我国金融结构调整问题研究

深圳证券交易所博士后工作站　阙紫康

前 言

在全球范围内，金融结构的演变具有某些共性，但在不同的国家其个性化发展的空间也足够宽广：数种具有显著差别的金融结构模式可以被清晰地界定出来，如德日银行主导型的金融结构模式、英美市场主导型的金融结构模式。金融结构模式选择的多样性，以及中国正在推进金融结构调整的现实，向我们提出了两个重大命题：(1) 中国应该选择什么样的金融结构模式？(2) 如果现有的模式与理想中的最优模式存在差距，如何进行调整以实现最优化模式？

围绕上述两个命题，研究展开后形成了五方面内容：(1) 我国金融结构特征的分析；(2) 当前金融结构合理性判断；(3) 金融结构调整的空间；(4) 中国金融结构变动的需求因素的确认及未来演变趋势的预测；(5) 中国金融结构调整的路径选择。

一、　中国金融结构特征的实证分析

(一) 金融机构多元化：“全套金融机构”已经形成

过去 20 年中，体现中国金融结构多元化发展成就的最重要事实是中国基本上形成了“全套的金融机构”，而“全套金融机构”是现代金融的基本特征。中国金融机构多元化的线索是：(1) 20 世纪 80 年代初期开始的银行体系的建立。(2) 80 年代中后期，保险机构开始发展。(3) 支撑证券市场运行的机构体系，大规模发展始于 90 年代初期，最重要的是沪深两大证券交易所的组建。(4) 2000 年以后，信托机构向“受人之托，代人理财”的业务模式回归。信托机构的发展是金融机构多元化在近两年中的一个重要线索。

(二) 金融工具结构：间接金融工具为主，直接金融工具比例上升

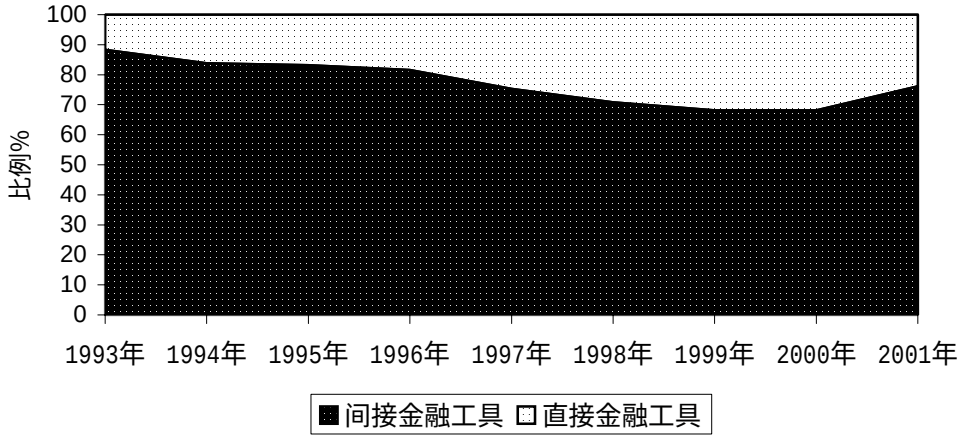
金融工具结构分析有存量分析和流量分析的差别。存量考察的是未清偿的金融工具数量，

流量考察的是金融工具新发行额。分析中，间接金融工具计算银行贷款，直接金融工具计算国债、股票和企业债券三类金融工具。

1、金融工具结构：流量分析

20 世纪 90 年代，直接金融工具的新发行额稳定增长，其增长速度快于银行贷款的增加额。到了 2000 年，这一比例已经提高到了 31.85%的水平（见图 1）。

图1 ：直接金融工具与间接金融工具新发行额比例

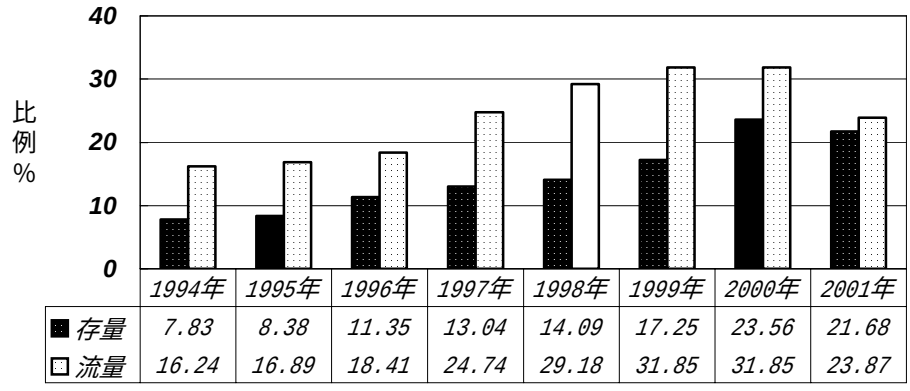


数据来源：根据《中国金融年鉴》（1996，2002）相关统计数据计算

2、金融工具结构：存量分析

从存量角度考察，目前直接金融工具的比例略低于流量考察的结果（见图 2）.需要说明的是：由于股票存量可以累积增加，即使保持直接金融工具新增发行额的比例不变，直接金融工具的存量比例也将保持“ 稳定增长 ”的趋势，在较短的时间内超过流量比例。

图2：直接金融工具比例流量与存量考察不同结果对比



	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
存量	7.83	8.38	11.35	13.04	14.09	17.25	23.56	21.68
流量	16.24	16.89	18.41	24.74	29.18	31.85	31.85	23.87

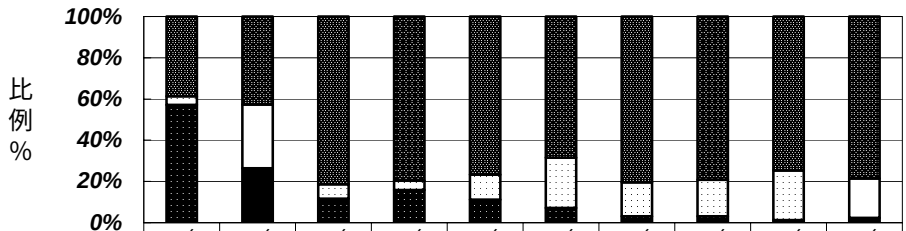
数据来源：根据《中国金融年鉴》（1996，2002）相关统计数据计算

（三） 直接金融工具发展不平衡

1、 直接金融工具结构：流量分析

在三类直接金融工具新发行中，国债所大多数年份都占到三分之二以上的份额；股票新增发行量的比例自 1997 年以后维持在 20%左右；企业债券的比例从 1992 年 57%的历史最高水平逐年下降（见图 3）。

图3：各年度三类直接金融工具发行额占直接金融工具当年发行总额比例



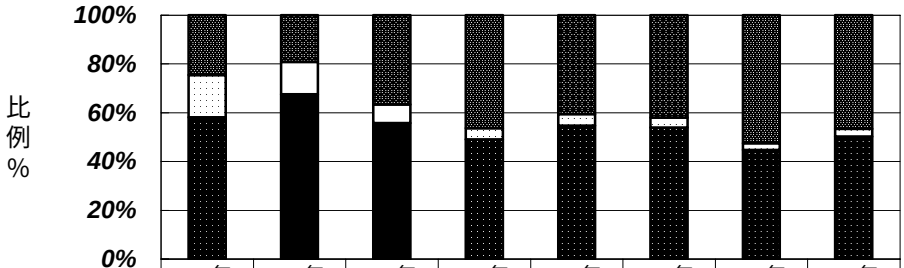
	92年	93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年
国债	38.6	42.7	81.3	79.6	76.6	68.5	80.4	79.2	74.7	78.6
股票	4.2	30.9	7.1	4.5	12.2	24.3	16.4	17.7	24	19
企业债	57.2	26.4	11.6	15.9	11.1	7.2	3.1	3.1	1.3	2.4

数据来源：根据《中国金融年鉴》（1996，2002）相关统计数据计算

2、 直接金融工具结构：存量分析

对直接金融工具结构进行存量分析，股票所占的比例显著上升，在三类直接金融工具的余额总量中，股票从 1996 年开始的各年份即已在直接金融工具余额总量中占到了 40%以上的比例（见图 4）。

图4：各年度三类直接金融工具余额占直接金融工具总余额比例



	94年	95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年
股票	24.5	19.2	36.6	46.3	40.5	42	52.5	46.5
企业债券	17.3	13.2	7.6	4.6	4.8	4	2.8	3.2
国债	58.1	67.6	55.7	49	54.7	54	44.7	50.2

数据来源：根据《中国金融年鉴》（1996，2002）相关统计数据计算

数据说明：股票市值仅计算流通股市值

（四） 非金融企业部门与政府部门融资结构分析

1、非金融企业部门外源融资结构

我国非金融企业部门的外源融资结构有以下特点：(1) 贷款所占比例呈现出了有波动的下降趋势；(2) 国际资本所占比例高于大多数国家；(3) 股票融资整体上保持了增长势头；(4) 债券融资基本上处于可有可无的状态（见表 1)。

表 1： 非金融企业部门外源融资结构（%）

年份	贷款	债券	股票	国际资本	合计
1992	73.2	7.6	3.4	15.8	100.0
1993	72.9	0.9	2.0	24.2	100.0
1994	66.4	0.3	0.4	32.9	100.0
1995	67.1	-0.2	0.2	32.9	100.0
1996	73.4	0.4	1.5	24.7	100.0
1997	66.2	0.2	8.6	25.0	100.0
1998	74.9	0.3	6.2	26.7	100.0
1999	69.9	0.8	7.1	24.5	100.0
2000	63.4	0.7	14.3	21.6	100.0
2001	65.0	1.0	8.6	25.3	100.0

数据来源：根据《中国金融年签》(1994，1998，2002）中历年中国资金流量表计算

2、政府部门融资结构

随着我国财政体制和中央银行体制的改革，政府部门融资结构显著变化，开始转向主要依靠国债发行。从 1997 年开始，国债发行几乎成为政府融资唯一的手段（表 2)。

表 2：政府部门融资结构（%）

年份	贷款	债券	国际资本	合计
1992	25.6	49.3	25.1	100
1993	38.1	30.9	31	100
1994	7.3	52	40.7	100

1995	-7.7	73.9	33.8	100
1996	0	78.9	21.1	100
1997	0.02	97.5	2.5	100
1998	0	102.1	-1.6	100
1999	8.5	89.4	-0.8	100
2000	7.7	93.2	0.7	100
2001	4.4	91.6	2.3	100

数据来源： 同表 1

（五） 居民户的金融资产选择结构的变化

（1）储蓄存款在居民户金融投资组合中的比例的变化没有表现出可以把握的显著趋势。（2）通货持有比例的下降趋势是可以确认的，下降可归因于支付结算体系的改变和支付结算效率的提高；（3）股票、保险（主要是人寿保险）持有比例呈上升势头；（4）债券（主要是国债）持有比例 1999 年前维持在较高水平，此后开始大幅度下降（见表 3）。

表 3：住户部门金融投资结构（%）

年份	通货	存款	债券	股票	保险	合计
1992	19.3	60.5	15.1	3.9	1.2	100.0
1993	22.4	66.6	5.9	3.9	1.2	100.0
1994	13.7	79.5	5.6	0.5	0.7	100.0
1995	5.0	87.1	6.6	0.3	1.0	100.0
1996	7.1	77.5	11.4	2.8	1.2	100.0
1997	10.9	67.0	11.9	7.7	2.5	100.0
1998	6.8	73.6	11.2	6.1	2.4	100.0
1999	15.3	59.6	13.2	7.2	4.7	100.0
2000	9.0	59.7	6.3	13.8	11.3	100.0
2001	6.3	71.7	5.5	8.2	8.3	100.0

数据来源：同表 1

（六）证券市场的分层结构没有展开

过去的 10 余年中，中国证券市场发展的主线是规模扩张和适度的多元化，纵向的分层化没有展开。90 年代初，STAQ、NET 的出现可以被理解为分层的尝试，但这两个市场最终都失

败了。以武汉证券交易中心（即汉柜市场）、成都红庙子市场为代表的一批区域性证券市场的出现，是分层化发展的表现，但这批市场最终在治理整顿中停业。

二、当前我国金融结构合理性判断

报告从以下三个方面对中国当前金融结构合理性进行了判断。

（一） 中国的金融结构选择与金融体系稳定性

与大多数发展中国家和经济转型的前社会主义国家相比，中国金融体系的稳定性可圈可点。

关于中国金融稳定性的成因，综合国内外已有研究成果，可以获得以下认识：(1）银行主导的支付结算体系的稳定是金融体系稳定最重要的支柱（ECU，2000)。中国所拥有的一个嫁接了国家信用的银行体系可能是世界上信用级别最高的银行体系，这是中国金融稳定的支柱。(2）中国金融业的市场化进程滞后，金融运行处于严厉的政府管制下。这造成了一定的效率损失，但收获的是金融体系的稳定性。(3）中国的金融体系至今仍高度封闭，国际“ 输入型 ”不稳定因素少，保持金融体系稳定性容易操作。以上三点与我们所选择的金融结构布局没有直接联系。

基于此，报告认为发展直接金融不会对金融稳定性形成威胁。(1)在发展直接金融的条件下，上述三大金融体系稳定手段仍然是可以实施的。(2）在间接金融之外，直接金融发展带来的多样化效应可以降低系统性金融风险。(3）发展直接金融也就意味着发展金融市场（与金融中介相对应)，而金融市场风险主要是针对投资者而言的，它对于整个金融体系稳定性实际上并不构成显著威胁。惟其如此，国外一些研究者将从宏观稳定层面来考察的金融市场危机称为“ 伪危机 ”（pseudo crisis）（ECU，2000)。

（二）目前的金融结构是否有利于经济增长：两个简单事实的陈述

过去的近 50 年中，理论界积累了大量研究金融发展与经济增长关系的文献。但是，已有研究成果提供的确定认识也许只有一个：这方面还没有确定的认识。本研究从两种分析视野出发陈述两个简单的事实：(1）现有金融结构下，有效投资形成存在障碍；(2）现有金融结构下，新企业的出现与发展壮大没有获得足够的金融支持。

1、 金融结构选择与投资形成：一个基于新古典经济增长理论的考察

新古典经济增长理论中，投资形成是经济增长最重要的解释性变量。金融结构选择在两个方面影响到投资形成：(1）一国的金融结构是否有利于储蓄形成；(2）储蓄流能否有效地被转化为

实体经济意义上的投资。

中国的储蓄率显著高于其他国家，我们没有理由怀疑现有的金融结构不利于国民储蓄的形成。但现有金融结构布局下，存在两个问题：(1) 储蓄转化率下降。根据中国人民银行与西南财经大学联合课题组的统计分析，国内 1978－2000 年储蓄转化率为 0.9694，其中 1981－1990 年为 0.9842，1991-2000 年为 0.9455，1991-2000 年的平均储蓄转化率比 1981-1990 年下降了 2.39 个百分点；(2) 民营经济和中小企业所获得的金融支持力度与其在国民经济中的地位不相符是一个不争的事实；换言之，储蓄流分配效率受损。

以上两方面因素合在一起不利于有效投资形成，在这个意义上，我们认为现存的金融结构体系在促进经济增长方面仍然存在较大的改进空间。

2、 金融结构是否有利于企业出现和成长：基于新经济史观的考察

将新经济史观的某些观点引申，可以认为企业的形成和成长是解释经济增长最重要的因素；毕竟，投资的主体、经济增长的微观基础是企业。Levin（1997） 等也曾直截了当地指出：金融发展促进经济增长主要是通过促生企业实现的。

报告认为当前中国金融结构布局在促进企业形成和成长方面，尤其是高科技企业的形成与成长方面存在缺陷。

（三）银行体系与股票市场的最优制度边界问题讨论

理论上，可以在宏观上和微观上构建不同金融部门实现了最优制度边界的竞争均衡模型（此处省略了相关讨论），但这种方法用于观察现实问题的可操作性不强。报告通过简单的国别比较方法对这个问题进行了讨论。

1、银行贷款余额占 GDP 比例的国际比较

表 5 提供了 1980－2000 年 10 个国家各年银行贷款余额占当年 GDP 比例的数据，10 个国家分布在五大洲，有发展中国家，也有发达国家，样本是有代表性的。数据表明两点：(1) 大多数国家银行贷款占 GDP 的比例都有一个持续上升的趋势，反映出银行体系在整个经济中的渗透程度加深了。基于国际比较，以及“ 发达国家向发展中国家展示了其发展前景 ”这一朴素认识，我们认为中国的银行体系规模还将继续扩张。(2) 没有证据表明存在一个明显的最优边界：日本是银行主导型的金融结构，该比例显著高于其他国家，但同为银行主导型的德国，该比例比市场主导型的美国要低，与同为市场主导型的英国相当。

表 5：银行贷款占 GDP 比例的国别比较（%）

年份	中国	日本	美国	德国	英国	意大利	马来西亚	墨西哥	比利时	阿根廷
2000	132.73	310.45	161.72	147.54	136.14	98.52	66.22	25.39	7.31	34.36
1998	121.8	301.2	150.45	145.24	123.59	91.57	58.37	34.32	7.48	32.5
1996	97.85	289.11	131.17	134.87	127.22	93.07	54.23	27.09	7.99	28.22
1994	92.18	279.09	116.68	122.72	116.91	101.13	50.61	46.46	8.32	26.58
1992	91.97	264.89	114.7	110.31	116.05	102.46	46.05	39.25	8.31	22.48
1990	89.98	259.66	110.91	103.37	121.44	89.44	45.48	36.57	8.61	32.42
1988	77.28	251.13	114.7	95.41	104.8	86.12	27.28	37.72	8.02	42.67
1986	77.84	229.97	113.85	94.73	58.99	87.43	18.92	63.55	7.46	32.87
1984	62.95	216.43	98.39	95.31	52.02	86.98	13.16	48.86	7.33	41.75
1982	57.54	204.01	93.18	93.09	45.7	88.33	13.46	64.33	7.12	46
1980	53.62	188.11	94.44	86.22	36.61	91.15	10.98	43.76	6.15	32.96

数据来源：《世界经济年鉴》(2002)，载中经网《中国经济统计数据库》，

(2) 股票市场市值与 GDP 比例的国别比较

表 6 提供了 1990－2000 年 10 个国家股票市值与 GDP 比例各年度数据。基于比较，报告认为中国股票市场发展的空间与发达国家相比，甚至与发展中国家相比都十分广阔。如果用流通股市值与 GDP 的比例来考察， 2000 年我国股票市场流通股市值与 GDP 的比例不足 20%，想象空间就更大了。

表 6：股票市值与 GDP 比例的国别比较 (%)

年份	中国	日本	美国	德国	英国	意大利	马来西亚	墨西哥	比利时	阿根廷
2000	53.8	65.21	153.54	67.82	182.18	71.54	130.4	21.79	80.5	58.28
1998	24.44	63.34	154.1	50.87	168.34	47.62	136.5	22.04	98.1	15.16
1996	13.93	65.78	109.46	28.15	147.53	20.94	304.5	32.06	44.5	16.42
1994	8.02	77.3	72.46	22.49	116.71	17.57	267.5	30.95	36.1	14.32
1992	4.37	63.09	71.63	17.23	86.86	10.49	158.9	38.24	28.3	8.14
1990		95.6	53.2	21.03	85.95	13.49	110.4	12.46	33.1	2.31

数据来源：《世界经济年鉴》(2002)，载中经网《中国经济统计数据库》

三、 中国金融结构调整：帕累托改进的空间

（一）金融结构帕累托改进式调整及前提条件

帕累托改进式调整（或改革）的特点是在其他群体的利益不受损的条件下，调整可以增加某一群体的利益。结构调整即相对规模的调整，“ 此消彼长 ”是基本特点，在这个意义上结构调整不存在帕累托改进的空间。但从绝对规模考察，结构调整仍然有两种方式展开的可能性：(1）各部门相对规模此消彼长，但各部门的绝对规模都可以扩张，即调整以帕累托改进的方式进行，不会遇到过多的阻力；(2）各部门相对规模此消彼长，同时一些部门的绝对规模开始收缩，即调整以非帕累托改进的方式进行，展开就比较困难，既得利益群体的利益刚性使调整面临多种阻力。

帕累托改进式调整最容易在增量调整中实现。即原有的存量（它对应着各种既得利益）不用变化，而对增量进行重新分配。各种金融服务的增量需要直接决定了金融结构调整的空间大小。

（二）中国金融结构调整具备帕累托改进的空间

从整体上考察中国金融结构调整可获得的增量空间，两个事实可以支持乐观的判断。

1、实体经济增长促生了大量金融服务需求

1978 年－2002 年间，中国 GDP 的平均年增长率高达 9.4%，为同期全球最高水平。今后，中国将长期保持 7%－8%左右的高速增长，这是一个共识。实体经济的增长促生的金融服务需求将拉动金融业在规模上的膨胀，这为金融结构的调整提供了最重要的增量空间。

2、对金融相关比率的重新估计

金融相关比率通过某一时点上金融资产总额与国民财富（实物资产总额与对外净资产的和）的比例来测度。戈德史密斯归纳了 40 余个国家 100 年的统计数据，发现以下规律：随着金融的发展，金融相关比率上升，但金融相关比率不会无止境地上升，大多数发达国家稳定在 1.5 倍左右。不少学者认为我国金融相关比率从 90 年代中期以后即已上升到 1.5 倍左右（彭兴韵，2003；等)。事实上，大多数学者在计算金融相关比率时，分母采用了 GDP 或 GNP 这两个流量指标，从而夸大了中国的金融相关比率。樊纲、姚枝仲（2002）提供了 2000 年底我国国内资本总额的估计值，该值为 38.5 万亿元。他们估计的“ 国内资本 ”在国民经济核算上接近于戈德史密斯的计算金融相关比例时使用的“ 国民财富 ”概念。如果他们的估计正确，以 2000 年底我国由通货、银行存款、股票、债券等金融资产大约 23 万亿元的数据来计算，则我国的金融相关比率实际上大致在 0.5－0.6 之间。

报告认为这个数据能更客观地反映出金融在中国国民经济中渗透的现实情况。事实上，只要认识到我国绝大多数国有资产仍然没有证券化，缺少虚拟经济层面上的对应物时，我们也就能较从容地接受较低的金融相关比率的判断了。从金融结构调整所需要的增量空间看，0.5－0.6 的金融相关比率意味着即使中国不存在经济增长（现实中二者是不可分的），金融相关比率上升到 150%就可以为金融发展提供几乎一倍的增长空间。

（三）各金融部门共同的主题：提升向国民经济渗透的能力

基于上述分析，我们认为中国金融发展的空间是十分广阔的，金融结构调整有足够的空间以负面影响较小的帕累托改进方式展开。

无论是从间接金融与直接金融关系，还是从银行业内部结构，以及直接金融的内部结构看，各种金融机构、金融工具、金融市场都会受惠于中国经济增长与中国经济货币化、金融化带来的好处，获得绝对规模拓展的空间。但是，各金融部门之间的竞争替代仍然存在。关键的问题是各金融部门是否能在这个过程中通过有效的金融工具创新、金融服务创新、金融市场创新以及其他制度创新来吸引和发掘潜在的金融服务需求，提升向国民经济渗透的能力。

四、 金融结构调整需求驱动因素的确认

驱动金融结构变化的金融服务需求因素可以分为三类：（1）风险管理需求；它可以进一步分为价格风险转移的需求和信用风险转移的需求；（2）流动性增强需求；（3）储蓄投资转化需求。这三类需求目前在国内都有了新的变化。

（一）储蓄投资转化的需求细化

（1）居民户储蓄选择的多样化偏好增强，但结构单一的储蓄选择渠道已经无法满足有居民户优化储蓄选择结构的要求。

（2）如何为中小企业提供一个安全高效的融资平台，是储蓄投资转化机制发展到现在提出的一个细化要求。

（3）大型企业的融资渠道仍然比较单一，其融资结构最优化的目标难以实现。

（4）一批具有特殊风险收益偏好的投资者正在形成，如社保基金，保险基金，以及其他机构投资者等开始出现。为这类机构投资者提供一个符合其风险收益匹配特殊要求的投资平台，是储蓄投资转化机制细化的另外一个需求。

（二）流动性增强需求强化

（1）国有资产流动性增强的要求。中国拥有 11 万亿元的国有资产（2000 年底），其中负债 6 万亿元左右，所有者权益部分为 5 万亿元左右，目前进入资本市场的为 3000 亿元左右，占所有者权益部分的 6%左右。国有资产的流动性需求将在相当长的时期内成为影响中国金融结构选择的因素。

（2）银行资产流动性增强需求。通过证券化等方式提升银行资产的流动性，虽然目前在国内还没有大规模展开的需求压力，但这方面的潜力不容忽视。

（3）一些新的金融工具近些年已经被开发出来，尤其是信托业中开发出的一些新金融工具值得我们关注，它们的二级市场流通问题正变得日益突出。

(三)风险管理需求强化

随着经济的发展，风险管理需求，尤其是各种短期头寸风险管理的需求已经开始显现。尽管目前还难以断言这方面的需求足以支持一个健康的衍生金融产品市场的出现，但这方面的需求是值得我们关注的，并且它的发展一定会在将来促生出新的金融市场来。

五、 中国金融结构调整路径

总结以上四部分内容，关于中国金融结构调整的路径，我们可以得出初步结论：(1）中国金融结构需要进行调整，调整的目的是满足细化的储蓄投资转化需求、流动性增强需求以及风险管理需求，更有效地促进经济增长；(2）在间接金融发展已经相对成熟，且间接金融功能自身有限的条件下，上述目的的实现可依靠的主要手段是发展直接金融；(3）推进直接金融工具的多元化和金融市场的分层化，是构建功能更为强大，向实体经济渗透力更强的直接金融体系的必由之路，这也是中国金融结构调整的主线；(4）纯粹服务于风险管理需求的衍生类金融工具及其市场目前也初步具备了被考虑的条件。

（一）银行体系发展

银行体系的绝对规模还有很大的发展空间，根据前 20 年银行贷款余额的增长情况，简单地以外推法进行预测，银行贷款绝对规模可以保持每年 10%左右的增幅。银行体系的发展主要体现在两个方面：(1）内部结构调整及其整体效率的提高；(2）通过金融创新，为直接金融发展提

供多方面服务（如组织一些直接金融工具的场外交易市场，等等），并从中获取发展空间。报告认为，基于金融业务创新，银行可以获得多个向直接金融渗透的渠道，而传统意义上的间接金融与直接金融的分界线也可能会因此模糊。

（二）直接金融的发展

中国金融结构调整的主线是发展壮大直接金融。从直接金融工具的角度考察，发展将在以下几条线索上展开。

1、“ 积极的财政政策 ”下国债市场稳步发展的空间

到 2001 年底，我国国债余额与 GDP 的比例不足 10%。该比例与国际公认的 60%的警戒线还有相当大的距离，这意味着国债发行在国内还有很大的空间。即使这一比例限定在相对保守的 40%的水平（国家计委宏观研究院，2002），国债市场仍然有相当大的发展空间。至于这一空间被开发到什么程度，取决于多方面因素。报告认为在未来相当长的时期里，“ 积极的财政政策 ”仍将作为政府宏观调控的主要手段被使用，这意味着国债市场将会保持稳定增长的态势。

2、支持股票市场发展的存量与增量空间

股票市场不可能被“ 边缘化 ”，它可以从两个方面获得巨大的发展空间。（1）存量空间。如上所述，目前进入股票市场的国有资产中的所有者权益不到 6%的比例。通过建立现代企业制度改造国有企业，提升国有资产流动性，为股票市场发展提供了巨大的存量空间。（2）增量空间。对股票市场的增量需求主要来自于中小企业发展的股权融资需求，以及企业自身壮大规模的需求。

3、 推动企业债券市场发展的有利条件已经出现

目前我国已具备企业债券市场发展的有利条件：（1）20 年的经济发展打造了一个实力雄厚的企业群体，企业债券市场发展可利用的企业资源是令人乐观的；（2）在早期，企业债券市场发展中缺少一个在资金支持、市场流动性的保持、技术支持，以及市场交易组织、市场信息系统建设等方面能起中流砥柱作用的机构。而现在，无论是银行来主导企业债券市场的发展，还是券商来主导其发展，这些条件已经基本具备。

4、短期内可开发的新的直接金融工具

开发具备新的风险收益特征的金融工具，是提升直接金融向实体经济渗透能力的重要环节。报告认为，以下几类直接金融工具的创新值得关注。

（1）新的股权类工具。股权工具的背后是企业的产权问题，而产权的可分解性和可灵活组

合的特点正是开发更为灵活多样的新的股权类工具的基础。本报告没有提供新的股权类工具开发的具体方案，但认为这应该是我们解决国有股问题，以及满足股票市场投融资双方多种风险收益匹配偏好的思路之一。

（2）新的集合投资工具。在集合投资工具中，产业投资基金可以作为今后直接金融工具开发的一个方向。事实上，产业投资基金在 20 世纪 80 年代末即已在国内出现（如山东淄博乡镇企业投资基金）。为了支持北京 2008 年奥运会，产业投资基金也被有关部门加以考虑。风险投资基金，也是一种产业投资基金。报告认为这类新的集合投资工具在今后的规范发展，以及二级市场的流动性是值得关注的问题。

（3）证券化产品。自 1992 年海南省三亚市进行了国内首次证券化产品开发的尝试后，证券化这一发端于美国，经欧洲和日本发扬光大的金融技术就一直受到国内关注。整体上看，对一个缺乏信托传统的国家，证券化产品开发在国内还存在多方面的障碍，但其发展前景仍然是值得乐观的。

（三）金融市场的分层化

直接金融是与间接金融对应的一个表述方式，直接金融发展另外一个表述方式是金融市场的发展。金融市场分层可以满足投融资主体细化的金融服务需求、更清晰地进行风险揭示、降低金融体系的系统性风险、提高监管效率、提升金融市场向实体经济渗透的能力。中国金融市场目前的功能有限，重要的原因是没有形成多层次的金融市场体系。为此，报告认为中国金融结构调整，或说推动中国直接金融发展的一个重要方向就是：尽快形成沪深两大交易所的明确分工，以两大交易所为龙头，形成中国金融市场的分层体系。

（四）衍生金融工具市场的发展

衍生金融工具市场不具有储蓄投资转化功能，而前 20 年中国国民经济发展对金融业发展的功能性需求主要是表现在储蓄投资转化渠道上的。如前文分析的，随着风险管理需求逐步强化，谨慎发展衍生金融工具市场目前已具备条件。

阅读全文请点击深交所网站 www.szse.cn“研究/刊物”栏目