

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2014.03.010

金融脱媒研究文献综述*

梁彩红

(中央财经大学 金融学院,北京 100081)

摘要:金融脱媒指的是资金供给方和需求方不通过银行等中介机构直接开展筹融资交易的行为。当前国内外学者对金融脱媒的研究主要分布在金融脱媒的内涵、产生的原因、度量、金融脱媒给商业银行所带来的影响以及商业银行的应对措施、金融脱媒对货币政策以及经济增长的影响等方面,研究更多局限于现象的描述和应对策略的讨论。为此,试图在已有研究成果的基础上,提出对金融脱媒下一步研究的方向。

关键词:金融脱媒;商业银行;金融监管;货币政策;经济增长

中图分类号:F83 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2014)03-0069-06

金融脱媒(financial disintermediation)指由于资本市场日益深化和扩展,资本的供给方和需求方绕开银行等中介机构直接开展筹融资交易的现象,即所谓的金融去中介化。这里说的媒介是指金融机构。严格的利率管制使得美国在上世纪六十年代出现了严重的金融脱媒现象,随后金融脱媒陆续在其他国家出现并引起了国内外学者的广泛关注,对其研究同样也取得了一定的成果。本文梳理了近年来国内外关于金融脱媒的主要文献,以明确对这一现象研究的发展轨迹,把握其目前动态,为更深入研究我国金融脱媒问题提供坚实的理论依据。

一、金融脱媒的内涵

美国在上世纪六十年代首先涌现出了金融脱媒的市场行为:资本市场资金利率上升,超过了《Q 条例》规定的定期存款利率上限,储户从银行提取现金并将其投资于收益率较高的证券^①。

D.D. Hester(1969)最早提出脱媒的概念,通过对现实的观察,Hester发现美国银行的净业务收入在1960年达到峰值,之后的十年里便呈日趋下降态势,他将这种现象定义为“金融脱媒”。这里脱媒特指银行脱媒,而这种对金融脱媒的理解一直沿用到现在^[1]。Hamilton(1986)则将资金的需求方绕开银行等资本中介方直接在市场上的筹资行为称为金融脱媒^[2]。Harmes(2001)认为投资者与筹资者未经过金融中介直接进行的交易活动即为金融脱媒^[3]。

国内方面,辛琪(1990)认为,金融脱媒是指在资金的提供者和需求者中间直接进行的筹融资活动,而这种活动没有经过金融中介机构的转手^[4]。唐旭(2006)则分别从狭义和广义两个层面来阐释金融脱媒:狭义的金融脱媒指的是由于定期存款利率的管制,存款资金随着货币市场利

* [收稿日期]2014-04-02

[作者简介]梁彩红(1977—),女,陕西西安人;中央财经大学金融学院博士研究生,主要从事国际金融研究。

① 米什金:《货币金融学》(第七版),北京:中国人民大学出版社,2006年第238页。

率水平逐步超过存款利率而从银行流向货币市场的现象;广义的金融脱媒除此之外还指筹资者不通过银行等中介机构在货币市场上直接筹集资金的行为^[5]。李扬(2007)对金融脱媒的定义是资金盈缺双方绕开银行等中介机构直接开展的筹融资活动,这里“媒”指的是金融中介机构^[6]。

综上所述,国内对金融脱媒内涵的表述与国外基本一致,均认为金融脱媒指的是资金的供求行为脱离金融中介的现象,这里的“媒”为媒介,特指金融中介机构,尤其是商业银行。

二、金融脱媒产生的原因

对于金融脱媒产生的原因,国内外专家学者均是围绕所研究国家的实际情况展开讨论,主要表现在以下几个方面:

(一) 政府导向论

国内外学者普遍认为,政府的政策导向作用是金融脱媒产生的一个重要动因。Roldos(2006)发现加拿大银行法案的修订是导致该国在上世纪八十年代出现金融脱媒现象的主要原因^[7]。Tan & Goh(2007)的研究也表明,20世纪90年代初以来,随着马来西亚的金融政策逐步转向以市场为主导,该国的金融脱媒现象也不断深化^[8]。

政府导向论观点在我国得到了更多的认同。2006年召开的“金融脱媒环境下商业银行的运营方式”论坛认为,政府主导型的金融脱媒是我国经济转轨阶段金融脱媒的一个重要特征。李扬(2007)认为,金融脱媒是当前我国金融市场化进程中所要面对的新问题和新机遇,是中国在确定发展直接融资、获得资本市场发展带来好处的同时所必须接受的现实^[6]。

(二) 交易成本论

金融脱媒成因的交易成本论源于金融中介理论的交易成本论。企业为了获取更为便利的融资渠道和更为便宜的资金,选择通过资本市场进行融资。D.D.Hester(1969)也认识到资本市场相对于当时的银行能够更好地节约交易成本,资本市场的重要优势在于允许股票和债券自由转换,从而减轻投资者的负担^[1]。P.F.Smith(1971)研究了在金融机构中银行与非银行金融机构之间的竞争,认为大企业直接通过资本市场进行融资主要与交易成本有关^[9]。

(三) 金融监管论

从金融监管角度来解释金融脱媒的原因被当作是主流解释。利率管制、汇率管制以及居高不下的通货膨胀,迫使居民摆脱银行等受到管制的金融机构,在金融市场上购买并大量持有股票、债券、保险、基金和其他理财产品,以寻求高回报和获得多样化的资产。P.F.Smith(1971)认为由于受到市场利率限制,商业银行资金流向其他金融机构和资本市场^[9]。此观点不仅在国外已达成共识,国内的许多专家学者同样也认为,低利率和严监管是导致我国出现金融脱媒现象的重要原因之一。我国近几年来对于影子银行的研究很多,商业银行为规避监管,大力发展表外业务,如银行理财产品、银信合作等,使其成为当前我国金融脱媒的重要表现形式^[10]。

(四) 金融创新论

还有一些学者提出金融脱媒现象源于金融机构创新能力的不断增强。吴清(2003)在分析上世纪九十年代以来的金融创新特征的基础上,提出金融创新在促进金融脱媒中的作用。金融机构的技术创新使得消费者的主动性增强,消费的自助性提升,在一定程度上减少了对金融中介的依赖,出现了所谓的金融脱媒现象。投资者可以通过网络等现代途径,方便地获取各种市场信息,方便地进行交易和查询。虽然金融机构继续发挥着其信用中介、风险的承担与分散、投资与融资咨询等方面的功能,但其经营的环境和方式将发生巨大变化,无法创新的机构势必被时代所淘汰^[11]。付淦(2006)认为我国金融脱媒的驱动力是银行间债券市场的金融创新,债券市场俨然成为企业获取资金的重要渠道^[12]。

总体来看,国内外对金融脱媒产生原因的研究均围绕各个国家的实际情况展开,即各国经济发展所处的阶段、金融体制改革以及金融机构的发展等均可能成为推动金融脱媒趋势的因素。处于新的历史阶段,结合我国实际情况,深入探讨我国金融脱媒产生的原因成为下一步研究的重点和难点。

三、金融脱媒的度量

对金融脱媒的定义不同,对金融脱媒的度量也不尽相同。Hester(1969)将金融中介分为金融

部门和非金融部门,并同时考量其资产方和负债方,分别分析了金融资产的变化、居民金融工具需求的变化以及市场利率和住房抵押贷款的变化情况等。Schmidt 等人(1999)用两套指标体系来考察金融脱媒,反应金融脱媒的程度,分别是证券化比率和资产(负债)中介化比率^[13]。Capelle and Cluppey(2006)采用了市场中介比率和信贷中介比率,进一步度量了日本始于上世纪七十年代末的金融脱媒现象^[14]。

国内关于金融脱媒度量的研究比较少。辛琪(1990)认为考察金融脱媒应从与存款有关的三个指标着手,即存款与国内生产总值之比、存款与国内金融资产之比以及存款实际增长率,并用这三个指标分析了意大利在1979—1988年十年间出现的金融脱媒现象^[4]。宋旺和钟正生(2010)在对我国的金融脱媒的度量中,借鉴了Schmidt等人(1999)的定义并结合数据的可得性,构造了资产(负债)中介化比率和证券化比率两个反应金融脱媒的指标,结合相关数据度量了我国1978—2007年的金融脱媒,并使用MS-AR模型开展了实证层面的分析,从而极大地拓展了我国金融脱媒的度量,为下一步对我国金融脱媒的研究提供了理论依据^[15]。索彦峰(2013)对金融脱媒从银行资产方脱媒、银行负债方脱媒以及技术脱媒三个方面予以量化。用表内信贷与社会融资总量的比值来度量银行资产方脱媒,用居民存款与整个金融资产的比值来度量银行负债方脱媒,用经过第三方支付的资金交易额与经过银行体系的资金交易额的比值来衡量技术脱媒。并通过相关数据简要分析了我国商业银行目前存在的脱媒现状,提出商业银行针对不同脱媒的不同应对策略^[16]。

综上所述,对我国金融脱媒的度量主要是参考国外的已有研究成果。由于国内外在金融机构的归属、统计指标的设定等方面存在很大差异,因此,应结合我国实际情况来量化我国当前的金融脱媒情况,编制中国特色的金融脱媒量化指标,并实时比较国内外量化指标的不同,分析其原因。

四、金融脱媒与商业银行

(一)金融脱媒对商业银行的影响

Schmidt, Hackethal & Tyrell(1997)认为,金

融脱媒只不过是架构层面上整合了银行的职能,并没有降低银行在金融系统中的作用^[17]。M. Nissen(2000)等人通过研究发现,金融脱媒并没有使得媒介作用消失,反而更进一步促进了媒介自身功能的发挥,形成“脱媒校正”(re-intermediation)效应。总体来看,脱媒导致银行部分中介作用弱化,被其他更多的机构或更丰富的形式所取代,中介链条变长。金融脱媒不仅没有使银行系统崩溃,反而更进一步促进了银行系统的创新,从而开展更多的中间业务和表外业务^[18]。

国内对金融脱媒影响商业银行的研究比较多。李军(2006)认为金融脱媒在给商业银行的一些传统业务带来负面影响的同时,有利于其更有效地管理风险,加强与非银行金融机构的合作,优化商业银行业务结构并提高其盈利能力^[19]。胡红业、刘博(2010)认为商业银行要达到资产多样化匹配的目标,可以借助金融脱媒的特点来实现,同时收入也出现了多元化趋势。商业银行资产组合的风险及其收益特征发生了变化,使得商业银行不得不调整其传统的经营模式和风险控制体系^[20]。涂晓兵(2011)则从金融脱媒对国内银行业的表内、表外业务所造成的影响角度进行了实证研究,认为银行的各种存款将因金融脱媒而大量减少,受此影响银行将被迫逐步转变利润增长方式^[21]。卢盼盼、张长全(2013)通过采用多家商业银行的面板数据,从金融脱媒可以增强国内银行业稳健性的角度开展了实证研究,认为脱媒校正效应在影响资产脱媒和负债脱媒的同时,可在一定程度上提高商业银行的稳健性^[22]。余佳崇、华元成(2013)结合某县级行的相关数据分析了金融脱媒对商业银行储蓄存款所带来的影响,并提出了商业银行储蓄业务应对金融脱媒的一系列措施^[23]。

(二)商业银行应对金融脱媒的策略

金融脱媒是市场经济国家在其金融发展过程中出现的重要经济现象,该现象的出现及发展在一定程度上冲击了商业银行的传统业务,削弱了商业银行融资中介的地位和作用,直接关系到商业银行未来的生存和发展。David Powell(1998)认为,金融脱媒使得银行出现了分业经营现象,提高了专业化水平并降低了成本^[24]。

国内方面,学者吴念鲁(2008)认为,商业银

行应积极开发与资本市场密切相关的业务来应对金融脱媒。并进一步认为,商业银行业务发展的重点是银行资产证券化^[25]。奚宾(2010)认为,商业银行应对金融脱媒应采取发展中间业务、开展网络银行业务、研发推广金融产品、寻找海外合作机会以及加强内部管理等措施^[26]。卢盼盼、张长全(2013)认为银行应合理引导并利用脱媒校正效应,积极拓宽资金来源渠道及运用渠道。此外国家可以对非国有银行进行适度扶持,壮大其经营规模,避免国有银行独大^[22]。徐胜、司登奎(2013)引入了非市场因素来研究金融脱媒。认为商业银行应对经济周期风险的能力较低,导致投资者情绪波动。通过建立非线性阈值协整模型,运用投资者情绪这一非市场因素指标,分析不同经济周期背景下投资者情绪与金融脱媒的长期关系。分析认为,二者存在长期动态均衡关系,且经济周期的波动会影响这种均衡关系。投资者情绪指数对金融脱媒的影响是正向的,且该影响随着经济周期的变化而变化。并指出商业银行应不断提高应对风险的能力,不断创新金融产品,满足投资者的需求,减少投资者情绪波动对金融脱媒的负面影响^[27]。

综观国内外对金融脱媒与商业银行关系的已有研究成果,一方面,从微观层面分析金融脱媒对商业银行传统业务及其风险管理的影响;另一方面,基本上均从定性层面来分析,定量分析较少。因此,下一步除增加定量分析外,应着手从宏观层面深入探讨金融脱媒对商业银行的影响,诸如金融脱媒对商业银行货币政策传导的影响以及金融脱媒加大了监管部门对商业银行的监管难度等等。另外,金融脱媒给商业银行带来一定挑战的同时,也带来了发展的机遇,商业银行如何利用金融脱媒拓展自身业务也将成为下一步研究的重点。

五、金融脱媒与宏观经济

在研究了金融脱媒对微观经济主体的影响之后,专家学者致力于研究金融脱媒对宏观经济的影响,主要是对货币政策和经济增长的影响。

(一)对货币政策的影响

关于金融脱媒对货币政策的影响方面的研究较少。Bean, Larsen and Nikolov(2002)认为,金

融脱媒使得金融摩擦不断降低,外部融资溢价下降,并进一步减小了对初始货币政策的冲击^[28]。Roldos(2006)在凯恩斯分析框架下,采用实证方法分析了加拿大20世纪80年代后期至90年代金融脱媒对货币政策传导的影响,认为金融脱媒增加了利率对总需求的弹性,从而使得货币政策传导更加有效^[7]。Tan & Goh(2007)采用了和Roldos同样的方法分析了马来西亚的金融脱媒对货币政策传导的影响,但结论与Roldos恰恰相反,认为金融脱媒发生以后货币政策不如之前有效,金融市场的创新减小了产出的波动,金融脱媒导致实际利率影响实际变量的作用减弱^[8]。

国内方面,上官永清(2012)通过引入金融脱媒指标,运用实证方法研究认为金融脱媒通过对利率这个中间目标来实现对货币政策传导的影响^[29]。宋旺(2011)讨论了银行层面的金融脱媒,并分析了其对我国货币政策传导的影响,认为经济中直接融资比例的上升有利于疏通和拓展货币政策传导渠道,提高货币政策有效性^[30]。孙欣华(2013)采用我国商业银行1978—2011年相关季度数据,从利率传导和银行信贷传导两个方面进行了实证分析,认为金融脱媒使得银行信贷传导渠道在一定程度上弱化,而利率传导渠道却实现了加强,金融脱媒对经济总体呈现正向促进的效应^[31]。

(二)对经济增长的影响

研究金融脱媒对经济增长的文献比较少,Kosuke Aoki & Kalin Nikolov(2013)探讨了非银行信贷的发展对金融体系带来的影响,认为企业债券市场的发展在增加银行脆弱性的同时,在一定程度上促进了实体经济的发展。因为企业债券市场为实体经济提供了另外一个融资渠道,资金来源多元化,实体经济减少了对银行信贷的依赖,因而金融脱媒在一定程度上有利于促进经济的发展^[32]。

国内方面,阮敏(2010)在柯布—道格拉斯生产函数的基础上,引入金融脱媒指标,通过对我国1991—2008年的数据进行协整分析和因果检验,认为经济增长与企业通过发行股票和债券融资的占比存在长期均衡的关系,金融脱媒在一定程度上能够促进经济增长,建议我国应大力发展资本市场,鼓励企业通过市场筹集资金^[33]。胡君谊

(2013)选取了2002—2010年季度数据,从直接融资角度构建了两个能够度量金融脱媒的指标,即直接融资额和股票市场筹资额相关指标,通过计量方法探讨了金融脱媒对我国经济增长的长期和短期影响。实证结果认为金融脱媒在短期内对经济增长的作用没有其在长期内的作用明显^[34]。

金融脱媒对宏观经济的影响研究是一个新的研究领域,研究成果较少,但却具有重要意义,开拓了对金融脱媒研究的新思路。应在已有研究成果的基础上,结合我国实际情况,深入探讨金融脱媒对我国货币政策传导机制以及经济增长的影响,为货币政策制定部门提供理论依据,利用金融脱媒进一步促进我国经济增长。

六、未来研究的方向

金融脱媒是过去近五十年中金融体系发生的重要事件。由于金融脱媒最早出现在西方发达国家,国外学者对金融脱媒的研究较充分。无论对于金融脱媒的内涵、产生的原因、度量、对商业银行的影响以及对宏观经济的影响等方面,国外学者均领先于国内,在方式方法上也更胜一筹。国内方面,由于金融脱媒出现较晚,在国内还没有形成一定的关注度。因此,有关金融脱媒的研究较少,大多数研究开始于本世纪,且更多是参考国外的研究成果或者模仿其研究方法,研究主要停留在定性描述层面。近两年对于金融脱媒研究的实证分析开始起步,在理论上有了创新,但是研究的深度和广度还不够。如前所述,今后的研究应从以下几方面继续展开:

(一)分析金融脱媒的中国特色及其原因

我国金融脱媒具有明显的强制性制度变迁的特点,即以国家为主导积极推进金融非中介化。另外,我国金融脱媒表现为明显的渐进性,金融脱媒对我国全社会融资的比例结构已经在发生渐进性的变化。

(二)就金融脱媒对商业银行的影响进一步予以量化分析

大力发展直接融资的过程,实质上是一个金融脱媒的过程。金融脱媒不仅使得商业银行资金来源不断减少,优质客户不断丧失,同时也促使大量资金进入资本市场,资产价格不断提高。从我国金融发展的格局看,金融脱媒在未来对我国商

业银行的影响要远远大于其他非银行类金融机构。因此,应结合商业银行相关报表数据进一步分析金融脱媒的影响,为商业银行及时应对金融脱媒提供参考依据。党的十八大充分认可了金融脱媒在我国的存在和发展,并要求进一步加快发展多层次的资本市场,确立了下一步我国金融业改革和发展的战略。金融脱媒不可逆转,既然不可逆转,商业银行就应该积极应对。

(三)对在央行货币政策的制定和传导体系中金融脱媒所起的作用开展进一步量化分析

从宏观上看,货币政策受金融脱媒的影响是非常大的,最直接的结果是国家宏观调控能力可能减弱。金融脱媒的出现,必将破坏原有的货币政策传导体系及其执行效果,导致政府的宏观经济政策效力弱化。因此,研究中央银行货币政策传导体系中金融脱媒的作用,可在一定程度上为货币当局对经济的宏观调控提供参考。

(四)结合我国实际进一步深入研究金融脱媒对我国经济增长的影响

金融脱媒在一定程度上削弱了银行的金融中介作用,使得银行的货币政策传导机制弱化,势必对经济带来一定程度的影响。应结合金融脱媒和经济增长的相关度量指标,进一步深入分析金融脱媒可能给经济增长带来的诸多影响,为促进我国经济增长提供理论依据。

[参考文献]

- [1] Hester D. D. Financial disintermediation and Policy[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1969.
- [2] Hamilton, A.. The financial Revolution[M]. Harmondsworth: Penguin, 1986: 244.
- [3] Harnes, A.. Mass Investment culture[J]. New left Review, 2001(9): 103-124.
- [4] 辛琪.意大利金融脱媒与我国金融改革[J].外国经济与管理,1990(12).
- [5] 唐旭.是金融脱媒还是多层次金融市场形成[J].现代商业银行,2006(10).
- [6] 李扬.脱媒:中国金融改革发展面临的新挑战[J].新金融,2007(11).
- [7] Roldos J. Disintermediation and monetary transmission in Canada[M]. IMF Working Paper, 2006.
- [8] Anthony C.K. Tan, Kim-Leng Goh. Financial Disinter-

- mediation in the 1990s: Implications on Monetary Policy in Malaysia[M].2007
- [9] Paul. F. Smith. Economics of Financial Institution and Markets[M]. Richard. D. Irwin,1971.
- [10] 刘煜辉.金融脱媒下商业银行战略转型仍是关键词[J].银行家,2013(9).
- [11] 吴清.20世纪90年代以来的金融创新及金融脱媒[J].财贸经济,2003(1).
- [12] 付滢.银行间债券市场金融创新与金融脱媒[J].西南金融,2006(6).
- [13] Schmidt.R etc. Disintermediation and the role of banks in European international comparison [J]. Journal of Financial Intermediation,1999(8):36-67.
- [14] Capelle B, Cluppey S. The measurement of financial intermediation in Japan[J]. Journal and World Economy, 2006(20):40-60.
- [15] 宋旺,钟正生.中国金融脱媒度量及国际比较[J].当代经济科学,2010(2).
- [16] 索彦峰.金融脱媒的量化分析及其对商业银行的启示[J].华北金融,2013(1).
- [17] Reinhard H. Schmidt, Andreas Hackethal, Marcel Tyrell. Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison [J]. Journal of Financial Intermediation,1997.
- [18] Nissen M. Agent-based Supply Chain Disintermediation Versus Re-intermediation Economic and Technological Perspectives [J]. International Journal of Intelligent Systems in Accounting Finance and Management, 2000 9(4):237-256.
- [19] 李军.金融脱媒趋势下商业银行面临的机遇与挑战[J].中国金融,2006(14).
- [20] 胡红业,刘博.金融脱媒背景下商业银行资产配置多样化研究[J].南方金融,2010(6).
- [21] 涂晓兵.金融脱媒下我国商业银行的路径选择[J].经济管理,2011(6).
- [22] 卢盼盼,张长全.金融脱媒对商业银行稳健性影响的实证研究[J].上海金融,2013(1).
- [23] 余佳崇,华元成.金融脱媒对商业银行储蓄存款的影响与对策[J].现代金融,2013(3).
- [24] David Powell. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. Review of Economic Studies, 1998, 51(3):393-414.
- [25] 吴念鲁.“金融脱媒”的挑战[J].中国投资,2008(1).
- [26] 奚宾.金融脱媒与商业银行应对措施[J].浙江金融,2010(5).
- [27] 徐胜,司登奎.投资者情绪对金融脱媒的阈值协整效应研究——基于中国不同经济周期的数据验证[J].审计与经济研究,2013(5).
- [28] Bean. C., Larsen and K.Nikolov. Financial and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implication[Z]. European Central Bank Series. Working Paper No.113,2002.
- [29] 上官永清,任碧云.金融脱媒:趋势、影响及应对策略[M].中国财政经济出版社,2012(11).
- [30] 宋旺.中国金融脱媒研究[M].中国人民大学出版社,2011(2).
- [31] 孙欣华.金融脱媒对我国货币政策传导机制的影响分析[J].山东财政学院学报,2013(4).
- [32] Kosuke Aoki & Kalin Nikolov. Financial Disintermediation and Financial Fragility[Z]. January 2013.
- [33] 阮敏.金融体制、金融脱媒与经济增长的动态关系研究[J].纵横,2010(8).
- [34] 胡君谊.浅析金融脱媒及其对我国经济增长的影响——基于直接融资角度的实证分析[J].金融经济,2013(14).

(责任编辑:朱德东)

Review of Financial Disintermediation Literature

LIANG Cai-hong

(School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Financial disintermediation refers to the behaviors of capital supply party and capital demand party directly financing transactions but not through financial intermediaries such as banks and so on. Currently, domestic and foreign scholars on financial disintermediation mainly study its meaning, its causes, its measure, its impact on commercial banks and the corresponding measures of the commercial banks, its influence on monetary policy, economic growth and so on, their studies are more limited to phenomena description and corresponding measure discussions, therefore, the scholars try to reveal future research direction of financial disintermediation based on their existed research achievements.

Key words: financial disintermediation; commercial bank; financial regulation; monetary policy; economic growth