

21 世紀金融中介

Financial Intermediation
in
the 21st Century

苏亥尔·米科达西
北京世纪英闻翻译有限公司
丁志杰

编著
译
审校



中国商务出版社

CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

21 世纪金融中介

Financial Intermediation in the 21st Century

苏亥尔·米科达西 编著
北京世纪英闻翻译有限公司 译
丁志杰 审校

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

21 世纪金融中介/米科达西编著;北京世纪英闻翻译有限公司译;丁志杰审校. —北京: 中国商务出版社, 2004.3

书名原文: Financial Intermediation in the 21st Century

ISBN 7-80181-227-1

I . 2… II . ①米…②北…③丁… III . 金融 - 中介组织 - 研究 - 世界 - 文集 IV . F830.39-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 020671 号

版权出让方 ©2002 by Palgrave Macmillan

版权代理 万达版权代理中心

著作权合同登记号 01 - 2002 - 5235

21 世纪金融中介

Financial Intermediation in the 21st Century

苏亥尔·米科达西 编著
北京世纪英闻翻译有限公司 译
丁志杰 审校

中国商务出版社出版
(原中国对外经济贸易出版社)
(北京市安定门外大街东后巷 28 号)
邮政编码: 100710

电话: 010-64269744 (编辑室)
010-64220120 (发行二部)

网址: www. cctpress. com

E-mail: cctpress@cctpress. com

新华书店北京发行所发行

三河汇鑫印务有限责任公司印刷

880 × 1230 毫米 32 开本

11.375 印张 328 千字

2004 年 4 月 第 1 版

2004 年 4 月 第 1 次印刷

印数: 5000 册

ISBN 7-80181-227-1
F·690

定价: 30.00 元

致 谢

一群才华横溢的国际金融领导者、监管者和研究者为本书撰稿，把凝聚着他们的丰富经验和深厚专业知识的尚未发表过的文章贡献给了本书。他们对既往事件的深入思考和对未来洞幽烛微的见解，使本书具备了不同凡响的永久价值。本书的大多章节源于金融名流们1999年底在洛桑大学举行的一次智慧碰撞的对话。

除了要感谢本书的撰稿人之外，还要感谢在本项目中努力协助编辑的数十人，尤其是银行业和金融管理学院（IBFM）理事会主席让·皮埃尔·罗斯博士、学院理事会的各位理事和全体教职员工，还有我的研究生助手弗劳尼卡·凡罗和亚力克西·派克夫（他们二人帮助编辑了本书文稿）。凯西·伯凡的编辑工作（与安·菲克森和玛里琳·哈姆斯黑一起）及 Palgrave 出版有限公司的尼古拉·菲尼卡提供的帮助，尤其值得称赞。

本书针对的是广泛的读者群：政策制定者、决策者、金融服务业的专业人士和客户，以及学生和学者们。

2001 年 4 月

苏亥尔·米科达西

前 言

十多年前，洛桑大学管理和经济学研究生院的一群教授决定拓展金融方面的教学和研究。他们认识到金融在现代管理中的中心作用 and 为学生提供更佳教育的需要。以莱昂和维尔弗莱德为名义领袖，他们在这方面起到了先锋作用，承袭了洛桑大学作为现代经济思潮中心的这一传统。

银行业和金融管理学院（IBFM）创建于1989年6月29日。起初，该学院致力于研究工作以及为业界人士组织研讨会。但在1993年，学院设立了金融研究生学位，举办了瑞士第一个此类研究生课程。自开设以来，凭借它的质量，该课程已经得到了广泛的认可。到1999年，已经有来自最好大学的大约120名研究生参加了该课程。

如果没有学院全体教职员工，尤其是学院院长米科达西及其继任者的支持，没有当地银行和洛桑大学慷慨的经济援助，这一切都不会成为可能。这些教授和赞助者们无愧于历届学生和研讨会与会者们对他们的感谢。

作为金融领域的研究、学习和交流中心，银行业和金融管理学院依循它的这一使命，决定召开一次大会，邀请业界人士和学者们参加，在会上针对当今金融市场所面临的挑战相互交流看法，以此来纪念它的十周年院庆。这个决定得到了相当积极的响应。代表银行、保险公司、交易所、中央银行、监管机构和国际机构的金融界领袖们，在洛桑大学安静的校园氛围中会谈了一整天，相互交流了经验和看法。他们的主要讨论围绕下述三个专题进行。

新金融时代

21 世纪的开始伴随着金融市场重要的结构变化。世界范围的自由化已经导致了全球化和非中介化。资本的自由流动和电信的技术进步已经模糊了国家之间的界限。各国的金融系统已经变成了全球金融市场的一部分，而且银行不再单独扮演金融中介的角色。另外，欧洲已经走向货币统一，10 种流通货币已经被欧元所取代。一个庞大、高流动性的欧元金融市场已经出现。

新的全球构架带来了什么样的机遇和挑战呢？银行还将存在下去吗？它们如何与提供金融服务的其他机构相竞争？因特网会淘汰掉银行柜台吗？

金融中心和市场向何处去？

对于资金这种稀缺资源的全球性竞争，为公司和交易所提出了明显的挑战。各国交易所正感到难以保持他们的吸引力。联合和合并是结构重组的明显标志。在欧洲，欧元的引入甚至也已经刺激了竞争。竞争优势现在取决于数据处理方面的技术进步。各国交易所还有没有未来？交易所怎样才能在新结构中满足投资者的需求？联合是持久的解决方法吗？

对监管当局的启示

虽然国际合作的趋势很明显，但监督仍然是国家的责任。全球金融的稳定仍然是国际货币基金组织和各中央银行的主要问题。国际清算银行的巴塞尔委员会在推广健全的银行业规则上起到了催化剂的作用。然而，由于金融交易的复杂性和监督各类金融机构的困难不断增加，系统风险很难排除。我们如何来保护和强化金融系统？国际清算银行规则是否能够在全球发展水平参差不齐的金融体系中贯彻执行？市场约束和监管分别起到什么样的作用？各国监管当局是否能够监督全球性经营者？

银行业和金融管理学院对那些在洛桑参加讨论的人士表示感谢，

并且很高兴出版所获得的大部分稿件和纪念学院十周年院庆的专题文章。本书最后一章总结了一些一般性的结论。

银行业和金融管理学院理事会同时感谢苏亥尔·米科达西教授，他满怀热情地组织了本次会议，并承担了本书的编辑责任。

银行业和金融管理学院理事会主席

让·皮埃尔·罗斯

目 录

1. 序：全球资本时代的金融中介 加里·L·泊尔林(1)

第一部分 新金融时代：挑战和机遇

2. 21 世纪的银行业：德意志银行的

- 观点 罗耳福·E·布来优尔(6)
导言 (6)
银行业目前的发展趋势 (7)
21 世纪的银行战略 (12)
结论：21 世纪的银行业 (16)

3. 因特网和商业银行业：从美国的发展来看其战略

- 意义¹ 威廉·C·亨特(18)
导言 (18)
美国银行业的近期趋势 (19)
技术变革和美国银行市场的产业组织结构 (21)
与现代产业组织理论的预测相吻合的最新变化 (23)
网上银行业世界的生存战略和地区性银行的角色 (28)
结论 (29)

4. 欧元时代金融机构的三大要务 乔恩·胡赫伯特(32)

- 第一要务：控制成本 (32)
第二要务：为客户提供一个面向全球的窗口 (33)
第三要务：提高员工技能 (34)

阿尔曼尼 (Almanij) 案例	(34)
创新和增长	(35)
5. 整合风险管理与资本管理¹	普拉卡西·希姆皮 (37)
公司资本的作用	(38)
资本结构模式	(42)
不断变化的风险管理的作用	(63)
6. 信息技术与创新重组的紧迫性	拉斯·H·修耐尔 (67)
全球化	(67)
信息产业革命	(68)
技术走向何方	(69)
经济增长与低通货膨胀并存	(71)
微观层次上的市场变化	(73)
管理面临的新挑战	(74)
金融领域强大的变革压力	(76)
在浪尖上的瑞典	(78)
SEB 的经验	(79)
从银行到信息接口	(82)
结论	(83)

第二部分 金融市场：未来的发展

7. 2000 年之后的全球金融：瑞士交易所面临的挑战	安东奈特·杭兹克·伊波奈特 (86)
瑞士交易所欧洲债券板块——唯一的全自动化平台	(87)
基于瑞士交易所技术的欧洲交易所证券回购 (Repo)	(87)
网上交易所	(88)
接入更便捷——新瑞士交易所交易系统	(89)
8. 网上交易正改变着资本市场	马特埃斯·莱克勒克 (90)

市场的自动化	(90)
转型中的市场	(92)
与客户的电子化通讯交流	(93)
走向何方?	(95)
小结	(96)
9. ABB: 金融市场的一个主要用户	简·拉克森达(97)
10. 欧洲股票交易所的	
转变	德克·P·梯来兹、蒂莫西·佛后斯特(101)
引言	(101)
关于欧洲股票交易所现状的报告	(102)
欧洲金融市场结构变化的主要驱动力	(106)
建立一个真正统一的欧洲市场的障碍	(122)
结论	(130)
11. 全国性或区域性金融中心的未来将会如何?	徐耀华(134)
挑战	(135)
交易所的反应	(136)

第三部分 监管机构: 强化金融 中介与金融体系

12. 巴塞尔资本要求: 迈向全球监管的	
第一步	安德鲁·克劳克特(140)
13. 新兴市场中金融中介的新工具和风险:	
监管机构和评级机构是否应采用新方	
法? 亚洲案例	菲利普·德莱亥兹(145)
14. 国际清算银行金融稳定学院的作用	约翰·G·海曼(151)
15. 瑞士与全球化的挑战	伯尼迪克·汉慈(158)
16. 世界需要新的金融结构吗?	卢卡斯·米勒曼(163)
对 20 世纪 90 年代金融市场危机的分析	(163)

对新的金融结构的建议	(165)
银行和私有债权人的作用	(168)
对其他改革建议的评价	(171)
瑞士的贡献	(175)
结论	(176)
17. 从新兴经济角度看待全球金融体系的	
改革	阿里·穆罕穆德·奈姆(177)
建立更好的国际标准	(177)
引入更高的透明度	(178)
对银行稳健性的监管	(178)
未来的路	(179)
18. 2000 年之后的全球金融：对管制和监察机构的	
影响	若月三喜雄(181)
金融全球化和国际合作	(182)
整合与集团化	(185)
信息技术革命与金融创新	(187)

第四部分 学术界和研究人员的观点

19. 改革全球化时代的非洲金融市场	开普特·阿焦特(192)
非洲经济简介	(192)
必须深化金融市场改革	(194)
重点方面	(195)
改革与金融市场结构：设计问题	(202)
总结词	(205)
20. 银行业的管制：行政法规与市场化工具的	
比较	罗伯特·比克赛(208)
导言	(208)
管制的理论基础	(209)

行政性规则的局限性	(211)
市场化工具的作用	(213)
结论	(219)
21. 信用风险：风险管理的前沿	迪迪尔·考欣(222)
信用风险的复杂性	(223)
信用评级中的难点	(226)
信用风险评价的近期理论发展	(228)
资产组合的信用风险计量	(231)
结论	(233)
22. 银行越大越好？	吉安·皮埃尔·旦汀 ¹ (235)
一条漫长而崎岖的征途	(235)
大型化的原因	(237)
自我膨胀	(237)
规模经济和范围经济	(239)
一个全新的世界？	(242)
规模是一种副产品	(243)
“针对公众的阴谋”	(244)
结论：巨型银行是不是太大了	(244)
23. 动荡、危机与风险管理	萨里·奈弗兹(248)
导言	(248)
风险管理	(252)
信用风险	(255)
资产组合问题	(256)
测量资产负债表中的风险	(257)
动态波动性与 VaR	(259)
另一种工具：极端值理论	(262)
结论	(264)
24. 寻求最优投资组合：投资基金	
案例	尼尔斯·塔思克姆德(266)

投资基金和投资组合管理：理论基础	(267)
投资基金业：黄金时代的结束？	(270)

第五部分 结 论

25. 金融中介路在何方？管理问题和规则

问题	苏亥尔·米科达西(278)
竞争与创新	(278)
企业战略	(282)
风险管理	(286)
金融市场的突变	(297)
安全问题	(304)
公众干预	(305)
金融稳定	(322)
结论	(331)
撰稿人简介	(342)

1. 序：全球资本时代的金融中介

加里·L·泊尔林

(Gary L. Perlin)

为了对 21 世纪金融中介可能出现的特性进行评估，必须首先描述 20 世纪末金融中介的现状及其面临的挑战。我的建议是，我们应把主要精力放在风险问题上，而不是放在汇聚资金、支付结算等相关业务上。

最为重要的是，资本现在是全球性的，它越来越多地以市场而非银行资产负债表为中介，而且这一趋势不可逆转。信息和通讯工程师为资本市场的参与者提供了即时通讯的手段，金融工程师提供了利用这些手段处理商务的金融工具，而政策设计师通常以其本国为基础，开发出一个逐步发展的、管制更为宽松的全球体系。令人遗憾的是，政策制定者和监管机构所作的改变往往并不同步，这引起一定程度上的摩擦，偶尔也带来一些诱人的机会。监管机构往往只对危机和竞争作出反应，有时也对时尚潮流作出反应。我们很幸运，拥有一个高度健全的金融体系，但这一体系也需要有人推动它不时地进行改变。

投资资本往往寻求通过本国机构和区域性市场获取回报，但其视野却具有全球性。与支持银行资产负债表的资金不同，投资资本并不总是利用财务杠杆。它代表的是长期储蓄，比支持银行资产负债表的资金可以承受更大的风险。它需要、喜欢、青睐市场上标准化的可流通的金融工具，这些工具可以组成高度分散化的、各种风险收益匹配的投资组合。

全球性资本给传统金融中介带来多方面的压力。当然，它已经取代了以前由银行承担的许多风险中介职能。但是，全球股市资本也增加了对传统金融中介的压力，促使它们改进。这种资本看重的是有持续利润增长的前景，而非资产负债表上显示的巨额资产规模。另一方面，我们看到银行机构主动地将更多的资本从长期中介风险中抽离，因为在这种风险中，很难在一种竞争性的资本市场（相对于有效的资本市场）撑下去。相反，资本被投入到建立人力和信息资本方面的竞争优势。与此相关的往往是增加规模效益以降低成本和支持技术上的投资。实际上，银行和其他金融中介正在成为这个类似商品的、承担风险的市场“因特网”的“门户网站”。

以上情况把我引向我所见到金融中介的两个特性中的第二个，即显而易见的、甚至可能是内在的市场波动性。由于市场结构发生了体系性的发展和变化，我使用了市场波动性“可能是内在的”的说法。

在体系方面，我们看到资源流动呈爆发性的增长，而且显然不再与贸易相关联。在发展中国家，我们看到不仅资源流动增加，而且资源流动的构成也发生了变化。第二次世界大战以来，资本资源在政府之间流动的发展模式，很大程度上已被从私人部门向政府和新兴私人企业流动的模式所代替。同时我们也了解到这些流动是多么的不稳定，根据国际金融协会的相关数据统计，私人资本流动净额从 1996 年的 3350 亿美元降为 1999 年的 1350 亿美元，大约下降了 60%。用于股市的直接投资未减少，但是私人信贷流动净额在同期预计从正的 2070 亿美元下降到负的 60 亿美元，而且商业银行变成了发展中国家的资金净输出者，而证券投资者仅仅投资了 230 亿美元。还应当指出的是，这个数目仍然大于来自于包括世界银行在内的所有国际金融机构的资金净流入。

很明显，这种反应的根源在于变化了的的市场结构。目前机构投资者占据主导地位，虽然他们经常进行长期投资，但他们对相对收益的看法却是短线的。这样就使竞争者们甘冒巨大的风险，而且由于彼此间的投资行为相似，这样做更加觉得心安理得。另一方面，经合组织

成员国的个人投资者也在采取相同的投资行为，他们越来越多地参与储蓄和固定收益计划。他们得到的建议是，通过增加风险暴露来寻求长期的利润回报。综合起来，这些资金相对于其流入市场的规模和机构能力而言，可能会是巨大的。然而，更为危险的是，它们承载的信息内容有可能很少。它们只不过是不断快速变化的风险偏好的产物，因此也是风险溢价的产物，而不能反映经济基本面。

风险溢价似乎刚好在一场危机发生之前降到其最低水平。当然我并不是第一个观察到这种现象的人。后来的投资者由于错过了新市场早期进入者所获得的资本收益，试图通过财务杠杆和过度承担风险来获取回报，因而忽略了基本面。事实上，说市场可能是错误的或无效的会令人感到不舒服，但市场无疑有过行为过火的历史。因此，市场可能会蒙蔽所有其他人，除了最老练的信用分析师之外。但谁会因为跟市场对着干而获益呢？而且因为有限的双向流动性，以及风险和财务杠杆目标的快速变换，市场结构导致过去几年里兴奋和恐惧以各种方式传染蔓延。

那么，基于这种背景，金融风险中介在 21 世纪将面对什么呢？假定资本在未来仍是全球性的商品，我将会关注以下几方面：

第一，相当高的波动性。愿意承担风险的投资者（如个人储蓄户主或者面向年轻人口的养老基金管理者），需要具有长期投资的眼力，或具备在交易市场上卸载风险的能力，或者拥有资金雄厚而且非常宽容的股东。以我的经验来看，后面这种可能性不大。

第二，我认为金融中介将着重于信贷，因为人们对市场风险将会继续像对商品一样进行对冲。这就意味着在信息方面的投资，最起码会像金融中介能够在信贷中收回的那样多。虽然许多机构目前正通过采用新技术以竞争最好的信用，但是更多可持续的机会应出现在经合组织成员国信贷链的低端，也会出现在发展中国家的信贷链的高端，而且后者或许更具有吸引力。通过资金汇集机制及相关改进措施对信贷进行创造性的再包装，将成为成功的金融中介的一个重要的具有竞争力的产品。这也就是为什么一些“门户网站”获得成功，而另一些

“门户网站”却被淘汰的原因。

第三，有效的中介需要一些机制，使监管者能管理他们不能（或不敢）控制的东西。这些机制必须处理一般性的流动性事件，此类事件经常产生于看似孤立的信用事件。它们将不得不继续警惕避免系统风险，为杠杆经营的借债人进行重组以及杠杆经营的投资者进行解套提供时间。而在做这一切时，必须遵循一个不奖赏鲁莽行为的原则。在我心目中并没有具体的原则，只能说风险在成为现实之前更容易得到控制。

第四，在国际、区域和国家层次上，官方信贷机构仍然拥有一席之地。对于经济增长，以及我们的共同愿望——让每天靠不到 1 美元生活的 12 亿人口和每天靠不到 2 美元生活的 28 亿人口摆脱贫困而言，信贷现在似乎无足轻重，但将来却至关重要。我们面临的共同挑战就是，要确保官方信贷是在开放市场，而不是扭曲市场；我们的公共机构是在补充私人资金，而不是取代他们。

那么在 21 世纪，金融机构在处理金融中介面对的挑战时，将会是个什么样子？如果它们并非只在因特网上存在，那么它们将建在何处？怎样对它们进行监管？我不敢对这些问题进行主观臆测。本书的其他撰稿人更有发言权，决定将由他们来做出。