



金融发展理论前沿丛书

国家社科基金重点项目(07AJY014)成果

国家“211”工程第三期项目成果

白钦先 田树喜 著

# 中国金融倾斜的 实证分析

ZHONGGUO JINRONG QINGXIE DE  
SHIZHENG FENXI



中国金融出版社

金融发展理论前沿丛书

国家社科基金重点项目（07AJY014）成果  
国家“211”工程第三期项目成果

# 中国金融倾斜的 实证分析

白钦先 田树喜 著

 中国金融出版社

责任编辑：王素娟

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

### 图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融倾斜的实证分析 (Zhongguo Jinrong Qingxie de Shizheng Fenxi) / 白钦先, 田树喜著. —北京: 中国金融出版社, 2010. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5550 - 0

I. ①中… II. ①白… ②田… III. ①金融—经济结构—研究—中国  
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 115432 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16

字数 237 千

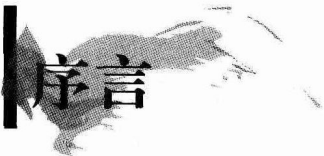
版次 2010 年 9 月第 1 版

印次 2010 年 9 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5550 - 0/F. 5110

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947



## 序言

金融倾斜最初是由我本人在 20 世纪 80 年代研究了全球不同类型国家金融体制的长期发展演变历程后，高度抽象提出的一个概念。我提出，就世界各国金融业和金融业务方式的历史发展而言，一般是先有间接金融，后有直接金融……而且在间接金融与短期金融之间，直接金融与长期金融之间有一种大体上的对应关系。这两种对应因素不仅在产生发展的时间上明显地一个在前，另一个在后，远不是平行的，而且在业务总量或市场占有率方面也远不是平衡的，即间接金融所占的比重大大超过直接金融，即使是直接金融发达的国家也是如此。我将间接金融与直接金融间这种不平行发展和不平衡发展的状态称为金融倾斜。显然，这种金融倾斜并不是任何人为设计或构造的结果，而是一个自然的历史客观发展过程。在此后的十多年中，它一直是我高度关注与研究的一个课题。1998 年，我在《论金融可持续发展》一文中，针对经济金融化与金融虚拟化，提出坚持质性金融发展与量性金融发展相统一而以质性金融发展为主、渐进式金融发展与跳跃式金融发展相统一而以渐进式金融发展为主的金融可持续发展观，更为明确地将金融结构演进与金融发展紧密地联系起来。1999 年我根据国外一系列最新发展态势，在《经济全球化与经济金融化的挑战与启示》一文中，指出传统的金融倾斜局面发生了“逆转”，即在一些发达国家直接金融的发展速度远远地超过间接金融……以至于在绝对量和市场占有率方面逐渐地接近甚至超过了间接金融，并将这一态势称为金融倾斜的逆转。2003 年我在《百年金融的历史性变迁》一文中指出：“在过去一百年中，金融倾斜及其逆转……是最为重大而深刻的金融结构变迁。这大体上反映了由传统金融向现代金融，由以银行机构为主体的金融到以非银行金融机构为主体的金融，由以银行为主导主体的简单金融到以金融市场为主导主体的复杂金融，由

以国别经济体为单元的相对封闭的国别金融到高度开放的高度流动性的、真正全球性的全球金融的结构变迁。”因此，我从历史长河的广阔视角和更为复杂的层面观察与思考金融倾斜及其逆转问题，强调了金融结构的复杂性和多层次性。

最早系统阐述金融结构这一概念的学者是美国著名的金融学家戈德史密斯先生，他提出金融结构即金融工具与金融机构的相对规模，进而提出金融结构的变迁即金融发展的理论观点。这一理论观点大大开阔了人们对金融问题的观察视野，并极大地丰富与拓展了金融研究的新领域，无疑具有重要的理论意义与政策含义，国内外理论界赞扬与肯定其所作出的重大理论贡献是理所当然的。但是，任何事物，包括理论创新在内，都有一个伴随形势发展而不断丰富发展的问題，即与时俱进的问题。自20世纪90年代以来，随着金融倾斜的逆转和金融运行虚拟化程度的提高，戈德史密斯金融结构论的局限性逐渐显现出来。简而言之，其局限性有二：一是他忽视金融结构的复杂性与多层次性，将金融结构复杂结构中的一种具体结构，即金融机构与金融工具或金融资产相对规模这一特殊结构当做金融结构一般，有以偏概全之嫌；二是他提出的金融结构（即特指的金融机构与金融工具）变迁即金融发展的观点，是一种量性金融发展观，是一种只强调量性金融发展而忽视质性金融发展的片面金融发展观。我本人在20世纪80年代最初提出金融倾斜问题时尚未见到戈德史密斯先生的《金融结构论》，但在我所著《比较银行学》的绪论中提出金融体制为比较银行学的研究对象，并将九大金融相关要素的有机整体称为金融体制。在这一研究过程中，我修正、补充与扩展了戈德史密斯的金融结构理论，提出了不同于戈德史密斯的质性发展与量性发展相统一的金融发展观，并正式将金融相关要素的组成、相互关系及其量的比例定义为金融结构。金融结构演进与金融发展二者关系非常密切，这是不言自明的，但是否可以简单地讲金融结构变迁即金融发展，值得研究。二者更可能的关系是：有时是正相关的，有时可能是负相关的，负相关即为负发展；适度的优化的金融结构变迁可以促进金融发展，从而促进经济发展，而非适度的非优化的金融结构变迁会阻碍金融发展，从而阻碍经济发展。我使用了金融结构演进这一概念来代替金融结构变迁的概念。“演进”一词包含了变化、变革与提升，即包含了质与量两个方面的统一深化。

20 世纪 80 年代以来国际金融界形成了片面追求金融资产数量扩张而忽视金融资产质量与安全的氛围，典型地表现为《欧洲货币》杂志及英国《银行家》杂志每年以各国金融机构的资产数量为中心排列全球五十大、一百大和一千大金融机构，以此排先后、分优劣，这在国际金融界形成了强大且持久的舆论压力，更极大地诱导与助长了包括发达国家在内的金融机构与金融市场资产的迅猛的量的扩张。在西方学者金融压抑、金融深化与金融自由化理论及片面的量的金融发展观的影响或指引下，一系列的发展中国家金融自由化迅猛展开，金融机构与金融资产迅猛扩张，有些以量的金融发展为主，有些以跳跃式金融发展为主，最终酿成了 20 世纪 80 年代的南北债务危机与 90 年代的金融危机。但对这一片面的金融发展观在事实上或实践上的反思与纠正，以及强化金融监管、防范与化解金融风险、将金融安全提到各国与全球的战略高度的政策行动，并未伴随对片面金融发展观的理论上的反思与纠正。以美国次贷危机为例，金融虚拟化导致金融资产价值急剧膨胀为次贷危机提供了数量基础，金融虚拟化导致信用关系高度复杂化为次贷危机提供了强化机制，金融虚拟化导致金融体系日益成为一个整体为次贷危机提供了扩散机制。可见，金融虚拟化的不断深入发展相当于制造了一颗威力巨大的原子弹，而且也提供了众多“触发装置”，次贷市场违约率上升只是众多“触发装置”中的一个。由此再次证明了，以金融虚拟化为主要内容的经济金融化在提高微观资源配置效率的同时，也大大累积与提升了整个金融体系的系统性风险，金融发展也已陷入了金融倾斜“迷失陷阱”。

所谓金融倾斜“迷失陷阱”是指在金融发展过程中融资方式结构逐渐偏离实体经济发展的客观需求，而陷入为了创新而创新、为了理论而理论、为了证券化而证券化的轮回中不能自拔，形成了金融倾斜的过度逆转和金融发展的过度虚拟化，以至于连我们自己都不清楚金融创新到底是为了什么、证券化到底是分散了风险还是打包了风险、金融倾斜是自然演进的过程还是人为被逆转等问题。一旦金融发展陷入金融倾斜“迷失陷阱”，金融危机频繁、剧烈地发生就不可避免。现代金融理论在新古典经济学“经济人”的经典假定下显得十分完美和精致，对每个个体而言都是充分理性的，但个体理性的集合并不一定是集体理性，金融发展中的“囚徒困境”屡见不鲜。在金融发展中，金融企业的个体理性是通过金融创新最大化自己的利润，但如果无节制、无约束，

个体理性下的金融创新则会导致金融资源的过度开发，形成系统性风险，导致集体非理性。2008年，我在《金融虚拟化与金融理论的反思》一文中提出金融倾斜“迷失陷阱”还存在另外一层含义，那就是融资结构变迁和金融发展仅仅迷恋于金融正向功能研究而忽视、漠视金融负向功能研究，对现实存在的金融负向功能因种种原因而从研究视野中剔除。正是金融发展理论研究陷入金融倾斜“迷失陷阱”，金融实践也出现了相应偏差，具体表现就是金融资产过度膨胀、无限扩张信用，扩张延伸信用链、资金链，使信用关系高度复杂化，金融资源开发乱砍滥伐，也就使金融信用高度脆弱化；在金融创新、金融自由化旗帜下，金融衍生产品创造一代接一代，一代更比一代玄虚，金融虚拟性更高，离实质经济更远，可控性更小，风险性更大。上述二者都使金融风险不断累积提升，金融过度虚拟化。一旦遭遇外部环境的风吹草动（例如房价下跌），长而又长缠绕如麻的资金信用链便会断裂，各种金融创新产品也便成了断线风筝，遂成空中“游魂”。

银行主导型金融与市场主导型金融，实际是指一种融资的金融组织主体结构。以银行为主导的间接融资，其观察与统计口径是相对狭小的，是主要针对工商企业而言的，而以金融市场为主导的直接融资或投资，其观察与统计口径是相对更为宽广的，是面向全社会的，甚至是国际性的。若从企业融资的角度来观察与统计，国内外大量统计与实证研究表明，无论是发展中国家、转轨型国家还是发达国家，间接融资都是其最主要的融资方式，绝对量或相对量都占企业外部融资的大部分，直接融资所占比重则较小。虽然20世纪八九十年代以来，直接融资方式的重要性在持续提高，但仍未从根本上改变长久以来工商企业以间接融资为主、直接融资为辅的客观态势。如果从一国全社会融资（有些发达国家的金融市场是全球性的，外国政府与企业融资或投资占相当大的比重，例如美国政府债券大部分由外国政府持有）的角度来观察，采用传统的口径与统计方法计算，截至2007年末，全球金融衍生产品总的市值超过了680万亿美元，是全球GDP规模的十多倍以上，远比信贷资产存量要大得多。因此，我呼吁人们从理论与认识上自觉地、严格地和准确地将企业融资同社会融资、国内融资同国际融资这些不同口径的融资主体区分开来，将银行信贷间接融资同金融市场直接融资这些不同的融资方式区别开来，将货币型金融产品或资产同非货币型金融产品或资产，将具有一定虚拟性的货币型金融资产同虚拟

的金融资产、虚拟的再虚拟金融资产以及多虚拟的金融资产这些非货币型的、不同质的金融资产形式区别开来。对一国或世界各国习惯上将货币型金融资产同非货币型金融资产简单相加，进而进行各种横向的或纵向的较的科学性与可比性提出质疑。在重新审视炒得火热的似乎是已成定律或定论的诸如直接融资快于、大于、优于间接融资，金融市场主导型金融结构优于银行主导型金融结构的判断、观点或理论的准确性与科学性的同时，我们更应当重新审视金融倾斜及其逆转的问题。可以这样讲，假如是从企业融资的角度讲，至今乃至今后相当长的历史时期，都将长期呈现金融倾斜的态势；若从全社会金融市场直接融资的角度讲，过去三四十年乃至今后，直接融资将长期呈现快速或高速增长的态势，但金融倾斜逆转是否已经或将会普遍呈现，应持谨慎的态度，金融倾斜逆转的速度与程度都远不如国内外学者普遍认为或统计的那么高。在金融资产的计量上，考虑到非货币型金融资产或产品是虚拟的金融资产或产品，不仅其质是虚拟的，即设定的和远离实质经济的，而且其量也只是可能的而远非现实的，远不是真实的和实在的，应该将金融资产划分为有一定虚拟性的货币型金融资产和虚拟的非货币型金融资产两大类，分别观察与统计，而后一类又可以细分为虚拟的金融资产（如基础衍生证券）、再虚拟的金融资产（如期货期权）和多虚拟的金融资产（如指数期货期权等）三个层次。上述两大族类四个层级的金融资产，一个比一个虚拟度更高，离实质经济更远，价格波动幅度更大，自我扩张性更强，可控性更小，风险性更大。

很长一段时间以来，许多人以为金融倾斜及其逆转是各国融资结构变迁的一般性规律，以金融创新为主要内容的金融虚拟化也是金融发展的渐进形态。但面对由美国次贷危机引发的全球金融危机，我们必须深刻反思：金融到底是什么，金融有无边界，金融能否可以被人为地不断虚拟、包装、扩张而不受惩罚这样三个严肃的问题，即金融适度虚拟化与金融创新的“度”的问题。无限扩张信用，对金融资源乱砍滥伐，结果就是金融虚拟性更高，离实质经济更远，可控性更小，风险性更大。美国金融体系气血两亏，次贷危机祸及全球，便是例证。以国别而论，除美国自身外，欧洲国家和亚洲的韩国、日本等国都成为这场危机的重灾区。在这场危机中，中国也深受其害，出口大降，失业率高升。然而，令人不解的是，在次贷危机的初期，中国经济金融业界与理论界，对这场危机的严重性与影响却严重估计不足，或不以为然，表现出异乎寻

常的“镇静”。更有甚者，某些部门与人士出于种种原因更是刻意加以淡化，强调美国那些房贷抵押债券大都是AAA级，并无多大风险。这种观点是不是看反了？一种房屋抵押贷款债券的信用与美国国债的信用评级相同、等同于国家信用，这恰恰是问题而不是无风险的证明。现在这种误导仍然存在，不良影响仍在继续，这是非常值得深思的。

更值得反思的是，经济金融分析中的唯工具化倾向，设计了那么多玄而又玄的模型，可没有一个预测到次贷危机的发生，反而是一片赞歌。我们的经济金融分析何以能陷入模型游戏，自得其乐、自诩玄秘而不能自拔。智慧的精英们怎么会糊涂了？值得反思。连美国一位议长先生都承认，“经济学都是政治经济学，甚至是国家政治经济学”，可我们许多人硬是自觉地回避或死不承认。一个民族一旦失去对这一点的认同与警惕，思维一旦美国化，则中国思维的自主性、主体性必然阙如，陷入分析工具模型化、美国人怎么说我们便怎么想怎么做的怪圈。次贷债券的超高收益与超高风险对称便由此被打破，在超高收益的诱惑下，通过一些人心中“美国信用度最高、金融体系最优、金融监管最严”的虚幻神话与光环这一砝码，超高收益与超低风险的不对称便又取代了新的对称与平衡，于是掉入次贷危机陷阱也就是必然的了。

上述状况凸显了严重的思维美国化倾向和中国思维自主性主体性（即对民族优秀传统文化、民族意志和国家利益与战略的认同、秉持与贯彻）的严重缺失，人们对美国模式与理论的那种顶礼膜拜与仰视，照抄照搬、全盘模仿、甘心依附而不思自主。现在我们看到的是违反规律必受惩罚，惩罚是规律客观性的表现和反应，我们必须尊重客观规律，树立和深化全民族的全新的大金融意识。这个大金融意识包括现代金融意识、国家金融和战略金融意识、金融资源意识、金融主权与安全意识、金融风险与危机意识、金融强国意识、全球金融意识和反金融霸权意识八个意识。作为全新的大金融意识，还应该通过一系列的制度安排，变成我们国家的民族意志、国家战略和国家政策。

长期以来，中国的银行体系一直主导着金融资源配置，中国的证券市场虽经发展，但规模有限，结构和功能远未完善。那么，中国金融倾斜形成的根本原因是什么？中国金融资源的倾斜配置是如何激励产出增长的？2007年，中国证券化率一度超过了100%，那么是否可以判定中国已进入直接融资快速发展的时期了？面对史无前例的国际金融风暴，中国金融的分业经营和银行主导

是否起到了减震作用……这些问题是需要认真思考和回答的。以持续二十余年对融资结构变迁的思考和研究为基础,本书对市场主导型的美国、银行主导型的日本、新兴市场国家韩国、发展中国家印度、东欧转型国家、社会主义市场经济国家中国的融资结构变迁进行了实证分析,找出不同类型国家金融倾斜的相近的规律和不同的特征,揭示了金融倾斜与金融发展的动态关系,从中发现与金融可持续发展相匹配的融资结构变迁的初始条件和均衡路径。

关于融资结构变迁的问题,以往的理论研究大多基于“二分法”范式,即在信息经济学的框架下比较间接融资与直接融资的经济绩效,忽视了融资结构变迁的初始条件和约束条件。本书首次以金融倾斜理论为基础,将要素禀赋和发展战略等约束条件纳入金融倾斜的效用函数,从社会融资、企业融资和各地区融资的视角对中国的金融倾斜特征和效应进行了全面分析和计量检验;从中国金融倾斜的约束条件出发,采用非对称广义自回归条件异方差模型和向量自回归模型的非对称脉冲响应函数,对紧缩和扩张两种状态下金融冲击的波动效应进行了计量检验,解析了中国金融倾斜的加速机制;通过不完全信息动态博弈分析,揭示出了中国金融倾斜波动效应的内在动因和外部条件。

关于中国融资结构深化指标的选取,以往的实证研究大多选取市值指标,忽视了货币性金融资产与非货币性金融资产之间“质”的区别,本书分别采取发行指标和市值指标,对中国金融倾斜的虚拟度进行了计量,揭示了中国金融倾斜虚拟化的内在动因;对中国金融衍生产品市场开发可能产生的市场风险联动效应进行了检验,构建了金融日益虚拟化背景下,金融衍生风险集聚和扩散的预警机制;阐明了树立面向21世纪的金融资源观、实现金融分析的范式转换和理论创新、避免因过度虚拟化而陷入金融倾斜“迷失陷阱”,对于中国金融可持续发展的重要意义。

我的合作者田树喜君多年来先后追随我攻读硕士研究生与博士研究生,并积极参与由我主持的国家自然科学基金项目(70573042)和国家社科基金重点项目(07AJY014)的研究,是位骨干成员,他的博士学位论文选题也与此项目研究紧密相关。由于选题新颖、视角独特,突出了他擅长的数量与实证研究,且赋予创新性,相关成果丰硕而被评为“2009年辽宁大学优秀博士学位论文”。本专著即是在此基础上修改补充扩展而成的。

树喜君出身于贫困山区的贫苦农民家庭,生活艰难而坎坷;为人忠诚、朴

实、重情重义，为子孝道，深爱与厚待家人，尊敬师长倍加真诚，毫无“人走茶凉”、“来去匆匆”之感；为学从教扎扎实实、勤勤恳恳、刻苦认真，智慧而不张扬，耐劳而又稳重，不善言辞、只重行动，难能而可贵，可亲可敬。

这里需要特别指出的是，由于技术性的原因而我本人不得不署第一作者之名，实际上本书稿都是树喜君的辛劳与贡献，作为导师、项目主持人和合作者，我只限于在选题、总体策划，理念、理论及思想、思路等方面提供指导与建议，以及文稿的审阅、修改与补充，而树喜君则承担了几乎全部具体研究与撰稿工作。

我们的合作默契有效而愉快！

白钦先  
2010年3月

# 目 录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| <b>1 绪论</b>             | 1  |
| 1.1 问题的提出               | 3  |
| 1.2 相关概念的界定             | 4  |
| 1.3 相关研究文献综述            | 6  |
| 1.4 结构安排与研究方法           | 17 |
| 1.5 创新之处与不足             | 19 |
| <b>2 金融倾斜理论评述</b>       | 21 |
| 2.1 金融倾斜理论的提出           | 23 |
| 2.2 金融倾斜格局的形成机制         | 33 |
| 2.3 金融倾斜与金融发展           | 41 |
| <b>3 典型国家金融倾斜的状态特征</b>  | 53 |
| 3.1 美国：市场主导型国家的典型代表     | 55 |
| 3.2 日本：间接融资占有比较优势       | 59 |
| 3.3 韩国：由政府导向到市场导向       | 62 |
| 3.4 印度：由金融抑制到金融自由化      | 66 |
| 3.5 东欧转型国家金融倾斜的状态特征     | 69 |
| 3.6 典型国家金融倾斜的比较分析       | 72 |
| <b>4 中国金融倾斜的状态特征及计量</b> | 75 |
| 4.1 中国间接融资的发展及特征        | 77 |
| 4.2 中国直接融资的发展及特征        | 83 |
| 4.3 中国金融倾斜状态的计量         | 90 |

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| 5 中国金融倾斜与经济增长的实证分析 .....      | 97  |
| 5.1 金融倾斜与经济增长的关联机制 .....      | 99  |
| 5.2 中国金融倾斜与经济增长的总体检验 .....    | 111 |
| 5.3 中国各地区金融倾斜与经济增长的计量检验 ..... | 117 |
| 5.4 中国金融倾斜产出效应的约束条件 .....     | 125 |
| 6 中国金融倾斜与经济波动的实证分析 .....      | 131 |
| 6.1 金融倾斜与经济波动的关联机制 .....      | 133 |
| 6.2 中国金融倾斜与经济波动的总体检验 .....    | 141 |
| 6.3 中国各地区金融倾斜与经济波动的计量检验 ..... | 149 |
| 6.4 中国金融倾斜波动效应的博弈分析 .....     | 155 |
| 7 中国金融倾斜虚拟性的实证分析 .....        | 161 |
| 7.1 金融虚拟性的内涵及演进 .....         | 163 |
| 7.2 中国金融倾斜虚拟性的计量 .....        | 174 |
| 7.3 中国金融倾斜虚拟性的检验 .....        | 176 |
| 8 金融倾斜“迷失陷阱” .....            | 187 |
| 8.1 金融倾斜“迷失陷阱”的界定 .....       | 189 |
| 8.2 次贷危机的反思 .....             | 190 |
| 8.3 金融倾斜的度与金融适度虚拟化 .....      | 196 |
| 9 研究结论与政策建议 .....             | 203 |
| 9.1 研究结论 .....                | 205 |
| 9.2 政策建议 .....                | 210 |
| 参考文献 .....                    | 221 |
| 附录 .....                      | 233 |

金融发展  
理论前沿丛书

# 1 绪 论



## 1.1 问题的提出

纵观各国金融发展的历史,可以总结出两个基本事实:一是金融发展水平与经济发展水平显著正相关,二是经济发展水平不同的国家的金融结构(尤其是融资结构)存在着一定的差异。在发展中国家或地区,银行体系在金融资源配置过程中发挥着主导作用,很多欠发达国家根本没有成型的股票市场,即使有,其规模和作用也很有限。如果进一步考虑到企业债券市场,则间接融资与直接融资的比例构成在发达国家和欠发达国家之间的差距更明显。那么导致融资结构差异的原因是什么?不同的融资结构对经济发展有何影响?融资结构的失衡与经济波动的关系怎样?不同的融资结构是否具有收敛的趋势?这些都需要我们认真研究和回答。针对上述问题,中外学者进行了大量的研究,但由于研究方法、选择变量的不同,研究结论也存在较大差异。

20 世纪 80 年代以来,现代经济周期表现出与古典经济周期和实体经济周期不同的特征事实,微小的冲击通过金融市场的加速和放大,对经济运行产生巨大的冲击。<sup>①</sup> 实体经济波动的降低,不一定能保证经济快速稳定增长,宏观经济政策不仅要以实体经济指标为参考,更应关注金融波动。以美国为例,在 1945—1980 年的 36 年中,证券化的虚拟资产只增长 45%;在 1981—2006 年的 26 年中,证券化的虚拟资产增长了 453%,26 年的增长量是 36 年的 10 倍。金融创新的着眼点是通过提高信息透明度来降低信用风险,通过资产证券化等方式在全球范围内分散风险,但其越拉越长的衍生链条恰恰加剧了交易者之间信息不对称的矛盾。

金融倾斜是由中国学者白钦先(1989)在研究了全球不同类型国家金融体制的发展演变后,高度抽象提出的一个概念。白钦先提出,“就世界各国金融业和金融业务方式的历史发展而言,一般是先有间接融资,后有直接融资,二者不仅在产生发展的时间上明显地一个在前,另一个在后,而且在业务总量或市场占有率方面也远不是平衡的,即间接融资所占的比重大大超过直接融资。我们将间接融资与直接融资间这种不平衡发展称为金融倾斜”。<sup>②</sup> 白钦先

---

① 例如,1998 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机。

② 白钦先. 比较银行学 [M]. 郑州:河南人民出版社,1989:7.

(1999) 根据国外一系列新的发展态势进一步提出了金融倾斜的逆转, 即直接融资的发展速度远远超过间接融资, 以至于在绝对量和市场占有率方面逐渐地接近甚至超过了间接融资。<sup>①</sup> 由此引发的思考是, 随着金融倾斜的逆转, 是否所有的国家或早或晚都将演进为市场主导型的国家? 如果回答是肯定的, 为什么一些发达国家(如日本和德国)间接融资仍居于重要地位? 如果回答是否定的, 那么对于不同类型的国家, 间接融资与直接融资的相对比重为多少是各自的均衡水平?

长期以来, 中国的银行体系一直主导着金融资源配置, 中国的证券市场虽经发展, 但规模有限, 结构和功能远未完善。那么, 中国倾斜的融资结构形成的动因是什么? 中国的金融倾斜是如何激励产出增长的? 中国的金融倾斜与经济波动的关系如何? 上述问题是我们必须认真思考和回答的。因此, 本书拟从金融倾斜的视角, 分析中国融资结构变迁的特征、动因和效应, 探究金融因素在中国经济增长和经济波动中的作用机制, 旨在为中国金融可持续发展提供借鉴。

## 1.2 相关概念的界定

### 1.2.1 间接融资与直接融资

间接融资与直接融资是一国金融资源的两种配置方式。格利和肖在其专著《金融理论中的货币》中运用初级证券(Primary Securities)和间接证券(Indirect Securities)来定义间接融资和直接融资: “……从最广泛的意义上讲, 初级证券包括非金融性支出单位的所有负债和被他人持有的股票, 这些支出单位的主要职能是生产和购买当期产出, 不去发行一种证券以购买另一种证券。初级证券与间接证券相对, 后者专指金融机构发行的证券。……货币系统的中介作用使消费者储蓄流向企业投资的间接融资得以实现。直接融资把初级证券倒入消费者的资产篮子, 而间接融资则用货币代替这些资产篮子中的初级

---

① 白钦先. 经济全球化与经济金融化的挑战与启示 [J]. 世界经济, 1999 (6): 15-17.