

汲取国际经验走中国自主的金融发展道路

张晓晶*

摘要: 自英国工业革命以来,伴随实体经济增长的金融体系结构的演化已经历了超过两个半世纪。从英国的“金融革命”,到德国的全能银行,再到金融自由化和金融全球化发展,金融创新与衍生工具层出不穷,风险资本崛起,直至2008年国际金融危机的爆发,对于银行主导还是市场主导的金融体系结构的争论似乎又回到了起点。国际经验表明,一国金融发展道路的选择是由一国的禀赋决定的,不同金融体系各有所长,所谓的最优金融体系结构并不存在。银行主导还是市场主导,说到底与政府干预多一点还是少一点有关。基于历史、传统和发展现实,走中国自主的金融发展道路是当前的理性选择。

关键词: 金融体系; 银行主导; 市场主导; 自主的金融发展

DOI:10.16556/j.cnki.kfxjr.2022.03.001

一、引言

习近平总书记在2019年中共中央政治局第十三次集体学习中提出,要正确把握金融实质,深化金融供给侧结构性改革。强调金融供给侧结构性改革要以金融体系结构调整优化为重点,优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系,为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

这里的“金融体系结构”有着极为丰富的内涵,不仅涉及大的金融体系结构划分,如银行主导或市场主导,还涉及银行自身的结构(如中小银行的发展)、市场自身的结构(如多层次资本市场发展,提高直接融资占比)及金融产品的结构(除了标准化的产品,还要有“非标”的产品,特别是专业化、个性化的产品)等。

需要指出的是,如果把金融供给侧结构性改革完全理解成在结构调整上作文章是有失偏颇的。首先,金融供给侧结构性改革侧重的是“改革”,而不是“结构调整”,只不过,强调金融体系结构的调整,是找到了改革的抓手,可由此展开中国金融发展道路的探索,将金融改革向广度和深度推进。其次,金融供给侧结构性改革的目的不是优化结构,而是通过结构调整优化使金融能够为实体经济发展提供更高质量、更有效率的服务。

* 作者简介: 张晓晶,中国社会科学院金融研究所所长、研究员,国家金融与发展实验室主任。

二、金融体系结构演进的国际经验

他山之石，可以攻玉。作为后发国家，中国金融体系结构的优化以及中国金融发展道路的探索，离不开借鉴发达经济体金融发展的经验或教训。

（一）早期工业化国家对于银行主导型金融模式的选择

真正意义上的全能银行始于欧洲大陆。当时刚刚诞生不久的比利时是这一模式的先驱者。比利时收购了一家成立于1822年的荷兰机构，并将其转变为充满活力的比利时兴业银行。该银行与其竞争对手比利时央行（Banque de belgium que），有类似的结构且都有政治背景，也同时是对比利时资本市场缺陷的应对。比利时的增长行业（如煤矿、钢铁和交通等）是高度资本密集型，比利时的财富持有者不愿直接投资这些行业。但在随后的发展中，这些银行通过支持这些行业，确实促进了比利时经济增长，特别是在放弃发钞业务后，这类新型机构在很大程度上变成了控股公司。作为一种全新的融资模式，这种多元化控股公司显然对分散风险有所帮助，并且在当时环境下，全能型银行在信息处理和促进存款业务方面也发挥着不可替代的作用^①。

银行主导型金融模式的典型国家是德国。德国全能银行的发展与比利时很类似，也是为了弥补金融市场的不足，并在十九世纪三四十年代获得了迅速发展，这与德国当时铁路及其他重工业大发展是同步的。德国工业发展的时机与全能银行的时机相当吻合。德国银行密切参与到工业企业融资、组织甚至部分企业的内部管理中，这也使1840—1880年的德国经济周期波动与金融状况深度绑定。1870—1913年，德国全能银行资产由6亿马克急速膨胀到175亿马克，截至1913年年底，德国工业资产一半规模掌握在德国最大的五家银行，最大的25家企业有17家是银行。与1880—1913年的伦敦相比，柏林资本市场的投资组合和工业增长之间的联系更加紧密^②。

通常，我们将日本也看作银行主导型融资体系的代表，但事实上，德国与日本的融资体系至少有两方面的较大差异。首先，虽然日本的企业制度与德国存在诸多相似之处（例如，对雇员就业的保障以及雇员参与企业经营决策的内部共同决策机制），但是，日本对雇员共同利益的保护较多地倾向于通过非正式承诺完成，德国则更多地基于法律。从这一差异的根源看，第二次世界大战以后，日本企业组织形态的一大特征是法人资本所有制，资本形态完全超越了个人资本，而转变为社会化的资本所有。通过包括金融和非金融公司在内的各类法人组织间复杂的交叉持股安排，公司最终股东权益被模糊，公司的一切财产都成了“组织”的财产。在这种法人资本所有制下，公司与雇员之间的关系、公司之间的关系以及银行与公司的关系都成了这种“组织”内部非正式承诺的结果。相比之下，德国制度安排上则更加强调整法律对共同利益的保护，以“避免重复20年代和30年代早期的阶级冲突”（多尔，2002）。一个数据可以验证这种差异：在德国，劳务仲裁案件每年有47万件，而在日本仅为3000件（殷剑峰，2018）。

早些时候，人们注意到日本银行允许甚至鼓励更大的财团（财阀）“普通银行”对大型财阀企业实行信贷配给。由于引进的技术和规模经济，这些行业可以获得大量的、不断增长的回报。在1955—1967年的日本这一回报机制运转良好，而在1883—1913年的德国却没有出现这种情况。对此一种可能的解释是，在考察时期，德国不得不发展自己的大部分技术，而日本则能够直接从西方获得技术引进。此外，日本财阀直接干预了国家政策制定，以促使产业政策更加倾向于强化某些重工业和国防工业。日本的“普通银行”，特别是财阀银行，

① Tilly, R. (1998). Universal Banking in Historical Perspective[J]. Journal of Institutional & Theoretical Economics.

② Tilly, R. H. (1989). Banking institutions in historical and comparative perspective: germany, great britain and the united states in the nineteenth and early twentieth century[J]. Journal of Institutional & Theoretical Economics, 145(1): 189-209.

似乎特别支持那些引进先进技术和制造各种出口产品的工业企业,从而能更好地实现规模效应^①。

与传统认知稍有不同的是,早期美国金融体系并非典型的盎格鲁—撒克逊式的市场主导模式,反而与德日银行主导模式具有较高的相似性。美国在19世纪后期的情况与大部分工业后发国家相似,产业结构上以大规模工业企业为支柱,这决定了美国早期金融体系同样呈现金融组织以银行为主、金融工具以贷款为主的金融结构。Hilferding(1910)认为,J.P. 摩根的崛起代表了美国对新的金融发展模式的探索^②。随后,美国金融模式开始在监管引导下转型,政府首先限制了银行的规模和地理范围,然后出台了《克莱顿法案》和《格拉斯—斯蒂格尔法案》,直接限制了银行与行业的关系^③。美国融资体系自此开始逐步转向市场主导型。

(二) 早期金融制度选择的内生因素

1. 工业化规模

在早期工业化过程中,不同国家选择了不同的金融模式,可能与各国自身历史背景密不可分。

英国工业化进程相对开展得最早,其金融体系建立时,针对企业的规模往往较小。例如,Gatrell(1977)发现,直到1841年,兰开夏郡棉纺初级加工公司的员工数中位数刚刚超过100人,而附属纺织生产公司的员工数中位数还不到50人。同一项研究表明,仅兰开夏郡就有1000多家棉纺织公司^④。

相比较英国,19世纪70年代,典型的德国公司的规模要大得多。第一,英国工业化开始于第一次工业革命,以纺织等轻工业为主,德国工业化进程则主要是在第二次工业革命期间飞速发展的,而第二次工业革命则由钢铁和化工等重工业主导,这些行业对固定资本要求更高,工厂规模也更大;第二,即使是纺织等传统轻工业,公司的规模在1850年后也普遍扩大了;第三,德国公司可能比英国同行更大。从1850年到1870年,英国纺织业的纺纱机数量增加了50%,而德国纺织业织机数量增长了600%。在钢铁冶炼方面,到世纪之交,德国钢铁卡特尔的成员中位数是英国同等企业的4倍^⑤。不仅德国公司可能更大,德国国内大银行似乎也更偏爱大公司。早在1853年,达姆施塔特银行(Bank of Darmstadt)规定的政策就是集中于营业额为5万荷兰盾的公司,Tilly(1986)称为“为强者提供的发展援助”。

2. 早期财富积累和资本来源

在早期工业化进程中,资本积累情况的不同也是各国发展不同融资体系的一个重要原因。部分研究认为“很多早期的工厂主都是有财富的人”,他们的财富往往来自商业活动、生产,甚至是他们后来改革的行业内的手工生产。例如,从1769年到1800年在英国中部地区建立的棉纺厂中,几乎有四分之三是由纺织业的一些自然人建立的。这并不是全然由于新兴产业规模小,而是“18世纪的英国……人均财富和收入超过今天的未工业化国家”(Baliga和Polak,2004)^⑥。Mokyr(1993)总结了近三十年的研究,得出:“工业革命的学者一致认为,

^① Neuburger, H. M., & Stokes, H. H. (1975). German banking and Japanese banking: a comparative analysis[J]. *Journal of Economic History*, 35(1): 238-252.

^② 转引自 Baliga, S., & Polak, B. (2004). The emergence and persistence of the Anglo-Saxon and German financial systems[J]. *Review of Financial Studies*, 17(1): 129-163.

^③ Calomiris, C., and C.D. Ramirez. (1996). The Role of Financial Relationships in the History of American Corporate Finance[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 52-73.

^④ Gatrell, V. A. C. (1977). Labour, Power, and the Size of Firms in Lancashire Cotton in the Second Quarter of the 19th Century[J]. *Economic History Review*, XXX, 95.

^⑤ 转引自 Baliga, S., & Polak, B. (2004). The emergence and persistence of the Anglo-Saxon and German financial systems[J]. *Review of Financial Studies*, 17(1): 129-163.

^⑥ Baliga, S., & Polak, B. (2004). The emergence and persistence of the Anglo-Saxon and German financial systems[J]. *Review of Financial Studies*, 17(1): 129-163.

大多数工业固定资本来源于内部金融”这一结论。^①

而德国的工业化虽然起步较晚,但其工业财富积累基数较低。这就是部分研究认为这些晚期工业化国家需要替代金融机构来集中足够资本的主要原因。事实上,英国早期的工业企业家总体上借贷较少,他们相对较少的外部资本需求是通过地方银行贷款、本票和汇票来满足的。工业银行的直接参与在一定程度上满足了德国工业企业的客观需求。

3. 利率水平

与早期资本密度相关的另一个问题是利率水平。衡量资本机会成本的一个可能的经验指标是政府债务的实际利率。部分研究提供了19世纪末到20世纪初英国和德国公债的名义收益率(见表1)。其中有两点值得注意:首先,19世纪末英国的名义利率低于一个世纪前工业革命鼎盛时期的水平。然而,名义利率的下降在一定程度上反映了价格走势。18世纪晚期英国经历了巨大的物价不稳定,并遭受拿破仑战争引发的通货膨胀。其次,无论在任何时间,德国利率水平一直显著高于英国,反映出较不安全的政府可能面临更高的风险溢价,这也与德国资本匮乏加剧的情况相符。因此,德国工业化有可能发生在一个实际利率相对较高的地方。事实上,也正是在资本相对匮乏、金融体系供给能力不足的大背景下,德国最终选择了政府强干预的银行主导模式^②。

表1 柏林、伦敦普通股及债券收益率对比

日期	普通股占比	柏林普通股 收益率	债券收益率	普通股占比	伦敦普通股 收益率	债券收益率
1883—1886	50	12.74	3.82	61	7.16	2.99
1887—1889	80	19.67	3.63	56	11.24	2.95
1890—1893	38	-5.50	3.70	72	2.47	2.84
1894—1900	76	11.60	3.48	47	7.32	2.58
1901—1903	51	7.43	3.57			
1904—1906	76	9.34	3.60	22 ^a	6.73 ^a	2.81 ^a
1907—1908	64	-1.34	3.80			
1909—1912	70	7.91	3.80	19 ^b	6.44 ^c	3.23 ^c

注: a. 1904—1905; b. 1912; c. 1910—1913.

数据来源: Tilly, R. (1998). Universal Banking in Historical Perspective[J]. Journal of Institutional & Theoretical Economics.

4. 金融机构介入方式

银行主导型与市场主导型金融体系的一个主要区别在于债权人对公司的监管程度。在英国,债权人更喜欢“不干涉”的方式。这可能反映了对流动资产的偏好。Collins(1990)认为英国的银行首先关心的是流动性,因而有意避免长期的工业贷款,更偏好贴现汇票。这样的选择克服了逆向选择的问题,也使英国金融机构更不愿意参与对债务人公司活动的持续监控。Collins认为,在1878年格拉斯哥城市银行(the City Bank of Glasgow)破产引发金融危机之后,英国银行与工业的直接联系实际上已经减少了,这是“一种英国银行此时

^① Mokyr, J., 1993, “Editor’s Introduction: The New Economic History and the Industrial Revolution,” in J. Mokyr (ed.), *The British Industrial Revolution: An Economic Perspective*, Westview Press, Boulder, Co., pp. 1–131.

^② Baliga, S., & Polak, B. (2004). The emergence and persistence of the Anglo-Saxon and German financial systems[J]. *Review of Financial Studies*, 17(1): 129–163.

已经厌恶的业务”^① (Collins, 1990)。

但德国的银行则认为,他们的角色是为工业提供直接信贷,而不仅仅是流动资产的交易者。Gerschenkron (1962)认为,德国工业银行“与工业企业建立了尽可能密切的关系”。一种监管形式是让银行高管进入工业企业的监事会,或购买大量股票。与此同时,德国式的融资影响了受保护的卡特尔的增长。大银行为保护行业进行游说,并鼓励在其客户中形成卡特尔,而同一家银行对几家公司的监控帮助缓解了集团内部的信息不对称问题。Tilly (1998)认为,德国的金融体系已经与“事必躬亲”的关系银行联系在一起^②。

5. 央行的调控角色

德国银行业故事中最重要的一部分也涉及国家在经济发展中扮演的角色。早在19世纪上半叶,德国普鲁士银行券的问题就被政府精心控制。1815年拿破仑战争结束后,公众和半公开的辩论很多有关银行和货币政策改革,货币政策整合的愿望变得强烈,随后1846年普鲁士银行成立。19世纪60年代,德国中央银行与混合银行之间的分工开始出现,即政府控制的中央银行为商界提供支付服务和短期信用,而商业(或全能)银行的业务则集中于流动性较差的工业贷款和长期资本的承销业务上。1875年,德意志银行在普鲁士银行的基础上建立。从1876年起,德国混合银行对德国工业和贸易的有力支持,部分依赖德国央行提供的支付网络和流动性担保。事实上,央行统一体系对德国银行主导型金融体系的建立作用重大。例如,早在1848年,普鲁士各地的票据支付就实行统一利率和固定汇率,这也为“混合银行”在可以发行证券的基础上进一步发展自己的业务提供了必要的条件。

与德国不同,英国央行的建立则遭遇了更多的阻碍。在早期金融发展中,英国商业银行更倾向于将英格兰银行视作竞争对手而非长期安全的提供者,这也导致英国商业银行不得不长时间在资产中保留相当高比例的流动性以应对挤兑压力,从而限制了英国银行业的发展。

(三) 第二次世界大战后银行主导模式演进与金融市场发展

第二次世界大战后,“以银行为导向”和“以市场为导向”的金融体系之间的差异已缩小。这一结果与诸如财富证券化、金融全球化和金融服务放松管制等长期过程有关。但这段时期的早期,由于政府在金融领域的持续强势存在,系统性差异变得模糊不清。一部分原因是由大萧条和第二次世界大战带来的后果,另一部分原因是西欧经济的重建最初是通过国家和国际政府机构提供资金的,全能银行在这一过程中很大程度上仅仅起到了辅助作用。

我们以德国为典型分析对象。一方面,德意志联邦共和国在20世纪五六十年代实现了高速增长,并伴随着高资本形成率。另一方面,德国大银行在这一过程中开始了去集中化(见图1)。并且在这一阶段,人们对大型银行权力的批评和对其活动的监管必要性提出了越来越明确的要求。对于这种现象,一种可能的解释是,战后初期的特殊情况降低了对外部融资的需求。例如,1948年德意志联邦共和国货币改革消除了大部分公共和私人债务,降低了通过金融中介吸收存款的必要性;同时,战后欧洲国家对“社会契约”的强调又鼓励企业更多地依赖诸如利润再投资等内部融资方式实现扩张,这无疑削弱了银行主导型金融体系的作用^③。

① Collins, M., 1990, “English Bank Lending and the Financial Crisis of the 1870s,” *Business History*, XXXII, 198–224.

② 转引自 Tilly, R. (1998). *Universal Banking in Historical Perspective*[J]. *Journal of Institutional & Theoretical Economics*.

③ Tilly, R. (1998). *Universal Banking in Historical Perspective*[J]. *Journal of Institutional & Theoretical Economics*.

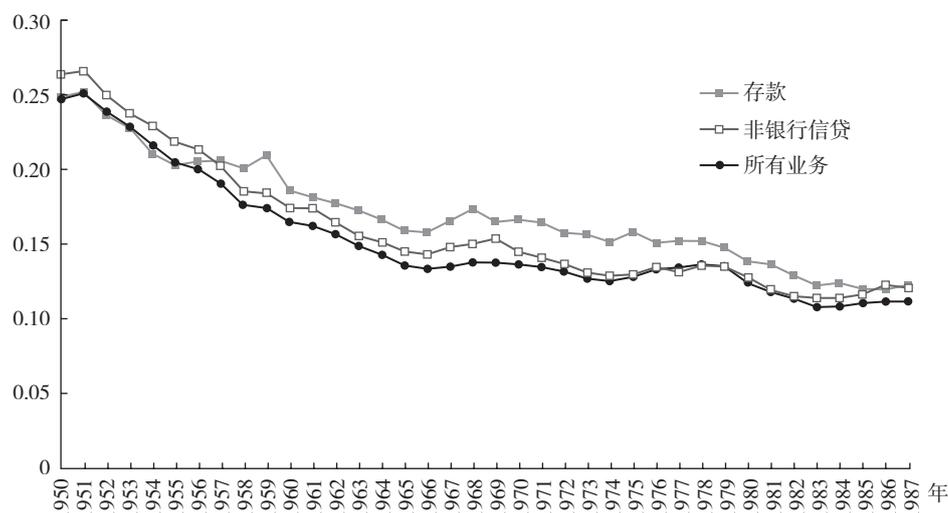


图1 1950—1987年联邦德国大型银行在银行商业活动中占比变动

(数据来源: Tilly, R. (1998). Universal Banking in Historical Perspective[J]. Journal of Institutional & Theoretical Economics)

20世纪80年代以后,欧洲国家的资本市场得到了迅速发展。1980—2000年的20年间,欧洲大陆国家股票市值与GDP的比率上升了近13倍,而通过股票发行融资筹集固定资产投资资金的比例增加了16倍。对于银行来说,资产负债结构发生了较大的变化。在资产中,信贷资产比例逐渐减少,而有价证券的比例在上升;在负债中,存款比例下降,而从资本市场融资的比例增加。在此过程中,资产证券化起到了非常重要的作用。

资本市场的发展在一定程度上弥合了银行主导和市场主导的差距,提高了金融市场的运行效率,并增加了金融体系的稳定性。首先,资本市场的发展使企业经营的部分风险由银行转嫁给了投资者。其次,发达的资本市场为银行增加流动性提供了良好的金融工具。比如,资产证券化可以将银行的长期资产变为现金资产,极大地提高了银行的安全性,降低了银行的风险。最后,资本市场的发展有利于利率市场化,提高金融运行效率。在金融市场充分发育的条件下,银行为了争取客户,需要尽量压低贷款利率,同时要尽量抬高存款利率。这些存贷款利率不仅需要与银行同业竞争比较,还需要与货币市场、资本市场上的各类金融工具竞争,存贷款利差日趋缩小。另外,企业金融意识的加强也在客观上推动了银行获利空间的缩小。有经验的企业能够熟练运用各种筹资方式,利用各种市场利率之间的差价来套利。

(四) 风险资本崛起与新经济繁荣令市场主导模式一时占优

特别值得一提的是,风险资本的崛起使得市场主导型模式一时占了上风,这美国的“新经济”繁荣有关。美国新经济直到现在还没有一个统一的解释。连美国人自己也怀疑“新经济”是否真的“新”。不过,这并不否定此间美国经济取得的成就。而美国市场导向型金融体系之所以备受青睐,正是得益于它对“新经济”所作的贡献,特别是风险资本的大出风头。据美国 Venture One 和欧洲风险投资协会年鉴公布数据显示,到1996年,美国的风险资本超过10万亿美元,而其他国家则要小得多,如英国为37.76亿美元,法国为10.78亿美元,德国为9.08亿美元。这些风险资本集中于高风险高收益的项目,从而使得如今很多知名的大公司当时能够在这种资金支持下发展起来,如人们熟知的 Apple Computer、Microsoft、Netscape 及 Yahoo 等。风险资本在支持高科技产业的发展的同时,也促进了创新。

为什么有些国家风险资本发展得好,有些国家就不行?这和一国的资金供给(如机构投资者,像美国的养

老金基金)、相关的制度支持(如发展良好的股票市场)以及是否允许这些机构投资者涉足高风险高收益的投资有关。例如,在日本,大多风险资本是隶属于银行或证券公司的,脱胎于其银行母公司,缺乏专业的技能来支持新创的高科技企业。而且,日本的风险资本资金来源主要是通过银行贷款,而不像美国是通过股票市场融资。与日本相似,德国风险资本只相当于美国的一小部分,在很多方面与美国不同。德国只有一小部分的风险资本是投向新创的企业(1994年为8%)或高科技企业(1994年为11%),而风险资本的退出也主要是通过公司回购或出售企业,因为不存在IPO市场。

美国的实践表明,市场导向型的金融体系结构为风险资本的发展提供了更合适的土壤。而那些银行导向型的金融体系结构在这方面则有所欠缺,如典型的以银行为基础的德国、日本,在发展风险资本方面就要差得多。原因正如前面提到的,以金融市场为基础的经济,可以形成运行良好的股票市场、IPO市场,能够发展出大量的机构投资者。前者为风险资本发展提供了制度支持,后者为风险资本发展提供了资金支持。尽管英美模式似乎更适于风险资本的发展,但进一步分析发现,风险资本之所以具有种种优势就在于它巧妙地汲取了两种不同金融体系结构的长处,这从风险资本的特点中可以找到答案。风险资本本质上是企业通过股票市场渠道来获得外部资金,这是利用了市场主导型金融体系结构的优势。但比起纯粹地靠市场来约束,风险资本家对于企业发展的干预和控制又大有不同。因为在每个不同的发展阶段,都有进一步注资的问题。风险资本家可以根据企业的表现来确定是停止资金的供给还是继续提供资金支持。这样一种分阶段注资方式会给企业一个可置信的威胁,从而对企业产生更有效的监督。这种监控方式和银行主导型的监控模式很类似。只不过,风险资本家的控制方式实际上比银行监控更为有效。可见,风险资本是对两种模式优势的一种完美结合。

(五) 2008年国际金融危机彰显银行主导模式在应对系统性风险方面的优势

银行主导和市场主导模式的区分,还在于风险分担方面的不同特点和优势。一般来说,金融市场可以对非系统性风险进行横向风险分担,而且比银行主导的金融体系能更好地规避非系统性风险,保障金融稳定。而银行可以通过纵向跨期风险分担机制来有效地分担系统性风险,当然其自身固有的脆弱性也会引发挤兑。

以石油危机为例,可以更清楚地理解二者在风险分担方面的不同。20世纪70年代的石油危机造成美国股市几近崩溃。以股票为其资产组合主要部分的财产所有者遭受了重创。那些在股价暴跌时仍想获得流动性的个人必须忍受财富损失,其未来消费也会因之而比预期有所减少。那些年老退休的更是如此。可见,在股票市场遇到了不可分散的风险,无论是年轻的一代还是年老的一代,只要以大量股票的形式持有财富,就不得不遭此劫难,各代福利水平都下降了。而同样面临石油危机的德国,情况却有所不同。德国居民的储蓄大多放在银行、保险公司里,或者不以面向市场的财产形式存在。这样,石油危机的冲击对他们的资产影响就不太大。由于他们对金融中介的索取权在名义上是固定的,他们的未来财产收益没有因危机而减少,因而也就没必要像美国人那样减少消费。可见德国的金融体系在对石油危机所做的跨期风险配置方面比美国做得好。到了20世纪80年代,情况发生了变化。大多工业化国家的经济发展良好。美国股市繁荣,那些以股票为主要投资对象的投资者的收入比预期的要高,从而可以维持更高的消费。

上述例子表明:金融市场无法应付不可分散的风险,也无法消除由此带来的资产收益的波动,从而导致消费的不稳定,降低了居民的福利水平;而金融中介(如银行)可以应付不可分散的风险,能够平滑外界风险所造成的资产收益的波动,稳定了消费水平,从而获得了福利上的帕累托改进。金融市场与金融中介在对抗风险方面各有所长;而二者的配合,正是相得益彰,实现了对风险的有效配置。

随着经济全球化的发展,金融结构趋向市场主导型,各国的银行可能遭受来自金融市场的竞争。理论

上一般认为, 银行体系主要依赖纵向跨期风险分担机制实现风险分散(intertemporal smoothing risk sharing mechanism), 而金融市场则更多地通过横向风险分担机制(cross-sectional risk sharing mechanism)(Allen和Gale, 2000)。伴随着金融市场的日益膨胀和层出不穷的金融创新, 横向风险分担机制正占据越来越重要的地位。但是, 当经济全球化进一步发展, 全球经济一体化程度进一步提高时, 金融市场一体化程度也越来越高。但是, 横向风险分散机制在系统性风险冲击面前显得无能为力。当面临全球系统性金融风险时, 借助全球范围内构建跨国投资组合来分散风险的策略不仅没能奏效, 反而可能让投资者们面临着更大的风险敞口和更严重的风险冲击。因此, 随着金融结构的变迁, 金融市场一体化程度越高, 横向风险分担机制受到的冲击就越大, 金融稳定性也会减弱。需要重视银行跨期纵向风险分担机制, 积极提升银行体系的纵向风险分担功能, 并充分发挥它与横向风险分担机制之间的互补作用。针对2008年国际金融危机, 有研究指出, 德国、日本等银行主导型国家在面对本次危机时受到的冲击要比市场主导型国家小得多^①。

三、金融体系结构演进的启示

自英国工业革命以来, 伴随实体经济增长的金融体系结构的演化已经历了超过两个半世纪。从英国的“金融革命”, 到德国的全能银行, 再到金融自由化和金融全球化发展, 金融创新与衍生工具层出不穷, 风险资本崛起, 直至2008年国际金融危机的爆发, 对于金融体系结构的争论似乎又回到了起点。这些历史经验或教训, 对于当前中国金融供给侧结构性改革, 以及中国未来的金融发展有什么样的启示呢? 总结起来, 大体有以下五个方面。

第一, 一国金融发展道路的选择是由一国的禀赋决定的。这包括该国的历史、文化、制度、经济社会结构、发展阶段、战略目标等一系列要素。因此, 一定程度上可以认为, 金融体系结构是内生的, 是服务于一国特定时期的发展战略的。从这个角度, 金融体系结构的演进就是一个自然的历史过程, 它是一个结果。

第二, 金融中介(或银行)和金融市场在提供金融服务、推动经济增长方面各有优长。任何依赖单一融资方式的金融体系都可能存在问题: 银行强大, 市场弱小, 则不利于资源的有效配置, 容易滋生银企勾结等破坏经济秩序的行为, 也不利于资产价格的有效形成, 还会引起较高的信息费用和交易成本; 而市场强大, 银行弱小, 则不利于动员储蓄, 而且容易引起投机行为的增加, 从而加剧金融波动, 妨碍金融稳定。

第三, 从国际比较的经验来看, 所谓的最优金融体系结构并不存在。无论是银行主导还是市场主导, 其金融体系结构既植根于其发展的历史, 也在金融服务实体经济的过程中进行各种调整。可能今天银行主导占上风, 明天市场主导占上风, 最终, 我们要超越这样的机构划分的观点, 而更突出功能观点: 无论什么样的金融体系结构, 都要更好地服务于实体经济发展。离开了这个初衷, 而纠结于市场多一点还是银行多一点, 就偏离了金融发展与改革的正确方向。

第四, 银行主导还是市场主导, 说到底是与政府干预多一点还是少一点有关。而政府干预的多少又与金融体系如何发挥好风险定价的功能有关。政府干预多一点儿, 会带来风险定价的扭曲, 从而造成金融资源的误配置。从这个角度, 我们在金融发展中要更强调发挥市场的决定性作用, 减少政府的干预, 把风险定价与风险配置的功能交还给金融体系。

第五, 基于历史、传统和发展现实, 走中国自主的金融发展道路是当前的理性选择。本轮危机反映出银行

^① 参见彭俞超, 金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自1989—2011年的国际经验[J]. 金融研究, 2015(1): 32-49.

主导模式的经济体在应对系统性风险方面的优势。就中国而言,尽管学习英美模式也历经了数十年,但目前依然是以银行为主导,金融市场特别是资本市场(如股票市场)的发展不尽如人意。从经济转型和促进创新的角度,要更多地发展股权融资和资本市场,但这并不意味着要从根本上改变银行主导的模式。事实上,基于中国的历史、传统以及发展现状,遵循金融体系结构演化的自然的历史的特点,不去盲目地照抄英美金融体系发展的模式,恐怕是中国当前的理性选择。

参考文献

- [1] 多尔. 股票资本主义: 福利资本主义: 英美模式 VS. 日德模式 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2002.
- [2] 彭俞超. 金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自 1989—2011 年的国际经验 [J]. 金融研究, 2015(1): 32-49.
- [3] 殷剑峰. 比较金融体系与中国现代金融体系建设 [J]. 金融评论, 2018(5): 1-15.
- [4] Allen, F., & Gale, D. Financial intermediaries and markets[J]. *Econometrica*, 2004, 72(4): 1023-1061.
- [5] Baliga, S., & Polak, B.. The emergence and persistence of the Anglo-Saxon and German financial systems[J]. *Review of Financial Studies*, 2004, 17(1): 129-163.
- [6] Calomiris, C., and C.D. Ramirez, "The Role of Financial Relationships in the History of American Corporate Finance[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9, 52-73.
- [7] Collins, M.. English Bank Lending and the Financial Crisis of the 1870s[J]. *Business History*, XXXII, 1990, 198-224.
- [8] Gatrell, V. A. TS Ashton Prize Essay for 1976: Labour, Power, and the Size of Firms in Lancashire Cotton in the Second Quarter of the Nineteenth Century[J]. *The Economic History Review*, 1977, 30(1): 95-139.
- [9] Gerschenkron, A. On the concept of continuity in history[J]. *Proceedings of the American Philosophical Society*, 1962, 106(3): 195-209.
- [10] Hilferding, R., *Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development*. M. Watnick and S. Gordon, RKP, London, 1910.
- [11] Mokyr, J. Editor's introduction: The new economic history and the Industrial Revolution. In *The British industrial revolution 2018*: (pp. 1-127). Routledge.
- [12] Neuberger, H. M., & Stokes, H. H. German banking and Japanese banking: a comparative analysis[J]. *Journal of Economic History*, 1975, 35(1): 238-252.
- [13] Tilly, R. H. German banking, 1850—1914: Development assistance for the strong[J]. *Journal of European Economic History*, 1986, 15(1): 113.
- [14] Tilly, R. H. Banking institutions in historical and comparative perspective: Germany, Great Britain and the United States in the nineteenth and early twentieth century[J]. *Journal of Institutional & Theoretical Economics*, 1989, 145(1): 189-209.
- [15] Tilly, R.. *Universal Banking in Historical Perspective*[J]. *Journal of Institutional & Theoretical Economics*, 1998.

Learning from International Experiences and Choosing Independent Financial Development Path for China

Zhang Xiaojing

Abstract: The evolution of the financial system that has accompanied the growth of the real economy has taken place over two and a half centuries since the Industrial Revolution in the United Kingdom. From the “financial revolution” in the United Kingdom, to the universal bank in Germany, then the development of financial liberalization and financial globalization, financial innovations and derivatives have emerged one after another, and venture capital has risen, the debate on bank-based or market-based financial system seems to be back to where it started. These historical experiences show that the choice of a country’s financial development path is determined by a country’s endowment, and different financial systems have their own strengths, so the so-called optimal financial system structure does not exist. Bank-based or market-based system is more or less relevant to the government intervention. Based on history, tradition and development, an independent financial development path is a rational choice for China.

Key Words: Financial System; Bank-based; Market-based; Independent Financial Development

(责任编辑:王雪珂 王 阁)