务实体经济，应该根据实体经济的规模和风险特性来设立金融业的结构和监管体系。正如第五次全国金融工作会议所述，“金融要把服务实体经济作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好满足人民群众和实体经济多样化的金融需求”。

若要提升金融服务实体经济的能力，金融结构是否重要？传统观点认为金融结构关乎经济增长，在此前提下聚焦讨论哪类金融结构——如以德国和日本为代表的银行主导型，还是以美国和英国为代表的资本市场主导型——能更好地促进长期经济增长（Allen and Gale, 2000; Diamond, 1984; Holmstrom and Tirole, 1997）。然而，基于跨国数据的早期实证研究表明，若将金融结构界定为银行与资本市场的相对权重，长期经济增长与金融结构无关，但与金融发展正相关（Levine, 2002）。进而，金融服务观认为，关于金融服务实体这一议题的探讨，应当关注于整个金融系统所提供的金融服务质量的决定性因素，而非银行主导型与资本市场主导型的金融结构孰优孰劣的问题（Merton, 1995; Merton and Bodie, 2005）。其中，颇具影响力的法律与金融这一派的观点（La Porta et al., 1998, 2000）认为，金融是一系列的合同，金融服务的质量取决于法律权利的保护力度以及合同实施机制的强弱，法律制度关乎金融发展的质量，进而影响到长期经济增长。

然而，新近的跨国实证研究表明，之所以过去的文献得到经济增长与金融结构无关的实证结果，是因为忽视了不同发展阶段的产业与其融资需求存在系统性差异（Allen et al., 2018; Hsu et al., 2014）。本文认为，虽然不同金融制度安排都具有动员储蓄、分散风险、配置资金等功能，且这些功能的有效性会受到所在国的制度环境等多种因素的影响，但是不同金融制度安排在满足不同特点的融资需求方面拥有不同的比较优势，不同发展阶段国家或同一国家在不同发展阶段上主导产业不同，其融资需求也存在系统性差异。因此，在某一发展阶段的金融结构——不同金融制度安排的相对构成——能否有效促进经济增长取决于金融结构能否有效满足本国在该发展阶段实体经济的融资需求。需要指出的是，强调金融结构的重要性并非暗含不同金融制度安排之间一定是此消彼长、非此即彼的替代关系。相反，我们在理清了各类金融制度安排比较优势的基础上，可以进一步剖析各类金融制度安排之间如何形成合力为实体经济提供最适宜、最有效的金融支持。同时，强调金融结构的重要性也并非假设某类金融制度安排所提供的功能是一成不变的，我们需要分析特定的金融制度安排在何种前提条件下才能发挥特定的功能。

在辨析了金融结构的重要性后，金融若要回归本源需要回答如下三个基本问题：从应然（normative）的角度出发，什么决定了各发展阶段最适宜的金融结构？从实然（positive）的角度出发，若现实中的金融结构偏离了该发展阶段最适宜的金融结构，原因何在？从政策的角度出发，偏离的金融结构转型到该阶段最适宜金融结构的最优路径是什么？

目前主流学界通常认为发达国家的金融结构是最优的金融结构，进而以发达国家为标杆来衡量发展中国家的金融结构，即发展中国家的金融结构与发达国家的金融结构的差异越大，则发展中国家的金融结构越偏离最优，越不利于经济发展（Demirgüç-Kunt et al., 2011）。在这一理论思潮的影响下，世界银行等多边发展机构在给发展中国家提供有关金融发展与改革的建议时，多以发达国家的金融结构为参照系。然而，这些理论和实践都忽视了发展中国家和发达国家在产业结构方面的系统性差异，进而忽略了发展中国家和发达国家的实体经济在融资需求方面的系统性不同。如果发展中国家盲目照搬发达国家的金融结构，不仅不会提升反而会降低金融服务实体经济的效率，甚至引发金融危机、社会动荡等严重后果。

为了回应主流学界和政策界关于最适宜金融结构和金融改革等核心发展议题的观点,林毅夫等学者于2009年提出了新结构金融学的雏形(林毅夫等,2009),旨在将发达国家与发展中国家在要素禀赋结构和产业结构方面的结构性差异引入到金融经济学的研究当中。新结构金融学强调不同发展阶段国家的要素禀赋结构决定了该国在该阶段的比较优势和最适宜的产业结构,在此基础上考虑到具有自生能力的企业,其规模和风险特性存在系统性的结构差异,以及股市、风险投资、大小银行、公司债、发展融资机构等各种金融制度安排在动员资金、克服金融交易中的信息不对称、降低交易成本和分散风险等方面各有优势和劣势,因而服务实体经济的金融体系及其结构需要随着实体经济的结构差异而有系统性的不同。新结构金融学提倡发展中国家应当立足于本国实体经济的结构特征,建立匹配实体经济金融需求的金融结构,而非照搬发达国家的金融体系(Lin et al., 2013; Lin et al., 2015)。

新结构金融学是作为第三波发展思潮的新结构经济学的重要子学科之一。二战后,结构主义思潮强调政府干预经济,鼓励发展中国家政府采取进口替代的发展战略培育资本密集型重工业以赶超发达国家。尽管政府通过金融抑制和贸易保护等各种干预措施建立起为赶超而生的重工业企业,但由于优先发展的产业违反比较优势在开放竞争的市场中该产业中的企业缺乏自生能力,赶超战略和重工业的发展往往以失败告终。上世纪八十年代新自由主义的理论思潮替代了旧的结构主义,奉自由市场为圭臬,但是受新自由主义思潮而采取市场化、私有化和去管制化改革的发展中国家却再次付出沉重的代价,改革大多以失败告终。新结构经济学反思了前两波思潮的局限,重思政府与市场的关系,提出“市场有效以政府有为为前提,政府有为以市场有效为依归”的新观点(Lin, 2012)。“新结构经济学”命名的由来,是因为其研究对象是经济结构及其变迁,如同研究农业称之为农业经济学一样,应当称之为“结构经济学”。加上“新”字是为了区分于忽略结构内生性、强调政府干预而忽视了有效市场重要性的结构主义学派。作为新结构经济学的子领域,“新结构金融学”命名的由来,是因为其研究对象是金融结构及其变迁。新结构金融学强调金融要服务实体经济,金融结构应满足要素禀赋结构所决定的最适宜产业结构的融资需求。从新结构金融学的视角出发,不存在放之四海而皆准的“最优金融结构”。本文因此采用“最适宜金融结构”这一更为贴切的术语来探究与一个经济体的要素禀赋和产业结构相匹配的金融结构。

下文的篇章结构安排如下:第二部分阐述了新结构金融学的核心概念——金融结构——的定义与分类,并诠释了最适宜金融结构的内涵;第三部分从金融需求侧和金融供给侧出发,系统阐明了最适宜金融结构的分析框架和内生机制;第四部分剖析了政府在优化金融结构中的作用;最后一部分总结全文。

二、新结构金融学视角下金融结构的定义与最适宜金融结构的内涵

新结构金融学所要回答的核心问题之一是,对于一个经济体而言,最适宜的金融结构是什么?要回答这一问题,首先要厘清何谓“结构”和“金融结构”。新结构经济学强调在经济学的理论分析中,为了简化分析而将各种变量依其属性归类,属性相同的变量归为同类变量,而同一类中的不同变量可能具有不同的特性,当这些同类但不同特性的变量以一定的比例关系或相对构成组合在一起时,就有了所谓的“结构”。在这种“结构”的定义下,“金融结构”指的便是各种特性不同的金融制度安排以一定比例或特定关系而构成的组合。

(一) 金融结构的定义与分类

虽然银行、股市、债市等金融制度安排,都具有动员资金、配置资金、分散风险等功能属性,但不同的金融制度安排在发挥这些功能时展现出不同的比较优势和适宜性。当具有不

同特性的金融制度安排以特定的比例或相互关系组合在一起时，就构成了特定的金融结构。特别是，当考虑到不同的金融制度安排在运行过程中，还会相互关联、相互影响，进而展现出不同的合力时，不同金融结构的差异性将更加凸显。

由于不同金融制度安排的差异可以从不同的角度来分析，因此金融结构也可以从不同的角度进行界定与分类；而界定与分类的标准和适宜性取决于所关注的研究问题。例如，考虑到银行和股票市场是许多经济体中企业最主要的融资渠道，经典文献惯常根据银行和股票市场（有时还包含债券市场）在一个经济体中的比例构成和相对重要性的不同，把一个国家的金融结构划分为银行主导型或市场主导型；或者，考虑到银行作为金融中介属于间接融资，股市和债市属于直接融资，根据金融活动是否需要通过金融中介，把金融结构划分为间接融资（金融中介）主导型和直接融资（资本市场）主导型两类，比较两类金融结构的优劣等（Beck and Levine, 2002; Levine, 2002）。

除以上分类之外，从金融交易的期限长短，还可以考察货币市场与资本市场的比例构成；从金融活动是否受到政府监管和明确监管规则的约束，可以考察正规金融与非正规金融的比例构成；从金融机构的目标（追求利润最大化还是履行发展使命），可以考察商业金融机构与发展融资机构的比例构成；从金融运行对数字技术的依赖程度，可以考察数字金融与传统金融的比例构成。特别地，一些金融制度安排的内部也存在结构。例如，可以依据一个国家银行业中不同规模银行的比例构成考察银行业内部结构的问题。¹

（二）最适宜金融结构的内涵

新结构金融学强调，金融的本质在于服务实体经济。“最适宜金融结构”的核心内涵在于，各种金融制度安排的组合能够最有效地动员资金、配置资金、分散风险以服务实体经济的运行和发展。基于金融结构的内涵，新结构金融学将“最适宜金融结构”界定为，给定一个经济体及其实体经济的结构特征（包括要素禀赋结构、产业结构、基础设施结构等），在所有可能的各种金融结构中，能够最有效地服务实体经济的运行和发展的那种金融结构。

新结构金融学主张从实体经济的金融需求入手，探讨金融如何更好地服务实体经济。金融服务实体经济运行和发展的效果，在很大程度上取决于金融体系是否能为企业投资与运营提供融资以提升生产力，而生产力的变化不仅影响剩余的多寡、投资回报的高低和资本积累和要素禀赋结构变化的速度，而且还直接影响决定社会福祉的就业、收入和消费水平的变化。从实体经济的金融需求入手，能更清楚地揭示金融服务实体经济的有效机制及金融对生产力、收入水平、就业、投资回报等方面的影响（详见图 1 “新结构金融学的基本分析框架”中关于金融有效服务实体经济运行与发展目标的表述）。

新结构金融学对实体经济的关注主要集中于产业、位于产业中的企业以及产业和企业所需的硬性基础设施对金融服务的需求，以及对各种金融制度安排的规制和监管。在现代经济中，无论是生产力的提升还是劳动就业和收入的提供，都有赖于各类型产业中的企业的投资与生产经营，以及产业和企业所需的各类硬性基础设施的建设与运营。例如，企业通过投资不断引入新的、更先进的技术，推动现有产业向新的、附加值更高的、资本和技术更加密集的产业扩展，从而实现产业多样化和产业转型升级，同时基础设施也不断完善以服务于产业的改进和升级。在这一过程中，无论是企业投资运营，还是产业转型升级，或者基础设施建

¹ 根据银行的规模，可以把银行分为大银行和中小银行。虽然二者都属于银行，但大银行和中小银行在动员资金、配置资金、分散风险等特性上有所不同，因而同类却异质。例如，不少研究发现，大银行更多利用企业的硬信息做贷款决策，而中小银行更多基于企业的软信息做贷款决策。同类而不同质的大、中小银行的组合就形成了不同的银行业结构，银行业结构属于金融结构之中的结构，根据大、中小银行在一个经济体的银行体系中的相对重要性的不同，可以把银行业结构划分为大银行主导型和中小银行主导型。

设维护，都需要金融提供相应的支持。鉴于此，新结构金融学主张从产业或代表性企业及其相配套的基础设施的金融需求入手（例如金融如何服务于产业和企业的投资、运营等），去讨论金融服务实体经济的问题。为了有效服务于实体经济的运行和发展，最适宜金融结构应当要有满足各类型产业中的企业以及相配套的基础设施建设的资金需求的能力。我们需要同时考虑到实体经济的金融需求特征和由不同金融制度安排构成的金融结构，探寻适宜于不同发展阶段各种产业、企业和基础设施金融需求的最适宜金融结构，以及根据最适宜金融结构中各种金融安排的特性提供相应的合适的金融法规和监管。对此，下文将进行详细的论述。

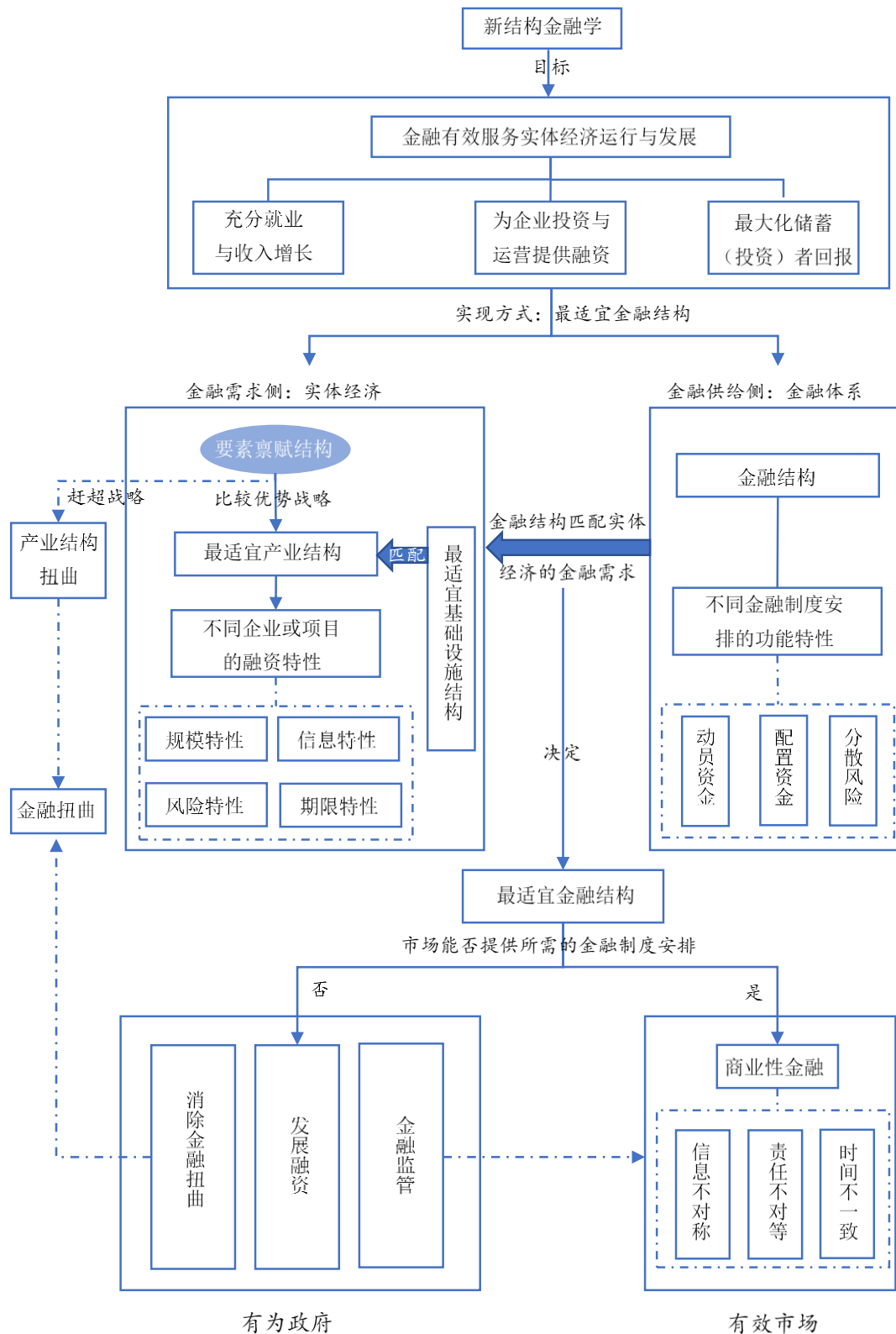


图1 新结构金融学的基本分析框架

三、最适宜金融结构的内在逻辑

最适宜金融结构是与实体经济的金融需求及其结构相匹配的金融结构。最适宜金融结构之所以会存在，一方面是因为不同产业和企业的金融需求特性存在差异，给定产业结构及其对应的企业分布，会有特定的金融需求结构；另一方面，由于不同金融制度安排在服务实体经济时的功能特性存在差异，因而不同的金融结构有各自的比较优势。因而，对于给定的实体经济的金融需求结构，应当存在与之适应、与之匹配的最适宜金融结构。就金融需求侧而言，如果政府采取了比较优势战略，要素禀赋结构决定了最适宜的产业结构以及与之相匹配的最适宜基础设施结构，而不同类型的产业或基础设施会导致企业或项目在规模、信息、风险和期限等方面的融资特性存在差异。就金融供给侧而言，不同金融制度安排在动员资金、配置资金和分散风险等方面存在各自的比较优势。如果金融结构匹配了实体经济的金融需求，那么该金融结构是最适宜的（参见图1“新结构金融学的基本分析框架”中关于金融需求侧与金融供给侧的匹配关系）。

从上面的论述中可见，实体经济的金融需求结构是决定最适宜金融结构的关键因素，更进一步来看，实体经济的金融需求结构又内生于产业结构，而产业结构又内生于该经济体的要素禀赋结构。因此，要素禀赋结构是决定一个经济体最适宜金融结构的最根本的因素。

下文将分别从金融体系的需求侧（实体经济的金融需求结构）、供给侧（金融结构）以及金融需求结构与供给结构的相互匹配来讨论最适宜金融结构的决定机制。

（一）金融需求侧：实体经济融资需求的特性、结构及其决定因素

1. 要素禀赋结构、产业结构与产业中的企业

一个经济体的要素禀赋结构决定了该经济体最适宜的产业结构，产业结构进一步决定了实体经济的金融需求结构。不同产业由于使用的技术、所需的设备、投入要素和产品市场等各方面的特性不同，因而在产业规模、产业风险等特性上具有差异；进而，不同产业的融资规模、融资风险等融资特性也不一样，不同产业结构所对应的金融需求结构也就不一样。我们将产业结构界定为以自然资源、劳动力和资本等生产要素作为投入，以生产的产品或提供的服务为产出，因与世界技术前沿的差异不同而采取不同创新方式（模仿引进与自主研发）的一类组织（产业）以特定比例构成的组合和关系。根据不同产业使用的要素的差异，可将一个产业分为劳动密集型产业和资本密集型产业。²根据一个经济体中劳动密集型产业和资本密集型产业的比例关系，可将产业结构分为以劳动密集型产业为主导和以资本密集型产业为主导。由于一个产业的运行和发展必然使用劳动力、资本等生产要素，因此，这种分类具有一般性和普适性。但是不见得资本密集型的产业一定位于世界技术前沿。根据一个产业与世界技术前沿的距离，可将其分为技术成熟型或技术前沿型产业。一个以资本密集型产业为主导的经济体和一个以劳动密集型产业为主导的经济体，二者在实体经济金融需求的特性和结构方面具有明显的差异；同样，一个技术成熟型产业和一个技术前沿型产业在技术创新的风险上也有系统性的差异。

从各经济体的横向对比来看，由于不同经济体的要素禀赋结构和产业结构存在差异，因此，不同经济体的金融需求结构也存在差异。从同一经济体的不同发展阶段的纵向对比来看，随着一个经济体的不断发展和资本的积累，其要素禀赋结构和产业结构也不断变化，该经济体的金融需求结构也随之变化。

² 我们在此以制造业为例来讨论，制造业的土地等自然资源要素的投入少，为论述的简便，故给予舍象不论。

产业的主要构成是企业，企业是融资的主体。位于不同产业或产业区段中的企业，其规模大小不一，创新方式不同，风险高低有别，资金需求期限也不同，金融需求特性各异。而在同一产业或产业区段中，虽然企业之间的规模大小等方面有差异，但相较于不同产业之间企业特性的差异而言，同一产业中的不同企业可谓“大同小异”。为了简化分析与表述，新结构金融学常常把产业的金融需求等价于（产业中代表性）企业的金融需求，以企业的金融需求特性的差异来反映产业的金融需求特性的差异。

2. 早期发展阶段的金融需求特性和结构

在一个经济体的早期发展阶段（或者发展水平相对较低的经济体），要素禀赋结构具有劳动力相对丰裕、资本相对稀缺的特点，使得劳动密集型产业（或者资本密集型产业中劳动力相对密集的产业区段）在该发展阶段具备比较优势，该经济体的产业结构适宜以劳动密集型产业为主。

由于劳动密集型产业通常存在或者曾经存在于发达国家，因此，劳动密集型产业的产品和技术通常较为成熟，产业发展对原创性的产品研发、技术研发的要求较低。发展中国家通过吸引外资、引进技术和设备、模仿式创新等方式建立和发展劳动密集型产业，可以充分利用自身劳动力相对丰裕且成本低的优势，让那些在发达国家失去比较优势和竞争力的劳动密集型产业在本国焕发“第二春”，以很低的创新风险和市场风险助推本国经济快速发展。这样的发展思路在亚洲四小龙及中国改革开放后的发展经验中得以验证。

劳动密集型产业的主要风险是企业家风险，即企业家经营能力和诚信等方面的不确定性。资金供给者可以通过搜集企业家的软信息（比如企业家的声誉口碑），来判断企业家的经营能力与诚信水平，进而甄别企业家风险，降低信息不对称的程度，并通过一定的契约安排和治理机制，来加强对企业所有者和管理者的监督控制，以此降低企业家风险（林毅夫等，2009）。

劳动密集型产业发展所需的资金规模相对较小。原因有二：一方面，劳动密集型产业的发展通常不需要进行大量的资本品投入（例如大量购买高精尖端的机器设备）；另一方面，处于劳动密集型产业或资本密集型产业中劳动相对密集的区段中的企业，由于资本品的投入有限，规模经济较小，以致以规模不大的中小企业为主，这些中小企业的运营资金需求的规模通常也较小。

综上，对于一个以劳动密集型产业为主、经济发展水平相对落后的经济体，其适合的金融结构应当是在克服企业家风险、满足中小企业的小规模资金需求方面具有比较优势的金融安排为主体的结构。尽管这样的金融结构在分散企业的创新风险和进行大规模融资方面不具备比较优势，但在该发展阶段，这种创新和投资尚非该经济体的比较优势，需求相对少，所以，也不会对金融体系和经济整体的运行效率产生负面的影响。

3. 发达经济体的金融需求特性和结构

随着一个经济体不断发展，资本不断积累，其要素禀赋结构也发生相应的变化：从过去的劳动力相对丰裕、资本相对稀缺，变为劳动力相对稀缺、资本相对丰裕；相应的，劳动力的相对价格上涨，资本的相对价格下降。在要素禀赋结构变化所引致的比较优势的变化下，该经济体所适宜的主导产业逐渐从劳动密集型产业转为资本密集型产业。

处于资本密集型产业或产业区段的企业，常常需要投入大量的资金用于技术、设备的购买、甚至新技术、新产品的研发，以及新产品的市场开发。同时，企业运营所需的流动资金的规模也较大。这些经济活动的特性决定了资本密集型产业的风险特性和规模特性都不同于劳动密集型产业，进而金融需求特性也不相同。

在风险特性方面，资本密集型产业的技术和产品可以分为追赶型和领先型两类。追赶型的资本密集型产业的产品、技术与发达国家仍有差距，与劳动密集型产业一样，可以通过引进、购买专利、购买设备、合资等方式，从外部取得技术创新，虽然有一定的产品创新和市

场风险，但总的创新风险相对较小。而领先型的资本密集型产业通常位于世界前沿，新技术能否研发成功，新产品能在多大程度上被市场接受，都存在很大的不确定性，创新风险很高，对提供资金的金融制度安排在分散风险和承担风险上的能力的要求也很高。

在规模特性方面，资本密集型产业以资本（包括物质资本和人力资本）为主要投入要素，投资规模大，具有很强的规模经济，因此处在资本密集型产业的企业的规模较大，企业对中长期投资或短期流动资金的需求规模也很大，特别是处于技术领先地位的资本密集型产业，需要投入大量的资金用于新技术和新产品的研究和开发，对大额资金有很大的需求。因此，如果一个经济体的主导产业为资本密集型产业，则企业的规模结构通常以大型企业为主，企业的融资需求也以大规模融资为主。

综上，对于一个经济发展水平相对领先、以资本密集型和技术前沿型产业为主的发达经济体，相较于经济发展水平相对落后、以劳动密集型和技术追赶型产业为主的发展中经济体而言，前者适宜的金融结构中作为主体的金融安排应当在分散创新风险、满足大企业大规模资金需求方面具有比较优势。³

（二）金融供给侧：不同金融制度安排的功能特性、比较优势及其适合的企业类型

一项金融制度安排具有动员资金、配置资金、分散风险等功能，但不同金融制度安排发挥这些功能的方式不同，因而具有不同的比较优势；而作为金融需求方的企业（以及基础设施项目）在风险、规模、投资期限、信息特性（以软信息还是以硬信息为主）等方面具有不同的特性，所以不同企业所适合的金融制度安排也各不相同。⁴ 若要看清不同金融制度安排的比较优势和对不同企业适用性的差异，则需要把不同金融制度安排放在一起进行比较并考虑其与企业特性的匹配关系。鉴于篇幅有限，我们无法对现实中所有金融制度安排一一进行比较，因此在下文我们选取最典型的银行和股市为例，阐述不同金融制度安排对不同特性企业的适用性，并对其它金融制度安排做延伸性的讨论。

1. 银行与股票市场的比较

首先，银行和股票市场在支持企业创新方面具有不同的适应性。在动员资金上，银行向储户吸收存款，在配置资金上，银行向企业发放贷款，银行有配置资金的决定权，通常不受储户直接干预。银行与储户之间、企业与银行之间，是债务人与债权人的关系，债务人须在规定时间按事前约定的本金和利息偿付债权人，若债务人不能偿付，将面临破产清算。企业向银行贷款，应当有稳定的现金流或者足值的抵押品以确保贷款本金和利息按时偿付。若企业创新风险高，则债务违约风险高，被银行清算的风险也高。银行为了按时偿付储户的本金和利息，也没有激励给高创新风险的企业融资。

不同于银行是基于债务关系动员和配置资金的间接融资，股市是基于股权关系的直接融资。上市企业在股票市场上直接面向投资者发行股票募集资金，投资者自行决定是否购买企业发行的股票，若购买，则成为企业的股东。⁵ 投资者与上市企业按照出资比例和所持股票

³ 上述讨论以传统制造业为例，对于研发周期短、以人力资本投入为主的互联网、大数据等新经济的企业，资金需求不大但风险很高，合适的金融安排必须满足这种特性。另外，现代经济的产业的发展和技术运用需要有基础设施的支持，例如，现代农业技术需要有灌溉（Schultz 1964），现代制造业的技术则需要有电力，现代产业的规模经济大，需要有道路、港口等基础设施以扩大其市场范围才能使其规模经济得以发挥（Kuznets 1966）。基础设施的投资一般资金投入大、回收周期长、具有外部性，因此也需要有能为此类投资提供融资服务的金融安排，才能完善基础设施，使得具有比较优势的产业得以存在。

⁴ 动员资金是指将社会上闲置、分散的资金汇总。配置资金是指将汇总后的资金配置到资金需求方，这里主要指企业。风险主要涵盖了实体经济风险，包括但不限于三类风险因素：技术创新风险、产品创新风险和企业家经营能力风险。

⁵ 尽管企业上市过程中有投资银行参与，但投资银行主要发挥信息中介的作用，而不是信用中介的作用，投资银行不负责资金配置，资金配置的决策由投资者自己做出。

的份额共担风险共享收益，上市企业不被强制要求向股东支付股利。投资者承担的风险与回报一致，若上市企业的创新风险高，则成功后的收益也高，投资者从股票升值或股利中获得的回报也高，这为投资者购买创新企业发行的股票创造了激励。不难看出，高创新风险的企业更适合股权融资。⁶

其次，银行和股票市场与企业融资规模的匹配度存在差异，这与银行和股票市场克服信息不对称的方式有关。在股票市场上，投资者主要依据企业披露的信息（例如财务报表等）做出投资决策，企业为了获得投资者认可，必须披露足够多的且经过可信第三方审计、验证的信息，付出很高的信息披露成本。信息披露成本属于固定成本，具有明显的规模经济的特征，只有规模大且融资金额大的企业，上市才有规模经济效益。因此，股票市场适合大企业的大规模融资，而不适合规模大小的企业融资。⁷

不同于股票市场主要依靠信息披露来克服信息不对称，银行在发放贷款时，还可通过其它方式克服与企业之间的信息不对称。例如，银行可通过各种途径获取有关企业家经营能力、个人声誉等方面的软信息，弥补财务报表等硬信息的匮乏。再如，银行可要求企业提供抵押品，不仅减少贷款违约时银行面临的损失，也利用抵押品的信号机制，让企业自证风险，减少企业所需披露的信息。银行对公开的信息披露的依赖度比股市低，企业贷款所付出的信息披露成本比上市低，融资规模小的企业更适合由银行来提供。

再次，企业的期限特性不同，其所适合的金融制度安排也不同。资金提供者与资金使用者之间，常常存在期限错配的问题，前者只愿意提供短期融资支持，而后者希望长期使用资金。不同金融制度安排解决期限错配问题的方式不一样。在股票市场上，不强制要求发行股票的企业在规定时间内把资金返给作为股东的投资者。如果股票投资者有流动性需求，可通过在二级市场上出售股票来获得流动性。股市具有期限转换的功能，能够把短期性的资金供给转化为长期性的资金供给。因此，如果企业做新技术的研发或新产品的市场开发，使用资金的时间较长，则适合上市融资。

银行也有期限转换的功能，把储户存入银行的期限相对短的存款，转化为给企业的期限相对长的贷款。但是，银行始终负有按期偿还储户本金利息的责任，贷款企业也始终负有按期偿还银行贷款本金利息的责任。因此，相较于上市融资，贷款资金的使用期限较短。如果贷款企业无法按期偿还银行本金利息，导致银行无法按期偿还储户本金利息，则银行面临被储户挤兑的风险，导致银行无法继续发挥动员资金、配置资金、分散风险的功能。为此，银行会主动控制给企业贷款的期限，资金使用周期长的企业，很难从银行获得贷款。可见，银行在期限转换上相较于股市具有比较劣势。对于需要将资金长期投入于技术研发和市场开拓的创新型企业而言，银行融资往往与其期限特性不相匹配。

2. 其它金融制度安排

按照上述逻辑，可以比较其它金融制度安排的功能特性、比较优势以及对不同特性企业的适用性。

（1）股票市场与债券市场。比较股票市场与债券市场，二者既有相似之处，也有重要不同。在股票市场和债券市场上，投资者的决策都主要依据企业公开披露的信息，企业上市和公开发行债券都要承担较高的信息披露成本；二者具有规模经济效应，都适合大企业的大

⁶ 从分散风险的角度来看，高创新风险的企业也更适合上市融资。高风险创新企业可以发行许多小额的股票，以此减少单个投资者的投资风险，把风险分散于众多的投资者之中，投资者也可通过分散化投资来降低自己的投资风险。若高风险企业向银行申请贷款，创新风险集中于一家或少数几家银行，则银行承担的风险太高。

⁷ 适合资金需求规模小、风险大的创新型企业融资需求的安排是天使资本和风险资本。这种创新型小企业的创始人对天使资本或风险资本提供其个人对研发的新技术、新产品的可行性和市场前景的陈述，天使资本或风险资本的拥有者则根据经验来判断技术可行性和市场前景以决定是否给予提供资金支持以换取一定的股权。

规模融资。不过，股票市场和债券市场对于不同风险特性和期限特性的企业的适用性有所不同。投资者购买企业的股票，成为企业的股东，与企业共担风险共享收益，企业的资金使用期限可以无限长。而投资者购买企业的债券，成为企业的债权人，企业必须在特定的期限内，偿付事前约定的本金和利息，若企业不能偿付，则有破产风险。因此，股票市场更适合创新风险高、资金使用期限长的企业，而债券市场更适合创新风险相对低、资金使用期限相对短的企业。

(2) 大银行与中小银行。在银行业内部，有着不同规模的银行，不同规模银行在分散风险的能力、克服信息不对称的方式等方面有重要的差异，对不同特性企业的适用性也不一样。在分散风险方面，银行通过分散化贷款来降低资产端的风险，但中小银行在做完贷款分散化后很难提供大额贷款，而大银行的可贷资金多，在分散化后也有能力提供大额贷款。因此，大银行更适合为融资规模大的大企业提供金融支持，而中小银行更适合服务融资规模小的中小企业。从克服信息不对称的角度来看，大银行的层级关系复杂，信息传递链条长，难以有效传递和利用企业的软信息，大银行主要基于易于传递和验证的硬信息（例如财务报表、抵押品等）来做决策，而能够提供足够硬信息的通常是大企业，大银行的信息特征与大银行克服信息不对称的方式相匹配，大银行更适合服务大企业。中小银行层级关系相对简单，信息传递链条更短，能够以更高的效率搜集和利用企业的软信息，而中小企业的信息特征恰恰是缺乏硬信息而以软信息为主，由此决定了中小银行在服务中小企业方面具有比较优势。

(3) 传统金融与数字金融。从新结构金融学的视角，可以考察数字金融与传统金融的比较优势及其对不同特性企业适用性的差异。⁸ 根据上一小节的分析，在数字技术尚未广泛应用或应用成本太高时，银企之间存在规模匹配，这是由不同规模银行克服信息不对称的方式和不同企业信息特征的不同所共同决定的。而数字技术的出现改变了银行搜集信息、处理信息的方式，银行可以借助数字技术获得和分析与企业相关的高维度大数据，银行克服信息不对称的方式也不再受银行规模、科层结构以及企业规模的限制，而取决于银行对数字技术的研发投入、可获得的数据资源、企业的数据特征等因素。例如，原本不擅长甄别软信息的大银行，在面对硬信息不足但“数字足迹”丰富的中小企业时，⁹ 可通过研发和应用数字技术来挖掘企业的海量数据，将软信息“硬化”成判别企业风险的信息，一些原本适合由中小银行线下服务的中小企业，可能转而适合由大银行提供服务。在这一转变的过程中，决定企业适合的金融制度安排的企业特性不再是企业规模，而是数字化背景下一种新的企业数字足迹的特性：数据禀赋（张一林等，2021a）。¹⁰

(4) 正规金融与非正规金融。各种形式的非正规金融在发展中国家和地区广泛存在，且存在一些共同的显著特征。例如，非正规金融的利率一般高于正规金融市场的利率，非正规金融一般不要求抵押品，其借款合约的执行通常不依靠国家的法律体系而是依靠当地的某种社会机制，等等。主流文献通常认为，非正规金融之所以存在，是因为相关国家和地区存在金融抑制，正规金融难以满足企业发展所需的融资需求，非正规金融应运而生。这一观点

⁸ 数字金融（或称金融科技）是大数据、区块链、人工智能、物联网、云计算等新一代信息技术——也称数字技术——与金融相融合的产物，其中最典型的是融资模式创新（P2P、ICO、众筹平台）、金融交易方式创新（移动支付和基于区块链技术的数字加密货币）和新的金融咨询业务（智能投顾）等（Chen et al., 2019）。现有的数字金融文献主要聚焦在两个方面：一是数字金融相较传统金融的优势（黄益平和黄卓，2018；Goldstein et al., 2019；Philippon, 2016；World Bank, 2016）。二是数字金融出现后对传统金融市场的影响（刘澜飏等，2013）。

⁹ 例如展现产品销量记录的电商平台、具有货物运输线上记录的物流企业、采用移动支付进而保留线上交易记录的实体商家等。

¹⁰ 新结构金融学建议，可以将“数据”视作一类全新且重要的要素禀赋，并以此为出发点，通过分析金融科技对信息搜集和处理，以及动员资金和配置资金成本的影响，来考察其如何作用于金融服务实体经济的方式，进而影响到金融结构、金融政策以及金融监管方式。

的直接推论是，只要消除金融抑制，让正规金融充分发展，非正规金融就会失去存在的空间和必要性。然而现实情况是，即便在一些金融高度自由化、市场化的国家和地区，非正规金融仍然不同程度地存在着。从新结构金融学的角度来看，对于一些信息透明度非常低但又不能提供足够抵押或担保的中小微企业或者家庭以及个人，正规金融机构难以有效克服与其之间的信息不对称或者因交易成本太高而不适合为其服务，而非正规金融善于通过人缘、地缘等属地化的关系收集这些资金需求者的软信息并提供小额、及时的资金支持，这是非正规金融广泛存在的根本原因，金融抑制只是一个强化因素。非正规金融作为正规金融的补充，能够补充正规金融难以触及的资金需求者。

（三）最适宜金融结构：金融结构与实体经济金融需求结构的最适宜匹配

从实体经济的金融需求结构来看，一个经济体的要素禀赋结构决定着其具有比较优势、最具竞争力的产业结构和技术结构、企业的规模和风险特性、产业运营所需的基础设施的融资特性等等。从作为供给端的金融结构来看，不同的金融制度安排在资金的动员能力、风险的分散能力、信息生产方式等方面具有各自的比较优势。因此，处于一定发展阶段的经济体金融体系中各种金融制度安排的比例构成需要与该经济体最适宜的产业结构以及相应的基础设施的融资特性相匹配，从而实现金融有效服务实体经济的运行与发展。

对于处在经济发展阶段非常初期的欠发达经济体，产业结构通常以农业或技术含量较低的劳动密集型产业为主，企业创新密度小，创新风险低，企业规模和融资规模都很小，企业信息透明度也很低。此时地方性的小银行或者非正规金融，是与这些小规模劳动密集型企业的风险和规模特性相匹配的主要融资渠道。对于这样的欠发达经济体，最适宜的应当是以地区性中小银行或非正规金融为主的金融结构。

随着经济发展，该经济体的产业结构会逐渐演变，农业占比不断下降，劳动密集型产业所使用的技术不断升级，资本投入也不断增加，甚至开始出现一些规模相对较大的资本密集型企业，信息透明度也随之上升。此时，实体经济对非正规金融的依赖度下降，对正规金融尤其是大银行和股市债市的需求开始增加，对于这样的发展中经济体，最适宜的金融结构应当是大银行和股市债市为辅的金融结构。

当该经济体发展到更高阶段，成为发达经济体的时候，产业结构将以资本密集型和技术密集型产业为主导，实体经济中存在大量资本投入大、融资规模大的大企业，以及创新风险高、资金使用期限长的创新型企业。此时，大银行、股票市场和债券市场与这些企业的特性相匹配，适合作为主要的融资渠道。虽然发达经济体不乏创新风险低或者资金需求规模小的中小企业，适合由地区性的中小银行等金融制度安排提供金融支持，但实体经济占主导的是那些发展至世界前沿、创新风险很高和有大规模融资需求的资本密集型大企业或技术密集型创新企业，适合由大银行、股票市场、债券市场、风险投资等提供金融支持，发达经济体所适宜的金融结构与上述发展阶段的国家有明显的区别。¹¹

自林毅夫、孙希芳和姜晔（2009）提出“最优金融结构理论初探”以来，很多文献尝试从实证上检验不同经济发展阶段的最优金融结构是什么。杨子荣和张鹏杨（2018）证实最优的金融结构安排，需要满足实体经济中不同产业的融资需求，而由不同产业所构成的产业结构则需要与特定发展阶段的要素禀赋结构相适应。叶德珠和曾繁清（2019）构建了金融结构

¹¹ 龚强等（2014）发现在不同经济发展阶段银行和金融市场对产业发展具有不同作用，当产业的技术和产品较为成熟时，风险相对较低，资金回报较稳健，银行是更加有效的融资渠道；而在技术前沿的产业中，创新和研发是企业发展的关键，技术风险和市场风险都较高，金融市场能够提供更加有力的支持。张一林等（2016）进一步详细分析了银行贷款和股权融资支持技术创新的不同机制，发现无论是风险控制还是回报率与风险承担相匹配方面，银行都缺少激励为创新企业融资，而股权融资更适合为创新型企业融资。

与技术水平的匹配度指标，并利用跨国面板数据检验证实金融结构-技术水平匹配度越高，越能够推动经济发展。任晓猛和张一林（2019）将与目标经济体要素禀赋结构相似的经济体归为一组，将该组中人均 GDP 增长速度最快的经济体所对应的金融结构定义为该目标经济体在当前发展阶段下的最优金融结构，实证结果显示，偏离最优金融结构将会降低经济增长速度。¹² 总体而言，这些实证研究都支持新结构金融学有关最适宜金融结构的理论分析。

需要指出的是，当一个国家实际的金融结构达到理论上的最适宜结构时，金融服务实体经济效率还受交易费用、市场软环境和政府治理等因素的影响。例如，有关企业信息披露、资质审查、投资者保护、破产法等决定交易费用的正式或非正式制度，将直接影响不同的金融制度安排服务实体经济的效率。然而，现有文献常常忽略的是，现实中政府治理能力和市场软环境不仅受文化和法律起源等慢变量的影响（Levine et al., 2000），还内生于特定发展阶段和发展战略等随时间推移而可变的要素。举例来说，中国政府的治理能力较强，但由于历史上推行了重工业优先发展的赶超战略，进而形成通过金融体系暗补不具有自生能力的国企的需要，造成市场软环境较弱，从而影响企业的发展和金融服务实体经济的效率。

上文主要从有效市场的角度考察如何通过匹配金融供给侧与金融需求侧的结构来提升金融服务实体经济的效率。虽然上文也涉及到政府的行为与作用，但并未进行深入的探讨。下面我们就政府在优化金融结构、提高金融服务实体经济的效率等方面所能发挥的作用展开分析。

四、政府在优化金融结构中的作用

政府在金融体系中的作用是新结构金融学研究的核心理论之一。虽然市场失灵给出了政府干预金融体系的理据，但是批评者却认为由于政府失灵的存在使得政府介入金融体系的弊大于利，因而政府不应该干预金融体系。其背后的逻辑与产业政策的辩论如出一辙——因为产业政策有失败的先例，所以政府不应该采取产业政策。然而，国际学界和政策界开始反思这一主流观点，倡议重心从“为什么需要产业政策”转向“如何更好地设计并实施好产业政策”（Greenwald and Stiglitz, 2012）。世界银行的全球金融发展旗舰报告系列于 2012 年系统梳理并评析了政府在金融体系中的作用，将政府介入金融体系的方式分为间接与直接两大类。政府直接干预金融体系包括了多种方式，比如政府部门直接提供信贷或担保支持；政府成立专门性的发展融资机构；政府委托国有商业银行或激励私有商业银行承担政策性贷款业务；政府成立产业基金。世界银行肯定了政府需要通过间接的方式监管金融业、促进金融业健康的竞争和完善金融基础设施。但是，世界银行对直接式的政府干预持质疑态度，认为虽然国有商业银行在危机时期发挥了逆周期的角色，但是从中长期来看政府直接干预金融体系会对金融业和经济发展带来负面影响，倡议政府应该从直接干预调整为间接干预（World Bank, 2012）。但是实践表明，并非所有直接的政府干预都以失败告终。以发展融资机构为例，虽然历史上有因为不良资产率居高不下而被迫破产的失败案例，但是德国复兴银行（KfW）和韩国开发银行等成功案例在提供中长期资金助力实现经济结构转型方面发挥了关键作用。

为了更好地认识和提升政府介入金融体系的效果，新结构金融学建议把研究的重点放在围绕不同发展阶段国家金融市场失灵的具体特性和真实原因，如何更好地设计政府介入金融

¹² 然而，现有的研究主要检验的是金融结构与经济结构是否相适应，还不能证实某一个国家的金融结构是否处于最适宜的水平，也不能刻画金融结构的动态演变。在未来的实证研究中，可以考虑引入结构估计。该方法通过构建理论模型，能够刻画出金融结构、产业结构、不同规模的企业以及结构变迁等事实，并与现实中的数据进行比较，以检验模型的优劣。考虑到金融结构与经济变量之间通常存在内生性问题，该方法能够更好地避免反向因果关系，并利用反事实检验，提供更有说服力的政策建议。

体系以提高金融服务实体经济效率的方式。从新结构金融学的视角出发，一个经济体的金融结构应该与该经济体的产业结构匹配，解决特定行业和企业所面临的融资挑战，因此没有放之四海而皆准的最优金融制度，发展中国家不能盲目照搬西方发达国家的金融制度安排或以发达国家的制度安排作为蓝图来制定和实施政府干预政策，而应将不同发展阶段符合（潜在）比较优势的产业融资需求特性纳入考量，在引导、规范商业性金融机构服务于具有竞争优势的产业之外，也需要有金融安排来帮助具有潜在比较优势（latent comparative advantage）的产业变成实在比较优势（actual comparative advantage）产业。概言之，政府干预应把握住不同发展阶段经济体市场失灵的问题本质，有的放矢，而非遵循所谓“放之四海而皆准”的干预政策。

正如图 1 “新结构金融学的基本分析框架”所示，最适宜的金融结构需要有效市场和有为政府协同发力。首先，如果市场自发的金融制度安排可以服务于实体经济可持续高质量发展的融资需求，那么为了维持金融体系的健康持续发展，考虑到商业性金融存在信息不对称、责任不对等、时间不一致等问题，有为政府需要采取有效的金融监管促成金融市场持续有效。其次，市场自然演化的金融制度安排，为了营利和规避风险，可能无法满足某些对经济运营和发展起到关键作用的金融需求从而出现市场失灵（例如，基础设施投资所需的耐心资本、技术研发所需的基础研发投入和产业升级所需的先行者投资），此时政府可有所作为，创立合适的金融制度安排来弥补市场失灵（例如，设立支持基础建设的开发银行、支持基础研究的公共科研基金和支持产业升级的先导基金等），或者通过激励引导现有的商业性金融机构来弥补市场失灵（如提供政府担保、通过设置碳排放权制度以此激励金融机构为低碳企业提供绿色融资等）。最后，如果政府采取了赶超战略导致了产业结构不符合要素禀赋结构从而造成了产业结构扭曲，为扶持不具备自生能力的产业，这一产业结构扭曲又进一步导致了金融扭曲，那么政府需要进行渐进稳健的金融改革以消除金融扭曲。

下文我们将逐一研讨针对不同的金融制度安排所适宜的金融监管制度，政府为何建立以发展为使命的发展融资机构及其绩效与治理的决定性因素，政府与市场如何协调发力提供适宜的基础设施融资安排，以及在存在金融扭曲的情况下政府如何实现有效的金融改革。

（一）金融监管

金融监管是政府介入金融体系、提高金融效率、维持金融稳定的重要方式。从新结构金融学的视角出发，应根据不同金融结构的特点设计有针对性的监管框架。换言之，各国政府应根据不同金融制度安排的特性确定差异化的监管政策，警惕“一刀切”的监管制度安排。

以巴塞尔协议为例来分析适宜的金融监管制度安排。实践中，巴塞尔协议是国际上最具影响力的监管标准。虽然《巴塞尔协议》主要针对发达国家具有系统重要性大型商业银行的特性来设计，但是很多发展中国家的中小银行以及开发银行都在不同程度上遵循巴塞尔协议的监管标准。发展中国家和新兴经济体对巴塞尔协议趋之若鹜的原因是：巴塞尔协议被奉为“最佳”的金融监管标准，即使这些国家的监管者发现巴塞尔协议并不适用于本国国情，也会“自愿”遵循以维系声誉、向市场传递正面的信号以吸引国际资本流入（Jones, 2020）。但源自发达国家的巴塞尔协议是否真的适合发展中国家，却是一个疑问。¹³

从新结构金融学的角度来看，发展中国家不应全盘照搬巴塞尔协议。其中一个原因在于，发展中国家的金融结构多以中小银行为主，不一定适合按照巴塞尔协议关于大型商业银行的要求进行监管。例如，中小银行的层级结构相对简单，信息传递链条相对较短，适合服务以

¹³ 实际上，不少也研究发现，巴塞尔协议不见得适用于发展中国家，因为发展中国家和新兴经济体的金融体系与发达国家相比往往存在系统性的差异，包括国际资本市场的介入程度高度差异化、宏观经济与金融波动程度高、金融体系发育不健全、市场数据的可获得性低、透明度低、治理与监管能力有限，以及一般性的制度约束（Center for Global Development, 2019）。

软信息为主的中小企业。但中小企业的软信息难以对外传递和从外验证，不直接接触中小企业的监管者，很难获知中小企业的贷款风险，进而很难确定中小银行在给中小企业贷款时的审慎度，监管者与中小银行之间容易出现严重的信息不对称，中小银行的道德风险很难靠外部监督来进行防范。在这种情况下，对中小银行应当采用非常严格的资本金要求，提高中小银行的拥有者进行自我监管的积极性，以此防范中小银行的风险。与中小银行相比，大银行的资金动员能力更强，更适合服务融资规模大的大企业。大企业以硬信息为主，即使监管者不直接接触大企业也容易通过大企业的硬信息来判断大银行服务大企业的审慎度。大银行更多服务大企业的匹配关系决定了监管者与银行之间的信息不对称程度相对较低，监管者可以通过对大银行进行严格的外部监督来防范大银行的道德风险。严格的外部监督与资本金要求之间具有相互替代的作用，在严格的外部监督下，相较于中小银行而言，对大银行的资本金要求可适度低一些，以此提高大银行的资金配置能力，让大银行有更多的可贷资金服务大企业。因此，巴塞尔协议针对大银行的资本金要求对于中小银行而言也许是偏低了，对于一个以中小银行为主的银行业结构的发展中国家，应当对本国的中小银行执行比巴塞尔协议更严格的资本金要求。

除了探讨巴塞尔协议是否适用于发展中国家的银行监管之外，我们有必要探究针对商业银行的巴塞尔协议是否适用于国别开发银行。不同于追求利润最大化的商业银行，国别开发银行以实现公共政策目标为使命，其主要为长期、高风险、收益率低的发展项目提供金融支持。除了发展目标的不同之外，国别开发银行通常不接受居民储蓄存款。研究发现，针对商业银行所设计的巴塞尔协议有可能制约开发银行实现其发展使命，比如集中度风险、资本充足率和资本质量的要求等会限制开发银行为重要的大型基建项目提供资金支持。鉴于商业银行与国别开发银行在发展使命、组织特定方面的异质性，二者的监管安排也应当有所区别。

新结构金融学所主张的金融监管要与金融制度安排的特性相适应的观点不仅可用于探讨最适宜金融监管政策，也可以用于解释一个国家的金融监管政策存在扭曲的原因。所谓的金融监管政策的扭曲是指金融监管的缺失与不完善，比如拉丁美洲国家在进行结构性改革以及中国在改革开放后的很长一段时期内，都存在金融监管缺位或监管失灵的问题。从新结构金融学的视角出发，扭曲性的金融监管政策或监管缺位可能是内生的。经济基础决定上层建筑——当作为经济基础的实体经济存在扭曲时（产业结构扭曲、企业不具备自生能力等），作为上层建筑的金融监管制度安排可能也被扭曲为限制条件下的“次优”选择。例如，中国在改革开放后到九十年代末期，政府不仅不对银行的资产质量进行严格监管，甚至还通过各种显性或隐性的方式为银行业提供保护补贴（比如成立资产管理公司剥离银行不良贷款，为国有企业的贷款提供隐性担保等）。从新结构金融学的视角来看，上述监管扭曲是内生于暗补前期赶超战略或进口替代战略遗留下来的不具有自生能力但又因涉及国防安全、国计民生和社会稳定而不得不保护补贴的国有企业的需要，是对这些国有企业承担政策性负担所给予的一种政策性补偿（Lin and Tan, 1999; 张一林等, 2021）。

（二）发展融资

当市场自发演进的商业银行或资本市场无法服务于实体经济可持续高质量发展的融资需求时，政府可以主动创办专门性的发展融资机构以弥补市场失灵。虽然发展融资机构在实践中在提供耐心资本克服市场失灵方面扮演了关键角色，但是主流的经济学界长期以来忽视了对发展融资机构开展严谨系统的学术研究。发展融资机构（Development Financing Institutions, DFIs）是由政府创立的、以实现公共政策为目标的公共金融机构。不同于追求利润最大化的商业银行，发展融资机构以积极主动地实现公共政策的目标为使命。不同于依赖财政转移支付的援助机构，发展融资机构往往享有国家债信支持以谋求市场化融资（如发行债券）。从自由市场的视角出发，发展融资机构是政府干预金融体系的一种方式，必然

会带来资源错配与寻租。比如，世界银行旗舰报告《全球金融发展报告 2015》认为，开发银行历史上多以失败告终，并将失败的原因归于治理差；进而，断言制度环境差的发展中国家很难建立起良治的开发银行（World Bank, 2015）。因此，主流观点认为，发展融资机构应该被私有化改制或商业化改造，尤其当经济体步入高收入发展阶段后拥有了完备的资本市场和商业银行体系。

但是上述的主流观点无法解释如下的谜题。第一，发展融资机构并未消亡，在世界范围内（包括发达国家）广泛存在，而且正迎来复兴的浪潮。依据北京大学新结构经济学研究院全球发展融资机构数据库的统计，当前约有来自全球 150 个国家的 520 多家发展融资机构遍布于世界各地，总资产高达 18 万亿美元，占世界总投资的 10%；而且，无论是发达国家（如英国、美国）还是发展中国家（如加纳、乌兹别克斯坦）都在筹划或正在筹建新的开发银行（徐佳君等，2019；徐佳君等，2021；Xu et al., 2021）。第二，历史上并非所有的发展融资机构都以失败而告终。发展融资机构在历史上提供了长期资金加速了欧洲国家的工业化进程；在二战后的战后重建以及新兴经济体实现经济结构转型的过程中扮演了重要的角色，如德国复兴信贷银行、韩国开发银行（Bruck, 1998；Cameron, 1953；Griffith-Jones and Ocampo, 2018）。第三，并非所有治理差的国家所成立的开发银行都面临着机构治理差的困境。研究发现，虽然有的发展中国家的制度环境差，但是仍能建立起专业化程度高的开发银行，如巴西开发银行（Huang et al., 2020）。

上述谜题揭示了主流理论的局限性，而新结构金融学有望立足实践提出自主创新的发展融资理论，以解答发展融资机构的定位、发展绩效和治理有效性的决定性因素等一系列核心学术问题。

首先，关于发展融机构的定位，新结构金融学强调要剖析政府优化金融结构的理论依据以及设立发展融资机构相比于政府其它介入金融体系的方式的比较优势。从实体经济的融资需求特性出发，首先需要分析商业银行和资本市场在服务实体经济、提供基础设施、促进产业升级和经济结构转型等方面存在哪些局限与挑战，然后分析政府为何需要建立起专门性的公共金融机构而非通过为商业性金融机构提供担保、补贴等方式来克服上述挑战。依据北京大学新结构经济学研究院所搭建的全球首个发展融资机构数据库的数据显示，发展融资机构的使命定位主要集中于农业、住房、基础设施、中小微企业、出口信贷、带动私营部门的海外投资、地方政府的市政融资等容易出现市场失灵的领域。这些领域往往面临着正外部性、信息不对称等挑战，需要长期、大额、风险容忍度高的资金支持，商业银行和资本市场通常不愿意或无法为相关项目提供融资支持。而且发展融资机构的使命定位在不同发展阶段的国家呈现出不同的分布特征，比如，以基础设施融资为使命的国别开发银行主要集中于中等收入国家，而促进贸易和出口的开发银行主要集中于高收入国家（徐佳君等，2019；徐佳君等，2021）。这呼应了新结构金融学所强调的金融结构需要动态地演进以适应不同发展阶段的实体经济的融资需求（徐佳君，2017）。

其次，关于发展金融机构的发展绩效的决定性因素，新结构金融学强调需要以要素禀赋结构作为分析的起点，来深入剖析发展融资机构的资金投向是否符合所在经济体具有潜在比较优势的产业及其相配套的基础设施。比如，二战后受结构主义思潮的影响，拉美国家采取了进口替代战略，政府利用开发银行这一产业政策工具在发展早期阶段将大量资金投入资本密集型产业。虽然这些资金支持在短期内满足了这些资本密集型产业的融资需求，但是由于这些重工业违背了经济体当时的比较优势，这些产业中的企业不具有自生能力，即使有正常的管理也无法盈利，结果出现了大量的呆坏账，导致了发展融资机构的不良贷款率高企的困境。

最后，关于发展融资机构治理有效性的决定性因素，新结构金融学强调重思政府与市场的关系，既不先验地认为国家层面治理差就必然会导致机构层面的政府失灵从而片面地倡议

政府退出，也不自发地认为发展融资机构会主动履行公共政策而非追求自身机构利益最大化。从新结构金融学的视角出发，发展融资机构的治理有效性需要实现如下的目标——既要确保发展融资机构的微观运作不受到过度的政府干预，又要确保其机构的战略定位需要以实现公共政策为目标，而不能单纯地逐利以至于陷入与商业银行的恶性竞争。我们需要深入分析哪些制度设计可以确保发展融资机构的治理有效性以克服短期的政治利益或利润最大化的考量而投资于长期的发展项目。

展望发展融资机构研究的前景，新结构金融学可以引导我们深入剖析“为什么需要发展融资机构”，“发展融资机构的发展绩效的决定性因素有哪些”，以及“什么决定了发展融资机构的治理有效性”等基本问题。这些自主创新的发展融资理论将为发展融资机构的复兴提供持久动力，使其发挥潜力以促进经济结构转型。

（三）基础设施融资

基础设施可以提升生产效率促进经济增长（Aschauer, 1989），但是基础设施项目往往具有规模大、周期长、资本密集和沉没成本高的特点，难以在短期内收回投资，由此导致巨大的基建融资缺口（Woetzel et al., 2016）。但是围绕如何填补基建融资缺口这一关键问题，学术界与政策界尚未形成共识。一派观点认为，基础设施建设需要政府的有效介入以弥补市场失灵（Hashimzade and Myles, 2010; 李扬, 1992）。然而，另一派观点认为，公共投资往往低效且容易陷入寻租的窘境，呼吁应加大社会资本对基建的投资力度（World Bank, 1994）。在新自由主义思潮的影响下，自上世纪九十年代以来，社会资本参与基建融资的程度越来越高。但是，这一浪潮却在九十年代末开始在发展中国家出现停滞甚至倒退。研究发现，在发展的早期阶段，公共部门相比于私营部门在基建融资的占比很高；随着经济体迈入更高的发展阶段，公共部门相比于私营部门在基建融资的占比逐步下降（林毅夫等, 2021）。

发达国家的基础设施融资有更高的私人部门参与率，而发展中国家的基础设施融资则主要由政府主导。现有研究认为，导致这一现象的一种可能的原因是：私人部门的参与程度往往与所在国的制度环境相关；当且仅当政府能够提供长期合作的可靠承诺、不损害私人部门的投资利益时，私人部门才会愿意参与基础设施投资（Ng and Loosemore, 2007）。在一些制度环境不完善的发展中国家，政府有可能出于特定的目的而违背与私人部门订立的合作契约，这会弱化私人部门投资基础设施的积极性，造成发展中国家基础设施的融资瓶颈（龚强等, 2019）。为此，一国的基础设施投资能在多大程度上吸引私人部门的进入与其政企关系、契约和法制环境紧密相关。

从新结构金融学的视角出发，基建融资结构的差异性可能取决于与经济体所在发展阶段的实体经济相匹配的基建融资规模与类型的特征。禀赋结构决定产业结构，不同的产业的运行需要有合适的基础设施才能进行¹⁴，金融需要满足产业的运营和投资的需求，也要满足基础设施的投资、运行和维护的需求；适宜的基建融资结构（公共部门与私营部门的投入占比）需要满足与实体经济发展相匹配的基建融资需求。在基建融资规模方面，在经济发展前期，政府较高的基础设施投资虽然对家庭部门构成了税收负担，但较高的基础设施投资可以迅速提高企业的生产率、降低企业成本，刺激企业提升投资水平，加速企业财富与资本积累，缓解了金融摩擦带来的资本积累不足，也可以为家庭创造更多工资水平较高的就业机会，带来

¹⁴ 基础设施服务于实体经济中各类产业运行的需要。有的基础设施有产业特殊性，例如，农业所需的水利基础设施；有些有共性，例如电力、道路和港口既可服务于农业，也可以服务于制造业和服务业。基础设施不存在会使得某类技术的采用或某类产业的运营变成不可能，例如，如脚注3所指出的，缺乏灌溉的水利基础设施，农业难以采用现代良种；缺乏电力则不能采用现代技术，进而发展现代制造业。基础设施供应不足会影响各种产业中企业的运营效率；而基础设施投资过度，不仅对经济运行的效率提高有限，而且会挤压产业投资所需的资金，对经济发展造成不利影响。

家庭收入和储蓄的增加。在经济发展的中后期,随着经济的发展,企业的自有财富越来越多,其用于投资的资本也就越来越多,企业发展越来越不受制于金融摩擦,此时政府可相对减少基础设施投资(林毅夫等,2021)。所以,在发展的早期阶段,经济体的基建融资需求更大,而其社会资本积累较少,需要政府在基建融资方面发挥更大的作用。在基建类型方面,在早期发展阶段,经济体需要诸多类型最基本的基础设施形成合力,例如煤电油运,并需要规划与早期发展阶段的产业相配套的基建,方能带动经济腾飞和增长,从而在中长期确保基建的收益。上述全域内多类型的基建投资以及基建与产业的协调一般超出了私人部门的能力与意愿,需要有为政府发挥关键作用。相比而言,发达国家的基建缺口的类型更为明确,其现金流的收益测算更为稳定,而且,社会有较高的资本积累和较完善的金融体系,因而可以吸引更多的私人部门的投资。

鉴于上述发达国家与发展中国家由于禀赋结构所决定的产业结构的差异性使得其在基建投资风险、规模和类型方面存在系统性差异,我们可以将基建按照现金流回收的稳定程度、投资周期的长短、基建促进产业发展所需的条件等因素,将基础设施细分成不同子类型,进而探究相适宜的基建融资结构。

(四) 金融改革的最适宜目标与最适宜方式

处在特定发展阶段的经济体存在与其要素禀赋结构和产业结构相适应的最适宜金融结构,当实际的金融结构与理论上的最适宜金融结构不匹配以至存在金融扭曲时,就需要通过金融改革来优化金融结构。关于金融改革问题,新结构金融学强调,应首先找到实际的金融结构与最适宜的金融结构不一致的原因,再来制定和推行改革政策,切勿盲目把发达国家的金融制度安排视为最优,也勿以“休克疗法”的激进方式来推进金融改革。实际的金融结构与理论上的最适宜金融结构不匹配可分为两种情形。

一是要素禀赋结构、产业结构等发生变化,而金融结构尚未发生变化或者变化不到位所形成的不匹配。对于这种情况,金融结构变迁的条件已经成熟,只需要政府发挥因势利导的作用,克服金融结构转型中经常存在的外部性和协调失灵问题,就能水到渠成,实现金融结构的优化。例如,中国股票市场的上市制度长期采用核准制,审核周期长,上市门槛高,企业上市面临的不确定性大,与创新型企业的企业特性和金融需求特性不相匹配。随着中国要素禀赋结构提升带来产业结构转型升级,涌现出越来越多的资本密集型和技术密集型的创新型企业,对上市融资的需求快速增加,此时继续采用核准制不利于满足相关产业和企业的融资需求,在政府的因势利导下,对股市的上市制度做出适应性调整,从核准制转向注册制。与此同时,通过引导设立科创板、建立北交所等,提高直接融资市场的层次性,满足不同特性、处于不同发展阶段的企业对上市融资的差异化需求。这是一种典型的政府积极有为引导金融结构做出适应性优化的行为。

二是政府好心办坏事所导致的金融结构的扭曲,例如在赶超战略或进口替代战略下,为补贴优先发展的产业中缺乏自生能力的企业的需要所形成的金融抑制。处理这种扭曲,需要找到金融结构扭曲的原因,基于此制定适宜的金融改革目标和改革方式。在改革目标上,应当立足于一个经济体当前所处的发展阶段和要素禀赋结构,而不是盲目认为发达国家的金融结构为“最优结构”,一味追求发达国家所谓的“先进”的金融制度安排。在改革方式上,应当采用渐进式的增量改革,根据要素禀赋结构、产业结构、企业自生能力等方面的阶段性特征和变化来推进金融改革,而不是激进地、一步到位消除所有金融扭曲。上个世纪一些拉美和东欧国家曾以发达国家的金融体系为模仿对象、通过休克疗法进行激进的金融改革,但都以失败告终,金融改革不仅没能带来经济繁荣,反而是危机不断、经济停滞,甚至让金融扭曲变得更加严重。反观中国的金融改革,不是照搬发达国家的金融体系和治理,而是以自身的实际情况出发,考虑到前期赶超战略遗留下来的国企缺乏自生能力的问题,在确保“重

要而不能倒但不补贴就要倒”的国企得到一定保护补贴进而不会破产倒闭引发动荡的情况下，一方面推动符合要素禀赋结构所决定的具有比较优势的劳动密集型产业的发展，以积累资本、吸纳就业、维持社会稳定，另一方面以渐进温和的方式，随着国企自生能力的改善逐步消除金融扭曲、完善金融治理。这种与经济改革相互配合、相互协调、渐近推进的金融改革，有效避免了激进改革可能引发的危机，达到了维持稳定和支持增长的双重目标（张一林等，2021b）。

五、结 论

本文首次系统阐述了新结构金融学的要义与分析框架，诠释了新结构金融学视角下金融结构与最适宜金融结构的内涵。为了阐述清楚最适宜金融结构的内在逻辑，本文从实体经济融资需求的特性及其决定因素探讨了金融需求结构，从不同金融制度安排的功能特性和比较优势探讨了金融供给结构，最后结合金融需求结构与供给结构的匹配性界定最适宜金融结构的内涵。

相比于已有文献，新结构金融学的核心要义与贡献有三：

第一，主张以反映唯物辩证主义物质第一性原则的要素禀赋结构作为分析的起点，根据历史唯物主义的视角，一个经济体中的各种复杂的环环相扣的结构——包括产业和技术的生产结构（production structure）、基础设施（infrastructure）和作为上层建筑（superstructure）的各种制度安排的结构等等——都内生于该经济体在每个时点给定、随时间可以变化的要素禀赋及其结构。

第二，强调最适宜金融结构的内生性。在没有政府扭曲干预的情况下，内生于该经济体的要素禀赋结构的产业结构是最适宜的，金融安排作为上层建筑中的一种制度安排，内生于该产业结构的金融结构也是最适宜的。由于不同经济体或同一经济体在不同时间点上的要素禀赋结构和由要素禀赋结构所内生决定的产业结构不同，因此不同经济体或同一经济体在不同时间点上的最适宜金融结构也会不同。特别地，发达国家的金融结构通常不适合发展中国家。

第三，强调有效市场和有为政府协调发力。政府应制定与一个经济体的发展阶段相适宜的金融政策，推动金融结构向着最适宜金融结构的方向不断优化。例如，可设立专门性的发展融资机构以弥补市场失灵，并与时俱进的调整其使命定位以适应不同发展阶段的融资需求。政府在推行金融改革时，应当考虑到金融扭曲的内生性，特别是若政府采取了扭曲干预手段，那么产业结构将被扭曲，而内生于该产业结构的金融结构也将偏离其理论上的最适宜水平，此时切勿盲目把发达国家的金融制度安排视为最优，也勿以“休克疗法”的激进方式来推进金融改革，而是应当采用渐近温和的改革方式。同时，为了更好地发挥金融服务实体的作用，防范金融风险，新结构金融学主张政府应根据不同金融制度安排的特点设计有针对性的监管制度。

新结构金融学强调从要素禀赋及其结构作为研究的出发点，经由内生的产业和技术结构，来进行金融制度安排及其变迁和影响的研究，不仅能够更好地认识最适宜金融结构的内在逻辑，还为如何更好地发挥政府在优化金融结构方面的作用提供了新的思路。新结构金融学的研究框架为思考金融如何更好地服务实体经济提供广阔的研究前景。

参考文献

- [1] Allen, F., L. Bartiloro, X. Gu, and O. Kowalewski, “Does Economic Structure Determine Financial Structure?”, *Journal of International Economics*, 2018, 114(SEP.), 389-409.
- [2] Allen, F., and D. Gale, “Comparing Financial Systems, Cambridge”, MA: MIT Press, 2000.
- [3] Aschauer, D.A., “Is Public Expenditure Productive?”, *Journal of Monetary Economics*, 1989, 23(2), 177-200.
- [4] Beck, T., and R. Levine, “Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?”, *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(2), 147-180.
- [5] Bruck, N., “The Role of Development Bank Associations in the Twenty-First Century”, *the World Federation of the Development Finance Institutions*, 1998.
- [6] Cameron, R.E., “The Cr dit Mobilier and the Economic Development of Europe”, *The Journal of Political Economy*, 1953, 61(6), 461-488.
- [7] Center for Global Development, “Making Basel III Work for Emerging Markets and Developing Economies”, *CGD Task Force Report*, 2019.
- [8] Chen, M.A., Q. Wu, and B. Yang, “How Valuable is Fintech Innovation?”, *Review of Financial Studies*, 2019, 32(5), 2062-2106.
- [9] Demirg c-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine, “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, *World Bank Working Paper*, 2011.
- [10] Diamond, D.W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, 1984(51), 393-414.
- [11] Goldstein, I., W. Jiang, and G.A. Karolyi, “To FinTech and Beyond”, *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(5), 1647-1661.
- [12] 龚强、张一林、雷丽衡, “政府与社会资本合作 (PPP): 不完全合约视角下的公共品负担理论”, 《经济研究》, 2019 年第 54 期, 第 133-148 页。
- [13] 龚强、张一林、林毅夫, “产业结构、风险特性与最优金融机构”, 《经济研究》, 2014 年第 4 期, 第 4-16 页。
- [14] Greenwald, B., and J.E. Stiglitz, “Learning and Industrial Policy: Implications for Africa”, *International Economic Association Series*, 2012.
- [15] Griffith-Jones, S., and J.A. Ocampo (eds.), *The Future of National Development Banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- [16] Hashimzade, N., and G.D. Myles, “Announcement or Contribution? The Relative Efficiency of Manipulated Lindahl Mechanisms”, *Journal of Public Economic Theory*, 2010, 11(4), 565-598.
- [17] Holmstrom, B., and J. Tirole, “Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(3), 663-691.
- [18] Hsu, P.H., X. Tian, and Y. Xu, “Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 2014, 112(1), 116-135.

- [19] Huang, B., T. Xi, and J. Xu, “Checks and Balance, Political Leadership, and Bureaucratic Autonomy: Evidence from National Development Banks”, *International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups Working Paper*, 2020.
- [20] 黄益平、黄卓, “中国的数字金融发展: 现在与未来”, 《经济学(季刊)》, 2018年第4期, 第1489-1502页。
- [21] Jones, E. (ed.), *The Political Economy of Bank Regulation in Developing Countries: Risk and Reputation*. Oxford: Oxford University Press, 2020.
- [22] Kuznets, S. *Modern Economic Growth: Rate, Structure and Spread*. New Haven: Yale University Press, 1966.
- [23] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1-2), 3 - 27.
- [24] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113 - 1155.
- [25] Levine, R., “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11(4), 398-428.
- [26] Levine, R., N. Loayza, and T. Beck, “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46(1), 31-77.
- [27] 李扬, “城市基础设施投资资金的筹措”, 《经济研究》, 1992年第10期, 第45-51页。
- [28] 林毅夫、江深哲、汪玲, “发展中国家的最优基础设施投资”, 工作论文, 2021年。
- [29] 林毅夫、孙希芳、姜烨, “经济发展中的最优金融结构理论初探”, 《经济研究》, 2009年第8期, 第4-17页。
- [30] Lin, J.Y., X.F. Sun, H.X. Wu, “Banking structure and industrial growth: Evidence from China”, *Journal of Banking & Finance*, 2015, 58, 131-143.
- [31] Lin, J.Y., X.F. Sun, Y. Jiang, “Endowment, industrial structure, and appropriate financial structure: a new structural economics perspective”, *Journal of Economic Policy Reform*, 2013, 16(2), 109-122.
- [32] Lin, J.Y. and G. Tan, “Policy Burdens, Accountability, and the Soft Budget Constraint,” *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 1999, 89(2), 426-31.
- [33] 刘澜飏、沈鑫、郭步超, “互联网金融发展及其对传统金融模式的影响探讨”, 《经济学动态》, 2013年第8期, 第11页。
- [34] Merton, R.C., “A Functional Perspective of Financial Intermediation”, *Financial Management*, 1995, 24(2), 23-41.
- [35] Merton, R.C., and Z. Bodie, “Design of Financial System: Towards a Synthesis of Function and Structure”, *Journal of Investment Management*, 2005, 3(1), 1-23.
- [36] Ng, A., and M. Loosemore, “Risk Allocation in the Private Provision of Public Infrastructure”, *International Journal of Project Management*, 2007, 25(1), 66-76.
- [37] Philippon, T., “The FinTech Opportunity”, *NBER Working Papers*, 2016.
- [38] Schultz, T.W. *Transforming Traditional Agriculture*, New Haven, CT: Yale

- University Press, 1964.
- [39] 任晓猛、张一林, “最优金融结构与经济发展:一种新的度量方法与应用”, 《当代经济科学》, 2019年第5期, 第1-10页。
- [40] Woetzel, J., and H. Pohl, “Infrastructure: Doing More with Less”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 2016.
- [41] World Bank, “Digital Dividends”, *World Development Report*, 2016.
- [42] World Bank, “Infrastructure for Development”, *World Development Report*, 1994.
- [43] World Bank, “Long-Term Finance”, *Global Financial Development Report*, 2015.
- [44] World Bank, “Rethinking the Role of the State in Finance”, *Global Financial Development Report*, 2012.
- [45] 徐佳君, “作为产业政策抓手的开发性金融:新结构经济学的视角”, 《经济评论》, 2017年第3期, 第14-24页。
- [46] Xu, J., R. Marodon, X. Ru, X. Ren, and X. Wu, “What Are Public Development Banks and Development Financing Institutions? - Qualification Criteria, Stylized Facts and Development Trends”, *China Economic Quarterly International*, 2021, 1(4), 271-294.
- [47] 徐佳君、雷吉斯·马罗唐、茹新顺, 《公共开发银行和发展融资机构的界定标准与分类方法》, 新结构经济学发展融资研究报告第二期, 2021年, <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20211012165507025122.pdf>。
- [48] 徐佳君、任晓猛、吴昕月, 《全球开发性金融机构全景概览:内涵、理据与多样性》, 新结构经济学发展融资报告第一期, 2019年, <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20190528161303369147.pdf>。
- [49] 杨子荣、张鹏杨, “金融结构、产业结构与经济增长——基于新结构金融学视角的实证检验”, 《经济学》(季刊), 2018年第2期, 第847-872页。
- [50] 叶德珠、曾繁清, “‘金融结构-技术水平’匹配度与经济发展——基于跨国面板数据的研究”, 《国际金融研究》, 2019年第1期, 第28-37页。
- [51] 张一林、龚强、荣昭, “技术创新, 股权投资与金融结构转型”, 《管理世界》, 2016年第11期, 第65-80页。
- [52] 张一林、郁芸君、陈珠明, “人工智能、中小企业融资与银行数字化转型”, 《中国工业经济》, 2021年第12期, 第69-87页。
- [53] 张一林、林毅夫、朱永华, “金融体系扭曲、经济转型与渐进式金融改革”, 《经济研究》, 2021年第11期, 第14-29页。

Disciplinary Foundation and Analytical Framework of New Structural Financial Economics

Justin Yifu Lin

(Institute of New Structural Economics, Peking University)

Jiajun Xu*

(Institute of New Structural Economics, Peking University)

Zirong Yang

(Institute of World Economics and Politics Chinese Academy of Social Sciences)

Yilin Zhang

(Lingnan College, Sun Yat-sen University)

Abstract Centering around the core issue of how finance better serves the real economy, this paper proposes the foundation and analytical framework of New Structural Financial Economics. It has three tenets. First, examining the appropriate financial structure should take the economy's factor endowment structure as the starting point of analysis. Second, the appropriate financial structure is endogenously determined by the needs of the prevailing industrial structure. Third, a government should tailor its financial policies to optimize the financial structure, and tailor financial regulation and reforms in line with the financing needs of its real economy at different development stages.

Keywords New Structural Economics, New Structural Financial Economics, factor endowment structure, appropriate financial structure

JEL Classification G00, G10, G20

* Corresponding Author: Jiajun Xu, Institute of New Structural Economics, Peking University, Langrun Garden 165, Yiheyuan Road No. 5, Peking University, Beijing, P.R. China, 100871; Tel: 86-010-62756843; Email: jiajunxu@nsd.pku.edu.cn.