

上海市教委重点学科金融学建设
项目资助 (J512-01)

中国金融市场结构优化研究

——基于合理化、高级化与梯度化视角的分析

The Study on the Optimization of Chinese
Financial Market Structures

吴腾华●著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

上海市教委重点学科金融学建设
项目资助 (J512-01)



T 中国金融市场结构优化研究

——基于合理化、高级化与梯度化视角的分析

The Study on the Optimization of Chinese Financial Market Structures

吴腾华◎著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融市场结构优化研究/吴腾华著. —北京: 经济管理出版社, 2010.6

ISBN 978-7-5096-1003-9

I. ①中… II. ①吴… III. ①金融市场—经济结构—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 100141 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京交通印务实业公司

经销: 新华书店

组稿编辑: 贾晓建

责任编辑: 贾晓建

技术编辑: 黄 铄

责任校对: 超 凡

880mm×1230mm/32

6.75 印张 195 千字

2010 年 6 月第 1 版

2010 年 6 月第 1 次印刷

定价: 18.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-1003-9

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

本书是在 2009 年完成结项的国家社科基金项目《金融市场结构的优化研究》(项目批准编号为: 05BJY099) 的最终研究成果的基础上, 做了进一步的修改和补充而完成的。

金融市场结构是一国金融市场发展质量的根本体现, 金融市场结构的合理与否不仅是衡量一国金融市场自身发展水平高低的主要标准, 而且也是衡量一国金融市场效率高低和核心竞争力与可持续发展力大小的重要尺度。优化金融市场结构既是金融市场自身发展的内在要求, 也是转变中国经济增长方式的客观要求。然而, 在国际金融危机的冲击下, 中国金融市场结构失衡的矛盾将更加突出, 制约了中国金融市场整体功能的充分发挥和核心竞争力的进一步提高, 使得金融市场结构的广化、深化和强化效应没有得到应有的体现。因此, 需要通过调整和优化金融市场结构, 进一步发挥中国金融市场的整体功能, 增强其核心竞争力和可持续发展力, 更好地促进国民经济保持又好又快地发展。

随着中国经济改革开放的不断深入, 特别是在加入 WTO 过渡期结束后和国际金融危机继续蔓延的今天, 调整和优化金融市场结构的重要性和紧迫性更加突出。我们不仅需要深入剖析中国金融市场结构的决定条件和影响因素, 并建立一套适合中国金融市场结构优化的评价标准和指标体系, 而且需要针对中国金融市场结构失衡的矛盾选择好恰当的优化路径, 并规划好适宜的优化战略。为此, 本书主要探讨了七个方面的内容:

第一章为导论。主要对本书的意义、研究价值、研究思路、研究方法以及创新与不足之处进行概述。

第二章为金融市场结构及其调解与优化理论框架。具体包括：一是界定金融市场结构的内涵，分析金融市场结构的特点；二是剖析金融市场结构失衡及其调节方法；三是探索金融市场结构优化的内容、步骤和模型。

第三章为中国金融市场结构的现状、特征与问题。中国金融市场结构的现状主要表现为结构失衡的矛盾比较突出。中国金融市场结构的非均衡特征主要表现在以下几个方面：①规模结构的非均衡性；②空间分布的不合理性；③层次结构的单调性；④行为结构的不配合性；⑤功能结构的不协调性等。当前中国金融市场结构存在的突出问题是：一方面，从静态的视角看，主要表现为各个金融子市场之间存在着严重的不平衡和各金融子市场内部组成要素结构的不均衡；另一方面，从动态的角度看，中国金融市场结构存在着变迁上的被动适应性、升级上的低层次性以及创新上的外生性等问题。

第四章为中国金融市场结构优化的评价标准与指标体系。评价金融市场结构优化与否的标准主要有：要素标准、功能标准、效率标准、竞争力标准、金融生态标准等。优化中国金融市场结构的核心内容主要包括三个方面：金融市场结构的合理化、高级化和梯度化。①反映金融市场结构合理化程度的指标体系涵盖6项一级指标：数量结构指标、要素结构指标、类型结构指标、功能结构指标、行为结构指标和生态结构指标；②反映金融市场结构高级化程度的指标涵盖6项一级指标：健康性指标、繁荣性指标、高效性指标、创新性指标、竞争力指标和开放性指标；③反映金融市场结构梯度化程度的指标也涵盖6项一级指标：规模结构指标、层次结构指标、空间结构指标、期限结构指标、等级结构指标和时间结构指标。在上述一级指标之下又分解为51项二级指标和100多项操作指标与主要观测点等。

第五章为中国金融市场结构优化的原则、思路与内容。中国金融市场结构优化的目标是：建立与经济金融发展阶段相适应的“最适金融市场结构”；中国金融市场结构优化应遵循的基本原则是：适应性、前瞻性、市场性和开放性；中国金融市场结构优化的基本思路是：以实现“最适金融市场结构”为目标，以金融市场结构的合理化、高级

化和梯度化为主线，重点解决金融市场结构中的增量调整、金融创新与市场分层等问题。中国金融市场结构优化的主要内容包括：市场要素结构、融资方式结构、层次结构、空间结构、生态结构、开放结构、监管结构等十个方面。

第六章为中国金融市场结构优化的决定条件与制约因素。决定一国（或地区）金融市场结构变迁的基本条件主要有：金融发展水平、金融制度安排、金融创新能力、金融开放程度和科学技术水平等。目前，制约中国金融市场结构优化的因素主要包括两个方面：一是内生性因素，主要包括金融市场交易主体的理性化程度、金融市场交易效率的高低以及金融市场基础设施的完善程度等；二是外生性因素，主要包括金融制度及其创新、金融市场改革与开放、金融市场的科技吸收能力、金融市场参与者的文化习俗与偏好以及金融生态状况等。

第七章为中国金融市场结构优化的路径选择和战略构建。优化金融市场结构是中国金融市场发展的长期重要目标。在路径的选择上应当做好以下两个层面的安排：从纵向的角度看，短期应选择以“政府引导”为主的路径，中期应选择“政府引导”与“市场引导”相结合的路径，长期应选择以“市场引导”为主的路径。从横向的角度看，可根据各种市场结构的性质、特点及状况来选择“先实践、后规范”或“先规范、后实践”或“边实践、边规范”的路径安排。在战略构建上，将重点实现中国金融市场由“量”向“质”的转变，具体包括四个有机部分，即协调战略、创新战略、开放战略和保障战略。

当然，关于金融市场结构问题的研究，在中国才刚刚起步，本书只是对其庞杂的内容进行了一些尝试性的探索和分析，尚有许多问题值得进一步的探索和研究，比如中国金融市场结构优化的指标体系中的分值设置问题，金融市场结构优化的机制和效应问题，金融市场结构优化与金融市场发展之间的传递机制及其模型构建等；特别是在国际金融危机不断蔓延的背景下，优化金融市场结构将面临更多和更加复杂的问题，如何面对和解决这些问题等。但愿本书的研究能够起到一个抛砖引玉的作用，我们期待着更多更好的研究成果不断涌现出来。

最后，特别感谢上海对外贸易学院金融学院承担的上海市教委重

点学科金融学建设项目 (J512-01) 的大力资助, 感谢金融学院领导为本书的尽快出版所提供的大力帮助与支持。

吴腾华

2010年5月16日于上海

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与意义	1
第二节 文献综述	3
第三节 研究思路与研究方法	13
第四节 研究内容与主要观点	14
第五节 主要创新与不足之处	17
第二章 金融市场结构及其调节与优化理论	19
第一节 金融市场结构的内涵与特点	19
第二节 金融市场的供求结构及其均衡分析	25
第三节 金融市场供求结构的失衡及其调节	30
第四节 金融市场结构的优化	33
第三章 中国金融市场结构总体考察：现状、特征与问题	39
第一节 中国金融市场结构的现状	39
第二节 中国金融市场结构的基本特征	65
第三节 中国金融市场结构存在的问题及其原因分析	67
第四章 中国金融市场结构优化：评价标准与指标体系	77
第一节 金融市场结构的一般评价标准与分析指标	77
第二节 中国金融市场结构优化的评价标准	84
第三节 中国金融市场结构优化的指标体系	90

第五章 中国金融市场结构优化：原则、思路与内容	103
第一节 中国金融市场结构优化的基本原则	103
第二节 中国金融市场结构优化的基本思路	106
第三节 中国金融市场结构优化的主要内容	109
第六章 中国金融市场结构优化：决定条件与制约因素	139
第一节 决定金融市场结构变迁的基本条件	139
第二节 制约中国金融市场结构优化的内生性因素	149
第三节 制约中国金融市场结构优化的外生性因素	157
第七章 中国金融市场结构优化：路径选择和战略构建	167
第一节 中国金融市场结构优化的路径选择	167
第二节 中国金融市场结构优化的战略构建	176
参考文献	193

第一章 导论

第一节 选题背景与意义

一、选题背景

中国金融市场经过 30 多年的改革开放已经发生了翻天覆地的变化，特别是近几年来，中国金融市场平稳健康快速发展，已经逐渐形成了一个交易场所多层次、交易品种多样化和交易机制多元化的金融市场体系。货币市场、资本市场等初具规模，黄金市场、外汇市场、期货市场、保险市场等发展迅速，各市场相互补充、协调发展。伴随着金融市场交易量和市场规模的不断壮大，金融市场已经成为各个经济主体进行资金余缺管理、投资融资以及财富管理的重要平台，在经济发展和金融体系中的地位和作用日益增强，为推动国民经济又好又快发展和维护中国金融市场稳定与安全作出了重要贡献。

当然，中国金融市场发展在取得了有目共睹成绩的同时，仍面临着一些突出的问题。其中，结构失衡问题一直是困扰中国金融市场改革与发展的难点和焦点。这具体表现在：直接融资与间接融资结构不平衡的矛盾依然突出，银行贷款在社会总融资量中仍占绝对比重；金融市场发展不平衡，债券市场发展落后于股票市场，企业债券市场发展相对滞后；信息披露、信用评级等基本市场约束与激励机制尚未完

全发挥作用；金融产品的种类和层次不够丰富，金融市场的整体功能还有待进一步提升。这些都说明，进一步调整和优化中国金融市场结构的任务依然十分严重和紧迫。

金融市场结构是一国经济发展的重要变量，而优化金融市场结构既是增强金融市场整体功能和核心竞争力、保持其健康繁荣发展的内在要求，又是实现国民经济持续、健康、协调发展的客观需要。当前，优化中国金融市场结构正处于最重要的机遇期，同时也面临着国际金融危机向实体经济逐渐蔓延、国内经济增长趋缓等内外部环境变化带来的挑战。规模空前的金融风暴既是对世界各国经济治理能力的考验，又是对世界各国加强国际合作的诚意与决心的考验。目前，国际社会正密切关注着这场危机的走势，关注着全球各国的应对举措及其所产生的效应。在这一复杂多变的形势下，重视研究和探索中国金融市场的结构及其优化问题，不仅有利于进一步落实科学发展观、有利于国民经济的又好又快发展、有利于金融市场的改革开放与创新和有利于金融市场功能和效率的提高，而且对于探索一个适合中国金融市场发展的金融市场结构、较好解决中国金融市场结构的失衡问题、促进金融市场自身的持续健康发展、充分发挥金融市场体系在国民经济中的整体功能和增强金融市场在开放条件下的抵御国际金融危机冲击的能力等都将具有十分重要的理论意义和实践意义。

二、研究意义

本书具有重要的学术价值和应用价值。从学术上看，本书提出的金融市场结构概念和内涵，金融市场发展的实质是金融市场的不断优化过程，金融市场结构优化的核心是合理化、高级化和梯度化，金融市场结构优化的评价标准与指标体系以及优化金融市场结构的路径和战略等学术观点，对于丰富中国金融市场结构的理论内容具有重要的理论意义。

从实践上看，本书将为政府和金融管理部门、实务部门等提供决策参考服务。它对于政府和金融管理部门提高金融市场监管水平、充

分发挥金融市场的整体功能等具有重要的应用价值；对于金融实务部门提高其经营效率、提升国际竞争力以及抵御金融危机能力等也具有重要的现实指导意义。

第二节 文献综述

一、国外研究文献综述

对于金融市场结构问题进行专门研究的文献，国内外还不多见。从国外研究现状看，对于金融市场结构的研究最早散见于以产业组织理论为基础的市场结构分析。如梅森（Mason）和贝恩（Bein）首先提出了产业组织理论的市场结构、市场行为和市场绩效的框架，^①认为市场结构决定竞争的性质，市场行为决定竞争的行动，市场绩效决定资源的配置效率。这样，以市场结构—市场行为—市场绩效为分析框架（简称 SCP 框架），并以可观测的结构、行为变量为自变量，以绩效为因变量，建立一个函数关系，就可以找出其中的变化规律。

其后，美国经济学家格利（J.G.Gurley）、麦金农（R.Mchinnon）与肖（E.S.Shaw）以及戈德史密斯（P.G.Smith）等认识到了金融发展中的结构问题。格利和肖在 1960 年出版了《金融理论中的货币》一书，较早提出了有关金融结构的观点。该书重点研究金融资产、金融机构和金融政策，试图“发展一种包含货币理论的金融理论和包含银行理论的金融机构理论”。^②在他们的货币金融理论中虽然没有明确提出金融结构概念，但却包含了金融工具、金融机构、融资方式和金融政策等金融结构问题，这对于金融结构问题的研究具有重要的开创性

① Bein, J. S., 1959, Industrial Organization, New York, John Wiley, p.126.

② 格利、肖：《金融理论中的货币》（中译本），上海三联书店 1988 年版，第 1 页。

意义。

美国经济学家雷蒙德·W.戈德史密斯是现代比较金融学的奠基者，20世纪60年代首开现代金融理论研究的先河，他在1969年出版的《金融结构与金融发展》一书，奠定了金融结构理论研究的基础。该书总结了金融发展与现代经济增长的关系，重点分析了决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素，并阐明了这些因素如何相互作用、相互影响从而促进金融发展的过程。戈德史密斯提出，“金融理论的职责就在于找出决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素，并阐明这些因素怎样通过相互作用而促进金融发展”。^①为此，戈德史密斯从数量方面对金融结构进行了定义，所谓金融结构，就是指一国金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模。^②他还列出了衡量一国金融结构的八个指标，其中最为重要的两个指标是新发行率（NER）和金融相关率（FIR）。^③戈德史密斯认为，“金融发展是指金融结构的变化”。^④因此，金融结构的演变过程也就是金融发展的过程，金融结构的不同演变类型决定着金融发展的不同道路。然而，金融结构类型的多样性并不能决定金融发展道路的多样性。事实上，金融结构类型的差异更多的是由发展道路的起点不同所导致。在此基础上，戈德史密斯以定性的方式对金融结构变动的规律性做了高度概括，共有12个基本观点。^⑤综合起来，戈德史密斯关于金融结构变动的研究是以金融工具和金融机构的数量关系分析为重点，从三个方面分析金融结构变动的趋势：一是通过金融相关比

① 戈德史密斯：《金融结构与金融发展》（中译本），上海三联书店、上海人民出版社1994年版，第44页。

② 戈德史密斯：《金融结构与金融发展》（中译本），上海三联书店、上海人民出版社1994年版，第46页。

③ 李木祥、钟子明、冯宗茂：《中国金融结构与经济发展》，中国金融出版社2004年版，第6页。

④ 戈德史密斯：《金融结构与金融发展》（中译本），上海三联书店、上海人民出版社1994年版，第32页。

⑤ 戈德史密斯：《金融结构与金融发展》（中译本），上海三联书店、上海人民出版社1994年版，第38-42页。

率的变动反映出金融上层结构与经济基础结构之间在规模上的变化关系,即在一国经济发展过程中,金融体系越发达,金融相关比率也就越高,金融结构由低层次逐步向高层次演进;二是金融工具结构的变化,表现为金融工具种类越来越多,债权证券在金融工具总额中所占比例逐步降低,而股权证券所占比例则逐步提高;三是金融机构结构的变化表现为金融机构种类越来越多,金融机构在金融资产中所占比例不断增加。银行体系在整个金融机构体系中的主导地位逐步受到削弱,而非银行金融机构的地位不断上升。

麦金农一肖关于发展中国家金融结构的观点隐含在金融深化理论中。麦金农一肖的金融深化理论并没有强调金融结构问题,他们分析的是发展中国家金融抑制的表现及其影响,强调金融市场的形成和完善的重要性,认为“一个以银行体系为中心的有活力的国内资本市场,可能是经济发展的一个极有效的发动机”。^①但是,对于发展中国家而言,金融结构的扭曲总是与金融市场受抑制相伴随的。为此,麦金农一肖专门对企业的内源融资和外源融资两类融资方式作了详尽分析,并由此提出了货币当局应改善货币供应条件,提高货币的实际收益率,借以增加货币积累,改变内源融资占主导地位的政策主张,其主要目标是整个社会经济中金融部门的发展和全社会货币化程度(M_2/GDP)的显著提高。从这个意义上来说,麦金农一肖的金融深化其实是金融结构的动态化调整和优化的过程。

“两分法”金融结构理论是 20 世纪 90 年代在内生增长理论基础上新发展起来的一种金融发展理论,是继戈德史密斯理论之后最具影响力的金融结构理论。该理论的核心内容是将金融体系分为银行(中介)主导型和金融市场主导型两种模式,进行优劣比较。他们常常以德日和英美分别作为两种模式的典型代表,并以此评判不同的金融结构对金融发展乃至经济增长的作用。1999 年,美国经济学家埃利斯·德米尔居斯·孔特(Asli Demirgüç Kunt)和罗斯·莱文发表了《银行主

① 麦金农:《经济发展中的货币与资本》(中译本),上海三联书店 1988 年版,第 150 页。

导型和市场主导型金融体系：德国比较》^① 论文，将“两分法”金融结构的研究推向了高潮；美国经济学教授富兰克林·艾伦（Franklin Allen）和道格拉斯·盖尔（Douglas Gale）2002 年出版了专著《比较金融系统》（Comparing Financial Systems），^② 以英美德日法五国金融体系为代表，系统比较了银行主导型金融体系和市场主导型金融体系的生成机制、优缺点及其对经济增长等的促进作用，进一步系统化了“两分法”金融结构理论。并得出结论：在现代的金融体系中，金融市场和金融中介不是替代性的，而是互补性的。在任何一种情形下，发达的经济中，市场和中介存在共生的关系。

目前，国外对于金融结构和金融市场结构虽然还没有在理论上有很大的突破，但在研究方法上则突破了实证分析的局限性，引入了博弈论、计量经济学和信息经济学的分析方法，从而使对金融市场结构的分析则逐步由定性分析转向了定量分析。

二、国内研究文献综述

在国内，随着西方金融结构和金融发展理论在中国的逐步引入和传播，特别是随着中国金融体系的逐步建立和完善，对于金融结构和金融市场结构研究的学术成果日益增多，但对于金融市场结构的专门研究才刚刚起步，而且也常常与金融结构问题的研究交织在一起，其研究水平却大大落后于金融市场发展的客观要求。整体来看，对于金融市场结构的研究一般是从金融结构的研究开始的。从具体的研究时间来看，对金融结构问题的研究始于 20 世纪 80 年代中期，90 年代后期得以推广，到 21 世纪初日趋活跃和深入。其大致可分为以下三个阶段：

^① Asli Demiguc Kunt and Ross Levine, Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparison, Mimeo, World Bank, 1999.

^② 富兰克林·艾伦、道格拉斯·盖尔：《比较金融系统》（中译本），中国人民大学出版社 2002 年版。

（一）起步探索阶段

20 世纪 90 年代以前，对于金融市场结构的研究基本上是属于起步探索阶段，而且将其隐含在金融结构的探索之中。李茂生较早研究了中国金融结构问题，开创了中国金融结构研究的先河。他于 1987 年出版了专著《中国金融结构研究》，认为金融结构是整个社会经济结构的重要组成部分，是货币流通和信用赖以构成一个整体并能充分发挥各部门机能的存在方式、组织形式和基于人们物质利益而建立起来的调节机制，应从生产力和生产关系两个方面来认识，它包括金融形式结构、金融机构结构、金融调节机制结构、金融从业人员结构和金融市场结构五个方面内容。并从货币结构、结算结构、银行资金结构、利率结构、金融从业人员结构以及金融市场结构等方面对中国金融结构的变化、现状和趋势进行了系统的分析。^① 由于当时国内经济还是“有计划的商品经济”，金融改革尚未深入，所以对金融结构的研究也就打上了“计划金融”烙印。

继李茂生之后，王兆星仍以“有计划的商品经济”为背景，对中国金融结构理论研究做了开创性的探索工作。他在《中国金融结构论》中明确地阐述了金融结构的定义，认为金融结构是各种金融要素有机联系整体，包含着各种金融要素间的质的联系和量的比例。从横向上看它是金融主体、客体、形式、工具、价格等的有机整体，从纵向上看它是微观基础、中观市场和宏观管理的有机整体。^② 并进一步具体考察了中国微观金融基础结构（包括金融组织结构、经营结构、资产负债结构）、中观金融市场结构（包括信用结构、金融商品结构、金融价格结构、金融交易结构和金融市场调节机制结构）和宏观金融结构（包括目标结构、决策结构、调控运行结构、金融政策结构和金融制度结构）。这为中国对于金融市场结构的研究奠定了基础。

（二）全面探索阶段

20 世纪 90 年代，对于金融结构的研究属于一个全面探索阶段。

① 李茂生：《中国金融结构研究》，山西人民出版社、中国社会科学出版社 1987 年版。

② 王兆星：《中国金融结构论》，中国金融出版社 1991 年版，第 6-9 页。

1999年,方贤明从制度变迁的角度对金融结构调整变化进行研究,认为“金融结构就是金融系统诸要素之间的内在联系方式或配置格局,也就是构成金融体系的市场主体(金融机构、监管机构和非金融机构)、市场客体(金融工具或金融市场业务)在数量、规模、比例和份额等方面的关系”。可以“把金融结构理解为由金融活动中主体之间的关系所决定的,金融机构、金融工具、金融市场、金融监管体系构成的总和”。^①金融结构的特征归根结底是内生经济体系的整体基本性质决定的,任何经济活动都是在一定所有制下开发和利用资源的活动。因此,一定所有制条件下的资源配置方式可作为区分金融结构类型的主要标准。董晓时(1999)从现代金融运行的视角出发,认为现代金融是一种科学结构。金融结构是金融系统内在的有规律的联系,是金融要素有机联系的整体。金融结构应由主体结构、客体结构和联系结构三个部分组成,金融结构的运行必须与其社会基础环境相适应,这包括社会文化背景、社会制度和经济发展基础三个方面。^②另外,何德旭(1999)的《论中国资本市场的结构优化方向》,则从微观的角度分析了中国资本市场结构存在的问题与对策等。

2000年,李量以“开放的增长型经济”为背景,构建“结构性金融战略研究和分析框架”,系统地提出了中国金融结构战略,认为“把反映一定时期各种金融工具、金融市场和金融机构的形式、相对规模和比例理解为一国的金融结构。一定金融结构反映一定的金融功能与效率,也反映一个经济的金融体系的特征。从存量角度看,金融结构反映的主要是金融资产与实物资产在总量上的关系;金融资产与负债总额在各金融工具中的分布;金融资产与负债在各金融机构与非金融结构中的分布;金融资产与负债在各个经济部门中的地位;金融活动对社会资源配置及其对经济增长的影响等”。^③并认为金融结构战略是一个国家经济发展政策的基础性工程,金融结构战略分为货币供

① 方贤明:《制度变迁与金融结构调整》,中国金融出版社1999年版。

② 董晓时:《金融结构的基础与发展》,东北财经大学出版社1999年版。

③ 李量:《现代经济结构导论》,经济科学出版社2001年版,第147~148页。