

新结构金融学理论与应用

■ 杨子荣 王 勇

金融体系及其结构在现代经济中的重要作用，已无需赘言。然而，什么样的金融结构是最优的，却一直未有定论。西方主流理论主要强调以发达国家为参照系，来看发展中国家缺什么，或者发展中国家做得不好的地方，并以此作为指导发展中国家金融结构调整的依据。然而，按照这种理论来发展本国金融结构的发展中国家，最后都以金融危机的爆发而告终。而少数未发生过金融危机的国家的金融结构安排，却又难以用西方主流理论去解释。

为了更好地分析不同发展阶段的国家在一系列维度上的经济结构的内生性差异，包括最优金融结构的差异，林毅夫教授与他的合作者们于2011年正式提出新结构经济学理论，倡导用新古典的方法来研究基于内生结构差异的发展经济学理论，强调不同发展阶段的经济体由要素禀赋结构的差异所引致的最优经济结构的不同以及相应的政府作用的差异。其中，将新结构经济学的方法运用到金融经济学领域就是新结构金融学。

新结构金融学的主要观点

西方现有主流理论关于最优金融结构的研究一直未有定论，这主要是因为相关研究并没有很好地地将金融结构与不同经济发展阶段的结构性差异结合起来研究，而主要从金融体系单方面进行考察，而不同的金融结构安

排各有其优劣，自然难以判定何种金融结构是最优的。

新结构金融学认为，最优的金融结构是相对于其所服务的实体经济而言的：一方面，不同的金融结构安排在资金配置和风险管理等方面存在不同的机制和方式；另一方面，处于不同经济发展阶段的经济体具有不同的要素禀赋及其结构，要素禀赋的状况决定了最优的产业结构，而不同的产业结构及其内部的企业具有不同的规模特征和风险特性，并对金融服务的需求存在系统性差异。因此，金融结构只有与实体经济的融资需求相匹配，才能有效发挥金融体系的功能，促进经济增长。

金融市场与银行。新结构金融学认为，给定时间点下，一个经济体的要素禀赋及其结构是给定的，由此内生决定了最优的产业结构，而产业结构反过来又离不开与之相适应的金融结构的支撑，其逻辑链条可以表示为：要素禀赋及其结构→产业结构→金融结构。这意味着，最优的金融结构至少得满足两个基本条件：其一，金融结构与产业结构相适应；其二，产业结构与特定发展阶段的要素禀赋及其结构相适应。

金融结构与产业结构相匹配，主要是指不同的产业结构的风险特性与融资需求存在系统性差异；产业结构与特定发展阶段相适应，主要是指不同经济发展阶段的要素禀赋及其结构内生决定的产业结构存在显著差异。

简而言之，新结构金融学认为，处于不同发展阶段的经济体的要素禀赋结构不同，从而最优产业结构不同，进而最优金融结构也不同。粗略地说，对于发展中国家而言，银行导向型的金融结构是更优的；而对于发达国家而言，市场导向型的金融结构是更合适的选择。

银行业结构。新结构金融学认为，特定的经济发展阶段的要素禀赋及其结构是给定的，由此内生决定了企业的规模特征和风险特性，反过来也离不开与之相适应的银行业结构的支撑，其逻辑链条可以表示为：要素禀赋及其结构→企业规模→银行业结构。一方面，企业规模决定了企业的信息特征和风险特性；另一方面，银行的规模决定了银行克服信息不对称和支持企业发展的方式，因此，特定规模的银行只有在服务特定规模的企业时，才能充分发挥自身的比较优势，以最低的成本为企业提供最有效的资金支持。

简而言之，处于不同发展阶段的经济体的最优银行业结构是不同的。对于发展中国家而言，大力发展中小银行是更优的选择；而对于发达国家而言，大银行是银行业结构发展的自然趋势。

最优金融结构。随着经济发展阶段的不同，最优的金融结构是动态变化的。当经济发展阶段较低时，大力发展中小银行是最优的选择；伴随着经济的发展，小银行逐渐成长为大银

行，金融市场也开始兴起；当经济发展至更高阶段时，大银行和金融市场成为金融结构的主要构成。所以，对处于不同发展阶段的发展中国家，要以自身要素禀赋与产业的结构特点来发展自己的金融结构，而不能以发达国家现有的金融体系作为自己当前金融改革的参照系，否则就是“超英赶美，大炼钢铁”式的盲目赶超。

新结构金融学的应用

2017年第五次全国金融工作会议在京召开，对中国金融体系及其结构改革作出了明确的规划：把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备的多层次资本市场体系；改善间接融资结构，推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构。这次会议直面了中国金融体系及其结构的现状与问题，对于促进金融服务于实体经济和防范系统性金融风险作出了明确指示。

毫无疑问，中国金融改革的方向是正确的。但是，改革的最佳路径是什么？是否具有可行性？有无其他需要注意事项？这次会议并未涉及具体方案。新结构金融学基于金融的本质及其发展的客观规律，对中国金融改革的路径及注意事项提出了一些实事求是的看法。

中国的股市发展不足，似乎是一个公认的常识。那么，这是否意味着中国应大力发展股票市场？随着经济的发展，一国的金融也会随之发展，但金融深化的程度存在上限，这表明股票市场和银行的规模不是无限扩张的。在有限的空间内，股市和银行的相对规模构成了金融结构，而股市和银行的相对规模的变化构成了金融

结构的调整。中国要大力发展股票市场，必然牵涉到金融结构与金融深化程度，而最优的金融结构与金融深化程度皆内生于特定的发展阶段，因此，先弄清楚当前发展阶段下中国最优的金融结构与金融深化程度是金融改革的前提。

事实上，中国当前的金融结构（股市市值 / 银行信贷规模）和金融深化程度（（股市市值 + 银行信贷规模） / GDP）已远高于发达国家同等发展阶段时的水平，这暗示中国的金融发展可能已过度。那么，中国是否仍有大力发展股票市场的必要与空间？从必要性来看，中国目前的很多行业已处于或接近世界前沿，需要通过股市融资来支持这部分企业的研发与创新，因此，股票市场存在进一步发展的必要。

中国的四大国有商业银行市场力量过强，而中小银行和民营银行发展不足，一直被认为是中国企业融资难的一个重要原因。但是，中国企业融资难，并非仅是银行业结构的问题，还有更深层次的结构性问题与历史遗留。由于体制因素和赶超战略，中国早期的经济发展并未遵循企业演化的一般规律，即先有小企业，再逐渐成长为大企业。中国是先有国有大型企业，而后再发展中小企业和民营企业，这必然要求银行业结构与之相配合，即先有大银行，然后再补充发展中小银行和民营银行。从这个角度来看，中国要求国有大银行战略转型以及发展中小银行和民营金融机构，是符合现实需求的。

然而，关键的问题是，相对于当前的企业规模分布，中国的中小银行和民营银行发展是否仍不足？从结果来看，当前我国中小企业融资难和融资贵的问题并未得到有效解决，但这

并不能构成中国银行业结构调整尚不充分的有力证据。实际上，经过多年的发展，四大国有商业银行在我国银行系统中的占比已明显下降，中小银行和民营银行占比显著提升，银行业结构调整是否充分暂且不论。但是，由于市场参与主体并非完全市场化，诸如国有企业和地方政府融资平台的融资需求规模巨大，但对资金价格相对不敏感，且存在隐性的政府担保，再加上以房地产为代表的产业结构扭曲，导致这些部门与产业的风险与收益不相匹配，诱使银行系统内的资金整体涌进。因此，单纯地调整银行业结构，必然不能有效解决中小企业融资难问题。

新结构金融学强调，处于不同发展阶段的经济体的最优金融结构是不同的，这意味着中国不同地区以及同一地区的不同发展阶段的金融结构安排应因时因地制宜。此外，最优的金融结构是相对于其所服务的实体经济而言，如果实体经济结构存在扭曲，那么无论何种金融结构安排都会导致资源配置的效率损失，因此，金融结构调整必须与经济结构优化协调进行。

此外，金融结构的差异还会影响货币政策的作用机制，特别是在开放经济条件下，金融结构与资本账户的开放、汇率问题又联系在一起。同时，金融结构还必须包含最优的金融监管以防止系统性风险等内容，都需要进一步研究。□

（杨子荣为北京大学新结构经济学研究院学术轨博士后，王勇为北京大学新结构经济学研究院学术副院长）