

中美金融市场结构比较：基于功能和演进的多维考察*

应展宇

内容提要：从金融市场和机构的相对地位而言，当前中美两国的金融市场结构处于银行主导和市场主导两端。尽管优化资源跨时期或跨区域配置这一核心功能导向并没有太大的差异，但中美两类金融结构在信息显示、（中小企业）融资渠道、对法律及其执行等外部制度环境的依赖度、信贷定价理念等方面存在较大的理论差异，这种理论差异成为了决定两国产业结构升级换代速度和资源配置效率的重要因素，或者说和美国相比，中国现有金融市场结构和经济之间存在一定的适应性差距。历史地看，尽管中美两国金融市场结构的演变具有各自的特性，不能简单复制，但市场主导模式为中国提供了一种金融发展目标模式选择。

关键词：市场主导 银行主导 金融功能

中图分类号：F831 文献标识码：A

引言

高负债、杠杆性的行业特点决定了脆弱是金融业的本性。但对很多人而言，次贷危机进而全面的金融危机竟然会在美国这样一个金融市场最为成熟、金融风险已经实现原子化、商品化进而可以自由交易的国家爆发，却还是有点意外——毕竟在 1997 年的东南亚金融危机之后，在过于侧重银行系统、忽略市场资源配置能力的“裙带资本主义”模式受到广泛诟病之后，以市场主导为核心的昂格鲁-萨克逊金融模式就被视为一种最具普世价值的金融体系模式，并成为很多发展中国家改造本国金融体系的模板或目标模式。

毫无疑问，次贷危机的爆发在未来的一个

时期将极大地打击包括中国在内的发展中国家发展市场主导型金融模式的积极性——事实上，目前不仅已有学者认为，鉴于 2008 年年初贝尔斯登的被兼并以及当前美国 5 大投资银行的整体性没落，从 20 世纪 30 年代之后形成并在 20 世纪 70 年代之后具有和纽约大（商业）银行在经济和政治影响方面相竞争、相抗衡的美国投资银行业从严格意义上已经不复存在了，而且有些学者更是断言次贷危机的爆发和持续蔓延将成为在过去 30 年间一度被视为最具效率的以市场主导为核心的昂格鲁-萨克逊金融模式发展的一个历史拐点，而以全能银行主导模式为特征的欧洲大陆模式将成为未来世界金融演变的主要趋势之一。但客观地看，考虑到历史上，特别是以信息技术革命等为核心的新经济时代来临之后美国金融模式所表现出来的巨大效率

作者简介：应展宇，经济学博士，中央财经大学金融学院副教授。

* 基金项目：本文系国家社科基金项目“中国金融发展的决定因素分析：1978~2007 年”（项目编号：08CJL003）的阶段成果，同时也得到了教育部新世纪优秀人才支持计划（编号：NCET-08-0855）、中央财经大学 211 工程 3 期重点学科建设项目和教育部国际金融危机应对重大项目（编号：2009JYJR001）的资助。

(特别是其管理风险的能力以及对技术和需求变化的调节能力), 简单地对市场主导型金融模式的演变做这么一个判断可能显得有些过于武断——在过去 30 年中, 我们已习以为常的大规模行业重组、风险有效定价基础上资本大规模有效重新配置以及基于敌意收购或杠杆收购等机制的公司治理强化, 如果离开了发源于美国金融领域的创新性财务和风险管理制、结构或工具, 恐怕都不可能发生。在对中国金融发展目标模式存在诸多疑问的今天, 在我们看来, 通过从功能和历史的视角, 深入地分析中美金融市场的结构性差异有助于我们更深入地了解这一问题。

一、市场主导 Vs. 银行主导：中美金融市场结构比较的基本判断

在现代市场经济中, 金融的核心功能应是在不确定性条件下, 实现一国或地区经济资源在亏拙主体与盈余主体之间的跨时期或跨区域优化配置 (Merton & Bodie, 1995)。从实践来看, 鉴于各国经济、政治、文化习俗等背景差异, 不同国家的金融体系, 或者说金融机构与金融市场的存在形式及其对比 (即金融结构) 可谓千差万别。为了探讨金融体系设计对其功能实现的影响, 学术界较为常见的做法是试图从不同的角度对金融体系进行分类——目前较为接受的是依据金融机构 (银行) 和金融市场发挥相对作用的不同而划分的以德、日为代表的“银行主导型”和以美、英为代表的“市场主导型”两大模式。

如果从这个角度考察当前的中国和美国金融体系的话, 我们可以清晰地发现两者之间不仅存在发展程度的明显差异, 而且同时存在较为显著的结构性差异 (参见表 1)。

(一) 美国

作为市场主导型金融模式最为典型的代表,

^①Roe (1994) 的研究表明, 美国民众对于大型金融机构所拥有的不受约束强权的恐惧、厌恶和嫉妒极度不信任导致了从 19 世纪初开始美国就形成了高度分散的、单个力量相对薄弱的银行体系。但值得指出的是, 伴随着近年来分业管制的不断放松, 美国银行业经过持续性的重组和并购, 目前已经形成了包括社区性银行 (约 5000 余家, 规模一般在 10 亿美元)、区域性银行 (服务地区经济, 资产规模适中)、超级区域性银行 (指在某一个特定地域提供广泛金融服务的银行)、全国性银行 (跨越东西岸在全国范围内从事经营的银行) 和跨国银行 (指以花旗、摩根大通等代表的“航母”级大型金融控股集团) 的多层次结构体系, 其总数大致接近 9000 家。

表 1 金融体系：2005 年的跨国银行和市场比较

	银行信贷/GDP	股票市值/GDP	结构活动指标	结构规模指标	结构效率指标	结构监管指标
中国	0.31	0.32	-0.16	0.03	-5.87	16
英美法系国家	0.66	1.31	0.87	0.76	-3.05	2.26

注：中国银行信贷测度的是私人银行信贷占 GDP 的比重；结构指标用于判断不同国家银行主导和市场主导，一般来说，指标值越高，市场重要性越强。

资料来源：Allen et al. (2008)。

相对于其高度分散的银行体系而言, 美国金融市场在资源配置中起着重要的作用。银行资产/GDP 与股票市值规模/GDP 指标的对比是判断金融结构的简单指标。1993 年, 美国的银行资产/GDP 与股票市值规模/GDP 指标的对比为 53% 比 82%, 其银行资产仅占股票市值的 64% (而同期德国和日本银行资产/GDP 与股票市值规模/GDP 指标的对比分别是 152% 比 24%、150% 比 71%, 银行资产占股票市值的比例分别达到 633% 和 211%, 远高于美国)。

从实践来看, 以股票市场、债券市场以及金融衍生品市场等为核心的美国金融市场无论是从规模还是从产品多样性、创新速度来看都是世界上最为成熟的市场 (事实上, 近 40 年来, 不仅美国股票市场和债券市场在全球金融市场中所占的份额达到 30% 和接近 50%), 而且更为重要的是, 风险投资、资产证券化、金融工程化等理念创新, 以透明度为核心的金融市场监管等制度创新以及金融衍生品、结构化金融产品等工具创新几乎都是在美国率先出现并趋向成熟。美国金融市场和其银行体系一起构成了目前世界上市场化程度最高也最为完善的融资体系。

(二) 中国

众所周知, 伴随着改革开放以及中国经济的飞速发展, 以“大一统”银行体系为起点的中国金融在经历了 30 余年的制度变迁和发展之

后，已经发生了极为深刻的结构性变化，初步构建了一个市场化的金融体系。

但从中国金融的整体架构着眼，我们发现尽管在过去的 20 余年间，以股票市场为核心的中国金融市场从无到有、由小到大，获得了极为迅猛的发展——仅从股票市值的变化来看，2007 年、2008 年末的中国沪深两个市场的总市值分别达到 32.71 万亿元（其中流通市值 9.3 万亿元）和 12.14 万亿元（其中流通市值 4.52 万亿元），分别约占 GDP 的 121% 和 42%，但银行业金融机构，尤其是国有控股银行在中国金融体系中仍然占据了主导性的地位——截至 2008 年底，银行业金融机构资产总额达到 62.4 万亿元，其中大型商业银行（五家机构总资产达到 31.8 万亿元）、股份制商业银行和农村合作金融机构三类机构资产占银行业金融机构资产的份额分别为 51.0%、14.1% 和 11.5%。

因此，客观地说，目前的中国仍然是一个较为典型的银行主导型金融体系，无论从企业筹资规模（以境内股票市场筹资为例，1993~2005 年境内股票市场筹资额平均只占银行贷款增量的 5.4%）、居民资产选择还是从全社会资源动员和整体配置来看，股票市场还没有对银行体系的地位形成根本性的挑战。

二、中美金融市场结构比较： 基于功能视角的理论考察

在我们看来，尽管无论金融体系的内在构成如何，从理论上说，任何金融体系都具有两个基本目标：一是资源配置优化，即把资源配置到利用效率最高的地方（或主体）；二是确保对提供资金的主体而言能够从借款人手中获得足够的收益补偿，但在这两个目标的实现途径上，市场主导型金融模式和银行主导型模式，或者说美国和中国金融市场结构存在较为明显的差异。

2008 年，我国银行业金融机构包括政策性银行 3 家、大型商业银行 5 家、股份制商业银行 12 家、城市商业银行 136 家、农村商业银行 22 家、农村合作银行 163 家、城市信用社 22 家、农村信用社 4965 家、邮政储蓄银行 1 家、金融资产管理公司 4 家、外资法人金融机构 32 家、信托公司 54 家、企业集团财务公司 84 家、金融租赁公司 12 家、货币经纪公司 3 家、汽车金融公司 9 家、村镇银行 91 家、贷款公司 6 家以及农村资金互助社 10 家。

中国在正规金融之外形成的规模不容忽视“民间金融”（或“地下金融”、“非正规金融”）就是一个极为明显的证据。

第一，两类金融模式的（市场信息）透明度截然不同。在市场主导型模式中，以极为严格的强制性信息披露制度为依托的市场透明度（或信息的公开化）是确保参与者信心和市场赖以存在的基础。而在银行主导的模式中，更多地为了限制市场竞争、确保其垄断地位，当有关联的大型企业和金融机构来监督企业经理层决策时，它们不会（或觉得没有必要）要把企业的真实情况和决策过程明示给公众，进而大量的信息是机构或企业的“私有信息”，金融体系的透明度极低。

第二，两类金融模式的企业（尤其是中小企业）融资渠道不同。鉴于信息透明度的巨大差异，在银行为中心的金融体系中，资本主要是在一系列有关联的企业和机构之间周转（或者说除了个别声誉显著的大企业之外，绝大多数借款人就只能在他们的狭小的金融圈里活动，不能轻易获得直接融资），而在以市场体系为主的国家，企业通常是从外部人那里筹集资金并提供相应的回报。

第三，两类金融模式对法律及其执行等外部制度环境的依赖度不同。市场主导型模式的有效运行必须以完善的法律、会计制度及其执行等外部约束机制为前提——这是因为尽管只要获得契约规定的给付，提供资金的外部投资者并不直接干预经营性决策，但当契约无法得到履行时，他们就只能借助于抵押品清偿、法院等外部机制得到救济；而银行主导的关系融资模式作为“一种初始融资者预期在一系列法庭无法证实的事件状态下提供额外融资，而初始融资者预期到未来租金也愿意提供额外资金的融资方式”（青木和 Dinc，2000），其核心就是在信息不透明进而资产缺乏流动性的背景下，融资者凭借自己的特殊信息优势监控（或干预）来减少被融资者的代理问题，进而对外部制约约束的要求相对较低，而主要依赖“主体信誉”

的“自我实现”机制来确保其有效运行。

第四，两类金融模式的信贷定价理念不同。在市场主导型模式中，借贷双方的资本成本主要由市场决定，或者说与风险直接对应，但在银行主导型模式中，资金成本的决定就非常复杂，一般并不是单个项目的风险所决定，而是由借贷双方基于一种信贷关系长期“锁定”之后的跨期权衡，换句话说，在这种模式中，在企业发展前期，高风险可能对应低成本，而当企业成熟之后，低风险状况可能对应较高的资金成本（作为对贷款人前期支持的补偿）。

第五，对于贷款人而言，两类金融模式的收益担保机制不同。在市场型模式中，收益担保依赖于法律以及法官公正、迅速执行，而在银行主导型模式中，贷款人或通过（直接或隐含）企业所有权，或通过垄断地位（主要或惟一的贷款人、供应商或顾客等，信息优势甚至法律规定等途径限制外部竞争者的进入来实现）来确保可以获得足够的投资回报。

正是因为两类金融模式运行中的这些差异，以这两者为基础的经济运行特征也表现出很大的不同（参见表2）。

表2 中美两种融资模式的运行特征比较

	银行主导型 金融结构	市场主导型 金融结构
对价格信号 的反应	弱（以内部 信息为主）	强
市场力量	强	弱
流动性	弱	强
风险	代际跨期平滑	横截面风险分担
资产性质	实物资产	（高科技） 无形资产
公司类型	中小公司	大公司
创新融资	低	高
政治可控性	强	弱

三、中美金融市场结构的经济适应性比较：基于产业结构升级视角的分析

就理论而言，经济的进程取决于技术变迁的速度、新产品的引进和允许我们从同样的资

源中获取更大满足的过程，而技术的改进可以通过新产业的发展或新技术在现有产业中的发展来实现。因此，能否实现技术创新和应用在经济运行中的完美结合，加大现代科学技术在产业中的扩散能力，推动实质经济的分化、重组和升级就成为判断金融结构经济适应性最为重要的一个纬度。而正是在这一点上，我们可以发现由于中美金融市场结构性差异所导致的巨大现实经济适应性反差。

（一）美国

正如 Allen (1993) 所指出的那样，基于因果关系的经验分析表明，历史中高比例的新产业是在美国或英国这样的市场主导型金融体系中发展起来的，例如铁路起源于英国，并且英国和其他国家的铁路在很大程度上是通过 19 世纪的伦敦证券交易所来融资的；航空、耐用消费品、计算机和生物技术、网络等产业也都是最初发展并兴盛于美国。这难道仅仅是一种偶然吗？

在我们看来，资本市场与产业更新，进而产业升级之间的关系绝非是一种偶然，而是一种金融与经济相互适应、促进的必然结果。之所以有这样的判断，是因为相对于银行而言，资本市场对提升一国的产业结构存在三个方面的促进作用。

第一，在资本市场特有与银行信用支持体系不同的“支持机制”与“筛选机制”的联合作用下，整个社会资本与资源得到了有效的配置和利用，使得经济社会产业结构得到优化。

发达国家的经验表明，一国经济结构的调整都是从高新技术成果的商品化、产业化开始的。但问题是，从银行的角度着眼，一方面，不仅高科技转化项目本身的复杂性、不确定性非常突出，而且外部环境的不确定性对项目的成功也有巨大的影响，客观上就成为一项高风险活动；另一方面，鉴于众多中小企业，尤其是那些处于创业初期的高科技企业没有多少有形资产，也很少有人能够真正认识其发展潜力，进而其资金需求与银行的信用原则存在根本性

在银行主导这种关系融资模式下，信誉是借贷双方开展业务过程中一个非常重要的“资产”或“抵押”，因为一旦出现无论是借款人的违约或者贷款人的恶意“敲竹杠”，这种信息就会被整个金融体系所曝光，进而威胁后续业务的正常开展。因此，自身信誉的维持就成为一个自我治理的过程。

冲突，很难获得银行信用支持。

相对于银行体系，就技术约束而言，资本市场具有以市场机制低成本实现产业结构整合、发展高新技术的巨大优势，进而为创新及其扩散创造了良好条件，尤其是其中的风险投资和创业板市场，往往被人们誉为创新和高新技术企业的“孵化器”。我们知道，自1991年结束经济衰退以来，以信息产业等为代表的知识产业的兴起，使得美国的产业结构由以制造业为主转向以信息技术产业为主，成为推动美国经济保持此后持续100多个月增长的核心动力。而在这个过程中，除科技进步外，美国创业资本以及创业资本的主要退出机制——二板市场（NASDAQ）也发挥了至关重要的支撑作用。

第二，资本市场的发展，使经济体能够安全而有效地在分散风险的前提下，重新配置社会存量资源，以市场化的机制和方式推动产业存量结构的调整及退出，从而加快产业结构的升级换代，提高产业的整体竞争力。

在资本市场中，原来物理意义上以物质形态存在的资本被货币化、证券化了，呈完全可分性，并且取得了标准化的表现形式，使得资本的流动性与交易性发展到了极致。这样，在资本市场中，通过金融资产价格的波动将资本资源直接在各行业和各企业之间进行分配，不受生产环节的影响，没有实物形态的拖累，资本的进出更为灵活，渠道更为快捷，从而效率更高。借助这一资本市场所特有的流动性，在产业和行业周期性的发展、更迭过程中，高成长性的企业和行业不仅获得了通过自身的积累与资本市场的外部融资相结合，而且拥有了利用资本市场进行资本存量与增量的扩张与重组的机遇，进而得到充分而迅速的发展，率先实现并推动其他产业的升级换代。随着资本市场的发展，资本市场对产业结构调整的功能越来越成为资本市场最核心的功能。

第三，一个发达的资本市场及以之为基础的众多高度市场化的激励约束机制，也是构建“企业家群体”的重要经济基础。

在现代市场经济中，一般而言，在企业家能力与资金所有权之间没有，也不可能存在对应关系，这客观上就提出了一个如何实现两者的

有效搭配，进而使得社会整体效用最大化（或最优化）的问题。众所周知，“企业家群体”一个最明显的特征是“创新性”，而创新本身意味着风险，而风险对一个经济人而言也就意味着收益，因此我们必须构建一个合理的报酬（“激励”）机制，才能促进“企业家群体”的发展。借助现代微观经济学的“委托—代理”的分析框架，经济学家提出了许多方案，而所有这些方案的核心要义都包含着让这部分经济主体享有一部分企业的“剩余收益权”，也就是说赋予他们一定的所有权（或股份），通过这种方式让“企业家群体”的创新得到适当的补偿。既然赋予了“企业家群体”股权，就必然要求这种股权是可以流通的，显然这也离不开一个发达的资本市场。

此外，一个发达的资本市场的存在，对“企业家群体”而言，同时意味着一个“控制权竞争”市场的存在，控制权可通过股份转移而实现让渡的这种可能性，在相当程度上也是激发“企业家精神”的一个重要约束机制。

客观地说，科研创新能力与金融创新能力的完美结合，成为维系美国经济核心竞争力最为重要的制度基础，进而在推动美国经济产业结构不断升级的前提下，使美国在过去近1个世纪的时期内牢牢占据着国际经济分工格局中最为有利的地位。

（二）中国

与美国相比，中国金融发展的滞后，尤其是金融市场的结构性约束，成为了困扰中国产业结构升级和经济增长模式转型，进而中国经济发展的重要制度因素之一。

客观地说，当前中国以银行尤其是国有控股的大型商业银行为主导的金融市场结构既显示出一定的宏观效率（如储蓄动员、维持经济平稳运行等等），但在资源配置效率，进而促进经济持续发展方面也存在非常突出的问题。

从宏观有效性视角着眼，中国当前的金融市场结构最值得称道的有两个方面：一是储蓄动员，二是宏观经济稳定。首先，在市场经济条件下，储蓄主体和投资主体分离的倾向日益突出，使得金融体系的储蓄动员和资源配置功能的重要性日益凸显。从储蓄动员角度看，中

国目前的金融体系还是较为有效的——1995~2006年间，中国的年均储蓄率达到了42.2%，其中隐含国家信用支持的国有银行扮演着重要的作用，即便在通货膨胀率高企、银行不良资产比率远超国际水平的背景下，银行储蓄存款在改革开放30年间始终维持了较高的增长势头，为中国的高投资率，进而经济的持续增长态势的维持提供了最为重要的金融支持。其次，从宏观稳定的维持来看，以国有银行为主导的中国金融体系也提供了一个非常便利的调控机制，1997年东南亚金融危机和2007年美国次贷危机两个特殊时期中国宏观经济的相对平稳运行，就非常清晰地显示了国家对国有主导金融机构体系的控制能力及效果。

但较为突出的储蓄动员和宏观稳定能力并不意味着以国有商业银行为主导的中国金融体系在资源配置效率，进而与实体经济运行之间存在良好的适应性：

第一，从总体上判断，中国储蓄资源配置效率并不理想，如果用储蓄支撑率来做一个简单判断，我们发现1995~2006年间，尽管中国经济维持了9.4%的高增长率，但如果考虑单位经济增长所需要的储蓄资源，却达到了4.5%，比印度等其他新兴市场国家要高。

第二，金融体系对民营经济的融资和现有经济格局不相匹配，支持力度明显不足。从中国工业增加值的分布来看，2007年国有及国有控股工业企业所占比重仅32.8%，而以私人企业为主的非国有经济占比则达到67.2%，但同期我国乡镇企业、个体企业、三资企业短期贷款之和仅占金融机构全部贷款的11.1%，完全没有体现出非国有企业的经济作用。^①

第三，农村金融极为落后，成为整个金融体系中最薄弱的环节。中国是一个农业大国，解决农业、农村、农民这一“三农”问题成为构建社会主义和谐社会最为关键的环节之一。但客观地说，随着改革的深入，农村和城市相比不仅占有金融资源的差距不断趋于扩大，大量的农村金融服务无法得到满足，已经成为制约农村经济发展最为重要的制度约束之一。

^①不仅如此，事实上，金融压抑使得当前不仅国有银行无法为民营经济提供有效的融资服务，而且企业债券市场和股票市场也很难为民营经济提供有效的金融支持。

在这样一种金融市场结构约束下，再加上国有金融机构对非国有经济融资的歧视以及资金价格的扭曲等金融压抑措施，在改革开放过去的30年间，中国经济增长模式以及产业结构事实上处于一种自我强化状况，导致总体上看，尽管中国建立了较为完善的工业体系（尤其是依托中国资源禀赋的制造业体系），但技术向市场的转化或产业化在中国依然非常困难，诸多民营经济只能依靠廉价的劳动力资源和国内相对扭曲的能源等价格，介入进入门槛相对较低的加工行业，产业结构长期处于较为低级的状况，在国际分工格局中处于一种极不合理的状态。

四、中美金融市场结构比较： 基于演进视角的再考察

尽管无论从理论上说，市场主导型金融模式和银行主导型金融模式并无严格的优劣之分，仅有运行特征的差异，但与美国相比，中国目前以国有银行为主导的金融市场结构和实体经济的适应性却表现出了较大的差距。如果我们承认这种差距的现实存在，那么中国是否能够简单地通过复制来完成金融市场结构的变迁呢？为了回答这个问题，我们有必要从演进角度对中美金融市场结构的内在差异有进一步的了解。

（一）美国

历史地看，直到20世纪30年代，美国的金融和主要的欧洲大陆国家情况颇为类似——与客户建立并保持稳定关系的银行不仅是企业融资的主要来源，而且通过吸收储蓄发放信贷、证券承销以及介入公司治理等活动，银行也是全社会资金流动的中心，控制着资金的流动。只不过其特有的“平民主义”政治传统使得美国一直呈现一种独特银行数量众多且规模有限的竞争状态。但大萧条之后，伴随着1933年格拉斯-斯蒂格尔法案对美国大型商业银行与投资银行业务的肢解，再加上1933年《证券法》、1934年《证券交易法》以及诸多反垄断立法的颁布实施，美国金融模式的运行基础从制度上

发生了根本改变，导致其演变进入了一个极为特殊的进程，最终发展成为一个世界上最具竞争性和创新性的市场主导型金融体系。

在我们看来，当前的美国金融模式演变存在 7 个基本特征。

1. 竞争驱动的创新是变革的主要力量。历史地看，上个世纪 30 年代出现的、到 70 年代在经济和政治影响方面已可以和纽约大银行相竞争、相抗衡的独立的美国投资银行业的存在，无疑是确保美国金融市场存在及强度的一个重要制度前提。无论从理论还是从实践来看，这种市场竞争压力在一个由全能银行主导的金融体系中几乎是不可能发生的，因为很难想象一家全能银行会以牺牲自身利益来换取客户利益，自觉地采取步骤通过劝说一个公司客户绕开（高成本的）银行直接发行低成本的短期债务工具，从而将财务运作市场化。在理论上，由于金融创新和市场发展之间具有“自我强化”的互动特征（这一方面是因为金融创新产生了现有证券中的信息敏感性部分，从而鼓励投资者去获得更多的信息，而这会提高某一公司证券的流动性并使市场定价更有效率（Boot & Thakor, 1993）；另一方面可能是金融创新的“学习效应”降低创新的“成本门槛”（Merton, 1995），所以，不仅与分散的银行业相比，集中的银行业会导致更低的人们对银行信贷的需求（由于相对较高的信贷价格和更加突出的特殊关系的信息垄断问题所致），而且一个集中的全能银行系统与一家商业银行和投资银行被明确监管在各自领域内运作的功能分离的金融系统相比，在动态上前者表现出较低的创新性，同时全能银行业越集中，其金融创新的速度就越慢，其金融市场演进的步伐也将越慢（Boot & Thakor, 1997）。

2. 基于关系的金融活动的相对萎缩和基于流动性金融产品交易的金融活动的快速扩张。在美国，以关系为基础的金融（业务）的衰退和金融（业务）商品化程度的增加最早是通过银行体系的脱媒而实现的——从上世纪 60 年代开始，在 MMMF 快速发展引发的来自金融市场

的压力下，美国银行被迫逐渐放弃储蓄市场，转而开始利用 CDS 等产品积极管理其负债。从 1941 年美国 SEC 发布 U-50 规则起，投资银行业与客户的关系也开始减弱，而 1982 年 415 规则（Shelf Register）的引入与“购买交易”承销结构的出现，使得投资银行业务中长期承销关系的价值急速下降，而资本力量和交易能力变得更有价值。

随着 70 年代以来金融衍生品和金融工程技术的飞速发展，以资产证券化为核心的金融创新已经使得当前美国的金融商品化程度达到了一个新的高度——在当前的美国金融市场中，（收益或风险）可测度的产品就可以被定价，而可以被定价的业务，一旦达到了起码的标准化要求，就可以被商品化进而在市场中实现交易，获得流动性。因此，伴随着金融风险的原子化，美国金融市场中可交易证券的种类与数量近年来得到了突飞猛进的发展。^①

3. 以透明度为核心的有效监管。旨在保持市场竞争性和信息有效性的法律环境的形成，是美国模式演进的基础条件之一。在 1934 年 SEC 设立之后，SEC 通过积极利用法律工具，制定了严格的信息披露标准（以及要求与之适应的会计准则）和对内幕交易、市场操纵、虚假陈述等违法行为的惩罚打击，使市场的完整性与透明度得到了极大的提升，确保了资本市场不再是少数“职业内幕人士”的领地，而是成千上万普通投资者愿意作为存款替代投资的场所。

4. 大量业绩导向的机构资金的汇集。自 20 世纪 50 年代以来，储蓄或投资的机构化已经成为美国金融模式发展的一个必要条件。由机构投资者产生的对证券的需求是脱媒的另一面，共同基金、养老基金和保险基金中不断累积的资金提供了对证券需求的重要来源，尤其是 60 年代末开始的共同基金产业的爆炸式增长则被证明是刺激美国普通公众参与证券市场的主要推动力量。

在这些传统意义上的机构投资者规模日益扩大的同时，1979 年美国劳工部对“谨慎”概

^①从实践来看，以资产证券化为核心的金融商品化趋势在美国的发展，已从根本上改变了美国商业银行等金融机构的商业模式——从传统的“发起并持有”已经变成了当前“发起进而在证券化基础上实现市场发行”。

念的重新澄清（即在良好的风险分散的投资组合战略中，高风险投资是合法的），让大型退休金和人寿保险基金开始投资于一些高风险的中间机构，风险投资基金、收购基金（为兼并现有企业服务）、“秃鹫”基金（收购财务困难的企业债务，通过重组获利）等私募股权基金开始在美国获得了迅猛发展（Rajan & Zingales, 2004）。此外，20世纪40年代就已经出现，主要通过卖空和使用衍生品带来的高杠杆进行投机或套利的对冲基金也获得了极大的发展，在管理资金规模不断扩大的同时，借助5~30倍的杠杆率，也成为市场中一个重要机构投资者。

5. 风险管理金融的形成。过去30年间来自金融专有技术和信息技术等领域的重大进步，使得当前的美国金融体系已经发展到能够在（对内涵在传统证券收益中的）复杂风险予以分解与重组的基础上，通过对金融风险的重新定义与分离，以金融工程技术为依托，利用金融制度、金融机构与金融工具及其交易策略等创新（诸如金融衍生产品以及资产证券化等各种结构金融技术等）将复杂风险分解成能够定价的、更纯粹也（对特定投资者而言）更具吸引力的相对简单风险，并可以在流动性好的市场上进行交易——从实践来看，以分离与交易金融风险相关的第一次金融创新浪潮主要与市场风险有关，外汇期货、利率互换、国债期货等金融衍生品的出现使汇率风险、利率风险得以从传统的信贷与证券中分离、定价并交易，而从20世纪90年代以来，以信用衍生品、以CDSS和CDOS等为代表的结构性金融工具以及合成型资产证券化技术的蓬勃兴起为核心的第二轮金融创新则使信用风险可以在分离的基础上定价并交易。

现实地看，以交易商为基础的美国货币和资本市场创造并提供了大量的各供选择的工具和技术，不仅各种金融合约与金融和非金融公司的资产可以在具有流动性的市场上交易，而且主要类型的风险（通过衍生品和结构化等金融工程技术）也可以在市场上交易和定价，结

果使所有类型的借款人越来越能够在具有流动性的证券市场上满足其短期资金、长期资本和风险管理的需求的基础上，美国金融进入了一个全新的风险管理金融时代。

6. 灵活的流动性供给。对高度流动性的货币和资本市场的依赖是以市场主导为核心的美国金融模式的基本特征之一。换句话说，美国模式中的许多发展和创新，诸如以专家为基础的证券市场的支配地位、套利驱动的组合管理、风险的定价等的前提都需要相关的市场保持流动性，即在不利的环境下市场能够产生连续的价格（或交易）。

从目前美国的实践来看，其市场流动性的创造与提供机制是通过一个微妙复杂、紧密联系的机构与市场的网络体系来实现的：货币市场和资本市场的参与者依赖经纪商/交易商作为做市商来保证这些市场的流动性，经纪商/交易商又依赖有流动性的回购市场来为其证券头寸融资；公司借款人依赖商业票据市场来满足其短期资金需求；一旦货币市场出现问题，经纪商/交易商与公司则求助于货币中心银行，以来其提供的信用额度或备用额度，以便解决自身出现的短期债务转期问题；而对于这些从事批发业务的货币中心银行而言，它们则主要依赖银行间市场来重新分配资金；最后，在某些较大的外部冲击下，如果银行体系自身无法完日内优良资金的交付时，作为中央银行就会介入其中，通过其最终贷款人信用以及隔夜市场干预等措施来维持有序的市场以及支持支付提供扮演金融体系中流动性最终支持者的角色。^①

7. 金融机构业务范围从分业到混业的轮回。众所周知，1933年《银行法》确立了美国商业银行与投资银行“分业经营”的金融格局。在过去的30多年中，法律和市场的变化对银行业务的拓展创造了巨大机遇。历史地看，1970年的控股公司修正案对“银行”一词的重新定义引发了一个法律漏洞，导致美国出现了“非银行”的银行，使非银行企业直接侵入银行业成为可能。随着资产证券化以及金融风险管理技

^①在过去的十几年间，美国联邦储备体系日益推行一个维持有序市场的政策，在公开市场上通过干预来防止隔夜利率的大幅波动。尽管这一政策的初衷是为向市场主体传递货币政策信号，但现在已经成为金融体系流动性最重要的来源，降低了资本市场中的流动性风险和现金头寸的资本成本。

术的日益发展，金融业务边界的日益模糊，再加上竞争的日趋激烈，使得20世纪90年代早期，美国就约有半数的州授权银行越过联邦法律法规的限制经营证券业务。而从联邦监管层面上看，80年代末期，联储对格拉斯-斯蒂格尔法案与银行控股公司法第4部分C项条款的重新诠释使控股公司享有了经营和承销各种证券的有限权力，到90年代中后期，该法案第20部分确定的附属机构经营的范围被一再扩展。而1999年《金融服务现代化法案》的通过则标志着在66年之后，通过收购、兼并等方式实现的混业经营重新成为美国金融机构的主要业务组织形式。

（二）中国

如果从演进的角度考察1978年以来中国的金融模式，我们可以发现其在很多方面与美国有着显著的差异。

第一，政府主导金融市场结构的演进。从制度演进角度看，对于包括中国在内的转轨经济体而言，特殊的制度起点与经济背景决定了其金融体制改革从一开始就是政府主导的强制性、自上而下的制度变迁过程，政府行为或者说各种政治势力的角力在很大程度上成为推动金融体制改革的重要力量。

由于中国在改革进程中始终保持着强有力的政府控制，因此当改革的车轮开始转动之后，即便在财政迅速下降时，可靠的国家信誉消除了中国国有银行储蓄存单持有者的风险顾虑，在加上适当的利率政策刺激，国家能够克服税收制度的局限，利用国有银行体系迅速集中起分散于民间部门随着货币化进程日益增加的储蓄，使得政府依旧主导着金融体制的变革进程，国家仍然能够保持对传统的软预算国有企业边际内价格控制并给予强有力的资金支持，而来自市场（民间金融创新，包括对外开放引发的创新动力）的力量在中国一直是以辅助角色出现的。

第二，在金融管制尚未完全放开的（即金融压抑）背景下，中国微观主体的经济行为并非完全的市场化。当前，不仅中国利率和汇率均尚未完全实现市场化，资金价格存在一定程度的低估，使得企业投融资存在较为明显的扩

张冲动，同时也为尚未完全实现商业化的中国银行（尤其是国有控股商业银行）提供了较为宽松的经营环境（一个主要表现就是较高的存贷款利差）。如果再考虑到中国当前较为稀缺的金融产品，在中国经济持续增长，社会财富不断累积的今天，不仅居民的资产选择空间较为狭窄，而且直接导致了银行流动性的充盈，事实上也使得银行缺乏创新动机。

此外，中国地方政府对银行等金融活动的干预，也在一定程度上扭曲了企业、银行等主体的经济行为。

第三，金融监管体系以及外部环境的制约，使得中国金融市场完整性与透明度远没有达到较为理想的状态，不仅银行违规违法事件不断出现，而且金融市场中的市场操纵、虚假信息以及内幕交易等事件颇为常见，极大地限制了金融市场的发展空间。此外，中国的产权保护（含破产机制）、会计准则、法律法规等等还存在相当的改进余地，金融市场发展的基础设施建设仍处于不断完善阶段。

第四，货币市场发展的相对滞后，使得中国经济金融运行中的流动性缺乏足够的保障。

此外，在“超常规发展机构投资者”思维中出现的中国证券投资基金由于发展实践较为短暂，加之现有的市场环境制约，尽管规模扩张较为迅猛，但从行为来看，也远没有在总体上发展到较为成熟的程度。

所有这些特征都决定了目前以国有银行为主导的中国金融结构处于一种自我强化的路径依赖状态，或者说从中国当前的情况而言，如果没有来自政府层面的强力改革措施的推出，仅仅依靠市场的力量很难打破现有的金融格局。

五、结 语

无论从理论还是从实践来看，一国（或地区）金融市场结构的形成和演变是一个极为复杂的过程。换句话说，金融体系的决定因素是非常复杂的——从现有学术界关于金融体系演变的研究来看，一般认为经济力量是推动金融体系演变的内因，而政治因素、社会文化、法律渊源、历史传统、地理环境、宗教信仰等也

在很大程度上约束、影响着金融体系的具体制度安排和演进。此外，从世界范围内的金融发展来看，伴随着银行全能化的趋势，其与资本市场相互竞争同时交叉互补的全新格局日益凸显，金融中介与金融市场之间的边界日益模糊——银行业务可以向金融市场延伸，而市场产品通过银行这个平台获得新的实现方式。

从中美金融市场结构的比较来看，我们可以发现，无论从功能理论角度还是现实经济效应着眼，美国金融市场都应是目前世界上最为成熟和有效的金融模式之一，但美国这种模式的演变却带有极为浓重的美国色彩，很难为其他国家所复制。而中国金融市场结构，尽管从现实来看存在诸多问题，但却也是在中国政治经济环境中必然形成的，同时也在过去的30年间成为推动中国经济持续、稳定、健康发展的主要制度支撑。但同时我们也应该认识到，中国在过去30年间形成的经济增长模式并不具有

可持续性，而经济增长模式转型成功的一个重要条件或前提应该对中国现有金融市场结构做出较大的调整，充分发挥现代金融与经济的适应性和先导性功能，通过技术和金融的完美结合实现中国产业结构的升级换代，进而为实现未来一个时期的中国经济增长奠定坚实的基础。从这个意义上说，美国的金融市场结构，或者说以市场为核心的金融模式至少为中国金融市场的未来转型提供了一种目标模式，尽管这种目标模式自身也存在诸多问题。同时我们也应该意识到，鉴于两者在政治、文化等方面的巨大差异，在可预见的未来不可能完全消弭，而历史也不可能被人为地割断，未来的中国金融市场结构不可能与美国完全一致，中国未来的金融市场结构必定表现出中国特色。

(责任编辑：李文杰)

参考文献：

- [1] 阿尔弗雷德·施泰因赫尔.金融野兽：金融衍生品的发展与监管[M].上海远东出版社，2003.
- [2] 富兰克林·艾伦，道格拉斯·盖尔.比较金融系统[M].中国人民大学出版社，2002.
- [3] 拉詹·拉古拉迈，路易吉·津加莱斯.从资本家手中拯救资本主义[M].中信出版社，2004.
- [4] 青木昌彦等主编.日本的主银行制度[M].中国金融出版社，2000.
- [5] Allen, F. et al. A Review of China's Financial System and Initiatives for the Future [R]. Wharton Business School Working Paper, 2008, No.08-28.
- [6] Boot, A., S. Greenbaum and A. Thakor.Reputation and Discretion in Financial Contracting [J]. American Economic Review, 1993 (83) :1165~1183.
- [7] Boot, A., and A. Thakor Banking Scope and Financial Innovation [J]. Review of Financial Studies, 1997 (10) : 1099~1131.
- [8] Crane,D.B.,Froot,K.A.,Mason,S.C.,Perold,A.F.,Merton,R.C.,Bodie,Z.,Sirri,E.R.,and Tufano, P. The Global Financial System: A Functional Perspectiv [M] . Boston: Harvard Business School Press, 1995.
- [9] Merton, Robert C. Financial innovation and the management and regulation of financial institutions [J]. Journal of Banking & Finance, 1995. (3-4) : 461~481.

Abstract: In term of the relative importance of financial markets and institutions in the financial system, there is a great difference in the financial structure between U.S. and China, with the former featuring market-oriented system and the latter featuring bank-oriented system. Though the primary function of any financial system, which is to facilitate the allocation and deployment of economic resources both spatially and temporally in an uncertain environment, is the same, there is a great difference in the core functions performed by the two financial systems, such as information revelation, selection of financing channels (especially for SMEs), dependence on laws and legal enforcements, guidelines for credit pricing, et al. Such difference is an important factor which determines the efficiency of resource allocation and the pace of industrial structure upgrade in different countries. In other words, for China there is a big adaptive gap between the financial structure and the economy. From the historical perspective, though the evolution of financial structure in any country, especially for U.S. and China, is peculiar and cannot be replicated by others, market-oriented financial system may be a good choice for China.

Keywords: Market-oriented; Bank-oriented; Financial Function