



中国人民大学“211工程”建设成果

# 现代金融中介和 金融市场理论： 演进及前沿

龚明华 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 现代金融中介和金融市场 理论：演进及前沿

龚明华 著

经济科学出版社  
2006年6月

责任编辑：王 瑛 王 娟

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

**现代金融中介和金融市场理论：演进及前沿**

龚明华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

富达印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 14.25 印张 220000 字

2006 年 6 月第一版 2006 年 6 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 5621 - 9/F · 4880 定价：26.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

本书对完备市场条件下和不完备市场条件下金融中介存在必要性的理论、模型进行解读，概述功能观点、风险管理、参与成本、动态中介观等现代金融中介理论的最新发展，并从资产组合理论、有效市场理论和行为金融理论等方面综述金融市场理论的演进。本书还与上述理论的逻辑演绎过程相对应，以日本和韩国金融中介和金融市场的发展过程为研究对象，进行经济发展中的金融中介和金融市场的相关实证分析。本书接着进一步研究在金融中介和金融市场并存的背景下两者的互动关系，并试图揭示未来金融中介和金融市场的发展方向。

本书选取三个侧面分析探讨金融中介和金融市场的互动关系。首先是从融资角度审视金融中介和金融市场的功能差异并研究基于经济发展水平和阶段的融资方式选择问题。其次是考虑金融创新因素，研究金融创新连接金融中介和金融市场并不断调整两者边界的相关理论问题。第三是在金融中介和金融市场的互动中纳入非正规金融因素，分别研究非正规金融与金融中介、非正规金融与金融市场的相关关系，并研究如何治理非正规金融。

作者  
简介

龚明华,男,1965年11月出生,安徽人,先后于1989年、1992年、2001年毕业于北京师范大学、中国人民大学、日本樱美林大学(日本文部省国费奖学金留学生),获经济学学士、硕士、博士学位。2000年曾在加拿大 University of British Columbia 学习研究。曾在招商银行总行从事信贷管理和风险控制工作。2001年8月完成学业回国,作为“引进优秀人才”进入中国人民大学从事教学和科研工作,任中国人民大学财政金融学院金融学副教授、中国财政金融政策研究中心研究员、硕士生导师,主要研究方向为金融机构、现代金融理论。现任职于中国银行业监督管理委员会。在国内外学术刊物上发表学术论文数十篇,著有《发展中经济金融制度与银行体系研究》、《现代商业银行业务与经营》等。

封面设计 / 王 坦

## 内 容 提 要

本书的研究重点不是单独的金融中介或金融市场，而是在它们作为金融领域配置资源的两种主要方式并存的大背景中的发展及其互动关系。

本书先对金融中介和金融市场理论的演变和发展进行综述。对完备市场条件下和不完备市场条件下金融中介存在必要性的理论、模型进行解读，概述功能观点、风险管理、参与成本、动态中介观等现代金融中介理论的最新发展，并从资产组合理论、有效市场理论和行为金融理论等方面综述金融市场理论的演进。本书还与上述理论的逻辑演绎过程相对应，以日本和韩国金融中介和金融市场的发展过程为研究对象，进行相关的实证分析。通过比较分析，发现两国金融中介和金融市场发展历程的异同，其相关研究结论无疑对包括中国在内的广大发展中国家的金融实践和金融改革具有一定的参考价值。

本书进一步分析和研究在金融中介和金融市场并存的背景下两者的互动关系，并试图揭示未来金融中介和金融市场的发展方向。作者选取三个侧面分析探讨金融中介和金融市场的互动关系。第一，是从融资角度审视金融中介和金融市场的功能差异并研究基于经济发展水平和阶段的融资方式选择问题。在金融中介与市场在融资方面的功能比较及政策取向方面，股票市场和商业银行在流动性、风险、信息及公司治理等层面具有不同的功能，而债券市场和商业银行在成本、风险及逆向选择等侧面也有不同的特点。因此，需要基于一个经济体的经济发展水平进行合理的融资方式选择。第二，是考虑金融创新因素，研究金融创新连接金融中介和金融市场并不断调整两者边界的相关理论问题。在金融创新连接金融中介和金融市场方面，金融中介是金融创新的实施者，通过金融创新从价格波动和参与者流动等方面对金融市场产生影响。金融中介和金融市场虽然在提供金融产品和服务

上相互竞争，但是，双方具有不同的优势和特点。金融中介长于提供新型、专业性强、交易量小、非标准化的金融产品，而金融市场则与之相反。金融创新将两者有机地联系在一起，并在动态地调整着两者的边界。第三，是在金融中介和金融市场的互动中纳入非正规金融因素，分别研究非正规金融与金融中介、非正规金融与金融市场的相关关系，并研究如何治理非正规金融。非正规金融已成为理论界和实际部门广泛关注的研究领域，分析金融中介和金融市场问题，自然不能跳开非正规金融。本书从非正规金融与金融中介的相互影响、业务联系和相互演进、非正规金融对金融市场资金价格的影响、非正规金融影响金融市场的资金来源等方面对相关文献进行了综述。在上述分析的基础上，作者对金融中介和金融市场的未来发展进行展望，选取商业银行的非中介化与银行再造、金融信息化、电子支付及网络银行、商业银行兼并收购、国际银行业经营战略的全球化、银行体系的稳定与存款保险制度、资产证券化等侧面分别进行分析和研究。

可以认为，金融中介与金融市场不是简单的替代关系，需要共同发展；我国金融中介需要根据内外部环境的变化，通过金融创新来重新调整与金融市场的边界；需要根据我国所处发展阶段来安排融资方式，充分发挥金融中介和金融市场的资金配置功能。

# 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 内容提要 .....                                   | 1  |
| 第一章 导论 .....                                 | 1  |
| 第一节 问题的提出及研究目的 .....                         | 1  |
| 第二节 本书的主要内容和结构安排 .....                       | 4  |
| 第二章 完备市场和不完备市场下的金融中介 .....                   | 7  |
| 第一节 完备市场条件下的金融中介 .....                       | 7  |
| 第二节 交易成本与金融中介 .....                          | 8  |
| 第三节 信息不对称与金融中介——L-P 模型 .....                 | 13 |
| 第四节 信息不对称与金融中介——委托监督理论 .....                 | 20 |
| 第五节 流动性保险——D-D 模型 .....                      | 25 |
| 第三章 功能观点、风险管理、参与成本及动态中介：<br>金融中介理论的新发展 ..... | 32 |
| 第一节 功能观点：一个新的分析框架 .....                      | 32 |
| 第二节 风险管理与参与成本 .....                          | 36 |
| 第三节 动态中介观与现代金融中介机构 .....                     | 37 |
| 第四章 金融市场理论的演进及最新发展 .....                     | 41 |
| 第一节 资产组合理论 .....                             | 41 |
| 第二节 企业资本结构理论 .....                           | 45 |
| 第三节 有效市场理论 .....                             | 56 |
| 第四节 行为金融理论 .....                             | 59 |

|                                          |            |
|------------------------------------------|------------|
| <b>第五章 经济发展中的金融中介与金融市场：实证的视角 .....</b>   | <b>70</b>  |
| 第一节 日本金融制度演变历程的分析 .....                  | 70         |
| 第二节 韩国金融制度发展进程的回顾 .....                  | 74         |
| 第三节 日本和韩国金融制度的比较：金融中介和<br>资本市场 .....     | 76         |
| 第四节 日韩金融发展对我国金融中介和资本市场<br>发展的启示 .....    | 86         |
| <b>第六章 金融中介与金融市场：融资的视角 .....</b>         | <b>90</b>  |
| 第一节 金融机构与金融市场的基本功能比较：<br>资源配置与风险管理 ..... | 90         |
| 第二节 股票市场与商业银行：流动性、风险、信息<br>及公司治理 .....   | 92         |
| 第三节 债券市场与商业银行：成本、风险及<br>逆向选择 .....       | 95         |
| 第四节 金融中介与金融市场：基于经济发展水平的<br>融资方式分析 .....  | 96         |
| 第五节 简要的评论 .....                          | 98         |
| <b>第七章 金融创新、金融中介与金融市场 .....</b>          | <b>101</b> |
| 第一节 关于金融创新：功能及动因研究 .....                 | 101        |
| 第二节 金融中介：金融创新的实施者 .....                  | 103        |
| 第三节 金融创新对金融市场的影响：价格波动与<br>参与者流动 .....    | 105        |
| 第四节 金融创新：调整金融中介与金融市场<br>边界的载体 .....      | 107        |
| 第五节 结束语 .....                            | 107        |
| <b>第八章 非正规金融、金融中介与金融市场 .....</b>         | <b>110</b> |
| 第一节 非正规金融的成因、形式与特点 .....                 | 110        |
| 第二节 非正规金融与金融中介 .....                     | 112        |
| 第三节 非正规金融与金融市场 .....                     | 115        |

|                                                 |            |
|-------------------------------------------------|------------|
| 第四节 非正规金融的治理 .....                              | 119        |
| 第五节 结束语 .....                                   | 120        |
| <b>第九章 金融中介与金融市场的未来 .....</b>                   | <b>122</b> |
| 第一节 商业银行的非中介化与银行再造 .....                        | 122        |
| 第二节 金融信息化、电子支付及网络银行 .....                       | 127        |
| 第三节 商业银行兼并收购 .....                              | 138        |
| 第四节 国际银行业经营战略的全球化 .....                         | 141        |
| 第五节 银行体系的稳定与存款保险制度 .....                        | 148        |
| 第六节 资产证券化 .....                                 | 155        |
| <br><b>附录 中国金融中介与金融市场大事记（1979～2004 年） .....</b> | <b>163</b> |
| <br><b>参考文献 .....</b>                           | <b>209</b> |
| <b>后记 .....</b>                                 | <b>217</b> |

# 第一章 导 论

## 第一节 问题的提出及研究目的

### 一、问题的提出

金融体系通过在全社会范围内提供融通资金服务和提高资源配置效率直接促进经济增长和产业结构升级。金融有两个主要的融通资金通道，即直接金融通道和间接金融通道。前者的运作主体是金融中介，而后的运作主体是金融市场。实际上，金融理论繁杂艰深、文献众多，无不围绕金融中介和金融市场的相关问题展开，或纵览全局，进行宏观层面的分析；或聚焦于一点一线，进行微观层面的分析；或对金融中介和金融市场的存在原因、功能及运行机理进行理论探讨；或对金融中介和金融市场的实际形态及相互关系进行实证分析。

在金融中介的理论研究方面，古典经济学没有深入探讨金融中介的内在本质及其存在的理由，主要研究各种金融中介的行为。现代金融中介理论从交易费用和信息不对称这两大支柱出发，试图论证金融中介存在的必要性。随后，金融中介理论一直在修订、补充、创新和发展。功能观点、风险管理、参与成本、动态中介等概念陆续出现，不断夯实着金融中介理论大厦的基石。在金融市场的理论研究方面，资产组合理论、企业资本结构理论、有效市场理论、行为金融理论等形形色色的理论频繁出现，金融市场理论之树可谓根深、茎壮、叶茂。

但是，总体上看，存在研究金融中介时对金融市场重视不够的现象，也存在研究金融市场时对金融中介重视不够的倾向。这就需要我们z把两者结合起来，在它们作为金融领域配置资源不可或缺的两种主

要形式的背景中，考虑不同国家或地区所处发展阶段及内外部环境、条件的不同，研究金融中介和金融市场的互动关系。从这一角度考虑，我们需要研究以下课题：

首先，金融中介和金融市场二者的主流理论各自经过长期的发展和演进，对其进行梳理需要建立一个新的分析框架。相对于比较系统、成熟的金融市场理论，金融中介理论虽然文献繁多<sup>①</sup>，而且不断有新的著述问世，但是缺乏公信度高的分析框架和理论体系。在实践方面，从20世纪80年代以来，随着放松金融管制的浪潮席卷全球，传统的存款类金融中介机构在企业融资中的比重在不断下降，出现了证券化（securitization）和脱媒（disintermediation）现象，金融中介的作用受到了人们的质疑。这就需要我们更深入地研究金融中介与金融市场理论，在一个金融中介与金融市场并存的大背景下，综合考虑其他相关因素的变化，审视金融中介和金融市场的功能，并把握现代金融中介与金融市场的发展方向。

其次，金融中介和金融市场理论的理论前沿在哪里？如何进行扩展？可以认为，对金融中介和金融市场理论的研究已经细化并将进一步深化，对金融中介和金融市场在资金配置、风险管理、公司治理结构等方面的研究已经产生了大量的理论和实证成果，但理论之树常青，研究还会继续。由于金融创新在金融领域的重要性与日俱增，金融创新连接金融中介和金融市场、促进金融中介和金融市场互动等问题已经引起了广泛关注。金融领域的非正规金融问题与金融中介、金融市场问题的交叉也是具有极大吸引力的研究领域，将吸引更多的学者，特别是关心发展中国家经济体制和金融体系问题的学者进行倾心研究。

最后，未来金融体系的发展方向特别是金融中介的发展趋势是什么？可以认为，随着金融中介和金融市场之间的竞争与合作不断向纵深发展，随着金融信息化和金融创新步伐的不断加快，金融体系将呈现出新的变化趋势，经过漫长历史演变一路走来的金融中介也将以新的姿容适应变革中的经济金融环境。（1）在金融自由化、信息化和证券化的汹涌浪潮中，作为传统的间接融资主体的金融中介，必然要进行“非中介化”和“银行再造”。这种“非中介化”和“银行再

① 自费雪（1930）研究金融中介的功能和作用发轫，这一领域已有大量的经典著述。

造”绝不能是修修补补式的改良，而是脱胎换骨式的、从经营理念到业务范围、组织形式、管理流程的银行业革命。（2）由于银行电子化进程的加快，电子银行和网络银行将改变商业银行业的经营方式，提高银行体系提供融资、结算和其他金融服务的效率，同时对金融监管和风险控制都提出了新的课题。（3）银行的集约化经营和兼并收购将成为不可阻挡的历史潮流，同时，银行的经营活动将日益突破地域的限制，扩大国际业务的范围和规模，实施国际化、全球化的发展战略。（4）为了稳定银行体系、保护存款人特别是小额存款人的利益，加强对金融机构监管，原先主要存在于发达国家的存款保险制度，将逐步走入广大发展中国家。存款保险制度的广泛实施会促进银行业的公平竞争和有效竞争，并影响存款保险制度实施国的银行体系格局。（5）作为金融中介和金融市场有机融合的渠道——资产证券化的发展将呈现出无限生机。资产证券化打通了原有金融中介和金融市场之间的隔墙，实现了金融中介和金融市场真正意义上的融合，其理论和实际意义都十分深远。金融中介和金融市场在资产证券化的运作中，你中有我，我中有你，但仍然保持自己的身份和本色，这正是本书要研究的主旨——金融中介和金融市场的未来发展必然是相互补充、互为犄角的。

## 二、研究目的

本书试图围绕这三个方面的问题进行初步的探讨和尝试，希望能对金融中介和金融市场理论研究有所贡献。

本书主要采取文献综述、历史分析与现实研究相结合的方法。对待一些重要的理论问题，本书尽可能多地搜集、整理相关文献，按照分析主线进行综述，并尽可能地作出自己的分析。本书研究理论问题但并不脱离实际，既对成功支撑经济高速增长的金融制度进行历史研究和比较分析，希望得出一定的经验和启示，也对金融体系的现实情况作一定的阐述并勾画出未来前景。

拙著《发展中经济金融制度与银行体系研究》（该书获北京市社会科学理论著作出版基金资助，于2004年1月由中国人民大学出版社出版）曾试图回答在经济发展的起步阶段，发展中国家进行金融制度选择和设计的相关理论及商业银行、政策性银行、外资银行等的定位和监管政策问题。书中对“华盛顿共识”进行置疑并试图建立

一个新的发展中经济金融制度设计的框架。在当前资源短缺、环境污染问题日益严重、可持续性发展问题的重要性日显突出的情况下，如何摆脱作为“世界工厂”的困境，进行经济增长方式调整 and 产业结构升级，并构建相辅相成和为其提供支撑的金融体系，其重要性和迫切性不言而喻。拙著的观点也许能起到一定的参考作用。

本书可以说是《发展中经济金融制度与银行体系研究》的姊妹篇，是对其“上游”理论问题的深化。两者具有很强的关联性，所提出的主要观点和结论也是“兼容”的。

## 第二节 本书的主要内容和结构安排

### 一、本书的主要内容

本书的主要内容是对金融中介和金融市场的互动关系进行研究。首先，建立立足于金融中介与金融市场的共存和互动的分析框架，对相关理论进行综述。金融中介与金融市场作为配置资金的两种方式，涉及金融理论与实践的方方面面，影响十分深远，值得经济学者花费大量的时间和精力研究探讨。本书从两者共存和互动的角度，尝试对既有理论（包括传统理论、功能观点、风险管理、参与成本、动态中介等）进行了综述，试图清晰地描述金融中介与金融市场理论的演变历程。其次，作为本书的核心内容，笔者从三个方面进行理论探讨。一是金融中介和金融市场作为融资的两种不同方式，其功能和作用有何不同？基于发展阶段的不同，如何选择主要融资方式？二是金融创新作为连接金融中介与金融市场的载体，是如何实现金融中介和金融市场的互动和共同发展的？三是除正规金融体系外，非正规金融对金融中介和金融市场的影 响又是怎样的？这方面的问题容易被忽视，正如“非正规”所描述的那样，难以如正规金融问题一样受到经济学家的关注和青睐。但是，在我国农村金融体系如何完善、民间金融如何发展等问题亟待研究的今天，对相关理论问题进行剖析无疑十分必要。再次，本书采用历史分析与现实研究相结合的方式，对经济高速增长时期日本和韩国的金融中介和金融市场进行比较研究，并对未来金融体系的发展进行展望和分析。我国正处于金融体制改革的“攻坚阶段”。大到改革目标和方向的确定，小到具体措施的实 施，

都需要有理论支持。本研究表明,金融中介与金融市场不是简单的替代关系,需要共同发展;我国金融中介需要根据内外部环境的变化,通过金融创新来重新调整与金融市场的边界;需要根据我国所处的发展阶段来安排融资方式,充分发挥金融中介和金融市场的资金配置功能。

## 二、本书的结构安排

本书的结构安排如下:

第一章为“导论”,说明本书将要探讨的问题、研究方法和主要内容。

第二章为“完备市场和不完备市场下的金融中介”。对完备市场条件下的金融中介、不完备市场下的金融中介分别进行研究,探讨其存在的必要性,对有代表性的现代金融中介理论和模型进行综述和评论。

第三章为“功能观点、风险管理、参与成本及动态中介:金融中介理论的新发展”。笔者将概述现代金融理论的最新发展,分别介绍功能观点、风险管理、参与成本、动态中介观等理论创新。

第四章为“金融市场理论的演进及最新发展”。笔者将分别从资产组合理论、企业资本结构理论、有效市场理论和行为金融理论四个方面,综述金融市场理论的发展过程和最新动态。

第五章为“经济发展中的金融中介与金融市场:实证的视角”。理论的发展同实践的推进总是互动的过程。单纯的理论分析容易偏离实践运行的轨迹,而紧密结合实践的理论分析结果却能有持久的生命力。我们希望能从实证分析的视角,审视曾经成功支持经济体长期、持续增长的金融体系,研读其金融中介和金融市场运行的独特轨迹,概括其各自特点,并比较其异同,最后总结出对别国金融发展的有益启示。按照这一思路,本章的布局为:先回顾和分析日本及韩国金融制度的演变历程,再对日本及韩国的金融中介和资本市场进行比较,最后揭示日韩两国金融发展对我国金融中介和资本市场发展的启示。

第六章为“金融中介与金融市场:融资的视角”。力求从融资的视角出发,对金融中介和金融市场的基本功能和其他功能进行比较研究,在此基础上,结合不同经济体的不同经济发展水平,进行融资方

式选择方面的思考。笔者先就金融机构与金融市场在资源配置和风险管理方面的基本功能进行比较，然后从流动性、风险、信息及公司治理等方面比较股票市场和商业银行，从成本、风险及逆向选择等方面比较债券市场和商业银行，最后提出基于经济发展水平如何选择金融中介与金融市场作为主要融资方式的命题。

第七章为“金融创新、金融中介与金融市场”。金融创新对金融体系和社会经济的影响十分深远。也正因为如此，对金融创新的研究已经非常深入和全面。然而，当我们把金融创新放在金融中介和金融市场互动的背景下，似乎又有了新的研究侧面和空间。笔者先对金融创新的功能及动因进行研究，然后从金融中介作为金融创新的实施者的角度，探讨金融中介和金融创新的关系，从价格波动、参与者流动等角度研究金融创新对金融市场的影响，最后，把三者紧密联系起来，从金融创新作为调整金融中介与金融市场边界的载体的观点出发，分析三者的互动过程。

第八章为“非正规金融、金融中介与金融市场”。同第七章的思路一样，笔者同样把引起广泛关注的非正规金融问题引入对金融中介和金融市场互动的研究之中，从而使对金融中介和金融市场的研究向纵深发展，研究的基础变得更为厚实。首先分析非正规金融的成因、形式与特点，然后分别研究非正规金融与金融中介、非正规金融与金融市场，最后探讨非正规金融的治理问题。

第九章为“金融中介与金融市场的未来”。在这一章中，笔者选取金融中介和金融市场领域能够引领未来的六个典型趋势或现象进行深入分析和研究，它们分别是商业银行的非中介化与银行再造、金融信息化、电子支付及网络银行、商业银行兼并收购、国际银行业经营战略的全球化、银行体系的稳定与存款保险制度、资产证券化等。

附录为1979~2004年中国金融中介与金融市场大事记。笔者尝试对改革开放以来我国金融领域的重大事件进行列举，以展示我国气势磅礴、影响深远的金融改革的进程和全貌。

## 第二章 完备市场和不完备市场下的金融中介

应该说，在长期的经济学发展过程中，对金融中介的研究是由表及里逐步深入的。对金融中介的研究开始集中于具体业务层面。此后，研究逐步展开，涉及到金融中介的功能和作用、金融中介存在的必要性等多个领域。本章对金融中介理论在完备市场条件下和不完备市场条件下分别进行综述和介绍。

### 第一节 完备市场条件下的金融中介

金融中介机构，如银行、储蓄机构、金融公司、人寿保险公司、共同基金和信托公司等，在资金间接融通方面扮演着核心的角色。金融中介通过提供“间接证券”替代“本源证券”（所谓本源证券是资金短缺者出具的借款凭证），从最终贷款人手中借钱，再把借到的钱贷放给最终借款人（钱特，2000）。金融中介通过使资产转型，创造信用，提高资金借贷双方的交易效率，促进经济增长。

在古典经济学中，“货币中性论”与“货币信用面纱论”占据主流地位，几乎都把金融中介的存在视为理所当然的前提，仅研究各种金融中介的行为，没有深入探讨金融中介的内在本质及其存在的原因。

在新古典经济学中，基于对市场作用的依赖和强调，出现了“金融中介机构多余论”。从一般意义上讲，由传统的阿罗-德布鲁（Arrow-Debreu）范式便可导出金融中介无效的结论，因为在这个范式中，企业和家庭都通过市场相联系，状态变量与主观概率在模型中是外生的（Arrow, 1970; Debreu, 1959）。或者说，该模型只考虑到消费者和生产者，而在他们之间除了市场之外，不再存在任何金融中介。进一步地，在阿罗-德布鲁一般均衡模型中，个人储蓄者和投资