

现代金融体系：基本特征 与功能结构*

吴晓求 许 荣 孙思栋

〔摘要〕 中国经济高速发展、产业结构升级换代、风险管理与财富管理需求增长共同决定了符合中国未来情境的现代金融体系将是市场主导型的金融体系。它的基本特征是高度市场化、开放、风险分散性、科技支撑，可以承担支付清算、资金跨时空调配、财富管理与融资等职能。在微观结构上，开放、透明且具备成长预期的资本市场将成为核心；银行赖以发展的生存环境将发生重大变革；货币市场负责流动性管理，与银行共同组成资金循环系统；发达的衍生品市场、成熟的外汇市场等将作为重要构件来满足实体经济丰富的金融服务需求。现代金融体系在资产结构、风险结构和微观结构上的变化将包含着对金融监管模式、架构、重点、方式上的新要求。

〔关键词〕 现代金融体系；市场主导型金融体系；资本市场；金融监管

〔作者简介〕 吴晓求：中国人民大学财政金融学院教授；许荣：中国人民大学财政金融学院教授；孙思栋：中国人民大学财政金融学院博士研究生（北京 100872）

“经过 40 年改革、开放与发展，中国金融的规模、结构、业态和功能都朝着市场化方向发生了难以逆转的根本变化，为构建与中国大国经济匹配的大国金融奠定了坚实的基础。”^① 本文认为，未来中国要构建的大国金融，其实质就是基于发达金融市场特别是资本市场的现代金融体系。

一、现代金融体系的基本特征

一般而言，现代金融体系有两种基本形态：一是以市场（这里主要指金融市场特别是资本市场）为主导的金融体系；二是以银行为主导的金融体系。作为金融改革的战略目标，中国应选择何种金融体系，《市场主导与银行主导：金融体系在中国的一种比较研究》^②一书已做了较为充分的阐释，明确提出中国未来所构建的现代金融体系是市场主导型的金融体系。

（一）全球视角的讨论：中国所构建的现代金融体系为什么是市场主导型？

经济发展水平决定了金融体系的规模与结构。在一国经济增长的同时，其金融体系整体发展水

* 感谢丁月梅、王子豪、陈果等同学对部分数据、文献整理工作的协助。

① 吴晓求：《改革开放四十年：中国金融的变革与发展》，载《经济理论与经济管理》，2018（11）。

② 吴晓求、赵锡军、翟强等：《市场主导与银行主导：金融体系在中国的一种比较研究》，北京，中国人民大学出版社，2006。

平和内部结构将发生什么样的变化?关于这个问题的研究最早可以追溯到 Goldsmith,他指出:“当国家经济发展的时候,银行与经济产出规模的比值会更大”,同时“一国经济增长的时候,非银行金融机构和股票市场在规模和重要性上会和银行同步增长”。^①此后,“金融结构”成为金融学术界关注的焦点。Demirguc-Kunt 和 Levine^②在跨国比较研究的基础上发现,在收入更高的国家中,股票市场表现得比银行更活跃、更有效率。Allen 等针对 20 世纪 90 年代以来全球金融体系分布与发展情况的分析发现,高收入国家的金融体系在整体上更偏向于市场主导,同时其股票市场、债券市场的发展速度也远超低收入国家。^③也就是说,当一国更加富裕的时候,其金融体系可能会变得更加偏向市场主导。

1. 经济增长到更高阶段,股票市场规模扩大、表现活跃、更有效率

图 1 反映了全球各国股票市场在 2016、2017 年的发展情况。该图将不同国家按照居民收入水平分为三个层次^④:高收入国家、中高收入国家、中低收入国家,分别比较了不同富裕程度的国家中股票市场的规模、活跃度和效率的差异。其中,参考 Demirguc-Kunt 和 Levine 的评价方法^⑤,用资本化率(market capitalization as a share of GDP)即国内上市的本国股票总市值与当年 GDP 之比衡量股票市场的规模,用股票交易率(total value traded as a share of GDP)即国内交易所上市本国股票的交易量除以 GDP 的比值来衡量市场活跃度,用换手率(turnover ratio)即国内交易所上市的本国股票的交易量除以总市值来衡量市场效率,结果发现:居民收入越高,股票市场的规模越大;居民收入越高,股票市场表现越活跃;居民收入越高,股票市场越有效率。

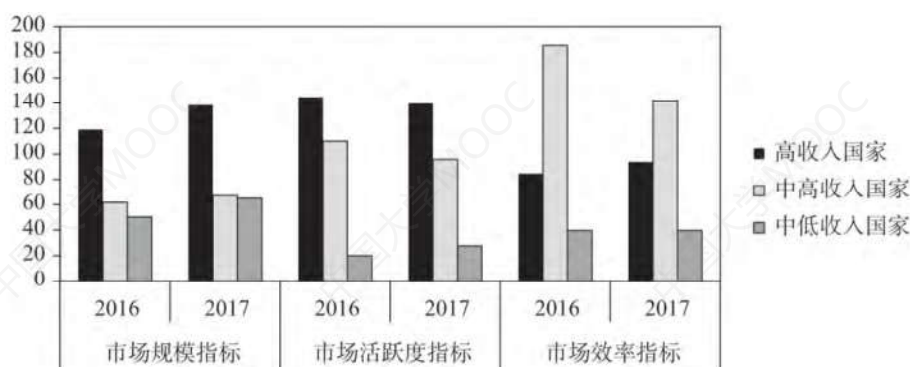


图 1 股票市场在不同收入国家的比较 (2016、2017 年)

资料来源:世界银行。

2. 经济增长到更高阶段,金融体系会更倾向于“市场主导型”

(1)“银行信贷/股市交易比率”^⑥(bank credit vs trading):用银行信贷规模除以国内总股票

① Goldsmith, R. W. *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.

② Demirguc-Kunt, and Levine, *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2004.

③ Allen et al. “Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors”. In *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam, Boston: Elsevier North-Holland, 2013 (2A), pp 759-796.

④ 分类标准采取世界银行的标准,该分类中不包含低收入国家,是因为其股票市场数据缺失的缘故。

⑤ 相当多文献采取这些指标衡量金融市场的发展程度,如 Cihak et al., Hasan, Horvath, Mares。类似的指标还有债券总市值除以 GDP 衡量一国债券市场规模。见 Cihak, Demirguc-Kunt, Feyen, Ross Levine, “Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010”. *Journal of Financial Perspectives*, 2013 (1): 17-36; Hasan, Horvath, Mares, “What Type of Finance Matters for Growth? Bayesian Model Averaging Evidence”. *World Bank Economic Review*, 2018 (32): 383-409.

⑥ 虽然该指标可以清楚地描绘银行与股票市场相对活跃程度的大小,但还需要通盘考虑效率、规模等因素才能对一国金融体系是属于“市场主导型”还是“银行主导型”做出较为合理的判断。Demirguc-Kunt 和 Levine 对此有深刻的评述。

交易量，从股票市场、银行相对活跃度的视角考察金融结构。指标越大表明在该国金融体系中银行相对于股票市场更活跃。图 2 显示了 2015、2016 年不同收入水平国家“银行信贷/股市交易比率”的测算情况。我们从图中可以看出，比较富裕的国家股票市场相对于银行而言更加活跃，在整体上金融结构更倾向于“市场主导型”。

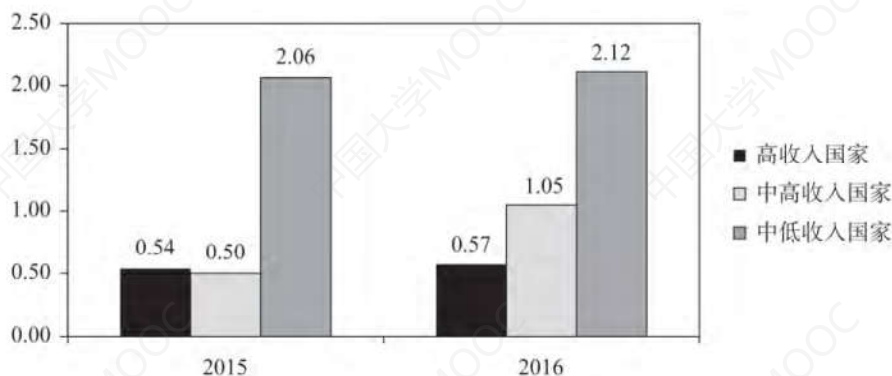


图 2 银行与股票市场相对活跃度：不同收入国家的比较 (2015、2016 年)

资料来源：世界银行。

(2) 相对效率指标：从银行和股票市场相对效率的角度来考察金融结构。我们用股市总交易量/GDP 即“股票交易率”^①来分析股票市场的效率。对于银行的效率，可以用两个指标衡量：“管理费用率”^② (overhead costs) 等于银行的管理费用除以银行总资产，但运用该比值来判断银行效率的高低比较复杂。“银行净利差率” (bank net interest margin) 等于银行全部利息收入减去利息支出的利差值除以银行总资产，较小的利差率通常被视为更高的竞争和效率。这样一来，可以产生两个复合指标来衡量股票市场的相对效率：一是“交易率/管理费用率指标” (trading vs overhead costs)，该指标等于 (股市总交易量/GDP) × 银行管理费用率；二是“交易率/利差率指标” (trading vs interest margin)，该指标等于 (股市总交易量/GDP) × 银行净利差率。一般认为，这两个指标值越大，表明股票市场相对于银行更有效率。

图 3 显示了不同收入水平国家“交易率/管理费用率指标”和“交易率/利差率指标”这两个相对效率指标的测算情况。从中可以看出，比较富裕国家的两个指标值较大，这表明其股票市场相对于银行更有效率，整个金融体系更偏向于“市场主导型”。

全球范围内的比较分析发现，若国家越富裕，股票市场在其金融体系中发挥的相对作用越强。一些最新研究发现，中国金融历史变迁的特征也符合经济增长与金融结构的上述联系。^③

是否可以由此断定中国未来应当构建市场主导的金融体系可能为时尚早。虽然富裕国家的金融体系整体上更类似于市场主导，但日本、德国却更偏向于银行主导。从经济发展路径上分析可以发现，虽然市场主导和银行主导的金融体系都能在金融资源配置上做得很成功，但是市场主导型国家可能在创新技术、新兴产业上更成功，比如英国和美国；而银行主导型国家在学习和推广成熟技术产业方面效率更高，比如日本和德国。因此，应基于金融结构与产业政策的匹配性等方面继续分析

① 在考察金融结构时，没有采用“换手率”来分析股票市场效率，是为了避免将那些交易活跃但是规模很小的市场判断为“市场主导型”金融体系。“市场主导型”金融体系是指那些相对于银行体系来说，有一个规模较大并且交易活跃的股票市场的金融体系。

② 低管理费用率往往被视为具有较高效率，因为超出正常水平的管理费用可能反映了浪费和缺乏竞争力。但提供高质量金融服务时，也可能产生较高的管理费用。因此，单纯运用该指标判断银行效率比较复杂。

③ 吴晓求：《改革开放四十年：中国金融的变革与发展》，载《经济理论与经济管理》，2018 (11)。

中国应选择什么样的金融体系。

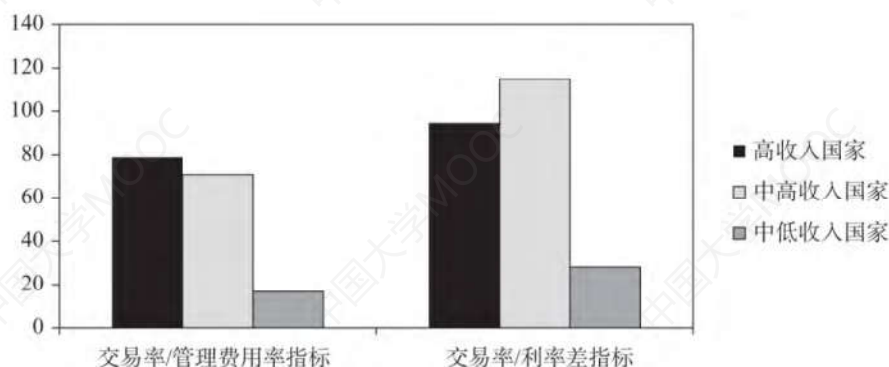


图3 银行与股票市场的相对效率：不同收入国家的比较（2016年）

资料来源：世界银行。

（二）中国情景的分析：中国所构建的现代金融体系为什么是市场主导型？

中国金融发展与变革的历程表明，实体经济需求与金融制度供给之间有着密切的联系。中国经济的发展带来了居民收入增长和产业升级加速。随之而来的是，家庭部门在财富管理上开始追求更高层次的风险收益，企业部门则在日益复杂的经济环境中形成了分散风险、降低融资成本的需求。两者共同决定股票、债券、衍生品市场的蓬勃发展并推动和刺激了与之匹配的货币市场、外汇市场和金融服务提供商。伴随着全社会金融资产结构的变化，出现了金融功能的升级、风险结构的转变、金融业态的革新并对金融监管体系的改革提出了要求。该逻辑推演与理论框架在笔者多篇文章中有分散的阐述，图4从金融制度供给与需求的角度对此进行了归纳。基于该框架，本文选取产业结构、风险管理、家庭资产三个视角在本国情境下讨论为什么中国应该建立市场主导型的现代金融体系。

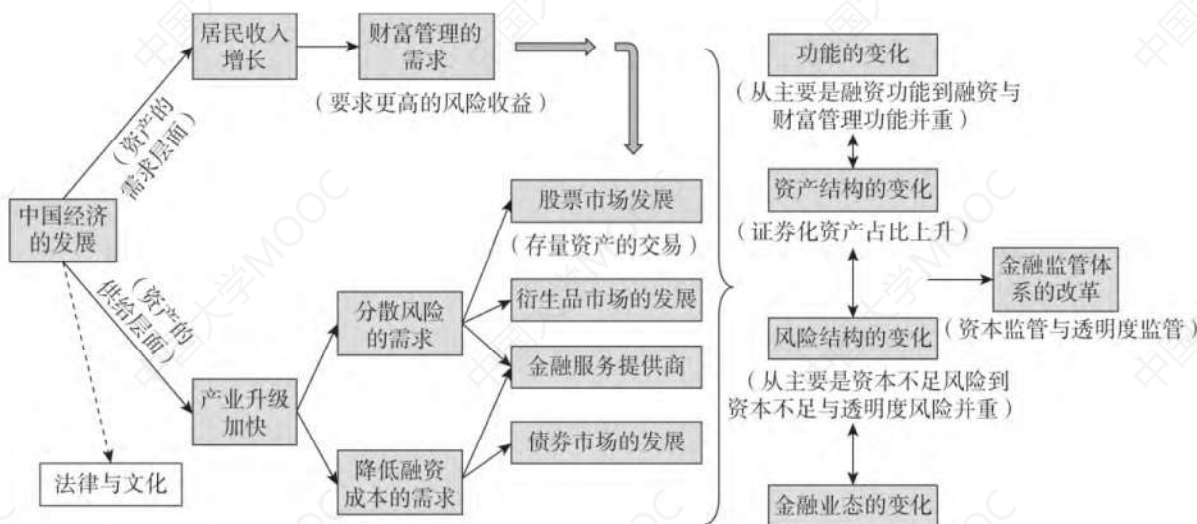


图4 经济发展影响金融制度的机制

1. 基于产业结构分析

随着技术升级加速、产业周期缩短和市场竞争加剧，现代经济正从传统的资本密集型转向新兴的科技主导型，从而对金融体系的演进产生重要影响。由于不同产业之间的技术性质不同，企业项

目的初始投资额、生命周期、持续投入都存在差异。发达的金融市场可以有效分散风险、降低融资成本，有助于处于发展初期的新产业实现超比例增长，进而转化为主导产业。也就是说，市场主导型金融体系具备更高的风险容忍度，更适合高研发投入、高技术创新的经济体，因此，更满足当前和未来一段时间中国产业升级与经济转型的需要。

相比之下，在金融市场欠发达的国家，那些能产生较好营运现金流的产业增长会更快，这些产业一般属于传统行业。不同特性的产业在成熟过程中依赖外部金融和权益融资的时间与程度不同。高风险行业需要更长时间的外部金融（特别是金融市场）培育，但是在产业成熟后能产生非常优秀的营运现金流，几乎不再需要外部金融支持。而传统产业需要外部金融和权益融资支持的时间较短，能很快创造出营运现金流。但这种产业成熟后的利润空间和营运现金流量有限，仍需要外部金融支持以扩大生产规模。因此，具备银行主导型金融系统的国家虽然促进产业创新的能力不足，但在成熟技术的学习和传播上具有比较优势，表现出了强大的学习能力。这较好地解释了为什么近代的新兴产业总是在美国首先成功，并在获得社会广泛认可之后再转移到日本、德国等国。

《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*) 上的两篇实证文献在一定程度上证实了上述理论推演。Hsu 等人^①基于 34 个发达经济体与新兴经济体数据，研究了股票市场和信贷市场的发展程度对于一国创新水平的影响。结果表明，股票市场与信贷市场的发展程度对于创新的影响方向相反：股票市场发展有助于创新，其发展程度每提高 1 个标准差，下一年的创新增长指标会提升 3.01%~5.78%；然而信贷市场发展却会阻碍创新，其发展程度每提高 1 个标准差，下一年的创新增长指标反而会下降 3.47%~5.62%。其根本原因是企业对股东与债权人的支付方式不同。一般来说，债权人往往比较保守，为了实现收益的稳定性而不愿意投资具有较高不确定性的创新项目。相比之下，股权市场中的投资者对于不确定性的承受能力更强。Acharya 和 Xu^②通过分析外部融资依赖程度与公司创新水平间的关系，比较了上市公司与非上市公司的创新活动，发现和非上市公司相比，上市公司的专利数量更多、质量更优、新颖度更高，其中依赖外部资本进行融资的上市公司比依赖内部资本的上市公司和非上市公司有更好的创新表现。这些实证研究结果均支持了资本市场发展有助于企业创新的结论。

2. 基于风险分析的分析

随着金融创新为经济运行提供的诸多便利逐渐为市场所认知，证券化、金融化成为实体经济发展的重要特征，社会财富开始聚集到更加丰富的资产形态上。然而，金融产品与业态的创新不仅带来了资源配置效率的提高，同时也带来了市场危机爆发的风险。中国 2015 年股市危机、美国纳斯达克股市危机等都表明金融体系的发展、创新与开放是一把双刃剑：当金融体系因应实体经济需求而转型，其自身的脆弱性和不确定性也在不断加强。因此，风险管理应当成为一国金融体系建构中与资源配置同等重要的目标。传统的中国金融体系中银行居于主导地位，提供各类金融服务；存量金融资产缺乏流动性和市场效率。2000 年前后国有商业银行不良资产剥离、上市筹资等事件表明，以金融市场为基础的资产定价、风险分散是提高金融服务实体经济之能力的重要途径。

发达的金融市场可以按照实体经济需求有针对性地供给特定的金融工具，从而为经济活动中的

^① Hsu, P., and X. Tian. "Financial Development and Innovation: Cross-country Evidence". *Journal of Financial Economics*, 2014 (112): 116-135.

^② Acharya, V., and Xu, Z. "Financial Dependence and Innovation: The Case of Public Versus Private Firms". *Journal of Financial Economics*, 2017 (124): 223-243.

参与者提供与银行体系纵向分散风险所不同的横向分散风险的机会。当一个经济体中金融资产主要以单一的存款形式而不是投资组合的形式存在,首先从投资者角度是一种次优的选择,其次从金融机构的角度无法通过对外交易来对内部资产进行分级定价与风险分担,只能将自身存量的风险直接沉淀,以待营业利润缓慢对冲。与此对应,在发达的金融市场上,次级资产的交易与重新定价可以使金融中介的资金得以释放,资产结构被不断“净化”,最终,通过市场均衡使全体投资者达到在资产交易上的风险与收益均衡的状态,实现有效的资源配置与风险管理。

虽然从总体而言,银行与市场二者在风险管理上各有优势,市场能够提供很好的横向风险分担功能,银行则能提供有效的跨期风险分担功能,但对于中国来说,大国经济对金融服务实体经济的效率需求意味着必须建立和支持多样化的金融市场以保证充分的产品与服务创新,由此产生的风险管理需求将不断推动市场秩序与规则的改善。中国金融市场目前尚不成熟,完善金融市场(特别是资本市场)机制将是优化金融体系风险管理功能的必经之路。

3. 基于家庭金融资产配置的分析

一方面,随着财富的增加,家庭会持有更多的风险资产。家庭持有的资产组合随富裕程度不同而呈现出明显的差异性。^①一般认为,家庭具备绝对风险厌恶下降(DARA)的风险偏好,即风险资产的持有规模会随财富增加而扩大。^②一些实证研究进一步证明家庭具备相对风险厌恶下降(DRRA)的风险偏好,即风险资产的持有比例也会随财富增加而上升。^③所以,经济发展会通过促进家庭财富增长进而促进风险资产的需求扩大。

另一方面,金融素养提高将会使投资者的股市参与率、投资收益率上升。在经济发展过程中,人们会主动提高金融素养并增加持有风险资产,从而促进金融资产需求的多元化。Arrondel、Debbich和Savignac发现,金融素养较好的投资者股市参与率更高。^④Calvet、Campbell和Sodini发现受教育程度较高的投资者持有的股票更多,在同样的持有水平上资产组合的风险更低。^⑤随着人力资本积累水平的提高和家庭金融素养的改善,人们会选择持有更多的风险资产并追逐与之匹配的高额收益。

随着中国家庭财富的增加,个人持有的可投资资产规模迅速扩大。家庭将倾向于持有更多风险资产。与此同时,人们受教育水平的提高与金融市场的发展促进了家庭金融素养的改善。这两种变化将从需求面促进金融产品与工具的创新,即推动中国金融体系的市场化。因此,财富管理需求的趋势性增长决定了现代金融体系应该是一种市场主导型的金融体系。如图5所示,根据招商银行和贝恩资本关于中国财富市场需求的调研结果,2017年中国居民部门可投资财富总规模估计为188万亿人民币,比中国当年GDP的两倍还要多,年化增长速度也已经超过20%。

① Canner, N., Mankiw, N. G., and D. Weil. "An Asset Allocation Puzzle". *American Economic Review*, 1997 (81): 181-191.

② Guiso, L., and P. Sodini. "Household Finance: An Emerging Field". In *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam, Boston: Elsevier North-Holland, 2013.

③ Calvet, L. E., and P. Sodini. "Twin Picks: Disentangling the Determinants of Risk Taking in Household Portfolios". *Journal of Finance*, 2014 (69): 867-906.

④ Arrondel, L., Debbich, M., and F. Savignac. "Stockholding in France: the Role of Financial Literacy and Information". *Applied Economics Letters*, 2015 (22): 1315-1319.

⑤ Calvet, L. E., Campbell, J. Y., and P. Sodini. "Measuring the Financial Sophistication of Households". *American Economic Review*, 2009 (99): 393-398.

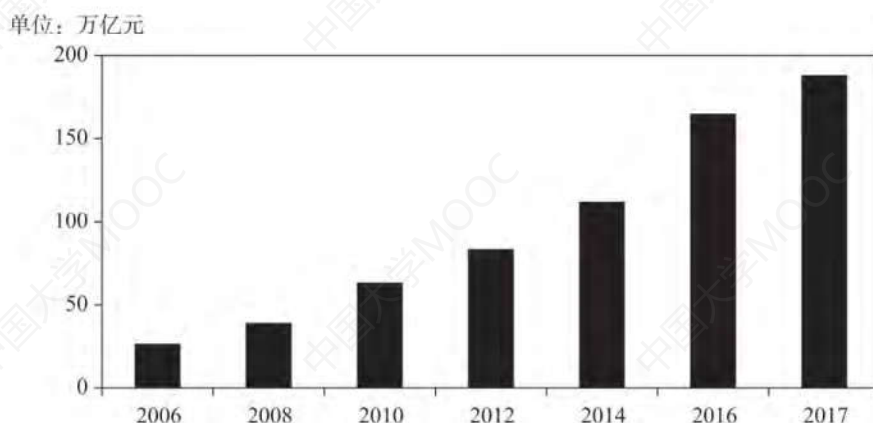


图5 我国个人持有的可投资资产总体规模（2006—2017年）

资料来源：根据招商银行和贝恩资本关于中国财富市场需求的调研结果整理。

（三）中国未来要构建的现代金融体系的核心元素

如果中国建立市场主导的现代金融体系已经具备了充分的理由，那它应具备什么特征呢？元素周期表是科学界极其伟大的发现，仅仅 100 多种元素就可以组合成我们看到的丰富多彩、千变万化的物质世界。同样，现代金融体系尽管令人眼花缭乱、复杂多变，但是如果我们运用科学的理论逻辑去分析，则可以精简归纳为如下四个核心元素。

（1）高度市场化。高度市场化的金融体系要求市场机制比银行系统更多地参与资源配置，甚至发挥主导作用。其前提是从体制、机制上加快推动以资本市场为核心的金融市场发展，才能在金融结构上实现证券化资产比重攀升、规模扩大，从而推动金融功能从融资为主过渡到融资、财富管理并重的位置。现在证券化资产的比重、规模还较小，意味着中国金融财富管理的功能还很弱。这种金融功能上的落后是“现在”与“现代”金融体系之间最主要的差距。

（2）高科技化。现代金融体系一定要充分利用科技的力量。可以预见，科技对金融的渗透未来将在更广泛领域以更快速度展开。大数据、区块链、人工智能等技术具备提高数据真实性和分析效率的能力，其带来的市场信息非对称性的改善甚至可以颠覆信用评价的准则与内涵。同时，金融与科技融合形成的第三种金融业态将更具效率地识别风险、更全面地覆盖长尾客户，从而使传统金融进一步摆脱时空约束。没有证据表明新金融业态的风险会比传统业态更严重，不能认为科技融入金融后风险就增大了，也不可能使新金融业态重新回到传统金融业态上。因此，构建现代金融体系需要顺应科技进步的方向。

（3）开放性。现代金融体系一定是开放的体系。着眼于全球金融发展史，从荷兰的阿姆斯特丹到英国伦敦再到美国纽约，世界金融中心的形成离不开开放的大国金融。因为对外开放使资源集聚与风险分散的范围急剧扩大，制度与法制改革将具备全球视野，有利于一国金融功能的提升。开放的中国资本市场将不仅是中国投资者的市场，也将是全球投资者的市场，从而能够在人民币国际化后建立重要的资金回流机制。两者的配合将是构建现代金融体系的重要条件。

（4）更强的风险分散能力和更高的金融效率。现代金融体系还需具有更强的风险分散能力和更高的金融效率。中国金融改革的本质要求是提高金融体系服务实体经济的能力，因此应从企业、投资者的金融需求出发，设计好现代金融体系的微观结构。从存量资产结构、风险分散机制等角度看，中国应建立透明度较高的资本市场、顺畅的货币市场和完善的衍生品市场，在此基础上提高市场创新能力并改善监管水平，从而建立起大国金融的基本框架。

为了更清晰地阐述中国金融改革的路径与措施，本文将从功能特征和微观结构方面入手做进一

步讨论。

二、中国所构建的现代金融体系的功能特征

哈佛大学教授罗伯特·默顿和兹维·博迪提出的功能金融观 (functional perspective) 认为,虽然各个时期或地域的金融业态、机构变化多样,但功能上却是相对稳定的;金融机构的竞争与创新带来的功能提升是金融发展的本质。一般认为,金融体系具备六个核心功能:为交易提供清算和支付条件、为企业提供资金筹集和所有权分散的机制、服务于跨时空的金融资源转移、风险管理功能、为经济决策提供信息和提供一系列工具解决激励问题或委托—代理问题。^①

如果基于中国金融的发展与变革,分析现代金融体系将如何发挥各项功能,其中最重要的三个视角应该是:分散风险或财富管理、支付与清算、聚集和分配资源。改革开放40年来,中国金融资产的规模扩张、结构变化、业态多元化推动了金融功能的升级,引发了功能实现机制的变革,本节将着重对这三种基本功能展开分析。

(一) 从单一融资功能过渡到融资与财富管理功能并重

现代金融体系把财富管理作为一项内生的核心功能。改革开放之初,中国金融由计划经济而非市场经济主导,主要通过银行体系完成清算支付和资源配置,功能相对单一。1992年之前,中国股票市场和债券市场的总市值尚未达到全部金融资产 (CS口径^②) 的10%,换言之,银行信贷资产占比达90%以上。由于传统银行主要是提供融资服务,并不具有财富管理的功能,资本市场角色的缺失使整个金融体系缺乏对资产和风险进行定价的能力。这种仅具备融资服务能力的金融体系无疑是落后的。随着中国金融的发展与变革,尤其是中国经济的持续增长,市场配置金融资源的比例在不断增加,金融功能开始出现升级、复合的特征。数据表明,这个比例已经趋近50%的临界值。^③虽然在证券化资产的相对水平上,中国与一些发达国家还有差距,但变革的趋势是一致的:中国金融正由单一的融资功能过渡到财富管理与融资功能并重的阶段。

金融市场 (特别是资本市场) 的发展对于实现现代金融体系的财富管理功能十分重要。从更深层次来思考,资本市场的存在究竟为了什么? 答案是对金融资产或风险定价。这种功能是存量资源再配置的基础,也是财富管理功能存在的前提。因此,特别是对中国这样的大国来说,发展资本市场将推动金融功能脱离为实体经济提供融资服务的原始状态。

为实体经济提供融资服务仅属于金融体系的基本功能。随着家庭财富增长,人们在满足消费与获得无风险收益外,逐步产生了投资于风险资产从而获得更高的匹配收益的财富管理需求。企业也需要特定金融工具管理复杂经济环境中的风险。这意味着金融体系需要形成不同层次上收益与风险平衡的匹配机制,即资本市场。在此过程中,财富管理功能将不断显现。从本质上说,金融功能转型升级的动力还是来源于经济发展带来的需求变化。

(二) 支付清算功能的升级

安全、便捷的支付体系有助于整个经济降低交易成本、提高运行效率,这是建设现代金融体系的必备要件。传统的金融架构下主要由商业银行来承担全社会的支付清算活动。随着 Fintech 的广泛推进,到2018年中国金融已经在支付功能上完成了科技革命。图6展示了中国2011—2017年第

① Bodie, Z., Merton, R., and D. B. Crane, *Global Financial System*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1995.

② 按照吴晓求的观点,CS口径是指从商业银行 (及类银行) 信贷资产 (C) 和证券化金融资产 (S) 的角度统计金融资产规模的方法,MS口径是指基于货币性金融资产 (M2) 和证券化金融资产 (S) 分类统计。

③ 截至2018年9月,CS口径下中国金融资产规模为264.56万亿元,其中证券化金融资产占比达49.63%;MS口径下占比达42.15%。从居民持有的金融资产结构上看,证券化资产占比为48.05% (2016年)。

三方支付市场的交易规模。数据显示，2016 年，第三方支付业务的支付笔数首次超过传统非现金支付业务；2017 年，前者是后者的 1.78 倍；仅 2018 年第 2 季度，支付规模就达到 50.9 万亿元。^①

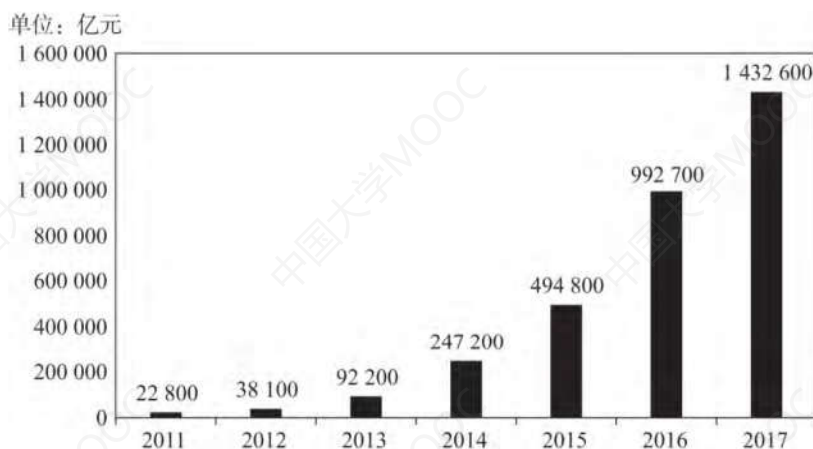


图 6 中国第三方支付市场交易规模 (2011—2017 年)

资料来源：中国人民银行。

第三方支付极大的便捷性意味着对传统金融工具的颠覆性改进。这一金融创新灵活地满足了经济个体的需求，在效率层面实现了支付功能的历史性跨越，同时并没有出现比传统金融支付工具更大的风险。如图 7 所示，2018 年第 2 季度，“支付宝”在第三方市场中所占份额达到 44%， “微信支付”占 31%，二者成为中国金融现代化的一张名片，获得了社会和消费者的广泛赞誉。另外，以银联商务和快钱为代表的其他支付服务商也在快速崛起，迅速占据市场份额，这意味着第三方支付市场形成了良好的竞争环境，而竞争也会推动支付功能的改进。如果说资本市场是对融资功能的冲击，那么第三方支付则是对支付功能的革命。

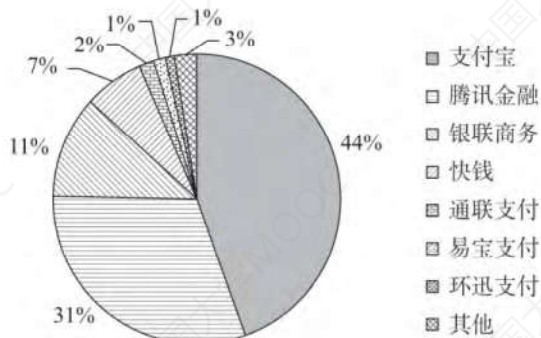


图 7 中国第三方支付市场份额 (2018 年第 2 季度)

资料来源：wind 数据，易观数据。

(三) 实现金融资产的跨时空配置

金融只能分散、转移风险，并不能消灭风险。金融资产（风险）的跨时空配置在当代愈发重要。一方面，随着知识经济时代的来临，科技创新在现代产业发展中居于重要地位，产业快速升级与迭代使资金供给方的投资收益不确定性上升，对于风险分散金融服务的需求增加。另一方面，随着实体经济需求的多样化和金融产品与工具的复杂化，金融机构之间、金融市场之间的关联性不断

^① 摘自中国人民银行官网、wind 数据库。

加强。这些客观变化都要求金融体系具有更强的风险流量化的功能与机制,在有效配置资源的同时将藏身于体系内的风险分散化。

在现代金融体系下资本市场发挥的一个主要功能就是风险分散化。作为一种跨时空的风险转移、流动机制,它的核心是为实体经济创造一种风险动态传递的方式。只有资本市场这种有别于传统商业银行的金融制度才真正具备这种功能。从金融逻辑上看,资本市场发展的初始动因是,通过风险定价机制,提供一种代替银行信贷融资的平衡资金供求双方在收益、风险之间权衡的选项。这种“去中介化”的融资工具可以使市场参与者承担其愿意承担的风险而交易不愿意承担的部分,最终提高企业与家庭的福利。

未来,现代金融应是一种富有弹性的金融体系,包含能使风险流量化的安排。由于能够对风险识别、衰减和释放,这种金融体系将改善传统金融体系面对金融危机的脆弱性。不论是在传统商业银行主导的金融架构下还是在资本市场为主体的金融架构下,经济运行必然产生的风险都可能经由各类管道蔓延到金融体系中来,成为金融风险。如果存量化的风险被不断累积,则可能恶化金融体系的功能、侵蚀其效率。安全、有效的现代金融体系必须能够使实体经济中的风险顺畅地经由金融体系转移并在流动中分散。与此相反,“蓄水池”式的金融体系只能使风险沉淀。

三、现代金融体系的微观结构

现代金融体系语境中的“市场主导”主要指金融体系运行的平台将发生根本性置换,金融资源的配置机制由媒介走向“脱媒”即市场,而不是指金融活动要遵循市场规律,或者构建金融活动的市场机制这种含义。在向现代金融体系过渡的过程中,金融的主要功能将从融资为主变为融资与财富管理并重,最终走向财富管理为主;金融的风险结构将从资本不足风险演变为资本不足与透明度风险并存,最终走向透明度风险为主。

在这个过程中,资本市场会渐进地演变为现代金融体系的核心构件。在微观结构上,这种资本市场为内核的金融体系与商业银行为中心构建的体系具有根本差别。首先,开放、透明且具备了成长预期的资本市场将是现代金融体系运行的基石,充分发挥存量资源调整、风险流动和分散、经济增长财富效应等功能。其次,随着金融市场(特别是资本市场)的发展,支撑商业银行发展的基础市场环境将发生变革,传统信贷业务居于金融服务核心地位的局面将被动摇,从而带来的商业银行资产与风险结构、经营管理上的调整与适应。这已经在目前表内和表外业务规模、结构变化中得到了充分印证。另外,如果资本市场是现代金融体系的心脏,那么,通畅的货币市场则负责流动性管理,并与银行一同形成大国金融的循环系统,同时,发达的衍生品市场、成熟的外汇市场将满足丰富的金融服务需求,成为现代金融体系的重要组成部分。最后,现代金融体系在资产结构、风险结构和微观结构上的变化将包含着对金融监管模式、架构、重点、方式上的新要求。

(一) 现代金融体系下的资本市场

中国金融在资产结构上正在发生显著变化,业态上也表现出多元化的特征,功能上正从融资为主转向与财富管理并重,风险结构上则由资本不足风险逐渐变为当前资本不足与透明度风险并重的状态。上述趋势表明,未来现代金融体系将在功能结构、收益与风险匹配机制、风险形成与处置等方面与传统金融体系差异巨大。

这些差异决定了资本市场将从传统金融体系的“外围”逐渐成为现代金融体系的“内核”。这是因为资本市场本身具有的存量资源调整、风险分散与流动以及经济增长财富效应等重要功能,能够赋予现代金融体系生命力与竞争力。首先,资本市场从金融体系“外围”变为“内核”的动力不是融资功能,而是存量资产交易功能。在增量融资的规模上,资本市场要劣于商业银行,但如果就

存量资产而言，资本市场则在交易重组方面具备无可比拟的优势。当实体经济达到一定数量级后，资源配置的重心和难点不在增量，而在存量的流动和重新配置。其次，与银行沉淀、积聚风险不同，资本市场提供了风险分散的机制，通过资产交易与定价使风险充分流动，将有助于降低整个金融体系的风险水平，提高金融结构的弹性。最后，资本市场在金融资产价值（W）与经济成长（G）之间构建了一种市场化的正函数关系，从而为普通投资者创造了一种自由而公平的财富分享机制，这在一定程度上提高了经济增长带来的社会福利水平。

为了进一步推动资本市场的发展，应顺应金融“脱媒”趋势，鼓励证券化金融资产的规模扩张，推动金融结构向更加市场化的方向变革。中国金融改革需要将资本市场建设放在现代金融体系的核心位置上，促进资本市场发挥好主要功能和关键作用。

首先，建设开放、透明具有成长性预期的资本市场，使其充当现代金融体系的基石。当前，中国的资本市场在规模结构、制度规则、信息披露和透明度等基础环节与长远目标还有相当大的差距。这种差距明显地表现在国际化程度较低等方面。中国资本市场未来不仅要立足于市场化改革，其重点还包括推动对外开放，提高中国在世界金融体系中的影响力，构建与未来中国大国经济需求、地位相匹配的国际金融中心。在未来，中国资本市场的结构应注重债券市场、金融衍生品市场与股票市场的协调性；理顺股票市场层序列，在上市标准上更青睐成长性企业；债券市场应结束彼此分割、多头监管的状态，丰富投资者队伍，使市场规模更具发展持续性和成长空间。

其次，重点关注企业生命周期前端的金融服务需求。积极发展私募股权基金（PE）、风险资本（VC）、天使基金等多元化的资本业态，满足不同类型、发展阶段的企业多样化、异质性的融资需要。同时，推进场外交易市场建设并扩大市场覆盖范围，使中小企业可以在这个市场中获得定向融资和股权流转的服务。

最后，完善资本市场的定价基准。从金融逻辑上看，资本市场发展是基于对传统金融或商业银行信贷融资的“脱媒”——以市场而非中介为基础的资源配置机制可以通过平衡供求的方式为风险定价，满足投资者和资金需求者在不同融资工具之间的自主选择需要，完成金融资源的调配。因此，金融风险配置是基于资本市场的现代金融体系之核心。跨时空的风险配置实现的前提是存在一种市场机制形成的、能够为金融资产定价提供基准的无风险利率。因此，建设资本市场的同时还需推进利率市场化改革，形成可靠的市场基准利率。

（二）现代金融体系下的商业银行

市场化是改革开放迄今中国金融变革最基本的趋势。一方面体现在金融市场（特别是资本市场）重要性增强而商业银行传统业务的核心地位受到了挑战，比如商业银行（及类银行）信贷资产在全部金融资产（CS口径）中的占比持续下降。另一方面则表现为银行资产结构的趋势性变化，比如表外业务规模扩大。与此同时，科技对金融基础设施的影响也使得商业银行在经营管理、风险管理、资产管理上出现了适应性革新。

商业银行自身及其地位在现代金融体系与传统金融体系之间存在着差异。这种差异实际上反映了实体经济对金融服务需求发生了巨大转变。在传统金融体系中，商业银行是发挥绝对主导作用的角色，其地位至少表现在三个方面：（1）实体经济，包括金融交易的基准利率取决于银行利率；（2）银行储蓄是家庭金融资产中占绝对比例的主要形式；（3）银行信贷是社会资金配置的最主要方式。但是，随着市场机制的完善，逐步形成了以供求为基础而非行政指导决定的基准收益率，银行利率正丧失其作为金融资产定价基础的功能；家庭的财富增长带来其持有的金融资产组合多元化，以证券化资产为代表的风险投资比例正逐步上升；股票、债券成为很多企业追求的首要融资方式。这些趋势表明金融体系中商业银行一元主导的情况正发生根本性动摇，银行内部变革势在必行。

金融市场与商业银行相对地位的变化促进了银行自身的调整。改革开放初期到2005年股权分

置改革以前,中国金融主要通过银行完成清算支付、资源配置等功能,市场几乎不配置金融资源。到 2018 年,中国金融不仅在支付业态上实现了对发达国家的“弯道超车”,而且在其他功能上表现出复合化升级的特点。在这个过程中,商业银行完善了公司治理架构、信息披露机制和市场化运行机制,发展了创新型服务业务。虽然在未来相当长一段时期内,银行仍然将是中国金融体系中重要的组成部分,但不可忽视的是为了提高适应外部环境的能力,其自身资产结构正发生显著的改变,变得不再那么像“传统银行”。

银行内部的资产结构、风险结构变化与整个金融体系的变革类似。表外业务的发展壮大是商业银行顺应金融体系市场化趋势的结果。这种变化表明商业银行为市场经济体提供流动性的功能在下降,财富管理的功能在上升。作为轻资本消耗型产品,委托代理业务,如理财产品等,不论是表现为或有资产还是或有负债,其监管核心不再完全依托于资本充足率,而是与股票等证券化资产相类似的信息披露。与此同时,透明度风险已成为理财产品等表外业务的重要风险来源。由此可见,在为投资者提供超越资金时间价值的风险收益的同时,商业银行自身也形成了与以往不同的风险结构,商业银行已经演变成为资本市场这片汪洋大海上的一种具备混合特征的航空母舰。商业银行在从高山平原驶入浩瀚海域的过程中实现了脱胎换骨的变革,这将极大地提升其市场竞争力并改善中国金融体系的弹性。

由表外业务和其他一些非传统社会融资渠道共同组成的“影子银行”本质上仍然是沟通资金供给方与需求方的桥梁,在现阶段是传统金融体系向现代金融体系转换过程中的一种重要的、过渡性的金融安排。虽然从某些角度看,影子银行被认为缺乏监管、野蛮生长,但这类毛细血管对于遍布着融资需求的实体经济来说与主动脉一样重要——中小企业风险较大,风险识别难度非常大,影子银行目前在满足中小微企业、民营企业等特定融资对象的需求上,相对于大型商业银行更具有比较优势。在未来,随着大数据、云计算、区块链等新兴技术的运用,商业银行将能通过金融拥抱科技的方式逐步优化金融基础设施,调整其体系内部的资产管理、风险管理、经营管理模式,从而对分布更靠后端的长尾客户提供金融服务。商业银行的客户群体将下移,更多地面对中小企业的融资需求。同时,现代金融体系中充分发展的资本市场和富有创新能力的金融服务提供商将能够进一步满足客户的多样化需求,从而对当前的影子银行形成替代。

(三) 现代金融体系下的货币市场、衍生品市场、外汇市场

金融市场是现代金融体系运行的重要基础环境。其中,资本市场是核心组成部分,货币市场、衍生品市场、外汇市场则是重要构成元素。具体地,货币市场为资本市场功能的正常发挥、为所有金融机构的资金调剂、为中央银行进行宏观调控提供了一个类似于“金融蓄水池”的市场平台;衍生品市场利用杠杆机制提高了金融效率,尤其是资本市场效率,满足了实体经济的风险管理需求;外汇市场的发展则有助于推进金融体系的对外开放水平和人民币国际化。在未来,流畅的货币市场、发达的衍生品市场、人民币的国际化将成为中国现代金融体系建设的必备要件。

如果说资本市场是未来中国金融体系的心脏,货币市场与银行则将组成其血液循环系统,为实体经济及为其服务的金融体系提供流动性。顺畅的货币市场与透明的资本市场有效衔接是现代金融体系在微观结构上领先于传统金融体系的最重要特征。中国货币市场在 30 多年的发展历程中尽管经历了不断的规范和发展,交易量不断攀升,交易主体类型不断增多,交易产品品种也不断增加,但由于宏观经济体制尚在转轨过程中,因此依旧存在一些问题。比如各类工具不能流畅转换,内部缺乏有效的链接,短期工具承担了长期管理职能,呈现出资本化趋势。这些都意味着货币市场流动性管理功能欠缺。在未来,现代金融体系中的货币市场应该是一个强大的、具有高度流动性的、有助于中央银行进行宏观调控的货币市场。货币市场应该拥有更丰富的交易品种、更完善的市场结构和监管制度,满足市场参与者的多样化需求,并与资本市场联系密切。

衍生品市场对于提升现代金融体系的运行效率和促进金融体系服务于实体经济有重要的意义。一

方面，衍生品市场能够把其他金融市场中的一些风险剥离出来，变成可交易的产品，通过在市场参与者之间实现收益与风险的重新分配，借助产品创新将风险转移给最适宜的市场参与者，或者由多人共同承担，从而实现资源优化配置与风险有效管理。另一方面，衍生品市场的价格发现功能能够引导基础市场的走向，引导资本的合理流向，提升资源配置的效率。然而，基础市场的市场化程度不足将严重约束衍生品市场的发展。没有基础市场的根基，衍生品只能作为金融研究的实验室而存在。所以，在现代金融体系中衍生品市场的成长与其他金融市场乃至宏观经济体系的发展关联紧密、相互促进。

外汇市场的制度建设与产品创新是金融体系对外开放的前提，金融体系的发展又为人民币国际化提供了实质内容和硬件保障。一方面，资本市场开放要求人民币得到更广泛的使用。资本管制的不断放松、人民币国际化进程的推进和外汇管理下的币值稳定将能够为资本市场的对外开放吸引种类丰富、规模庞大的国际投资者，从而在资产需求层面上助推资本市场的长期健康发展。另一方面，建立健全的金融市场和多元化的金融机构能够为人民币国际化提供有力保证，二者的良性互动将推动中国资本市场发展与人民币早日成为国际货币。因此，金融体系（特别是资本市场）的发展和开放与人民币国际化是一个相互推动的过程。由于信息披露标准较低、产品种类单一、市场分割等缺陷的影响，中国金融市场对国际投资者的吸引力较低，市场的不完善性和波动性导致国际投资具有明显的短线操作倾向，这就形成了对人民币国际化的硬约束。所以，现代金融体系的外汇市场是金融体系开放的助推器和国际金融中心建设的指示灯。

（四）现代金融体系下的金融监管

一国的金融监管架构和监管重点与该国的金融结构和金融风险的特性有着密切关系。在从传统金融体系向现代金融体系转变的过程中，证券化金融资产将逐步上升，最终占主要部分，商业银行传统业务涉及的信贷资产占比将持续下降。这种金融资产结构的转变将导致风险的来源发生改变，由此金融风险的性质和结构也会发生重要调整。其中，透明度风险的快速上升和资本不足风险的权重下降是传统金融迈向现代金融的重要标志，也是金融监管变革的主要动力。

在监管重点上，现代金融体系下的金融监管将更加关注透明度风险在整个风险结构中的核心位置。从广泛意义上讲，不论是作为股票发行主体的上市公司之信息披露，抑或是债券定价、发行之前置条件的信用评级，在实质上都属于透明度范畴，意味着公布信息的内容不仅要系统、客观，发布要公开、完整、及时，同时接受载体应当是社会公众而不是某个特定个体。从这个意义上讲，资本市场或证券化金融资产的基础风险是典型的透明度风险，源自透明度不足。在未来，随着证券化金融资产成为金融资产结构中最主要的组成部分，资本市场成为系统微观结构的核心，对透明度风险的监管也将成为金融监管的重中之重。

在监管模式上，现代金融体系下的金融监管将实现微观审慎监管与宏观审慎政策的协调。由于不同市场之间的传递效应，中国金融风险已经具有了较强的层次性和复杂性，这种特征在现代金融体系下将表现得更为明显。不同风险互相扩散、交织容易导致系统性风险形成乃至危机出现。为了防范风险外溢，在宏观体系、产品市场、微观主体层面上，现代金融体系必须建立逆周期的操作机制与工具，实现风险的对冲、干预和收敛。这要求金融监管要坚持微观审慎监管与宏观审慎政策在主体上分立、在风险监管与体系稳定上衔接等原则。

在监管架构上，现代金融体系下的金融监管将基于“一委一行两会”架构继续发展与完善。以前实行的“一行三会”分业监管架构已经被“一委一行两会”的新型架构所取代。前一种监管架构虽然有分工明确、职责清晰的优点，但风险溢口多、监管真空大，不利于协调创新与监管的关系。在新型监管架构下，由“一行”维护整个金融体系稳定，负责宏观审慎政策；“两会”负责微观审慎监管，其中证监会侧重于市场行为的监管，银保监会侧重于金融机构的监管，而“一委”则负责对“一行两会”进行协调。这种架构不仅关注了微观审慎监管与宏观审慎政策的衔接与可转换性，

同时将资本不足风险与透明度风险的监管适当分离,因此与中国金融体系变革方向相一致。在未来,随着现代金融体系的建立,监管架构必然需要因应这种变化而进一步发展完善。

在监管方式上,现代金融体系下的金融监管将更注重智能监管。传统监管的主要特征是利用政策干预、窗口指导等方式进行静态监管;未来的新型监管方式则将以结构化指标体系和覆盖全市场的云数据平台为基础,通过提高信息化能力完成向智能化动态监管过渡,实现监管效果的提升以及对风险的有效防范、预警、衰减和干预。新型监管方式的政策工具、指标系统与风险阈值都将立足于现代金融体系的特征而设立。

在现代金融体系下,以证券化金融资产为主的资产结构将形成以透明度风险为主的风险结构,这种以资本市场为内核的金融体系在微观结构和金融监管上与以商业银行为核心的金融体系有根本差异。其中,开放、透明具有成长性预期的资本市场将成为现代金融体系的基石;为了与基础环境相适应,商业银行的资产与风险结构、经营管理将发生重大变革;通畅的货币市场、发达的衍生品市场、成熟的外汇市场将成为现代金融体系的重要组成部分;基于现代金融体系下资产结构、风险结构与微观结构的变革,以及透明度监管将成为金融监管的重中之重,并借助新型的监管架构实现微观审慎监管与宏观审慎政策的协调和功能上的一致。现代金融体系的基本特征是高度市场化、高科技支撑、开放性以及风险分散性,能够充分发挥财富管理与融资、清算支付、金融资源跨时空配置等功能。作为一种市场主导型的金融体系,现代金融体系将助力中国成为新的国际金融中心。

The Modern Financial System: Basic Characteristics and Functional Structure

WU Xiaoqiu, XU Rong, SUN Sidong

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872)

Abstract: The rapid development of China's economy, the upgrading of industrial structure, the increasing demand for risk management and wealth management jointly determine that the modern financial system in line with China's situation in the future will be a market-based financial system. Its basic characteristics are highly market-oriented, open, risk-dispersion, scientific and technology support, and it can undertake the functions of payment and clearing, capital allocation across time and space, wealth management and financing. In the microstructure, an open and transparent capital markets with growth expectation will become an important cornerstone of the modern financial system; the foundation and environment on which commercial banks live will undergo great changes; the unimpeded money market is mainly responsible for liquidity management and forms the capital circulation system of the modern financial system together with commercial banks. Meanwhile, the developed derivative market and mature foreign exchange market as important components can meet financial services demand of the real economy. The changes in the asset structure, risk structure and microstructure of the modern financial system will take new requirements on the mode, structure and focus of financial supervision.

Key words: The modern financial system; Market-based financial system; Capital market; Financial supervision

(责任编辑 武京闽)