

金融过度:金融危机视角的研究*

王凌云 余维彬

[摘要]次贷危机以来,学界开始关注金融脱离实体经济而过度发展的问题。本文基于“金融过度”这一理论概念对上述问题进行了分析,指出金融过度发展会促使金融系统过度承担风险,并增强金融危机的传染性,由此引发的金融危机破坏金融系统的基本功能,并进而妨碍经济增长。本文对发达经济体的实证考察表明,金融过度发展确实容易诱发金融危机。为应对金融过度问题,应保持合理均衡的金融发展速度,采用反周期的金融监管手段,并且货币政策不应对资产价格做出直接反应。

关键词:金融过度 金融危机 金融压力指数

JEL 分类号:G01 G18 O16

次贷危机不仅严重损害了全球经济,它还强烈冲击了某些固有意识。作为新兴市场经济体金融深化和发达经济体金融自由化的理论基石,金融发展的正面作用如此地深入人心,以至于学界往往忽视甚至美化金融发展的负面作用。次贷危机提醒世人,追求完全自由化的金融发展模式肯定存在重大缺陷。

在反思金融发展的学术浪潮中,学界开始关注“金融过度”问题。在这类研究中,“金融过度”通常是指金融发展超越某一水平时,金融体系开始对经济增长产生负面影响。沿着这一概念,本文从金融危机视角进一步探索了金融过度为何存在以及如何应对的问题。下文分为四部分:第一部分,介绍关于金融过度的实证研究及其最新进展;第二部分,从金融危机视角阐述金融过度的理论解释;第三部分,从金融危机视角展示金融过度的经验证据;第四部分,从金融危机视角提出应对金融过度的政策建议。

一、金融过度:实证研究的新发现

自戈德斯密斯(Goldsmith,1969)在《金融结构与金融发展》一书中开创性地关注金融发展以来,众多的实证研究已经证明金融发展对经济增长有促进作用。King and Levine(1993)从国家层面展开的研究具有很大影响力。该研究覆盖了80个国家在1960年至1989年期间的情况,其结论是:金融发展与经济增长有强烈的正相关关系,金融发展对未来的经济增长有很强的预测力,这是金融发展引导经济增长的有力说明。Rajan and Zingales(1998)从行业层面展开的相关研究也很具影响。他们选择42个国家中的36个行业作为研究对象,发现那些相对更需要外部融资的行业部门在那些金融市场相对发达的国家里发展得更快。随后,Wurgler(2000)也证明,相对于金融发展程度较低的国家,那些金融发展程度较高的国家在快速发展行业里能增加更多的投资,在衰落行业里则能够减少更多的投资。

进入21世纪以来,随着统计技术迅速发展和次贷危机的全面爆发,学界开始怀疑金融发展可

* 王凌云,中南财经政法大学金融学院,副教授,经济学博士;余维彬,中国社会科学院金融研究所,研究员,经济学博士。

能会对经济增长产生负面影响,即存在“金融过度”现象,一些实证研究相继证明了存在金融过度的猜想。

Deidda and Fattouh(2002)以及 Rioja and Valev(2004)率先提出金融发展与经济增长之间可能存在非单调关系。Deidda and Fattouh(2002)应用 King and Levine(1993)所使用的多国数据以及阈值回归模型展开研究,结果发现:在那些经济发展水平或金融发展水平相对较低的国家,金融发展对产出增长有一个并不显著的正相关影响;在那些经济发展水平或金融发展水平比较高的国家,金融发展对产出增长有一个显著的正相关影响。Rioja and Valev(2004)将 72 个样本国家分为 3 个地区展开研究,结果发现:在金融发展水平较低的国家,金融发展和经济增长之间并没有显著的相关关系;在金融发展水平中等的国家,金融发展和经济增长之间存在强烈的正相关关系;在金融发展水平较高的国家,金融发展和经济增长之间存在显著但微弱的正相关关系。

Arcand, Berkes and Panizza(2012)以及 Ductor and Grechyna(2011)明确验证了金融发展与经济增长之间存在非单调关系。Arcand, Berkes and Panizza(2012)参考了 Beck and Levine(2004)以及 Rajan and Zingales(1998)的数据库,用包括参数估计和半参数估计的多种计量方法展开研究,发现确实可能存在过多的金融,即当金融发展高于某一阈值时,金融发展对经济增长不再具有正面影响。在该研究中,当私人信贷/GDP 超过 110%时,金融发展开始对经济增长产生负面影响。Ductor and Grechyna(2011)首先利用 Levine, Loayza and Beck(2000)的数据库和两步骤高斯混合模型展开分析,发现在 1961 年至 1995 年期间,金融发展对经济增长有显著的促进作用。随后,他们将 Levine, Loayza and Beck(2000)的数据库更新为 1970 年至 2005 年,再次应用两步骤高斯混合模型得出的结果是:其他控制变量对经济增长的作用如同标准增长理论所预期的那样,而金融发展对经济增长则出现了显著的负面影响。

二、金融过度：金融危机视角的理论解释

本文从金融危机视角提出存在金融过度的理论解释:金融过度发展能促使金融系统过度承担风险,并增强金融危机的传染性,由此引发的金融危机会破坏金融系统的基本功能,并进而妨碍经济增长。

(一)理论分析背景

21 世纪之前,传统金融发展理论均强调金融发展是促进经济增长的。典型的例子是,Levine(1997)在理论上高度概括了金融发展与经济增长的关系(参见图 1):在理想的阿罗-德布鲁一般均衡框架内,不存在信息成本和交易成本,因而不需要金融中介和金融市场;金融发展理论建立在不完美市场的现实基础上,也就是说,它们实质上均考虑了信息成本和交易成本;通过缓解信息成本和交易成本带来的市场摩擦,金融系统实现了 5 种功能,即动员储蓄,分配资源,监督厂商,交



图 1 传统金融发展理念的基本思路

易、对冲、分散、汇聚风险,便利交易;这5种功能促进了资本积累和技术创新,并最终促进了经济增长。应当说,该理论线路还是清晰地解释了金融发展是如何促进经济增长的。

如何解释金融过度的存在,这是传统金融发展理论所忽略的问题,也是当前理论研究面临的挑战。对此,有学者(如 Philippon, 2007)尝试用人力资源配置的外部性来做解释:一方面,企业家需要金融服务以克服融资过程中的道德风险和逆向选择,因而一个有效率的金融部门对经济增长是非常关键的;另一方面,金融部门和非金融部门在为获取稀缺的人力资本而展开竞争,如果不存在资源配置的外部性,竞争性的人力资本配置是最优的,但在很多创新领域,社会收益会超过私人收益,这会导致人力资本配置的无效。在这样的理论框架下,就会存在金融工作人员过多的可能性,这实质上也就证明了存在金融过度。这一理论思路在逻辑上是合理的,但它存在一个重要缺陷:由于外部性、社会收益均是相当抽象的概念,它们难以得到实证研究的支持,也难以在政策实施中予以把握。

本文提出,可以尝试从金融危机视角来解释金融过度:金融发展可能诱发金融危机,金融危机会破坏金融系统的基本功能,并进而妨碍经济增长。在这一研究思路中,金融危机会妨碍经济增长是相对直观的事实,关键的问题是,要在理论和实证方面解释和证明金融发展会诱发金融危机。

到目前为止,学界尚无关于金融发展会诱发金融危机的全面理论总结。形成这一状况的重要原因在于,金融危机理论尚未统一。在长期的研究中,金融危机成因分析大致可按照三个标准予以分类。第一个划分标准是,看金融危机是“自我实现”的还是由“基本因素”驱动的。这一划分用于识别金融危机是否可预测,从原理上讲,“自我实现”类型的金融危机是不可预测的。第二个划分标准是,金融危机是金融系统内生周期导致的还是由于外部冲击在金融系统中逐步放大导致的。这一划分用于识别危机的累积机制。第三个划分标准是,金融危机是对同质的系统性风险因素的反映还是对系统内传染的异质冲击的反映。这一划分用于识别危机的传递机制。在此次金融危机发生前,关于金融危机成因的主流文献可以压倒性地归于“冲击-扩大”类型。这类研究在给定经济结构情况下假定外生冲击的概率分布,如果冲击能产生足够的负面作用,则金融危机可能由此而引发。相对而言,较早的学术传统则是强调金融系统内部以及金融系统与实体经济之间存在的自我加强的反馈机制,并将金融危机视为风险随时间不断累积的自然产物。

基于上述理论背景,本文从风险累积、危机传染、危机对实体经济破坏三个视角展开分析。需要说明的是,金融危机是多样的,主要包括银行危机(银行系统因流动性严重不足导致银行大量倒闭)、资本市场危机(股票、债券价格急剧下跌)和货币危机(货币急剧贬值),本文重点讨论的是银行危机和资本市场危机。

(二)金融发展与金融风险累积

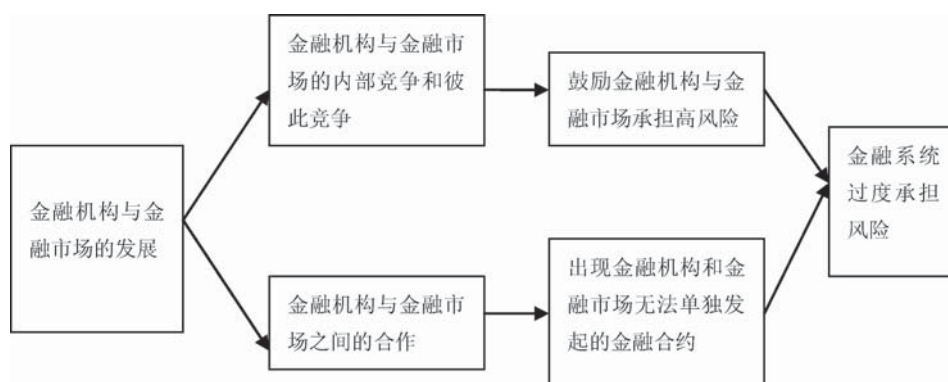


图2 金融发展与金融系统的风险累积

金融系统可以划分为金融机构和金融市场,两者在融资过程中有其各自优点。相比于金融市场,银行在应对逆向选择、道德风险和搭便车等信息不对称问题时拥有相对优势。首先,由于能够维持长期的业务联系,银行在收集借款者信息方面通常具有成本优势;其次,由于银行贷款往往是非交易的,银行在收集借款者信息方面通常不存在搭便车问题,同时通过直接审视借款者的帐户,银行拥有监督借款者行为的独特便利;最后,通过不再贷款的威胁,银行能一定程度防止借款者过度承担风险。当然,金融市场也具有流动性较高、筹资灵活快速、能汇集不同投资意见等优点。总体而言,两者间既存在竞争关系,也存在替代合作关系。

金融机构和金融市场的发展主要源于金融机构与金融市场的内部竞争和彼此竞争,这些竞争会扩大金融系统的风险累积。受土地、资本、人力、技术创新等增长要素的限制,某一经济体在一定时期内等待开发的投资机会不是无穷的,激烈竞争的金融体系使资产管理者的激励结构变得对收益越来越敏感,这会鼓励资产管理者更多地承担风险,结果是,在瓜分完低风险的投资项目后,金融系统还会吞噬高风险的投资项目,这自然扩大了金融系统的活动规模和风险累积。

金融机构和金融市场的发展有时也源于金融机构与金融市场之间的合作,这些合作经常会扩大金融系统的风险累积。美国次贷是这一看法的有力说明。次贷主要针对家庭与个人,其信息不对称问题天生就很严重。这一特点决定了,次贷合约的形成必须依赖在克服信息不对称方面具有独特优势的银行。大规模持有次贷会使银行过度承担风险,这既不符合银行自身的要求,也不满足金融监管当局的需要,因此单独依靠银行难以形成大规模的次贷,只有应用发起/分配商业模式,才有可能大规模形成高风险且严重信息不对称的次贷。对银行而言,证券市场为高风险贷款提供了转移通道;对金融市场而言,银行主导合约对投资者提供了克服对信息不对称的信心和保证。概括而言,通过间接融资和直接融资的高度融合,高风险且严重信息不对称的金融合约得以达成,金融系统因此过度承担了风险(王凌云,2009)。

(三)金融发展与金融危机传染

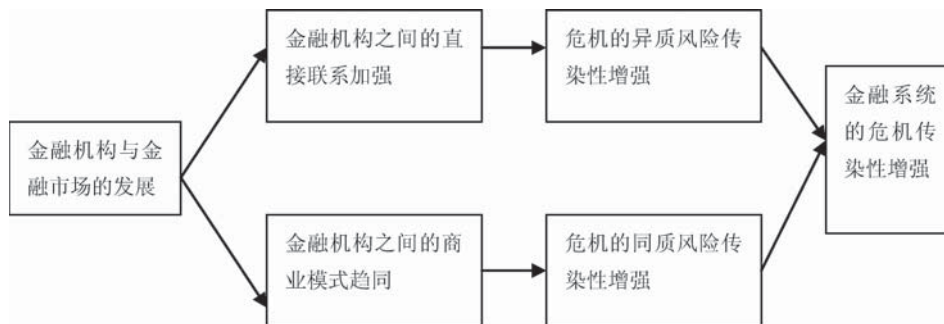


图3 金融发展与金融危机传染

金融危机的传染性是指,一家金融机构倒闭引起很多其它金融机构倒闭,这一连锁反应源于金融机构之间的直接和非直接联系。

从金融稳定的视角看,金融机构之间的直接联系很关键。用网络来描述,金融系统可以定义为所有节点(金融机构)和链接(信贷和其他直接金融关联)的组合。这些链接存在于节点之间并影响节点的属性,而链接的结构影响了整个系统的表现。金融发展的一个直接后果是,源于每个节点的链接数量不断上升,一家金融机构出现问题,其直接影响的其他金融机构数量迅速上升,这增加了金融系统异质风险传染性。

从金融稳定的视角看,由共同风险因素暴露造成的非直接金融联系同样关键。金融机构典型

的共同风险因素是采用类似的商业模式(例如类似的风险管理系统或资产组合)、共同的会计准则、市场对金融机构前途看法的一致等等。金融发展的主要推动力量是自由化金融政策下的充分金融竞争。充分金融竞争使得各金融机构的商业模式越来越趋同,一旦一家金融机构出现问题,拥有共同商业模式的多家金融机构会间接地面临同样冲击。共同商业模式引发羊群效应的典型例子是:一家金融机构因流动性问题出售某项资产,该资产价格下降会冲击其他持有该资产的金融机构的流动性,并引发群体性的资产抛售,如此一来,就容易引发资本市场危机。

(四)金融危机对实体经济的冲击

作为对金融危机一般模式的描述,Mishkin(1992)从信息不对称视角提出了金融危机冲击实体经济的解剖图(参见图4)。绝大多数金融危机的开始往往伴随着利率急剧上升、股票市场崩溃和不确定性增加。利率急剧上升、股票市场崩溃和不确定性增加会加剧信贷市场的逆向选择,股票市场崩溃还会加剧信贷市场道德风险。严重的逆向选择和道德风险使借款者难以获得贷款,这会抑制投资和整体经济活动。在经济恶化和银行运营不确定性增加的情况下,对银行倒闭的担心会诱发银行恐慌。银行恐慌的结果是,银行数量下降,利率继续上升,这会进一步恶化经济紧缩。最后,不良企业和银行经破产程序被排出经济系统之外。一旦排出过程结束,利率就会下降,股票市场就会恢复生机,不确定性就会减少。这些都会弱化逆向选择和道德风险,并最终平息金融危机。需要注意的是,如果经济下行导致价格急剧下降,这个恢复过程可能中断。这种情况被描述为债务紧缩,即价格水平下降导致债务负担增加和净值下降。如果债务紧缩发生,则如同大萧条时期所发生的那样,逆向选择和道德风险将使得借贷、投资、消费和总体经济活动在相当长时间内都处于压抑状态。

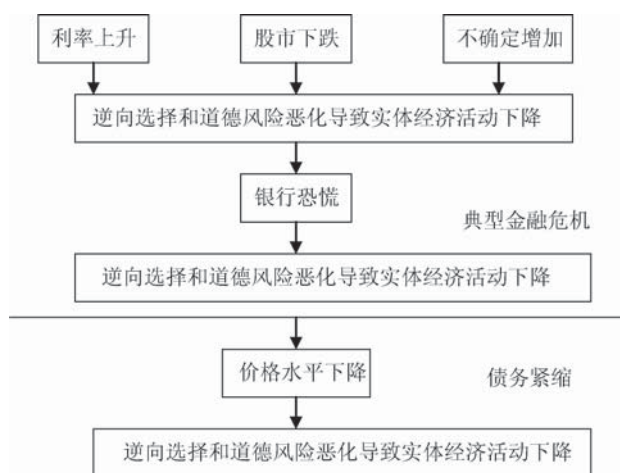


图4 金融危机对实体经济的冲击

资料来源:Mishkin(1992)。

三、金融过度:金融危机视角的实证考察

到目前为止,直接考察金融发展与金融危机关联的实证研究还不多见。本文的实证研究表明,金融过度发展会诱发金融危机。

(一)考察对象与考察时期的确定

考察对象为17个发达经济体,它们分别是澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国。考察时期为1981年至2009年。

(二)金融发展与金融危机的识别

选用3种金融发展指标:Dep1,代表金融体系流动性负债/GDP;Dep2,代表存款货币银行资产/GDP;Dep3,代表存款货币银行存款/GDP。Dep1和Dep3的视角类似,衡量的是货币化视角的金融发展;相对而言,Dep2更侧重于衡量金融机构视角的金融发展。

按照一般性的理解,金融危机可以视为:由银行部门、证券市场和外汇市场构成的金融系统在

压力下出现功能紊乱,并进而损害实体经济的一个过程。国际货币基金组织(IMF)在此次金融危机期间推出的发达经济体金融压力指数 AE-FSI(Financial Stress Index for Advanced Economy)与这一定义匹配(Cardarelli, Elekdag and Lall, 2009)。AE-FSI 由银行部门贝塔系数(β)、倒期限利差(Inverted Term Spread)、泰德利差(TED Spread)、公司债券利差、股票市场收益率、股票市场波动性、外汇市场波动性等 7 个指标加总构成,它试图利用多种金融价格的相对变动来反映银行部门、证券市场和外汇市场的压力状况。为进一步识别金融危机的种类,本文依据 AE-FSI 的具体构成做如下细分:发达经济体银行部门压力指数 AEB-FSI,它由银行部门 β 、倒期限利差、泰德利差加总构成;发达经济体证券市场压力指数 AES-FSI,它由公司债券利差、股票市场收益率、股票市场波动性加总构成;发达经济体外汇市场压力指数 AEF-FSI,它由外汇市场波动性来具体代表。由于 AE-FSI 的每一个组成指标均进行了标准化处理(用指标值减去算数平均值然后除以标准差),因而可以按照研究惯例设定:4 类指数等于 0,表示各特指金融系统处于历史平均水平,运行属于正常;4 类指数大于 0,表示各特指金融系统处于紧张状态;4 类指数大于 3.0 时,各特指金融系统就被认为处于危机之中。与上述 4 类危机指数相对应,可定义描述金融危机是否发生的二值变量(等于 1 代表金融危机发生,等于 0 代表金融危机没发生):Cri1,描述综合危机(包含银行危机、证券危机、汇率危机综合情况)是否发生;Cri2,描述银行危机是否发生;Cri3,描述证券危机是否发生;Cri4,描述汇率危机是否发生。

(三)金融发展与金融危机的关联

本文沿用主流金融危机理论,用 panel 数据和 probit 回归程序来探寻实体经济冲击、国际资本流动冲击对具有某一金融发展水平的金融体系所造成的影响。具体而言,因变量为描述金融危机是否发生的二值变量 Cri1、Cri2、Cri3、Cri4;自变量为描述金融发展水平的指标 Dep1、Dep2、Dep3, GDP 增长率(描述实体经济冲击,用 GDP 表示)、通货膨胀率(描述实体经济冲击,用 Inf 表示)、国际收支金融项中的非直接投资资本流动/GDP(描述资本流动冲击,用 Cap 表示)。

(四)考察结果

全面观察金融危机、实体经济冲击、国际资本流动冲击和金融发展程度的关联,结果表明(参见表 1、表 2 和表 3):(1)用金融体系流动性负债/GDP、存款货币银行资产/GDP、存款货币银行存款/GDP 衡量的金融发展程度,与综合性金融危机、银行危机、证券危机和货币危机均有比较显著的正相关关系;(2)GDP 与综合性金融危机、银行危机、证券危机和货币危机均有负相关关系;(3)通货膨胀与综合性金融危机、银行危机、证券危机和货币危机均有正相关关系;(4)资本流入对综合性金融危机、银行危机、证券危机和货币危机均有正相关关系。结果(1)证明了本文的主要观点,即金融过度发展会加大综合性金融危机、银行危机、证券危机和货币危机发生的可能性。结果(2)与朴素事实是吻合的,即经济体的下滑会引发金融违约、降低未来收益预期,这些都会加大各类金融危机发生的可能性。结果(3)与朴素事实是吻合的,即伴随高通货膨胀的经济过热是不可持续的,这会恶化市场预期,并加大各类金融危机发生的可能性。结果(4)需要说明:与广大发展中国家不同,发达国家在面临金融危机时,往往会出现资本回流以稳定金融局势;形成这一差异的可能原因是,发达国家货币大多是自由兑换货币。

四、金融过度：金融危机视角的政策建议

本文认为,金融过度与资产泡沫具有紧密联系,资产泡沫是金融过度在实践中的集中表现。这一判断源于以下认识:随着金融发展的不断深入,资产市场的自运行特征越来越明显,也就是说,资产价格越来越脱离合约基础价值的约束,这一特点会引发资产泡沫的膨胀和破裂,并最终诱发

表1 金融发展(Dep1)与金融危机的关系

	Cri1	Cri2	Cri3	Cri4
GDP	-0.1539***	-0.0467	-0.1536***	-0.2066***
Inf	0.1103***	0.1090***	0.0122	0.0480
Cap	2.7992*	1.4345	2.2168	3.1439
Dep1	0.3088**	0.3580*	0.2577*	0.3693*
cons	-0.5587***	-1.5579**	-0.5580***	-1.5889***

注:*代表10%显著性水平;**代表5%显著性水平;***代表1%显著性水平。表2~3与此注同。

表2 金融发展(Dep2)与金融危机的关系

	Cri1	Cri2	Cri3	Cri4
GDP	-0.1534***	-0.0427	-0.1477***	-0.2052***
Inf	0.1060***	0.1129***	0.0191	0.0418
Cap	2.8925*	1.4950	2.3869	2.8335
Dep2	0.1878	0.3185*	0.2903**	0.2078
cons	-0.4947***	-1.6268***	-0.6937***	-1.4794***

表3 金融发展(Dep3)与金融危机的关系

	Cri1	Cri2	Cri3	Cri4
GDP	-0.1536***	-0.0471	-0.1546***	-0.2069***
Inf	0.1116***	0.1103***	0.0132	0.0504*
Cap	2.8704*	1.5199	2.3522	3.1338
Dep3	0.3405**	0.3763*	0.2724*	0.4075**
cons	-0.5757***	-1.5600***	-0.5604***	-1.6098***

金融危机。需要注意的是,在资产泡沫的膨胀和破裂过程中,资产市场的构成及其相对变化往往对资产价格起到重要影响。

从一定意义上讲,管理金融过度接近于管理资产泡沫(王凌云,2012)。对此,笔者有如下几点看法。

(一)保持合理均衡的金融发展速度

保持合理均衡的金融发展速度,有利于避免资产泡沫的迅速膨胀与破裂。资产市场的构成可以大致划分如下:资产分为金融资产和非金融资产,房地产就是典型的非金融资产,金融资产又分为货币类金融资产和非货币类金融资产。合理均衡的金融发展速度是指:货币视角的金融发展速度、非货币视角的金融发展速度、非金融资产市场的发展速度和经济增长速度之间要相对稳定,使新增货币金融资产、新增非货币金融资产、新增非金融资产和新增国民收入的构成比例保持相对稳定,并以此促进资产价格的相对稳定。在这一领域,发展中国家容易出现的问题是:由于信用缺乏、信息不对称严重,金融中介的作用格外突出,货币视角的金融发展速度往往大幅超过非货币视角的金融发展速度、非金融资产市场的发展速度和国民收入增长速度,结果诱发非货币金融资产和非金融资产的价格飙升。解决这一问题,一是要建立稳定的货币政策框架来控制货币增长;二是

要促进金融市场的发展来增加非货币金融资产的供给；三是要促进资产市场的投资（特别是房地产市场）来增加非金融资产的供给。

（二）采用反周期的金融监管手段

采用反周期的金融监管手段，有利于避免资产泡沫对金融体系的冲击。反周期的金融监管手段有利于打破信贷与资产泡沫之间的强化反馈。资产泡沫对金融体系产生巨大冲击的关键在于，信贷与资产泡沫之间存在彼此强化的反馈作用。在现代金融体系中，资产泡沫与银行信贷之间存在密切关联。当资产价格上升时，基于资产价格的贷款增加，这进一步刺激资产价格上升；当资产价格下降时，基于资产价格的贷款减少，这进一步刺激资产价格下降。资产泡沫膨胀和破裂的过程会腐蚀银行的资产负债表，削弱银行的活力，在一定条件下，会引发系统性金融危机。在这一领域，监管机构可以采用的工具包括逆周期的资本要求和动态拨备制度。逆周期的资本要求是指通过资本监管规则的设计促使银行在资产价格上行时期增加资本金，在资产价格下行时期减少资本金。动态拨备制度的原理与逆周期的资本要求是相同的，即在资产价格上行时期提高拨备计提，在资产价格下行时期降低拨备计提。

（三）货币政策不应对资产价格做出直接反应

货币政策的根本目的是实现价格和就业的稳定。就这一目标而言，资产价格的影响是相对间接且不太稳定的。在主流理论中，资产价格的变动通过两个渠道对价格和就业产生间接作用：第一个渠道是通过财富效应影响消费；第二个渠道是通过“托宾 Q”效应影响投资。本文的分析表明，资产价格很大程度上是金融自运行所决定的，在这过程中，起主导作用的预期往往是易变和非理性的。这一特征决定了，资产价格对商品价格没有直接影响，而通过财富效应和“托宾 Q”效应的间接影响则不稳定。从货币政策目标看，货币政策对资产价格做出反应的必要性和可行性均存在重大疑问，因而货币政策不宜对资产价格做出直接反应。此外，要警惕货币政策激烈变化导致泡沫突然破裂，这容易引发系统性金融风险。

参考文献

- 王凌云 (2009):《美国金融危机的“腐蚀性”及启示》,《财经科学》,第 3 期。
- 王凌云 (2012):《新兴经济体金融发展能促进全球金融稳定吗?——对“资产短缺”假说的质疑》,《学术界》,第 12 期。
- Arcand, J., E. Berkes and U. Panizza (2012): “Too Much Finance?”, IMF Working Paper, 12/161.
- Beck, T. and R. Levine (2004): “Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 28, 423–442.
- Cardarelli, R., S. Elekdag and S. Lall (2009): “Financial Stress, Downturns, and Recoveries”, IMF Working Paper, 09/100.
- Deidda, L. and B. Fattouh (2002): “Non-linearity between Finance and Growth”, *Economics Letters*, 74, 339–345.
- Ductor, L. and D. Grechyna (2011): “Excess Financial Development and Economic Growth”, Working Paper.
- Goldsmith, R. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.
- King, R. and R. Levine (1993): “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–737.
- Levine, R. (1997): “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35, 688–726.
- Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000): “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, 46, 31–77.
- Mishkin, F. (1992): “Anatomy of A Financial Crisis”, *Journal of Evolutionary Economics*, 2, 115–130.
- Philippon, T. (2007): “Financiers VS. Engineers: Should the Financial Sector be Taxed or Subsidized”, NBER Working Paper, No. 13560.
- Rajan, R. and L. Zingales (1998): “Financial Development and Growth”, *American Economic Review*, 88, 559–586.
- Rioja, F. and N. Valev (2004): “Does One Size Fit All? A Reexamination of the Finance and Growth Relationship”, *Journal of Development Economics*, 74, 429–447.
- Wurgler, J. (2000): “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*, 58, 187–214.

(责任编辑:程 炼)