

对称双支柱模式:当代金融体系发展的新趋向

赵伟¹, 严浩坤^{2,3}, 马瑞永²

(1. 浙江大学 国际经济研究所, 杭州 310027; 2. 浙江大学 经济学院, 杭州 310027;
3. 贵州财经学院, 贵阳 550004)

摘要:经验分析表明:金融体系正在从不对称的双支柱模式或者单支柱模式向对称双支柱模式演变。对银行和资本市场功能的分析也支持了这一结论。在这一转变过程中,金融体系还表现出了“非银行化”特征。但是“非银行化”并不是金融体系发展的最终方向,而只是对称双支柱模式转变中的一个附属物。

关键词:金融体系;银行;资本市场;对称双支柱模式;非银行化

中图分类号:F830.2 **文献标志码:**A

金融是现代经济的核心,在资源配置、风险管理、信息提供以及促进经济发展中发挥着核心作用。而在现代经济中发挥着核心作用的金融,不是指金融中某一个或某一些构成要素,而是指所有要素构成的金融体系,正是这种金融体系的有效运行在现代经济中发挥着核心作用。

西方经济学界曾提出这样一种看法:现代市场经济下可以有两种类型的金融体系,一种是以资本市场为基础的金融体系(Capital Market-based Financial System),另一种是以信贷为基础的金融体系(Credit-based Financial System)。在前一种体系下,资本市场(包括长期资本市场和短期资本市场)是长期商业融资的主渠道,而在后一种金融体系下,银行体系则占据了资本资源供应主渠道地位,企业对控制信贷资本的银行存在极大的依赖性^[1]。

在新经济时代,全球金融体系正在发生深刻的变革,金融市场上交易成本的大幅度下降和交易种类的迅速增加,不断吸引着金融交易从传统的银行信贷转向资本市场,从而推动金融服务非银行化的发展。这也是众多研究金融体系文献得出金融体系发展存在着“非银行化”趋势结论的主要原因之一。何德旭认为,在新金融体系的框架中,传统的商业银行扮演的角色逐渐弱化,优化配置社会资源的功能更多地由资本市场来承担^[2]。Finnerty 考察了大量的金融产品的创新,得出的结论认为,早先由银行中

介提供的金融产品最终都走向了资本市场,银行中介的重要性正在下降,并正在被金融市场替代^[3-4]。Robert Merton 和 Zvi Bodie 则从功能观的角度研究了金融体系的构建和演进。他们认为,金融功能比金融结构更稳定,功能是不变的,而机构组织形式上千变万化的,即金融功能随着时间和空间的变化要小于金融机构的变化^[5]。

客观地说,金融体系的确存在着上述文献所说的“非银行化”趋势,但我们认为,发展的方向并不是资本市场主导型的金融体系,而是表现出了有两个对称支柱的模式:一个是银行信贷,另一个是资本市场(包括证券市场等长期资本市场与短期资本市场),我们将其称之为是对称双支柱模式,以区别于其他单支柱模式与不对称的双支柱模式。本文的分析结论表明,金融体系的发展正在从单支柱模式或者不对称的双支柱模式向对称的双支柱模式演化。

一、银行以及非银行金融在金融体系发展中地位的变化

借用戈德斯密斯的金融中介比率指标,我们可以揭示出金融结构的变化,特别是非银行化的程度。从流量上说,金融中介比率被认为是由国内金融机构在一定时期内所获取的国内非金融部门和国外部门发行的金融工具占发行总额的比率。从存量上

收稿日期:2006-07-22

作者简介:赵伟(1955—),男,甘肃平凉人,浙江大学国际经济研究所所长,教授,博导,主要研究方向是国际经济与区域经济;严浩坤(1962—),男,江西新余人,浙江大学经济学院博士研究生,贵州财经学院副教授,主要研究方向是国际金融与区域经济;马瑞永(1978—),男,安徽天长人,浙江大学经济学院博士研究生,主要研究方向是区域金融。

说,它表现为某一特定时期内国内金融机构所持有的国内非金融部门和国外发行的债务与股权证券的市场价值占金融工具总值的比例^[6]。结合金融中介比率指标以及数据的可得性,本文采用银行金融资产总额以及非银行金融机构金融资产总额分别占金融资产总额的比例来反映金融结构的变化。由于非银行金融中以资本市场为主体,因而可以间接的反映银行与资本市场地位的相对变化。

在样本选择上,我们分别选取发达国家美国和日本、新兴工业化国家中的泰国以及发展中国家中的南非进行分析。从表1我们可以看出,银行资产总额在金融资产总额中的比例呈现出了持续的下降的趋势,从1980年的84.16%下降到了2001年的50.12%,而非银行金融机构金融资产总额则相应地从15.84%上升到了49.88%。美国金融结构的确表现出了许多文献所说的“非银行化”现象。从2001年的数据来看,银行信贷和以资本市场为代表的非

银行金融机构成为了金融体系中两个对称的支柱,共同支持金融体系的发展,并为经济体系提供各种金融服务,任何一个均不占主导地位。据我们计算,英国等发达国家非银行金融机构占金融资产总额的比例也接近50%左右。我们认为,金融体系正在向新的方向发展,这就是对称的双支柱模式。“非银行化”现象只是金融体系在向对称的双支柱模式发展中所表现出来的一个特征。表1中日本的数据表明,非银行金融机构金融资产占金融资产总额的比例同样也呈现出了上升的趋势,从1980年的7.35%上升到了2001年的13.02%。与美国相比,日本的“非银行化”趋势要相对慢些。尽管目前日本的金融体系仍然是不对称的双支柱模式,但对称双支柱模式的趋势是不会改变的,在经济对金融服务要求进一步提高的情况下,未来日本的“非银行化”趋势将会不断加速。

表1:美国与日本金融结构变化表(1980 - 2001年)

单位:10亿美元(美国);1000亿日元(日本)

年代	美国金融结构变化表					日本金融结构变化表				
	银行资产 总额(B)	非银行金融 机构金融资 产总额(N)	金融资产 总额(T)	B/ T (%)	N/ T (%)	银行资产 总额(B)	非银行金融 机构金融资 产总额(N)	金融资产 总额(T)	B/ T (%)	N/ T (%)
1980	2274	428	2702	84.16	15.84	4238	336	4574	92.65	7.35
1981	2545	415	2960	85.98	14.02	4685	384	5069	92.42	7.58
1982	2682	479	3161	84.85	15.15	5152	421	5573	92.45	7.55
1983	2943	594	3537	83.21	16.79	5602	473	6075	92.21	7.79
1984	3319	647	3966	83.69	16.31	6034	523	6557	92.02	7.98
1985	3615	915	4530	79.80	20.20	6507	579	7086	91.83	8.17
1986	3964	1153	5117	77.47	22.53	7079	634	7713	91.78	8.22
1987	4227	1239	5466	77.33	22.67	7752	719	8471	91.51	8.49
1988	4492	1351	5843	76.88	23.12	8557	847	9404	90.99	9.01
1989	4699	1615	6314	74.42	25.58	9382	982	10364	90.52	9.48
1990	4752	1674	6426	73.95	26.05	10003	1201	11204	89.28	10.72
1991	4748	4741	9489	50.04	49.96	10589	1348	11937	88.71	11.29
1992	4859	2324	7183	67.65	32.35	11247	1487	12734	88.32	11.68
1993	4948	2761	7709	64.18	35.82	12014	1617	13631	88.14	11.86
1994	5147	2846	7993	64.39	35.61	12358	1765	14123	87.50	12.50
1995	5532	3491	9023	61.31	38.69	12857	1875	14732	87.27	12.73
1996	5897	4142	10039	58.74	41.26	13318	1924	15242	87.38	12.62
1997	6382	5187	11569	55.16	44.84	13695	1895	15590	87.84	12.16
1998	7093	6247	13340	53.17	46.83	13862	1912	15774	87.88	12.12
1999	7618	7195	14813	51.43	48.57	13952	1959	15911	87.69	12.31
2000	8225	8192	16417	50.10	49.90	14335	2041	16376	87.54	12.46
2001	9021	8978	17999	50.12	49.88	14768	2210	16978	86.98	13.02

注:以上数据均来源于各期 International Financial Statistics。

表2表明,在发展中国家南非中,非银行金融机构金融资产总额占金融资产总额(N/ T)从1980年的29.65%上升到了1995年的57.89%,尔后开始

下降。2001年这一比值为51.88%。1992~2001年间,N/ T的值均在50%~60%范围内波动。进一步地,我们可以看出,1997~2001年间,N/ T的值均

在 50 %左右波动。这同样印证了我们的看法,即金融体系正在走向对称的双支柱的模式,银行和以资本市场为代表的非银行金融机构同时成为了金融体系中的两个支柱,而各方都不占主导地位。在新兴工业化国家中的泰国,非银行金融机构也正在变得越来越重要,非银行金融机构金融资产总额占金融资产总额已经由 1980 年的 7.25 %上升到了 2001 年的 13.85 %。可以预期,这一比值将继续处于上升的趋势,直到金融体系走到了对称的双支柱模式时,这一比值才可能会停止。这一过程中同时还会

伴随着金融体系“非银行化”的特征。
发达国家中的美国和发展中国家中的南非金融体系目前均已经处于对称的双支柱模式中,而新兴工业化国家中的泰国以及发达国家中的美国的金融体系正在从不对称的双支柱模式向对称的双支柱模式转变。在这些国家,金融体系向对称双支柱模式转变的过程中,均表现出了“非银行化”特征。因而,“非银行化”只是金融体系在向新模式发展中的一个附带品,而不是金融体系发展的最终归宿。对此,我们必须要对银行和资本市场作进一步的认识。

表 2 :南非与泰国金融结构变化表(1980 - 2000 年)
单位 :100 万南非兰特(南非) ;10 亿美元(泰国)

年代	南非金融结构变化表					泰国金融结构变化表				
	银行资产 总额(B)	非银行金融 机构金融资 产总额(N)	金融资产 总额(T)	B/ T (%)	N/ T (%)	银行资产 总额(B)	非银行金融 机构金融资 产总额(N)	金融资产 总额(T)	B/ T (%)	N/ T (%)
1980	38121	16070	54191	70.35	29.65	435	34	469	92.75	7.25
1981	42950	19891	62841	68.35	31.65	485	36	521	93.09	6.91
1982	46258	25145	71403	64.78	35.22	597	37	634	94.16	5.84
1983	53408	31401	84809	62.97	37.03	691	43	734	94.14	5.86
1984	63294	36728	100022	63.28	36.72	814	69	883	92.19	7.81
1985	73230	48490	121720	60.16	39.84	897	71	968	92.67	7.33
1986	82605	59971	142576	57.94	42.06	1017	78	1095	92.88	7.12
1987	98345	69384	167729	58.63	41.37	1182	95	1277	92.56	7.44
1988	121178	79684	200862	60.33	39.67	1417	105	1522	93.10	6.90
1989	140573	96571	237144	59.28	40.72	1805	117	1922	93.91	6.09
1990	162383	122292	284675	57.04	42.96	2281	142	2423	94.14	5.86
1991	193886	169184	363070	53.40	46.60	2719	189	2908	93.50	6.50
1992	209324	226701	436025	48.01	51.99	3235	239	3474	93.12	6.88
1993	230147	306777	536924	42.86	57.14	3949	298	4247	92.98	7.02
1994	278392	358275	636667	43.73	56.27	4657	410	5067	91.91	8.09
1995	316379	434901	751280	42.11	57.89	5582	546	6128	91.09	8.91
1996	363992	472751	836743	43.50	56.50	6379	624	7003	91.09	8.91
1997	436825	469983	906808	48.17	51.83	7038	1148	8186	85.98	14.02
1998	508625	554900	1063525	47.82	52.18	7460	1112	8572	87.03	12.97
1999	589641	656370	1246011	47.32	52.68	7359	982	8341	88.23	11.77
2000	612259	661254	1273513	48.08	51.92	7458	1137	8595	86.77	13.23
2001	640010	690011	1330021	48.12	51.88	7593	1221	8814	86.15	13.85

注 :以上数据均来源于各期 International Financial Statistics。

二、对银行和资本市场的再认识

银行在历史上曾起到过非常重要的作用。当今,银行的地位同样很重要,资本市场并不能完全取代银行。美国安然事件再次告诉我们,资本市场并不是无所不能的,因而银行是不可或缺的。首先,银行能有效动员资本形成规模经济。这具体表现在银行机构能吸收小额存款集中起来形成大额存款,并

在此基础上发放大额贷款。借款者与贷款者之间的资产与负债的转换由于银行的存在产生了规模经济。因为一项信贷交易要涉及事前的搜寻、评估成本,事中的合同成本以及事后的执行、监督控制成本。如果每一个储户或投资者都要进行交易前的搜寻、评估,交易中订立合同以及交易后执行、监督和控制,那么总的交易成本非常高。而由银行单独支付信贷交易成本,则具有规模经济。其次,Allen 和

Gale 认为,银行能有效地提供跨时风险分担^[7]。在实际生活中,那些对整个经济的冲击引发的风险,例如,20 世纪 70 年代早期的石油危机和 80 年代利率突然大幅度的上升所导致的风险,它们一般不能经由多样化经营或对冲而消除,但是它们可由稳定投资者收入流量的银行来降低。原因在于,银行在签订长期贷款协议方面具有更好的条件,这是实现理想的代际财富转移和风险分担的必要条件,而这样的协议是不能在资本市场中出现的。再次,银行能获取关于公司以及经理的信息,从而能够对企业进行有效地监控。银行在为企业提供各类金融服务时能够获得企业的信用历史、现金流量、经营状况等私人信息,从而为监控企业提供了便利。日本和德国的银行通过对企业的事前、事中以及事后监控影响着企业的经营状况。事前监控是银行利用所掌握的各种信息对借款人提出的投资项目进行全面的评估。事中监控指银行将资金贷给企业投入项目后监督贷款资金的使用和借款企业的其他经营活动。事后监控是指企业陷入财务危机时,银行评估其长期发展的前景,并根据判断结果作出处理决定。事前、事中、事后的监控不是独立分开的,而是紧密联在一起的。银行能作为大企业的外部监督员,对企业实行有效的监督。

目前,资本市场在金融体系中的重要性正在迅速上升。同样,银行也不能完全替代资本市场。首先,资本市场能为投资者提供流动性便利。在资本市场上,受到外部冲击的投资者能够迅速地卖出证券,而发行证券的企业丝毫不受影响,能够长期持有发行股票所获得的资金,实现持续经营。由此可看出,股票市场提供的流动性便利有利于长期资本的形成。对此,Greenwood 和 Smith^[8]在 1997 年设计了一个模型,在模型中,他们假设投资者有两种投资项目可供选择:一种是流动性低但收益高的长期项目,另一种是流动性高但收益低的短期项目。如果投资者投资于长期项目,在项目到期前他就很有可能遭到流动性冲击,如不能在合适的价格下自由和及时地将其提前变现,结果将会面临巨大的损失。出于这种考虑,投资者就会投资短期项目。这样,大量资金就会流向短期项目,使得长期项目难以得到融资^[8]。但资本市场可以轻易地解决这一问题,因为投资者如果受到流动性冲击,他可以方便地通过证券市场卖出其拥有的证券。其次,Allen 和 Gale 认为,资本市场无论在哪一个时点上都具有更好的跨域分担机会,也即不同的人在同一确定时点上交

易风险^[7]。因为经济代理人能在运作良好的证券市场上通过资产组合多样化、资产调整以及选择更多的金融工具来对冲他们的风险头寸。再次,资本市场能有效地为创新项目提供资金支持。创新经常是以观念的多样化作为特征的,因为没有以前的可用信息作为决策的基础。在这样的环境下,银行不能为其提供有效地融资支持。尽管银行中介能节约信息收集成本,但是他们不能处理不同投资者的不同观点。而资本市场上投资者是分散决策的,他们可以独立地表达各自的观点,决定对创新项目是否进行投资。这样,资本市场能将那些对创新发明有热情的单个投资者集中到一起,并对创新和发明提供融资,结果是证券市场在对创新项目融资上比银行更有效率。这也从一个侧面说明了中国金融体系中银行的绝对主导地位以及证券市场的落后会在很大程度上阻碍高新技术和具有创新性的优势产业的培育和发展。最后,有效的资本市场具有良好的信息生产和传递功能。证券市场上存在一类信息驱动交易者。这类投资者相信自己拥有关于某种证券的尚未被他人知悉或理解的信息。他们通过收集这种信息并买入卖出证券来获利。由于信息驱动交易者的存在,所以证券价格能及时反映公司以及市场上的各种信息,这有利于资源的合理配置。

进一步分析,我们可看出,银行与资本市场在许多方面是互补关系,而不是一种替代关系。比如,从风险分散来看,资本市场为不同的人通过资产组合多样化在同一确定时点上交易风险提供了工具,并能在代内更好地配置风险,但是它对 20 世纪 70 年代早期的石油危机和 80 年代利率的大幅度波动所导致的风险却无能为力。然而,银行能通过稳定投资者收入流量的组织机制来分担这种风险,也即它能提供有效的跨时风险分担。从融资顺序来看,企业在生命周期中的融资需求、外界可获得的企业信息以及企业信誉是不断变化的。因此,企业通过各种可用的金融工具筹集资金的能力以及利用不同资金的能力在整个生命周期中也是变化的^[9]。在企业建立初期,由于他们名声低微,企业主要依赖于留存收益以及企业创始人资金。如果获得了初期成长,企业便开始从银行融资,通常是通过贷款来获得融资中的大部分。当企业有了一定的声誉,他们通常到资本市场上发行证券进行直接融资。Diamond 在 1991 年曾经依据一个模型正式阐述了这个问题^[10]。在他的模型里,借款人可以选择向银行借款,或从资本市场上融资。一些借款人会用风险性

资产代替安全性资产,从而损害贷款人的利益。银行通过监控手段专门对付资产置换道德风险。假设一个借款人在某个时点上违约,那么他将永远被排除在资本市场或银行借款之外。这使得一位声誉较好的借款人选择风险性的项目与选择安全性的项目相比有较低的价值。一旦借款人的声誉价值超过丧失这个声誉的价值(机会成本高),他将总是投资于风险性小的项目。在这种情况下,银行的监控功能是不必要的,因而借款人应从资本市场融资,即已建立了较好信贷声誉的借款人直接从资本市场融资,而刚建立声誉的借款人应从银行借款。从规模不同的企业融资需求来看,大企业既可以从银行融资,也可能从资本市场融资,但中小企业难以满足资本市场的众多要求,很难从证券市场获得融资。它们为了获得发展资金,必须要借助于银行。从不同行业的融资需求来看,由于银行只能表达单一化的观点,所以银行在对高新产业或新兴产业融资上显得力不从心。而证券市场因为能表达多样化的观点,所以能对新兴产业和高新技术产业进行有效的融资,但是对传统产业融资时,由于投资者观点比较一致,这时可将资金交给银行代理,获得规模经济。

因而,结合前面对美国、日本、泰国以及南非这四个国家金融结构变化的分析,我们认为对称双支柱模式金融体系将能更为有效的为经济提供各种服务。对称双支柱模式与单支柱模式或者不对称的双支柱模式相比,能进一步展现出金融体系的强大功能,对称双支柱模式无疑更适合于经济发展的需要。

三、基本结论

经验分析表明:金融体系正在从不对称的双支柱模式或者单支柱模式向对称双支柱模式演变。而

美国等国家的金融体系已经进入这一模式中。同时,在这一过程中,金融体系还表现出了“非银行化”特征。但是“非银行化”并不是金融体系发展的最终方向,而只是对称双支柱模式转变中的一个附属物。对银行和资本市场的分析也表明,对称双支柱模式能更为有效地为经济提供各种服务,满足经济发展对金融的多样化需求。中国的资本市场相对于银行来说,规模太小,远不能满足经济发展的需要。因而,中国应进一步加强金融体系中资本市场的发展。

参考文献

- ① 赵伟. 从东亚模式简论中国金融体制改革的模式选择[J]. 亚太经济, 1995(6): 50 - 53.
- ② 何德旭. 中国金融创新和发展研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001: 10 - 25.
- ③ Finnerty J D. Financial Engineering Incorporate Finance: An Overview[J]. Financial Management (Winter), 1988: 14 - 33.
- ④ Finnerty J D. An Overview of Corporate Securities Innovation [J]. Journal of Applied Corporate Finance (Winter), 1992: 23 - 39.
- ⑤ Merton R C, Bodie Z. A Conceptual Framework for Analysing The Financial Environment [M]. The Global Financial System - A Functional Perspective, Harvard Business School Press, 1995: 45 - 68.
- ⑥ 戈德斯密斯. 金融结构与金融发展[M]. 上海: 上海人民出版社, 1994: 25 - 142.
- ⑦ Allen F, D Gale. Unival Banking, Intemporal Risk Smoothing and European Financial Integration[G]. in Universal Banking: Financial System Design Reconsidered and Walters, Chicago: Irwin Professional Publishing co., 1996: 528 - 542.
- ⑧ Greenwood J, B Smith. Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets[J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 1997(21): 145 - 181.
- ⑨ Hubbard R G. Capital Market Imperfections and Investment [R]. National Bureau of Economic Research Working Paper, 1997: 5996.
- ⑩ Diamond D. Monitoring the Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt[J]. Journal of Political Economy, 1991(99): 689 - 721.

Symmetry Double-pillar Pattern : New Developmtent Tend of Modern Financial System

ZHAO Wei¹, YAN Hao-kun^{2,3}, MA Rui-yong²

(1. The international economic institute of Zhejiang University, Hangzhou 310027, China;

2. The economic school of Zhejiang University, Hangzhou 310027, China;

3. The economic and financial institute of Guizhou, Guiyang 550004, China)

Abstract : experiential analysis shows that the financial system is evolving from asymmetry double - pillar pattern or single-pillar pattern to Symmetry double-pillar pattern. This conclusion was supported by the analysis on the function of bank and capital market. The financial system shows the character of non-banking during the evolution, which is accessory of the evolution.

Key words financial system; bank; capital market; symmetry double-pillar pattern; non-banking