




中国人民大学“211工程”建设成果


市场化进程中的 金融中介与 金融市场

宋 玮 等著

 中国人民大学出版社

市场化进程中的 金融中介与 金融市场

宋 玮 等著

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

市场化进程中的金融中介与金融市场/宋玮等著.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

ISBN 7-300-07254-2

I. 市…

II. 宋…

III. ①金融-中介组织-研究-中国②金融市场-研究-中国

IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 032330 号

市场化进程中的金融中介与金融市场

宋 玮 等著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)	
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京新丰印刷厂		
开 本	965×1300 毫米 1/16	版 次	2006 年 5 月第 1 版
印 张	16.25 插页 1	印 次	2006 年 5 月第 1 次印刷
字 数	254 000	定 价	25.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



前 言

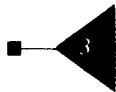
本书内容是在中国人民大学“211工程”项目“金融政策与金融管理”子课题“金融中介与金融市场”的研究成果的基础上扩展形成的。近年来金融中介与金融市场及其相互关系始终是作者所感兴趣的研究课题，这种研究兴趣源于在德国的两年留学生活。德国银行主导型金融体制在战后很好地配合了早期经济的复苏与后期经济的快速发展，换句话说，银行主导型金融体系很好地契合了德国经济发展过程中所产生出的内在金融需求。在美国市场主导型金融体制被普遍认为是一种代表着金融体系未来发展方向的今天，我们所观察到的是：德国的金融体系依然以其特有的稳定性与高效率支持着经济实现稳定增长。这种现象促使我深刻思考这样一些问题：有没有适合于各国不同国情的统一的金融体系格局；金融市场与金融中介在金融体系格局中的相对重要性是否是金融效率的关键；金融中介与

金融市场的发展是此消彼长的还是此消彼长的同时也是相互补充的。对于这些问题的思考促使我持续关注这方面的研究及其进展。“211工程”项目“金融政策与金融管理”子课题“金融中介与金融市场”恰好给予我这样一个探讨问题的机会，也促使我将近几年来的一些思考提炼出来与大家共商榷。

从西方主流文献的发展来看，关于金融中介与金融市场及其相互关系的讨论纷繁复杂，视角多样，确实是一个引人入胜的研究领域。在课题的论证过程中我们就意识到，金融中介与金融市场之间的相互关系代表了金融体系发展变化的过程，其中包含了许多重要的理论与实践问题，其作为宏观金融政策与微观金融管理的背景和基础，对于探讨未来金融体系的发展趋势以及由此引发的各种政策问题将具有重要的意义。作为一个涉及覆盖复杂理论问题的话题，一定要找到最核心的思路与本书的创新点，因此从课题的设计之初，作者就提出了这样的问题：如何延续和拓展主流文献提供的多样性视角；如何运用主流文献所提供的研究视角将中国金融中介与金融市场发展过程中的特有现象解释清楚；现有的经济文献能否很好地解释我国金融中介与金融市场互动发展中的一般规律性与转轨过程中的特殊性。本书力求通过对这些问题的回答，通过对金融中介与金融市场相互关系的理论分析以及相关案例分析，对以前的研究文献做一个扩展。本书立足于我国金融中介与金融市场发展的历史过程，在大量史实性分析的基础上进行了总结与抽象。

在课题研究过程中，子课题负责人黄达教授从课题的总体思路的把握到前沿文献的提供，都给予了具体的指导和帮助。笔者还从黄达教授近年来的专著《金融：词义、学科、形势、方法及其他》以及《金融学》教材中汲取了许多营养与灵感。课题组总负责人陈雨露教授多次召开研究工作会议，关心课题进展，提出具体要求，并对课题研究给予精心的指导。沈伟基教授对课题的研究提出了建设性的指导意见。张杰教授提供了宝贵的资料支持。作者在与瞿强教授、龚明华副教授的课题研究过程中的多次讨论中也获益匪浅。在此谨向他们表示最诚挚的谢意。此外，作者对缪炜、宣奇、殷开、马彦、陈晶晶、谢磊、贺丽熔、王佳、王明智、潘峰等在早期关于我国金融市场与金融中介大事记的资料收集方面所做出的基础性工作表示感谢。

本书是集体智慧的结晶，在其形成过程中，宋玮负责全书总体思



路的设计与论证，并拟定编写提纲。各章编写分工如下：宋玮编写导论、第1、2、8章；张凡编写第3章；肖木根编写第4章；张小丽编写第5章；徐方编写第6章；沈慧编写第7章；全书由宋玮总纂定稿。

宋玮

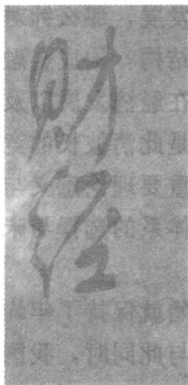
2005年12月22日

目 录

导 论	1
0.1 问题的提出与研究目的	1
0.2 本书框架结构及主要内容	2
0.3 基本结论与主要观点	6
第 1 章 金融中介与金融市场互动发展	
的理论分析框架	8
1.1 金融体系与经济增长	9
1.2 金融功能视角下的不同金融 体系格局.....	10
1.3 市场融资与中介融资：基于经济 不同发展阶段的考察.....	14
1.4 金融市场与金融中介的互动 发展与金融功能的深化.....	17
1.5 金融中介的“非中介化”与 金融市场交易的“中介化” 趋势.....	21

第 2 章	金融中介与金融市场：经济体制渐进转轨的分析视角	23
2.1	渐进转轨与市场化规则的确立	24
2.2	金融中介与金融市场的发展：构架现代金融运行的平台	29
2.3	政府、市场与金融体系	35
2.4	资本市场的发展与商业银行治理机制的优化	39
第 3 章	现代金融体系的初步构建：中介与市场发展的几个侧面	46
3.1	银行体系的确立（1978—1984 年）	47
3.2	市场体系的逐步确立（1981—1991 年）	61
3.3	经济转轨、后发优势与金融发展	69
第 4 章	金融中介与市场互动发展：早期自然混业状态	76
4.1	银行业的发展（1984—1994 年）	77
4.2	混业的初步发展（1991—1994 年）	86
4.3	金融体系的发展：功能与制度结构	97
第 5 章	金融中介、市场功能的重新定位：金融秩序混乱中的审慎限制	112
5.1	分业发展（1995—1998 年）	113
5.2	我国金融体系的演进：机制、路径与绩效	141
第 6 章	金融中介与市场互动发展：市场化效应与金融稳定	152
6.1	有限混业的发展（1999—2004 年）	153
6.2	金融发展的逻辑与内在矛盾：效率与风险	168
6.3	关于金融中介与金融市场发展的学术观点争论	175
6.4	金融监管的理论发展与我国的实践	182
第 7 章	金融体系的制度非均衡与民营银行的发展	200
7.1	制度非均衡与制度变迁的逻辑关系	201
7.2	民营银行发展的必要性	206
7.3	民营银行发展的可行性	210
7.4	发展民营银行两条路径的相机抉择	213
7.5	完善民营银行的制度基础设施	217

第 8 章 金融中介与金融市场互动发展过程中的政策选择	224
8.1 互动发展与金融创新	224
8.2 互动发展与公司治理	227
8.3 互动发展与金融稳定	232
8.4 互动发展、利率市场化与货币政策效率	237
参考文献	242



导 论

0.1 问题的提出与研究目的

世界各国金融发展的实践表明，金融发展过程中存在着不同特征的金融体系。按照现代金融体系复杂的内涵与外延，金融系统通常被分为“银行主导型”与“市场主导型”两种类型。在对主要发达国家进行比较研究时，学者们多将美国和英国视为市场主导型的典型，而将德国和日本视为银行主导型的代表。这两类金融结构在金融资产与负债的规模和结构、企业融资结构与股权结构乃至整个社会经济制度等诸多方面都存在着显著的差异性。在银行主导型的金融体系中，金融市场远没有银行重要，且银行业具有垄断性的产业结构；而在市场主导型金融体系中，金融市场则比银行重要得多，且金融市场与银行等金融中介之间存在着较强的竞争

关系。两种不同特点的金融系统都支撑了成功的经济发展，那么针对一国既定的经济与社会背景是否存在最优的金融体系结构？构成金融体系两大支柱的金融市场和以银行为代表的金融中介在经济发展以及金融深化过程中到底起到什么作用？它们之间的关系是此消彼长的竞争关系还是既此消彼长又相互补充？在这样一些具有重要理论意义与实践意义的重大问题面前，人们不禁要思考我国金融体系的选择与未来政策取向问题。

改革开放以来，我国经济从 20 世纪 80 年代初开始就保持了年均 8%~9% 的经济增长率，创造了经济增长的奇迹。而与此同时，我国经济体制正在经历着历史性的变迁过程，由计划经济逐步过渡到市场经济体制，我国在一个金融全球化与金融自由化的大背景下逐步实现了经济体制的平稳过渡，应该说，在这个复杂的动态过程中，金融体系改革的配套与支持是成功的关键因素之一。现代金融体系的塑造是基于以金融市场与金融中介的培育及其相互关系的演变为基础的，对我国金融体系效率递增的分析离不开对金融市场与金融中介成长过程、功能发挥与其相互关系的讨论。该课题立足于整理分析现代金融理论发展的脉络，系统梳理金融中介与金融市场关系的理论视角；总结归纳我国金融体系变革的过程，探讨中国金融体系中金融中介与金融市场功能演进、未来发展变化的趋势以及政府相应的政策取向。特别需要指出的是，我国金融中介与金融市场之间关系的演变交织在经济体制由计划经济向市场经济的渐进转轨的制度变迁之中。本书力求从金融中介与金融市场之间关系的一般性讨论逐步深入到我国金融制度演变的内在规律的揭示与探索上。

2 本书框架结构及主要内容

改革开放以来，我国的金融制度发生了巨大的变化，金融中介体系与市场体系逐步建立与完善，这既符合金融中介体系与市场体系在市场经济发展逻辑之下的内在规律，同时，外生性的中介体系与市场体系又较好地配合我国经济体制在由计划经济向市场经济转轨过程中金融支持的需要。沿着金融功能的角度进行理论分析，我国金融中介体系与金融市场体系在发展中逐步深化了金融的各项基本功能，逐步

完成计划金融向市场金融的过渡；沿着体系建设的历史逻辑进行分析，我国金融中介体系与金融市场体系正逐步由政府主导型金融体系逐步向市场主导型金融体系的过渡。本书的分析注重理论逻辑与历史逻辑的内在协调统一，主要围绕两条主线展开分析：一条线索是关于金融市场与金融中介互动发展的一般理论分析；另一条线索是围绕我国经济变迁过程中配合我国经济体制渐进转轨的路径演变，金融体系如何完成由政府主导型向市场主导型的渐变，金融市场与金融中介如何在发展中相互促进其市场化进程。

从框架结构上看，本书内容主要包括4个部分共8章：第一部分包括第1章、第2章；第二部分包括第3、4、5、6章；第三部分包括第7章；第四部分包括第8章。

从具体内容上看，第1章从主流经济学文献既有的研究成果出发，搭建了关于金融中介与金融市场互动发展的基本理论框架。本章针对金融体系发展与经济增长之间关系的分析，揭示了一个运行状况良好的金融部门能够动员储蓄并将储蓄有效地配置到高效率的生产性部门，对企业生产性技术选择以及经济增长起到重要的促进作用。本章从金融功能的角度探讨了不同金融体系格局对经济发展的作用，通过比较不同国家金融系统的特点及其对经济增长的作用，强调了市场主导型与银行主导型两种金融体系并没有先进与落后之分。“好的”金融体系的标准在于能够实现市场与中介的相互补充，在发挥其基本功能方面与外部经济环境相互契合。本章的研究还发现当经济处于赶超阶段或者处于转型时期，往往伴随着金融市场的健全与不完善，过度依赖市场融资或者强调市场的融资功能往往引致金融动荡。本章还从金融产品创新、产业融资特性以及风险管理的视角分析了金融中介与金融市场在彼此不断动态的竞争如何实现其互动发展，指出金融中介本身的发展越来越借助于市场方式，出现了“非中介化”现象，而金融市场发展越复杂，交易过程就越需要借助于中介机构来完成，由此出现了“中介化”趋势。

第2章在关于金融中介与金融市场互动发展的理论逻辑分析之后，将经济体制渐进转轨需要的金融支持纳入到既有的分析框架之中，分析了我国在从计划经济向市场经济过渡的制度环境下，金融中介与金融市场的演进与互动发展推动金融深化的历史逻辑。本章结合计划经济体制下、渐进转轨过程中以及市场经济条件下的融资模式的

不同,探讨了我国金融体系在由政府主导型向市场主导型过渡的过程中是如何实现金融中介与金融市场的互动发展的。结合我国金融中介体系融资功能的还原与效率提升以及资本市场的外生性塑造与原生性缺陷的逐步克服,分析了金融体系的发展与金融功能的深化,并进一步研究了我国资本市场发展对商业银行治理机制的优化作用。本章还探讨了国家效用、居民部门与融资制度演进的关系,指出市场因素的增强将会导致需求诱致性制度创新。

第3章结合改革开放初期阶段即1978—1984年银行体系的确立以及1981—1991年市场体系的逐步确立,分析了银行体系改革与市场体系建立的必然性,归纳了此阶段金融体系的特点。结合从计划经济向市场经济转轨的过程,运用后发优势理论,系统地分析了中国金融体制改革的技术性后发优势与制度性后发优势,指出金融发展中的技术性后发优势与制度性后发优势的关系是统一的而非割裂存在。当技术层面金融发展到一定阶段时,原有的制度和法律便面临重新的调整安排。金融技术方面的发展推动金融制度方面的改进,金融制度方面的革新与发展又促使金融创新和金融技术进步,本章最后指出政府在发挥技术性与制度性后发优势实现金融体系跨越式发展中的作用。

第4章基于对1984—1994年间银行业的发展以及1991—1994年早期自然混业状态的历史事实的描述,分析了该阶段金融中介与金融市场互动发展过程中的金融体系特征与功能深化。通过对我国金融体系发展状况的描述,指出该阶段金融市场和银行的整体规模都在增长,银行依然远大于市场,尽管市场的重要性相对于银行来说逐渐增强,就银行和整个体系而言,效率仍然很低。该阶段的中国经济转轨是以国家为制度主体的强制性制度变迁模式,同时又是一种渐进式制度变迁模式,其金融体系的主要功能在于融资功能或动员储蓄功能,以及支持中国经济快速稳定发展的需要,政策性因素或政府行为是金融体系变迁的主要特征。

第5章基于对1995—1998年分业发展的分析,总结了该阶段我国金融中介与金融市场互动发展的特点。通过对我国金融制度改革的既有历程的刻画,总结了整个金融体制改革过程中的三大基本特征:政府主导型、渐进性和相对于经济体制改革的滞后性。并进一步分析了我国金融发展过程中的路径依赖问题,分别研究政府行为以及金融

制度变迁的演进机制，金融机构的行为以及金融产品创新的演进机制，金融产品的需求方——投资者的行为以及金融结构的演进机制，并对我国金融体制演进的绩效进行了剖析。

第6章基于对我国金融体系1999—2004年有限混业发展的历史性描述，分析了学术界对我国有限混业发展的争论，归纳总结了金融监管理论的发展演变以及我国在实现金融与金融市场互动发展过程中金融监管的实践，就金融发展的逻辑与内在矛盾，从效率与风险的视角对混业经营进行了论述，指出对于需要同时在几个金融市场上运作的金融机构来讲，整个金融市场的协调发展尤为重要，从政策层面来看，应尽快建立利率风险对冲机制，加快推进股票质押贷款与资产证券化进程，不断完善金融市场的投资功能，如此方能稳健、高效、健康地推进我国混业经营的步伐。

第7章综合运用制度变迁、成本效益分析等理论与方法研究了金融中介体系中民营银行发展问题。民营银行的发展对于实现金融体系的市场化进程具有重要意义。本章首先以制度均衡的一般模型为理论依据，通过国家实行金融垄断及民营银行制度变迁的成本收益分析比较，结合我国经济及金融体制改革的宏观背景，由浅入深，由表及里，论证了发展民营银行不仅存在市场诱致性因素，而且具备政府制度供给的客观基础。之后，根据当代国际银行业的发展趋势，借鉴俄罗斯等国家和我国台湾地区推进银行民营化变革的经验与教训，结合我国国情，探讨发展民营银行的可行性。结合我国渐进式改革的成功经验以及其他国家的实践经验，就发展民营银行的路径选择及完善制度基础设施提出建议。

第8章分析了金融中介与金融市场互动发展过程中的政策选择问题，指出在我国金融市场与金融机构逐步由政府主导型转向市场主导型的过程中，这两者的互动关系引领着我国金融体系逐步走向健全与效率递增的健康轨道，也带来金融创新、公司治理、金融稳定与货币政策效率等多方面的变化。本章认为在金融创新螺旋中应以产权改革为基础，积极推动金融创新，打造商业银行核心竞争力，同时以深化定价机制改革为核心，借助于金融创新的发展契机，促进资本市场的微观结构优化与效率提高。本章分析了在现代企业制度之下，不同的金融市场与金融中介格局所决定的体制产生出来不同的公司治理模式与治理绩效，指出我国金融市场与金融中介的互动是如何为现代企业

制度的塑造与公司治理有效性的提升提供前提与基础的。本章立足于对银行与资本市场资金互动的内在根源、风险与效率的分析，就金融监管部门如何在增强效率与保持稳定之间取得平衡提出了相关对策建议。本章最后分析了金融市场与中介的互动发展与货币政策效率提升之间的关系。认为金融市场与中介的互动发展带动了利率市场化及货币供给内生性的弱化，它有利于货币政策有效性的提升。

3 基本结论与主要观点

本书针对目前理论研究倾向于在对金融中介和对金融市场的分析上偏向于一方的不足，立足于金融中介与金融市场互动发展的新视角，构架了对金融中介与金融市场互动发展的一般理论分析，系统梳理了该领域理论研究的视角。针对我国金融制度演变的内在规律进行较为深入的揭示与探讨。注重史实性分析，在大量的史实分析基础上进行理论总结与抽象，使之更具有说服力。本研究得出的基本结论与主要观点如下：

(1) 金融体系演变的背后是金融功能的相对稳定性，不同的经济体需要不同的资源和技术，而这些不同的资源和技术要求匹配不同的金融系统，或者说，不同的金融系统构成了履行同样功能的不同方式。因此市场主导型与银行主导型两种金融体系并没有先进与落后之分，“好的”金融体系的标准在于能够实现市场与中介的相互补充，在发挥其基本功能方面与外部经济环境相互契合。

(2) 我国现行金融体系没有经历过资本主义充分发展的推动，是在一个计划体制下适应国家集中资金的需要而发展起来的，具有较强的外生性特点。正是这种外生性的金融制度安排使我们在短时间内实现了现代金融体系的超常发展，实现了金融发展的后发优势，并且很好地配合了经济体制由计划经济向市场经济平稳转轨的金融需要。客观地审视我国金融体系 20 多年来的发展历程我们不难看出，政府控制之下以现代金融中介体系与金融市场体系的塑造为内容的金融体系的构建是一个有效率的制度演进过程。

(3) 中国金融中介体系与市场体系的增长与发展长期得益于政府的推动，但是其效率的发挥也受制于行政主导。这种行政主导不仅作

用于国有银行体系，也同样作用于资本市场。经济增长带动的金融总量迅速增长的背后伴随的是金融资源配置的低效率。外生性的金融体系在其发展的早期阶段由于满足了政府目标函数获得了快速的发展，但是当金融体系伴随着经济体系发展到一定阶段，这种外生性的符合政府效用函数的制度安排开始显现出了与自身效率提升逻辑的不相符和阻滞性。有别于改革开放之初政府主导型的供给型制度创新，市场化因素的增强必然会引起源于市场内在金融需求的诱致性金融创新方式。

(4) 金融发展的早期，后发利益递增，供给方对金融发展的影响作用更重要，可以通过增加金融服务的供给，极大地促进金融发展。但是金融发展是供求双方互动的过程，在金融发展演进的后期，随着后发利益递减，需求因素对金融发展的影响越来越大。在中国金融发展演进过程中，不断有新的需求产生，从而产生新的后发利益，诱使经济主体进一步的模仿式创新行为。

(5) 我国的渐进式改革过程中，以金融中介体系发展为先的金融制度安排，在改革初期由于有效地实现了储蓄动员，因而其正面效应是主要的。改革中后期由于储蓄投资转化率和投资效率趋于下降，因而负面效应越来越明显，金融制度的总体效率趋于下降，并影响到经济增长，因此必须进行适当改革。在体制内制度变革动力不足的情形下，通过引入外部冲击来促进体制内的制度变迁，是未来中国渐进改革的重要特征之一。

(6) 随着经济体制改革的深化，从金融中介体系来看，国家实行金融垄断带来的是资源配置的低下和社会总体福利水平的下降，其净损失的不断扩大，为国家变革金融垄断制度提供了原动力。发展民营银行不仅有利于促进金融中介体系绩效的提升，而且对民间金融的内部化以及我国银行业核心竞争力的整体提升作用显著。

(7) 金融中介与金融市场的互动发展促进了资金的流动，为资金的均衡定价——利率实现市场化提供了可能性。在我国管制利率的体制下，利率外生性强化了货币供给的内生性，我国货币供给呈现强内生性的特点。金融市场与中介的互动发展为利率市场化提速提供了可能，利率形成机制由强外生性转向外生与内生相结合将会弱化货币供给的内生性，有利于货币政策有效性的提升。



第 1 章

金融中介与金融市场互动发展的理论分析框架

金融发展是经济增长的基本特征，它伴随着经济增长而实现，同时又进一步地推动着经济增长。金融发展包含了金融规模总量的增长以及金融市场、机构相对关系等结构因素的优化。金融结构的优化体现为市场与中介不断互动深化发展、相互促进。如果将各国经济与金融制度变迁的因素纳入其中，优化的金融发展过程与优化的金融结构一定是与一国经济发展路径相一致的，即有利于有效促进资本配置、推动经济实现稳定发展是金融结构优化与否的唯一标准。因此，考察我国金融中介与金融市场互动发展及其如何促进金融结构与金融功能深化，要紧密围绕我国金融改革所面临的外部经济环境特点而展开。我国经济发展方式自改革开放以来发生了巨大的变化，其中离不开金融机制的支持及金融体系的重新塑造，我们对于金融市场与金融中介互动的考察，就是以我国经济转轨的制度变迁过