

◎ 吴晓求等 著

TRANSFORMATION AND RISE OF CHINA

变革与崛起

——探寻中国金融崛起之路

EXPLORING
THE ROAD TO A
FINANCIAL POWER

大国经济的可持续发展需要一个与大国经济结构相匹配的大国金融模式。美国经济长达一个世纪的持续稳定增长与美国市场主导型金融体系密切相关。日本经济近二十年增长乏力，重要原因是日本金融体系功能缺失。对中国来说，美日两国的经验和教训值得我们重视。构建一个具有强大资源配置功能且能有效分散风险的现代金融体系，以实现大国经济与大国金融的战略匹配，是金融危机后中国面临的战略任务。

◎ 吴晓求等 著

TRANSFORMATION AND RISE
OF CHINA

变革与崛起

——探寻中国金融崛起之路

EXPLORING
THE ROAD TO A
FINANCIAL POWER

 中国金融出版社

责任编辑：褚蓬瑜

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

变革与崛起——探寻中国金融崛起之路 (Biange yu Jueqi——Tanxun Zhongguo Jinrong Jueqi Zhilu) / 吴晓求等著. —北京：中国金融出版社, 2011. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5795 - 5

I. ①变… II. ①吴… III. ①金融事业—经济发展—研究—中国
IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 262512 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (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 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 22.75

字数 387 千

版次 2011 年 3 月第 1 版

印次 2011 年 3 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5795 - 5/F. 5355

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

导论 大国经济的可持续性与中国金融模式

——美日经验与中国模式之选择 / 1

1 金融危机以来的全球经济政策调整及经济格局变化 / 11

1.1 金融危机的根源：再回顾 / 11

1.1.1 次贷危机的直接原因 / 12

1.1.2 金融危机的根本原因：“美元本位制”下的世界经济结构失衡 / 13

1.2 全球经济结构失衡的演进过程 / 15

1.2.1 失衡的全球经济结构：基于美国的视角 / 15

1.2.2 全球经济结构失衡背后的推动力量——美元本位下的国际货币体系 / 21

1.2.3 全球经济结构失衡下此次金融危机的爆发与蔓延 / 25

1.3 金融危机下各国的政策调整及其成效 / 27

1.3.1 金融危机中的政策调整 / 29

1.3.2 政策调整对国际经济格局的影响 / 51

1.3.3 结论与启示 / 53

2 全球货币体系的变革与金融结构的调整 / 56

2.1 三次 G20 金融峰会与未来全球金融改革的基本走势 / 56

2.1.1 华盛顿峰会 / 56

2.1.2 伦敦峰会 / 62

2.1.3 匹兹堡峰会 / 71



- 2.1.4 从三次 G20 峰会比较看未来全球金融改革 / 74
- 2.2 全球货币体系变革 / 75
 - 2.2.1 现行货币体系不再适应全球经济的稳定发展 / 75
 - 2.2.2 人民币国际化有必要提上日程 / 76
 - 2.2.3 人民币国际化——双赢的局面 / 78
- 2.3 全球金融结构变革与中国国际金融中心建设 / 79
 - 2.3.1 全球金融结构变革的表现 / 79
 - 2.3.2 全球金融结构变化与中国国际金融中心的建设 / 80
 - 2.3.3 中国建立国际金融中心的有利因素 / 81
- 3 国际金融组织的改革与功能的重新定位 / 83
 - 3.1 现存国际金融组织概述 / 83
 - 3.1.1 国际货币基金组织形成背景与发展历史回顾 / 84
 - 3.1.2 国际货币基金组织的权力结构 / 85
 - 3.1.3 国际货币基金组织的功能定位 / 86
 - 3.1.4 世界银行集团简介 / 87
 - 3.2 国际金融组织的改革背景分析 / 87
 - 3.2.1 世界经济格局发生深刻变化 / 88
 - 3.2.2 全球金融体系稳定性的要求 / 90
 - 3.3 国际金融组织的现存问题 / 91
 - 3.3.1 IMF 的内生缺陷 / 92
 - 3.3.2 IMF 的外生缺陷 / 94
 - 3.3.3 世界银行的主要缺陷 / 96
 - 3.3.4 现行国际货币体系的缺陷 / 96
 - 3.4 国际金融组织改革的基本原则 / 99
 - 3.4.1 公平性原则 / 99
 - 3.4.2 决策独立性原则 / 100
 - 3.4.3 主动性原则 / 100
 - 3.4.4 协调与互补原则 / 101
 - 3.5 国际金融组织职能的改善 / 102
 - 3.5.1 建立超主权货币 / 102
 - 3.5.2 组织国际协调 / 105
 - 3.5.3 改善援助机制 / 106

- 3.5.4 加强信息披露和风险监测功能 / 107
- 3.5.5 世界银行职能的改善 / 107
- 4 全球金融变革与人民币国际化 / 109
 - 4.1 金融变革的时代给人民币国际化提供良机 / 109
 - 4.1.1 全球金融变革背景下,世界经济局势正在发生重大变化 / 109
 - 4.1.2 全球金融变革下中国经济的崛起,人民币国际化成为开路先锋 / 114
 - 4.1.3 全球金融变革中人民币国际化面临的机遇 / 115
 - 4.2 世界主要货币国际化的历史回顾 / 119
 - 4.2.1 强权推动下的货币国际化 / 119
 - 4.2.2 区域经济一体化促成的货币国际化 / 124
 - 4.2.3 金融市场改革带动的货币国际化 / 125
 - 4.3 人民币国际化的内容和条件 / 129
 - 4.3.1 人民币国际化的内容 / 130
 - 4.3.2 人民币国际化的条件分析 / 131
 - 4.4 人民币国际化的收益风险分析 / 138
 - 4.4.1 人民币国际化带来的收益 / 138
 - 4.4.2 人民币国际化的成本 / 148
 - 4.5 人民币国际化的制约因素和战略选择 / 152
 - 4.5.1 人民币国际化的制约因素 / 152
 - 4.5.2 人民币国际化的政策安排 / 153
- 5 中国资本市场发展与全球金融中心的建设 / 158
 - 5.1 从美国资本市场发展乃至国际金融中心形成过程中我们能学到什么 / 159
 - 5.1.1 美国资本市场的构成 / 159
 - 5.1.2 美国资本市场发展的经验和启示 / 162
 - 5.1.3 美国资本市场的发展与纽约国际金融中心的建设 / 172
 - 5.2 中国资本市场的发展与新的国际金融中心的形成 / 174
 - 5.2.1 中国资本市场发展的机遇 / 174
 - 5.2.2 中国资本市场发展过程中存在的问题 / 178
 - 5.2.3 促进中国资本市场发展的战略安排 / 181
 - 5.2.4 我国资本市场的发展与上海国际金融中心的建设 / 185

6 中国金融崛起中的货币市场 / 190

6.1 大国金融体系中的货币市场功能分析 / 191

6.1.1 支撑大国金融的货币市场模式与结构——历史与国际视角的考察 / 192

6.1.2 大国金融体系中的货币市场功能——理论视角的考察 / 195

6.1.3 大国金融体系中的货币市场参与主体建设 ——货币市场基金发展分析 / 197

6.2 大国金融的危机防范——金融危机时期的货币市场表现与功能 / 199

6.2.1 金融危机时期的货币市场表现 / 199

6.2.2 金融危机时期中央银行对货币市场的流动性注入 / 201

6.3 中国货币市场的发展历程与现状 / 203

6.3.1 同业拆借市场 / 203

6.3.2 银行间债券市场 / 204

6.3.3 票据市场 / 206

6.4 支撑大国金融的中国货币市场构建 / 207

6.4.1 当前我国货币市场发展还不能适应大国金融体系的构建 / 209

6.4.2 支撑大国金融的货币市场发展建议 / 212

6.4.3 大国金融中货币市场对金融危机的防范 / 215

7 中国金融崛起中的衍生品市场 / 219

7.1 大国金融与衍生品市场的发展 / 219

7.2 金融衍生品市场的理论功能与基础意义 / 220

7.3 我国金融衍生品市场发展现状 / 224

7.3.1 股票市场衍生品发展现状与沪深300股指期货 / 225

7.3.2 债券衍生品市场发展现状 / 230

7.3.3 利率衍生品市场发展现状 / 234

7.3.4 外汇衍生品市场发展现状 / 236

7.4 后危机时代衍生品监管改革动向与美国金融监管改革法案 / 240

7.4.1 加强对场外金融衍生品的规制 / 241

7.4.2 防止过度金融创新和误导欺诈投资者 / 242

7.4.3 限制或禁止高风险交易行为 / 243

7.4.4 扩大金融监管横向法律规制 / 244

7.5 我国金融衍生品市场的控制监管原则 / 245

7.5.1	风险空间预留原则 / 246
7.5.2	信息披露原则 / 247
7.5.3	全面系统原则 / 249
7.5.4	符合法律与公共利益原则 / 250
7.5.5	监管效率原则 / 251
7.6	我国金融衍生品市场的未来发展路径 / 252
7.6.1	我国金融衍生品市场的发展路径 / 252
7.6.2	加强我国金融衍生品杠杆率的监管 / 257
8	中国金融崛起中的商业银行体系 / 262
8.1	结构性金融变革中的商业银行：功能视角的一个理论思考 / 263
8.1.1	商业银行：概念及其基本功能 / 264
8.1.2	为什么商业银行仍会存在 / 264
8.1.3	金融的结构性变革与商业银行的功能转型：一个基本判断 / 268
8.1.4	结构性金融变革中的商业银行：基于发达国家实践的一个考察 / 271
8.1.5	小结 / 275
8.2	商业银行体系的变革与中国金融崛起 / 276
8.2.1	中国银行体系概况 / 277
8.2.2	中国商业银行体系：功能视角的一个现实考察 / 278
8.2.3	中国商业银行体系的战略转型与中国金融崛起 / 286
8.3	中国金融崛起中的商业银行体系：目标模式及其转型设想 / 288
8.3.1	金融崛起中的中国商业银行体系：目标模式 / 289
8.3.2	中国商业银行体系的外部转型条件与内部转型原则：基本设想 / 290
8.4	结语 / 296
9	未来中国金融模式 / 299
9.1	引言 / 299
9.2	未来中国金融市场的发展模式 / 300
9.2.1	美国金融市场发展模式面临挑战 / 300
9.2.2	中国金融市场的发展路径 / 301
9.2.3	中国金融市场当前的主要问题 / 303
9.2.4	未来中国金融市场模式的若干特征 / 304



9.3	未来中国金融机构的发展模式 / 310
9.3.1	国际金融业模式的演进与比较 / 310
9.3.2	我国金融业模式的变迁与现状 / 312
9.3.3	金融业分业经营与综合经营模式比较 / 314
9.3.4	未来我国金融业模式的选择 / 316
9.4	未来中国金融监管的发展模式 / 318
9.4.1	国际金融监管模式 / 318
9.4.2	美国金融监管改革法案 / 320
9.4.3	中国金融监管模式的历史和现状 / 321
9.4.4	未来中国金融监管模式探讨 / 322
10	全球金融变革与中国金融崛起 / 326
10.1	全球金融变革的轮廓和趋势 / 326
10.1.1	全球金融势力分化重组, 新兴金融势力崛起 / 326
10.1.2	金融全球化深入推进, 金融国际竞争日趋加强 / 327
10.1.3	全球金融治理体系初显, 金融监管合作将会日益强化 / 327
10.1.4	国际金融体系会有技术性改善, 但短期内不会有根本改变 / 328
10.1.5	金融监管普遍加强, 但金融创新仍将层出不穷 / 328
10.1.6	全球经济失衡仍将持续, 泡沫将持续伴随 / 329
10.2	影响和决定金融大国崛起的因素 / 329
10.2.1	金融大国的标志 / 329
10.2.2	实体经济增长对金融发展的作用和影响 / 330
10.2.3	金融体系对实体经济的作用和影响 / 333
10.2.4	金融体系的演变和发展 / 335
10.2.5	美国金融发展的历程 / 339
10.2.6	金融崛起的制度文化环境 / 342
10.2.7	金融大国崛起的机制: “三角结构” / 344
10.3	中国金融崛起的路径 / 345
10.3.1	实体经济的增长 / 345
10.3.2	制度文化环境的改善 / 346
10.3.3	中国金融体系的演变和发展: 金融扩展 / 346
10.3.4	中国金融崛起的外部障碍 / 349
	后记 / 354

导论 大国经济的可持续性 与大国金融模式

——美日经验与中国模式之选择

摘 要

大国经济的可持续发展需要一个与大国经济结构相匹配的大国金融模式。美国经济长达一个世纪的持续稳定增长与美国市场主导型金融体系密切相关。日本经济近二十年增长乏力，重要原因是日本金融体系功能的缺失。对中国来说，美日两国的经验和教训值得我们重视。构建一个具有强大资源配置功能且能有效分散风险的现代金融体系，以实现大国经济与大国金融的战略匹配，是金融危机后中国面临的战略任务。

经过改革开放 30 年特别是进入新世纪加入世界贸易组织以来，中国经济快速增长，无论是从经济规模、经济竞争力，还是从对全球经济的影响力而言，毋庸置疑，中国已经成为全球性经济大国。如何维持中国这个全球性大国经济的长期、稳定增长，是我们所面临的战略问题，而这其中，构建一个具有强大资源配置功能且能有效分散风险的现代金融体系以实现大国经济与大国金融的战略匹配，则是战略中的战略重心。

中国作为一个新的全球性经济大国，在选择其金融模式时，美日两国的经验或教训值得我们重视。

一、美国经济长达一个世纪的持续增长：来自于科技创新和金融的强大推动力

1. 科技创新与美国跨世纪的经济增长

回顾美国经济发展的历史，我们可以看到，从 1877 年至 1898 年，美国完成了近代工业化，成为世界头号工业大国。一战前后，美国经济进入高速发展时期，1916 年成为世界上最大的资本输出国，成为真正意义上的全球性经济大国。

在过去的一个世纪中，美国除了发生 1929—1933 年大危机和 20 世纪 70 年



代石油危机时期出现了经济大幅度波动外，绝大多数时期都保持持续、稳定增长。为什么美国经济能保持一个世纪的持续增长，从而成为当今世界无以匹敌的经济强国呢？最重要的因素来自于科技创新和金融的强大推动力。

美国的科技创新体现在产业的升级换代和结构调整。我们知道，冶金技术的发展和钢铁工业的兴起推动着美国工业第一次结构性变革。在美国冶金技术发展之前，其经济增长的主要贡献来源于农业及其相关产业。到了1904年，钢铁工业已经跃居美国工业产值的第一位，钢铁工业的迅速崛起成为美国现代化工业格局的奠基性力量，而钢铁工业崛起的起点则是冶金技术的发展。冶金技术的发展使得大规模机器生产应用于国民经济体系的各个方面，无论是金属农机具的广泛运用，还是生产机器的金属机床设备，这些冶金技术的直接结果是生产效率的提高。

汽车的发明和汽车工业的兴起加快了美国经济结构的转型。钢铁工业的发展为汽车工业的崛起提供了良好的工业基础。到1917年，机动车生产企业所创造的产值已经跃居美国制造业产值的第六位。机动车也开始走入家庭，逐渐成为家庭耐用消费品的重要组成部分，并开始普及。在推动汽车走进家庭的过程中，金融的力量——与汽车相关的消费信贷——成为这一过程的“催化剂”。

计算机的发明和第二次工业革命标志美国经济的第二次跨越。在20世纪六七十年代，以钢铁、汽车为代表的传统工业开始在全球范围内重新配置产业格局，美国在劳动力成本方面不具有优势，因此从20世纪70年代开始，将钢铁、汽车等传统工业技术逐步向欧洲、东亚乃至拉美等国家和地区转移，面对激烈的外部竞争，美国制造业的利润率不断下降。美国经济的可持续增长面临着严重挑战，美国亟须新的产业来带动经济的下一波长周期增长。如果说钢铁和汽车成为美国经济结构转型的重要推动力量，那么计算机的发明和第二次工业革命则将创新对美国经济的推动作用表现得淋漓尽致。可以说，计算机是人类有史以来最伟大的发明之一。计算机的发明和信息产业的兴起成为美国经济增长的新动力，是美国经济处于全球霸主和领先地位的新标志。

我们不难发现，贯穿美国经济一个世纪持续发展的基本动力就是科技创新。无论是从农业到工业，还是从工业到信息产业，美国经济的每次飞跃都与科技进步和创新有密切关系。进一步分析表明，科技创新对经济增长的推动作用随着金融市场的发展和金融结构的变革日益明显，实际上每一次科技进步和创新都与金融的发展密不可分。如果说科技进步和创新是推动整个经济体系前进的内生因素，那么以资本市场为主导的金融体系则成为推动美国经济增长的重要

外生力量。

2. 资本市场发展对美国经济增长的贡献

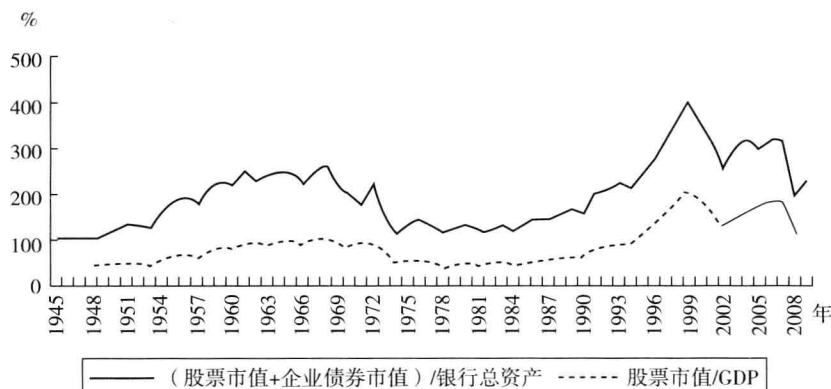
在早期,美国商业银行资金供给与企业融资需求并不完全匹配。产业革命后美国实体经济对融资的巨大需求给美国银行业带来了挑战,具体表现在两个方面:一方面,美国的金融体系在工业化发展的最初阶段并不是一个有机的整体,不同地区之间处于割裂状态,这给金融体系跨地区配置资源提出了一个现实的难题:如何建立一个全国性的金融体系,在全国范围内重新配置资本,按照边际收益的原则将资本配置效率最大化;另一方面,美国的商业银行体系主要由小型商业银行组成,区域化经营的限制使得其难以为机器化大生产提供巨额的资金支持,换句话说,即使美国当时资金的总量是充裕的,小型的区域化的商业银行格局难以驾驭这些巨额的资本流动。

在整个19世纪里,美国的银行系统都是高度分散的,从未建立过拥有广泛分支网点的全国性商业银行,法律对此也是禁止的,银行对经济的支配力量相当有限。^①在商业银行难以担负起支持经济发展的重任的条件下,在美国,资本市场的发展成为破解这一难题的有效路径。从图1中可以看出,二战以后,美国资本市场发展迅速,股票市值与GDP之比逐渐提高,并在1968年达到109.46%;股票市场的发展也带动了债券市场的繁荣,资本市场总市值(股票市值+企业债券市值)与银行总资产之比达到259.70%,从这些指标来看资本市场已经占据美国金融体系的主导地位。虽然20世纪70年代的石油危机导致美国经济出现滞胀,进而引发了美国资本市场近十年的低迷,但是,以资本市场为主导的金融体系实际上将这种系统性风险分散开来,从而使美国经济最终摆脱了低迷。随着新一轮科技创新的出现,资本市场又迎来了长达20年的繁荣,这种繁荣既是实体经济产业升级的标志,又是金融结构变革的重要表现。1999年,美国经济的证券化率(股票市值与GDP之比)达到209.32%的历史高点,资本市场总市值与银行总资产价值之比也达到了398.71%的历史最高,虽然此后的互联网泡沫破灭使证券化率有所下降,但总体而言仍处于较高水平。

资本市场的发展,特别是企业债券市场的发展解决了美国工业化进程与分散的银行体系导致的有效资金供给不足的矛盾,使美国充裕的资金能在广阔的范围进行有效配置。从图2可以看出,1946—2009年债券融资在绝大多数时间都是企业外部资金最重要的来源,其次才是银行贷款,而股权融资则在1984年

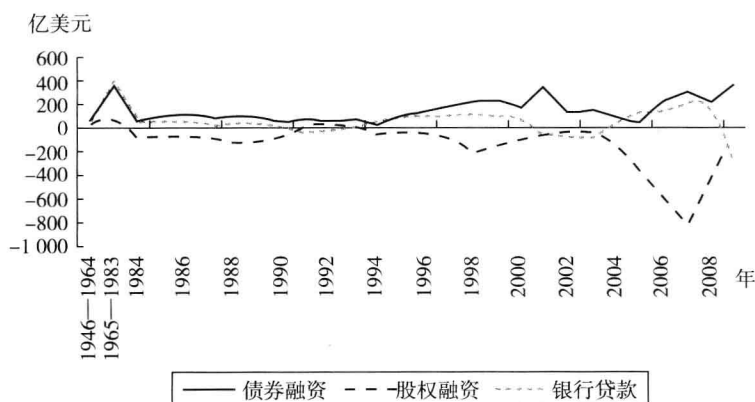
^① 吴晓求.中国资本市场分析要义[M].第一版.北京:中国人民大学出版社,2006:15-18.

之后就处于净回购的状态。因此，从融资角度来看，资本市场的发展对美国经济长时期的持续增长作用巨大。



资料来源：美联储资金流量表（Flow of Fund）。其中企业债券市值数据包括外国债券的市值。

图1 美国资本市场发展的状况（1945—2009年）



资料来源：美联储资金流量表（Flow of Fund）。

图2 美国非金融企业融资结构（1946—2009年）

3. 美国金融体系的功能性分析

在美国长达一个世纪的经济增长进程中，曾经出现了不同类型的主导产业，包括钢铁、汽车、信息技术产业等，而不同类型的产业则需要不同的组织形式的企业作为载体，才能形成有效的生产力。然而，不同类型的企业，其风险水平和资金需求结构差异很大，金融机构类型的不断丰富为美国企业组织结构的变化和工业化进程中新型企业的发展提供了充足的资金支持和融资便利。在美

国的金融体系中，包括存款商业机构、投资银行、保险公司、养老基金、金融公司、共同基金等金融中介机构，这些金融机构功能各异，成为美国不同类型的企业融资需求的重要来源。这些金融中介机构一方面调动全国乃至全球的金融资源，使得闲置的资金能够通过金融中介进行投资；另一方面，强大的资本市场使它们能够将金融资源转化为投资，实现资源的跨期和跨区域配置。值得注意的是，在美国金融体系中，商业银行的资产占比总体上呈下降趋势，从20世纪40年代的50%左右下降到现在的25%左右，下降了约25个百分点。究其原因，一方面与美国商业银行的经营受到多种限制、商业银行实行单一银行制有关，另一方面，与非银行金融机构的迅速成长有关。

我们应当注意到，金融机构发展迅速的基本原因是美国发达的资本市场为各种类型的金融机构创造了广阔的发展平台。在这个平台上，各种各样的金融机构可以便捷地融资、投资；在这个平台上，各种金融中介可以完成风险与收益匹配；在这个平台上，金融创新可以充分地发挥金融效率，提高金融体系对实体经济的推动作用。从金融中介的角度来说，这些机构可以通过发行债券、优先股票、普通股票等多种方式进行筹资，将资金从资金盈余方筹措过来，通过边际资本效率最大化的原则，在追求资本增值的同时实现资金的保值和增值；从投资者角度来说，投资者根据其风险偏好，选择合理的资产组合，通过风险收益相匹配的原则，在为实体经济提供资金支持的同时，分享经济增长的财富效应。

综上所述，在对美国金融体系进行剖析之后，我们发现，一方面，以资本市场为平台，以投资工具为渠道，便捷迅速地筹集资金，从而有效地配置资源；另一方面，投资者能够通过资产配置的准则，通过多种多样的金融工具实现资本配置，在获得收益的同时有效地分散了风险。资本市场的风险配置功能可以将经济发展过程中累积的风险分散，实现风险的流量化，从而提高实体经济对风险的防御能力和化解风险的能力，促进经济持续稳定增长。

二、日本20年的高速增长与后续增长乏力：源自于金融体系功能的缺失

日本经济在20世纪中后期迅速崛起，经济出现了长达20年的高速增长。这种高增长与其独特的金融体系有密切联系。二战之后，日本企业缺乏恢复生产所需的大量资金，日本政府决定采取以间接金融为主、直接金融为辅的金融政策，推出一系列扶植和保护银行顺利营运的优惠措施，同时对非银行金融业进行严格管制，从而使银行成为企业发展所需资金的主要提供者，这种金融制度



安排使战后的日本经济得以突飞猛进的发展。然而,20世纪90年代之后,随着泡沫经济的破灭,日本出现出了后续增长乏力的现象,虽然日本政府采取调整产业结构、推进技术创新、维持长期的低利率环境等一系列措施,但是却无法恢复经济的增长态势,究其原因,我们认为,最重要的因素是日本金融体系功能的缺失。

日本金融体系功能的缺失首先表现在资源配置功能的失效。战后日本经济的高速增长积累的大量贸易顺差,导致了日本与西方国家的贸易摩擦。1985年9月,《广场协议》的签署引发了日元大幅升值,大量国际资金涌入日本国内。实际上,从1984年开始,日本经济出现衰退,日本大藏省实行了大规模的缓和金融政策,将贴现利率从5%降到1987年的2.5%。较低的利率水平和大量的国际资金流入引起了日元货币供应量的膨胀,大量的资源被配置在非生产性的资产市场,例如古董、艺术品等,导致了非生产性资产价格的严重泡沫化;与此同时,企业通过金融市场获得廉价资金,将大量资金配置到土地、股票市场,引起地价、股价的上升,^①在“凯恩斯选美”思想影响下,土地、股票等生产性资产的价格出现了大量泡沫。地价、股价等资产价格暴涨导致了虚幻的财富效应:消费的过度膨胀、建筑和土地交易虚假繁荣、金融机构忽视风险的大量资金融出、企业的非必要性股票融资、用于改善职工福利设施的设备投资 and 建设等。^②金融体系对资源配置的低效率在特定的历史条件下孕育了巨大的资产价格泡沫。

日本金融体系功能的缺失更多地表现在风险分散功能的失效。日本金融体系风险分散功能的失效,原因在于日本扭曲的银企关系。由于历史的原因,日本金融体系的主导部分是“主银行”,以至于日本的银行与企业之间的关系通常用“主银行制”和“企业集团”来描述。在某一企业集团中,“主银行”居于核心地位,其对集团中的企业贷款最多,给予的相关便利也最多,同时又是这些企业的大股东。这样,主银行一方面为企业特别是大企业提供资金,另一方面作为企业的重要股东,也对企业的经营发挥了监督、指导作用。

但是,由于企业和银行之间的关系过于紧密,导致企业集团的风险过度集

^① Kunio Okina, Shigenori Shiratsuka. Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience. 2002, p. 55.

^② 具有讽刺意味的是,当时日本的金融机构基于不动产等担保品价格的迅速上升,忽视了融资的风险,从而为资产价格下跌后金融机构的巨大存量风险埋下了隐患。从风险形成的角度来说,日本当年金融体系的失败与美国的次贷危机颇有异曲同工之处。

中在银行体系内部。由“主银行制”衍生而成的风险内生性使日本金融体系天然地丧失了“分散风险”这一最为核心的功能。配置资源、分散风险的金融体系成为与集团企业“一荣俱荣，一损俱损”的“财务机构”，这使得日本经济在出现停滞、衰退时，银行和企业之间的衰退循环成为现实，这种畸形的银企关系加速了日本经济风险在金融体系的积聚。随着日本泡沫经济的破灭和大量国际资本的流出，大量的企业出现了破产、倒闭，使银行产生巨额的不良资产，参与泡沫炒作的银行和金融机构陷入大量贷款无法收回的困境，形成巨额赤字和呆账，到1998年底，日本官方公布的银行坏账已达7131亿美元。日本银行业出现大范围亏损，导致日本银行业出现了严重危机，银行成为日本经济风险集中爆发的最大窗口。

对比美国与日本的金融体系以及两国经济增长持续性的巨大差异，我们认为，就中国金融体系的战略架构而言，需要更多地学习借鉴美国金融模式的经验，更多地警惕日本金融模式的教训。

三、中国所应选择的金融模式仍是以市场（其核心是资本市场）为主导的现代金融体系

笔者一直主张，中国所要建立的现代金融体系，应是以市场（核心是资本市场）为主导（基础）的金融体系。在这个金融体系中，资本市场作为资源配置的重要平台，为投资者、筹资者和金融机构提供交易和资源配置的场所；作为定价的平台，为金融产品提供收益和风险相匹配的市场机制；作为经济增长的“促进器”，不仅具有经济发展“晴雨表”的功能，还可以进行增量融资，而且更能推动存量资源的配置，进而有效地提高资本配置效率，推动经济结构的调整。

在分析中国为什么要选择市场主导型金融体系的同时，我们必须研究或者解释下述问题：从趋势上看，中国金融体系为什么会沿着市场主导型金融体系方向演进？主导型金融体系形成的内在动因是什么？关于这两个问题的分析，我们在《市场主导型金融体系：中国的战略选择》^①一书中已有系统阐述。

就实体经济与金融制度的关系而言，我们认为，金融制度是一种供给，而经济结构本质上是一种需求。金融制度必须与由经济结构决定的金融需求相适应。在市场经济运行规则中，金融需求决定金融制度（或金融供给），而不是相反。当然，恰当的金融制度可以提高社会经济活动中金融需求的满足度，从而

^① 吴晓求主笔：《市场主导型金融体系：中国的战略选择》[M]，第一版，北京：中国人民大学出版社，2005。



提高资源配置效率，促进经济的发展。美国经验表明，与实体经济相适应的金融体系能够有效地配置金融资源，推进经济结构的升级，从而促进经济长期稳定地增长。

金融制度（或金融体系）演进的核心标志是金融功能的升级。讨论金融制度的演进，其实质就是讨论金融功能升级的内在动因。

通过系统深入的分析可以发现，金融功能经历了简单的融通资金到创造信用再到转移风险、孵化财富的升级过程。金融功能的升级推动了金融结构的深刻变革。^①必须明确的是，在市场主导型现代金融体系中，资本市场是居核心或基础地位的，是现代金融体系的“心脏”。从历史演进角度看，资本市场经历了一个从金融体系“外围”到金融体系“内核”的演进过程，从国民经济的“晴雨表”到国民经济的“发动机”的演进过程。

推动资本市场从“外围”到“内核”的演进，其原动力不在于资本市场所具有的增量融资功能，而在于其所具有的存量资产的交易和配置功能。因为，就增量融资功能来说，银行体系的作用要远远大于资本市场，资本市场在增量融资上没有任何优势而言。但是，就存量资产的交易和配置而言，资本市场则具有无可比拟的优势。经济活动中资源配置的重心和难点显然不在增量资源配置，而在于存量资源配置。这就是为什么说资本市场是现代金融体系的核心根本原因。

资本市场不仅具有优化存量资源配置的功能，而且还具有使风险流动的功能。银行体系中风险存在的形式是“累积”或“沉淀”，资本市场风险存在的形式则是“流动”，通过流动机制配置风险、分散风险，从而达到降低风险的目的。资本市场所特有的风险流动性特征客观上会提高市场主导型金融体系的弹性；而传统商业银行具有的“累积风险”、“沉淀风险”的特征，使银行体系貌似稳定，实则脆弱。日本的教训表明，不具备风险分散功能的金融体系，无法化解实体经济的风险，在极端情况下甚至会延长经济的衰退期。所以，发达而健全的资本市场带给社会的不是风险，而是分散风险的一种机制。

资本市场不仅为社会带来了一种风险分散机制，而且更为金融体系创造了一种财富成长模式，或者准确地说，为金融资产（ w ）与经济增长（ g ）之间建立了一个市场化的函数关系，即 $w = f(g)$ ，从而使人们可以自主而公平地享受经济增长的财富效应。因为这种函数关系是一种杠杆化的函数关系，因而，资

^① 吴晓求，金融的过去、今天和未来 [J]，金融参考（内部刊物），2003（5）；中国人民大学学报，2003（1）。