

# 中国金融资产结构演进：1991—2007<sup>\*</sup>

易 纲 宋 旺

**内容提要：**1996年本文第一作者曾分析了以间接融资为主的中国金融资产结构给经济带来的一系列问题。经过十余年的金融改革，中国的金融资产结构是否有所改善？目前中国的金融资产结构是否能适应并促进中国经济的发展？本文以中国货币市场和资本市场发展为主线，在重新度量中国金融资产总量的基础上，对以上问题进行了讨论。本文研究表明，在金融改革过程中，中国金融资产结构有了明显改善，但也产生了一些新问题，需要继续完善货币市场和资本市场，以促进金融资产结构调整。未来十年，我国金融市场发展的最佳路径是市场的双向开放。

**关键词：**金融资产结构 货币化 金融深化

## 一、引 言

经济社会中的财富大致可以分为实物资产和金融资产。虽然金融资产的出现晚于实物资产，但金融资产在现代社会中的重要性却不可低估。随着经济的发展、金融的深化以及新的金融工具的不断出现，经济中的各类经济主体也会随之调整其持有的金融资产组合，反映在宏观上则是全社会金融资产结构的变化。金融资产结构是否恰当，直接影响到宏观经济的稳定以及金融深化进程的快慢，同时从金融资产结构的变化中也可以考察经济和金融改革的成效。

金融资产结构在经济中的重要性决定了其在学术研究中的价值。国外许多学者对其进行了深入研究。Goldsmith(1969)分析了35个国家的历史数据，研究了各国的金融结构与金融发展问题，而金融资产的结构变化及其对经济增长的影响就是其研究的一个重要方面。Shaw(1973)通过金融资产的存量和流量、金融体系的规模和结构衡量一国的金融业是处于金融深化还是金融抑制状态。Gurley和Shaw(1960)认为货币金融理论应该面对多样化的金融资产，他们试图建立一个以研究多种金融资产、多样化的金融机构和完整的金融政策为基本内容的广义的货币金融理论。Demirgüç-Kunt和Levin(2001)研究了全世界150多个国家和地区金融市场和金融机构的规模、效率及业务活动。国内也有部分学者对中国的金融资产结构进行了分析。谢平(1992)通过分析1978—1991年中国金融资产结构的变动状况说明了中国金融深化进程和金融改革对中国经济运行的深刻影响。

易纲(Yi,1991)的研究表明，改革开放初期，伴随着我国农业部门的制度变迁、乡镇企业及个体经济的迅速增长，中国经济迅速货币化；而同一时期，中国的货币市场和资本市场或者还没有建立或者处于发展初期。易纲(1996)选择以货币化过程为主线研究了1978—1995年间中国金融资产结构的变化。但随着改革开放过程中创造的新制度的基本稳定，中国的货币化进程有所放缓。这表明中国经济的货币化要继续深化就必须要有了一定的载体。而改革开放初期中国经济的快速货币化（主要以银行体系存贷款的快速增加为特征），为发展货币市场和资本市场提供了货币信用基础。因此，易纲(1996)的结论指出，中国经济改革的突破口在于金融改革，要着力发展直接融资（主要是

<sup>\*</sup> 易纲，北京大学中国经济研究中心，邮政编码：100871；宋旺，北京大学中国经济研究中心博士研究生，邮政编码：100871，电子邮箱：songwang80@126.com。感谢编辑部的宝贵意见，当然文责自负。

指股票市场和债券市场),以优化中国的金融资产结构,分散和管理好金融风险。

本文将重点分析 1991—2007 年间中国货币市场和资本市场的发展给中国金融资产结构带来的变化。本文余下部分结构安排如下:第二部分,我们综合国际货币基金组织、Goldsmith (1969) 和国家外汇管理局的方法,重新计算中国金融资产总量并分析了各类金融资产规模的变化。第三部分分析了货币市场和金融市场发展过程中我国金融资产结构的变化。第四部分我们通过对部门资金运用/来源的存量分析,从部门资金融通和配置的角度剖析了目前中国的金融资产结构。第五部分考察我国金融资产结构调整的效果。最后一部分指出,在未来的十年里,我国金融市场发展的最佳路径是市场的双向开放。

## 二、中国金融资产总量的分类统计

为了了解中国金融资产规模的变化以及保证金融资产结构分析的有效性,本文首先统计 1991—2007 年间各年的中国金融资产总量。

按照国际货币基金组织(IMF)的定义,金融资产包括通货和存款、非股票证券、贷款、股票和其他股权、保险准备金、货币黄金和特别提款权、金融衍生产品和其他应收应付账款。虽然 IMF 的规定界定了什么是金融资产,但对于各类金融资产之间的关系却缺少说明。Goldsmith (1969) 则对一国的金融资产进行了逻辑鲜明的分类。他首先把全部金融资产分作债权和股权两类,然后把债权细分为对金融机构的债权和对非金融机构的债权。按照 Goldsmith 的分类,存款是对金融机构的债权而贷款则是对非金融机构的债权,这使我们能够更好地理解为什么存款和贷款都算为金融资产。从统计上来说,计算两个以上机构部门合并后的金融资产,被合并机构部门相互间持有的债权只能计算一次,把存款和贷款都视为金融资产确实有重复计算之嫌。但本文的重点不是统计问题,为了便于不同时间以及国际间金融资产结构的比较分析,我们采用国际上惯用的处理方法,把存款和贷款都视为金融资产。此外,在统计中国金融资产总量时,以往的国内文献往往因国外金融资产数量较少而将其忽略。这种处理方式在中国的对外投资还不活跃时尚可接受,但自中国加入 WTO,金融领域开放程度不断提高,更多的国内经济主体开始在国外进行金融投资之后,这种处理方式将会严重低估我国的金融资产总量。因此,在统计我国的金融资产总量时,我们采用 Goldsmith (1969) 的方法对国内金融资产进行分类,具体的统计项目则遵循 IMF 的规定;同时,我们采用国家外汇管理局对中国国际投资头寸的分类方法对外国金融资产进行分类。统计结果见表 1。需要说明的是,IMF 定义的金融资产包括了金融衍生产品。但考虑到金融衍生产品种类繁多,我国相关的统计数据非常缺乏,很难全面地对其进行度量,所以本文中的金融资产定义不包括金融衍生产品。

表 1 中各类金融资产的数额表明,1991—2007 年之间各类金融资产以及金融资产总量都在增长,而从这些数字本身我们很难对各种金融资产的规模有一个直观的印象。因此我们采用各种金融资产/国民总收入 度量金融上层结构与经济基础的相对规模。但需要注意的是,这个指标中的分子金融资产是存量而分母国民总收入是流量。存量在期末度量,而流量则被定义在相应的时期内。因此,计算这样的指标存在正确选择时间和正确平减的问题。国内已有的相关文献通常都忽略了这一问题。本文采用 Demirgüç—Kunt 和 Levin (2001) 的方法处理这一问题,即把上期和本期的

之所以选择 1991 年为分析的起点是因为,1990 年、1991 年上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立,标志着我国现代金融体系的基本建立。

虽然我们不能说我们的分类统计是完全正确的,但我们试图把我们的分类统计方法和数据来源尽量详细地展现在大家面前,以供批评和参考。

由于篇幅的限制,本文中只列出了主要年份的数据。如有需要,可以向作者索取其他年份的数据。

国民总收入原来称为国民生产总值(GNP)。

实际金融资产加总再除以 2 倍的本期实际国民总收入,其中各变量的实际值都是通过名义值平减当年的消费者价格指数(CPI)所得。在本文的余下部分,如果涉及到存量和流量的比率,我们将采用同样的方法进行处理并不再作说明。

表 1 中国金融资产总量统计 (单位:亿元;%)

	1991		1996		2001		2005		2007	
	数额	占比 <sup>c</sup>	数额	占比	数额	占比	数额	占比	数额	占比
一、国内金融资产(1+12)	45624.0	191.0	157419.2	207.2	346477.4	305.7	605989.6	310.8	1162495.2	395.7
1. 对国内的总债权(2+7)	45171.6	189.9	147576.9	197.5	302955.2	263.2	573559.3	291.8	835354.3	310.7
2. 对国内金融机构债权(3~6)	21374.9	88.6	79882.8	105.9	172431.8	149.3	346156.8	173.5	517239.1	190.8
3. 流通中现金	3177.8	13.5	8802.0	12.4	15688.8	14.1	24031.7	12.4	30334.3	11.9
4. 存款	18079.0	74.6	68571.2	90.5	143617.2	124.1	287169.5	144.2	389371.2	149.6
企业存款	5050.1	21.3	22287.2	29.2	51546.6	44.4	96143.7	49.3	138673.7	52
财政存款	485.8	2	1271.0	1.7	3369.8	3.2	7996.3	3.9	17632.5	5.9
机关团体存款	752.8	3.2	947.7	1.4	2852.8	2.4	12052.3	5.5	19032.6	7
储蓄存款	9241.6	38	38520.9	50.4	73762.4	64.1	141051.0	71.1	172534.2	69.1
活期	1549.9	6.4	7647.5	10	22327.6	18.8	48787.5	24.6	67599.7	26.1
定期	7691.7	31.6	30873.4	40.4	51434.9	45.3	92263.5	46.5	104934.4	43
5. 金融债券	118.1	0.5	2509.6	3.1	8534.5	7.4	19729.6	9.5	68529.7	19.3
6. 保险准备金 <sup>a</sup>	—	—	—	—	4591.3	3.7	15226.0	7.4	29003.9	10
7. 对国内非金融机构债权(8~11)	23796.7	100.9	67694.1	91.5	130523.4	113.9	227402.5	118.3	318115.2	119.9
8. 贷款	21337.8	90.8	61152.8	82.6	112314.7	98.3	194690.4	101.8	261690.9	100.6
短期贷款	16500.3	71.2	40357.9	51.9	67327.2	61.8	87449.2	47.6	114477.9	44
中长期贷款	3044.4	12.3	12153.6	16.5	39238.1	31.2	87460.4	44.8	131539.1	49.1
信托贷款	—	—	—	—	2497.6	2.3	3126.2	1.6	2356.3	1
其他贷款	1793.1	7.3	8641.3	14.2	3251.8	3	16654.6	7.8	13317.6	6.4
9. 财政借款	1067.8	4.3	1582.1	2.3	1582.1	1.5	0	0	0	0
10. 政府债券 <sup>f</sup>	1060.0	4.5	4361.4	5.7	15618.0	13.3	28774.0	14.9	48741.0	16.5
11. 企业债券	331.1	1.2	597.7	0.9	1008.6	0.9	3938.1	1.6	7683.3	2.9
12. 股票 <sup>b</sup>	452.4	1.1	9842.4	9.7	43522.2	42.5	32430.3	19.0	327140.9	85
二、国外金融资产(13~16) <sup>c</sup>	3779.3	17.3	14819.0	18.9	29356.5	24.4	98666.3	47.9	167136.6	60.6
13. 对外直接投资	291.7	1.3	1649.9	2.3	2868.2	2.5	5205.3	2.6	7859.8	2.9
14. 证券投资	— <sup>d</sup>	—	—	—	—	—	9417.9	4.6	17494.5	7.3
15. 其他投资	—	—	—	—	—	—	17407.4	8.5	29664.0	10.0
16. 储备资产	2407.8	9.3	8935.2	11.3	18100.8	14.9	66635.6	32.1	112118.3	40.4
货币黄金	34.5	0.16	52.9	0.08	256.0	0.14	338.9	0.19	336.0	0.14
特别提款权	31.4	0.14	51	0.07	70.4	0.06	96.8	0.05	87.7	0.04
在基金组织的储备头寸	23.5	0.11	115.8	0.16	214.4	0.17	113.0	0.11	58.4	0.03
外汇	2318.4	8.8	8715.5	10.9	17560.1	14.5	66086.9	31.8	111628.9	39.2
三、金融资产总量(一+二)	49403.3	208.3	172238.3	226.1	375833.9	330.1	704655.8	358.7	1329631.7	456.4

注:a. 按照 IMF《货币与金融统计手册》(2000)中的定义,保险准备金包括住户在人寿保险和养老金中的净股权和针对未了结要求权而预先支付的保险费。鉴于中国没有官方公布的保险准备金数据,我们采用保险公司总资产作为保险准备金的近似。但官方公布的保险公司总资产数据只有从 1999 年开始的年度数据。事实上,1999 年以前我国保险业的规模很小,因此在统计 1999 年以前中国的金融资产总量时忽略保险准备金不会影响本文的结论。b. 用股票市价总值表示。c. 国家外汇管理局统计了 2004—2007 年的中国国际投资头寸。2004—2007 年的国外金融资产数据可以直接从国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表中获得;其他年份的数据无法直接获得,并且因为证券投资和其他投资数据的缺失,所以也无法由 13—16 加总获得。我们根据国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表中 2004—2007 年的国外金融资产数据以及 13 和 16 中的数据插值估计了其他年份的国外金融资产。d. —表示数据目前不可得。e. 此表中的占比是指占国民总收入的比重。f. 债券均用面值表示。

数据来源:3、4、8、9 的数据来源于 Wind 资讯;5、10 和 11 中 1991—2006 年的数据来源于《中国期货统计年鉴 2006》和《中国金融年鉴 2007》,2007 年的数据来源于易纲(2008);6 中的数据来源于 Wind 资讯,12 中的数据来源于各年的《中国金融年鉴》以及易纲(2008);13 中 1991、1996 和 2001 年的数据来源于《世界经济年鉴 2006—2007》,2005 和 2007 年的数据来源于国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表;14、15 中的数据来源于国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表,16 中的数据来源于 IMF 的国际金融统计(IFS)和国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表。

1991—2007 年间我国金融资产总量以及各类金融资产的数额相对于经济基础(用国民总收入表示)的变化主要表现在以下几方面:

(1) 金融上层结构规模快速增长,金融深化高速前进。1991—2007 年间,我国经济高速增长,国民总收入剔除价格因素之后年均增长超过 10%。但金融上层结构(用金融资产总量表示)的增速比经济基础的增速更高,金融相关比率(金融资产总量/国民总收入)由 1991 年的 208.3% 上升到 2007 年的 456.4%,年均增幅约 5%,也就是说金融上层结构的增速比经济基础的增速还要快 5 个百分点。如果把近年来快速增长的金融衍生产品考虑进来的话,金融上层结构的增速则更快。这说明在金融改革的推动下,我国的金融深化不但没有停滞反而快速发展。

(2) 相对于国内金融资产,国外金融资产的规模相对较小但增长幅度更大。从 1991 年到 2007 年,国内金融资产与国民总收入的比率从 19.1% 上升到 395.7%,年均增幅超过 4%;而国外金融资产与国民总收入的比率则从 17.3% 上升到 2007 年的 60.6%,年均增幅超过 8%。国外金融资产快速增长的动因来自于两方面:一方面,20 世纪 90 年代,尤其是 2001 年我国加入 WTO 以来,我国的金融管制逐步放松,国内居民和企业开始投资国外的金融资产。例如,2006 年 4 月《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》出台,开始允许境内机构和居民个人委托境内商业银行在境外进行金融产品投资。金融机构对此反应积极,迅速推出了多种代客境外理财产品并受到个人投资者的欢迎。另一方面,1991—2007 年间我国储备资产年均增幅接近 10%,而储备资产的增长主要是由外汇储备的快速上升所致。

(3) 国内部门发行的债券中,金融债券增长迅猛,政府债券发展较快,企业债券增长缓慢。相对于经济基础的规模,金融债券从 1991 年的 0.5% 上升到 2007 年的 19.3%,年均增长逾 25%;政府债券从 4.5% 上升到 2007 年的 16.5%,年均增长逾 8%;企业债券从 1.2% 上升到 2.9%,年均增长接近 6%。

(4) 股票相对于经济基础的规模波动很大,但存在明显的上升趋势。本文用股票市价总值来衡量股票这种金融资产的规模,而股票市价总值受股票价格的影响很大,所以与其他金融资产相比,股票相对于经济基础的规模波动很大,1991 年为 1.1%,2001 年上升到 42.5%,2005 年回落到 19%,2006、2007 年在股票价格上涨的带动下逐步回升,到 2007 年末达到了 85%。虽然股票在经济中的规模出现了大起大落,但相对于 20 世纪 90 年代初来讲,股票与国民总收入的比率存在明显的上升趋势。

(5) 贷款总量相对于经济基础的规模几乎没有变化,但中长期贷款相对于经济基础的规模上升很快。1991—2007 年间,中长期贷款与国民总收入的比率年均增长 9%,短期贷款与国民总收入的比率则出现了年均 3% 的负增长。近年来,短期融资券的推出,分流了部分对短期贷款的需求;住房抵押贷款的发展则增加了对中长期贷款的需求。

(6) 保险准备金相对于经济基础的规模较小,但增幅较大。2001 年,保险准备金与国民总收入的比率为 3.7%,2007 年上升到 10%。

(7) 流通中现金在经济中的规模下降。与 20 世纪 90 年代初相比,近年来现金与国民总收入的比率有所下降。银行卡作为个人支付工具的推广,居民工资直存率的提高,银行划账转账、票据贴现和支票清算等基本业务服务质量的提高,都是导致流通中现金减少的可能原因。

用金融资产总量表示金融上层结构遵循了 Goldsmith(1969)的表述。

资料来源:中国人民银行网站,货币政策大事记。

## 三、我国货币市场和资本市场发展过程中金融资产结构的变化

金融工具内生于金融市场。按照国际货币基金组织的定义,除了有赖于未来不确定事件的金融工具之外,其他金融工具都属于金融资产。因此,货币与资本市场的发展必然影响到金融资产。由于2004年以前我国拥有的国外金融资产没有完全的分类统计数据,为了在比较时口径统一,我们只对国内金融资产的结构进行分析。从表1中统计的各类金融资产的数量,我们可以计算出各类金融资产在国内金融资产中的比率(见表2)。

对比20世纪90年代初和目前的国内金融资产结构,我们可以发现如下变化:

	1991	1996	2001	2005	2007
1. 对国内的总债权(2+7)	99.0	93.7	87.4	94.6	71.9
2. 对国内金融机构债权(3~6)	46.9	50.7	49.8	57.1	44.5
3. 流通中现金	7.0	5.6	4.5	4.0	2.6
4. 存款	39.6	43.6	41.5	47.4	33.5
企业存款	11.1	14.2	14.9	15.9	11.9
财政存款	1.1	0.8	1.0	1.3	1.5
机关团体存款	1.7	0.6	0.8	2.0	1.6
储蓄存款	20.3	24.5	21.3	23.3	14.8
活期	3.4	4.9	6.4	8.1	5.8
定期	16.9	19.6	14.8	15.2	9.0
5. 金融债券	0.3	1.6	2.5	3.3	5.9
6. 保险准备金	—	—	1.3	2.5	2.5
7. 对国内非金融机构债权(8~11)	52.2	43.0	37.7	37.5	27.4
8. 贷款	46.8	38.8	32.4	32.1	22.5
短期贷款	36.2	25.6	19.4	14.4	9.8
中长期贷款	6.7	7.7	11.3	14.4	11.3
信托贷款	—	—	0.7	0.5	0.2
其他贷款	3.9	5.5	0.9	2.7	1.1
9. 财政借款	2.3	1.0	0.5	0.0	0.0
10. 政府债券	2.3	2.8	4.5	4.7	4.2
11. 企业债券	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7
12. 股票	1.0	6.3	12.6	5.4	28.1
国内金融资产(1+12)	100	100	100	100	100

(1) 金融债券、政府债券占国内金融资产的比率都存在明显的上升趋势,而企业债券在国内金融资产中的比率与20世纪90年代初的水平相差无几。金融债券在金融资产中的比率虽有起伏,但纵观这17年的发展进程,金融债券在金融资产中的地位是逐步上升的,尤其是在近几年已表现出迅猛发展的势头。政府债券在国内金融资产中的比率先增后减,但这一比率目前仍明显高于20世纪90年代初的水平,稳定在4%以上。企业债券在国内金融资产中的比率仍然很低。1991年到2001年间,企业债券在国内金融资产中比重不升反降,从0.7%下降到0.3%,最近两年这一比重才恢复到1991年时的水平。而从企业债券的总量来说,在1991—2007年间,企业债券相对于国民总收入增长明显,年均增速为5.7%。一方面是在金融资产中的比率徘徊不前,另一方面是总量的上升,造成这一局面的原因就在于企业债券的增速低于大多数其他金融资产的增长速度。

(2) 股票在国内金融资产中的份额存在波动,但增长非常明显。1991年股票在国内金融资产中的比率仅1%,2001年上升到12.6%,2005年回落到5.4%,但2006年、2007年又快速上升,分别达到11.8%、28.1%。即使是最近一次的最低值5.4%,也远远高于1991年的1%。

(3) 在非金融机构的负债中,贷款明显减少。1991年到2007年,贷款占国内金融资产的比率从

46.8% 下降到 22.5%。这主要是在短期贷款急剧减少的拉动下形成的。在过去的 16 年间,短期贷款在国内金融资产中的占比从 36.2% 下降到 9.8%。但中长期贷款在国内金融资产中的占比不但没有下降反而大幅上升,从 1991 年的 6.7% 上升到 2007 年的 11.3%。中长期贷款占比的增加与我国的住房体制改革紧密相关。1994 年我国全面推进住房市场化改革,这一改革必然导致对住房抵押贷款等中长期贷款的强劲需求,从而带动中长期贷款的快速增长。

(4) 保险准备金在国内金融资产中的比重明显上升,但规模仍然较小。2001 年保险准备金在金融资产中的比率为 1.3%,2005 年达到 2.5%,之后维持在这一水平。

(5) 流通中现金相对于经济基础的比率在减小,但相对于金融上层结构的比率减小得更多。分析表 1 中的数据时,我们已经观察到现金相对于经济基础的规模在下降;而表 2 中的数据则表明,流通中现金相对于金融资产总量的下降幅度更大,从 1991 年的 7% 下降到 2007 年的 2.6%。我国货币市场和资本市场发展的一个重要方面就是支付结算等金融基础设施日趋完善。日益现代化的支付结算系统极大地推动了非现金支付方式的运用,降低了对流通中现金的需求。2006 年,我国通过大额实时支付系统实行债券交易券款对付(DVP) 结算金额达到 38.51 万亿元,占银行间债券交易结算金额的 73.82%。而小额批量支付系统则为银行业金融机构的小金额、大批量跨行支付清算业务提供了一个低成本、高效率的公共平台。由于有先进的支付清算系统的支持,近年来非现金支付工具在我国得到广泛应用。银行卡已成为我国个人使用最广泛的非现金支付工具。2006 年,使用银行卡支付的消费交易额为 1.89 万亿元,占全国社会消费品零售总额的比重达 17% (剔除批发性的大宗交易和房地产交易),比上年增加了 7 个百分点,其中,北京、上海、广州、深圳等大城市这一比例达到了 30%,已接近发达国家 30%—50% 的水平。同时,票据这种便利性、安全性都优于现金的非现金支付方式在企业间得到广泛使用。此外,电子支付,如网上支付、电话支付、移动支付,在我国也发展迅速。非现金支付的发展降低了交易成本,提高了支付效率,有利于培育社会信用、促进金融创新和塑造新型支付文化(中国人民银行支付结算司,2007)。

#### 四、部门资金运用/来源结构

前面的分析表明,随着我国货币和资本市场的发展,整个经济中的金融资产结构发生了明显变化。这一变化实际上是通过经济中各部门调整资金运用/来源结构而得以实现的。本节中所指的资金运用和资金来源都是存量的概念。部门的资金运用形成了部门的金融资产;部门的资金来源构成了部门的金融负债。在市场经济体制下,住户部门、非金融企业部门和金融机构部门是经济的主体,本节将分析这三个部门在 2004 年和 2005 年的资金运用/来源结构,从而更全面地分析我国目前的金融资产结构。

##### (一) 住户部门

表 3 中的数据 displays,在住户部门的资金运用中:(1) 银行存款仍然是住户部门资金运用的主要形式,2004 年和 2005 年在住户部门的资金运用中均占 72%。(2) 住户部门的保险资产迅速增长。2004 年保险准备金在住户部门的资金运用中的占比为 7.8%,低于证券的占比;而 2005 年则超过证券资产的占比 0.2 个百分点,达到 8.8%。(3) 在证券中,债券的比例明显低于股票。

对住户部门而言,其收入和积累的财富是其主要资金来源。从金融机构获得的贷款是其最重要

---

部门资金运用/来源结构分析中使用的数据来源于中国人民银行调查统计司。需要说明的是,中国人民银行调查统计司在统计债券时是按照市价定值,而本文在统计金融资产总量时债券是用面值计算。但这一区别并不会影响我们的基本结论。

限于只能获得 2004 年和 2005 年的部门金融资产存量数据,我们只能分析近年来我国的部门资金运用/来源结构,而无法与 20 世纪 90 年底初的部门资金运用/来源结构进行比较分析。

的外部融资来源(见表 3)。从贷款结构来看,中长期贷款的占比几乎达短期贷款占比的两倍。目前住户部门的贷款结构是伴随着我国经济体制的一系列改革而产生的,其主要部分是住房抵押贷款。

(二) 非金融企业部门

非金融企业部门的资金来源主要包括从银行贷款、发行股票和发行企业债。近年来,非金融企业的融资结构表现出了如下几个特点(见表 4):(1)随着直接融资的发展,贷款在非金融企业部门外部融资中的重要性开始下降,但仍居主导地位;中长期贷款的重要性不降反升,非金融企业对中长期贷款需求的上升成为中长期贷款在国内金融资产中比率上升的一个重要原因。(2)股票融资已成为非金融企业获取外部资金的一种重要渠道。(3)企业债券在非金融性企业外部融资中的比率虽小,但上升迅速。2004 年债券在非金融企业资金来源中的占比仅 0.6,一年之后则上升到 1.3%。

发行股票和企业债券都属于直接融资,而银行贷款则是间接融资。我们可以从直接融资与间接融资比率(用证券融资/贷款融资表示)看出非金融企业部门直接融资的发展状况(见表 4)。经过十余年的发展,我国非金融企业的直接融资从无到有,发展迅速,2004 年、2005 年直接融资与间接融资比率分别为 25.2%和 22%。但与发达国家相比,我国非金融企业的直接融资与间接融资比率还明显偏低,2005 年美国非金融企业的直接融资与间接融资比率高达 434%。而从非金融企业直接融资的结构来看,虽然企业债券融资发展迅速,但在直接融资中的比率远远低于股票融资,2004 年企业债券融资、股票融资和

表 3 住户部门主要资金运用与来源 (单位:亿元;% )

项目		年份	
		2004	2005
资金运用 (资产)	通货	18246.1	20376.5
	在资金运用中占比	10.1	9.7
	存款	129479.9	150425.1
	在资金运用中占比	72.0	72.0
	证券	17569.8	18018.5
	在资金运用中占比	9.8	8.6
	债券	6293.4	6534.0
	在资金运用中占比	3.5	3.1
股票	在资金运用中占比	11276.5	11484.5
	在资金运用中占比	6.3	5.5
	保险准备金	14113.4	18314.9
	在资金运用中占比	7.8	8.8
资金来源 (负债)	贷款	28730.0	31757.3
	在资金来源中占比	100.0	100.0
	短期贷款	10044.2	11077.4
	在资金来源中占比	35.0	34.9
	中长期贷款	18685.9	20679.8
在资金来源中占比	65.0	65.1	

表 4 非金融企业部门主要资金来源与直接融资状况

(单位:亿元;% )

项目		年份	
		2004	2005
贷款		156548.4	169128.5
	在资金来源中占比	63.3	64.0
	短期贷款	87593.7	91464.6
	在资金来源中占比	35.4	34.6
	中长期贷款	58299.3	66904.7
在资金来源中占比	23.6	25.3	
证券		39499.2	37271.3
	在资金来源中占比	16.0	14.1
	证券融资/贷款融资	25.2	22.0
	债券 <sup>1</sup>	1567.4	3430.8
在资金来源中占比	0.6	1.3	
股票	债券融资/贷款融资	1.0	2.0
		37931.8	33840.5
	在资金来源中占比	15.3	12.8
股票融资/贷款融资	24.2	20.0	

注:1 非金融企业的债券融资即为企业债券融资。

由中国人民银行调查统计司的统计数据计算得出。

贷款融资的比率分别为 1%、24.2%，2005 年则分别为 2%和 20%。

(三) 金融机构部门

金融机构部门资金运用结构的特点主要表现在三个方面(见表 5):(1) 贷款在金融机构资金运用中的重要性有所下降,但仍居主导地位。2004 年贷款在金融机构资金运用中的比率为 54.2%,2005 年下降到 50.4%。(2) 金融机构运用于债券的资金规模明显上升。2004 年债券在金融机构资金运用中的比率为 14.5%,2005 年上升到 18%。近年来,金融债券、企业债券,尤其是中央银行债券成为了金融机构频繁运用的工具。(3) 国际储备资产成为了金融机构资金运用的一种重要形式。2004 年、2005 年国际储备资产在金融结构资金运用中的比率分别为 14.7%和 16.3%。

金融机构资金来源结构的特点则表现在两个方面:(1) 存款仍是金融机构最主要的资金来源。2004 年、2005 年存款在金融机构部门的资金来源中的占比分别为 68.2%、66.9%。(2) 发行债券已成为金融机构的一种重要的资金来源渠道。2004 年债券在金融机构部门资金来源中的占比为 7.0%,2005 年上升到 9.7%。

五、我国金融资产结构调整效果

易纲(1996)指出,20 世纪 90 年代中期,金融改革中最重要的是积极稳妥地发展直接融资。经过十余年的努力,大力

发展直接融资在我国已初见成效。到 2007 年底,股票、债券、保险准备金占国民总收入的比率分别为 85%、38.7%和 10%,原来落后的金融资产结构下存在的问题部分得到缓解:

(1) 企业负债率有所下降,企业总体经营状况有所好转

中国人民银行 5000 户工业企业景气调查数据表明,1993 年末,5000 户工业企业资产负债比率高达 65.82%。近年来资本市场的发展使融资结构趋于合理化,减轻了企业的债务压力,企业流动资金周转量、盈利情况和总体经营状况都逐步好转,2006 年企业流动资金周转率高达 1.9,资产负债比率下降到 58%。财政部企业财务快报数据显示,2007 年国有企业运行质量不断改善,盈利水平继续提高,截至 2007 年底,国有企业实现利润 1.62 万亿元,资产负债比率为 57.3%,净资产收益

表 5 金融机构部门主要资金运用与来源

单位(亿元;%)

项目		年份	
		2004	2005
资 金 运 用  (资产)	贷款	188943.1	205789.7
	在资金运用中占比	54.2	50.4
	短期贷款	97827.5	103003.3
	在资金运用中占比	28.0	25.2
	中长期贷款	76985.1	87584.6
	在资金运用中占比	22.1	21.4
	债券	50622.6	73740.6
	在资金运用中占比	14.5	18.0
	国债	23341.1	28381.1
	在资金运用中占比	6.7	6.9
	金融债券	14302.6	20362.5
	在资金运用中占比	4.1	5.0
	中央银行债券	11420.1	22251.9
	在资金运用中占比	3.3	5.4
	企业债券	1558.7	2745.1
在资金运用中占比	0.4	0.7	
准备金	26977.9	29455.7	
在资金运用中占比	7.7	7.2	
国际储备资产	51173.1	66634.9	
在资金运用中占比	14.7	16.3	
资 金 来 源  (负债)	通货	21468.3	24031.7
	在资金来源中占比	5.8	5.5
	存款	251852.3	293118.9
	在资金来源中占比	68.2	66.9
	债券	25722.7	42614.4
在资金来源中占比	7.0	9.7	
保险准备金	10496.4	13240.5	
在资金来源中占比	2.8	3.0	

包括金融债券、政府债券和企业债券。



率为 8.5%。

### (2) 银行行为逐步规范,经营风险逐步降低

稳步推进利率市场化。“银行商业化,利率市场化”,让利率充分发挥市场利率配置资源的杠杆作用,才能根除银行寻租行为(易纲,1996)。存款利率只管上限,贷款利率只管下限的政策大大加速了存贷款市场的利率市场化进程。1996年在全国统一的同业拆借市场网络系统开通运行之后,我国放开了各期限档次的同业拆借市场利率。2006年1月利率互换交易开始试点。2007年1月,上海银行间同业拆放利率(Shibor)开始运行,并向社会公布包括隔夜、1周、2周、1个月、3个月、6个月、9个月及1年的Shibor品种。利率市场化的推进逐步消除了银行寻租的根源,规范了银行的行为。

加快商业银行改革。中国建设银行、中国银行、中国工商银行和交通银行等国有商业银行先后完成了股改上市,资本充足率进一步提高,不良贷款率大幅下降,到2007年底已接近3%这一国际上正常的银行不良资产率水平。

引导商业银行资产多元化。长期以来,银行的资产结构单一,贷款在其金融资产中一直占主导地位,而且贷款中的绝大多数还是无抵押的信用贷款,这就导致了银行经营的高风险(谢平,1992)。证券市场出现以后,银行加大了在有价证券上的投资,使得银行资产多样化从而降低了经营风险。表6中国国家银行资金运用的数据显示,有价证券与投资相对于贷款的规模快速上升,1994年时仅为5.7%,2000年以后稳定在20%左右。而在贷款中,银行增大了对住房抵押贷款等有抵押贷款的投放,一方面配合了住房市场化改革,满足了居民的住房需求;另一方面有抵押的贷款相对于信用贷款的增加可以使银行的经营风险进一步降低。

### (3) 国家财政收入稳步上升

企业运行质量的改善,盈利水平的提高,扩大了国家财政的税收基础,国家财政的税收收入随着企业效益的提高稳步上升,2007年国有企业上缴税金1.57万亿元。过去十几年中,国有企业因经营困难等原因一直没有分红。2007年9月《国务院关于试行国有资本经营预算的意见》公布并决定2007年进行国有资本经营预算试点,收取部分国有企业2006年实现的国有资本收益;中央一级的国有资本经营预算从2008年开始实施,2008年收取实施范围内企业2007年实现的国有资本收益。部分国有资本收益还可用于充实社会保障基金。

目前,我国虽然化解了原来落后金融资产结构下的部分难题,但现在的金融资产结构仍然存在不合理成份,与我

表6 国家银行的资金运用(年末余额)(单位:亿元;% )

年份	贷款	有价证券与投资	有价证券与投资/贷款
1994	31602.9	1785.8	5.7
1995	39169.2	2935.4	7.5
1996	47434.5	3970.2	8.4
1997	59317.5	2188.1	3.7
1998	68442.1	5673.0	8.3
1999	73695.9	8090.6	11.0
2000	76393.8	16419.4	21.5
2001	80077.6	16913.4	21.1
2002	90892.6	19488.4	21.4
2003	106155.9	21860.6	20.6
2004	116050.9	22494.9	19.4
2005	120851.1	25067.5	20.7
2006	136494.3	27801.2	20.4

数据来源:Wind 资讯。

资料来源:中国人民银行网站,货币政策大事记。

国家银行包括中国人民银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄机构。

数据来源:《人民日报》,2008年1月24日第2版。

资料来源:人民网,http://ccnews.people.com.cn/CB/87320/6261894.html。

国经济的发展不相适应：

(1) 债券,尤其是企业债券,规模过小

近年来,我国企业债券发展很快,但目前规模仍然很小。2007 年底,我国企业债券相对于国民总收入的比例仅为 2.9%,企业债券作为直接融资工具的优势并未展现。相比之下,发达国家企业债券融资通常都很活跃。例如,2005 年末,美国企业债券市场达到了 5 万多亿美元,相对于国民总收入的比率超过 40%。不仅如此,相对于股票,我国各类债券的规模都偏小。2007 年底,我国股票与国民总收入的比率为 85%,在国内金融资产中的比率为 28.7%;而政府债券、金融债券和企业债券三者之和与国民总收入的比率为 38.7%,与国内金融资产总量的比率为 11%。

(2) 中国的保险市场规模较小

近年来我国保险市场发展迅速,但规模还较小,发展空间还很大。从 2001 年到 2007 年,保险准备金与国民总收入的比率由 3.7% 上升到 10%;保险准备金在国内金融资产中的比率由 1.3% 上升为 2.5%。与发展历史悠久的国外保险业相比,中国的保险业还很不成熟(见表 7)。由于中国人口多,所以中国保费收入在世界保险业的排名比较靠前,2005 年,中国保费总额为 601.3 亿美元,世界排名 11,但保险密度(以美元计算的人均保费)为 46.3 美元,居世界第 72 位,保险深度(保费总额占 GDP 比率)仅 2.7%,居世界第 50 位。保险市场的不完善使其应有的防范风险和保障经济稳定运行的功能难以充分实现。

表 7 2005 年各国保险业基本状况比较 (单位:百万美元)

国家/地区	保费总额(百万美元)	保险密度(美元) <sup>1</sup>	保险深度(%) <sup>2</sup>
中国	60131	46.3	2.7
中国台湾	49005	2145.5	14.11
中国香港	17639	2544.9	9.93
印度	25024	22.7	3.14
印度尼西亚	4271	19.4	1.52
马来西亚	7227	283.3	5.42
泰国	6376	99	3.61
韩国	82933	1706.1	10.25
新加坡	10234	1983.4	7.47
瑞士	41077	5558.4	11.19
英国	300241	4599	12.45
法国	222220	3568.5	10.21
德国	197251	2310.5	6.79
美国	1142912	3875.2	9.15
加拿大	78723	2449	6.97
日本	476481	3746.7	10.54

数据来源:《中国保险年鉴(2007)》。

(3) 股票相对于金融资产的比率波动过大

股票市场波动很大,并表现出投机性强、风险高的特征,应有的资金配置功能难以有效实现。

正如我们在引言中所强调的,货币化发展到一定阶段之后就必须依靠货币市场和资本市场发展这一载体才能继续深化。而金融资产结构的演进是货币市场和资本市场发展的结果。相对于 20 世纪 90 年中期,我国的直接融资已获得长足发展;但与发达国家相比我国的直接融资水平还较低。2005 年底,我国非金融机构部门的直接融资与间接融资比率为 36%,而美国非金融机构部

数据来源:彭博(Bloomberg)资讯;国际统计年鉴。  
包括住户部门、非金融企业部门和政府部门。

门的直接融资与间接融资比率高达 157 %。因此，我国直接融资的发展空间还很大。

## 六、未来十年中国金融市场发展的最佳路径是市场的双向开放

当今的世界正处于全球金融一体化的浪潮之中，而全球金融一体化的一个重要特征是：主要经济体基本参与开放的全球金融市场，主要经济体的货币成为可兑换货币。在全球金融一体化的过程中，任何一个经济体成长到一定程度，都必须在国际金融市场上拥有发言权乃至国际市场规则制定权，才能维护本国市场的利益。而获得发言权的必要条件是参与国际金融市场并在一定程度上开放本国市场。

我们都向往国际金融市场的主导权，但如何才能获得这种主导权呢？其实回答很简单，只有当本国金融市场成为国际金融市场的主场时，作为该市场主人的国家才有主导权。一个经济体如果能公平地制定和维护市场规则，那么全世界的投资者都会愿意进入并持续参与这一市场；反之，如果这一市场的规则不公平，投资者尝试几次后，就不再愿意参与该市场的活动了。因此，在全球金融一体化的大潮中，我国的金融市场发展也需要有全球化的视角。未来十年，我国金融市场发展的最佳路径是市场的双向开放。

在中国金融市场双向开放进程中，稳步实现人民币可兑换是关键。1991—2007 年间，我国货币和资本市场的快速发展、国内市场的容量稳步提高为人民币的可兑换提供了必要的市场条件和市场环境；中国经济的高速发展、法制建设的加强则为人民币可兑换提供了良好的宏观环境。一旦人民币成为基本可兑换货币并且金融市场也对外放开，世界各国的投资者出于安全、收益、市场深度和流动性等多方面的考虑，将愿意持有人民币并投资于中国的金融市场。通过银行、证券、保险等途径，这些投资最终将流入实体经济，促进中国经济的发展。随着国外投资者对人民币持有的增加以及在中国金融市场上投资规模的扩大，人民币将成为亚洲的主要货币，中国的金融市场将成为亚洲的主要金融市场。不仅如此，人民币还有希望成为世界的主要货币之一，中国的金融市场还可能成为世界金融市场中的一个重要组成部分。

推进中国金融市场双向开放还应夯实金融基础设施，推进法制建设，为金融稳定和金融安全保驾护航。随着中国金融市场双向开放的逐步推进，大量国际资金将在国内金融市场和国际金融市场之间频繁流动。但由于中国的市场规模巨大，金融市场的容量很大，正常的资金流动不会威胁到中国金融市场的安全。金融市场的开放程度和金融安全之间并不存在必然的联系。金融安全不在于谁提供金融服务，而在于谁掌握金融控制力。金融控制力主要体现在金融市场的交易、登记、托管、结算、反洗钱和征信系统。只要牢牢掌握这些系统，就可以随时获得货币流向、股票和债券市场的信息，从而保持金融控制力。金融基础设施是实现金融安全的硬件基础，而法律法规构成了对金融安全的有效保障。完善的法律法规可以保护投资者的利益，维护市场秩序，促进市场健康发展。因此，良好的金融基础设施和完善的法律法规是保障中国金融安全的基础。

逐步放开中国居民和企业在国外金融市场上的投资是中国金融市场双向开放的一项重要内容。中国金融市场的开放应该是双向的，不仅包括允许国外资金投资于中国金融市场，还应包括允许国内资金投资于国外金融市场。通过对国外金融市场的投资，我国的资金还可以流入国外的实体经济。目前我国持有的境外金融资产主要是外汇储备。截至 2008 年第二季度，我国已拥有 2 万多亿美元的境外金融资产，其中 2 万亿美元是国家持有，只有零头是由居民和企业持有。在吸引全球投资者持有人民币资产的同时，我国还应允许和鼓励居民和企业放眼世界，走出国门，持有境外金融资产。在保持金融控制力的前提下，允许资金相对自由地流入和流出是金融市场双向开放的

由中国人民银行调查统计司的数据计算得出。

应有之义,也是中国成为全球资金和资源配置中心之一的必要条件。

我们期待十年之后把我国境内金融资产和境外金融资产合并起来,再次讨论中国的金融资产结构。

#### 参考文献

- 国家统计局编,1991—2007:《中国统计年鉴》,中国统计出版社。
- 唐旭,2006:《金融脱媒与多层次金融市场》,《新金融》第 51 期。
- 谢平,1992:《中国金融资产结构分析》,《经济研究》第 11 期。
- 易纲,1996:《中国金融资产结构分析及政策含义》,《经济研究》第 12 期。
- 易纲,2008:《市场机制调整见效,经济失衡正在收敛》,《CCER 中国经济观察》第 1 期。
- 中国保险年鉴编委会,2007:《中国保险年鉴》。
- 中国人民银行统计调查司,1999—2008:《中国人民银行统计季报》,中国金融出版社。
- 中国人民银行支付结算司,2007:《中国支付体系发展报告(2006)》,中国金融出版社。
- Demirgüç-Kunt, A., and R. Levin, 2001, Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development, Massachusetts Institute of Technology.
- Goldsmith, R. W., 1969, Financial Structure and Development, Yale University Press.
- Gurley, J. G., and E. S. Shaw, 1960, Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution.
- IMF, 2000, Monetary and Financial Statistics Manual, International Monetary Fund.
- Shaw, E., 1973, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.
- Yi, G., 1991, "The Monetization Process in China During the Economic Reform", *China Economic Review*, Spring, PP75—95.

## The Evolution of China's Financial Assets Structure: 1991—2007

Yi Gang and Song Wang

(China Center for Economic Research, Peking University)

**Abstract:** In 1996, the first author of this essay manifested that financial assets structure of China which was then dominated by indirect financing had led to many problems in the economy. After more than ten years of financial reform, has the financial assets structure been improved? Can the existing financial assets structure accommodate the development of Chinese economy? This paper tries to answer above questions by reanalyzing the current financial structure in China. It is found that the financial asset structure of China has experienced obvious improvement. Meanwhile, the new structure has brought some new problems which ought to be resolved by further improvement of monetary market and capital market. In the coming ten years, the optimal path for the development of China's financial market is through two-way opening.

**Key Words:** Financial Assets Structure; Monetization; Financial Deepening

**JEL Classification:** E44, G20

(责任编辑:宏亮)(校对:芝山)