

学术视角下的新时代金融主题

程炼 周莉萍 张策 《金融评论》编辑部

时间：2022年8月25日 来源：金融评论

摘要：党的十八大以来，特别是第五次全国金融工作会议之后，我国金融学术研究呈现出空前的繁荣局面。本文以货币政策转型与创新、系统性风险防范与金融监管、金融供给侧改革与银行体系发展、多层次资本市场建设、普惠金融与绿色金融、金融科技、金融市场进一步对外开放等我国新时代的七个重要金融发展主题为线索，梳理了相关文献，并展望了金融领域未来的研究方向。

习近平总书记在党的十九大报告中指出，经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。这一判断不仅精确地概括了我国的经济社会发展阶段，也为我国的金融发展指明了方向。十八大以来，特别是第五次全国金融工作会议之后，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，我国金融事业获得了全面发展，金融服务实体经济和抵御风险的能力大幅提升，表现在：货币政策调控框架实现转型，金融监管改革稳步推进，多元化金融组织机构体系初步成型，普惠金融发展迈上新台阶，金融基础设施不断完善，金融科技创新呈现新亮点，金融市场双向开放达到新高度。

在金融发展的时代背景下，我国的金融学术研究也呈现出空前的繁荣局面。金融学论文不仅刊登在《金融研究》、《国际金融研究》、

《金融评论》这样的金融专业领域期刊上，而且在《经济研究》《管理世界》这样的经济综合类期刊中也占据了大量版面。经过多年的学习和积累，中国的金融学界无论是在金融理论还是实证技术上都得到了巨大的提高，中国学者不仅在用最新的理论和方法探讨重大金融政策议题，也能够熟练地以金融学的通行范式在国际学术期刊上讲述“中国故事”，而中国飞速的金融改革发展过程和丰富多彩的金融实践也给金融研究提供了大量的主题和素材。观察近五年来的金融学研究，我们可以看到三种主要的类型：第一，以规范的金融学方法对中国金融改革与发展中的重要问题进行分析；第二，基于中国的金融实践与数据对经济与金融学中的经典命题进行检验；第三，创造新的金融理论与方法对中国乃至国际的最新金融现象进行解释。同时我们也欣喜地发现，近年来上述第一和第三种类型的高水平研究正在不断增加，这不仅体现了中国金融学的成熟与自信，也反映“把论文写在祖国大地上”的观念正深入人心。在本文当中，我们将以我国金融改革与发展的几个重要问题作为线索，对相关研究做一个极为简略的梳理。

一、货币政策转型与创新

2008 年国际金融危机后，主要发达国家的中央银行开始调整货币政策目标和框架，不再单纯考虑价格稳定，也高度重视金融稳定，宏观经济理论模型也开始将金融因素纳入其中。与此相应，中国的货币政策转型与发展既沿袭并拓展了原有的利率市场化转型路径，也融入了危机后以宏观审慎政策为代表的金融稳定职责；在利率市场化的进程中，没有放弃对数量调控的完善，并创新了多种借贷便利等结构

性货币政策工具；在防范系统性风险过程中，更加注重与财政政策和金融监管政策的协调。

（一）货币政策转型

在二十余年的利率市场化改革进程中，国内学者对如何完善利率体系贡献了海量研究，涉及利率体系的方方面面。首先，一个关键问题是，央行需要选择合适的政策目标利率。徐忠和李宏瑾（2019）根据利率期限结构理论和国际实践经验分析认为，应将隔夜货币市场利率作为货币价格调控模式下新的政策目标利率，以顺利实现货币调控方式转型。其次是利率市场化改革的宏观经济影响，如放开信贷资源价格对经济的影响。谭语嫣等（2017）认为信贷干预改革非常关键，如果保持信贷干预仅取消价格管制的改革反而会显著降低全要素生产率。沿着这条研究脉络，学者们利用利率市场化渐进式改革提供的准自然实验机会，研究了信贷资源配置改革对企业贷款可得性、贷款成本等影响（陈胜蓝和马慧，2018；张伟华等，2018；申创等，2020）。第三，货币政策框架转型并不意味着完全放弃数量型调控，而是二者的配合使用。针对不同的领域，两种调控方式被国内学术界证明各有优势。例如，陈创练和戴明晓（2018）认为数量型货币政策在管控房价和杠杆率方面更为有效，利率在两类调控目标的政策效果上均只有短期效应，原因在于利率通过资金成本影响房价的传导渠道并未畅通。当然，目前国内央行的数量型调控自身也有改进空间。从中央银行资产结构的视角出发，货币供给机制转变模式要从赶超期的“又快又好”转向新常态下的“稳中求进”，根本上要逐步建立以公债为基础的央

行资产，形成新常态下的货币、财政和统一监管的宏观稳定化政策和管理框架，推动经济走向成熟（张平，2017）。

货币政策框架转型关系到政府部门以及诸多市场主体投融资行为的调整，因此，财政政策与货币政策需要协同发力。从财政政策与货币政策配合的视角出发，发挥国债的金融功能以完善利率体系是重要的切入点。徐忠（2018）指出中国过去的数量型货币政策实践始终面临着政府过度关注经济增长和预算软约束部门、金融监管体制不健全、金融市场深度不够等制约因素，需要以完善利率体系为切入点，深化发展金融市场微观基础、制度保障和产品功能等金融市场体系，缓解各项约束条件。李扬（2021）认为国债在客观上兼具财政和金融的功能，建立统一、协调的国债管理政策是货币政策与财政政策协调配合的关键。也有学者从财政视角提出两者协调的方向，如卞志村等（2019）研究认为随着货币政策框架转型，宏观调控框架需要高效协同，财政工具选择应更加重视结构性减税与投资补贴等。因为货币政策转型会影响财政冲击对私人资本的挤出效应强度，进而影响财政乘数。

（二）宏观审慎与货币政策“双支柱”调控框架

2008 年国际金融危机之后，防范系统性风险，维持金融稳定被多国央行高度重视，成为独立的宏观经济政策目标。这一观点在我国也得到了充分的学术讨论，并在实践中与货币政策共同形成了“双支柱调控”框架。

宏观审慎政策的执行主体无论是中央银行还是其他机构，都面临

与货币政策协调的重要挑战(李斌和吴恒宇,2019)。马勇等(2017)认为货币政策需要将金融稳定因素纳入框架范围,以实现实体经济和金融的“双稳定”,即以货币政策为主来统筹宏观审慎政策。周莉萍(2018)指出,中央银行是维护金融稳定的主导机构之一,但货币政策不是维护金融稳定的最佳选择。建议货币政策宽松时期避免力度较大的强宏观审慎政策,宏观审慎政策的重点应在系统重要性金融机构的日常监管和破产清算以及金融机构之间的内在关联性等。郑联盛(2018)认为应该通过拓展宏观审慎政策框架来缓释单一政策的多重目标均衡,同时发挥货币政策与宏观审慎政策的互补性。因此,构建货币政策与宏观审慎监管的协调机制是提高政策效率的关键。马骏(2019)提出最主要的协调配置机制包括从法律上明确中央银行的金融稳定职责;建立在同一框架内分析货币政策与宏观审慎政策的方法和工具;将金融监管部门的主要宏观审慎政策决策权集中至中央银行;建立货币政策与宏观审慎政策的协调流程与机制。

金融不稳定的重要来源是资产价格波动引发的金融周期变化。资产价格波动是货币政策和宏观审慎监管协调配合的重点之一。罗娜和程方楠(2017)认为,从协调机制来看,宏观审慎政策与货币政策应当分别以房价稳定与物价稳定为目标,均采用标准的泰勒规则,而非其他更为复杂的多目标规则。马勇和谭艺浓(2019)提出构建“基于金融状态转换的货币政策规则”,即对于正常情况下较小的金融资产价格波动,货币政策没有必要做出直接反应;但当金融资产价格大幅偏离其均衡状态时,货币政策应该对金融资产价格的波动做出直接反

应。

（三）货币政策发展与创新

在多目标制和危机管理背景下，货币政策工具创新成为货币理论与实践的重要主题。结构性货币政策是近年来国内主要货币政策创新之一，早期主要体现为“定向降准”，定向再贷款等，常被称为数量导向型结构性货币政策；近期主要体现为常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等具有“定向降息”性质的流动性管理创新工具，常被称为利率导向型结构性货币政策（成学真等，2018）。这一分类大致合理，但流动性管理工具显然兼具数量和价格两种性质，后者产生的深刻背景是，国际资本流动新变化导致中国的基础货币投放渠道发生了根本性变化，并引发货币市场流动性波动（徐忠，2017）。

沿用这一概念分类，国内学者着重分析了利率导向型结构性货币政策的效果。有研究发现中期便利等利率导向型结构性货币政策对商业银行贷款数量和贷款利率具有显著影响，其政策效果明显优于短期政策利率（孙国峰和段志明，2016）。刘澜飏等（2017）认为，国内利率型结构性货币政策公告通过信号渠道改变市场预期和降低货币与债券市场利率，从而降低社会融资成本的传导机制，因此有必要提升央行信息公开程度，以提升结构性货币政策信号渠道的有效性。潘敏和刘姝（2018）发现不同类型的结构性货币政策在引导货币市场利率走势、平抑市场利率波动上存在差异性，常备借贷便利工具较好地发挥了利率走廊功能。成学真等（2018）则认为数量导向型和利率导

向型结构性货币政策对经济增长都具有正向的促进作用,利率导向型结构性货币政策效果优于数量型结构性货币政策。

自 2020 年年初全球新冠肺炎疫情爆发以来,国内结构性货币政策被频繁使用,在缓解疫情冲击中发挥了关键作用。孔丹凤和陈志成(2020)发现,结构性货币政策通过“定向降息”降低企业融资成本,引导信贷资金流向下游民营、小微企业,达到了“降成本、调结构”的效果。但是,在信贷萎缩、金融风险升高的情况下,结构性货币政策容易引发上下游企业产出背离,反而可能削弱经济的内在稳定性。马理和范伟(2021)认为,在新冠肺炎疫情期间,常规货币政策容易导致资源配置扭曲,因为银行的风险偏好很容易使得资金流入财务指标良好的大企业而非中小企业,而结构性货币政策能引导资金进入急需扶持的特定行业或产业,缓解疫情对中小企业的损害。

二、系统性风险防范与金融监管

防范系统性金融风险与强化监管是新时期金融发展的重要任务。国内学者深入研究了系统性金融风险的度量方法、潜在传染路径、外部冲击对国内系统性金融风险的影响等,也对影响比较突出、有引发系统性风险隐患的地方债务风险、影子银行风险与监管予以了关注。

(一) 系统性金融风险的测度与预警

目前,国内金融风险呈现出点多面广的局面,金融行业、金融市场间均存在不同程度的风险溢出,金融创新可能成为新的风险源头,但尚未达到已经形成系统性风险的程度(王朝阳和王文汇,2008)。因此,国内学者关注的重点是,如何认识系统性金融风险的诱因与传

染途径,探索构建全面有效的系统性金融风险测度和评估与预警方法,以守住不发生系统性金融风险的底线。

系统性金融风险的测度与国内系统性风险源头、传染路径的探讨密切相关。何青等(2018)采用主成分分析分位数回归法构造了系统性金融风险指数,发现系统性金融风险主要通过信贷渠道传导至实体部门,进而对宏观经济产生负面影响。杨子晖等(2019)采用预期损失指标来衡量中国金融市场及各金融部门的极端风险,发现房地产等部门是中国金融风险的重要来源,中国股市整体金融风险与经济政策不确定性之间存在双向因果关系。杨子晖等(2020)构建了“全球金融市场与经济政策不确定性”的非线性关联网络,通过对全球19个国家和地区的 systemic 金融风险传染机制分析发现,境外金融市场会对中国金融市场产生显著的风险传染。

近年来,中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等极端事件成为国内系统性金融风险的一个重要诱因。和文佳等(2019)认为中美贸易摩擦影响各金融行业系统性风险的“水平效应”显著性较弱、“趋势效应”的显著性较强,且“趋势效应”较“水平效应”更为持久。金融部门间的比较分析发现,国内银行业抵御外部冲击的能力最强,证券业次之,保险业最差。张晓晶和刘磊(2020)用金融条件和宏观金融脆弱性指数反映中国宏观金融的周期性特征,基于在险增长模型指出,稳杠杆的根本目的是防风险,提高宏观经济的风险吸收能力,即宏观经济韧性。李绍芳等(2022)通过对不同新冠变异毒株时期的分析发现,主要是新冠疫情爆发初期我国金融市场受全球金融市场风险传染的

影响较大。

（二）地方债务风险

由于 2008 年全球金融危机及其应对政策的影响，国内地方债务快速攀升，成为潜在系统性风险的重要来源。在关于地方债务风险根源与动态的学术讨论中，DSGE 模型是常用的工具。如张晓晶等（2019）构建了引入国企与政府补贴的 BGG 模型，证明国有企业的优惠政策和融资优势、地方政府的软预算约束等体制性因素是债务高企的根本原因。类似地，梁琪和郝毅（2019）包含土地财政与影子银行的 DSGE 模型显示，经济增速放缓、地方政府资金使用成本过高、土地出让收入不确定性增加等因素影响着国内地方政府债务的可持续行。在这类分析中，如何将金融部门和地方政府行为合理地引入一般均衡模型是一个很大的挑战，因此也使得数值模拟的说服力留有很大的不确定性。

在地方债务风险的估计和预测中，相当多的研究依托于拓展后的 KMV 方法。如徐蕾和刘小川（2018）利用改进后的 KMV 模型对我国 31 个省（直辖市、自治区）在 2017 ~ 2021 年的地方政府性债务的违约风险进行预估性测度，认为以地方财政收入作为唯一的偿债资金来源不能实现所有地方政府的债务可持续。洪源和胡争荣（2018）则基于流量和存量双重维度的地方政府偿债能力用 KMV 修正模型对债务违约风险进行了测算。不过，由于地方财政收支的波动率很难像企业股票那样基于历史记录进行精确估计，同时地方政府的预算约束也远比企业更具弹性，几乎无法确定违约的触发条件，因此这类研究的意义更多在于风险趋势的提示而非实际风险水平的测度。

为了缓释地方债务风险，应对政策之一是地方债务置换，即用显性债务置换隐性债务。旨在推动隐性债务显性化、隐性风险显性化。同时拉长债务久期，缓释地方政府债务的信用风险边界，降低地方政府的结构性代偿压力（许友传，2018）。显然，通过债务置换延长债务期限结构虽然可以为了缓释地方债务风险，应对政策之一是地方债务置换，即用显性债务置换隐性债务。旨在推动隐性债务显性化、隐性风险显性化。同时拉长债务久期，缓释地方政府债务的信用风险边界，降低地方政府的结构性代偿压力（许友传，2018）。显然，通过债务置换延长债务期限结构虽然可以。

（三）影子银行的宏观经济影响与风险

影子银行也被认为是系统性风险的重要来源，并因此成为“防风险”监管的重要对象。周上尧和王胜（2021）的分析显示，随着2014年以来影子银行监管的不断加强，系统性金融风险迅速下降，并在2017年降至较低水平。国内学者重点关注了商业银行表外业务、非金融企业影子银行化等对国内金融和经济体系的影响，为货币政策和金融监管政策提供了基本的理论与实证依据。

影子银行体系弱化了货币政策效果，导致了金融脆弱性。何平（2017）发现影子银行会降低货币乘数和单位社会融资对应的流动性比例。与此同时，高然等（2018）认为，货币政策冲击与存贷比监管冲击增强了商业银行面临的信贷约束，影子银行替代了部分传统商业银行的信贷业务，降低了货币政策有效性。类似地，郭晔等（2018）发现，货币政策同时影响商业银行的流动性创造增速和结构，宽松的

货币政策提高了银行总体流动性创造增速和非同业流动性创造增速，但是降低了同业流动性创造增速。另外，影子银行的发展也诱导了非金融企业从事影子银行业务，增加了经营风险、降低了经营绩效（李建军和韩珣，2019 a）。不过，影子银行的宏观经济效应并不完全是负面的。钱雪松等（2017）发现地区金融发展水平参差不齐导致委托贷款跨区域流动。委托贷款这一影子银行机制缓解了中西部地区企业的融资约束，对金融发展水平相对落后地区的企业施加了显著的“反哺效应”，从而有利于促进区域经济的均衡发展。此时，影子银行虽削弱了货币政策有效性，但也缓解了“一刀切”的强硬政策对经济的损伤。

在影子银行监管政策的作用机理与效果方面，国内学者也进行了大量研究。李建强等（2019）发现，紧缩货币政策降低信贷规模，却推动影子银行资产扩张，引发流动性“水床效应”；刚性兑付抬高无风险利率，扭曲市场定价机制，增加金融脆弱性和金融监管难度。因此，仅有“逆风向而行”资本充足率调控还远不够，有序打破刚性兑付的重要性，并不亚于丰富和完善宏观审慎政策工具箱。彭俞超和何山（2020）认为，“资管新规”虽然提高了经济发展质量，但“一步到位”的监管模式也产生了一定的经济成本。因此，政府应当“堵疏结合”，在限制影子银行的同时，疏通货币政策影响中小和民营企业的传导机制，促进经济高质量发展。因此，与单一加强监管相比，持续深入的金融改革才是彻底化解金融风险、解决影子银行问题的根本出路。

三、金融供给侧改革与银行体系发展

2019 年 2 月 22 日习近平在主持中共中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革。“金融供给侧结构性改革”概念的提出使得学术界关于最优金融结构的讨论再次火热，也引发了大量关于当前银行主导金融体系绩效的研究。

（一）最优金融结构与银行体系的地位

正如周莉萍(2017)所指出的，国内学者已经就最优金融结构问题进行过充分的探讨，并且都同意银行融资和金融市场融资之间存在互补关系，分歧仅在于何种比例构成更适合于特定阶段的经济发展，不过金融科技所带来的“去中介化”与新型金融形式则使得“金融结构”这一概念本身复杂化和模糊化了。在这一语境下，郑联盛(2019)建议金融供给侧改革从金融功能的视角出发，在补齐金融体系功能短板的同时，创造金融功能得以更好发挥的经济与政策环境。张杰(2019)基于我国金融体系的改革路径给出了当前金融结构问题的深层次原因，指出它涉及政府与市场、直接融资与间接融资、对外开放与对内开放三组基本关系，因而不应拘泥于金融结构调整本身，而是要全面引入和实施“竞争中性”和“所有制中立”原则作为今后中国金融结构性改革的核心。综合学者们的讨论，银行与金融市场之争已经不再是最优金融结构的核心问题，更应该关注的是如何在新的技术条件下完善金融体系的功能以满足新时代的金融需求。

在实证层面，学者关注的核心问题仍然是，相应于特定经济发展水平和经济结构，何种比例的金融部门配置是最优的。在研究中支持

进一步发展直接融资的占多数，易纲（2020）指出在2008年国际金融危机以来的十多年时间里，中国金融资产的风险在向银行部门集中，向债务融资集中，因此需要在稳住宏观杠杆率的同时，依靠改革开放发展直接投资，管理好金融风险。盛斌和景光正（2019）、谭小芬等（2019）分别从全球价值链和企业杠杆率的视角，认为市场主导的金融机构更优。与之不同，张一林等（2019）认为银行具有独特的比较优势，强调应进一步发挥中小银行在满足中小企业融资需求上的作用。还有众多学者认为金融结构应该与人口年龄结构、产业结构、劳动力结构、技术创新模式相匹配，从而更好地发挥直接融资、间接融资的比较优势，更好地服务于经济增长和企业创新（杨子荣和张鹏杨，2018；余静文和姚翔晨，2019；叶德珠等，2022）。

（二）市场结构对于银行行为与绩效的影响

利率市场化改革的推进与金融市场的进一步对内开放使得银行业的竞争日趋激烈，而随着金融科技的应用而产生的新型金融形式更使传统银行面临新的竞争者，这给了学者们一个极好的机会观察市场结构对于银行行为与绩效的影响。刘莉亚等（2017）基于2007~2014年中国银行业微观数据指出，市场竞争的激化一方面会推动银行从传统公司商业贷款向消费零售贷款方向转移从而提高利润，另一方面也会促使银行追求信贷扩张从而加剧经营风险，并且上述“双刃剑”效应在小规模、低流动性水平、低资本充足率水平的银行上体现得更为明显。这一发现颇为完美地印证了传统微观银行理论中市场竞争对于银行行为的双重效应。在更广泛的银行业务结构上，申创和赵胜民

(2017)发现 ,市场竞争度提升提高了银行总体样本的非利息收入水平 ,同时还增加了国有商业银行和股份制商业银行的手续费及佣金收入。

银行积极调整业务结构和经营方式以应对更为激烈竞争的同时 ,其行为会对于服务实体经济的绩效产生什么样的影响 ,这是另一个重要的问题。张杰等 (2017)发现银行结构性竞争对企业创新活动具有“先抑制后促进”的U形效应 ,即存在一个正相关的门槛值 ,其原因可能在于不同类型银行结构性差异的叠加效应。与此相反 ,李明辉等 (2018)发现 ,银行市场竞争程度与流动性创造效率之间呈现“先促进后抑制”的倒U形关系 ,即银行业存在最优的市场结构。姜付秀等 (2019)基于A股上市公司的数据分析了银行竞争对于企业融资约束的影响 ,则发现银行竞争显著降低了企业投资 - 现金流敏感性和企业债务融资成本。上述结果的差异一方面可能是由于样本与观察指标的差异 ,另一方面也带来了一个技术层面的担心 ,即银行竞争结构与市场绩效之间的非单调关系可能是由于相关的计量检验未能充分地控制潜在的制度变量 ,因而干扰了真实的因果关系。这方面的一个证据来自于蔡宏波等 (2020) ,他们发现由于“服务本地”的要求 ,城市商业银行规模扩张会促进新的僵尸企业形成 ,而跨区域兼并重组的城市商业银行则有助于抑制上述倾向。这说明 ,如果不去考虑区域内银行的具体类型与行为动因而单纯着眼于市场结构指标 ,可能很难得到一致并且有说服力的结果。

市场竞争加剧导致银行的特许权价值下降 (项后军等 , 2020)而

生存压力上升，很容易诱使银行采取高风险的经营行为。郭晔和赵静（2017）基于2008~2015年上市银行的微观数据发现，存款竞争主要通过影子银行渠道增加银行系统风险，并且银行面临的存贷比和资本充足率监管约束越大，其通过影子银行应对竞争的行为越激进。项后军和闫玉（2017）以及李双建和田国强（2020）也得到了类似结果，即银行竞争加剧会促进银行的风险承担。申创（2018）则对于银行业集中度和竞争度作了区分，分别考察了它们与银行风险之间的关系，认为两者与银行风险都存在非线性关系，并且近年来银行业竞争度的上升提高了银行风险，但集中度的下降则降低了银行风险。

（三）中小银行的发展

中小银行发展是我国金融供给侧结构性改革的重要内容。中小银行是我国金融体系的重要组成部分，在吸收民间闲散资金、服务小微企业和“三农”、保障民生方面发挥着特殊的作用，随着金融改革的进程，我国的中小银行获得了巨大发展，但也面临着缺乏核心竞争力、定位不明确、风险较高等问题，并因此成为了我国银行业系统性风险的一个关注点。

通常认为，中小银行在小微企业融资方面具有比较优势，而李华民和吴非（2017）认为，小企业向中小银行融资的“门当户对”观念实际上是一种认知偏差，并无经验证据的支持，相反，其调查数据显示，与大银行机构建立联系的小企业在融资方面的境遇更为优越。同样基于调查数据，邓超等（2017）则强调了商业银行信任对小微企业信贷的影响，并且在在对短期信贷可获得性的解释上，善意-诚实信

任比能力信任有更强的影响，这在一定程度上支持了中小银行区域融资优势的“软信息”理论。

农村商业银行和村镇银行由于其服务对象和业务的特殊性而在中小银行中尤为引人注目。例如，在村镇银行网点的配置方面，熊德平等(2017)从农村金融供给和主发起行跨区经营相结合的视角构建了一个解释框架，并基于865家村镇银行的数据进行了检验，表明村镇银行网点数量与所在地区农村金融供给水平呈负向关系，与主发起行跨区经营决策及其经营能力呈正向关系。还有文献对于农村商业银行和村镇银行的绩效及其影响因素进行了探讨。如刘丹和张兵(2018)基于2012~2015年的调查数据发现，股权结构对于农村商业银行的财务绩效与社会绩效有着重要影响。其中高管持股、员工持股和银行持股对农村商业银行的社会绩效影响不显著，但均对其财务绩效影响显著；政府性质股东对农村商业银行社会绩效有显著的正面影响，但与其财务绩效显著负相关。遗憾的是，关于农村商业银行和村镇银行治理机制与经营行为的相互关系及其风险效应的高质量研究尚不多见。

四、多层次资本市场建设

在新的历史阶段，为了更好实现服务实体经济的目标，金融改革与发展的首要任务之一就是多层次资本市场体系。这一发展不仅有助于消除传统间接融资方式的弊病，优化金融资源配置效率，推动金融深化，防范和化解高杠杆带来的系统性风险，还有利于满足日益增长的社会财富管理需求，为收入分配的改善提供助力。而作为金融学的

传统领域，我国资本市场的发展也一直是金融学研究的“主战场”。在对传统资本市场命题进行深入探讨的同时，学者们尤其关注了资本市场制度创新、债券市场违约和企业债务风险治理、公司违规和中国特色的公司治理模式等时代主题。

（一）资本市场制度创新

科创板突破了对发行上市公司盈利能力和公司治理方面的限制，全面采用市场化的询价定价方式，还在涨跌幅限制、投资者认定、信息披露等方面进行了创新，也成为最近几年资本市场改革研究的热点话题。大部分学者肯定了注册制和科创板的成效，例如薛爽和王禹（2021）发现科创板公开披露 IPO 审核问询回复函存在信息价值，其所包含的信息价值影响了机构投资者询价的意见分歧，也让市场机构更加审慎客观地评估这家上市公司的科技创新能力、核心技术水平。也有部分学者评价较为负面，认为科创板 IPO 的定价存在高估，二级市场投资者存在非理性投机行为（董秀良等，2020）。作为服务于企业创新的公司治理结构，科创板放松了关于特别表决权的安排，使得双重（层）股权结构成为热议话题。在中国，一股独大、两权分离、内部人控制等治理问题尚待解决，双重股权结构的引入更是加剧了中国制度背景下公司治理问题的复杂性。传统理论认为，“同股不同权”不仅加剧了两类代理问题，还引入了不同股权之间的利益冲突。与以往的观点相悖，李海英等（2017）通过 Facebook 收购 WhatsApp 的案例分析认为，双重股权结构不一定会加剧不同股权之间的利益冲突，在双重股权结构之下，创始人的控制权得到保护，进而维护了企

业文化、长期战略的稳定，管理层可以专心于业务决策，更具效率的决策机制也会提升企业价值，对中小投资者产生保护效应。郑志刚和关田田(2018)延续了这个讨论思路，专注于如何才能使双重股权结构在中国发挥更加积极的作用。他们通过对 Snap 的三重股权结构进行解析，认为“同股不同权”的制度安排在两个条件下可以发挥最大的作用：第一避免股东的利益割裂，将其分割为不同的阵营；第二不同类型的股权之间存在可以转换和退出的机制。在此基础上，郑志刚等(2021)认为日落条款的引入可以改善双重股权结构的公司天然缺乏外部接管治理的问题，更好地引导支持企业将重心放在经营和创新之中。

除了科创板的制度变革外，资本市场上学者关注比较高的另外两个制度变革是融资融券制度和股权质押制度。融资融券给予了拥有负面信息的主体进入市场表达和传递其所拥有的信息的机会，改善公司的信息环境（顾乃康和周艳利，2017；李志生等，2017）。股权质押增加了控制权转移风险、激化了代理问题，进而引发了一系列的公司治理问题，也对公司的经营风险和经营绩效产生影响（郑登津等，2020；史永东等，2021）。

（二）债务风险化解与债券市场违约

伴随着中国经济进入新常态，中国经济增长率也开始逐渐放缓，以“三去一降一补”为代表的供给侧结构性改革，需要妥善处理的首要问题就是企业的债务风险。然而，作为特殊历史阶段下的现实问题，债务处置过程中也不应“妖魔化债务”，企业债务累积不仅有政府财

政纪律和激励扭曲的因素，还有市场化处置方式缺位的问题。激进的债务治理或许并不能“治本”，反而会引发更大的社会危机。刘晓光和刘元春(2019)提出要结合企业绩效和债务风险进行辩证分析，债务在提高股东净资产回报的同时增加了企业陷入破产或融资困境的可能，是一个权衡过程。化解债务风险要关注企业内部的杠杆结构，以债务合约的特点出发，用制度化的手段激励和引导企业减少从事短债长用行为，用股权和长期债务进行项目投资，强化杠杆率的积极作用并弱化消极影响。

与之相伴，债券市场隐性担保、定价和违约也是金融学者们关注的重要问题。在2014年“超日债”违约之前，中国债券市场一直是事实上的“刚性兑付”。纪志宏和曹媛媛(2017)从常年的监管和从业经验中研究发现“刚性兑付”预期激励信用债的套利交易，成为中国金融安全的重要挑战。伴随着违约事件的出现，中国债券市场也开始出现历史性变革，大家不再期待“刚性兑付”，转为寻找其他替代性因素。与预期相悖的是，市场并没有转向考虑市场化的定价因子，而是探索隐性担保在债券的发行、定价和投资中作用。较早的研究，曹婧等(2019)通过详细搜集的城投债数据库，发现财政压力和政治晋升压力导致城投债加速扩张，背后正是政府的隐性担保在默默支持。刘晓蕾等(2021)也通过实证研究证实了隐性担保提高了城投债的信用利差，并且投资者也开始渐渐将隐性担保纳入投资框架和定价体系之中。虽然违约的出现会降低隐性担保的现实作用，如王叙果等(2019)从省级维度和视角出发，发现省内债券违约会降低隐性担保

在省内债券发行和定价中的作用,但整体来看中国债券市场的隐性担保并没有就此停歇,根据钟宁桦等(2021)的估计,2009年至2019年城投债的隐性担保呈整体上升趋势,尤其是债务违约的时候,存在隐性担保债券的违约处置过程或许更加强化了市场的隐性担保预期。

(三) 公司违规与中国特色的公司治理模式

公司治理的目标之一就是防范与纠正公司违规行为,包括经理人的腐败问题。随着十八大以来党和政府在违规违纪、贪污腐败上施以重拳出击,公司违规、腐败问题也受到更多关注,其对于公司绩效的显著负面影响更引起学者重视(黎文靖和池勤伟,2015;金宇超等,2016)。在关于“什么样的企业会更容易出现违规和腐败行为”的讨论中,管理层权力、进攻型公司、薪酬管制等因素被认为是重要变量(孟庆斌等,2018),从中可以看出,公司违规既可能是经理人经过深思熟虑后的理性行为,也可能是第一类代理问题下股东和经理人博弈的后果,其来源非常复杂,也使得问题的治理方式难以获得大家一致的认可。陈仕华等(2014)强调应该发挥党和政府的治理作用,党的事前监督和政治晋升激励有助于经理人更加关注违规和腐败问题治理,从公司内部制度建设和决策的根源上解决问题。周开国等(2016)、孟庆斌等(2019)强调外部治理的作用,通过媒体等其他信息方,通过公开发声、卖空约束等行为对公司违规和腐败起到威慑作用。另外,还有一派观点认为保险的监管治理在此也可以发挥作用,李从刚和许荣(2020)认为董责险的购买可以降低公司违规行为,它不仅能强化内部治理效应,还向外传递了积极的信号。

中国特色的管理模式和治理行为一直以来是学者们关注和讨论的重点，其中最重要的议题是如何发挥党组织（委）的治理作用。马连福等（2013）是较早研究国有企业党组织治理作用的文献，认为国有企业经理人会更加关心本人的政治前途，而不是当下的实际薪酬。他们使用企业“双向进入、交叉任职”的情况来衡量党委会对企业决策的影响程度，认为党组织能够显著降低高管绝对薪酬。陈仕华和卢昌崇（2014）认为党参与公司治理的机制在于形成了对内部人的有效制衡。基于国有上市公司的并购数据，他们发现党组织参与可以有效地抑制股权或资产的低价转让。柳学信等（2020）则是将“双向进入”和“交叉任职”分开讨论，认为后者的作用在实证中更加明显。上述研究主要集中于国有企业的党组织作用，王舒扬等（2019）讨论了民营企业党组织参与治理的作用，党组织在民营企业中的作用机制主要是各基层党组织通过学习与党建活动，加深对党的精神和理念的理解，从而更好地传达和贯彻党中央的精神。他们以企业绿色环保投资作为被解释变量，发现企业设立党组织能够促进企业绿色环保投资。

中国的金融市场和公司治理的发展，从无到有，经历了一系列的过程。学者也在不停地评估和判断这一发展进程，及时给出相对应的政策建议，使得中国金融市场更加有效、公司治理机制更加完善。金融市场方面，胡聪慧和齐云飞（2021）评估了市盈率管制政策的影响，宋顺林和唐斯圆（2019）评估了IPO首日价格管制的影响，王静远等（2021）评估了商品期货市场追加保证金的影响，张光利等（2021）评估了中国资本市场价值审核制度的信息含量，均对中国金融市场的

制度改革和发展有积极的推动作用。公司治理方面，中国特色的管理者行为依然穿插在各个领域，杜兴强等(2017)讨论了中国年报中董事排序的“论资排辈”现象，朱晓文和吕长江(2019)讨论了中国家族企业选择海外还是国内培养继承人的问题，这些具有中国特色的公司治理问题丰富了中国金融学的理论与实践。此外，中国绵延五千年的历史积淀孕育了一系列传统文化，研究探讨中国传统文化的治理作用是中国特色金融研究范畴的重要组成部分。目前从文献中看，学者们主要从五个方面讨论中国传统文化的作用：宗族文化（如潘越等，2019）、商帮文化（如修宗峰和周泽将，2018）、儒家文化（如徐细雄和李万利，2019）、方言（如刘毓芸等，2017）、党史文化（如李嫦等，2021）。

五、普惠金融与绿色金融

作为金融服务实体经济的具体体现，普惠金融与绿色金融在近年来获得了迅速发展，其最为核心的动力当然是党和政府对于民生，尤其是扶贫工作的高度重视，同时金融科技的发展也为普惠金融与绿色金融的开展提供了强劲的助力。

（一）普惠金融发展水平的测度

对于我国区域普惠金融发展水平的测度不仅具有重要的政策价值，对于相关学术研究的意义也不言而喻，因此关于普惠金融的大部分研究都覆盖了这一主题。例如，韩晓宇(2017)基于金融可获得性、使用情况、服务质量等三个方面的指标，编制了2006~2014年间我国各个省级行政区域的普惠金融发展指数。与此类似，尹志超等

(2019) 利用 2017 年中国家庭普惠金融调查数据合成了家庭普惠金融指数。蒋庆正等 (2019) 从电子银行使用广度、使用深度、可持续性三个维度出发,选取中国东、中、西部 15 个省市样本数据对农村地区数字普惠金融发展水平进行评价。李建军等 (2020) 则从包容性、特定化配比程度和商业可持续性三个维度的 13 项内容出发,选取了 20 个明细指标,测算了 2009 ~ 2016 年我国 31 个省级行政区域的普惠金融发展指数。

上述普惠金融测度方法各有特色,但主要服务于相关文献的特定研究主题,因而在此之外的应用并不广泛。另一些研究则试图给出更为一般性的普惠金融测度指标,其中以北京大学金融研究中心和蚂蚁集团研究院合作编制的“北京大学数字普惠金融指数”最具代表性 (郭峰等, 2020)。这一指数从覆盖广度、使用深度和数字化程度三个一级维度测度中国数字普惠金融的发展水平,覆盖了中国 31 个省级行政区域、337 个地级以上城市和约 2800 个县域,起始时间为 2011 年,目前仍在逐年更新。该指数具有时间跨度长、覆盖地域广、指标维度丰富等优势,在普惠金融的研究中应用最为广泛。但它也存在较为明显的缺陷,如其基础数据仅来自一家国内大型数字金融机构 (蚂蚁集团), 难以充分反映我国数字普惠金融的发展全貌。因此,部分学者尝试采用其他数据源来构建更具代表性的普惠金融指数,如冯兴元等 (2021) 利用网商银行在全国 1884 个县的业务数据和这些县域的社会经济统计数据,从数字普惠金融服务广度、深度与质量三大维度出发,建构了中国县域数字普惠金融发展指数评价体系,测度

了 2017~2019 年这些县域的各级指标得分。基于上述方法编制的“县域数字普惠金融发展指数”目前也在逐年更新。相比北京大学数字普惠金融指数,该指数对县域普惠金融的刻画更为丰富和全面,但其时间跨度过短,同时在金融交易数据的来源上也存在与前者相似的问题。

(二) 普惠金融与绿色金融的社会绩效

普惠金融研究的大部分文献都围绕普惠金融活动的绩效展开,如前述提及的文献当中,韩晓宇(2017)分析了普惠金融的减贫效应,发现其边际减贫效应在中西部更高而东部较弱,并且普惠金融在减贫的诸因素中排在贫困自身惯性、对外开放程度、产业结构、财政支出之后。李建军和韩珣(2019b)发现,普惠金融发展初期能够缩小城乡收入差距,但是这种效应仅在集中连片特困区显著,银行服务包容性的提高没有反映出明显的益贫性,银行、保险等正规金融机构忽视弱势群体的资源配置结构是导致包容性金融体系无法实现减贫的根源。李建军和李俊成(2020)考察了普惠金融对创业的影响,并指出其促进机制源于对居民金融能力的提升而非家庭资金约束的缓解。

在普惠金融的绩效分析中,有相当一部分是基于北京大学数字普惠金融指数进行的,其内容覆盖了居民消费(如张勋等,2020)、家庭资产配置(如吴雨等,2021)、家庭经济脆弱性(如张海洋和韩晓,2021)、创业与创新(如谢绚丽等,2018)、经济增长(如张勋等,2019)、区域经济发展质量(如赵涛等,2020)、收入分配(如王修华和赵亚雄,2020)、货币政策传导(如段永琴和何伦志,2021)等

等。这些文献极大地拓展了普惠金融研究的领域，也提供了对于普惠金融绩效的许多洞见，但另一方面，正如郭峰和熊云军（2021）所指出的，某些研究不顾数字普惠金融指数自身特性的简单套用难免有“千篇一律”之嫌，并且也很容易产生数据不匹配、内生性严重等诸多弊病。这些问题的解决不仅有赖于其他普惠金融指标的产生和补充，也需要学者在研究方法上的斟酌与创新，尤其是对于普惠金融具体运行机制的更深入分析。

不同于普惠金融，在绿色金融方面并没有一般性的区域发展水平指标，因此其绩效分析通常从较为具体的视角，研究相关政策、机构、业务等的绿色效应，基于准自然实验机会的双重差分方法是其中较为典型的分析手段，这也有助于避免简单回归方法存在的内生性问题。例如，徐彦坤和祁毓（2017）利用2003年国务院实施的环保重点城市限期达标制度作为识别环境规制的准自然实验，用双重差分方法分析了环境规制对企业生产率的影响，发现该政策实施使得非达标城市企业平均全要素生产率（TFP）相对下降1.96%，不过当企业所处地区的市场化程度与政府质量较高且绿色偏好较强时，环境规制的不利效应越能够得到一定抑制。郭晔和房芳（2021）以2018年6月我国央行开始接受绿色信贷资产作为MLF合格担保品这一事件为准自然实验，发现这一政策对于环保行业的绿色信贷企业主要通过提高融资可得性发挥作用，而对于重污染行业的绿色信贷企业则主要作用于其信贷融资成本。

（三）普惠金融与绿色金融的财务绩效及其可持续性

普惠金融与绿色金融为金融机构的经营引入了利润最大化之外的社会效益维度，它们是否会因此降低金融机构的财务绩效，进而影响其可持续性就成为人们关心的一个问题。

有一些研究发现普惠金融与绿色金融业务弱化了相关金融机构的财务绩效。如阳烨和杨胜刚（2018）基于湖南省 107 家农村商业银行 2011~2015 年的经营数据分析农商行支农的有效性，发现由于涉及三农的贷款项目边际成本与风险成本较高，影响了银农商行在此领域的积极性。不过，更多文献认为两者之间存在着复杂的非线性关系。例如，孙光林等（2017）基于我国五大商业银行 2008~2016 年季度数据的研究表明，虽然绿色信贷对商业银行信贷风险具有显著负向影响，但它能够提高商业银行净利润和非利息收入，进而改善银行财务绩效。

上述研究的样本规模较小，并且使用的方法很容易受制于内生性问题，因此之后学者又进行了更为深入的研究。如丁宁等（2020）基于我国 73 家商业银行 2005~2017 年的面板数据采用 PSM-DID 方法发现，绿色信贷政策的实施会通过成本效应机制降低银行成本效率，但同时因其改善了银行的信贷风险管理、提升了银行的声誉，从而对银行成本效率施加正向影响，其净效应呈现为 U 型曲线关系。同样采用 PSM-DID 方法，张晖等（2021）基于国内 35 家上市商业银行 2005~2018 年的面板数据进行的研究表明，绿色信贷政策对国有银行和股份制银行财务绩效的提升具有显著促进作用，而对城商行没有明显影响。

也有学者从金融机构不同绩效维度之间关系的角度来考虑普惠金融与绿色金融业务的可持续性。例如夏琮等(2019)分别测算了中国商业银行经济、社会与环境效率指标,发现股份制商业银行与城市商业银行在经济效率、社会效率上表现突出,而国有商业银行在环境效率方面更有优势,并且这三种效率之间不存在相互冲突。张帅等(2022)认为应推动各方参与者披露与气候风险相关的数据,不仅有助于政府和监管机构的政策制定和监管执行,也可以帮助金融机构更好地评估气候风险,将资金合理配置到最需要的低碳部门。

六、金融科技

金融科技是我国金融发展中的一个亮点,也是我国学者的金融研究中对于国际金融学文献具有一般性贡献的重要主题。在移动支付等领域长期居于世界前列的同时,数字人民币的研发又使我国在金融科技发展上掀起了一个新高潮。不过,与以往不同的是,我国学术界在积极发掘金融科技应用潜力以更好服务于金融和经济建设的同时,也对金融科技可能存在的问题和风险有了较为深刻的认识,并积极探讨适应时代需求的新型监管模式。

(一) 金融科技应用的新模式及其对于金融体系的影响

金融科技的发展仍处于方兴未艾的阶段,在传统的网络信贷、智能投顾、移动支付、虚拟货币等类型基础上,新的金融科技应用模式不断出现,而国内学者也对其内容、功能和影响进行了较为深入的跟踪研究。例如黄益平和邱晗(2021)对于大数据风控模式进行了系统的介绍,在剖析其工作机制的同时,还强调了它在准确性、普惠性和

弱周期性上的特殊优势。龚强等(2021)则对数字供应链金融进行了介绍,阐述了其理论机制、优越性和适用条件。类似地,学者们也对于金融科技的其他应用模式进行了研究和阐述,如监管沙盒(胡滨和杨楷,2017)、保险科技(许闲,2017)、开放银行(易宪容等,2019)、大科技金融(尹振涛和冯心歌,2020)、大型互联网平台(胡滨等,2021),等等。而朱太辉(2018)给出了一个关于我国金融科技发展的综合分析框架,认为金融科技没有改变金融体系在支付结算、资金融通、财富管理、风险管理等方面的功能属性,但改善了金融体系在这些方面的功能。

金融科技的广泛应用给传统金融机构的行为和绩效带来了重要影响,它不仅体现在加剧了金融机构间的业务竞争压力,也通过金融与科技的合作降低了风险、提升了绩效。正因为此,近年来许多关于银行竞争的研究都将“互联网金融”等金融科技因素的引入作为重要的变量。例如,邱晗等(2018)基于我国263家银行2011~2015年的年报数据和北京大学数字普惠金融指数的研究发现,金融科技的应用变相推动了利率市场化,改变了银行的负债端结构,导致银行资产端风险承担偏好上升,但是借贷利率和净息差都有所下降。张正平和刘云华(2020)基于我国165家农村商业银行2014~2018年的非平衡面板数据发现,农村商业银行电子化水平的提升有助于降低其风险承担。罗暘洋等(2020)的研究显示,与第三方支付机构竞合显著提升了银行的财务绩效,但在创新绩效方面只对股份制银行表现出显著促进作用。

在企业层面上，金融科技的发展也有助于降低企业的融资约束，便利企业更有效地进行融资和周转，提高企业绩效。例如，李春涛等（2020）基于新三板上市公司数据，发现金融科技发展显著促进了企业创新，其机制包括两个方面：一是缓解企业的融资约束，二是提高税收返还的创新效应。宋敏等（2021）利用A股上市公司数据，考察了金融科技发展对企业全要素生产率的影响及其机制，发现其促进作用在小型民营企业、缺乏竞争的行业以及市场化进程缓慢的地区表现得更加明显。不过，这一领域的很多文献有着与前述普惠金融研究类似的问题，即缺乏有效的内生性控制使得因果判定的说服力不足，而不够严格的中介效应方法也难以提供可信的内在机制。

（二）金融科技在金融研究方法上的贡献

对于金融研究而言，金融科技的贡献还在于它所创立的新型金融形式使得学者们能够通过新的机制对于金融学中的经典问题进行探索。这其中的一个典型例子就是互联网贷款。如叶德珠和陈霄（2017）基于网贷平台订单的研究发现，网络借贷市场中借款描述的标点和字数起到增量信息的作用。相应地，李苍舒和沈艳（2018）对2015年12月e租宝事件和2018年6月备案延期后的“爆雷”现象进行了研究，发现信息披露程度是影响平台风险的重要因素。王正位等（2020）通过对现金贷平台的借款人数据分析发现，传统征信信息和消费行为信息提供的信息含量互不相同，不能相互替代。上述研究再次证实了信息披露在金融市场中的重要性。类似地，基于支付平台数据进行的消费券研究也是当前的一个学术热点（如林毅夫等，2020；

汪勇等，2022）。

除了提供新的研究素材之外，金融科技的基础技术，如机器学习等，本身也成为了金融研究的重要方法。例如，王靖一和黄益平（2018）基于逾 1700 万条新闻文本数据构建了 2013 年 1 月至 2017 年 9 月的金融科技情绪指数，利用网络平台的交易数据分析了媒体情绪对于市场活动的影响。该项研究中使用的主题模型和词向量模型就是典型的自然语言机器学习方法。类似地，马黎珺等（2019）通过机器学习对 2009～2015 年的分析师报告进行了文本分析，以检验分析师报告的文字内容是否传递增量信息。陈强远等（2020）基于中国企业授权发明专利数据，采用机器学习和语义引用方法，测度了企业技术创新质量。

（三）金融科技的风险与监管

正如刘春航等（2017）所指出的，金融科技潜在风险分为微观和宏观两个层面：微观方面包括金融机构的信用风险、流动性风险、杠杆、期限错配风险和操作风险等；宏观方面包括传染性、顺周期性、过度波动性和系统重要性等。相应地，国内学者对于金融科技应用可能带来的各类风险进行了更为具体的分析。如李苍舒和沈艳（2019）以网络借贷为切入点，从规模、所有制、资金净流入 3 个角度来刻画新金融业态的风险特征。方意等（2020）从内生风险框架出发，通过互联网借贷和人工智能技术和数字货币三个案例对于金融科技领域的系统性风险进行了分析。

金融科技风险的一个重要侧面是新型金融形式与传统监管方式

的错位，导致监管效力的下降甚至监管空白。因此，大量文献对于金融科技的监管挑战以及相应的监管改革措施进行了探讨，如杨松和张永亮（2017）认为，金融科技监管应从“命令 - 控制型监管”转向“调适性监管”，要注重规则监管与原则监管的相机适用，同时需要加强包容性监管和监管国际协调的力度。郭雳和赵继尧（2018）分析了智能投顾在市场准入、账户全权委托、机器人严格责任、投资顾问信义义务等方面对现有监管体制的挑战。廖凡（2019）提出对于金融科技的监管应当遵循包容审慎原则，其中“包容”着眼于金融科技的创新性，“审慎”则着眼于金融科技的风险性。李文红（2020）认为应借鉴虚拟资产的国际监管思路和趋势，建立我国防范互联网金融风险的长效机制，避免重蹈网络借贷平台的覆辙。这其中，学者们对监管沙盒等新型监管形式高度关注，并对其在中国的适用性进行了深入讨论（如胡滨和杨楷，2017；张红伟和陈小辉，2018；沈艳和龚强，2021）。值得注意的是，由于金融监管当中涉及许多法律内容，因此关于金融科技监管的讨论也有大量的法学学者参与，相当多的文献发表在法学期刊上（如杨松和张永亮2017，许多奇，2018，廖凡，2019），这也反映了金融科技研究所带来的学科交叉视角。

（四）数字货币创新与理论研究进展

在过去五年，数字货币领域在理论和实践中都取得了巨大进展，私人数字货币如比特币等继续深入发展，中国的央行数字货币研发也走在了全球前列，顺应了数字经济的高速发展。国内学者高度关注数字货币自身的性质、机制设计、宏观经济效应等，涵盖数字货币的细

分领域如加密货币、加密资产、全球稳定币、央行数字货币等。

数字货币是否具有货币属性,是讨论其宏观经济影响的基本前提。杨东和陈哲立(2020)认为,法定数字货币受限于终端设备也难以具备法偿性,与现有的法定货币的定义不相容,而应该看作中央银行的特殊债权。刘新华和郝杰(2019)认为税收是国家货币被广泛接受的根本保障(税收驱动货币),私人数字货币无法真正地在现代经济中履行货币的本质职能。何平(2021)从货币形态演进的规律中发现每种货币都在特定职能上存在缺陷,数字货币有助于完善货币生态,但不能替代传统货币。

在法定数字货币对货币金融体系与宏观经济的影响方面,部分学者认为,央行数字货币会对货币供给机制产生影响,并减少货币政策传导中的阻塞问题(谢星和封思贤,2019),但也有可能对商业银行运营体系造成冲击,影响金融稳定和国家安全(何德旭和姚博,2019)。另有部分学者认为,央行数字货币的宏观经济影响在很大程度上取决于其机制设计。如姚前(2018)设计了不同的法定数字货币发行的触发机制,不同机制下有不同的货币调控效果。巴曙松和姚舜达(2021)认为央行数字货币是否计息、匿名、跨境流通,会产生不同的宏观后果。由于法定数字货币尚处于试验阶段,具有一般意义的实证研究尚不多见。在理论分析方面,不少研究仍然建立在传统的货币流通框架上,例如热衷于讨论数字货币的货币乘数效应而没有意识到其流通速度是对货币供应更具重要性的特质。因此面对新的金融概念,分析框架的调整乃至重塑仍需要一个过程。

七、金融市场进一步对外开放

新阶段金融改革与发展的另一个重要侧面是金融领域的双向开放。2015 年以来,人民币成为 SDR 篮子货币,A 股被纳入明晟(MSCI)新兴市场指数,成为中国金融对外开放的标志性事件。

人民币汇率形成机制改革进一步推进,人民币对美元汇率弹性增强、汇率中间价形成机制不断完善,有效配合和推动了经济的对外开放,为人民币国际化提供了助力。“一带一路”倡议的提出不仅极大地推动了中国的国际金融合作,也让相关国家的金融状况成为中国学者的重要研究主题。人民币汇率形成机制渐进式改革作为重要的制度背景,一直是学者们关注的重点。伴随着一轮又一轮的汇率市场化改革,中国的汇率形成机制的现实效果究竟如何引发了大量研究。从形成机制上看,学者从参考一篮子货币、逆周期因子、离岸在岸市场定价权、外汇干预等多个角度对人民币汇率形成机制进行了细致探讨(陈学彬和李华建,2017;何青等,2018;李政等,2017;肖立晟等,2021)。整体来看,伴随着 2015 年 8 月 11 日的汇率形成机制改革,人民币的定价更加趋于市场化,定价效率和汇率的市场稳定性得到了学者们的一致认可。从宏微观效应评估上看,张明志和季克佳(2018)关注汇率对出口产品质量的影响,曹伟等(2019)关注与汇率相伴相随的国际市场定价权和汇率传递,丁剑平等(2020)关注汇率与中国劳动生产率的变化,在一个全球化的时代,汇率的变动对国内经济的影响在加大。

与国际政治经济环境密切相关,学者依旧关心以美国为主要驱动

因素的全球经济周期、货币政策和政治因素对国内的影响(谭小芬和虞梦薇,2021;陈创练等,2021)。然而,“一带一路”和“中美贸易摩擦”是近些年来兴起的研究话题,区别于一般性理论的讨论,这些话题的研究更具实践和现实意义。学者们发现“一带一路”倡议显著促进了“一带一路”沿线国家的所获得的绿地投资、基础设施投资,提高了金融效率(吕越等,2019;罗煜等,2017;李建军等,2022)。对中国的企业而言,“一带一路”倡议缓解了受到倡议支持企业的融资约束,提高了相关行业的全要素生产率(王桂军和卢潇潇,2019;徐思等,2019)。针对“中美贸易摩擦”,学者的讨论更加重视实践层面的政策评估,如余振等(2018)认为“中美贸易摩擦”的原因在于中国与美国在全球价值链的分工地位越来越接近,这是一个长期的趋势,需要保持定力继续扩大开放,提升中国在全球价值链中的地位。此外,在区域合作的其他方面也有很多学术产出,例如韩剑和许亚云(2021)关注区域全面经济伙伴关系(RCEP)和全面与进步跨太平洋伙伴关系协定(CPTPP),利用文本分析讨论不同条款的预期和实际作用。

金融开放也是近年来的热点主题。针对金融开放的宏观建模,罗融和陆文力(2021)构建了一个包括贸易部门和非贸易部门的小型开放经济模型,认为当资本账户开放时,一国受到国外冲击的波动幅度远大于资本管制的情况;在资本账户开放后,面对不同形式的国际冲击,货币数量型规则和混合型规则均能有效熨平经济波动。马勇和王芳(2018)将金融开放因素引入DSGE模型,发现金融波动会随着

金融开放度的提高而出现明显上升，而产出波动的上升则非常微弱。针对金融开放的微观分析，大家普遍采用的是“准自然实验”的方法，利用陆港通交易制度、金融业对外开放、纳入明晟（MSCI）新兴市场指数、债券通来分析金融开放对金融市场的效率、股权资本成本和企业绩效的影响（钟覃琳和陆正飞，2018；倪晓然和顾明，2020；金泽杨等，2022；张雪春等，2022）。

八、总结与展望

回顾近年来的金融学研究可以看到，在国内最新金融实践的推动下，围绕新时代的金融发展主题已经产生了大量文献，它们不仅有着极强的创新性，而且在研讨深度上也在不断提升。以金融科技领域的研究为例，国内文献迅速跨越了“是什么”的概念阶段，转向它在金融体系中的影响及其机制的深入探讨。与此相应，学术型研究，尤其是量化分析显著增加，典型的是将金融科技指标引入主流金融研究的经典问题。如从宏观角度，研究金融科技在经济增长、扶贫、收入分配、市场发展水平等领域的作用；从微观角度，研究金融科技对于企业绩效和公司治理、经营风险、投资领域、创新行为等问题。这些趋势显示，在最新的金融领域，国内学者的研究已经进入了“沉淀”与“深耕”的阶段，正在产生更具学术深度的成果。

另一方面，在近年来的金融学研究中也存在一些具有普遍性的问题，其中之一是在某些领域仍未建立起有足够厚度的学术体系。在一些重要金融问题的研究上，许多文献是“热点追踪”的产物，其作者对于相关领域的基础状况和文献脉络缺乏足够的了解，这不仅影响了

研究的深度和成果的适用性，也使得文献之间缺乏承接关系，而更多地是在数据与方法“微调”基础上的简单重复，因此很难通过纵向的边际贡献将讨论引向深入。

二是对于一些基本概念和基本关系缺乏深入的理解，尤其是实证模型缺乏严密的逻辑基础，热衷于在变量相关性的基础上“讲有趣的故事”而忽视了背后的真实机制。以普惠金融领域为例，许多论文着力论证金融科技可以提高金融服务对于低收入人群的可及性，以此说明它能够增加后者的收入。然而在金融服务可及性与收入增长之间还有复杂的逻辑链条，除非清楚地描述并验证其中的具体机制，否则仅仅展示金融科技发展与收入提高之间的相关性并没有太大说服力。

三是选题与分析视角方面缺乏对于中国实际情况的把握，这在追随主流金融问题的学术型研究中表现得更突出一些。尽管在金融研究的主题和方法上存在着跨越国别的共性，但值得注意的是，即使对于共同的研究主题，不同国家的关注点和内在机制上也存在重要的差异。以金融科技研究中的隐私与消费者保护问题为例，它与特定社会形态和文化观念密切相关，国内对于消费者权利和隐私的理解和关注点也与欧洲等地区不同，在研究中不能简单套用后者的观念乃至政策作为预设前提。

四是在研究方法的选择上不够合理。例如在实证研究上，一个基本的原则是，模型的选择应该取决于问题的性质和数据特征，而不是哪种模型更为新颖或能给出更强的显著性。在当前的金融研究中，“随大流”的模型误用是个比较严重的问题，尤其双重差分模型和中

介效应分析是其中的重灾区。

五是过于依赖现有数据库和第三方提供的数据。这些数据主要是基于特定平台的商业活动而生成，外部人员大多只能直接拿来使用，而对于其生成机制、数据口径缺乏足够的了解，这影响了相关研究的精确性和稳健性。类似地，在研究中使用既有的各类经济或技术指数时，如果不对这些指数的编制方法和基础数据做基本的了解，也很容易得到误导性的结果。

展望我国金融研究未来的发展，有三个方面也许是值得我们加以注意的。一是更为关注中国自己的问题，尤其是金融改革与发展中的“大问题”。如未来中国金融结构的走向是一个远未尘埃落定的争论，而金融科技会否成为其中的关键变量则值得探究。再如当前热议的城市化与产业转型问题，它们不仅是经济问题，而且有着复杂的社会因素，在其中金融因素的影响常常基于经济、社会等多个维度展开。浏览相关文献不难看到，在这些重要的问题上，即使海外学者有强烈的兴趣和方法上的相对优势，由于缺乏“现场感”和系统性，其研究常有隔靴搔痒之感。对这些问题持续不断的跟踪推进乃至最终解决，仍是国内学者自己的使命。

二是在真正“实事求是”的基础上提高研究的严谨性。目前国内的金融研究越来越注重技术上的严密性，但归根结底，研究结果的可靠性源于它是否符合现实世界的本来面目。因此除了加强理论与计量技术上的素养，金融研究中可能仍不能忽视的一点是深入实践。即使学术导向的研究，也需要与从事具体金融业务的机构和人员保持接触，

这样才能够避免模型中的机制与事实大相径庭。尤其对于案例研究而言，细节就是生命，而实践则是丰富细节的最终来源。

三是采用更为脚踏实地的方法获得研究主题和研究素材，尤其是通过实际调查获得数据。实地调查曾是我国金融和经济研究的宝贵传统，但目前却有被忽视的倾向。当前很多的金融研究满足于以本科学士生为主体的实验和通过第三方机构进行的问卷调查，这不仅存在着许多局限性，也给研究结论的稳健性带来了潜在的风险。尽管细致的调研可能有相当大的时间和财务成本，在当前也受到许多客观条件的限制，但它也会给研究者带来更为丰富的学术报偿。