

文静 著

j in r o n g j i g o u f e i y i n h a n g h u a f a z h a n y a n j i u

作者从一国乃至世界的金融体系出发，系统地研究了金融机构演变的动因、机理和趋势，并首次提出金融发展“非银行化”的概念。在大量充分的对比、分析和论证的基础上，令人信服地揭示出金融发展的一个规律是金融机构的“非银行化”发展这一命题。

金融机构 “非银行化”发展研究

东方出版中心

文静 著

j i n r o n g j i g o u f e i y i n h a n g h u a f a z h a n y a n j i u

作者从一国乃至世界的金融体系出发，系统地研究了金融机构演变的动因、机理和趋势，并首次提出金融发展“非银行化”的概念。在大量充分的对比、分析和论证的基础上，令人信服地揭示出金融发展的一个规律是金融机构的“非银行化”发展这一命题。

金融机构 “非银行化”发展研究

东方出版中心

图书在版编目(CIP)数据

金融机构“非银行化”发展研究/文静著. —上海: 东方出版中心, 2009. 11

ISBN 978-7-5473-0064-0

I. 金… II. 文… III. 金融机构—研究 IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 192994 号

金融机构“非银行化”发展研究

出版发行: 东方出版中心

地 址: 上海市仙霞路 345 号

电 话: 021-62417400

邮政编码: 200336

经 销: 全国新华书店

印 刷: 上海敬民实业有限公司长阳印刷厂

开 本: 890 × 1240 毫米 1/32

字 数: 300 千

印 张: 11.75

版 次: 2009 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-5473-0064-0

定 价: 28.00 元

版权所有, 侵权必究

**献给至亲至爱的
父亲文振宇和母亲毛一祝**

序一

国际金融发展的动因与路径

陆德明

文静博士的著作,从理论与经验上探讨了一国金融发展的“非银行化”趋势。这是她六年前的博士论文,基本没改动,原汁原味,体现了她六年前的认识深度、高度和创意。六年后的今天,全球深陷金融危机,华尔街的“非银行”金融机构似乎一夜之间趴下了、消失了。例如五大投资银行:小五贝尔斯顿时破产,小四雷曼兄弟倒闭,阿三美林被收购,老二摩根斯坦利和老大高盛也商业银行化了……这是何故?怎么理解这种金融发展趋势的逆转、背离或曲折?文静书稿为大家展示了一系列引人思索的问题,值得读者们探讨。

对本书的讨论留给读者。在此我想从另一个角度提出并假说性思考这样一个问题:全球化背景下,金融在国家与国家之间是如何相对互动发展的?美国等发达国家的金融是如何通过创新获得领先优势的?中国等发展中国家的金融怎样用好学习型后发优势?

一、现有金融发展理论的不足

根据戈德史密斯的“金融结构论”,金融发展是指一国经济金融结构的变化提高,包括金融工具结构、金融机构结构、金融市场结构与金融制度结构等。具体指标如经济货币化率、资产证券化率和金融经济相关率等。金融机构的“非银行化”倾向是其特征之一。

根据麦金农和肖的“金融深化”理论,则金融发展是指一国由“金融压制”到“金融自由化”的“金融深化”过程。发展中国家的金融压抑(如金融工具和金融机构单一、实行方方面面的金融管制

等),是不利于金融发展和经济增长的。只有放松利率和汇率等的管制,进行金融自由化改革,才能导致金融发展和经济增长。

这些理论,反映的只是一个国家金融发展的过程与表象,无法解释国家与国家之间相对互动的金融发展。

什么是金融?金融的本质是跨时空的价值交换与资源配置。在全球化的今天,一个国家如能获得金融优势,就可立足于全球价值链的高端,支配全球资源。

发达国家靠不断的金融创新获得了金融发展的领先优势或先发优势,控制着全球资源,垄断着全球价值。金融创新,就动机讲可分规避风险的创新和规避管制的创新等。具体包括金融工具性、技术性的创新和金融机制性、制度性的创新等。金融创新可获金融领先优势,但在“风险—管制—新的风险—新的管制”的循环中,也经常伴生金融危机,要付出巨大的创新代价或创新成本。

发展中国家在金融开放与金融学习过程中,具有金融后发优势。只要利用和发挥好这种后发优势,就可参与全球分工、分享全球资源和全球价值。金融学习,包括金融工具性、技术性的学习和金融政策性、制度性的学习等。金融学习可得后发利益,但也有学习成本。如果学习变成简单的模仿,则会导致金融危机。

二、美国等发达国家的金融创新式发展

由美国次贷危机引发的全球金融危机即将过去。但金融发展的下一轮周期又将周而复始。这是一种规律,全球都在总结和反思。

金融创新,始于规避风险或规避管制。创新导致发展,但创新也产生新的风险,累积引发金融危机。危机过后亡羊补牢,又导致新的管制。为规避管制,新的创新重又开始。史料显示,美国等发达国家金融创新不断,但几乎每一二十年就要爆发一次金融危机。

例如,这一次美国次贷危机,孕育于几十年前的住房贷款证券化创新。本来,银行为房地产开发企业融资和向购房家庭按揭是

很正常的事,银企家三方得益,银行自会控制风险。但1938年,美国创出了一家半政府背景的“房利美”,专门从事住宅贷款的证券化运作。它左手向银行收购住房按揭贷款合同,右手打包成债券到资本市场出售。这么一创新,融资范围大大拓宽,成效显著。到1970年又成立了第二家“房地美”。在“两房”和资本市场的推动下,美国房地产金融加速发展。资金越来越多,房子越造越大,房价越推越高。但在融资链拉长的同时,风险也不断积累。银行由于风险转出,低利率放贷给低收入家庭。当利率政策一变化,资金链就断裂,多米诺骨牌就连锁倒下。

1999年,美国抛弃格拉斯—斯蒂格尔法,创新推出了以金融混业经营为核心的《金融服务现代化法案》,结束了银行、证券和保险分业经营的格局,全面放松制管,推行金融自由化。结果,在华尔街金融家们逐利本性的驱动下,金融创新层出不穷,金融衍生品四处泛滥,投资银行的杠杆率越抬越高,资金链和价值链越拉越长,风险越积越多。终于,在次贷引爆下演变成全面的金融危机。

危机将过,美国政府不久前公布了长长的“金融白皮书”,准备从机构、市场、消费者保护和国际合作等多角度,全面强化美国的金融监管。奥巴马决定让美联储作为超级监管机构肩负起防范系统性金融风险的责任,实属罕见。此“白皮书”显露的金融改革路线图,表明美国对现有金融制度又将进行创新。旨在重塑金融优势,在危机中自我学习、创新求发展。

三、中国等发展中国家的金融学习型发展

此次金融危机前,中国被认为是金融风险最高的国家之一。这也是“中国崩溃论”的主要依据之一。但是,中国金融没有崩溃。现在看来,中国是经济相对最稳定、金融相对最安全的国家之一。不仅十年前挡住了亚洲金融危机,而且这次也成功地躲避了美国次贷危机的正面冲击。有点侥幸,也是必然。因为这得益于中国金融开放与学习中的后发优势。这种优势,一方面来自发达

国家金融创新(包括金融工具创新和金融制度创新等)的经验,另一方面来自新兴市场国家金融模仿(包括金融工具模仿和金融制度模仿等)的教训。

中国的金融改革,一步步循序渐进,相对于实业部门慢半拍。国有银行,在市场化经营基础上,到本世纪初才进行了产权制度改革。

中国的金融开放,也比实业部门迟一步。一开始我们只允许外国商品和外商直接投资进来。当制造业成为竞争性“暴露部门”的时候,金融业仍是一个垄断性“隐蔽部门”。但经济却因外部资源的获得而高速增长。后来我们逐步允许外国资本和金融机构进入。外资金融机构带来了它们的操作规范和专业经验,导致了金融技术的转移。加入 WTO 后,中国扩大了金融开放,但还是一步步稳扎稳打。到今天,我们的资本项目还没有完全开放,人民币也还没自由兑换。

发展中国家金融改革开放的过程,就是其金融学习、消化与创新的过程。中国金融改革开放的适当滞后。维持了金融的稳定和安全,抵御了金融危机的传染,保护了中国的国家利益。

金融学习是有益的,具有低成本后发优势。但学习不等于模仿。一套完整金融制度的建立,在西方国家化了几百年的时间,可日本、新加坡、中国香港和台湾等几十年内就学成了,但东南亚其他国家和拉美国家等,曾因金融开放不当,学习变为简单的模仿,在送走金融压抑的同时,迎来了金融危机。

学习内含着创新。对于中国来说,美国式金融和日本式金融等,都无法简单照搬或移植。因为制度是内生的。金融技术和工具可以拿来,但金融制度必须本土化创新,切合国情。例如,美国的资本市场控制着世界,而中国的银行很强大。银行具有信息优势与监管优势。或许,中国金融发展的银行化倾向,就是创新特色之一。

是为序。

2009 年 9 月 15 日

序二

汤春雷

还记得在1991年2月,邓小平针对上海浦东新区的开发工作说过一段非常著名、精辟的话:“金融很重要,是现代经济的核心。金融搞好了,一着棋活,全盘皆活”。邓小平金融理论中最重要的观点——金融是现代经济的核心,由此形成。这一论断也就成为我国经济建设的重要指导思想,成为我们研究和解决中国现代经济问题的总的指导纲领。

始于2007年的美国金融危机席卷全球,更说明在当今世界,金融体系的健康发展已不再是一国或多国国家集团的事,而是全球的大事。所以说,对中国这样的发展中大国,金融体系的完善和发展的重要性怎么说都不为过。

文静女士的这本专著终于要付梓出版了,这是我一直所期待和盼望的事,作为本书从确立提纲、搭建架构、搜集资料到成篇修改的见证人和参与者,我十分高兴能为本书作序。本书的撰写前后历时两年多,凝聚了作者大量的心血。作者正是从一国乃至世界的金融体系出发,系统研究了金融机构演变的动因、机理和趋势,并首次提出金融发展“非银行化”的概念。在大量充分的对比、分析和论证的基础上,令人信服地揭示出金融发展的一个规律是金融机构的“非银行化”发展这一命题。尤其难能可贵的是,本书还针对中国金融体系的现实状况,有理有据地提出了“大力发展非银行金融机构,以此形成中国结构性金融发展的质变”的政策建议,这就使得本书因它的理论与实践价值而变得更有意义。

作为长期驰骋于中港美欧四地资本市场的专业人士,回顾自己十几年来的经历,我先后或同时从事过企业管理咨询、投资者关

系(IR)顾问、财务顾问、投资银行、股权投资(PE)、产业投资、收购兼并(M&A)等一系列工作,服务过包括兴业铜业(0505-HK)、海螺水泥(0914-HK/600585-A)、南方航空(1055-HK/600029-A)、万通地产(600246-A)、民生银行(600016-A)、天威英利(YGE-NYSE)、新嘉联(002188-A)、中德环保(ZEFG..DE)等在内的数十家知名境内外上市公司。这些客户各自在中港美欧四地资本市场的动作历程,使我深深地感受到优良的金融体系(尤其是非银行类金融机构)对企业完善法人治理结构、提高经营效率、创造社会财富等方面所起到的巨大作用。与此同时,我作为一名非银行金融机构的从业者,也感触良多。因为随着我国由计划经济向市场经济的转轨,在银行类金融机构持续发挥它们巨大作用的同时,我们也非常欣喜地看到非银行金融机构正逐步占据着越来越重要的地位,这必将对经济发展产生更大的影响。

自1492年哥伦布发现新大陆以来的五百年,是西方在全球渐占主导地位的五百年,而1992年则由于邓小平的南巡而成为中国历史的一个新起点,一个重新走向辉煌的起点。我深信中国的崛起已不再是一个梦想,而是一个越来越明晰的现实。我们有幸在时代的大潮中搏击风浪,追逐梦想,何其光彩和荣耀!中国要成为世界头等强国,就必须继承、创造、完善、发展我们民族自己的一切,如政治、经济、文化、金融等等,这是何等伟大的事业!我们的祖先曾经创造了世界最先进的文明并延续了几千年,这在世界上也是绝无仅有的。只要我们勤勤恳恳、持之以恒,我相信中华的复兴是毫无异议的,这也是整个世界之福!

看着窗外郁郁葱葱的林木,我由衷地为中华祈福,愿天佑中华,也愿祖国保佑我们,为中华之崛起而奋力拼搏,只争朝夕。在此,也愿我们这一代能在祖国金融体系的建设和发展中更加精进有为,实现梦想!

是为序。

2009年5月18日于天杰斋

目 录

序一(陆德明)/1

序二(汤春雷)/1

导 论/1

引言/2

本书研究的理论背景/3

国内外相关领域的研究现状及本书选题/10

本书的研究方法、框架、创新和结论/17

第一章 金融机构“非银行化”金融发展之基本概念阐释/21

金融中介机构的重要性/22

金融中介机构的界定/24

金融发展的规律性/31

金融机构“非银行化”发展释义/34

第二章 金融机构“非银行化”发展研究之相关文献概览/39

金融深化、金融自由化的理论与实践/40

格利和肖之前的金融中介机构理论/44

格利、肖和戈德史密斯的金融机构理论/46

“非银行化”之金融中介机构替代论/51

“非银行化”之市场替代论/57

“非银行化”之功能替代论/60

对转轨经济中“非银行化”的讨论/63

一个简短评论 / 65

第三章 金融机构“非银行化”发展之数据支持及理论说明 / 67

银行在金融发展中地位的变化 / 68

“非银行化”金融发展中银行的地位和作用 / 92

客观认识市场的地位和作用 / 98

中介化市场发展——一个新范式 / 105

金融中介机构视野里的金融发展论 / 110

第四章 银行的脆弱性解析与“非银行化”金融发展 / 117

银行业的不稳定性及其危机 / 118

银行脆弱性的外因分析 / 122

银行脆弱性的内生机理分析 / 126

金融中介机构的流动性问题 / 130

银行脆弱性的内生连续性分析 / 135

“非银行化”制度安排 / 144

第五章 金融机构“非银行化”发展中银行应对策略分析 / 151

银行与变化中的外部环境 / 152

银行应对策略的负作用 / 156

银行战略导向的调整和转变 / 168

第六章 “非银行化”金融发展的动因与进化 / 183

金融发展的路径与经济发展 / 184

需求方面促进非银行化的因素分析 / 187

供给方面促进非银行化的因素分析 / 194

“非银行化”金融发展的途径——金融创新 / 207

“非银行化”金融发展的生态学和进化博弈论分析 / 212

第七章 “非银行化”金融发展的绩效分析 / 217

效率性绩效分析 / 219

适应性绩效分析 / 229

稳定性绩效分析 / 234

“非银行化”的其他绩效 / 243

第八章 中国金融中介机构体系发展回顾 / 253

对中国金融改革的评价 / 257

中国金融发展中银行发展回顾 / 267

中国“非银行化”金融发展回顾 / 283

对中国金融中介机构体系“非银行化”发展的评论 / 291

第九章 中国“非银行化”金融发展的基础 / 299

中国“非银行化”金融发展的经济基础 / 300

“非银行化”金融发展之支持因素分析 / 310

体系架构支持 / 311

参考文献 / 328

后 记 / 356

论

最重要的两个方面是金融工具体系和金融中介机构体系。①金融工具体系 (financial instrument system) ②金融中介机构体系 (financial institution system) ③金融监管体系 (financial supervision system) ④金融体系 (financial market system) ⑤金融体系 (financial system) ⑥金融体系 (financial system) ⑦金融体系 (financial system) ⑧金融体系 (financial system) ⑨金融体系 (financial system) ⑩金融体系 (financial system) ⑪金融体系 (financial system) ⑫金融体系 (financial system) ⑬金融体系 (financial system) ⑭金融体系 (financial system) ⑮金融体系 (financial system) ⑯金融体系 (financial system) ⑰金融体系 (financial system) ⑱金融体系 (financial system) ⑲金融体系 (financial system) ⑳金融体系 (financial system) ㉑金融体系 (financial system) ㉒金融体系 (financial system) ㉓金融体系 (financial system) ㉔金融体系 (financial system) ㉕金融体系 (financial system) ㉖金融体系 (financial system) ㉗金融体系 (financial system) ㉘金融体系 (financial system) ㉙金融体系 (financial system) ㉚金融体系 (financial system) ㉛金融体系 (financial system) ㉜金融体系 (financial system) ㉝金融体系 (financial system) ㉞金融体系 (financial system) ㉟金融体系 (financial system) ㊱金融体系 (financial system) ㊲金融体系 (financial system) ㊳金融体系 (financial system) ㊴金融体系 (financial system) ㊵金融体系 (financial system) ㊶金融体系 (financial system) ㊷金融体系 (financial system) ㊸金融体系 (financial system) ㊹金融体系 (financial system) ㊺金融体系 (financial system) ㊻金融体系 (financial system) ㊼金融体系 (financial system) ㊽金融体系 (financial system) ㊾金融体系 (financial system) ㊿金融体系 (financial system)

主要点明了本书研究的理论背景和实际意义；国内外学者在相关领域的研究现状及本书的选题、研究方法、框架、创新等。

引 言

金融体系(financial system)由众多子体系组成,总体而言,包括金融工具体系^①(financial instrument system)、金融机构体系^②(financial institution system)、金融市场^③体系^④(financial market system)、金融制度及监管体系^⑤(financial institution system)(其中最重要的两个方面是金融机构体系和金融市场体系^⑥)。金融体系在整个经济体系中有着非常重要的作用,发育良好的金融体系

- ① 一般解释为信用关系的书面证明、债权债务的契约文书等,是指一个经济单位发行的对其他经济单位的债权凭证和所有权凭证,如货币、债务、商业票据、银行票据、存款单、股票、保单、汇票、金融期货、期权等各种金融衍生工具的标准合约,常被称为金融产品或金融商品而在金融市场上进行交易,是金融活动的载体,它们的数量、和数、特性是一个国家金融发展水平的基本标志;在统计中,常以金融资产和金融负债来具体体现。
- ② 根据金融活动的机构单位所从事金融活动的性质划分,用以反映参加金融活动的经济主体的特征,是国民经济机构部门分类的重要组成部分。主要是指从事金融中介活动和辅助性金融活动的机构单位,即以发行、持有和买卖金融工具为主业,资产和负债主要由金融工具组成的特殊经济单位,如银行、保险公司、信托投资公司、信用合作社、财务公司、销售租赁公司等等。通常被分为银行和非银行金融机构两类。银行包括中央银行和存款银行,非银行金融机构包括保险公司和其他非银行金融信托机构。
- ③ 尽管一个金融市场的存在并不是一种金融资产创造与交易的必要条件,但在大多数国家经济中金融资产还是在相应类型的金融市场中产生和交易。
- ④ 各种金融工具交易的场所,这个场所包括了导致买卖双方互相接触而达成交易的所有有效安排(例如金融机构,交易程序、交易手续等)。通过这些交易,金融市场发挥了促进资金调配的功能。它又进一步分为货币市场、资本市场、外汇市场及衍生性金融工具市场等。这些市场最重要的参与者是金融机构,其价格信号是由利率、汇率及指数构成。在金融市场上,资金总是流向收益较高又比较安全的领域。但是高收益与高风险并存,低风险则难有高收益,正是这种矛盾促使市场参与者在金融活动中不断地提高效率并产生创新冲动。金融市场若很活跃,则投资资金的流动性大,有助于吸引更多人的参与金融市场的交易,此时金融中介的功能才能得到充分发挥。
- ⑤ 涉及金融活动的各个方面和环节,体现为有关的国家成文法和非成文法,政府法规、规章、条例,以及行业公约和惯例的制度系统,具体包括货币制度、汇率制度、信用制度、银行制度、金融机构制度、利率制度、金融市场的种种制度,以及支付清算制度、金融监管制度和其他等。
- ⑥ 格利和肖认为由于实物资本投资的期限较长,投资回收也有一个漫长的过程,加之储蓄和投资分离后,在投资过程中就出现了所谓的委托代理问题,储蓄者要冒很大的风险,这就需要有某种组织上的安排,即金融中介机构 and 金融市场(1994)。

和畅通无阻的传导机制有利于经济的长期增长,反之,则会起到阻碍作用。

本书研究的理论背景

20 世纪 60 年代后,“金融面纱说”由莫迪里安尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 提出后被广泛接受,即厂商融资的结构无关论,认为金融中介机构是多余的,货币政策只能通过货币供给的非预期变化对实体经济产生暂时性的影响。在其后发展起来的“真实商业周期模型”(real business cycle models) 中,金融对经济也没有任何影响。但是,越来越多的研究表明金融发展与经济增长之间有重要关联,如 20 世纪 80 年代以来,信贷市场和资本市场上的危机对宏观经济影响巨大,“金融面纱论”因此也就不成立了。

一、金融促进经济增长

金融影响经济增长,一方面表现在前者对后者有促进作用。经济学家希克斯 (Hicks) 在分析英国的产业革命时发现,金融体系 (此处主要是指资本市场) 对资本形成具有重要作用,从而对英国的工业化起到了非常关键的作用 (1969)。戈德史密斯 (Goldsmith) 认为金融和经济之间是一种大致平行的关系^①。费雪 (Fisher, 1993 年)、格利—肖 (格利和肖, 1995 年) 等认为,金融体系和经济发展与增长之间存在相互促进、相互影响的关系。健全的金融体系能有效地动员社会储蓄,并将其投入到生产中去,因此对经济的发展有促进作用。而且,随着经济的发展,人们收入水平的提高会增加对金融服务的需求,会刺激金融业的发展。这种良性循环对经济、金融发展都至关重要。但是在许多发展中国家却存在相

^① 同时,戈德史密斯认为,不能确定金融发展和经济发展之间的因果关系。[美] 雷蒙德·W. 戈德史密斯著:《金融结构与金融发展》,上海人民出版社 1994 年版,第 41 页。

反情况。一方面,金融条件的落后和低效率不能真正促进经济的增长;另一方面,经济发展的阻滞又不利于金融业的发展。这样,就造成了恶性循环。世界银行的政策研究报告中也明确提出,“在金融与发展之间存在明确的因果联系”(World Bank, 2001)^①。

实证研究结果也表明,金融影响经济增长。金(King)和莱文(Levine)在金融发展水平与资本积累、生产率等提高经济增长率的因素之间进行了计量分析,得出的结论是金融发展促进了人均增长率、物质资本的积累和经济效率的提高,较高的金融发展水平导致较高的经济增长率、物质资本的积累和经济效率,而且通过金融发展指标可以预测未来10年至30年的经济增长率、资本积累状况^②。莱文通过对80个国家1969年至1989年20年的时间段进行分析后也得出了同样的结论(Levine, 1997)^③。金和莱文的其他相关研究也证明了金融发展有积极影响,经验性地证实了金融体系在经济增长中的重要作用(King and Levine, 1993b)^④。莱文和泽沃斯(Zervos)进一步对47个国家1976年至1993年间的金融发展与经济增长的关系进行实证研究,结果表明股市的流动性、银行发展水平与经济增长率、资本积累和生产率的提高之间存在很强的相关关系,也得出了与莱文同样的计量分析的结果,即股市流动性与银行发展水平促进了经济长期增长(Levine and Zervos, 1998)^⑤。

有学者指出:金融制度不仅仅是现代经济增长与发展的要素,而且金融制度的完善程度已是一国经济增长与发展的显著标志

① World Bank: Finance for Growth: Policy Choices in A Volatile World. A World Policy Research Report, A Copublication of the World Bank and Oxford University Press, 2001.

② Robert G. King and Ross Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108(3, August): pp. 717-737.

③ Ross Levine, 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, June, vol. 35, pp. 688-726.

④ Robert G. King and Ross Levine, 1993b, "Finance, Entrepreneurship, and Growth: theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, 32(3, December): pp. 513-542.

⑤ Ross Levine and Sara Zervos, 1998, "Stock markets, Banks and Economic Growth," *The American Economic Review*, 88(3): pp. 537-558.