



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 47 期(总第 203 期)

2007 年 12 月 21 日

脱媒：中国金融改革和发展面临的新挑战

中国社会科学院金融研究所 李 扬

• 胡锦涛总书记在中共 17 大政治报告中指出：今后要“发展各类金融市场……优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”，这就把发展直接融资提高到了我国金融改革和发展之基本战略的高度。

• 发展直接融资不可或缺的条件，就是鼓励社会资金离开银行体系，进入金融市场。这个过程在理论上被概括为“脱媒”(disintermediation)。脱媒是一个金融结构剧烈变动的过程。在这个过程中，举凡银行体系的运做、资本市场的发展以及货币政策的实施，都将面临新的挑战。

- 金融理论和各国的实践均证明：脱媒固然会给金融体系的稳定性带来冲击，但更是金融体系现代化的“凤凰涅槃”。因此，面对脱媒现象，简单地通过政策手段来“反脱媒”，即企图将资金重新吸引回银行体系中，是违反金融发展规律的不智之举。治本之道是全面推行金融混业经营，根除脱媒的基础。

- 中国在推行发展直接融资战略的过程中，事实上已经允许金融混业过程的展开。这使得中国可能避免其他国家在严格分业的背景下大力发展直接融资（同时产生脱媒）所带来的问题。依此看来，中国金融业的现代化发展目前正面临难得的战略机遇。

- 为了顺利推动直接融资发展，提高金融体系效率，防范金融风险，中国应当制定长期、综合、系统、全面的金融服务现代化方案。

一、发展直接融资与脱媒如影随形

中国传统的金融体系以银行间接融资为主导。这种金融体系固然有迅速动员储蓄、集中资金“办大事”的优点，但也存在诸如风险集中、非市场化定价、流动性低和难以为企业提供资本金等缺陷。因此，在中国经济体系全面转向市场化轨道的背景下，发展直接融资，构成我国金融改革和发展的重要内容。胡锦涛总书记在中共 17 大政治报告中指出：今后要“发展各类金融市场……优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”，这更将发展直接融资提高到我国金融改革和发展之基本战略的高度。

但是，发展直接融资不可或缺的内容之一，就是鼓励社会资金离开银行体系，进入金融市场。这个过程在理论上被概括为“脱媒”（dis-intermediation）。换言之，**发展直接融资和脱媒如影随形**，它们事实上构成同一件事物的两面。脱媒是一个金融结构剧烈变动的过程。在这个过程中，举凡银行体系的运做、资本市场的发展以及货币政策的实施，都将面临崭新且复杂的挑战。因此，为了更好地贯彻

落实党中央关于发展直接融资的战略部署，我们必须未雨绸缪，做好应对新挑战的准备。

二、脱媒将强化金融业竞争、提高金融效率

所谓脱媒，指的是在金融业实行分业管理和分业经营的制度背景下，资金盈余者（储蓄者）和资金短缺者（投资者）不通过银行等金融中介机构而直接进行资金交易的现象。

在实践中，导致脱媒的原因主要有三：其一，居民在信贷管制、利率管制、外汇管制或因物价上涨导致存款资产出现负收益的环境下，为寻求更高的回报率和更为多样化的资产形式，脱离银行等受到管制的金融中介机构，在金融市场上购买并持有股票、债券、保险、基金等直接证券；其二，企业为寻求更为便利的融资渠道和更低的融资成本，脱离开银行等受到较强管制且融资成本较高的金融机构，直接通过在金融市场上发行股票、债券、商业票据和融资票据等直接证券来筹措资金。其三，各类理财机构（如各类基金，以及银行、保险、证券机构的理财部门）顺应居民和企业的上述需求，通过金融创新，在传统的直接证券和间接证券的基础上，开发出多种形式可交易的金融产品和金融服务，从传统的金融体系中吸引资金。显然，脱媒是资金盈余者（储蓄者）和资金短缺者（投资者）为争取融资便利和更高金融收益所做的自主选择，而各类金融市场的开发和风起云涌的金融创新，无疑加速了这个过程。在这个过程中，金融系统的内部竞争将不断加强，金融效率可望不断提高。

三、脱媒在中国的表现

在中国改革开放的历史中，脱媒现象曾发生过多。只不过，过去人们一直用“资金体外循环”来概括这一现象。这里的“体”，指的就是“银行体系”。

从2006年开始，随着中国资本市场的复苏，脱媒现象再次发生，且有愈演愈烈之势。其主要表现有五。

1. 居民存款增长率和环比增加额下降

改革开放 30 年来，我国居民存款增长率一直保持着较高水平且相当稳定。然而，自 2006 年 1 月达到 20.01% 的历史最高之后，该增长率便一路下滑，到了 2007 年 10 月，竟下降到接近 6% 的水平。这一趋势反映在居民存款环比增加额上，便是其增长缓慢并日趋下降；2006 年 6 月，居民存款环比增加额竟首次出现 75.51 亿元的负增长。2007 年 4 月份以后，除了 6 月份的例外，其余月份均为负增长，有的月份的负增长额甚至达到 2000 亿元之巨。

2. 企业逐步减少对银行信贷资金的依赖

固定资产投资中自有资金和银行贷款占比的此长彼消，可以说明企业对银行资金的依赖程度及其变化。在历史上，企业扩大生产规模或增加投资，主要依靠从银行获取贷款；该比例曾高达 60% 左右。上个世纪 90 年代中期以后，这种趋势逐渐弱化；进入新世纪以来，该趋势更形明显。2000 年 6 月，固定资产投资中得自银行贷款的份额为 24%，到 2007 年 6 月便下降到 18%；降幅达 6 个百分点。同期，投资中自有资金的比重则从 45% 上升到 58%；提高了 13 个百分点。这种变化对我国的金融运行和宏观调控的影响是多方面的。在微观上，它不断压缩着银行传统的收入来源；在宏观上，它使得调控当局欲通过管住“信贷闸门”来抑制高投资的政策意图失却了得以实施的基础。

3. 银行部门的流动性风险增大

从静态上说，流动性风险指的是银行无力为负债的减少或资产的增加提供可靠的资金来源；从动态上说，它指的是银行无法以合理的价格迅速增加负债或变现资产，以获得足够的资金来弥补其流动性不足。在极端情况下，流动性不足会使银行陷入清偿困境。

虽然中国目前总体上存在“流动性膨胀”（人们所说的“流动性过剩”）现象，但在银行部门，流动性不足则已有日益突出的表现。

（1）银行流动性风险暴露的重要原因之一，在于其资金来源（负

债)同资金运用(资产)在期限和种类上的不配对。其中,(负债面上)居民储蓄存款占比与(资产面上)中长期贷款占比之间的对比关系发挥最关键作用。传统上,我国的银行主要依靠居民储蓄存款来支撑其中长期贷款并覆盖其风险。2001年6月,居民储蓄存款占银行总存款之比为52%,同期,中长期贷款占银行总贷款之比仅为34%;前者比后者高出18个百分点。然而,到了2007年6月,储蓄存款占比下降为46%,下落了6个百分点;而中长期贷款占比则为48%,却上升了2个百分点。更有甚者,中长期贷款占比在该月首次超过了居民储蓄存款占比。在实践上,若居民储蓄存款占比高于银行中长期贷款的占比,即便银行存在相当高的不良贷款率,也很难演成支付危机;反之,发生支付危机的可能性将急剧增大。

(2) 银行部门流动性风险增大的另一个表现,就是**总存款的增速同总贷款的增速间的关系发生了逆转**。在2007年2月份之前,我国存款增速一直高于贷款增速。然而,这种关系自2007年2月份以后也发生了逆转。当月,存款增速为16.05%,而贷款增速则达到17.2%;后者首次超过前者。自那以后,这种趋势一直延续。2007年9月,存款增速为16.84%,而贷款增速则为17.16%,后者较前者高出0.32个百分点。同理,如果存款增速高于贷款增速的格局得到保持,银行即便存在较高的不良资产率,也难以形成支付危机;反之,发生危机的可能性将急剧增大。

需要指出的是,以上所述增速和比例等等的变化,均是就银行业总体而言的。如果深入到结构层面,则因规模和经营特点的不同,各类银行的流动性风险则存在着显著差别。大体来说,5大国有控股商业银行和广大的农村信用社,或因资金来源充裕,或因贷款规模甚小,流动性风险尚未显现;而居于这两类银行之间的广大股份制银行和城市商业银行等,其流动性风险则要比平均数所展示的高出很多。

4. 利率政策的效果不确定

今年以来，货币当局连续 5 次提高了银行存贷款利率。然而，由于加息直接针对的是银行的存贷款利率，且这些利率事实上处于半管制状态，所以，它对金融市场利率的影响便相当地不确定，从而使得加息的调控效果被大打折扣。总体来说，尽管市场利率会随着银行存贷款利率的上升而上行，但其上升幅度显然跟不上政策性利率的上升步调，而且升降的波动甚大。仔细分析更可看出：市场利率的走势不仅受到政策性利率走势的牵引，而且明显受到股票市场和债券市场发展规模和速度的影响。

5. 货币供应结构发生趋势性变化

就总趋势而言，改革开放 30 年来，我国货币供应 M1 的增长速度要显著低于 M2 的增长速度。其间，只是在经济增长速度过快的少数年份中，才会短暂发生 M1 增长高于 M2 增长的现象。这是中国金融深化不断发展（M2 占 GDP 比重提高）以及金融体系缺乏多样化金融资产（存款在金融资产总量中占绝对支配地位）的表现。但是，从 2006 年 11 月开始，M1 增长速度便明显地高于 M2 的增长速度，且增长速度间的“剪刀差”显示了不断扩大之势。例如，近期央行公布的 2007 年 1~10 月份的 M2 增速为 18.47%，而 M1 的增速却高达 22.21%。M1 增速持续高于 M2 增速，说明我国的货币供应作为价值贮藏的功能在逐渐弱化，其作为交易和支付手段的功能则相对强化。导致这一变化的原因显然是：不断扩张的直接融资，为居民和企业提供了越来越多的金融投资机会。

四、脱媒的挑战

脱媒是金融结构剧烈变化的过程。在这个过程中，一切与金融活动相关的机构和个人都会受到影响。当然，各类机构和个人所受影响的程度、方向和性质均存在巨大差别。

1. 金融产品和服务的消费者

由于脱媒是一个不断增加投融资工具选择和提高金融效率的过

程，所以，居民和企业作为金融产品和服务的消费者，是这个过程最大的受益者。

2. 存款类金融机构

脱媒显然会对存款类金融机构产生不利的压力。一方面，居民和企业为了追求金融资产多样化和高收益，或者相对减少存款，或者弱化其持有存款的价值贮藏意义。这将导致银行业逐渐丧失其传统、稳定、低成本的资金来源。另一面，大中型优质企业为了获得融资便利和降低融资成本，纷纷离银行而去。这不仅会导致银行信贷风险增大，而且导致银行逐渐丧失其传统、稳定、低风险的收入来源。综合的结果就是：存款类金融机构的流动性风险和信用风险可能逐步加大，其传统的收入来源渠道则日趋收窄。

3. 资本市场

资金从银行体系中流出，增加了资本市场的资金来源，这无疑有利于直接融资的发展。然而，资金巨量且急剧增加，广大投资新手迅速进入，可能过度推高金融资产价格。这显然并不完全是资本市场的福音。

4. 货币当局

资金流动格局的变化，将对货币当局提出全面挑战。

(1) 脱媒意味着可交易金融资产的增多。这既提高了现有金融资产的流动性，也在不断增加具有流动性的金融资产的系列。总的结果就是：在增加全社会的可贷资金（所谓“流动性过剩”）的同时，货币供应的概念、统计方法和调控方式都将面临巨大冲击。这将不断侵蚀货币当局控制货币供应的基础。今年以来，国内理论界曾对我国货币供应统计的合理性提出强烈质疑，正是这种变化的反映。

(2) 可交易金融资产的增多，将不断增加对货币作为交易和支付中介的需求。总的结果是：货币需求的范围在不断扩大，其易变性更形显著。货币需求的不稳定，进一步弱化了当局货币调控的效力。

(3) 资金从银行体系中流到资本市场，意味着越来越多的金融活动脱离货币当局的监控视野，同时也限制了货币政策的影响范围和深度。近年来，国内理论界关于“货币政策要不要关注资产价格”的问题多有争论，正反映了这一基本事实。

(4) 直接融资规模的扩大和市场种类的增加，将不断收窄货币政策的信贷传导渠道，这将弱化货币政策效力。另一方面，脱媒固然有强化货币政策的资产价格渠道、利率渠道和汇率渠道传导效率的作用，但是，在利率等“价格”手段不能充分有效发挥作用的条件下，货币政策尚难以有效地利用这些传导渠道。总之，直接融资的不断发展，将使得现有的货币政策传导机制受到严重阻塞。

五、脱媒是金融体系走向现代化的“凤凰涅槃”

在世界各国金融现代化的过程中，都曾发生过脱媒现象。例如，美国作为一个直接融资最为发达的国家，由于在直接融资和间接融资间曾经设定了严格的界限，在从上个世纪 70 年代两次石油危机到 1999 年的长达 30 余年的时期中，也曾发生过全面、持久的脱媒过程（详见对美国脱媒问题的专门报告）。在这个过程中，居民储蓄存款减少和企业对银行贷款依赖度下降的情况持续发生，致使银行业在金融体系中的地位不断下降。基于此，银行业不良资产增加，银行破产数量急剧上升，专责住房抵押贷款业务的储贷协会也发生了多次大范围的危机。面对此状，美国甚至出现了“银行是 20 世纪的恐龙”的悲观说法。

在这 30 年中，美国货币当局的应对之策经历了明显相反的方向性变化。在 80 年代中期之前，当局的应对举措主要是“反脱媒”，即想方设法将资金从市场上吸引回银行体系中去。然而，实践显示：这种做不仅徒劳无功，而且危害了金融现代化的进程，致使美国经济长期处于比德国和日本相对落后的境地。80 年代中期之后，鉴于脱媒愈演愈烈，美国货币当局改变了思路，其应对之策也有了 180 度的大

转弯。最主要的变化就是，当局一反在金融业中实行严格分业的传统，逐渐致力于“打通”银行和市场间的联系通道，日益模糊直接融资和间接融资的界限。直至上个世纪末，以实行混业经营为主旨的《金融服务现代化法》的通过和实施，美国才最终摆脱了脱媒的困扰，基于这新的金融体系，美国重新获得了在金融业中世界领先的地位。

美国的经验告诉我们，一国金融体系的现代化必然要经过一个脱媒的过程。这个过程固然会对金融体系的稳定带来冲击，但更是一个“凤凰涅槃”——通过最终打通直接融资和间接融资的界限，实行金融混业经营，金融体系才能实现现代化。

值得庆幸的是，中国在推行发展直接融资战略的过程中，事实上已经允许金融混业过程的展开。这使得中国可能避免其他国家在严格分业的背景下大力发展直接融资（同时产生脱媒）所带来的问题。依此来看，中国金融业的现代化发展目前正面临难得的战略机遇。

不过，面对这个可能延续甚久，涉及面广、而且高度复杂的历史过程，我们显然需要制定一个长期、综合、系统、全面，且各有关部门协调一致的金融服务现代化方案。这个方案至少应包括如下内容：

第一，全面加强和加快金融市场基础设施建设，包括：积极推进利率市场化改革，逐步增大人民币汇率制度的弹性，加快资本项目开放，由以为各类机构和金融市场创造一个真正市场化运做、能够展开有效竞争的制度基础。

第二，在央行、银监会、证监会和保监会之间，在财政部门和金融部门之间，形成分工和职责明确、协调统一的功能监管框架。在此基础上，强化以资本充足和管理风险为核心的监管框架，构建着眼于金融稳定的“金融安全网”。

第三，进一步放松国内金融管制，鼓励金融创新。其中，鼓励各类金融机构开展面向市场的金融创新，鼓励发展符合中国国情的金融衍生产品，大力发展金融服务业，是最重要的内容。

第四，银行体系应全面改变其传统经营模式。其中，全面提高其资产负债的可交易性，努力提高银行资产负债表的流动性；以理财产品为基础、全面扩大表外业务，增加金融服务，减少对利息收益的依赖；充分运用资本市场机制来进行战略调整（绝非是信贷资金入市）等等，具有关键意义。

第五，为了有效吸收从银行体系中释放出以及因经济快速增长而不断产生的充裕流动性，必须迅速推进多层次资本市场和货币市场的发展，创造新的金融产品和服务，进一步增加可交易的金融产品，不断开拓可供金融产品交易的市场体系。

第六，货币当局应加快改革，尽快形成使得货币政策工具能有效发挥作用的制度和体制基础。鉴于以控制货币供应为核心的货币政策范式已心劳日拙，应积极研究当代市场经济国家的最佳实践（例如，实行“通货膨胀目标制”），并结合中国的国情，努力创造条件，转变现行的货币政策范式。

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn