

中国金融体制改革的历史进程及战略取向

孙立行

内容提要

本文首先在系统回顾和总结中国金融体制改革与发展三十年的基础上,从金融资产结构、金融市场结构、金融产业结构以及金融开放结构的不同视角,剖析目前中国金融体制中存在的深层次的融资结构失衡问题,指出解决融资结构性矛盾适应经济的全面协调可持续发展是下一步深化金融体制改革的着力点。然后,本文详细阐述了现行发展阶段,中国并不适宜发展直接金融主导的金融体系,而是应该结合本国的特殊国情,在以间接金融主导的金融体系中引入以功能发挥为基础的“市场型间接融资”新模式,即以金融中介机构为资本市场的主要参与主体,通过开展金融创新业务,向全社会提供依托市场的专业化投融资服务的改革新理念。本文强调这一金融体制改革能否顺利进行取决于金融创新和制度建设能否并驾齐驱。最后,本文还论述了经济全球化背景下金融体制改革所面临的机遇与挑战。

中国金融体制改革的历史进程及战略取向

孙立行*

今年是我国金融体制改革三十周年。金融业作为国民经济发展的基础，其重要性决定了金融体制改革在整个经济体制改革中的特殊作用。纵观我国的金融体制改革，并没有一味地遵循国外成熟经济体的改革模式，而是在借鉴国外改革的经验教训基础上，结合我国的特殊国情，采取了建立健全独立的财政金融体系和实施金融机构的企业化改造两步走的渐进式模式。虽然，总的来说，我国的金融体制改革滞后于经济体制改革，但它基本符合了社会主义市场经济体制发展的需要，是我国从传统的计划经济体制向市场经济体制转轨初级阶段的一种必然选择。事实证明，我国渐进式的金融体制改革，既保证了转型过程中经济的快速发展，也实现了自身的改革目标。不过，我们必须看到，伴随着计划经济向市场经济的转型，金融体制中的一些深层次的问题和矛盾已开始日益凸显，阻碍着经济的全面协调可持续发展，亟待我们进一步解决。因此，回顾过去 30 年我国金融体制的改革历程，总结其中成功的经验和教训，探讨当前改革中存在的问题，明确未来的战略取向，对于下一阶段如何深化金融体制改革，更好地适应经济全球化进程的需要，落实科学发展观，确保国民经济又好又快发展具有极其重要的现实意义。

一、金融体制改革的历史进程

回顾我国金融体制改革的发展历程，大致可以分为五个阶段：起步阶段（1978-1983）、发展阶段（1984-1993）、加速阶段（1994-1997）、调整阶段（1998-2001）和改革的新纪元（2002-至今）。¹ 纵观我国金融体制的改革道路，不难发现每个阶段的金融体制改革都是为了解决在推进向市场化经济体制转轨过程中所遇到的各种问题。换句话说，市场经济的发展催生了金融体制改革的需要，而金融体制改革的实施反过来又促进了市场经济的发展。经过三十年的金融

本研究得到上海市哲学社会科学基金(项目批准号:06BJB021)资助。

*上海社会科学院世界经济研究所。电子邮箱: sunlixing@sass.org.cn

¹ 附表系统总结了我国金融体制改革的各个阶段的背景、主要改革措施及其金融发展的标志性事件。

体制改革，我国不仅初步形成了与社会主义市场经济发展相适应的金融体制框架，基本确立了现代金融基础（图 1），而且在金融机构、金融市场、金融产品、融资结构的多样化以及金融宏观调控体系和金融监管体制的专业化方面取得了突破性进展。具体表现在以下几个方面：

在金融机构方面，从改革前集监管者与经营者于一身的中国人民银行一家独统的局面，发展为以中国人民银行为领导、政策性金融和商业性金融相分离、以工行、中行、建行、农行等四大国有商业银行为主体、13 家股份制商业银行、民营银行、外资银行以及券商、保险、基金、信托和农村、城市信用合作社等非银行金融机构、财务、租赁、汽车等金融公司、小额信贷公司为代表的民间非正规金融机构在内的多种金融机构并存的现代金融机构体系。

在金融市场方面，从改革前基本空白的金融市场发展成由银行间同业拆借市场、票据市场、外汇市场、股票市场、债券市场和期货市场等组成的较完备的多层次金融市场体系。

在金融产品方面，从改革前单一的储蓄产品演变为日趋多样化的金融产品。不仅出现了包括储蓄、股票、债券、基金和保险等多种投资理财金融产品，而且还产生了以利率、货币、债券、商品及贷款等为基础资产或标的物的金融衍生产品。

在融资结构方面，从改革前依赖计划主导的财政融资手段拓展为除依靠内部利润留存资金以外，以银行主导的间接融资为主和以基于 IPO 上市的股权融资及基于企业债、公司债发行的债权融资构成的直接融资为辅的多种融资渠道。另外，近年来 FDI 及境外资金、民间信贷也逐渐成为了企业融资的又一渠道。

在金融调控体系方面，中国人民银行从改革前统揽一切金融业务的“大一统”的金融机构转变为专门行使负责制定和实施货币政策，对金融业实施监督管理和宏观调控职能的中央银行。伴随着金融市场体系的建立和完善和金融产品的日趋多样化，央行货币政策的操作手段逐渐由过去的贷款规模直接控制为主转变为运用多种货币政策工具调控基础货币为主，一套完整的金融间接调控机制已基本确立。另外，中国人民银行属下的国家外汇管理局的设立，极大地推动了我国外汇管理体制的改革进程。

在金融监管体制方面，从改革前的计划经济体制和“大一统”的金融体制，

到由中国人民银行、银监会、证监会和保监会组成的“一行三会”的金融监管体制格局的形成。这种分业监管体制不仅使金融监管更加专业化，而且避免了过去货币政策与监管政策在同一平台上存在的角色冲突的问题。它为我国金融体制改革提供了制度上的保障，并在金融体制改革进程中起到了维护国家金融稳定的作用。

总之，经过三十年的金融体制改革，我国金融业的整体实力不断增强，金融业在发挥投融资功能、促进国民经济发展方面正发挥着越来越重要的作用。从1978年银行存款只有1100多亿，到2007年底，我国金融业总资产达到77.39万亿元；²金融资产占GDP的比重已由1978年的30%左右跃升至2007年的3.4倍。³尤其是银行业金融机构的资产规模迅速扩大，盈利能力明显提高。截至2007年底，中国三大国有商业银行已跻身全球前四大银行行列，其中中国工商银行凭借3400亿美元的市值成为世界第一大银行。中国建设银行排名第二，中国银行排在汇丰银行之后位列第四。⁴

不仅如此，金融体制改革推动了我国金融业的对外开放，反过来对外开放又进一步促进了金融体制改革。我国的对外开放是在金融体制改革进程中逐步向前推进的。我国金融业从闭关自守到2006年12月11日正式对外资全面开放，正是改革开放的一个“水到渠成”之举。改革开放的双轮驱动推动了我国金融融入全球化的进程，增强了国内金融业在国际金融体系中的地位和影响力，为我国迈向“金融大国”奠定了基础。

虽然，迄今为止，我国金融体制改革取得了重大进展，但是，应该清醒地看到目前金融体制改革还处在初级阶段。这集中反映在一方面我国金融资产规模在迅速积累，但另一方面金融体系的内部效率却没有得到明显提高。衡量金融体制改革成就并不只是规模的扩张，而更重要的是效率的改善。只有提高金融体系的效率，才能有效地动员资本、配置资本，从而更好地服务于经济发展。目前我国的金融体系在结构布局、制度建设等方面还存在不少固有的问题，阻碍了其金融资源有效配置的功能发挥，从而难以适应党的十七大报告提出的落实科学发展观，加快经济发展方式的转变，实现国民经济又好又快发展的战略需要。

² 资料来源：2008 中国金融稳定报告。

³ 资料来源：中国人民银行研究局副局级博士李德先生在2008年4月在北京召开的第四届中国金融（专家）年会上的讲话。

⁴ 资料来源：世界著名咨询机构波士顿咨询集团最新发布的《世界银行实力研究报告》。

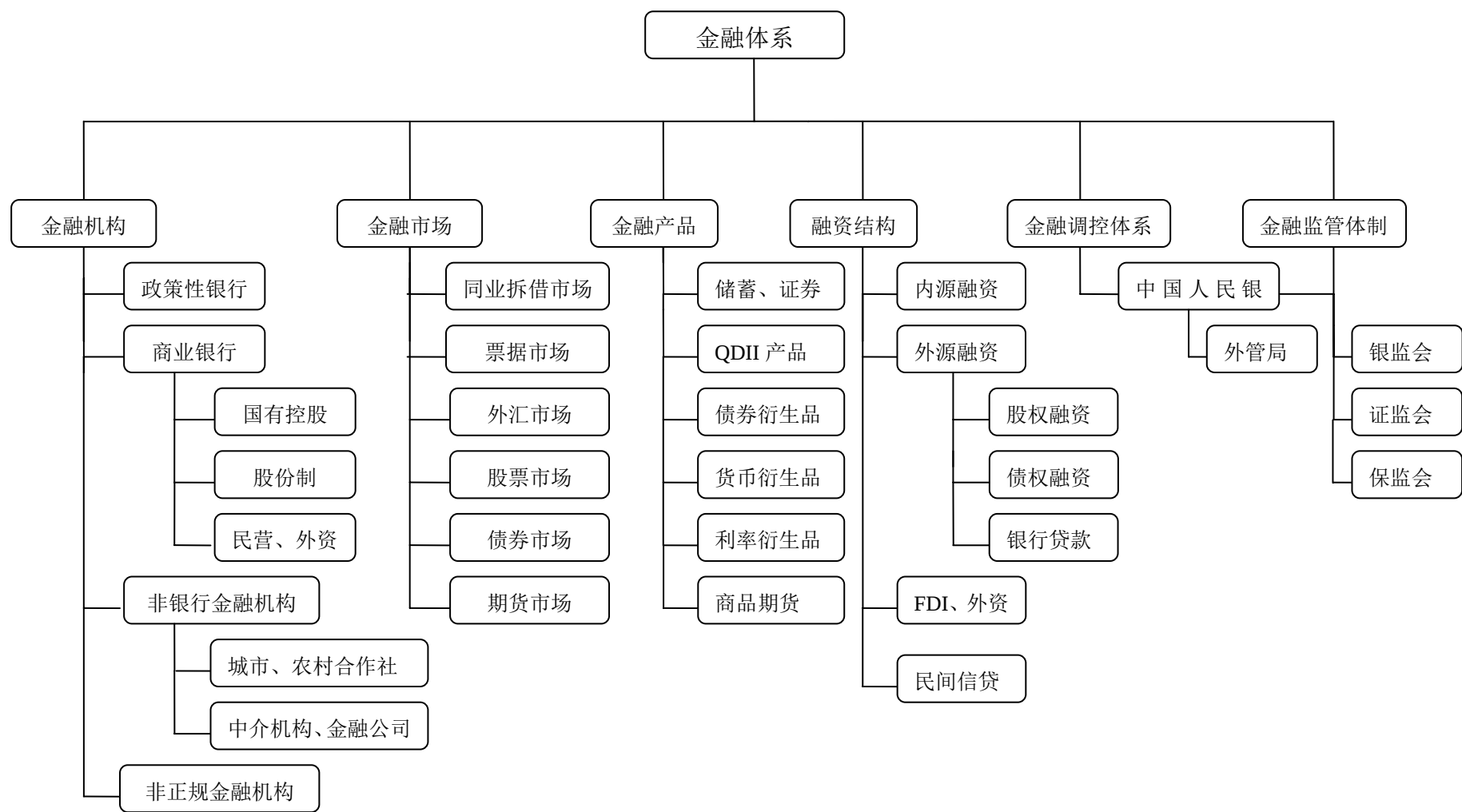


图 1 中国金融体制框架

二、金融体制改革的战略取向

一国的金融体系的形成、发展变化是由该国所处的经济发展阶段、金融产业和市场发展状况以及经济管理体制模式等众多影响因素约束下形成的一种结果。由于各国经济发展所处的历史环境及发展历程不同，其形成的金融体系也不同。在不同国家的金融体系中，金融市场的直接融资和以银行为中介的间接融资的相对地位和作用不同。就我国的金融体系而言，银行主导型特征十分显著，银行体系在资源配置中起到了举足轻重的作用。从金融体制改革的历史进程中不难发现这一体系的形成是基于我国的基本国情，适应了我国的社会主义市场经济体制发展的需要。改革开放 30 年来，我国的经济高速发展，年均增长率接近 10%，是全球经济增长最快的国家之一。经济的高速增长需要投入大量资本，间接融资不仅能够很好地吸引社会储蓄资金，而且可以利用银行体系的货币创造功能，更大程度地满足企业的投资需求。因此，我国的银行主导型金融体系在推动经济高速发展中的贡献功不可没。

当前，我国经济正在步入一个新的发展阶段，这一新阶段所出现的矛盾和挑战，在已有的发展方式空间内，是难以包容和应对的。经济发展方式的转型势在必行。但是，我国目前的金融体制改革仍然明显滞后于整个经济体制改革的进程。金融体系结构的滞后发展和不合理性导致了金融资源配置的低效性，制约了经济结构的调整和优化，从而阻碍了经济发展目标的实现。因此，优化金融结构，最大程度地实现金融资源的有效合理配置是我国金融体制改革的战略取向。其中，解决融资结构性矛盾应是下一步深化金融体制改革的着力点。

1. 融资结构的现状

融资结构综合反映了整个社会资金配置的状况，是金融结构的重要内容之一，不同融资结构下融资功能和效率的差异直接影响着一国的金融发展和经济发展。融资结构是金融资产结构、金融市场结构、金融产业结构、金融开放结构等其他金融结构的综合反映，融资结构的优化调整与其他金融结构的优化调整息息相关，融资结构的优化进程必然受制于其他金融结构的优化进程。因此，从下面

不同视角的金融结构特征分析中就不难发现我国目前的融资结构存在着不同层次的结构性失衡和固有的缺陷。

第一，金融资产结构的分析。在我国的金融资产结构中，银行资产占整个金融资产总量的 63%，股票资产占 31%，而债券资产仅占 6%，其中公司债只占 1%（图 2）。这反映出我国目前的企业融资绝大部分是通过银行体系而间接融资的。资本市场整体规模偏小，直接融资比例较低。而且，资本市场的发展极不平衡，债券市场的发展严重滞后于股票市场，公司债的发行更是处在起步阶段，债券融资还远没有成为我国企业的融资手段之一。⁵而发达国家美国和英国的金融资产结构呈现出直接融资成为两国企业外部资金主要来源的特征。尤其是美国资本市场的金融资产比重高达 82%，其中，发行公司债已成为企业最主要的融资手段，股票融资为其次，但其融资功能也远大于银行体系的信贷融资。但同为发达国家的日本却表现出与我国相似的金融资产结构，即银行体系一直占据着金融体系的主导地位。不过，其债券资产的比重超过了股票资产，而且资本市场的金融资产比重也已超过了银行体系。韩国虽然与中国同为发展中国家，但目前的金融资产结构形式与美英发达国家大同小异。银行资产只占整个金融资产总量的 25%。可见，韩国近年来资本市场的发展显著，直接融资正发挥着越来越重要的作用。

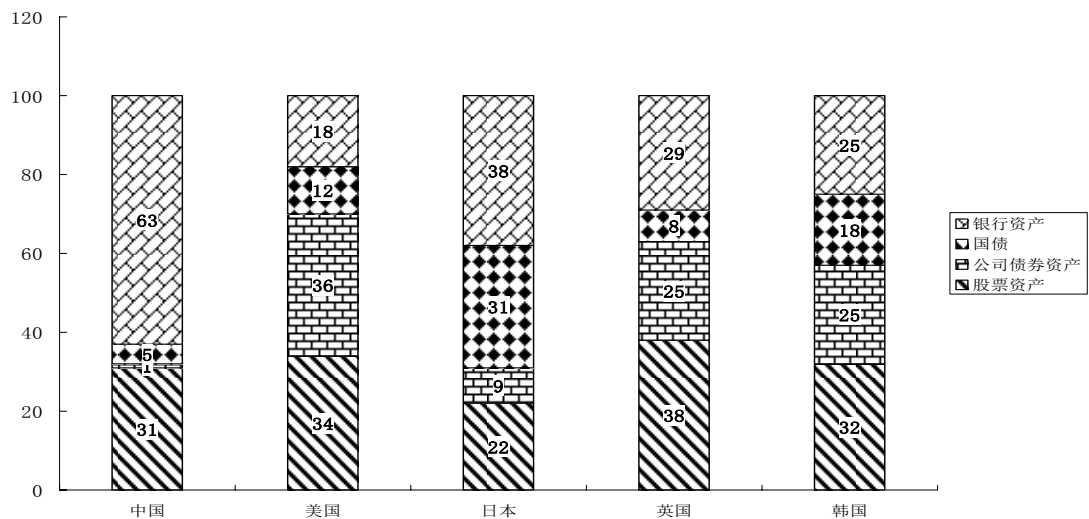


图 2 金融资产结构国际对照表

资料来源：《中国资本市场发展报告》，中国证监会，2008 年 2 月。

⁵公司债市场的发展不仅有利于提高本国金融体系资源配置的效率，而且也大多数企业特别是资信好的大企业提供了相比银行信贷成本更低的债务融资渠道，继而为广大中小企业提供了更多获得银行信贷的可能性。制约目前中国公司债市场发展的因素有很多，如发行方式和发行利率非市场化，审批程序的繁琐，缺乏独立可信的信用评级机构以及市场运作效率和监管效率低下等。

第二，金融市场结构的分析。我国目前金融市场结构的缺陷集中反映在直接融资与间接融资之间的比例失衡以及上述的股票市场与债券市场之间的结构失衡。首先，目前我国企业的外源性融资主要来源银行信贷的间接融资。虽然自2004 以来我国股票市场在经历了国有企业的股份制改革以及股权分置改革以后有了迅速的发展，股票融资的比例有了很大的提高，境内股票筹资额与银行贷款增加额的比率由2004 年的4.49%提高至23.21%（图3），同期的资产证券化率也由23.18%跃升至131.10%（图4），但是，2007 年，我国非金融企业的直接融资仅占企业外源性融资总额的21.1%，其中，股权融资为13.1%（图5）。其次，与股票市场的快速发展相比，债券市场的严重滞后已阻碍了我国资本市场的健康发展。2007 年，我国债券市场相对于股票市场的规模为27%，远低于美国的142%、日本的179%、英国的87%、韩国的136%等海外成熟市场水平（图6）。同期，我国债券市场资产总量的GDP 占比为35.3%，而美国、日本、英国及韩国均超过100%（图7），其中，公司债市场相对GDP 的规模仅为1.5%，与美国的125.7%、日本的38.2%、英国的17.2%以及韩国的61.9%更是无法相提并论（图8）。

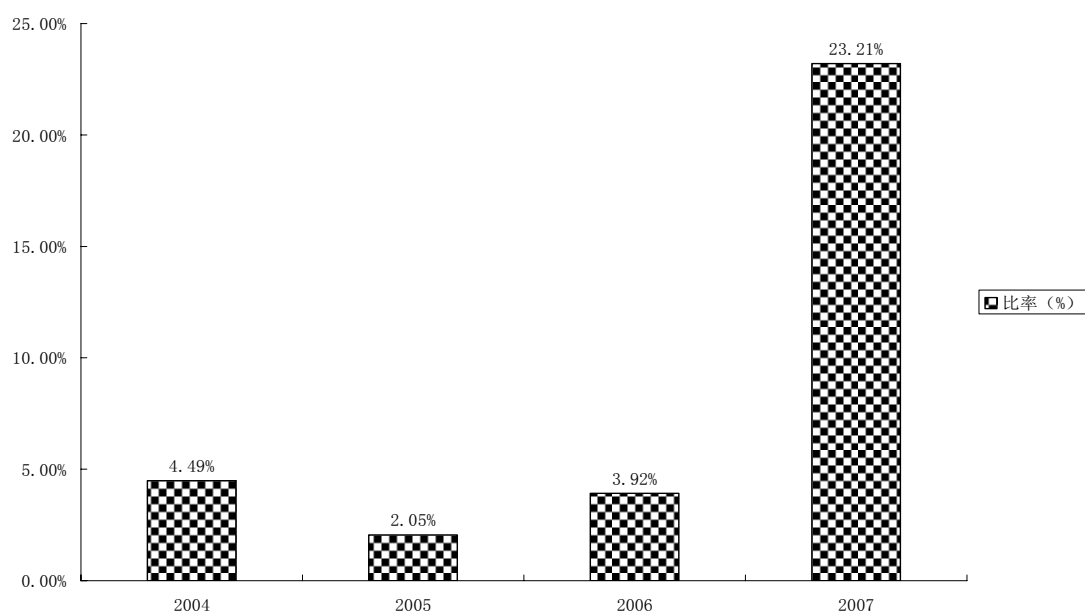


图3 境内股票筹资额与银行贷款增加额的比率

资料来源：《2007 中国金融稳定报告》，中国人民银行，2008 年。

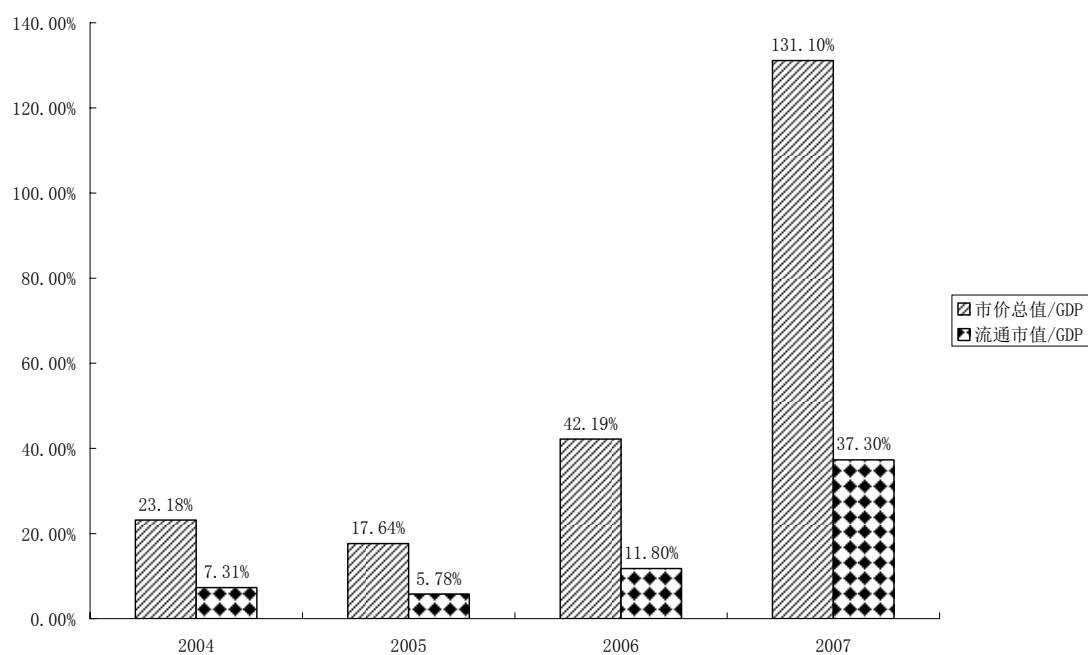


图4 资产证券化率

资料来源：同上。

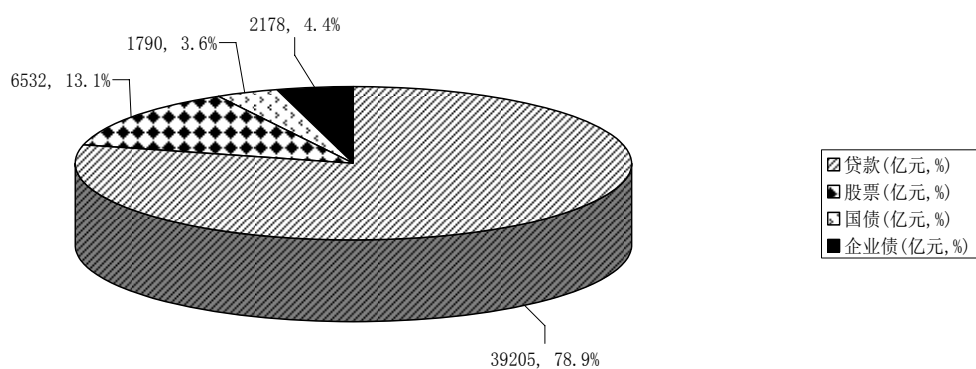


图5 2007年非金融企业的外源性融资情况

资料来源：《2007年第四季度中国货币政策执行报告》，中国人民银行，2008年。

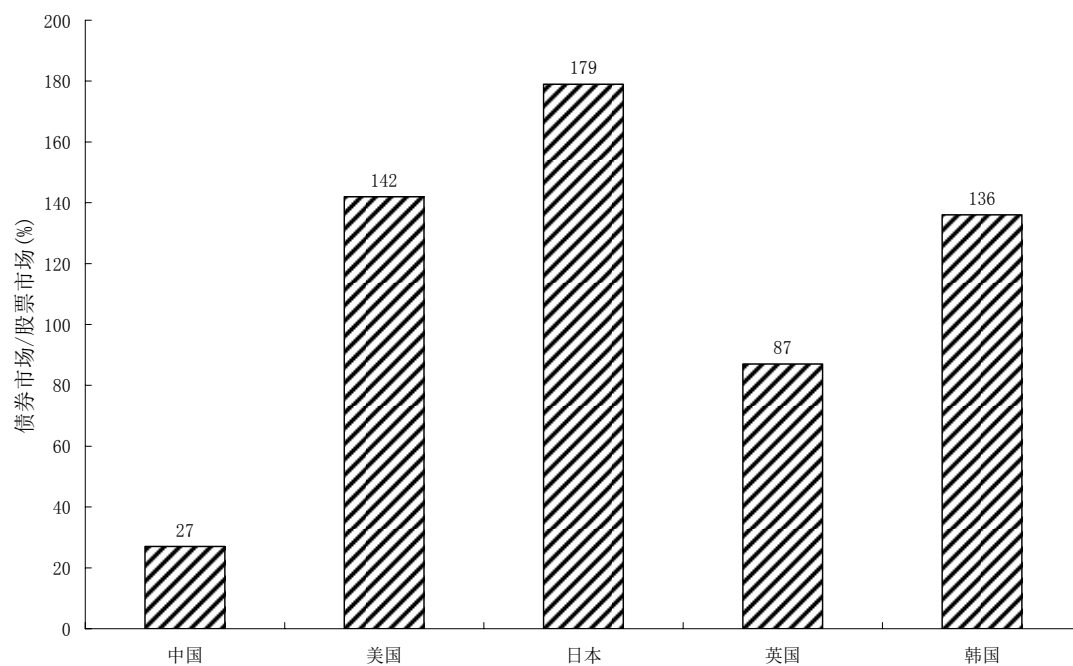


图 6 债券市场与股票市场相对规模的国际对照图

资料来源：《中国资本市场发展报告》，中国证监会，2008 年 2 月。

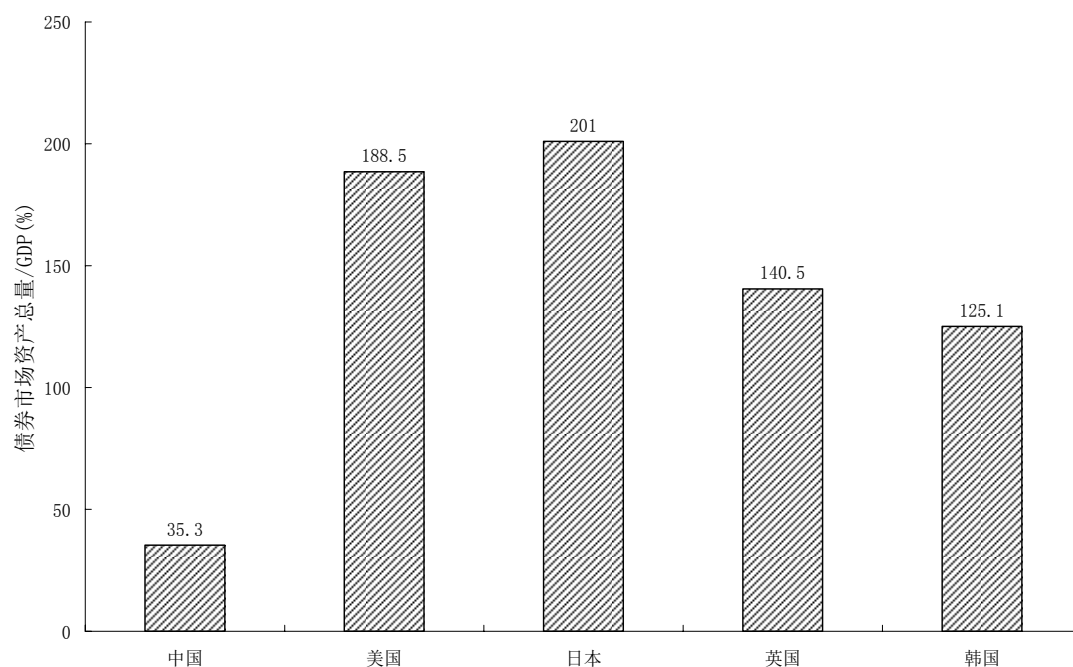


图 7 债券市场相对于 GDP 规模的国际比较

资料来源：同上。

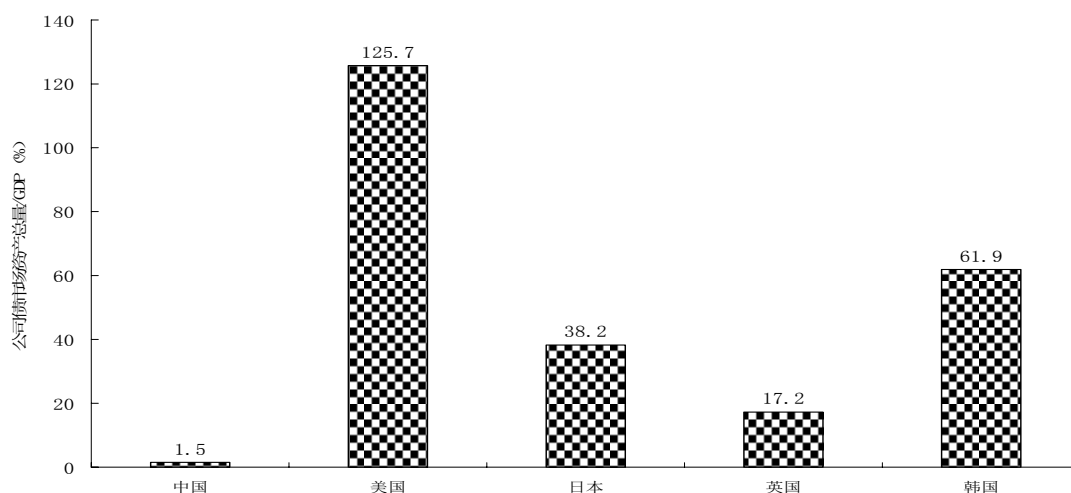


图8 公司债市场相对于 GDP 规模的国际比较

资料来源：同上。

第三，金融产业结构的分析。从 2007 年我国金融业资产总量的构成来看，同样可以发现，银行业的资产规模最大为 52.60 万亿元，占全部金融机构总资产的 68%，而证券业、保险业的金融资产占比仅分别为 6.4%和 3.7%（图 9）。再从银行业的机构类型来看，国有商业银行占据绝对主导地位，资产规模占比达到 53.3%，其次为股份制商业银行（13.8%）、农村金融机构（10.6%）、城市商业银行（6.4%），其他银行业金融机构的比重合计为 16.0%（图 10）。与资产结构相对应，国有商业银行的贷款市场份额接近 50%，占据着贷款市场的垄断地位，而股份制商业银行、农村金融机构、城市商业银行的市场份额明显偏低（图 11）。

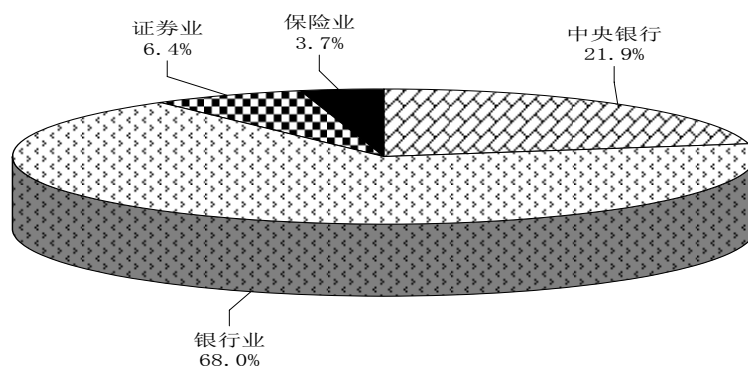


图9 2007 年金融业资产结构简图

资料来源：《2007 中国金融稳定报告》，中国人民银行，2008 年。

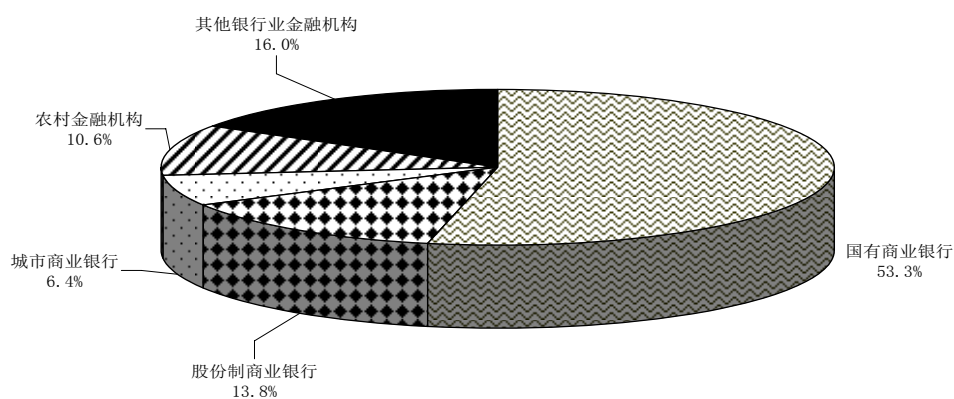


图 10 2007 年银行业金融机构的资产结构

资料来源：同上。

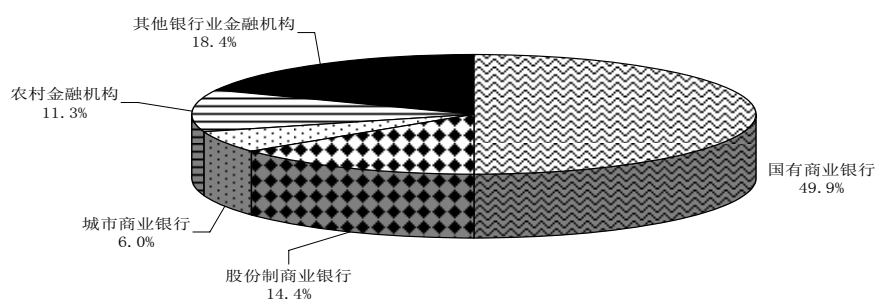


图 11 2007 年银行业金融机构的贷款市场份额

资料来源：同上。

第四，金融开放结构的分析。近年，伴随着我国金融市场的全面对外开放，在华外资银行的发展迅速，无论是金融资产规模还是贷款市场份额都有明显的提高。截至 2007 年末，在华外资银行资产总额约合人民币 12525 亿元，占全国金融机构资产总额的 2.38%，比 2004 年增加了 0.54 个百分点（图 12）；同期，外资银行的人民币贷款新增额在整个银行业金融机构的贷款新增总量中的比重也

从 2006 年的 3.1% 上升至 4.9%，增幅虽最大，但与其他金融机构相比，新增贷款额的市场占比却仍为最小（图 13）。另外，截至 2007 年 11 月末，我国固定资产投资资金来源组成中，利用外资（包括外商直接投资）的比重仅为 3.5%，远低于国内贷款的 16.8%（图 14）。

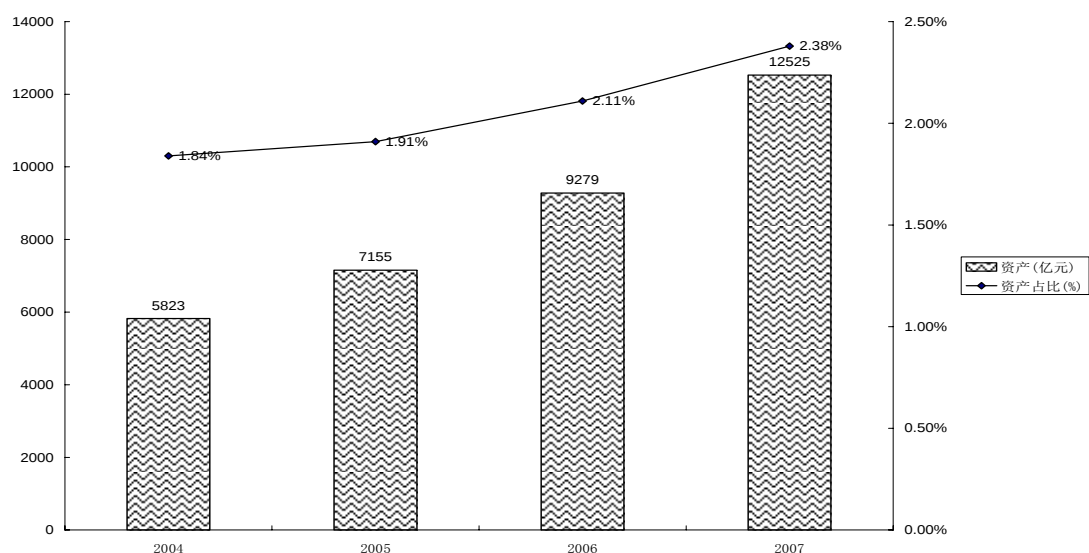


图 12 在华外资银行资产发展状况

资料来源：《中国银行业监督管理委员会 2007 年年报》，中国银监会，2008 年。

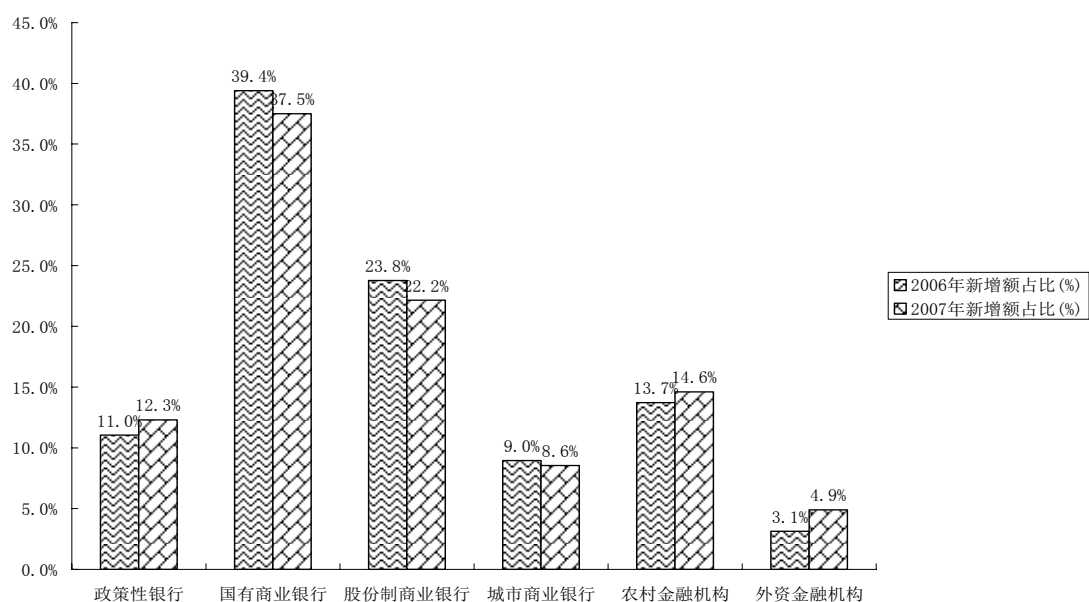


图 13 2007 年金融机构人民币贷款情况

资料来源：《2007 年第四季度中国货币政策执行报告》，中国人民银行，2008 年。

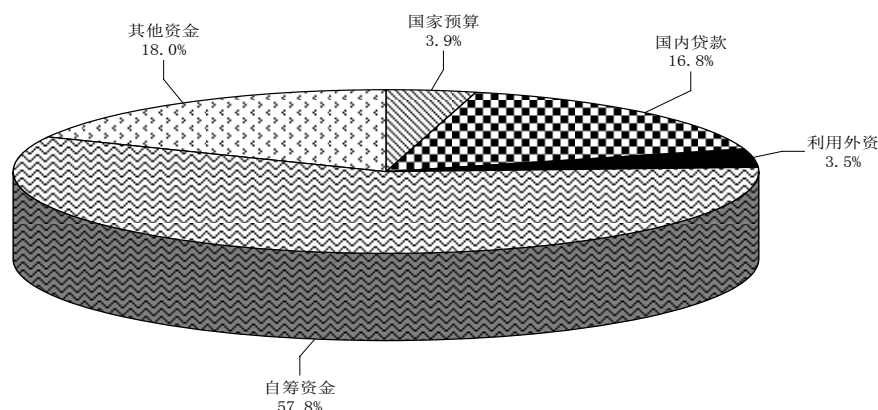


图 14 固定资产投资资金来源

资料来源：CEIC 数据库。

综上所述，我国目前的融资结构以银行体系为主导，企业的外源性融资主要来源于银行信贷，国有商业银行在信贷市场占据垄断地位，中小银行及外资银行等其他金融机构的信贷规模还非常有限。这样的金融体系，一方面导致了信贷风险向银行部门集中，信贷资源明显向国有企业倾斜；另一方面，由于国有商业银行存在政府的“保护伞”，因而容易产生道德风险，即片面追求高风险高回报的非生产性投资项目，影响了资源配置的有效性。这一结构性缺陷具体反映在目前我国信贷资金的投放结构上。首先，在 2007 年金融机构人民币短期贷款余额的 11.45 万亿元中，乡镇企业的贷款余额为 0.71 万亿元、三资企业的贷款余额为 0.21 万亿元、私营企业与个体贷款的余额为 0.35 万亿元，分别只占整个短期贷款余额的 6.2%、1.8%和 3.1%；其次，在同期的金融机构各项新增中长期贷款中，个人贷款占 29.5%，制造业贷款占 21.9%，房地产业贷款占 9.0%，交通运输、仓储和邮政业贷款占 8.9%（图 15）。其中，房地产贷款在金融机构人民币各项贷款中的占比快速增长。截至 2007 年末，全国商业性房地产贷款余额为 4.8 万亿元，比年初增加 1.1 万亿元，增长 30.6%，增速比 2006 年提高了 8.5 个百分点。同时，以个人住房贷款为主的个人中长期消费贷款也增长较快。从地域差别来看，全年新增个人中长期消费贷款比重依次为东部地区的 27%，东北地区的 25%，中部地区的 22%以及西部地区的 16%。随着中长期贷款占比持续攀升使金融机构资

产负债期限结构错配即短借长贷的问题变得更为突出，由此加剧了产生流动性风险和利率风险的可能性。第三，信贷资金主要投向了东部沿海地区。2007 年东部地区的短期、中长期及外币贷款占全国的比例分别为 62.0%、60.1%和 86.7%，远高于其他地区（图 16）。不过西部地区的贷款增速要高于东部地区，尤其是西部地区资金运用的长期化趋势更为突出。⁶

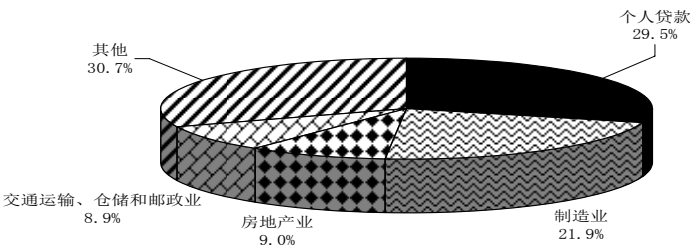


图 15 2007 年金融机构贷款的行业分布结构

资料来源：《2007 中国金融稳定报告》，中国人民银行，2008 年。

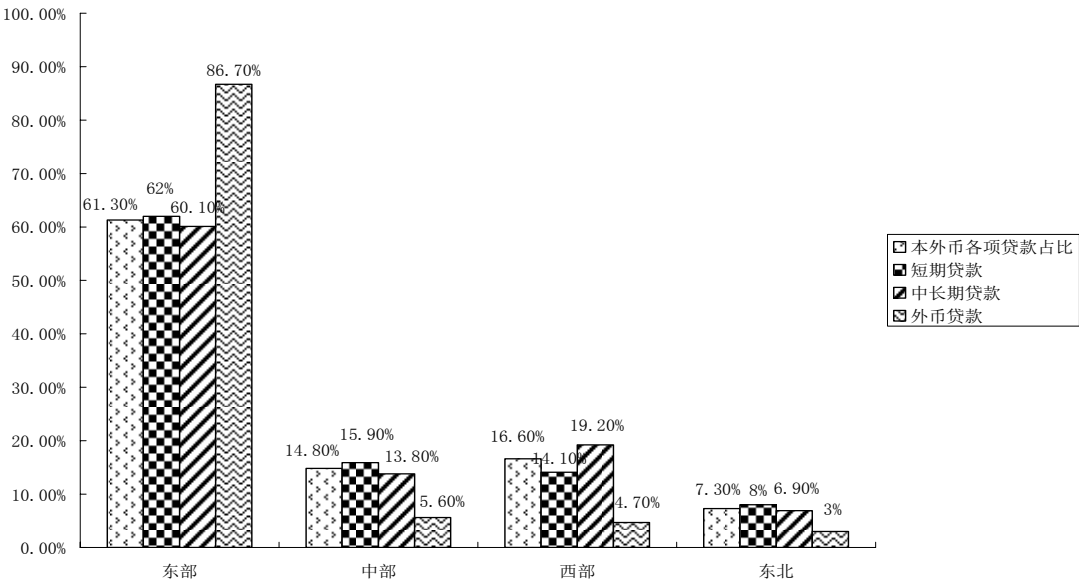


图 16 2007 年金融机构贷款的地区分布结构

资料来源：《2007 年中国区域金融运行报告》，中国人民银行，2008 年。

⁶ 2007 年，西部地区新增人民币中长期贷款为新增人民币短期贷款的 3.1 倍，而在东部、中部和东北地区，该比例仅分别为 1.3、1.6 和 1.9 倍。

因此，优化融资结构、提高融资效率是当前深化金融体制改革的重中之重。只有调整 and 改革我国的融资结构，降低融资活动的成本，提高金融资源配置的有效性，才能改变目前面临的货币流动性的总体过剩和局部短缺的失衡现象，即相对于东部地区的“流动性过剩”与中西部地区的“流动性短缺”以及国有大中型企业的“资金相对过剩”与高新技术及创新型中小企业的“资金相对不足”的局面，从而促进经济结构的优化，实现国民经济的科学发展。

2. 融资结构的优化

(1) 融资结构的选择

我国应该选择怎样的融资结构？是选择发达国家的以直接融资为主的市场型融资结构，还是另寻一条折中的道路呢？这是一个值得认真探讨的问题。我们应该认识到中国经济现在还处在由计划经济向市场经济转轨时期，对于“新兴加转轨”的中国经济而言，我们认为现阶段采取以市场型直接融资为主的融资结构与中国实际还有很大的差距，不仅难以进行有效操作，而且也不是一个最佳选择。

首先，由于我国长期实行的是高度集权的计划经济体制，资源配置是通过计划而实现的，融资活动也是通过计划而实现的，所以，尽管改革开放后，金融资源的市场化配置程度不断提高，但计划体制上的惯性依然被保留。政府依然在间接融资型的金融体系中主导着国有商业银行的贷款活动，银行贷款基本上是按照政府的意志向国有大中型企业倾斜。虽然这导致了相当程度的融资效率损失，但是，却换回了金融体系的相对稳定性，确保了计划经济的市场化改革的顺利推进，满足了我国经济在转轨初期的发展需要。事实证明，我国政府通过制定合理的信贷政策，依靠间接融资渠道，引导资金投向了亟需发展的重点产业和重点领域，实现了我国经济的跳跃式发展。目前，我国经济还处在向市场经济转轨的时期，市场调节机制还未完全建立并有待不断完善，仍然需要依靠政府的力量来帮助完成经济结构的调整，并且通过政府的适时宏观调控政策来促进经济增长。

其次，在中短期内选择以直接融资为主的融资结构的条件尚不具备。由于我国的资本市场发展的时间不长，尚未建立可信度高的信用评级制度、缺乏健全的相关法律体系和会计、审计制度、企业信息披露制度以及企业的现代公司治理结

构还很不完善。这些极不规范的因素严重影响了资本市场的融资效率。而且，目前的我国资本市场仍以个人投资者为主，投资者素质较低，投资行为受情绪起伏影响较大，再加上缺乏有效规避市场风险的金融衍生产品，致使直接投资容易产生较大的盲目性和投机性，加剧了资本市场的波动程度，从而妨碍了企业的正常股权融资功能。⁷在这种情况下，直接融资发展过快将会造成很大的风险。另外，我国证券市场自建立之初的目标就非常明确，是为国有企业改革和发展筹集资金。虽然，中小企业板的开设为中小企业提供了股权融资的渠道，但企业上市的门槛较高，截至 2007 年 12 月末，中小企业板上市的企业为 202 家，与主板上市的国有企业数量无法相比。因此，目前的资本市场与银行体系的功能相近，即主要为国有经济提供金融支持。

第三，不同的融资结构在发挥金融功能、促进经济增长方面各具有优势和劣势，因而，不能简单地以一种结构取代另一种结构，而是应通过将金融中介和金融市场在完善金融体制下的有机融合，来最大限度地发挥金融体系的各项基本功能。相对而言，市场主导型的金融体系体现了融资结构的“效率”，而银行主导型的金融体系则体现了融资结构的“稳定”。一方面，在直接融资体系，对投资项目的评估反映在市场的价格上，所有的市场投资者都能获得相关的价格信息。资本市场在具备了完善的法律体系、税收制度、会计准则和清算标准以及其他的制度保障的条件下，市场的价格发现机制就能正常运行，从而促进了资源的有效配置。不过，这会产生“搭便车”的问题，使得个体投资者不愿意花费成本去研究上市企业，也是造成上述的投资的盲目性和投机性的原因之一。不仅如此，通过股票市场融资无法提供有效的公司治理，对于广大个体投资者而言，无法拥有上市企业内部的更多信息，这种信息不对称将直接影响到他们的合理投资行为。另一方面，在间接融资体系，商业银行起着从投资主体筹集资金再把资金配置给融资主体的资金中介职能。由于商业银行具有相对有效的信息生产和公司治理功能，对融资主体的贷款申请、资金使用、还款，都实施了审核和监督。因而缓解了投融资主体间存在的严重信息不对称和监督技术问题。再加上商业银行往往受到中央银行的监管和保护，因而，投资主体的资金回报比较稳定可靠。不仅如此，相对集中的银行业市场结构和大银行的规模经济效应有利于企业融资的稳定性。

⁷ 2007 年股票市场的投资者结构中，个人投资者占 51.3%，证券投资基金占 25.7%，一般机构投资者占 16.6%，其他包括社保基金、QFII、保险公司、企业年金等所占的市场份额仅为 6.4%。

不过，由于缺乏价格信号，不利于资金流向新的、有收益的投资项目，妨碍了企业的创新。尤其在我国，长期以来政府控股的国有企业受到了国有商业银行信贷配给的“特殊照顾”，这也是导致间接融资体系的资源配置效率低下的主要因素。

总之，建立一个平稳与效率兼顾的融资结构，才是转轨时期我国金融体制结构改革的战略取向。具体而言，只有通过间接融资模式和直接融资模式的有机融合，取长补短，才能一方面确保我国的高储蓄能顺利转化为生产性投资，另一方面也能同时实现储蓄流分配的有效性，从而化解目前我国金融体系存在着的转化投资的高效率与资源配置的低效率之间的突出矛盾。

(2) 市场型间接融资

随着近年经济全球化程度的不断提高以及对由此可能产生的金融危机本质认识的不断加深，开放经济条件下的金融体制改革问题的研究已越来越引起各国学者和政府决策部门的高度重视。有关开放经济条件下金融体制改革问题的国内外前期研究主要集中在以下三个方面：

首先，金融资源配置的效率和经济增长之间的互动作用在大量的国别案例和相应的经验分析中得到了普遍的认证。它被认为是推动各国金融体制改革的最大动力之一(Allen and Gale, 2004, 钱小安, 2004)。

第二，很多研究表明，不同的金融体系具有不同的比较优势和比较劣势，无法验证那种金融体系(美英为代表的资本市场主导的金融体系和德日为代表的银行主导的金融体系)更能推动经济的发展(Demirguc-Kunt and Levine, 2004)。这主要是因为无论哪种金融体系（银行主导或市场主导）都会面临抑或流动性不足、风险分担能力的限制和金融机构的内部管理效率欠缺；抑或信息不对称、投融资主体的利益冲突和价格泡沫等问题（Merton and Bodie, 2005）。

第三，在缓解上述问题的金融体制改革过程中，“效率”和“稳定”这两大目标的把握在经济转型国家中就更加富有挑战性(La Porta, et al., 2002)。因为，一方面，金融压抑虽然在一段时间内能维持金融体制的“稳定”，掩盖上述金融资源配置过程中所遭遇的问题，但是却会抑制金融发展和经济增长(卢峰等, 2004)；而另一方面，一味追求金融体制的“效率”，不注意经济发展水平的约束和不讲究金融创新所需要的制度保证，这样的金融体制改革也会在金融自由化的

进程中导致惨痛的金融危机(吴敬琏, 2002; 易纲等, 2002)。

由此可见,我国金融体制改革的方向没有明确的可效仿模式。传统的金融体系,无论是市场主导的直接融资体系还是银行主导的间接融资体系,在支持企业的成长和创新方面都越来越暴露出它们固有的缺陷:

在以市场为主导金融体系的国家,各个投资者由于风险偏好的程度不同,风险规避者和风险爱好的投资者很容易在资本市场上找到自己的金融资产来平滑未来的消费。但是,介于这两者之间的投资者就可能因为找不到自己合适的资产而远离资本市场或委曲求全选择较低比例的金融资产来投资,这就会造成资本市场的流动性不足而大大的增加企业的融资成本;另一方面,优秀的中小企业(中坚企业)因为收益和风险无法与资本市场上现有的资产保持一致,所以进入资本市场融资的成本就要高于其他形态的企业,从而阻碍了它们健康的成长(图 17)。

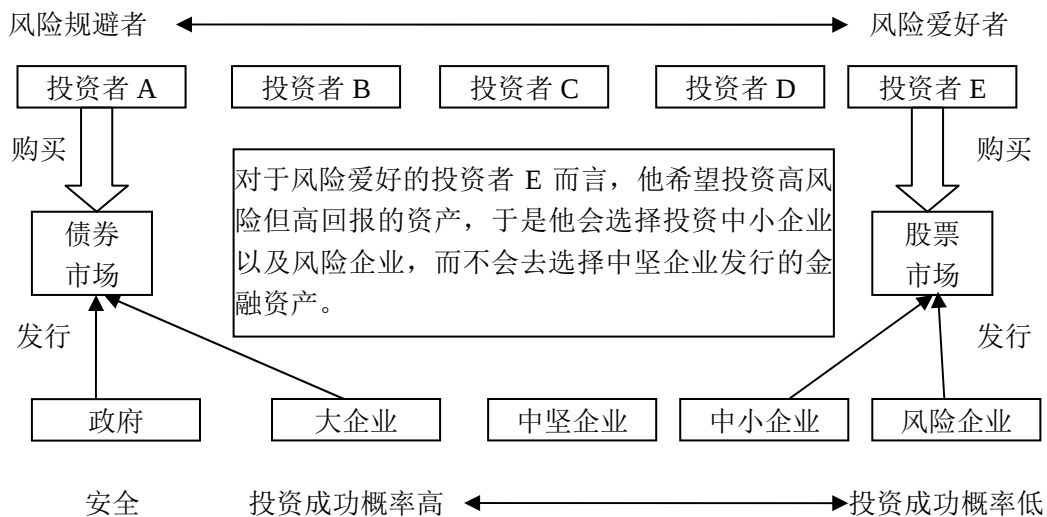


图 17 直接融资

在以银行主导金融体系国家,所有的投资者不用去关心风险的大小而委托银行去统一管理,这样由于存在信息不对称、期限不匹配等固有的问题,银行危机就很有可能爆发。但是,如果银行发挥自己信息生产和资产负债的管理能力,那么中小企业和风险投资企业因为没有充分的担保和信用能力就很有可能得不到融资,再加上企业在形成和成长期,融资规模小且具有多种特殊的风险因素,银行体系在为其提供金融支持时无法发挥规模经济的效应,并不能像大企业那样低成本地解决风险控制问题,从而阻碍了中小企业的发展和成长(图 18)。

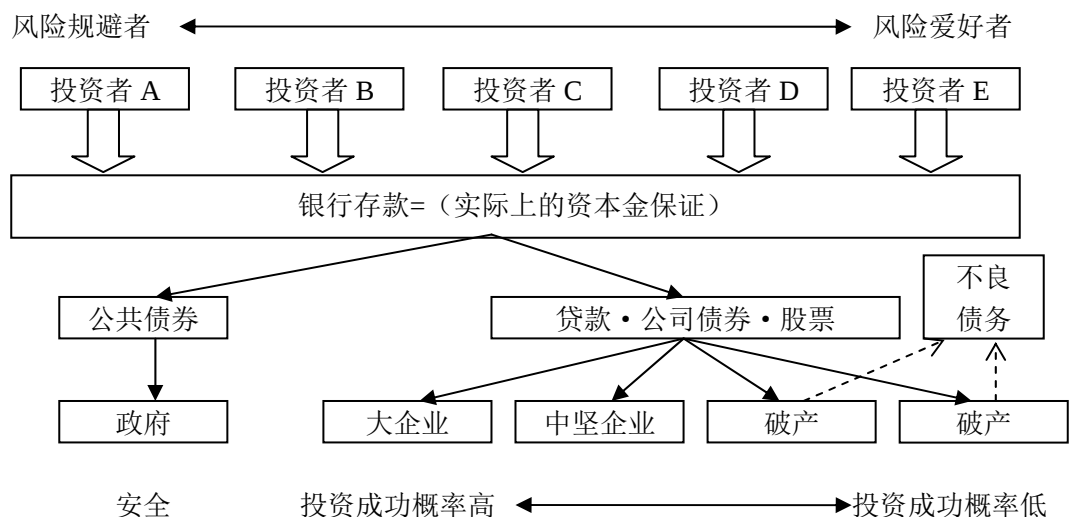


图 18 间接融资

基于上述分析，我们认为中国金融体制改革不能简单地从间接融资模式过渡为直接融资模式，而是应该结合本国的具体国情，在以间接融资主导的金融体系中引入以市场功能发挥为基础的新型融资模式-----市场型间接融资。⁸即在市场服务体系下依靠专业的金融中介实现金融资源的最优配置（图 19）。

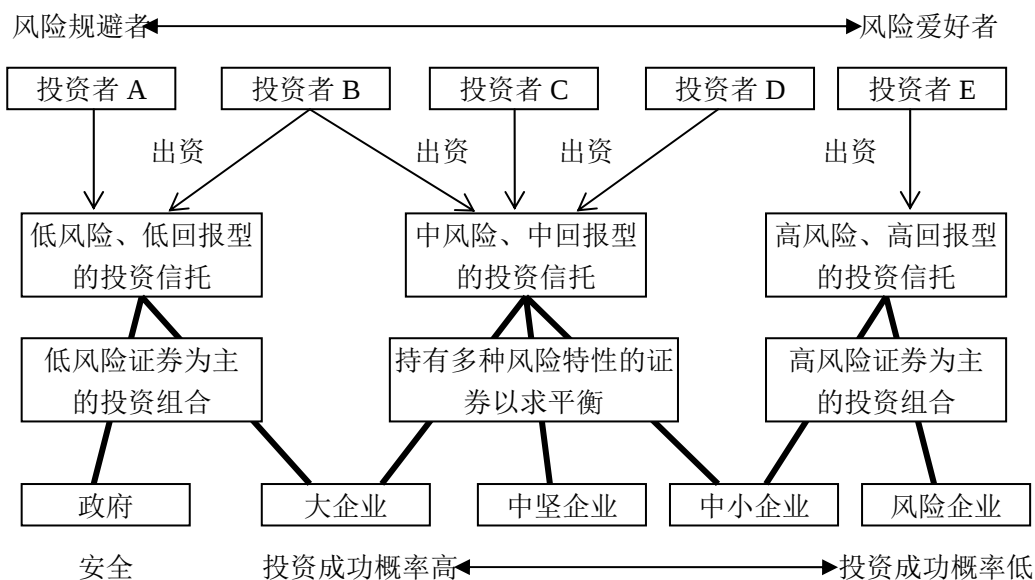


图 19 市场型间接融资

资料来源：图 17-图 19 由作者编辑

⁸ 日本学者蠟山昌一（2001）提出了市场型间接金融的概念。

由图可见，市场型间接融资体系包含从资金提供者到资金使用者之间的一个多层次的结构。具体而言，第一层是连接投资主体和金融中介机构，即投资者根据自己的风险偏好出资给不同的金融中介机构；第二层是连接金融中介机构和资本市场，即金融中介机构代理广大投资者参与市场投资；第三层是连接资本市场和融资主体，即企业通过资本市场获得所需资金。这一新的融资体系不仅可以解决通过金融中介机构的专业服务来解决直接融资面临的资金需求者与资金供给者之间的信息不对称以及资金投资者对资金需求者缺乏有效监管等问题，而且还使间接融资中银行所承担的全部金融风险分散给所有的资金投资者来共同承担，同时，又能较好地满足投融资主体的各种不同需求。因而，它比间接融资和直接融资都更能有效地配置金融资源。市场型间接融资能否有效运作取决于下面三个关键因素。

其一是金融中介机构（或称代理商），如投资信托公司。由于金融中介机构作为机构投资者具有高水平的信息生产和分析能力，因而，它能提供专业的投融资服务，提高投融资效率。而且，通过市场化的监管机制，能促进企业资金运作的合规性和有效性。不过，个人投资者与金融中介机构之间有时会发生利益的冲突。当金融中介机构的利益不代表广大投资者利益时，市场型间接融资的基础就会发生动摇，需要依靠外部监管和内部规范相结合来解决此类“委托-代理”问题。这就不仅需要健全内部控制机制，而且更要不断完善外部监管程序。此外，加强金融中介机构的自我约束制度也是减少利益冲突的必要手段。

其二是金融创新，如金融衍生品业务的创新。金融衍生品业务的增加能使企业可以更多地依赖市场型融资渠道或使企业的融资手段多样化。例如，近年发展迅猛的资产证券化业务在很大程度上促进了中小企业的融资。但是，应该充分认识到金融衍生品业务是一把双刃剑。一方面，它能发挥价格发现的功能。金融衍生品业务能促进价格体系的形成，从而能较真实地反映市场的供需关系，有助于投资者实现投资组合的最优化；而另一方面，金融衍生品业务的高度复杂性不但能够隐藏金融风险，而且使金融风险更具突发性。再加上金融衍生品业务具有的杠杆效应能放大金融风险。这一双重属性在美国爆发的次级债危机中已暴露无遗。

其三是金融监管体系。正是因为上述的双重性，投资者及金融中介机构在

从事金融衍生品交易时更有必要加强风险管理，政府部门应加快建立并不断完善针对金融衍生品业务创新的相应监督和管理体系，以确保金融交易有效率地平稳地进行。

综上所述，市场型间接融资是以金融中介机构为资本市场的主要参与主体，通过开展金融创新业务，向全社会提供依托市场的专业化投融资服务。比如，风险承受能力不同的金融中介机构通过开展投资信托业务就能发挥自己规模经济的比较优势从而很好的满足所有类型企业的融资需求。因而，它能缓解上述两种融资模式在资源配置中出现的各种问题，达到既有“效率”又不乏“稳定”的最佳效果，实现了金融体系的内在价值，即价格发现、风险分散、公司治理、信息生产、流动性保障等功能。这一金融体制改革能否顺利进行取决于金融创新和制度建设这两个因素，两者需有机的统一，缺一不可。因为没有良好的宏观制度环境，微观的金融创新活动就不可能顺利地持续下去；反之，过分强调制度建设就有可能失去价值创造的优势和活力。

事实上，目前发达国家，无论是以市场为主导的美英还是以银行为主导的德日，都已经或正在尝试将各国的金融体系向“市场型间接融资”这一崭新的模式转变。同样，市场型间接融资在我国的发展也具有广阔的前景。回顾我国金融体制改革的历程，不难发现，我国渐进式的金融体制改革的过程，就是一个金融不断创新的过程。它是一个金融不断突破传统旧体制，不断推进金融市场化，促进金融发展的过程。因此，加快推进金融机构、金融产品和业务以及金融制度在内的全方位的金融创新是我国实现金融体制向效率型改革的战略手段。

在金融机构创新方面，银监会成立以来，大力推动信托投资公司的改革发展和业务转型。2007年，银监会重新颁布了《信托投资公司管理办法》，进一步完善了信托投资公司的公司治理机制，并开拓了资产管理、受托理财、产业投资信托、私募股权投资信托等新的业务领域，为信托业的发展创造了有利条件。目前，在大多数发达国家中，70%的居民金融资产都已掌握在信托业经营者手中。而我国居民的金融资产结构中仍然以储蓄为主，企业融资也仍以间接融资为主。这样的金融结构使银行承担了所有的社会信用风险。信托投资公司作为直接融资的金融中介机构，可以通过提供多样化的信托创新产品，引导储蓄资金投向高效益的投资项目，同时也起到了分散银行风险的作用。为此，我国的信托市场发展潜力

巨大，信托投资公司将会成长为未来我国资本市场上一支不可忽视的生力军，而私募股权投资基金的运作很有可能成为其未来的主要业务，信托渠道也将成为聚集金融资产的主流渠道之一。⁹另外，证券投资基金、风险投资基金、社保基金、保险公司以及 QFII 等各类机构投资者的发展壮大，促进了资本市场的健康发展，也为市场型间接融资在我国的发展创造了有利的条件。

在金融产品和业务创新方面，我国资产证券化业务试点正在稳步扩大。2007 年，中国建设银行、中国工商银行、上海浦东发展银行、兴业银行和上汽通用汽车金融公司参与了第二批的资产证券化业务试点。截至 2007 年底，我国在银行间市场实际发行的资产支持证券总额达到了约 363 亿元。资产证券化业务的逐步发展，不仅有利于降低银行贷款长期化与存款短期化之间的期限错配风险，改善银行的资产负债结构，而且促进了信贷市场与资本市场间的相互联系和协调发展，推动了市场型间接融资体系的发展。不仅如此，由于资产证券化是建立在完善律师事务所、会计事务所、资产评估公司、信用评级公司、信托公司、投资银行以及审计、担保和交易等专业金融中介机构的基础上，因此它的发展还将有效地促进整个经济体系的分工与细化。其中，信托投资公司作为资产支持证券的受托人和发行人，在推动资产证券化业务发展中发挥着积极的作用。¹⁰

在金融制度创新方面，目前中国金融的分业监管体系正在不断完善，银监会、证监会、保监会和人民银行之间的协调机制也在不断加强，这不仅有助于降低金融创新活动带来的风险，而且也确保了金融创新产品或业务的顺利推出。不过，几乎所有的金融创新活动都涉及到跨行业、跨部门。从国外的信托业发展来看，无论是美国还是日本，一方面银行兼营信托业务和信托机构从事银行业务十分普遍，另一方面信托机构与证券行业的关系也日益密切，两者之间在同一业务范围的竞争也相当普遍。可见，信托业的功能发挥将涉足各个层次的金融市场，市场体系越完善，信托产品越丰富，信托业作用越大。信托业能否发展壮大，不仅取决于自身的努力，还取决于市场体系的完善和规范。从这个意义上讲，金融创新活动需要进一步的制度创新作保障。就近阶段而言，进一步放宽对银行业、证券业、信托业之间业务的交叉和渗透的限制，同时形成从市场准入、业务合规、风

⁹ 2007 年中国信托行业的发展，成长和进步是巨大的，变化是喜人的，信托业在规范发展中初步实现了快速扩张。据用益信托工作室不完全统计，2007 年全年信托产品发行规模在 5000-7000 亿之间，其中集合信托产品 632 个，募集信托资金 943 亿元，与 2006 年相比新增信托资金 351 亿元，增长 59.3%。

¹⁰ 目前，我国推行的企业年金基金、银行信贷资产证券化试点、公司债券试点中都明确引入了信托制度。

险控制到市场退出的全方位监管体系。而未来的金融监管模式应从现在的政府主导和分散管理转变为市场主导和集中管理的创新模式。

（3）其他的配套改革

首先，利率作为资本的价格决定了国内外资金的流向，市场化的利率是实现金融资源有效配置的前提条件。因此，利率市场化改革是金融体制改革的一个重要组成部分。目前，我国利率市场化机制在逐渐形成。一方面，银行间市场利率已基本实现市场化。尤其是上海银行间同业拆放利率(Shibor)自 2007 年 1 月 4 日正式运行以来，准确反映了市场资金供求和利率预期的变化，为货币市场的产品定价提供了新的基准和参考。不过，与 Libor 等国外同类利率标准相比，由于目前 Shibor 利率仅为报价性质的利率，因此还存在进一步完善的必要。只有不断拓展 Shibor 的参与范围，扩大市场认可程度，进一步完善作为市场基准利率的定价标准，才能得到市场参与主体的不断认可和采用。另一方面，金融机构存贷款利率的市场化机制也正在逐步增强和深化。但是，金融机构的存款利率上限与贷款利率下限仍然存在管制，这不仅阻碍了信贷市场的细分化，影响融资结构的改善，而且也使中央银行货币政策的利率调节渠道无法发挥其应有的作用。总体来说，利率市场化改革明显滞后于整体金融体制改革，利率市场化程度已阻碍着金融衍生品创新的风险定价，因而无法满足上述金融体系结构性改革的需要。此外，在开放经济下利率与汇率的内在联动效应不断增强，利率政策与汇率政策相互作用、相互影响。市场化利率机制必须与弹性化汇率生成机制相互配合、密切协调，才能发挥政府的“宏观调控”机制的有效性。因此，深化人民币汇率制度改革，进一步扩大人民币汇率的弹性和波动区间，确保充分发挥两种货币政策工具的协同效应成为下一阶段金融体制改革能否顺利进行的关键。

其次，我国目前金融结构的特征不仅导致了中小企业融资难，而且也导致了农村地区信贷资金的过度拮据，这极不利于我国经济的均衡和可持续发展。尽管上述的金融体制改革旨在优化融资结构，因而能够改善中小企业及农业生产的融资现状，但是，由于处在从计划经济体制向市场经济体制转型的过渡期，中小企业创新、农业开发和技术进步离不开政策性金融支持。一方面，政府需要采取针对性的货币及财税优惠政策，如扩大中小企业及农业的贷款规模，出台相应的税

收优惠政策；另一方面，应该完善金融服务支持体系，如完善信用担保体系和中小企业技术创新基金机制。同时，促进中小企业成长和农业发展还需要实施相应的配套改革：大力发展中小金融机构和地方金融机构，激发市场的活力，弥补国有大型金融机构无法兼顾的金融细分市场；鼓励境外银行资本、产业资本和民间资本到农村地区投资、收购并新设各类银行业金融机构；允许小额信贷等民间非正式金融的发展；加快创业板市场的推出，构建多层次的资本市场体系；推进包括农村信用合作社改革、邮政储蓄改革、存款保险制度以及农业保险等的农村金融改革。总之，金融体制改革是一项涉及多方面的系统工程，不仅需要选择符合国情的改革方案，而且需要注重改革措施的互补配套，方能实现最佳的改革效果(图 20)。

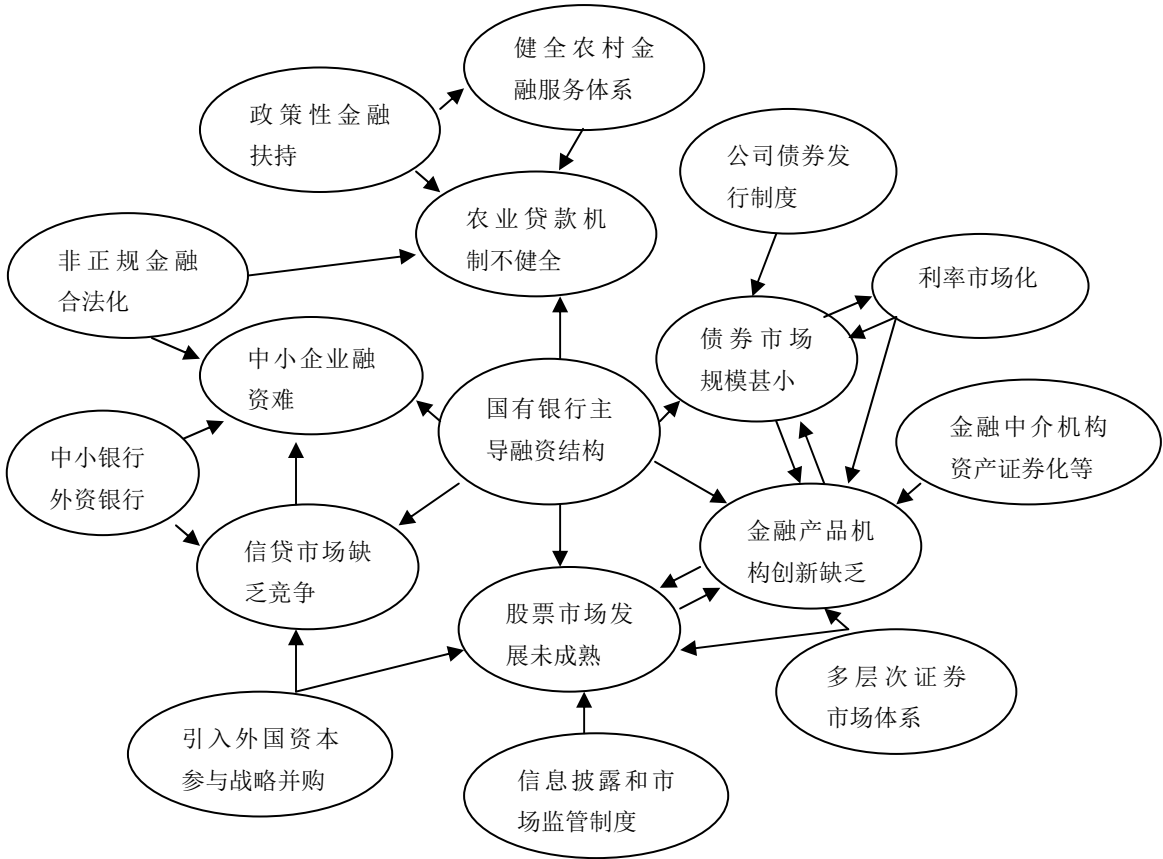


图 20 金融结构的问题症结和改革议题

三、金融体制改革面临的机遇和挑战

当前，中国的经济发展进入了一个新的阶段，即从过去一味追求“速度与数量”转变为现在更加注重“协调与质量”的发展阶段。推进经济结构的战略性调整，切实转变经济发展方式，实现全面协调可持续发展，已成为中国下一步经济体制改革的目标。金融体制改革作为经济体制改革的核心，站在新的历史起点上，既充满许多发展机遇，也面临一系列严峻挑战。

首先，经过 30 年的金融体制改革，一个以市场化金融体制为特征的间接金融调控体系，金融多业发展、竞争格局以及规范有序的金融市场运作机制正在逐步形成中。但是，就目前中国的金融体制而言，无论是信用风险过度集中的银行体系还是治理很不完善的资本市场都很难对高科技、创新型的中小企业的发展提供有力的资金支持，这就妨碍了中国加快实现十七大报告所强调的包括产业结构优化、技术创新在内的经济发展方式的转变。为此，本文提出的市场型间接融资这一崭新机制可以有效利用目前中国银行业的优质资源，并在配套的法律和监管制度的支持下，通过开创“投资信托、资产证券化和信用衍生品”等新服务，有机地融合资本市场“风险分担”的比较优势和间接融资过程中所积累的资产期限转换、专业化信息生产和企业治理的理财经验，形成功能完善、高效稳定的现代金融体系，从而提高中国金融业的整体竞争力，以满足国民经济可持续发展所需要的投融资条件。

其次，尽管金融体制改革的核心是优化金融结构，实现金融资源的有效配置，但改革的动力来自金融创新。近年来，受资本约束和金融脱媒的影响，国内金融创新发展步伐明显加快，创新产品、业务不断推出。金融创新已开始逐渐成为衡量金融机构核心竞争力的重要因素。尽管如此，与成熟经济体的金融创新相比，还存在着不少缺陷。例如，利率、汇率等资本价格的形成机制仍然受到较多非市场因素的影响；金融衍生品的基础市场如债券市场在交易规则、流动性和市场容量等方面尚存在诸多问题；适应金融创新需要的法律体系和市场监管在内的制度建设还较缺乏等。因此，在目前仍为“新兴加转轨”的金融体制下，政府部门应充分发挥在引导金融创新方面的积极作用。具体而言，放松金融管制，推动利率、汇率的市场化进程；出台相关的政策扶持和培育债券市场的发展；建立并完善金

融创新的制度建设，如建立鼓励金融创新的激励机制和金融创新过程的风险监控与预警系统等。不过，政府不应直接干预市场，而应优化和创造有利于市场发展的政策环境，从制度上保障金融市场在资源配置中的基础性作用，否则，反而会进一步加剧金融市场的不稳定和金融体系的脆弱性。

第三，经济全球化的迅猛推进，为中国在开放中高速发展带来了历史的机遇，而中国的对外开放顺应了世界经济发展的趋势，成为经济全球化历史进程的一个重要组成部分。改革是为了发展，开放也是为了发展。改革与开放的互相促进，形成了中国发展的双轮驱动。事实证明，中国金融的改革开放推动了中国金融业的快速发展。过去是金融改革促进金融开放，现在是金融开放倒逼金融改革。入世以来所取得突破性进展的金融改革，便是开放倒逼改革的经典例证。但是，经济全球化是一把双刃剑。因此，中国金融对外开放的步伐不能走得太快，应在确保金融对外开放与国内经济改革相适应，与市场发育程度和监管水平相一致的前提下，把重点放在提高对外开放的质量和水平上，以开放促进国内产业结构升级和竞争力提高，从而更好地满足科学发展观的战略需要。同时，伴随着对外开放水平的提高，政府应注意转换自身角色，立足于建立和完善适应对外开放的金融市场机制及其制度基础设施，实现从“政策性开放”向“制度性开放”的战略升级，从而推动金融业的快速发展。

第四，金融全球化是经济全球化的核心。随着经济全球化的发展，金融全球化也加速发展。金融全球化一方面为世界经济提供了更广泛的融资渠道与更多样化的融资方式，通过国际资本在全球范围的频繁大量地自由流动，使全球化经济的资源配置更加优化，效率更高，促进了全球经济的发展，但另一方面也加剧了金融风险，潜伏着金融危机。上世纪 90 年代的墨西哥金融危机、亚洲金融危机的惨痛教训已表明发展中国家如果在国内金融体制还没有发展、改革到比较成熟的程度，也就是经济发展水平还很低的时候，过早开放本国的资本市场，很可能会引发金融危机。因此，一国的金融对外开放应该根据本国的实际情况，选择最优的开放次序，以确保利益的最大化和风险的最小化。目前，中国的资本市场对外开放应在加强国内金融市场化改革和制度改革的过程中稳步有序地加以实现，即通过金融改革适应资本项目开放的需要，以资本项目开放促进金融改革和金融发展。

第五，伴随着金融全球化进程的不断深入，金融衍生产品在全球范围迅速增加，国际金融市场的结构正发生着显著的变化。在全球流动性过剩及资产泡沫的背景下，金融创新活动极大地改变了传统的风险特征。2007 年爆发的美国次级债危机及其在国际金融市场上的蝴蝶效应就是一个很好的示例：由资产泡沫的破灭而引发的金融机构资金链的断裂及其金融衍生产品造成的全球连锁效应，使全球“流动性过剩”突然走向“流动性危机”。美国次级债危机是经济全球化进程中出现的新型金融危机，它反映了现代衍生金融产品的风险性，暴露出金融创新过程中金融机构（包括次级抵押贷款公司、商业银行、信用评级公司、投资银行等）在审慎性经营、信用评级、产品定价、信息披露以及金融监管等多方面存在的严重缺陷。因此，金融全球化背景下的中国金融创新战略将面临新的严峻挑战。一方面，要减少过多的行政干预和限制，支持和鼓励金融产品创新，推进金融体制改革；另一方面，不仅要加强对金融衍生品创新各环节的风险监管，而且还要注重研究和应用符合金融机构各自特点的风险管理模型，不断改进和提高现代金融风险管理的手段，避免机械式的风险管理方式和目标的过度趋同。

第六，中国金融业的对外开放进入了一个战略升级的新时期，金融业对外开放的“双向提速”将是必然趋势。一方面，外资金融机构抓住中国金融业全面开放的契机，正加快进入中国金融市场的步伐。外资金融机构的进入，不仅为金融系统增加了新的主体，丰富了金融结构的组成，加强了金融业的竞争机制，从而促进了银行主导的金融产业结构的优化，而且它也在某种程度上弥补了中资金融机构功能上的不足，扩大了外资进入国内经济的渠道，有助于缓解中国区域经济发展中资金不足的矛盾，对经济的可持续发展起到了积极的推动作用。但与此同时，只有加强对外资金融机构的监管，才能将有效降低外资金融机构给中国金融市场带来的负面影响和风险。由于国际金融领域的竞争是法制化和规范化的竞争，因此中国也只有加快金融法制化规范化发展，逐步建立健全相关的法律制度，才能适应新时期的金融对外开放要求。另一方面，中资金融机构为了应对竞争和挑战，也正加速走出去，以提升国际竞争力。中国金融业只有把改革和开放相结合，以深化金融改革推进对外开放，才能适应金融全球化的要求，在越来越激烈的国际竞争中始终处于主动并不断发展壮大。此外，中国金融业的海外发展还需要充分利用法律和市场手段，构建风险识别与防范体系，不断改善金融机构的内

部治理机制，提高风险管理责任，来有效规避国际市场上的各种金融风险。

总之，中国金融体制改革正处在关键时期，不仅面临上述各种机遇与挑战，而且外部环境的日趋复杂多变以及国内经济运行中的不确定因素的增加，都使金融体制改革变得更为艰巨复杂。尤其是在目前国内通胀压力较大，经济增速放缓，短期国际资本流动加剧的情况下，如何在加快推进金融体制改革的同时，确保金融体系的稳定和经济的可持续发展，是考验政府部门驾驭宏观经济的智慧和艺术。

参考文献

- [1] Allen, F. and Gale, D. Financial Intermediaries and Markets. *Econometrica* 72, 2004.
- [2] Demirguc-Kunt, A. and Levine, D. Financial Structure and Economic Growth. The MIT Press, Cambridge, 2004.
- [3] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. Government Ownership of Banks. *Journal of Finance* 57, 2002.
- [4] Merton, R. C. and Bodie, Z. The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management* 3, 2005.
- [5] 李健等. 中国金融发展中的结构问题, 中国人民大学出版社, 2004。
- [6] 李木祥、钟子明、冯宗茂. 中国金融结构与经济发展, 中国金融出版社, 2004。
- [7] 卢峰、姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长, 中国社会科学, 2004 (1)。
- [8] 孙立行. 中国金融业对外开放的历史进程与战略取向, 世界经济研究, 2008(8)。
- [9] 孙立行. 让“流动性过剩”发挥积极作用, 文汇报, 2008年4月7日。
- [10] 吴敬琏. 银行改革: 当前中国金融改革的重中之重, 世界经济文汇, 2002 (4)。
- [11] 吴晓求、赵锡军、瞿强. 市场主导与银行主导: 金融体系在中国的一种比较研究, 中国人民大学出版社, 2006。
- [12] 易纲、郭凯. 中国银行业改革思路, 经济学季刊, 2002 (1)。
- [13] 钱小安. 市场化改革中的资金配置机制、结构及其影响, 金融研究, 2004 (3)。
- [14] 张幼文. 要素集聚与对外开放新阶段的主题, 世界经济研究, 2008(4)。
- [15] 张幼文等. 新开放观: 对外开放理论与战略再探索, 人民出版社, 2007。
- [16] 蛭山昌一. 市场型间接金融序论, 金融评论 (日语), 2001 (3)。

附表 不同阶段的金融体制改革状况

	背景	主要政策	标志性事件
第一阶段 (1978—1983)	➤ 起步期 ➤ 改革前“大一统”的金融体系	➤ 1978 年十一届三中全会的召开，拉开了金融体制改革的大幕。 ➤ 金融领域开始实施一系列改革，金融机构的改革更为突出。	➤ 中国人民银行（PBOC）的独立和二级银行体制的建立 ➤ 四大国有专业银行（CCB,BOC,ICBC,ABC）接管 PBOC 的日常商业经营活动，PBOC 开始专职国家中央银行的职能。 ➤ 国家外汇管理局机构的开设，赋予管理国家外汇的职能。
第二阶段 (1984—1993)	➤ 发展期 ➤ 金融市场还未形成	➤ 实施了建立和发展金融市场体系的试点改革 ➤ 直接信贷管理成为央行的货币调控手段 ➤ 商业性股份制银行被允许成立	➤ 农村及城市信用合作社发展迅猛 ➤ 初步形成了同业拆借市场、票据市场和外汇市场等。 ➤ 设立了上海证券交易所和深圳证券交易所
第三阶段 (1994—1997)	➤ 加速期 ➤ 1993 年底，《关于金融体制改革的决定》和《关于进一步改革外汇管理体制的通知》的发布实施，掀起了金融体制改革的高潮。	➤ 《中国人民银行法》、《商业银行法》、《保险法》、《票据法》和《担保法》陆续颁布 ➤ 《证券投资基金管理暂行办法》的发布和以《公司法》、《证券法》为核心的资本市场制度的初步构建 ➤ 公开市场操作等间接调控方式转变为央行的主要货币调控手段；存款准备金率、商业汇票等成为了央行重要的货币政策工具。 ➤ 实施了汇率并轨的外汇体制改革	➤ 三家政策性银行挂牌成立(CDB, ADBC and EXIMbank)，四大国有专业银行转换机制，向四大国有商业银行转型。 ➤ 首家民间商业银行—民生银行成立 ➤ 全国银行间债券市场形成 ➤ 货币政策委员会成立 ➤ 实现了经常项目下人民币的可自由兑换

第四阶段 (1998—2001)	➤ 调整期 ➤ 1997 年下半年亚洲金融危机爆发	➤ 1997 年 11 月第一次中央金融工作会议的召开，推动了金融监管体制的改革。 ➤ 国务院机构改革的实施和证监会、保监会及随后 2003 年的银监会的正式成立，“一行三会”的分业监管体制开始最终成立。	➤ 信达、华融、长城及东方等四大资产管理公司的陆续成立，共剥离了四大商业银行和国家开发银行合计 1.4 万亿元的不良资产。
第五阶段 (2002—至今)	➤ 新纪元 ➤ 2001 年 12 月 11 日中国加入了世界贸易组织（WTO）	➤ 2002 年 2 月第二次中央金融工作会议的召开，部署了下一阶段在金融监管、国有银行企业化改革、证券市场建设等诸方面的改革战略。 ➤ 引入了五级分类制的信贷审核和会计准则制度 ➤ 信息披露制度的建立 ➤ 农村信用社的试点改革展开 ➤ 推行国有商业银行的股份制改革 ➤ 实施股权分置改革试点 ➤ 进一步推进了利率市场化改革 ➤ 基于一篮子货币体系的汇率生成机制改革 ➤ 2006 年 11 月，WTO 过渡期结束，金融业履行全面对外开放。 ➤ 2007 年 1 月，第三次中央金融工作会议的召开，推动了农村金融体制改革的发展和多层次的资本市场体系的构建。 ➤ 允许外资银行开展人民币境内业务 ➤ 允许各种类型的 QDII 及 QFII 分别从事境内及境外的证券交易活动等	➤ 四大国有商业银行除农行以外，均完成股份制改造，在上海和香港两地上市交易。 ➤ 资本市场发展迅猛，投融资功能得到很大程度地提高。 ➤ 中小企业板市场开设 ➤ 国有上市企业的股权分置改革已基本完成 ➤ 公司债市场启动 ➤ 金融期货市场建立，金融衍生品交易品种增多 ➤ SHIBOR 利率的引入 ➤ 中国外汇投资公司的成立，外汇储备开始投资境外金融资产。 ➤ 外资银行开始在农村地区设立分支机构 ➤ 小额信贷公司的诞生 ➤ 包含私募股权基金在内的各种机构投资者日益发展壮大

