

第二篇 金融市场与金融中介

第十一章 金融体系格局 ——市场与中介相互关系

第十一章 目录

- 第一节 金融体系与金融功能
- 第二节 金融体系的两种格局
- 第三节 对存款货币银行的再论证
- 第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

第十一章 金融体系格局——市场与中介相互关系

第一节 金融体系与金融功能

第十一章第一节 金融体系与金融功能

金融体系再释

1. 第三章第三节指出的金融体系五个构成要素，其中，金融市场与金融中介机构是构成金融体系实体的两个互补的部分。
2. 讨论两者相互之间的关系，涉及整个金融体系，是有关金融体系的全局问题。

第十一章第一节 金融体系与金融功能

金融功能

1. 20世纪90年代初，国外学界提出了金融功能分析框架。
2. 金融功能观是从分析不同国度、不同时期的金融机构为什么大不相同入手，认为研究的主线是功能而不是机构：金融功能比金融机构更为稳定。
3. 金融功能的概括并非限于金融机构，更着眼于金融市场。

第十一章第一节 金融体系与金融功能

金融功能

4. 金融的核心功能，归纳为六：

- (1)在时间和空间上转移资源；
- (2)提供分散、转移和管理风险的途径；
- (3)提供清算和结算的途径以完结商品、服务和各种资产的交易；
- (4)提供集中资本和股份分割的机制；
- (5)提供价格信息；
- (6)提供解决“激励”问题的方法。

第十一章第一节 金融体系与金融功能

金融功能框架是微观分析框架

1. 阐述金融功能的理论 *Finance* (金融学) 属微观金融理论。
2. 正是由于微观分析的立足点，所以创造货币，为经济提供流动性，就不包括在金融六功能之内。
3. 在学科建设中，如何处理微观金融分析和宏观金融分析，取决于不同的目标，不能比较优劣。

第十一章 金融体系格局——市场与中介相互关系

第二节 金融体系的两种格局

第十一章第二节 金融体系的两种格局

中介与市场对比的不同格局

1. 金融功能由金融中介和金融市场的运作来实现。

但在现实世界中，在不同的国家，在一个国家的不同历史时期，这两者在金融体系中的对比却有不同的格局。例如，目前美国的金融体系，资本市场非常发达，而在欧洲大陆很多国家，例如德国和法国，则是大银行在金融体系中占据主导地位。

2. 中国的金融体系，静态观察，银行占绝对优势；动态观察，资本市场发展迅速。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

对金融体系存在不同格局的论证

1. 考察银行与资本市场在资金融通中的对比，论证美、德分别代表的两种金融体系格局。

表 11-1 银行与资本市场的国际比较（1993 年） 单位：10 亿美元；%

	GDP	银行资产	(2) / (1)	股票市值	(3) / (1)
	(1)	(2)		(3)	
美国	6301	3319	53%	5136	82%
英国	824	2131	259%	1152	140%
日本	4242	6374	150%	2999	71%
法国	1261	1904	151%	457	36%
德国	1924	2919	152%	464	24%

第十一章第二节 金融体系的两种格局

对金融体系存在不同格局的论证

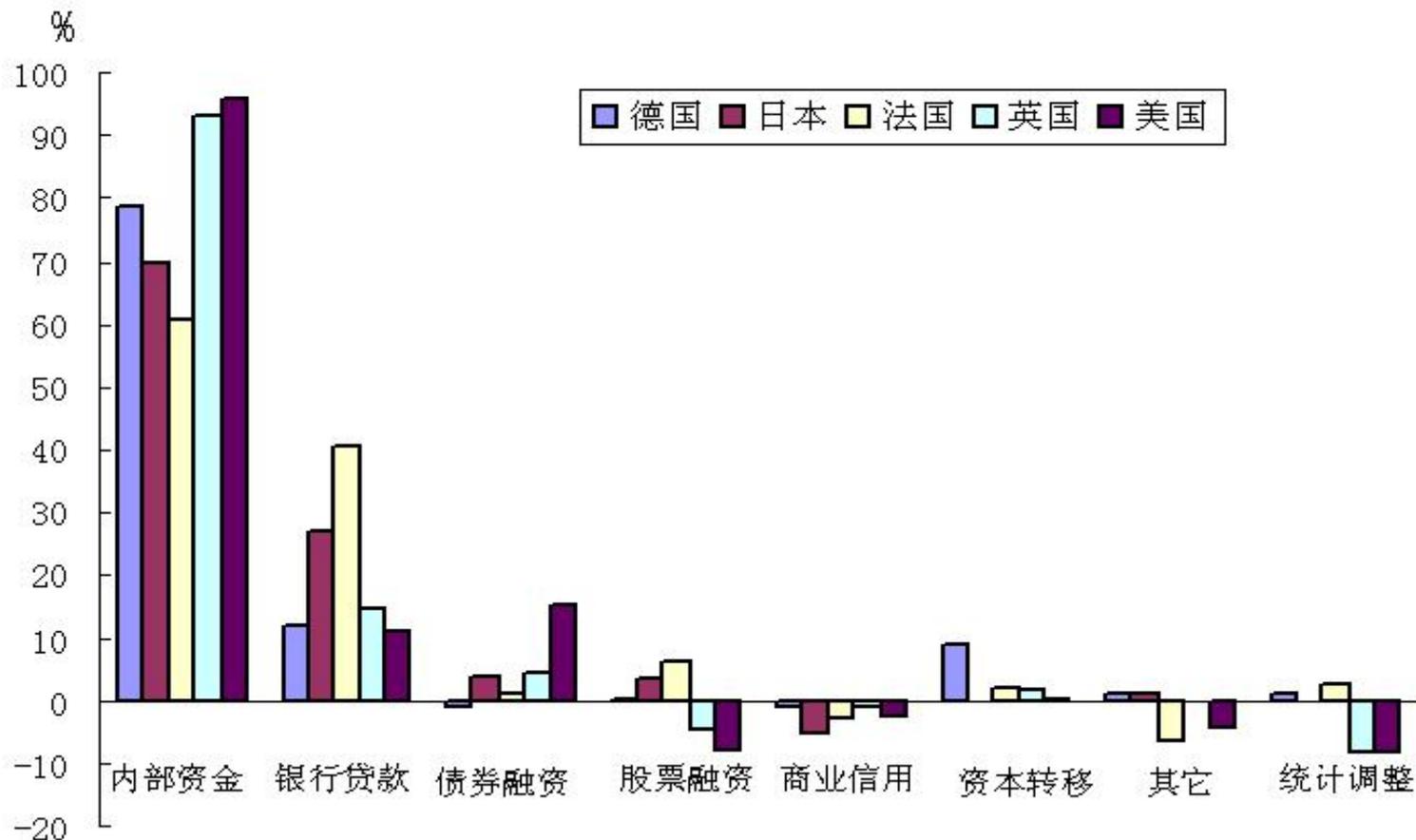
2. 从各国企业的外部资金来源中，银行贷款最重要，股权融资比重通常较小，论证各国的金融体制并无实质性区别。

表 11-2 德日英美四国企业净资金来源：1970—1994

净资金来源%	德国	日本	法国	英国	美国
内部资金	78.9	69.9	60.6	93.3	96.1
银行	11.9	26.7	40.6	14.6	11.1
债券	-1.0	4.0	1.3	4.2	15.4
新发股票	0.1	3.5	6	-4.6	-7.6
商业信用	-1.2	-5.0	-2.8	-0.9	-2.4
资本转移	8.7	-	1.9	1.7	-
其他	1.4	1.0	-6.5	0.0	-4.4
统计调整	1.2	0.0	2.5	-8.4	-8.3

第十一章第二节 金融体系的两种格局

对金融体系存在不同格局的论证



第十一章第二节 金融体系的两种格局

对金融体系存在不同格局的论证

3. 两种论证形成了较大的反差。对此，学术界迄今没有普遍认可的解释。
4. 但一般认为，金融体系还是存在不同的格局：以德国为代表的银行主导型金融体系和以美国为代表的市场主导型的金融体系。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

从家庭部门金融资产结构的差异看格局

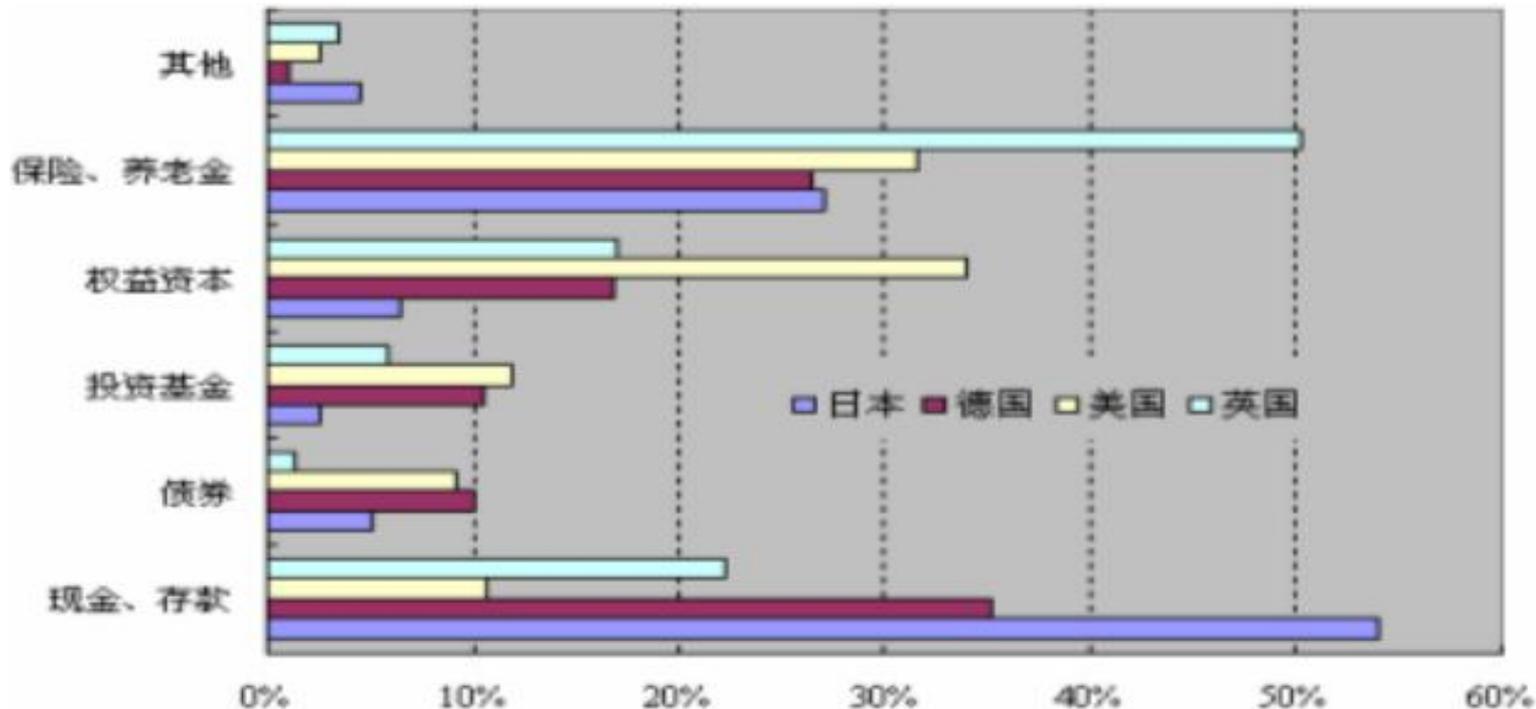
表 11-3 日、德、美、英四国家庭金融资产构成 %

年 末	日 本		德 国		美 国		英 国	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
现金、存款	48.5	54.0	45.8	35.2	19.3	10.6	30.7	22.2
债券	8.5	5.1	13.7	10.1	12.8	9.2	1.8	1.3
投资基金	3.8	2.6	4.1	10.5	5.5	11.9	0.6	5.8
权益资本	12.6	6.4	10.5	16.8	33.8	34.1	16.2	16.9
保险、养老金	19.7	27.0	24.9	26.4	25.7	31.6	45.1	50.3
其他	7.0	4.5	1.0	1.1	2.9	2.6	5.5	3.5

第十一章第二节 金融体系的两种格局

从家庭部门金融资产结构的差异看格局

据2000年的数字作图：



第十一章第二节 金融体系的两种格局

从家庭部门金融资产结构的差异看格局

从表、图看出：一是“现金、存款”项目在家庭金融资产构成中的比重，日、德明显高，而美、英明显低。二是“权益资本”项目，美国大大高出其他国家，日本则突出的低；此外，“保险、养老金”一项在家庭金融资产构成中的比重，美、英明显高于德、日。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

不同金融体系格局是怎么形成的

剖析欧美的金融发展史，可以看出，人为的政策管制，对一国金融体系格局的形成有极大的影响。

管制政策大多取决于对某次危机的反应；而体制一旦形成，就会出现路径依赖——体制变革的成本通常大于维持原有体制的成本。

可以说具有一定的历史偶然性。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

金融体系格局的演进趋向

1. 近些年，金融市场的发展趋势极为强劲；而金融中介，主要是银行，却好像步履蹒跚。

2. 造成变化的主要原因在于：

——信息技术的革命极大地提高了金融体系的效率，降低了融资的交易成本和信息成本。原来处于绝对优势的以银行为主的金融中介，越来越多地受到直接市场融资的竞争压力。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

金融体系格局的演进趋向

——战后通货膨胀经常发生，利率风险加大；布雷顿森林体系瓦解，国际货币制度进入浮动汇率制，汇率风险加剧。于是刺激了衍生金融工具市场的发展，从而扩大了资本市场的规模。

——银行体系在金融市场的压迫下，积极创新；同时，政府的管制也趋于放松，但在更为迅猛的资本市场扩充面前依然显得柔弱。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

金融体系格局的演进趋向

3. 事实上，在传统的银行主导型国家中，如德、法、日，资本市场都显示了较为快速的发展。
4. 因而，各国金融体系是否会“趋同”，或者说，是否会向美国模式“收敛”？

第十一章第二节 金融体系的两种格局

优劣比较要求理论论证

1. 现代金融理论常常假设金融市场是最好的金融运作的形式；金融市场发达的体系，要比主要依靠银行的体系处于更高的发展阶段。

但是，不仅历史上的绝大多数国家主要是依靠银行体系推进经济增长，而且直至今日，主要依靠银行体系的国家，他们的经济增长也还在取得不俗的表现。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

优劣比较要求理论论证

2. 如果做出了规范的逻辑论证，论证市场的确优于机构，那么收敛于美国模式的判断至少可以确认是一个理论假说。

的确有这样的推导：当市场处于“完善”状态，即对资源配置充分有效时，金融中介就没有任何存在的价值。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

优劣比较要求理论论证

但是要使这样的判断成立，必须假定市场上的所有交易者都有能力自己构造投资组合。显然，在实际生活中不可能出现这样的假设条件。

而且，伴随着金融市场交易的扩大，实际生活显现的趋向，并不是个人直接参与市场交易的行为日益增多，而却是日益更多地借助于金融中介参与市场交易。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

优劣比较要求理论论证

3. 对于金融市场与金融中介机构发展前景，还有许多不同角度的分析比较：

- 从风险分担与管理方面的优劣比较；
- 从信息处理方面的优劣比较；
- 从监管方面的优劣比较；
- 从公司治理方面的优劣比较……

但几乎都存有不同见解，头绪纷繁，极难做出定论。

第十一章第二节 金融体系的两种格局

理论分析应持的出发点

金融的基本任务就是实现储蓄向投资转化。

储蓄向投资的转化过程，推动着货币范畴、金融范畴的发展。社会经济生活越发展，就会越来越要求提高金融市场效率、提高金融中介效率，就会越来越要求调整市场与中介对比格局以提高金融体系整体效率，以实现越来越复杂的储蓄向投资的转化。这应是解决金融体系格局这一课题的基本出发点。

第十一章 金融体系格局——市场与中介相互关系

第三节 对存款货币银行的再论证

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

把金融中介机构作为总体的研究

1. 考察银行与市场的关系，实际包括两个层次：(1) 金融中介机构与市场的关系；(2) 存款货币银行与其他金融中介的关系。由于银行必将式微、衰落，甚至泯灭的议论流行，也激起了对金融中介机构总体的研究。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证 把金融中介机构作为总体的研究

2. 金融中介，过去往往是银行的同义语，今天，在国际组织和金融理论研究中，则多用以涵盖种种金融中介机构。这是因为，在存款货币银行与投资银行、与证券经纪、与交易商、与做市商等等之间，如果从金融功能着眼，存在着有基本意义的共同点：

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

把金融中介机构作为总体的研究

——所有金融中介都为金融产品的交易服务；可以是金融产品的单纯“中介”；也可以是销售者、购买者。

——所有金融中介都是信息的生产者，提供有关金融交易所必要的信息服务。

——所有金融中介都本着同一的保险原则，集合、分散、转移金融风险。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证 “传统银行的衰落”

银行必将式微、衰落，甚至泯灭的议论主要在美国流行，以及以美国的理论为圭臬的地方。这既涉及银行与市场的关系，也涉及银行与其他金融机构的关系。

在长期实施分业经营的国家中，银行比例的下降是明显的。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

“传统银行的衰落”

表 11-6 美国金融机构资产份额的历史变化：1860—1997 %

	1860	1900	1922	1939	1960	1970	1980	1997
存款金融机构	89.2	81.1	77.2	64.8	57.9	58.3	56.2	46.9
保险公司	10.7	13.8	16.7	27.2	23.8	18.9	16.1	19.3
投资公司	--	--	0.0	1.9	2.9	3.5	3.6	14.3
基金	--	0.0	0.0	2.1	9.7	13.0	17.4	11.6
金融公司	--	0.0	0.0	2.2	4.6	4.8	5.1	5.9
证券公司	0.0	3.8	5.3	1.5	1.1	1.2	1.1	1.5
总量 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100
总量 (万亿)	0.001	0.016	0.075	0.129	0.596	1.328	4.025	11.38

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

银行存在理由的再论证

1. 西方传统的理论认为，银行存在的根据是交易成本和信息的不对称。对于这两者通常归纳为市场的不完全性或市场摩擦的存在。

如果结合实际生活解释其思路，大体是：银行具有规模经济的优势，从而能够节约交易成本；具有规模经济优势的银行，不仅可以节约信息收集成本，而且可以加工出来高质量的信息产品并据以加工出可供选择的决策判断；

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

银行存在理由的再论证

2. 假如交易成本和信息的不对称也即市场的不完全性或市场的摩擦不复存在，银行中介也就没有存在的理由。

在发达的工业化国家，交易成本和信息的不对称的确明显下降。但理应带来投资者直接参与市场比例的增大不仅没有出现，反而是个人直接持股比例减少，中介持股比例增加。于是有从风险和“参与成本”角度的剖析。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

银行存在理由的再论证

3. 风险是经济行为主体普遍面对的问题。于是银行家有了需要在风险管理方面为之服务的客户群。而银行具备在这方面提供明智而有效服务的能力，这就使风险交易和风险管理成为银行的中心职能。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

银行存在理由的再论证

4. 在“完全市场”的假设中，所有投资者能够无摩擦地参与市场。但在现实生活之中投资者想参与市场，必须付出参与成本。而且参与成本明显有上升趋势。这就使投资者难以直接参与市场。金融中介正是通过提供信息，代理投资，创造收益相对稳定的产品、提供固定收入等服务，证明了自己存在的价值。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

从货币角度看银行的存在

这是一个提供思考的题目，不必设定过高的目标。

1. 存款货币银行的传统特点是吸收存款、发放贷款的典型间接融资。这里要讨论：在现代经济中，它与货币的必然联系。
2. 货币，有两个不能单独存在的基本功能：(1)对价值的度量，(2)用以结清各种应收应付。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

从货币角度看银行的存在

3. 现在的技术，任何金融工具，如股票、债券等等，用以作为结算的手段是没有困难的，但不与排他的货币单位结合在一起，就不可能被社会普遍地、无争议地、无条件地接受。
4. 脱离了支付功能的抽象“单位”也不存在。货币单位的值，是由经济过程本身所决定的，现在，最基本的决定因素是支付手段的需求与供给。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

从货币角度看银行的存在

5. 结合度量价值单位与支付功能的货币，是以债权债务的形态存在，而这类债权债务必须是面额与市值不发生背离的债权债务。只有在这种形态下，货币金额就是确定的债权债务金额；反过来，债权债务的金额就是确定的货币金额。

能够满足这样要求的货币载体，只有间接融资债权债务的凭证。其他金融工具都不能取得这样的资格。而具有间接融资功能的环节，就是银行。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

从货币角度看银行的存在

6. 如果肯定货币是以债权债务为载体，那么货币的支付不过是债权债务的转移与对冲。在这种情况下，服务于货币支付系统的任一环节均不能不成为集中支付准备和相应的共计支付准备的融资中介。这就是说，从货币支付系统的角度来看，间接融资的功能，也即银行的功能，有其继续存在的根据。

第十一章第三节 对存款货币银行的再论证

Diamond-Dybvig模型

Diamond-Dybvig模型，可简称**DD模型**。在这里提及这一模型，是提醒，对于银行存在的理由，有标准的规范模型可以用来论证。

关于Diamond-Dybvig模型的精确设定、数理推导和全面内容，以及模型提出之后的发展，可以在专门的银行理论书籍中找到。如[美]哈维尔·弗雷克斯、让·夏尔·罗歇：《微观银行学》，西南财经大学出版社，2000。

第十一章 金融体系格局——市场与中介相互关系

第四节 中介与市场相互渗透 发展的趋势

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

银行业务的证券化发展

1. 证券化对经济生活所覆盖的范围日益扩大，既是事实，也是必然的发展走向。
2. 在金融领域，银行业务，特别是资产业务的证券化有了迅速的发展。如抵押贷款中抵押品的证券化，消费信贷的证券化，应收账款的证券化，不良资产的证券化等。
3. 银行的运作与资本市场的运作就交叉在一起。通过资本市场，银行解决了保持流动性的矛盾；资本市场也相应地扩充了自己的领域。。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

银行在资本市场中扩充经营范围

西欧大陆全能性银行，一直从事有关资本市场的经营。但在典型的分业经营国度，银行的经营实际也占资本市场业务总量的相当份额。比如在美国，在利率和外汇衍生工具的市场上，银行已成为主要交易商。

银行所以冒从事衍生品的交易风险，是由于传统业务收入明显下降。应该说，在市场经济中的经济行为主体，是不会株守传统的领域而不为自己开拓新的盈利途径的。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

服务于资本市场的中介机构向传统银行业务领域的扩张

表 11-7 美国金融服务业提供的产品（1999 年比 1950 年）

机构	支付服务		储蓄产品		信托产品		贷款				承销				保险与风险类产品	
							商业		消费		股票		债券			
	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99	50	99
存款机构	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y		*		*		Y
保险公司		Y	Y	Y		Y	#	Y		Y		*		*	Y	Y
金融公司		Y		Y		Y	#	Y	Y	Y		*		*		Y
证券公司		Y	Y	Y	Y	Y		Y		Y	Y	Y	Y	Y		Y
养老基金			Y	Y		Y		Y								Y
共同基金		Y	Y	Y		Y										

注：（1）每项业务下的左栏表示 1950 年，右栏表示 1999 年；（2）Y 表示可以提供；# 表示可以有限涉及；* 表示可以通过附属机构提供。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势 再释直接融资与间接融资

1. 对于这两者的界定，最常见的表述是：两者的区分是以资金从融资人转移到筹资人手中的过程中是否需要通过一个金融中介机构作为界限。

就最初使用这对概念时的背景来说，界定中的“中介机构”指的基本是银行。所以用这对概念来讨论上个世纪中叶开始的资本市场融资方式迅速扩大和传统银行融资方式受到严重挑战的消长变化是很方便的。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势 再释直接融资与间接融资

2. 然而，当中介的形式越来越繁多并对中介机构越来越作广义的理解之后，就使得如何界定这对概念出现不少纷乱之处。于是就有种种对如何界定加以修正的说法，但有时更加纷扰。
3. 面对越来越多、越来越复杂的金融创新，面对机构与市场日益相互渗透成长，这对概念已难于严谨、明朗地讨论问题。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

MM定理

1. MM定理，其核心内容是：在具备完美资本市场的经济中，企业价值与企业的资本结构无关。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

MM定理

2. 为了证明MM定理，作了以下假设：

(1)均等收益分类假设。(2)确定性假设。(3)完美市场假设。(4)个人财务杠杆假设。

依赖于这些严格的假设条件，根据无交易成本的“套利过程”，证明了在理想的均衡状态中财务结构不相关的假说。由于MM定理的前提条件非常严格的，使其很难通过实证检验。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

MM定理

3. 虽然MM定理本身属于公司理财的理论范围，但它对于宏观经济的研究也具有重要意义。

假设MM定理成立，意味着经济中的所有金融工具——不论是股票，是银行贷款，是债券，还是其他，都具有完全的替代性，都可以被视为一类金融资产，只需要一个利率就可以把它们串连起来。

第十一章第四节 中介与市场相互渗透发展的趋势

MM定理

4. 就是在发达的市场经济国家，多少接近这样理论抽象的现实条件并不存在。中国不存在发达的金融市场，股权和债权的流动性很低，股票、银行贷款和债券之间的替代性也极低。更缺乏简单应用该模型论证企业资金来源与资金营运效益的相互关系。

