

金融脱媒：

趋势、影响及应对策略

上官永清 任碧云 著

JINRONG TUOMEI
QUSHI YINGXIANG
JI YINGDUI CELUE



中国财政经济出版社

金融脱媒： 趋势、影响及应对策略

上官永清 任碧云 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融脱媒：趋势、影响及应对策略/上官永清，任碧云著. —北京：中国财政经济出版社，2012. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3933 - 0

I. ①金… II. ①上…②任… III. ①金融事业 - 中介组织 - 研究 - 中国②金融市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 39②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 221387 号

责任编辑：刘五书

责任校对：李 丽

封面设计：陈 瑶

版式设计：董生平

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 19.75 印张 302 000 字

2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月北京第 1 次印刷

定价：39.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3933 - 0/F · 3192

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

前 言

金融脱媒作为一种重要的经济现象，最早出现在 20 世纪 60 年代的美国，并且很快引起了学者们的关注。在我国，金融脱媒是在 21 世纪以后伴随着中国资本市场的快速发展而逐渐表现出来的，也就是从这个时候起才逐渐引起国内学者的关注。从总体来看，全球经济环境无论怎样变化，金融危机无论从哪里产生，金融脱媒本身无论如何演进以及其作用无论怎么扑朔迷离，都无法改变金融脱媒对各国宏观经济运行和微观经济主体，特别是银行机构和资本市场的运营状况产生巨大影响的客观事实，因为这是市场经济发展的必然产物，是金融业适应市场经济发展要求的必然结果。

本书的研究框架

本书以金融脱媒为研究背景，以金融脱媒对金融机构、金融市场、金融监管及金融政策产生的影响为主要研究内容，旨在探讨脱媒背景下适合我国金融业发展的宏观管理模式和微观运营方式。

全书共分为 3 篇，11 章。

上篇（第 1、2、3 章），金融脱媒：当代国际金融的发展趋势。本篇在梳理金融脱媒相关理论和研究成果的基础上，总结、回顾了发达国家和发展中国家金融脱媒的发展历程。旨在说明当代世界主要经济体都必须面对金融脱媒的现实并做出应对策略。

中篇（第 4、5、6、7、8 章），喜忧参半：脱媒对中国金融业的影响。本篇从银行机构、非银行金融机构、金融市场、金融监管及整个金融运行视角，全方位地分析了脱媒对中国金融业的影响。旨在从理论上分析

金融脱媒对中国金融产生的影响、脱媒过程中原生的金融风险以及在蔓延过程中衍生的特殊风险。

下篇（第9、10、11章），未雨绸缪：脱媒背景下中国金融业的发展。旨在探讨各机构受到金融脱媒作用后，应采取的有利举措及未来发展的不同途径。基于上述两篇的结论，本篇提出了新形势下中国金融体系架构的重建及运行模式、中国金融业合理化发展的现实选择与策略安排以及中国金融业安全运行的风险防范体系及设计思路。

本书的主要观点

1. 金融脱媒作为当代金融发展的一种趋势，不仅影响各微观金融主体的经营方式和金融业的格局，而且对各国金融监管模式、中央银行宏观调控和金融政策的实施效果产生了直接的影响。从整体上来看，金融脱媒在对银行和非银行金融机构都产生正负效应的同时，增强了金融市场的功能，改变了金融运行格局，金融监管体制改革的迫切性进一步增强。

2. 中国的金融脱媒虽然只是初露端倪，但商业银行业务单一、综合风险防范能力弱，非银行金融机构业务操作不规范，金融市场不够活跃、效率低等问题，已经逐步显现出来。未来我国金融体制改革的目标是什么，金融运行格局的理想状态是什么，实现路径如何选择等，成为我们不得不作出回答的问题。

3. 就中国目前状况而言，最重要的就是要作出合理的选择和政策安排，即：在宏观金融体系结构调整和体制完善的前提下，进一步优化金融机构内部治理结构和外部发展环境，积极推进金融机构多元化发展；进一步加强市场运行机制建设，正确定位金融市场并推动其多层次、全功能、高效率运行；充分发挥金融监管的协调与监控职能，完善其面向金融机构与金融市场的沟通与制衡机制。

4. 当前国内外经济环境的复杂化、经济全球化带来的联动效应以及金融危机等风险的突发性和不可预测性，使得中国面临的金融脱媒也呈现出长期性和反复性。面对由美国次贷危机所引发的全球金融危机，中国应更加慎重地效仿西方经济发展模式和路径的同时，要紧密结合我国实际创新金融运行模式，尤其在金融脱媒现象出现的初期，不可重蹈覆辙，过度

创新。政府应对金融市场及金融机构予以同等重视，在保证市场和银行的流动性的同时不放松监管，以充分发挥金融脱媒的正面效应，推动我国金融体系健康、稳定发展。

本书的主要贡献

本书力求构建科学的理论框架，完整的内容体系，辩证地分析金融脱媒历程中的普遍性和特殊性，客观地评价金融脱媒对金融和经济产生的效用。特别是要将脱媒的理论推导与中国金融实践相结合，在金融危机的特定时期解答具有中国特色的金融脱媒问题，为中国金融的稳定、有序、健康发展提供参考。

如果说本书有些创新之处的话，应该主要体现在：

1. 借鉴前人研究成果、通过对发达经济体金融脱媒现实的总结和分析，建立了三个层次的金融脱媒评价指标体系：其一，基本指标，包括存贷差、存贷比、短期存款占比、长期贷款占比、贷款占社会融资比重；其二，非金融部门指标，包括贷款融资比重、股票融资比重、债券融资比重、存款比率、股票比率、债券利率；其三，金融部门指标，包括贷款占资金运用比重、存款占资金来源比重。

2. 根据是否将银行机构看作金融体系的“主导”、金融机构与金融市场能否相融相通为标准，将西方金融脱媒理论区分为静态理论学派和动态理论学派。前者强调银行机构在金融体系中的主导地位，认为金融机构体系与市场体系相互孤立甚至对立，后者则在指出银行体系内部缺陷的同时，强调脱媒过程中金融市场的正面效应。

3. 通过对1985—2010年我国银行以及金融部门资产负债各方金融脱媒状况的分析，认为自20世纪90年代以后，在银行层面资产负债方均出现了较为明显的脱媒化趋势，而且由于受金融危机的影响还出现了两次反复波动的情况；在金融部门层面，虽然负债方脱媒趋势并不明显，但资产方却表现出了稳定的金融脱媒趋势。

本书由晋商银行党委书记、董事长上官永清和天津财经大学教授、博士生导师任碧云共同撰写。天津财经大学的姚莉教授和李滨、宋蕾、赵卜萱、孟凡生、杨琳、刘玉翠、崔信超、梁垂芳、廉萌、魏利军、张彤

进同学在资料的搜集和整理方面做了大量工作并参与了部分内容的写作，书中还引用了诸多书籍和文献的观点及数据，中国财政经济出版社张立宪副总编及他的同事们为本书的出版付出了大量的辛勤劳动，晋商银行董事会发展战略办公室王永亮主任也给予了大力支持。在此，一并致谢。

书中难免有局限与不足之处，恳请读者批评指正。

作 者

2012 年 10 月 10 日

目 录

导 论	(1)
第一节 研究问题的时代背景	(1)
第二节 研究问题的目的和现实意义	(4)
第三节 国内外研究综述	(6)
第四节 研究思路与框架	(12)
第五节 研究方法	(13)
第六节 创新与难点	(14)

上篇 金融脱媒：当代国际金融的发展趋势

第一章 进展与述评：金融脱媒的理论界定及研究成果	(16)
第一节 金融脱媒的科学内涵	(16)
第二节 金融脱媒理论及其发展	(22)
第二章 历史与现状 I——发达国家金融脱媒的发展历程	(34)
第一节 发达国家金融脱媒的起源	(34)
第二节 发达国家金融脱媒的发展	(39)
第三节 发达国家金融脱媒的基本特征	(50)
第三章 历史与现状 II——发展中国家金融脱媒的发展历程	(52)
第一节 发展中国家金融脱媒的历史	(52)
第二节 发展中国家金融脱媒的现状	(58)
第三节 发展中国家金融脱媒的基本态势	(72)
第四节 中国金融脱媒的历史回顾与现状考察	(73)

中篇 喜忧参半：脱媒对中国金融业的影响

第四章 得与失——基于银行机构视角的分析	(89)
第一节 中央银行在金融脱媒背景下的宏观调控	(89)
第二节 商业银行在金融脱媒背景下的业务运营	(94)
第五章 利与弊——基于非银行金融机构视角的分析	(102)
第一节 非银行金融机构发展的历史回顾与现状阐述	(102)
第二节 金融脱媒背景下非银行金融机构的利弊比较分析	(118)
第六章 喜与忧——基于金融市场视角的分析	(133)
第一节 金融市场的范畴界定	(133)
第二节 金融脱媒对传统金融市场的效用	(140)
第三节 金融脱媒对新兴金融市场的影响	(147)
第七章 挑战与机遇——基于金融监管视角的分析	(155)
第一节 金融脱媒下的金融监管与金融机构	(156)
第二节 脱媒深化过程中的金融监管与金融市场	(162)
第八章 风险与监控——基于金融运行视角的分析	(169)
第一节 脱媒背景下金融风险的传导机制	(169)
第二节 脱媒背景下金融风险的特征	(183)
第三节 脱媒背景下金融风险的监控	(186)

下篇 未雨绸缪：脱媒背景下中国金融业的发展

第九章 架构重建及运行模式——中国金融体系的进一步完善	(194)
第一节 脱媒背景下中国金融体系的理想状态	(195)
第二节 脱媒背景下各国金融体系的改革和完善	(205)
第三节 脱媒背景下金融体系控制风险的最优抉择	(210)
第四节 脱媒背景下中国金融体系的健全和完善	(223)

第十章 现实选择与策略安排——中国金融业的合理化发展	(236)
第一节 金融机构的谨慎型创新策略	(236)
第二节 金融市场的合理定位	(243)
第三节 金融监管机构的协调与监控措施	(251)
第四节 货币政策的调整及传导效果的提高	(254)
第十一章 风险防范体系及其设计——中国金融运行的安全与 稳定	(266)
第一节 脱媒背景下西方金融风险防范体系的构建	(266)
第二节 脱媒背景下中国金融风险防范体系的重建	(282)
参考文献	(294)

导 论

伴随着经济全球化和金融深化的发展，金融脱媒现象以及相关的研究开始引发社会各界的关注。早期于美国和欧洲等发达国家和地区，金融脱媒在虚拟经济体系中发挥了巨大的推动作用。但是，继美国次贷危机后，金融脱媒衍生的风险引发了全世界经济的连锁反应，这使得我们必须对其加以思考。可以肯定的是，金融脱媒对经济的作用是一把双刃剑，在高额经济收益的背后隐藏着深度的金融风险。因此，剖析金融脱媒的发展趋势、影响及相关应对策略，对中国金融的长远发展与稳定运行具有深刻的指导意义。

第一节 研究问题的时代背景

一、金融脱媒的起源

金融脱媒现象最早起源于 20 世纪 60 年代的美国，发展至今已达半个世纪，它已逐渐成为金融市场高度发达、资本流动畅通的产物及主流趋势。

1929—1933 年，美国出现了经济大萧条，为了避免银行业遭受竞争压力，美国政府对其实施了政策保护。直至 1960 年，美国银行业仍处于繁荣发展阶段。

在 1961—1964 年期间，为扭转国际收支逆差，摆脱高失业率等经济疲软的状态，美国政府采取了提高利率和减税的货币政策与财政政策，这

种调整使美国的短期利率快速上升，美国银行之间为争夺存款业务，竞争日趋激烈。1966年，为舒缓越南战争带来的通货膨胀，美国联邦储备委员会（以下简称美联储）又采取了限制性货币政策，多次提高了利率和贴现率。同年，美联储颁布了Q条例，规定了美国商业银行的定期存款和储蓄存款利率的固定上限。而此时，美国的政府债券利率实际上高于此固定上限。面对资本市场融资的低成本以及高收益，资金逐渐从银行体系中流出，商业银行吸收资金的能力有所降低，金融脱媒悄然发生。

1973年，美国芝加哥期货交易所成立，金融衍生工具逐步进入资本市场，金融创新理论和模型不断完善，推动了相关创新产品的问世，金融脱媒现象更加突出。

1976—1987年，为了缓解金融脱媒带来的重重压力，美国银行业纷纷进行机构重组，降低资金成本，挽救存贷资金大量流失的信用收缩局面。迄今为止，随着美国资本市场的高度发达，金融衍生工具的创新和发展，金融监管的放松和自由化，金融脱媒已不是罕见的现象。某种意义上说，它的存在是金融体系不断完善，银行业等金融中介机构与金融市场相互融合与协作的表现。

二、金融脱媒在世界各经济体的发展

世界各国的经济体制、金融结构具有差异性，各国银行业在其各自原有体制下长期发展，越来越显现出许多局限与不足，比如内部堆积的高风险。在本国金融框架下，银行业打破了固有的融资模式，逐渐向金融脱媒化趋势演进，实现资金在金融机构与金融市场间更加灵活的运作和流转。

美国作为金融脱媒出现最早的国家，目前金融脱媒程度已达到最深。究其原因，首先得益于美国本土发达的资本市场。纽约期货交易所、芝加哥期货交易所和纳斯达克（NASDAQ）市场，以及华尔街一流投资银行等均为其提供了优越的外部条件；层出不穷的金融衍生产品的问世使得投资越来越具有高杠杆性，从而产生了财富乘数效应，使得金融脱媒的理论在美国不断深入，并引导实践迅速蔓延，渗入金融体系中的各个机构和层面。其次，金融脱媒的深化间接地推动了《金融服务现代化法案》的诞生，结束了长达半个世纪的分业经营体制，实现了由分业经营向混业经营的转变，促使银行机构逐步迈入综合经营的模式，这种变革整体上提高了

金融体系的效率，优化了市场的资源配置，在银行业与金融市场并肩发展的同时，进一步推动脱媒在美国的渗透。

在欧洲，英、法、德、意等国的金融脱媒状况也较为典型。整体来看，德国是以间接融资为主、直接融资为辅的国家，其金融脱媒程度不及英、法这种市场高度发达并且自由开放，以实施直接融资为主体的金融体制的国家。1986年后意大利出现了经济奇迹，这得益于其实行的金融结构调整。在意大利经济大幅增长的过程中，金融脱媒正是金融调控转轨的重要步骤，它是一种主动型措施。而我国面临的诸多状况与意大利有相似之处，因此值得借鉴思考。

三、金融脱媒在中国的应运而生

金融脱媒的发展不只局限在发达国家。近年来，全球经济一体化为许多经济腾飞的发展中国家带来机遇，同时使其金融结构进入健康调整周期。其中，中国当仁不让地成为金融脱媒深化的典型代表国家。

在中国，金融脱媒从20世纪90年代中期慢慢发展起来，如今已经显现出明显趋势。我国经济政策的导向，市场经济制度的逐步完善，资本市场的蓬勃发展等一系列变化为金融脱媒发展奠定了基础。

我国的金融深化要求建立多层次的金融市场，从而推动了金融脱媒的发展。2005年开始，金融市场推出了一系列措施和政策。3月21日，我国启动信贷资产证券化试点，国家开发银行和中国建设银行分别发行了41.77亿元信贷资产支持证券和29.26亿元个人住房抵押贷款支持证券。2005年4月6日，我国启动商业银行投资设立基金管理公司试点，推动银行业的多元化综合经营。2005年5月16日，我国在银行间债券市场推出债券远期交易，有效地降低了利率风险，有利于完善市场价格发现机制，促进银行间债券市场的健康发展。2005年5月23日，我国推出企业短期融资券，在银行间债券市场发行和交易，它降低企业的融资成本，吸收商业银行中过剩的流动性，减少其经营风险，有助于改变融资结构。2005年12月19日，我国允许所有银行间债券市场投资者投资公司债，公司债可在银行间市场进行交易和流通。这些举措都说明我国的金融市场正走出单一化的银行信贷模式，在鼓励银行机构向综合性、多元性、创新性发展的同时，也逐步建立和完善银行间市场体系。这种多层次的金融市

场格局，使资金有渠道和条件脱离银行体系进行交易和流通，即为金融脱媒的发展做好了一定的铺垫。

我国的金融体系改革以及金融监管环境的变化，为金融脱媒提供了条件。2005年，中国共产党第十六届中央委员会第五次全体会议提出了“十一五”时期经济社会发展的目标，提出加快金融体制改革，积极发展股票、债券等资本市场，加强基础性制度建设，建立多层次市场体系，完善市场功能，提高直接融资比重；稳步发展货币市场、保险市场和期货市场；健全金融市场的登记、托管、交易、清算系统；规范金融机构市场退出机制，建立相应的存款保险、投资者保护和保险保障制度。

与此同时，在经历亚洲金融危机之后，我国金融监管制度不断完善，严格地控制了金融体系尤其是银行机构的风险。我国严格执行银行贷款五级分类等审慎监管要求，限时满足资本充足率，同时为遏制银行资产盲目扩张，严格加强风险管理并提高防范意识。相比而言，对于民间金融等直接融资形式，我国政府给予鼓励和支持，并放宽监管条件，为资金在直接融资市场上的有效利用营造良好环境。

第二节

研究问题的目的和现实意义

一、研究问题的目的

在近半个世纪的探索中，金融脱媒理论研究取得了诸多成果，金融脱媒的进程在各国正处于不同阶段。不可否认，金融脱媒的深化确实带来了金融创新以及整个金融体系效率的提升和资源配置的优化。但是，2007年在美国刮起的次贷危机风暴使人们意识到，由此带来的风险正在削减金融脱媒的积极效应。

如何识别脱媒式金融风险的特殊性，怎样客观评价和权衡金融脱媒带来的利与弊，如何在脱媒背景下制定新规则、创造新工具降低或规避这种风险，怎样有效监管、控制金融脱媒渗入的每个领域，引导脱媒为宏观经济发展提供优势，将是脱媒理论界展开的新课题，也是我们展开探讨研究

的关键目的。

二、研究问题的现实意义

从机构的角度看，金融脱媒对商业银行的影响首当其冲。在中国，由于长期的金融体制僵化和不健全、银行主体地位的固有性，使其丧失了创新动力和一定的风险控制能力。在脱媒背景下，商业银行的传统业务萎缩，增长状况曾一度呈下降趋势。因此，中国银行业正积极开拓中间业务，致力于中小企业信贷和惠农信贷。可以说，在暂时没有研发出风险和收益相匹配且稳定的创新性金融衍生工具的情况下，我国银行业选择业务领域的拓展，树立成为综合服务机构的目标，迎接金融脱媒的挑战是明智之举。至于金融脱媒对非银行金融机构的影响，更多的是契机。伴随着银行业务的多元化，信托、保险、投资、评级机构将承担更多的责任，作为二级服务商，它们有效的连通企业（个人）、市场和银行机构，使资金更具安全性和流动性，同时实现收益性，进而提升整个金融体系的融资效率。

从市场的角度看，我国直接融资规模的扩大以及资本市场的逐步完善催生了金融脱媒，而金融脱媒的发展又反作用于整个金融市场的进步，两者相生相助，协调并进。首先，由于受各种因素影响，我国债券市场一直未能发展壮大，成为资本市场上的短板。金融脱媒的过程，将利于改变这一现状：金融脱媒深化将促进短期债券的发行，使金融市场整体资产的久期降低，优化了存量资产的结构，加快了市场资本的流动；更为重要的是，这个过程还将有助于债券市场的期限结构趋于完善，形成有效的市场利率机制，从而使市场化利率价格与实体经济密切联系起来，同时为银行风险产品定价提供参考基准，辅助其创新机制的建立。其次，不仅仅是债券市场，金融脱媒为股票、基金等其他资本市场元素同样注入生机。中国金融市场因为脱媒的存在不再是一潭死水，相反却孕育着更多契机，同时也潜伏着更多风险。

从监管当局的角度看，金融脱媒为金融机构和金融市场带来了很多改变，其中有积极的方面也有消极的方面。可以说，如果不是市场不断完备，信用工具逐渐多元化，金融脱媒是无法在中国深化的。也正因为如此，我国的金融监管体制也必须应对新形势调整步伐。中国一直沿袭间接

融资为主、直接融资为辅的融资模式，因而金融监管当局长期致力于防范银行体系内部及外部风险、制定支持其稳定运行的相关法律法规，同时严格监管资本市场，包括其准入机制、融资规则等，这从某个角度诱导了中国“重银行、轻市场”的不平衡发展。如今，面对金融脱媒，直接与间接融资结构的调整，金融监管机构应关注其变化，并协调机构与市场的融资关系，运用监督、控制、引导的策略使中国实现融资渠道的多元化，融资途径的畅通以及融资结构的最优化。

总之，金融脱媒的现状及未来的发展趋势是值得关注的焦点。当前国内外经济环境的复杂化、经济全球化带来的联动效应以及金融危机等风险的突发性和不可预测性，使得中国面临的金融脱媒也呈现出长期性和反复性。因此，当下研究金融脱媒问题将对现实具有指导作用。

第三节

国内外研究综述

一、国外金融脱媒研究综述

金融脱媒最早出现在 20 世纪 60 年代的美国。作为一种重要的经济现象，金融脱媒在当时很快引起了学者们的关注。

（一）对各国金融脱媒现象的描述

海斯特（Hester，1969）^①最早对金融脱媒进行了研究，并首次提出了金融脱媒的概念。海斯特认为，金融中介是多种多样的且是普遍存在的，但由于金融中介定义的混乱以及计量上的不足，在实证上我们不能给出金融中介普遍性的证明。尽管如此，我们也不能因此简单地认为金融中介的相反面——金融脱媒也无法得到实证的证明。海斯特在金融脱媒定义的基础上，综合美国 1958—1967 年的年度资金存量数据的分析发现，1966 年美国出现了明显的金融脱媒。金融脱媒表现在以下两个方面：

^① Hester D D. Financial disintermediation and Policy [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, 1 (3): 600.

(1) 金融中介机构资产的增长率出现了明显的下降；(2) 居民储蓄率上升，同时伴随着资金从居民存款流向信贷市场工具（主要是美国政府债券）。此外，海斯特认为美国 1966 年金融脱媒现象的产生要归因于反通货膨胀性的货币政策以及金融中介的投资组合行为。

虽然金融脱媒最早出现于美国，但之后其他许多国家也出现了不同程度的金融脱媒。施密特、哈克塔尔和蒂雷尔 (Schmidt, Hackethal and Tyrell, 1997)^① 对欧洲主要国家的金融脱媒情况进行了对比研究。其通过建立一个特定的分析框架，分别采用三国 1981—1996 年的数据，对欧洲主要经济体（包括法国、德国和英国）金融系统的变化进行了实证考察，认为 1981 年至 1996 年期间内，欧洲并没有出现普遍的金融脱媒现象。数据显示只有法国出现了明显的金融脱媒现象，德国并不存在金融脱媒现象，而英国只是曾经出现过暂时的金融脱媒；其间，三个国家的金融系统均出现了普遍的证券化趋势；银行在金融系统中的作用并没有下降，金融系统并没有发生由银行为主向资本市场为主的转变，但是这三个国家的金融中介链条均发生了不同程度的延伸，由于来自非金融部门的资本流动性较强，非银行金融中介开始发挥越来越重要的作用，伴随着银行负债证券化的趋势，这些变化将会提升银行的融资成本，从而给银行造成压力。

罗尔多斯 (Roldos, 2006)^② 通过分析加拿大的相关数据发现，自 20 世纪 80 年代后期以来，伴随着金融监管的放松和金融创新的不断出现，加拿大出现了明显的金融脱媒现象，分别表现在两个方面。其一是企业融资更多的倾向于直接融资而不是间接融资，加拿大的金融体系表现得更加市场化；其二是家庭信贷的使用增加，主要包括消费信贷和住房抵押贷款的增多。罗尔多斯的实证发现加拿大 20 世纪 80 年代后期至 90 年代的金融脱媒对货币政策传导产生了显著的影响，金融脱媒增加了利率对总需求的弹性，从而使得货币政策的传导更加有效。

^① Schmidt, R. H., A. Hackethal, & M. Tyrell. Disintermediation and the role of bank in Europe [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 1997, (8).

^② Roldos J. Disintermediation and monetary transmission in Canada [Z]. IMF Working Paper, 2006.