

## 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\*

**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,强调最适宜金融结构内生于要素禀赋结构所决定的生产结构;第三,强调有效市场和有为政府协同发力,政府在完善金融监管、提供发展融资、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;要素禀赋结构;最适宜金融结构

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2023.05.01

### 一、引言

金融业本质上是服务业。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,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)。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,若要提升金融服务实体经济的水平,则应关注整个金融系统所提供的金融服务质量的决定性因素,尤其是法律制度的重要性(La Porta et al., 1998),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 and Bodie, 2005)。

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、

\* 林毅夫、徐佳君,北京大学国家发展研究院、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。通信作者及地址: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;E-mail: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”(2021MZD015)、国家社科基金重大项目“中央银行的逻辑与现代中央银行制度的建设”(21ZDA045)、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”(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”(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、中山大学中央高校基本科研业务费专项资金“中国金融结构变迁的特征规律与驱动因素研究”(22wkqb04)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、颜建晔、匿名审稿人提出的宝贵意见,以及郭若菲等助研同学的协助,文责自负。

分散风险、配置资金等功能,且发挥这些功能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的生产结构不同,其融资需求也存在系统性差异。因此,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某一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提供好某一功能。

在辨析了金融结构的重要性后,需进一步回答如下三个基本问题:从应然的角度出发,什么决定了各发展阶段的最适宜金融结构?从实然的角度出发,若现实中的金融结构偏离了该发展阶段的最适宜金融结构,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,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)。在这一思潮的影响下,世界银行等多边发展机构提议发展中国家应以发达国家的金融结构为参照系制定金融发展与改革的政策。然而,其忽视了发展中国家和发达国家的生产结构存在系统性差异,进而忽略了发展中国家和发达国家的实体经济融资需求有系统性的不同。

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生产结构方面的结构性差异引入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生产结构,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生产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。第二次世界大战后,结构主义思潮盛行,主张发展中国家政府采取进口替代战略,培育资本密集型重工业以赶超发达国家,但在实践中,由于优先发展的产业违反比较优势,在开放竞争的市场中缺乏自生能力,赶超战略和重工业的发展往往以失败告终。20世纪80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生产结构的融资需求。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同一个经济体（内生于其要素禀赋结构）的生产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，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

### （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。

由于不同金融制度安排的差异可以从不同的角度来分析，因此可以根据所关注的研究问题从不同角度对金融结构进行界定与分类。例如，考虑到银行和股票市场是较为常见的融资渠道，经典文献惯常根据银行和股票市场在一个经济体中的比例构成，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（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。此外，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来考察银行业内部结构。

### （二）最适宜金融结构的内涵

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、生产结构、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。

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经济剩余的多寡、投资回

报的高低、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)。

新结构金融学对实体经济的关注主要集中于产业、位于产业中的企业、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。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。

### 三、最适宜金融结构的内在逻辑

#### (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、生产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生产结构(production structure),生产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,不同生产结构所对应的金融需求结构也就不一样。我们将生产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。生产结构包括两个分析维度:一是产业结构,二是技术结构。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;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。技术结构指的是一个产业可以使用不同的劳均资本的技术来生产。例如,在劳动力密集型产业的生产中可以使用多用劳动少用资本的手工生产,也可以用多用资本少用劳动的自动化生产,前者劳均资本少,后者劳均资本多,技术结构的选择取决于要素禀赋结构。同时,根据一个产业与世界技术前沿的距离,可将其技术结构分为技术成熟型或技术前沿型产业,其在技术创新的风险上有系统性的差异。

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生产结构存在差异,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,其要素禀赋结构和生产结构也不断变化,该经济体的金融需求结构也随之变化。

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

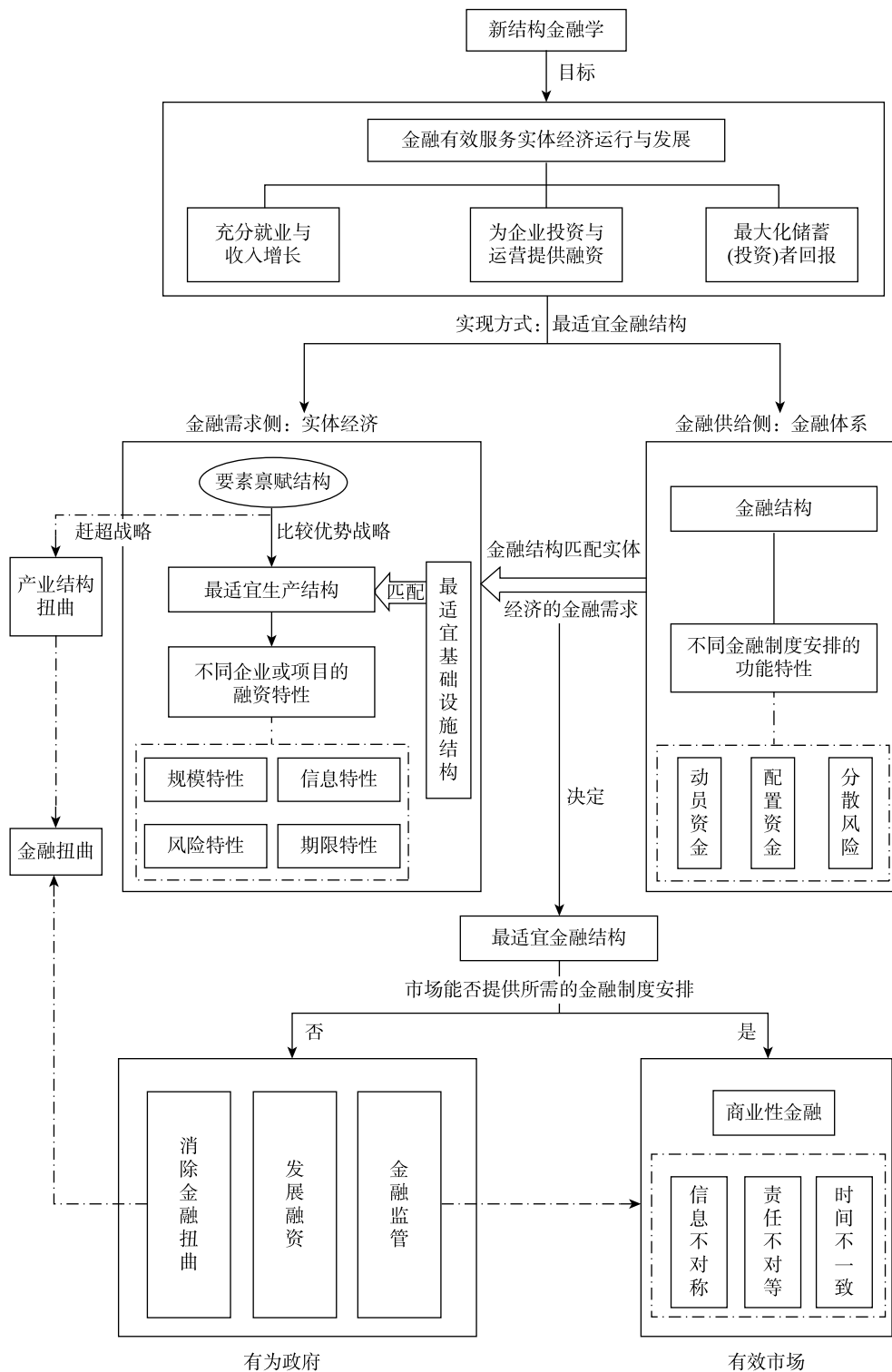


图 1 新结构金融学的基本分析框架

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,将产业特性及该产业金融需求的特性等价于(产业中代表性)企业特性及该企业金融需求的特性。

### 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,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。

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,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。

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，其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。

## （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

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票市场为例，阐述不同金融制度安排对不同特性企业的适用性，并对其他金融制度安排做延伸性的讨论。

### 1. 银行与股票市场的比较

银行和股票市场在支持企业创新、融资规模以及期限结构方面存在显著差异。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。企业向银行贷款，需要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，因而银行没有激励给高创新风险的企业融资。股市是基于股权关系的直接融资，能够为高创新风险的企业提供股权融资。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，而信息披露成本属于固定成本，只有规模大且融资金额大的企业在上市后才有规模经济效益。而银行在发放贷款时，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，还可要求企业提供抵押品，因此，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。最后，企业的期限特性不同，其所适合的金融制度安排也不同。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投资者的投资者。对于做新技术的研发或新产品的市场开发的企业，其使用资金的时间较长，适合上市融资。由于银行始终负有按期偿还储户本金利息的责任，银行通常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。

## 2. 其他金融制度安排

(1) 股票市场与债券市场。二者有相似之处,即企业上市和公开发行业债券都要承担较高的信息披露成本,且都具有规模经济效应,都适合大企业的大规模融资。不过,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。在分散风险方面,中小银行在做完贷款分散化后很难提供大额贷款,而大银行在分散化后还有能力提供大额贷款。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。因此,大银行倾向于给大企业贷款,小银行倾向于给小企业贷款。

(3) 传统金融与数字金融。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。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)。

(4) 正规金融与非正规金融。主流文献通常认为,由于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。然而,这无法解释为何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

处于一定发展阶段的经济体,其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生产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,生产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,是与这些小规模的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,该经济体的生产结构会逐渐演变,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，生产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（龚强等，2014；张一林等，2016）。<sup>①</sup>

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，金融服务实体经济的效率还受交易费用、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。

#### 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议题之一。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做法弊大于利。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，实践表明，并非所有直接的政府干预都以失败告终。正如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），我们倡议应将研讨的重心从“政府是否应该介入金融结构”转向“如何改进政府在优化金融结构中的作用”。正如图1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。

##### （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，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。

---

<sup>①</sup> 自林毅夫等（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，验证了新结构金融学有关最适宜金融结构的理论分析（杨子荣和张鹏杨，2018；叶德珠和曾繁清，2019；任晓猛和张一林，2019）。

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?

新结构金融学认为, 发展中国家不应全盘照搬巴塞尔协议。其原因在于, 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比大银行更加严格的资本金要求, 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。

不仅如此, 针对商业银行的巴塞尔协议是否适用于国别开发银行, 也需要进一步探究。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。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 (Gottschalk et al., 2022)。

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。但现有文献几乎都没有注意到, 扭曲性的金融监管政策或监管缺位可能是内生的。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 90 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。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, 2021b)。

## (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, 政府可以提供发展融资以弥补市场失灵。一个常见的市场失灵领域是基建融资缺口, 因为基础设施项目具有规模大、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。若以政府与市场在基建融资中的比例来界定基建融资结构，我们发现：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。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）。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。

政府提供发展融资的常见方式是建立专门性的公共金融机构，以弥补市场失灵，填补融资缺口。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。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，存在资源错配与寻租的潜在风险。比如，世界银行旗舰报告《全球金融发展报告：长期融资（2015—2016）》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）。同时，主流学界认为由于高收入经济体拥有完备的资本市场和商业银行体系，发展融资机构会衰落消亡（Torres and Zeidan, 2016）。

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（徐佳君，2017a）。依据北京大学新结构经济学研究所发起搭建的全球首个发展融资机构数据库，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%；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（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；在第二次世界大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（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

面临着治理困境。有的发展中国家虽然制度环境差,但仍能建立起专业化程度高的开发银行。

上述谜题揭示了主流理论的局限性,而基于新结构金融学的分析逻辑,我们能够给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问题带来新的视角。

首先,关于发展融资机构的定位,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他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。发展融资机构的使命定位主要集中于中小微企业、基础设施、农业、住房、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提供适宜的融资支持。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。这呼应了新结构金融学所强调的金融结构需要动态演进以适应不同发展阶段的实体经济的融资需求(徐佳君,2017b)。

其次,关于发展融资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,第二次世界大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重工业。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,也不先验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不当干预,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避免发展融资机构过度追求短期经济或政治利益。

### (三) 金融改革

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、生产结构等发生变化，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，与创新型企业的企业特性和金融需求特性不相匹配。随着中国涌现出越来越多的创新型企业，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，因此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。

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。20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，但多以失败告终。反观中国的金融改革，是以自身的实际情况出发，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、渐进推进的金融改革，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学科内涵与分析框架。相比于已有文献，新结构金融学的要义与贡献有三：

第一，主张以要素禀赋结构作为分析的起点，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、基础设施和作为上层建筑的各种制度安排的结构等——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结构。

第二，强调最适宜金融结构的内生性。金融安排作为上层建筑中的一种制度安排，最适宜金融结构内生于该经济体的要素禀赋结构所决定的最适宜生产结构。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生产结构不同，因此其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。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。为了弥补市场失灵，政府可设立发展融资机构以弥补市场失灵，并与时俱进调整其使命定位以满足不同发展阶段的融资需求。政府在推行金融改革时，切勿盲目把发达国家的金融制度安排视为最优，勿以“休克疗法”的激进方式来推进金融改革，而是应当采用渐进温和的改革方式。

新结构金融学强调从要素禀赋结构作为研究的出发点，剖析与要素禀赋结构相适宜的生产结构的融资特性，落脚到与生产结构相配套的金融制度安排。这不仅能够更好地

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: MIT Press, 2000.
- [3] Cameron, R. E., "The Crédit Mobilier and the Economic Development of Europe", *The Journal of Political Economy*, 1953, 61 (6), 461-488.
- [4] Demirgüç-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine, "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets", *World Bank Working Paper*, 2011.
- [5] 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。
- [6] 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。
- [7] Greenwald, B., and J. E. Stiglitz, "Learning and Industrial Policy: Implications for Africa", *International Economic Association Series*, 2012.
- [8] Griffith-Jones, S., and J. A. Ocampo (eds.), *The Future of National Development Banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- [9] Gottschalk, R., L. B. Castro, and J. Xu, "Should National Development Banks Be Subject to Basel III?", *Review of Political Economy*, 2022, 34 (2), 249-267.
- [10] Hsu, P. H., X. Tian, and Y. Xu, "Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence", *Journal of Financial Economics*, 2014, 112 (1), 116-135.
- [11] Jones, E. (ed.), *The Political Economy of Bank Regulation in Developing Countries: Risk and Reputation*. Oxford: Oxford University Press, 2020.
- [12] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106 (6), 1113-1155.
- [13] Levine, R., "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11 (4), 398-428.
- [14] Levine, R., N. Loayza, and T. Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46 (1), 31-77.
- [15] 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。
- [16] 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。
- [17] Lin, J. Y., *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development and Policy*. Washington, D. C.: World Bank, 2012.
- [18] Lin, J. Y., X. F. Sun, and H. X. Wu, "Banking Structure and Industrial Growth: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 2015, 58 (SEP.), 131-143.
- [19] Lin, J. Y., X. F. Sun, and Y. Jiang, "Endowment, Industrial Structure, and Appropriate Financial Structure: A New Structural Economics Perspective", *Journal of Economic Policy Reform*, 2013, 16 (2), 109-122.
- [20] 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.
- [21] 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.
- [22] Ng, A., and M. Loosemore, "Risk Allocation in the Private Provision of Public Infrastructure", *International Journal of Project Management*, 2007, 25 (1), 66-76.
- [23] 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。
- [24] Torres, E., and R. Zeidan, “The Life-Cycle of National Development Banks: The Experience of Brazil’s BNDES”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2016, 62, 97-104.
- [25] World Bank, “Long-Term Finance”, *Global Financial Development Report*, 2015.
- [26] 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》, 2017a 年第 3 期, 第 14—24 页。
- [27] 徐佳君: “政府与市场之间: 新结构经济学视角下重思开发性金融机构的定位”, 《开发性金融研究》, 2017b 年第 4 期, 第 8—14 页。
- [28] 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.
- [29] 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。
- [30] 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。
- [31] 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。
- [32] 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》, 2021a 年第 12 期, 第 69—87 页。
- [33] 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》, 2021b 年第 11 期, 第 14—29 页。

## Disciplinary Foundation and Analytical Framework of New Structural Financial Economics

LIN Justin Yifu XU Jiajun\*

(Peking University)

YANG Zirong

(Chinese Academy of Social Sciences)

ZHANG Yilin

(Sun Yat-sen University)

**Abstract:** Focusing on the core issue of how finance better serves the real economy, we propose 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 production structure. Third, a government should take into account country circumstances and development stages when making financial regulation, providing development financing, and undertaking financial reforms.

**Keywords:** New Structural Economics; factor endowment structure; appropriate financial structure

**JEL Classification:** G00, G10, G20

---

\* Corresponding Author: Xu Jiajun, Institute of New Structural Economics, National School of Development, Peking University, Langrun Garden 165, No. 5 Yiheyuan Road, Peking University, Beijing 100871, China; Tel: 86-10-62756843; E-mail: jiajunxu@nsd.pku.edu.cn.