

2

CHAPTER

第 2 章

金融资产、货币、金融交易和金融机构

学习目标

- 了解在货币和资本市场的全球体系中，资金通过哪些渠道从贷款人流向借款人，然后又反过来从借款人流向贷款人。
- 寻找金融资产的本质和特征——在金融体系内它们是怎么被决策者创造和毁坏的。
- 探讨在金融体系内货币所起的关键作用，以及货币和商品与服务价格的通货膨胀之间的关系。
- 研究在全球金融体系内的金融中介在借贷资金和创造与缩减金融资产方面所起的重要作用。

学习要点

- 金融资产：金融资产是什么？它们有什么特征？
- 资产负债表的恒等式：资产、负债、净财富
- 预算单位的赤字和盈余
- 货币：货币是什么？它的主要功能是什么？
- 通货膨胀、通货紧缩和货币：在现实中考虑
- 金融交易的类型：直接、半直接和间接
- 金融中介和金融机构的类型
- 资金的非中介化和再中介化
- 银行主导和市场主导的金融体系

2.1 引言 金融资产的作用

金融体系是使可贷资金到达借款人的途径。通过金融市场的运行，货币被交换为股票、债券或其他证券形式的金融要求权。通过货币交换成金融要求权，经济中生产和服务的能力在提高。这种情况之所以得以发生是因为全球货币和资本市场为真实投资提供了必需的金融资源。虽然金融市场确实主要从事票据要求权与账簿记录的交换，但是这些市场为储蓄转变为投资提供了必要的渠道，从而加速了经济的增长和新业务与工作的开发，同时也创造了新的就业机会。

本章将详细讨论金融体系在使储蓄转化成投资所扮演的关键性角色和这个角色随时间是怎样变化的。我们先是观察到买者和卖者之间几乎所有的金融交易都涉及一种特殊资产的创造和收缩，这种资产就是金融资产。除此之外，金融资产还拥有许多与个人和机构所有的其他资产相比独一无二的地方。在接下来的章节，我们将研究金融资产的性质以及它们是怎样通过全球金融体系的运作被创造和收缩的。

2.2 金融资产的本质和特征

什么是金融资产 (financial asset)？金融资产是对企业、居民或政府部门的收入或财富的要求权，通常以凭证、收据，电脑记录文件或其他法律文件的形式存在，并由货币的贷放产生或与其有关。大家熟悉的例子包括股票、债券、保单、期货合约以及在银行或信用社的存款。

2.2.1 金融资产的特征

金融资产不像房屋、汽车或是洗衣机那样会给其所有者带来连续的服务流。选择金融资产是因为它们保证给所有者带来未来的回报，同时可以被作为价值（购买力）的贮藏手段。它们的价值依赖于对发行者会履行合约承诺的信心。

金融资产其他很多特征也使其与众不同。它们不会被折旧，因为它们不像实物商品那样被磨损。此外，它们的物理状况或形式通常与它们的市场价值（价格）无关。例如，一张股票不会因为它所印刷的纸张的大小或质量，边角有无磨损，或者它以电脑文件出现的类型和格式而值钱多一些或少一些。

因为金融资产通常以一张纸（凭证或合约）或贮存在电脑里的信息出现，所以它们作为商品的价值很小或者为零，它们运输和贮存的成本也很低。事实上，随着电脑和电子技术的飞速发展，资金和其他金融信息的运输和贮存成本在进入 21 世纪后急剧下降，这也使得金融资产的增长比全球的贸易增长和全球经济体系整体的增长都要快。最后，金融资产是可替代的——它们的形式可以轻易地改变，也可以代替其他资产。因此，一张债券或一份股票可能迅速地转化成持有者所需要的任意其他形式的资产。

2.2.2 金融资产的种类

尽管有上千种不同的金融资产，但是它们通常可以分成四类：货币、权益、债务证券和衍生品。

任何一种可以广泛地被接受为商品和服务的支付手段的资产就是货币 (money)。因此，作为支付中介的支票账户和流通货币就是货币的不同形式。在现代社会，货币甚至是政府发行的货币的价值，都要取决于发行者承诺支付的担保品。权益 (equities)（通常被认为股票）代表

在一家企业的所有权的份额，对企业的利润和资产销售收益有要求权。我们通常更进一步地把股票分成普通股和优先股。普通股给予持有者选举公司董事成员的权利，因此有权决定公司的政策，而优先股一般没有选举权，但是有优于普通股持有者的按固定比例分配公司净收益的分配权。

债务性证券 (debt securities) 包括大家熟悉的工具，如债券、票据、可支付账户、储蓄存款等。在法律上，这些金融资产授予其持有者优于个人、公司或者政府部门的资产和收入的股票持有者的要求权。通常，要求权在数量和时间（期限）上是固定的，决定于大多数证券都会有的契约（合约）的条款，也有可能以特殊的资产担保品作为抵押。金融分析人士通常将债务性证券分成两大类：① 可转让的，即作为市场证券可以从一个持有者转移到另一个持有者；② 不可转让的，即不能合法地从一方转移给另一方。存折储蓄账户和美国储蓄债券就是不可转让证券的好例子。

最后，衍生品 (derivatives) 是与金融资产紧密联系的最新的金融工具。这些独特的金融要求权的市场价值与金融资产，如股票（权益）和债券、票据和其他贷款（负债性证券）的价值或回报相捆绑或受其影响，如期货合约、期权和互换。就像我们将在以后的章节所看到的一样，这些特殊的金融工具经常用于管理与它们捆绑在一起或是相关的资产的风险。

2.3 金融资产是如何被创造出来的

金融资产是怎样被创造的呢？我们可用最基本的只有居民和企业这两个经济单位的金融体系来说明这一过程。

假设这个金融体系是封闭的，所以可能没有与外部其他单位的交易。每个单位持有一定资产，这些资产是单位随着时间推移利用当前收入储蓄起来的。例如，居民可能积累起家具、一辆汽车、衣服和其他需要来提供娱乐、食物、住所和交通的项目。公司持有待售商品的存货、原材料、机器和设备，还有用于生产并销售给公众商品的其他资产。

这两个经济单位的金融状况以资产负债表的形式表现出来，如表 2-1 所示。当然，资产负债表是在某个特定期制作成的，用以显示特定单位的资产、负债和净财富。资产代表经济单位资金运用的积累；负债与净值代表了资金来源的积累，经济单位利用这些资金获取其持有的资产。净值（权益）账户反映了经济单位随时间积累的总的储蓄。

表 2-1 简单金融体系中各单位的资产负债表 (单位：美元)

居民的资产负债表			
资 产		负债与净值	
资金运用的积累		资金来源的积累	
现金	13 000	净值（积累的储蓄）	20 000
家具	1 000		
衣服	1 500		
汽车	4 000		
其他资产	<u>500</u>		
总资产	<u>20 000</u>	总负债与净值	<u>20 000</u>
企业的资产负债表			
资 产		负债与净值	
资金运用的积累		资金来源的积累	
商品存货	10 000	净值（累积的储蓄）	100 000
机器设备	25 000		
建筑	60 000		
其他资产	<u>5 000</u>		
总资产	<u>100 000</u>	总负债与净值	<u>100 000</u>

资产负债表必须是平衡的；总资产（资金运用的积累）必须等于总负债加上净值（资金来源的积累）。

在我们的例子中，居民持有总值为 20 000 美元的资产，包括一辆汽车、衣服和现金。因为居民的资产负债表必须达到平衡，所以总负债与净值加起来为 20 000 美元，在本例中都来自于净值（积累的储蓄）。企业持有的总资产达到 100 000 美元，包括企业办公大楼、设备和存货。企业当前唯一的资金来源是净值（积累的储蓄），也是 100 000 美元。

按照今天的标准，表 2-1 所示的两个资产负债表看起来非常奇怪。居民和企业都没有未清偿的债务（负债）。每一单位都是完全自我融资的，因为每一单位都是以储蓄积累资产，以当前收入进行支出，而不是借贷。用金融术语来说，居民和企业都在进行内部融资（internal financing）：利用当前收入积累的储蓄来获得资产。对居民来说，通过拿出每时期的一部分收入，并把货币贮存起来而不是把收入全部用于当前的消费，积累起储蓄。企业并不把自己当前的全部收益以费用（包括股东红利）的形式支付出去，而是将当前的一部分收益放在净值账户。

对大多数居民和企业而言，从内部产生资金仍然是获得资产最重要的来源。例如，在美国经济中，企业每年在工厂、设备和存货的投资超过半数是通过内部融资而不是借款。居民作为一个部门的储蓄远远大于他们该年的借款，其储蓄流向真实资产（如房屋和汽车）以及金融资产（如股票、债券和银行存款）的购买。

假设在我们基本的金融体系中的企业希望购买一新设备——钻床，但是由于通货膨胀和主要原材料的短缺，新钻床的成本迅速增加。内部资金来源不足以弥补新设备的成本。怎么办呢？这里有四个可以相互替代的选择：① 推迟购买新设备，直到积累起足够储蓄；② 出售已有的部分资产以筹集资金；③ 借进部分或全部所需资金；④ 发行新的股票（权益）。

时间在这里通常是决定性因素。推迟购买设备可能会造成销售和盈利的损失。竞争公司可能会在扩张规模上冲在前面，将这家公司的一部分市场份额抢过去。此外，在通货膨胀的环境下，新钻床在未来肯定会比现在更贵。出售部分已有资产是很有可能，但是这需要时间，而且可能会有很大的风险，特别是如果必须出售固定资产时。第三个选择——借款，它有筹资快的好处，而且贷款的利息成本是免税的。^①如果公司在借款上很犹豫，可以发行新的股票，但是权益融资通常会比借款更贵，安排所需时间也更多。

如果公司决定借款，谁会借给它所需的资金呢？显然，在两单位金融体系内，居民必须提供所需资金。企业必须通过向居民发行以货币借款为内容的证券来进行外部融资（external financing）。通常，如果任何一个经济单位希望增加持有的资产但又缺乏必要的资源这样做时，就可以通过发行金融负债（借款）来筹集额外的资金——向买者提供载有 IOU 字样的借据。买者将把借条看做一种资产（一种金融资产），只要不是借款人经营不善使贷款违约，这种资产就可以获得收入。

假设公司决定发行 10 000 美元的负债（债务性证券）来支付新钻床。因为公司对新借据（IOU）承诺了有吸引力的利率，居民很愿意取得它作为一项金融资产。这项资产是无形的：只是一个到期保证支付 10 000 美元加上按期支付的利息流的承诺。借款和这项金融资产的产生将会影响两个经济单位的资产负债表。如表 2-2 所示，居民用其所积累现金的一部分购买了公司

① 发行债务的一个好处是杠杆效应。如果这家公司可以从购买和使用新设备中获得的收益比借款资金的成本更高，多出来的回报将会以增加的收益的形式流向公司的所有者，增加公司股票的价值。结果是正的金融杠杆。不幸的是，杠杆是一把双刃剑。如公司挣的收益比借款的成本低，作为不利（负的）金融杠杆的结果所有者的损失将会放大。

的借据。它的总资产没有变。居民现在持有以 10 000 美元证券的形式出现的带利息的金融资产和 3 000 美元现金，来代替持有 13 000 美元无利息的现金。由于借款（外部融资）和生产性真实资产的获得，企业的总资产和总负债都增加了。

表 2-2 设备购买和金融资产发行后各单位的资产负债表（单位：美元）

居民的资产负债表			
资 产		负债与净值	
现金	3 000	净值（累积的储蓄）	20 000
金融资产	10 000		
家具	1 000		
衣服	1 500		
汽车	4 000		
其他资产	<u>500</u>		
总资产	<u>20 000</u>	总负债与净值	<u>20 000</u>

企业的资产负债表			
资 产		负债与净值	
商品存货	10 000	负债	10 000
机器设备	35 000	净值	100 000
建筑	60 000		
其他资产	<u>5 000</u>		
总资产	<u>110 000</u>	总负债与净值	<u>110 000</u>

如果在我们这个小金融体系的企业决定发行股票（权益）而不是债务来给新设备的购买融资，表 2-2 所示的资产负债表会有什么变化呢？发行股票通常比债务要昂贵，同时，付给股东的股利通常是不能抵税的。发行股票融资通常需要更多时间，但是有一个好处是使得公司在财务上更加强大，因为股东投入了更多的资金，这样就可以更好地保护其免受破产的风险。如表 2-3 所示，我们基本的金融体系中的居民会将所获得的 10 000 美元公司股票记为金融资产。但是，在公司的资产负债表上，净值将会从 100 000 美元增加到 110 000 美元。公司的资产负债表上将没有负债账户，因为居民将作为公司的股东（部分所有者），而不是贷款人。

表 2-3 设备购买和股票发行后各单位的资产负债表（单位：美元）

居民的资产负债表			
资 产		负债与净值	
现金	3 000	净值（累积的储蓄）	20 000
金融资产	10 000		
家具	1 000		
衣服	1 500		
汽车	4 000		
其他资产	<u>500</u>		
总资产	<u>20 000</u>	总负债与净值	<u>20 000</u>

企业的资产负债表			
资 产		负债与净值	
商品存货	10 000	净值（包括新发行的 10 000 美元股票）	110 000
机器设备	35 000		
建筑	60 000		
其他资产	<u>5 000</u>		
总资产	<u>110 000</u>	总负债与净值	<u>110 000</u>

2.4 金融资产和金融体系

这个简单的例子说明了有关金融体系在经济中的运作和作用的几个重点。首先，借款或发行新的股票同时引起了金融资产相同数量的产生。在前述的例子中，居民所持有的 10 000 美元的金融资产正与公司所持有的 10 000 美元负债完全相对。这表明了另一种定义金融资产的方法：企业、政府或居民所持有的，而在其他经济单位的资产负债表上被记作负债或要求权的任何资产就是金融资产。如我们已经看到的，许多不同种类的金融资产都满足这个定义，包括股票、债券、银行信贷以及在金融机构的存款。

对整个全球金融体系而言，所有金融资产的总量必须等于所有金融负债（要求权）的总量。相反，真实资产（如汽车）并不必须与在金融体系内某负债（要求权）相配。

金融资产与金融负债的区别以及与真实资产的区别，值得用举例来说明。假设你从银行借款 10 000 美元购买一辆汽车。你的资产负债表现在将会包含数量为 10 000 美元的负债。借出资金给你的银行将会把这笔交易记为贷款——一项带利息的金融资产——以同样的 10 000 美元的数额出现在资产负债表中资产的一方。在你的资产负债表上资产的一方将出现汽车的市场价值——一项真实的资产。由于大多数银行要求借款人能自己提供一部分资金而不是按全部的购买价格借款，这项真实资产的价值可能会超过 10 000 美元。让我们假设销售给你的汽车价格是 15 000 美元，5 000 美元来自于你的储蓄，10 000 美元来自于银行贷款。然后，你的资产负债表将会增加一项新的价值 15 000 美元的真实资产（汽车），一项 10 000 美元的负债（银行贷款），同时你的储蓄账户（一项金融资产）将会减少 5 000 美元。

显然，不仅仅是在这笔交易中，而且在金融体系中资金被借或被贷的任何时候都存在两个等式。第一个等式是，

$$\text{贷款人创造的金融资产总量} = \text{借款人发行的负债总量} \quad (2-1)$$

在本例中，10 000 美元的银行贷款=10 000 美元的借款人的借据
第二个等式是，

$$\begin{aligned} \text{资金运用总额} &= \text{资金来源总额} & (2-2) \\ 15\,000 \text{ 美元的汽车的购买} &= \text{发行 } 10\,000 \text{ 美元的借者借据} \\ &+ \text{来自于储蓄账户的 } 5\,000 \text{ 美元} \end{aligned}$$

已有的每一项金融资产都代表借出或投资的资金从一个经济单位转向另外一个经济单位。

因为创造的所有金融资产总量必须总是等于所有未偿清的负债（要求权）的总量，所以金融体系内贷出的总量必须总是等于借入的总量。实际上，在整个金融体系内的金融资产和负债（要求权）互相抵消。我们可以参考经济中的任何一个单位——企业、居民或者政府的资产负债表来说明这个事实。对所有的资产负债表都将有如下的等式：

$$\text{总资产} = \text{总负债} + \text{净值} \quad (2-3)$$

因为所有资产都可以被分类到真实资产或是金融资产，于是有：

$$\text{真实资产} + \text{金融资产} = \text{总负债} + \text{净值} \quad (2-4)$$

因为已有金融资产的总量必须总是等于已有负债（要求权）的总量，于是经济中真实资产的总量必须等于净值的总量。因此，对经济和金融体系总的来说：

$$\text{金融资产总额} = \text{负债总额} \quad (2-5)$$

$$\text{真实资产总额} = \text{净值（即积累的储蓄）} \quad (2-6)$$

这意味着已存在的所有建筑、机器和其他真实资产的总价值等于所有企业、居民和政府部门的储蓄总量。在现实条件下，只靠创造金融资产和负债，我们不可能过得更好。这些只不过是证明

一笔贷款或资金的投资的纸张或者电脑屏幕上的记号而已。实际上，社会只有通过储蓄和增加真实资产的数量才能增加财富，因为只有这些资产才能使经济在未来生产更多的商品和服务。

这是否表明金融资产和负债的创造——全球金融体系的一个重要功能——是没有用的呢？完全不是这样。一个经济单位只有储蓄的活动并不能保证这些储蓄会被用到修建或购买真实资产以增加社会的财富存量上。在现代经济社会，储蓄和投资通常是由不同的集团来实现的。例如，大部分储蓄由居民部门（个人和家庭）来进行，而企业负责生产性真实资产的大部分投资。因此，需要有机制来保证储蓄从储蓄者手中流向那些希望进行真实资产投资的人手中，而货币与资本市场的体系正是这个所需要的机制。

金融体系为储蓄者和借款人之间金融资产的创造和交换提供了必要渠道，从而能够获得真实资产。没有储蓄的渠道，经济中投资的总量肯定会下降的。单个经济部门所做的投资不得不依赖于该部门储蓄的能力（即从事内部融资）。许多有利的投资机会因为缺乏储蓄而不得不放弃或推迟。社会稀缺资源的配置效率会比有金融市场体系时的配置效率更低。如果没有一个有活力的金融体系的运作，社会收入、就业和生活水平方面的提高都会受到严重影响。简而言之，金融体系在降低外部融资壁垒、降低资本成本和加速经济增长方面有重要作用。金融体系发展得更完善的国家通常增长得更快，生活水平也更高。

2.5 金融体系内的借款和贷款

企业、居民和政府在现代金融体系内发挥着广泛的作用。个人或机构在一个时期是资金的贷出者，下一个时期又成了资金的借入者，或者同时既是贷出者又是借入者，这是很常见的。实际上，金融中介，如银行和保险公司，在金融市场从事两方面的运作：发行有吸引力的金融要求权从客户借入资金，同时又向客户发放贷款。事实上，我们每一个人都会在一生中的某一时期或另一时期同时作为资金的借入者和贷出者涉足金融体系。

许多年前，经济学家约翰·杰尼（John Gurley）和爱德华·肖（Edward Shaw）（见参考文献4）就指出，在金融体系内活动的每一个企业、居民或是政府部门必须遵守下面的等式：

$$R - E = \Delta FA - \Delta D$$

当前收入 - 从当前收入的支出 = 金融资产持有量的变化 - 未付债务和权益的变化 (2-7)

如果我们当前的支出（ E ）超过我们当前所获得的收入（ R ），我们将通过以下方法补足差额：① 减少我们金融资产的持有量（ $\Delta FA < 0$ ），比如从储蓄账户取出存款；② 发行负债或股票（ $\Delta D > 0$ ）；③ 结合前两者。例如，假设我们这个月的支出超过我们的当前收入 200 美元。我们可以通过从储蓄账户里取出 200 美元，借另外的 200 美元，或者两种方法各用一点，来弥补这个财务缺口。

另一方面，如果我们的收入（ R ）在当前比我们的支出（ E ）更高，我们可以：① 增加我们的金融资产的持有量（ $\Delta FA > 0$ ），比如将钱存入储蓄账户或是购买股票；② 偿还部分已有的负债或是收回我们公司原先发行的股票（ $\Delta D < 0$ ）；③ 结合前两者。例如，假如我们当月的收入大于支出 200 美元（也许因为我们担心下个月会有预算赤字，想早做准备），我们可能增加 200 美元存款，或者我们会减少 200 美元负债，或者往储蓄账户里存一些，剩下的还债。

于是，对任意给定的一段时期内（如天、周、月或年），单个经济单位肯定会符合以下三个组中的一个：

预算赤字单位（DBU）： $E > R$ ；因此 $\Delta D > \Delta FA$
（资金的净借入者）
预算盈余单位（SBU）： $R > E$ ；因此 $\Delta FA > \Delta D$

(资金的净贷出者)

预算平衡单位 (BBU): $R = E$; 因此 $\Delta FA = \Delta D$

(既不是借入者, 也不是贷出者)

一个资金的净贷出者 (SBU) 是一个金融体系的净资金供给者。他们通过购买金融资产、偿还债务或是收回股票等来完成这个功能。相反, 一个资金的净借入者 (DBU) 是金融体系的净资金需求者, 他们出售金融资产, 发行新的负债或是发售新的股票以筹集资金。经济中的企业和政府部门在大多数时期倾向于作为资金的净借入者 (需求者) (DBU); 居民, 由家庭和个人组成, 在大多数时候 (虽然不是全部), 倾向于作为资金的净贷出者 (供给者) (SBU)。

在 2006 年, 美国经济中的净贷出和净借入部门反映了上述的一些模式, 但也有一些重要的例外。例如, 如表 2-4 所示, 2006 年, 居民成为了金融体系资金的重要借入者, 而不是以往的贷出者。也就是说, 美国居民从经济的其他部门借到的钱 (记为其“负债的净增加”) 比他们贷给其他部门的 (被记为“金融资产的净获得”) 要高出 5 460 亿美元。2006 年最大的借款者是政府。州和地方政府净借入 640 亿美元, 联邦政府卖掉之前获得的 140 亿金融资产来筹资, 此外还借入 6 350 亿美元! 非金融企业也加入到借款的行列中, 发行了超过他们所购买的金融资产 820 亿美元的债务。

表 2-4 2006 年美国经济中主要部门金融资产与负债的净持有额^① (单位: 10 亿美元)

经济的主要部门	该年持有的金融资产净额	该年负债的净增加	净收款人 (+) 或净借款人 (-)
居民	865.1	1 411.1	-546.0
非金融企业	599.0	680.5	-81.5
州与地方政府	80.0	144.0	-64.0
联邦政府	-13.6	634.6	-648.2
国际部门			
外国投资者与借款人	1 491.9	545.3	+946.6

① 表中为 2006 年第 1 季度的数据。

资料来源: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*.

假如 2006 年企业、居民和政府都是货币市场和金融市场的净借入者, 谁贷款给他们呢? 从表 2-4 中可以清楚地看到, 正是外国投资者提供了这些国内借款者所需的大部分资金。美国金融市场上的外国参与者在美国国内寻求美元面值的资产, 包括公司股票、政府债券和上千种美国金融工具, 结果相当于向美国国内借款者净贷出 9 460 亿美元。许多外国资金贷出者认为, 相对于许多国外混乱的金融市场而言, 美国算是一个使他们的资金相对安全的天堂。

最后, 假如我们纵观表 2-4 所示的所有部门, 我们会发现在 2006 年年初, 借入资金总量比贷款资金总量多了 3 930 亿美元。这是怎么发生的? 多出的借入资金从何而来? 有些额外的资金来自表上未显示的部门, 例如来自经济中的金融机构部门。还有其他资金来自“无记录交易” (有时也被称为“统计误差”)。许多专家认为, 这些神秘交易的一部分也许反映了未汇报的跨国现金流——相当难以追踪的货币。

当然, 在任意给定的时期内, 任何一个居民、企业或者政府部门都有可能是预算赤字、盈余或是平衡单位。事实上, 一天一天或一周一周地, 许多居民、企业或是政府从预算赤字单位 (DBU) 到预算盈余单位 (SBU) 间来回游走。考虑一家如福特或通用电气这样的大公司。像这样的大公司, 可以在这一周是一个净的贷出者, 通过购买国库券、银行欧洲存款和大量可转让存单和其他金融资产向短期内各金融体系内的预算赤字单位提供资金。在接下来的一周, 它们又要给股东派发红利, 债券需要重新融资, 或者为增加存货或扩大工厂和设备而购货。在这个时候, 公司可能又成了资金的净借入者, 利用其持有金融资产, 或发行金融负债或是出售权益

(股票)来获得贷款。大多数在全球金融体系内相互作用的大机构都不断地从市场的一方变为另一方。全球金融体系对我们的日常生活所做的最重要的一个贡献就是它允许企业、居民和政府能顺利和有效地调整他们的融资位置,来回地在净借入者(DBU)与净贷出者(SBU)间变动。

2.6 作为金融资产的货币

2.6.1 什么是货币

经济中最重要的金融资产是货币——历史上最古老、最有用的发明之一。金属铸币作为货币服务了几个世纪,直到纸币(流通货币)第一次出现在1000多年前中国的唐朝(公元618~907年)和1661年出现在瑞典。美国的联邦政府直到1861年才发行纸币,被称为“绿背”,因为每一张纸币背后都有绿色墨水。除了纸币和铸币外,还有许多其他资产在更早的时期当做货币来使用,包括珍珠、贝壳、香烟甚至扑克牌。

所有的金融资产都以货币来衡量,贷款人和借款人之间的资金流也是通过货币作为媒介发生的。货币本身是一种金融资产,因为今天所使用的所有形式的货币都是对某个公共或私人机构的要求权。例如,当今货币供给的最大的一个组成部分是支票账户,支票账户是银行或其他存款机构的一种负债(虽然相对于电子支付手段来说,今天写支票的数量已经在下降)。货币供给的另外一个重要的组成部分是通货和铸币——公众口袋中所持有的货币。例如,在美国今天所使用的大部分通货是由联邦储备票据组成的,代表12家联邦储备银行的负债义务。实际上,如果联邦储备倒闭了(基本不可能的事件!),公众所持有的联邦储备票据将拥有对联邦储备银行资产的第一要求权。其他在公众中迅速增长的货币形式包括允许即时从银行存款借款或取款的信用卡和借记卡;通过电脑编码的带有可以支出一定数额货币的储值卡(智能卡);通过电脑网络系统从各种各样的金融服务提供者获得的电子现金。我们从货币供给的其他定义中可以看到,今天货币的概念还包括了在银行、信用社和货币市场基金的储蓄——产生金融资产的所有形式的发行者的负债。

金融发展

货币的其他定义

货币作为交换的媒介,价值的贮藏(购买力),衡量商品和服务的标准(记账单位),流动性的一个来源(支付能力),在金融体系中发挥着许多重要的功能。这些不同的功能产生了有关向公众的实际货币供给的几种不同的定义,每一种定义都反映了货币对其持有者发挥的不同的功能。比如,今天在美国所使用的货币的几个主要的定义是:

M1=公众在银行外所持有的通货和硬币,加上存款机构的各种支付账户,如支票账户和旅行者支票。M1强调了货币作为交换媒介的作用。在2006年,美国的M1接近1.4万亿美元。

M2=M1加上小额的储蓄和定期存款(在100000美元以下)和零售货币市场共同基金的共同账户。这样,M2把居民主要的短期储蓄加到货币供应中。在2006年,M2的数量超过7万亿美元。

MZM(货币,零到期)=M2减去小面额定期存款再加上机构货币市场基金(不包括在M2中的)。在2006年,MZM——由圣路易斯联邦储备银行开发的作为衡量接近交易需求的货币的方法——攀升到接近7万亿美元。

显然,上述的每一种定义反映了货币在经济和金融体系中的许多不同的作用。

2.6.2 货币的功能

货币发挥着各种各样重要的作用。货币可以作为所有我们可能想交易的商品和服务的价值标准（计量单位）。没有货币，每一种商品或服务的价格都不得不用和所有其他商品和服务的交换比率来表示——这对买者和卖者都是相当沉重的信息负担。我们需要知道的是，仅仅为了交易 12 种不同的商品和服务，我们就必须记住 66 个不同的交换比率！相反，由货币作为通用的价值标准就允许我们只需一种商品就可以表示所有商品和服务的价格——货币单位。在美国和加拿大这个货币单位是美元，在日本是日元，在中国是人民币，在欧洲是欧元。但是不管这个货币单位被称为什么，它本身总是有一个固定的价格（比如，1 美元总是兑换 1 美元）。所有其他商品和服务的价格都用货币单位来表示。

货币也作为交换的媒介来使用。货币通常是每个公司、居民和政府部门事实上唯一可接受的作为商品和服务的支付的金融资产。货币作为商品本身是只有很小或没有作用的（但比如黄金或银作为交换的媒介时例外）。人们接受货币仅仅是因为他们知道货币可在以后与别的东西交换。这就是为什么现代政府已将货币与以前的金属（如金币或银币）分离开，并成功地发行不与任何特别的商品相连的法定货币（如，纸币或存贮在电脑文件里或是塑料卡上的数据）。货币作为交换的媒介从我们从物物交换可怕的限制中解放出来，使得我们可以将购买与出售商品和服务分离开来。利用交换的媒介，买者和卖者不再需要使数量、质量、时间和地点都要精确的一致了。

货币也作为价值的贮藏来使用——未来购买力的储备。购买力可以以通货和硬币、支票账户、塑料卡或者电脑文件的形式贮藏起来直到需要使用的时候。当然，货币并不总是一个贮藏价值的好方式。以购买力衡量的货币的价值，可能会经历明显的波动。例如，代表美国生活成本指数的消费商品的价格在 1960~2006 年间上涨了超过五倍，并在最近的十年里平均升了将近 1/3。如果个人或是居民在这期间的每一年都购买代表生活成本指数的相同的一篮子商品和服务，他们会发现他们的购买力急剧下降，除非他们的收入涨幅快到足以跟上通货膨胀。

货币还是金融体系内唯一具有完全流动性的资产。流动性是指一项资产可以迅速地没有损失或损失很小地转化成现金。一项流动性资产具有三个最基本的特征：价格稳定性、随时适销性、可逆性。如果一项资产的价格随时间倾向于合理地稳定，有一个活跃的再销售市场，还具有可逆性，因而它的投资者能够在没有损失的情况下收回原先的投资，这项资产就被认为具有流动性。

所有的资产（真实的和金融的）流动性程度都不同。通常，金融资产，特别是银行存款和由大公司先行的股票和债券具有较高的流动性；而真实资产，如一所住宅或是一辆汽车，要很快地又要在损失不大的情况下出售就相当困难。货币是所有资产中流动性最好的资产，因为它不需要转化成其他任何形式就可以支付。但遗憾的是，最有流动性的资产，包括货币，所能获得的回报率是最低的。一个衡量持有货币的“成本”的方法是持有者因不能将他的货币转化成有利可图的真实或金融资产的投资所放弃的收入。由金融体系决定的利率就是衡量投资者不将货币转化成带收益的资产所受到的惩罚。

2.6.3 货币和其他金融资产的价值及通货膨胀

货币的价值（即它的购买力）由于通货膨胀（inflation）会发生变化。通货膨胀是指平均物价水平的增长。通货膨胀会降低货币的价值或是购买力，是货币与资本市场上的一个特殊的难题，因为它会破坏金融合约（如债券或存款）的价值。当物价的通货膨胀程度没有完全被预期到或者

人们或机构达成的一个金融合约不因后来发生的通货膨胀而完全调整时，金融损失就会发生。

通货膨胀的反面就是通货紧缩 (deflation)，通货紧缩指商品和服务的平均物价水平实际上下降。通货紧缩没有通货膨胀容易发生，它对那些收入不随物价下降的人是有益的，他们可以比过去购买更多的商品和服务。不幸的是，通货紧缩通常伴随着经济陷入困境和失业，即使生活成本下降了，但是很多人还是发现他们的收入（购买力）急剧地下降了。

今天，大多数经济学家用流行的物价指数 (price indexes)，如消费者物价指数 (CPI)，或是国内生产总值 (GDP) 紧缩指数来衡量通货膨胀。消费者物价指数或者生活成本指数测量一个四口之家的城市居民一般情况下购买的一篮子市场上的商品和服务的成本。为了决定这个生活成本的测量，设定的消费者项目的价格每月从美国城市的上千个商店收集起来，经过平均，然后结合成一个指数。在美国，CPI 被广泛用于劳动合同、社会保障支出和其他一些政府及私人项目上做生活成本调整 (COLA)。一些其他国家，特别在欧洲，在最近几年已经将它们自己的消费者指数编辑在一起以便监控通货膨胀对其经济的影响。国内生产总值紧缩指数是一个更全面的价格指数，它综合了每年美国劳动力和财产所生产出来的商品和服务销售给企业和消费者的价格。

我们可以利用前述的任何一种指数通过下面的关系，来计算价格水平（通货膨胀）相对于某个基年的百分比变化：

$$\Delta P = \frac{(PI_t - PI_{t-1})}{PI_{t-1}} \times 100 \quad (2-8)$$

这里， ΔP 是我们所关注的两个时期 (t 和 $t-1$) 价格或物价指数的百分比变化， PI_t 是 t 期的物价或物价指数， PI_{t-1} 是前一个时期 ($t-1$) 的价格或物价指数。

例如，假设美国的消费者物价指数在 5 年间从 100 上升到 150，我们知道生活成本指数在我们研究的 5 年间上升了

$$\frac{(125-100)}{100} = 0.25 \text{ 或 } 25\%$$

除非我们的收入和我们在金融资产上的投资以及其他形式财富的价值在同一时期也上升了至少 25%，否则我们的购买力将降低，而且以我们现在可以购买的商品和服务为参照，我们的财富的真实价值将会受到损失。

物价指数还能告诉我们什么呢？在 2006 年美国的消费者物价指数平均恰好超过 200。这个指数的价值是以 1982~1984 为基期得来的，基期设定的物价指数是 100。这意味着在 1982~1984 到 2006 年间，美国城市的消费者物价平均上升了大约 100%，即 $\frac{200-100}{100} \times 100\%$ 。我们可以用这些数据来计算基本货币单位的购买力最近有什么变化。

例如，假设我们希望知道最近美元的购买力有什么变化。我们可以利用这个关系：

$$\text{美元的购买力} = \frac{1}{\text{以美元销售商品和服务的当地的生活成本指数}} \times 100 \quad (2-9)$$

如我们所看到的，如果美国的消费者物价指数在 2006 年是 200 而在 1982~1984 年间是 100，则美元的相对购买力在 1982~1984 到 2006 年有所下降。

$$\frac{1}{200} \times 100 = 0.50$$

也就是说，在 2006 年的 1 美元只能购买到其在 20 年前能购买到的 50%。

这些货币购买力的巨大变化，即使在通货膨胀相对温和的美国，也给我们一个惊人的警告。我们必须以真实值 (real values) 即“调整的购买力”来给物品——收入、商品、服务，金融资

产（如债券、股票、银行存款等）——估值，而不是只是根据它们的名义值（nominal values）或面值。在通货膨胀或是通货紧缩时期后者会大大地误导我们（有时被称为“货币幻觉”）。

2.7 金融交易的发展

金融体系不是静止的，而是随着公众需求的变化、新技术的发展、法律和管制的变化而变化的。金融市场的竞争也迫使金融机构根据公众的需求来研发出更方便、更高效的金融服务。几个世纪以来，全球金融体系的金融交易实现了从简单向复杂的道路演变。拥有巨额资本投资需求的工业中心的增长和数目庞大的中产阶级储蓄者的涌现在金融体系的逐渐发展中扮演了主要角色。

不管是简单还是复杂，所有的金融体系都至少发挥着一个基本的功能。它们将稀缺的资金从储蓄者和贷出者（预算盈余单位）那里转移给那些想借款和投资的人（预算赤字单位）。在这个过程中，货币与金融资产相交换。但是，资金从储蓄者转移到借款人至少有三种不同的方法。我们列出这几种转移的方法：① 直接融资；② 半直接融资；③ 间接融资。随着时间的推移，大多数金融体系的重点都从直接融资和半直接融资转向间接融资。

2.7.1 直接融资

利用直接融资的方法，借款人和贷款人不需要第三方的帮助而是直接面对面进行资金和金融资产的交换。当你向一个朋友借钱并给他借条时，或是当你直接从发行股票或是债券的公司购买股票或是债券时，你就是在进行直接融资（direct finance）。我们通常把产生于直接融资的要求权称为初级证券，因为它们是从借款人流向最终的贷款人的（图 2-1 表示了直接融资的过程）。

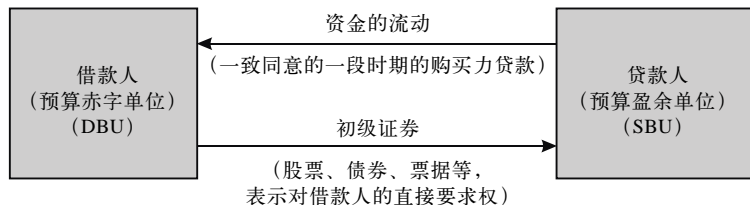


图 2-1 直接融资（直接贷款引起对借款人的直接要求权）

直接融资是金融交易所采用的最简单的一种方法，条件合适的话，也是最高效的。事实上，历史上大部分金融体系都是从直接融资开始的。但是，它有许多严重的局限。首先，借款人和贷款人要在同一时间想交换同样数量的资金。更重要的是，贷款人必须愿意接受借款人的借条，而这个借条可能风险很高或是到期时间太长。显然，预算盈余和赤字单位必须在数量和贷款形式上保持一致。如果不一致，直接融资就不能成功。

另外一个问题是，借款人和贷款人仅仅是为了寻找对方就要经常承担很大的信息成本。借款人在找到一个恰好有合适数量的资金且愿意接受借款人的借条的预算盈余单位（SBU）前可能必须与许多贷款人联系。毫不惊奇地，随着货币市场和资本市场的发展，直接融资很快就为其他进行金融交易的方法让路了。

2.7.2 半直接融资

在大多数金融体系历史的早期，一种叫做半直接融资（semidirect finance）的金融交易方式很快出现了。一些个人和公司成了证券经纪商和交易商，他们的主要功能是将预算盈余单位（SBU）和预算赤字单位（DBU）带到一起，因此减少了信息成本，如图 2-2 所示。

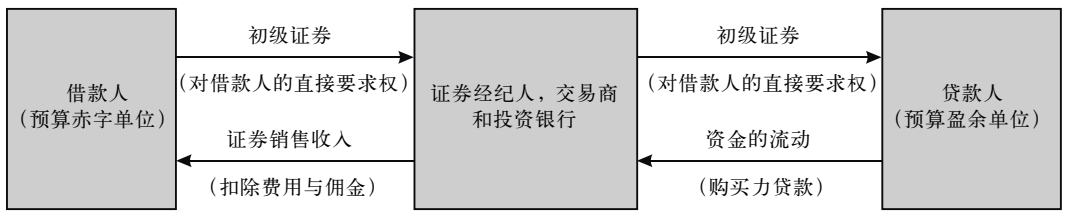


图 2-2 半直接融资在金融市场创造者的帮助下的直接贷款 (帮助借款人直接要求权的出售)

这里我们必须分清证券经纪商和交易商的不同。经纪商只是提供有关可能的证券买者和卖者的消息的个人或者金融机构。证券的买者和卖者都可能与经纪商打交道, 在这里经纪商的作用只是将两者带到一起。交易商也为买者和卖者提供服务渠道, 但是交易商实际上也购买卖者的证券并希望能在早些时间以一个有利可图的价格再卖出去。交易商也要承受“风险头寸”, 因为通过为他们自己的证券组合购买证券, 他们也会因证券价值下降而遭受损失。

条件合适的时候, 半直接融资可能比直接融资有更多优势。它降低了金融市场参与者的搜寻(信息)成本。通常, 交易商将大数额的初级证券的发行分成甚至是最吝啬的买者也能购买的较小部分的单位, 因此扩大了成为投资的储蓄流。除此之外, 经纪商和交易商还促进了次级市场的发展, 在这个市场中证券可以被再次出售。

尽管有经纪商和交易商对全球金融体系运行的重要贡献, 半直接融资的方法还是有它的局限的。最终的贷款人仍然要持有借款人的证券, 因此贷款人也必须愿意接受借款人借据的风险和到期特征。预算盈余和赤字单位也必须在需求上一致, 才能使半直接金融交易得以发生。

2.7.3 间接融资和金融中介

直接融资和半直接融资在某些条件下的局限刺激了在金融中介帮助下的间接融资(indirect finance)的发展。金融中介包括商业银行、保险公司、信用社、财务公司(又称金融公司)、储蓄和贷款协会、储蓄银行、养老基金、互助基金及相似的机构, 如表 2-5 所示。它们在金融体系中的基本功能是同时为最终的贷款人和借款人服务, 但是以与经纪商和交易商不同的方法进行。金融中介发行它们自己的证券——通常叫做二级证券(secondary securities)——给最终的贷款人并同时接受来自借款人的借据——初级证券(primary securities), 如图 2-3 所示。

表 2-5 活跃在货币与资本市场上的主要金融机构

金融中介机构		
存款金融机构		契约式机构
商业银行		人寿保险公司
非银行的储蓄机构		财产与意外损失保险公司
储蓄与贷款协会		养老基金
储蓄银行		投资机构
信用社		投资公司(共同基金)
货币市场基金		不动产投资信托
其他金融中介机构		
财务公司		
政府信贷机构		
按揭公司		
其他的金融机构		
投资银行	证券经纪人	证券交易商

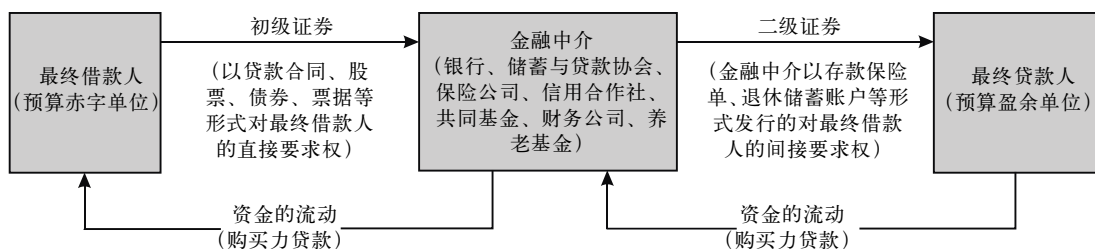


图 2-3 间接融资（资金的金融中介）

金融中介发行的二级证券包括大家熟知的工具如支票和存款账户、人寿保单、养老金和互助基金中的份额。在大多数情况下，这些证券有几个相同的特征。它们通常具有较低的违约风险，例如，大部分由银行和信用社持有的存款都是有政府部门的保险的（在美国，受保账户上限为 100 000 美元）。此外，大部分二级证券有很小的面值，收入有限的储蓄者也可以购买得起。在大多数情况下，二级证券具有流动性，因此可以在遭遇大损失的风险很小的情况下迅速地转化成现金。金融中介在近年来试图通过电子邮件和塑料卡、电脑终端和电话来使储蓄尽可能地便利，以便减少储蓄者的交易费用。

金融中介接受来自那些需要信贷的人的初级证券，接受很多储蓄者，特别是那些资金有限、市场知识也有限的储蓄者觉得难以接受的金融资产。例如，许多大公司每年都需要数十亿的信贷融资——这样大的数额使直接向上千个小的储蓄者借款变得不实际。但是，通过将小的储蓄者的资金聚集在一起，一个大的金融中介通常可以同时满足几家大公司的信贷需求。此外，许多初级证券，也不具有随时可销售性，而且还有相当大的借款人违约的可能性——对小的储蓄者来说这通常是不可接受的。通过发行自己的证券来吸引最终的贷款人（SBU），并接受来自最终借款人（DBU）的初级证券，金融中介满足了经济中预算盈余单位和预算赤字单位两者的金融需求。

高效金融中介机构（间接融资）发展的一个好处是使居民的消费支出和公司的投资支出随着时间的推移始终保持平稳，哪怕各个时期的收入变化很大。这是因为中介机构使储蓄和借款更容易和安全了。金融中介允许全球经济内有限数额的储蓄能够为更大数额的投资融资，而这在没有中介时是不可能的。

有趣的是，有金融理论表明，在一个完全竞争的完美世界里，公众获得信息的成本很小或为零时，金融中介很有可能会不存在。换句话说，金融体系的不完全性（比如，有些人群不能获得有关的金融信息，或者面临高得惊人的信息成本）有助于解释金融中介为什么存在和为什么它们发展成金融体系内如此大规模且重要的机构。金融中介克服了金融市场内的无效性，为社会减少了居民、公司和政府之间信息传递和财富转移的成本，并有助实现规模经济（节省信息成本）而这在没有金融中介时对经济中较小的单位是不可能的。金融中介提高了真实世界中货币市场和资本市场将资金流配置到最好的可能用途的效率。金融中介运作的好坏是决定一个国家的经济是否强大的关键因素。

2.8 主要金融机构的相对规模与类型

2.8.1 主要金融服务提供者的规模比较

金融中介和其他金融机构在任何一个国家的金融体系内的相对重要性相差都是很大的。比如，以总金融资产来衡量，商业银行控制了美国的金融体系（见表 2-6）及全球其他大多数金

融体系。美国的银行持有大于 9.5 万亿美元的金融资产，大约占美国所有金融机构持有资源的 1/4。用一些方法来衡量，看起来银行的一部分市场份额已经被非银行金融机构抢去了，这些非银行金融机构（如共同基金和信用社）通常受到更少的管制，能提供更为灵活的服务选择。但是，在大多数国家，银行仍然在金融机构中占主导地位。

表 2-6 一些年份美国金融机构持有的金融资产总额（单位：10 亿美元）

金融机构	1970 ^①	1980 ^②	1990 ^①	2000 ^①	2006 ^②
金融中介					
商业银行	489	1 248	3 340	6 488	9 528
储蓄与贷款协会以及储蓄银行	252	794	1 358	1 219	1 829
人寿保险公司	201	464	1 367	3 204	4 479
私人养老基金	110	413	1 629	4 587	4 876
投资公司（共同基金）	47	64	602	4 457	6 473
州和地方政府养老基金	60	198	820	2 290	2 791
财务公司	63	199	611	1 138	1 300
财产和意外伤害保险公司	50	174	534	872	1 280
货币市场基金	—	74	498	1 812	2 014
信用社	18	72	202	441	703
抵押银行	—	16	49	36	32
房地产信托投资公司	4	6	13	62	385
其他金融机构					
证券经纪人与交易商	16	36	262	1 221	2 296

① 年末数据。

② 2006 年第 1 季度的数据。

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts: Financial Assets and Liabilities*, selected years.

远远落后于银行的是储蓄和贷款协会——主要是在美国抵押市场活动的另一个存款型金融中介，为新房屋的建造和购买融资。与储蓄和贷款协会在来源和资金运用上很相似的是储蓄银行，它们是从个人和居民吸收小额储蓄存款，然后提供多种居民贷款。第四种主要的存款型金融中介是信用社，信用社也是从个人和居民吸收小额储蓄存款，并贷款给信用社的成员。

所有四种存款型金融中介（商业银行、储蓄和贷款协会、储蓄银行和信用社）的资产联合起来，占了所有美国金融机构的总金融资产的 1/3。剩余的金融资产被各种各样的非存款金融机构所持有。人寿保险公司承保保单持有者早死和残疾的风险，是最重要的非存款机构之一，总资产排在商业银行后面位列第四位。其他类型的保险公司（财产和意外险保险公司）提供更广范围的保险，以减少有关犯罪、天气灾害和个人过失所带来的损失。专门的金融机构还有养老基金，养老基金是规避其顾客在退休的时候收入用尽的风险。在美国金融体系内，私人养老基金的总资产排在商业银行及共同基金之后居第三位。

其他一些重要的金融机构包括财务公司、投资公司（共同基金）和房地产信托投资。财务公司把钱贷给个人和消费者，以满足他们短期营运资金和长期投资的需要。投资公司（或共同基金）通过出售股票将上千个储蓄者的资金聚集起来，然后投资到在公开市场出售的证券中。他们在持有和投资公众退休储蓄方面尤其重要。一种特别的投资公司是货币市场基金，它们接受公司和个人的储蓄（股票）账户，然后将这些资金投资于高质量、短期的（货币市场）证券。与投资公司有关的还有房地产信托投资公司——金融机构部门的一个最小的成员，它们主要投资于商业和居民房地产。最后，接近列表的最底部规模最小的是抵押银行，它们为筹集资金建设新的商业和居民用房提供便利。

2.8.2 金融机构归类

金融机构可以按许多不同的方法归类。最重要的区分之一存在于存款机构（depository institutions）——商业银行、储蓄与贷款协会、储蓄银行、信用社；契约性机构（contractual institutions）——保险公司和养老基金；和投资机构（investment institutions）——共同基金、房地产信托投资公司之间。存款机构将它们来自存款账户的大量可贷资金出售给公众。契约性机构通过提供法律性契约向储蓄者提供风险的保护（如保单或是退休账户）来吸引资金。一些投资机构，特别是共同基金，出售股票给公众，并将筹款投资于股票、债券和其他资产中，希望能给股东带来更高的回报。其他投资机构作为经纪人和交易商，为证券和其他资产的买卖提供服务。

2.8.3 金融机构的证券（金融资产）组合决定

金融机构的管理要求每天都要做出证券组合的决策——决定应该买进或卖出什么金融资产。影响这个重要决定的有许多因素。例如，不同金融资产的相对回报率和风险会影响每一个金融机构证券组合的组成。显然，如果管理的目标是最大化利润而不太在乎风险，那么管理者就会追求可以获得最高收益的金融资产，如公司债券和股票。相反，一个更厌恶风险的机构，更愿意投资于更安全的较低收益的证券，如政府债券和高质量的货币市场工具。

预算盈余单位（最终贷款人）提供的资金的成本、波动性和期限对金融机构选择获取的金融资产也有很大的影响。例如，银行很大一部分资金是从支票存款获得的，这些支票账户相对成本低，但是变动性大。这些机构倾向于将自己的贷款活动集中于短期和中期贷款，以避免现金短缺的困境（流动性）。另一方面，像养老基金这样可以得到稳定和可预期的储蓄流入的金融机构，很大程度上就从短期流动性需求中解放出来了。它可以大量投资于长期金融资产。因此，保值原则（最大限度地使金融资产的到期日与所承担的负债相匹配）是指导这些金融机构选择它们在证券组合中将持有的金融资产的重要原则。

单个金融机构的规模也是影响其决定获取什么金融资产和向公众发行什么金融资产的重要因素。大的金融机构通常会从它们的资金来源和资金运用上更大的多样性中得到好处。这意味着通过获取众多不同的预算赤字单位（DBU 或最终借款人）的金融资产可以减少金融投资组合的总风险。相似地，大型的金融机构可以和更广泛范围的预算盈余单位（SBU 或最终贷款人）建立关系，得到更稳定的资金流入。同时，通过规模经济，大的金融机构可以以每单位更低的成本出售金融服务，并将成本节约带来的好处传递给它们的顾客。

最后，管制和竞争这两个外部因素对金融机构决定获得或是发行哪些金融资产也有重大的影响。因为金融机构持有公众储蓄的大部分，对经济的增长非常关键，所以在所有公司中金融中介受的管制是最多的。在许多国家商业银行被禁止从事投资于低质量、高变动性的贷款和证券。保险公司和养老基金必须限制于购买那些“谨慎的人”最想购买的资产。大部分关于金融机构部门的政府管制条款规定了可获得的资产、净资产的充足度，以及可以向公众提供的服务。这些条款的设计主要是为了保证公众资金的安全性。

2.9 资金的非中介化

近年来时常影响金融机构选择金融投资组合的一个因素是非中介化（disintermediation）的现象。与资金的中介化恰恰相反，非中介化是指最终贷款人（SBU）把资金从中介机构收回来

直接借给最终的借款人（DBU）。换句话说，非中介化主要是将资金从间接融资转向直接融资和半直接融资（见图 2-4）。



图 2-4 金融非中介化

当你将存在当地银行的资金取出，通过经纪商购买普通股票和其他金融资产时，你就是在进行非中介化。在利率高速增长的时期，当储蓄者对更高回报的要求可能超过金融中介能提供的利率时，这种现象就更易于发生。非中介化会使金融机构流失资金，如果严重的话，可能会导致资产的损失和最终的倒闭。

一个很好的非中介化例子就是在 20 世纪 80 年代到 90 年代初期间，由于那些担心他们的储蓄会损失的存款者大规模地提取资金，银行和储蓄机构损失了上 10 亿美元。虽然在非中介化的时期，中介机构被迫保持更高的流动性并减少信用担保的活动，但是没有迹象表明在这段时期金融体系中总的信贷流量有所下降。而且，特别是当利率低或下降、市场上的金融工具的风险上升时，非中介化可能反过来，资金回流到金融中介所谓的“安全天堂”——这个过程被称为再中介化（reintermediation）。

新的非中介化类型

一些权威机构宣称在最近几年中已经出现了非中介化的新形式，一些来自于金融中介自己，一些来自于它们的借款人客户。例如，一些银行近年来由于无法筹集足够的资本而出售它们的部分贷款。同时，一些较大的借款客户开始学会怎样直接从公开市场筹集资金（如通过直接融资或半直接融资），而不是从银行或是其他传统金融中介借入资金。

近几年，许多传统的金融中介，如银行和信用社，面临着试图把金融服务顾客吸引走的非金融零售业和工业公司的挑战。突出的例子包括通用电气、通用汽车、塔吉特和丰田等，它们正试图建立行业贷款公司（ILC），提供与较小的银行和金融公司类似的服务。最近，世界上最大的零售商——沃尔玛向犹他州和联邦存款保险公司申请存款保险（后来撤销）的许可，希望能建立它们自己的行业贷款公司，这一行动引发大规模的争议。争议认为这样的行为会减弱公众对金融体系的信心，同时使很多传统的金融中介倒闭。

这些新的非中介化的形式不仅使一些金融机构增长放缓，而且逐渐减少了传统金融中介在全球金融体系内总的重要性。当前在传统金融中介流动的许多资金，通过直接或半直接金融市场渠道流向了其他金融服务提供者。

2.10 银行主导和市场主导金融体系

当前许多国家的金融体系被称为银行主导型金融体系（bank-dominated financial systems），因为银行在提供信贷和吸引储蓄中扮演突出的角色。例如中国、日本、韩国、德国和东欧及西欧的其他国家，在这些国家里银行拥有所有金融机构超过一半的资产。银行主导型金融体系通常出现在小投资者权利保障不足、规则不健全、股票和债券等证券市场发展受阻的地方。在投资者没有得到充分保护、规则不健全的情况下，需要资本的人将会避开开放市场，而跟银行及

其他传统贷款者建立紧密的关系。

银行主导型系统早在几个世纪前就出现了，而当前正发生着一些变化。越来越多的金融体系正逐步转变为市场主导型金融体系（market-dominated financial systems）。在这样的体系里，传统金融中介逐渐起着越来越弱的作用。越来越多的借款者（特别是大公司）选择在开放市场销售证券（如股票和债券）来筹集所需资金。突出的例子包括英国和美国。

简而言之，早期的金融体系通常为银行主导。但是，当金融成熟程度增加，有效的法律系统出现，金融市场将变得更加由市场来主导。这样的变化在当前的西欧更加明显，在西欧，国家金融系统越来越融合在一起，跨政治边境的债务和权益资本流动更加流畅。

金融体系的这一新兴趋势是否是好的呢？没有人能肯定，但至少有限的例子表明，金融体系结构上的这种变化对于公众，特别是借款者有帮助。随着市场主导型金融体系的出现，在吸引公众储蓄方面将会有更大的竞争，储蓄者有更高的回报，贷款者之间竞争增加，更多的资金可用于贷款。有些专家认为，金融体系会变得更加稳定，所以银行部门的问题对整个体系的负面影响会减少。另一方面，如果传统的金融中介开始衰落，它们可能会更加低效，也更容易失败。希望时间能揭示，金融体系中银行减少、市场主导增加的真正好处和坏处。

本章小结

在将储蓄转化为投资的过程中货币与资本市场的全球金融体系发挥了重要的作用。在这个过程中，一种特殊的资产（金融资产）被创造了出来。

- 金融资产代表对发行要求权的个人和机构的收入和资产的要求权。三种主要的金融资产是货币、负债和权益。第四种工具是衍生品，它与金融资产密切相关，它的价值从这些金融资产中衍生出来。
- 货币在所有的金融资产中最为重要，因为货币可以作为为购买商品和服务提供便利的交换媒介，可以作为衡量所有买卖物品的价值标准，可以作为满足未来需要的价值（购买力）贮藏，也可以作为流动性（即时可支出的能力）的贮备。尽管拥有这些优点，货币也有一个弱点——易受通货膨胀（如物价水平上升）的影响，因为它的回报率往往很低。相反，被负债或是权益证券以及衍生品所代表的金融资产有更高的平均收益率，但是不像货币，它们在转换成即时可支付的资金时可能遭受损失。
- 金融体系内的金融资产是通过三个不同的渠道产生的——直接融资、半直接融资或间接融资。直接融资是指借款人（预算赤字单位，或 DBU）和贷款人（预算盈余单位，或 SBU）直接见面，操作金融资产与货币交换的业务。半直接融资是指利用经纪商或是交易商来帮助借款人和贷款人碰到一起，减少信息成本。间接融资是指金融资产由金融中介创造出来，这里，金融中介接受来自最终借款人（DBU）的初级证券作为自己的主要收益资产，发行次级证券给最终贷款人来筹集资金。
- 由于金融中介机构（如银行、养老基金、保险公司）更专业、更高效地分散贷款风险，它们今天已经发展到可以主导大部分金融体系了。
- 金融中介机构遇到的最严重的管理问题之一是非中介化——金融中介机构的资金转向直接融资和半直接融资的损失。现代中介机构所遇到的大部分非中介化是由于金融创新产生的。借款人已经发现了不需要金融中介机构就能筹集自己所需资金的新方法。然而，在不确定性高涨的情况下，这一过程可能被逆转为“再中介化”，资金从直接融资或半直接融资回流到金融中介，因为投资者要为自己的投资寻找一个“安全天堂”。
- 最后，全世界的各金融体系通常属于两种广义类别（银行主导型金融体系和市场主导型金融体系）中的一种。在银行主导型金融体系中，大部分金融资产来自于银行体系，当银行有问题时金融体系也可能会有风险暴露和增长放慢的问题。另一方面，在市场主导型金融体系中，证券经纪商和交易商是金融体系的领导者，通常向资本需求者提供最大数量的资金。因此，市场主导型金融体

系主要依靠直接融资和半直接融资（如公开市场），而银行主导型金融体系则主要依靠金融中介机构（间接融资）来筹措资本。

思考题

1. 金融资产的准确意思是什么？
2. 在金融体系的运作下金融资产是怎样产生的？
3. 详细解释一下为什么已有的金融资产总量必须总是等于未付的负债的总量？
4. 内部融资与外部融资有什么区别？
5. 当一个企业、居民或政府部门需要额外的资金时，主要有哪几种选择？当他们在不同的可能的资金来源中选择时，这些不同的经济单位必须考虑的因素是什么？
6. 创造金融资产与负债和储蓄与投资活动之间的关系是什么？为什么这些关系对你的金融和经济状况很重要？
7. 以下术语是什么意思？
预算赤字单位（DBU）
预算盈余单位（SBU）
预算平衡单位（BBU）
8. 你去年是预算赤字、盈余还是平衡单位？为什么知道这一点很重要？
9. 请解释货币是什么。在货币市场和资本市场中它主要的功能或作用是什么？在整个经济中呢？
10. 货币作为一项金融资产有什么局限吗？这些局限是什么？
11. 你能分辨通货膨胀和通货紧缩吗？它们与货币有什么关系？
12. 你想找到货币供给变化和通货膨胀或通货紧缩之间的关系吗？是什么样的关系？
13. 什么是直接融资、半直接融资、间接融资？
14. 在金融体系的演变过程中，你认为哪一个最先出现——直接融资、半直接融资，还是间接融资？你认为为什么会这样？
15. 初级证券和二级证券之间主要的区别是什么？为什么这些工具对金融体系的运转很重要？
16. 金融机构是按什么来归类或分组的？为什么这些归类或分组对我们理解不同的金融机构是做什么的和它们喜欢持有什么样的金融资产是重要的？
17. 哪个金融机构是金融体系内最大的金融机构？你为什么认为它们是最大的金融机构？
18. 影响每个金融机构持有哪种金融资产的因素是哪些？
19. 什么是非中介化？为什么非中介化很重要？近年来非中介化有什么变化？“再中介化”是什么意思？
20. 解释银行主导型金融体系和市场主导型金融体系的不同。世界上较发达经济体的金融体系结构有怎样的趋势？

参考文献

1. Bauer, Paul W. "When Is Checkout Time?" *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, September 1, 2004, pp. 1-4.
2. Beck, Thorsten, and Ross Levine. "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?" *NBER Working Papers 8982*, National Bureau of Economic Research, Inc., 2002.
3. Fitzgerald, Terry J. "Money Growth and Inflation," *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 1, 1999, pp. 1-4.
4. Gurley, John, and Edward S. Shaw. *Money in a Theory of Finance*. Washington, DC: Brookings Institution, 1960.

5. Levine, Ross. "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, July/August 2003, pp. 31–52.
6. Revell, Jack. *The Recent Evolution of the Financial System*. New York: MacMillan, May 1997.
7. Santomero, Anthony M. "The Changing Patterns of Payments in the United States," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Third Quarter 2005, pp. 1–8.