

# 技术进步、结构停顿与金融发展： 以中国和俄罗斯为例

王志远

**【内容提要】** 技术进步对于推动金融部门发展来说，意义和作用毋庸置疑。然而按照传统金融发展理论，金融发展同时也必然伴随金融结构改变，实际情况却并非如此。中国和俄罗斯都是从计划经济向市场经济过渡的国家，金融结构呈现先改变、后停顿的状态，而停顿的时间恰恰是在金融技术日新月异的进步阶段。比较分析可以发现，技术进步有助于金融部门提高效率，而这恰恰是稳定既有金融结构的前提条件。大约 20 年的时间里，中国和俄罗斯都是依靠技术进步实现金融发展，而不是依靠结构优化促进金融发展。

**【关键词】** 俄罗斯 商业银行 金融市场 金融结构 技术进步

**【基金项目】** 辽宁省教育厅人文社会科学重点研究基地专项课题《西方经济制裁背景下俄罗斯经济发展战略调整及其对中俄经济合作的影响研究——兼论辽宁省对俄经济合作的新机遇》（项目编号：2J2015027）。

**【作者简介】** 王志远，华侨大学经济发展与改革研究院教授。

## 一 引言

2007 年，美国金融市场出现次贷危机，进而引发了全球金融危机。这波冲击引起人们的足够关注，各国政府纷纷启动反危机措施，与之相伴的还有各种金融监管举措，然而根本性的金融制度变革却并没有出现。无独有偶，欧洲主权债务危机之后，虽然对欧元产生巨大压力，然而银行体系和证券市场基本维持原样，仅仅是对债务融资更加严格管控。不仅在发达国家，新兴经济体和发展中国家近年来在金融制度变迁方面也鲜有大规模改革动作。这是不是意味着，自 20 世纪 80 年代兴起的金融发展理论已经

过时，抑或有其他方面原因，阻碍金融制度变迁？又或者，依靠当前金融技术进步，即使金融结构框架保持稳定，却仍然可以获得金融发展等同效果，即融资效率的普遍提升？为此，本文以经济转型的代表国家中国和俄罗斯为例，讨论技术、结构与金融发展的关系。

## 二 传统金融理论与金融发展理论

谈到金融发展，必然要追溯到 20 世纪 70 年代。斯坦福大学的两位教授——爱德华·肖和罗纳德·麦金农，他们同在 1973 年发现“金融抑制现象”，与之相应的政策选择即金融自由化战略。由于研究对象集中在发展中国家，因此也称之为金融发展理论。由此，在金融领域揭开了针对新古典经济学和凯恩斯主义的争论。

虽然新古典经济学和凯恩斯主义之间存在着理论分歧，前者坚持通过市场机制可以实现充分就业，而后者则认为需要“政府干预”才能实现宏观经济平衡，但在金融方面，即如何实现资本积累方面，两个学派却有着近乎相同的观点——货币与投资之间存在着替代关系。新古典经济学将利率看作是金融市场的价格，如同价格调整商品供求、工资调整就业市场一样，通过利率的高与低可以实现储蓄与投资之间的均衡，资本积累就顺其自然地实现了。这样的观点，需要一个非常严格的假设条件，即资本市场、商品市场、劳动力市场之间不存在关联，彼此之间没有影响。或者说，即使商品市场代表产出，劳动力市场代表就业，那么在工资和通货膨胀水平既定条件下，国民总产出和劳动者总收入之间也存在着线性函数的正比例关系，可以将其等同起来，即国民总产出最优状态就是充分就业，超出“自然率”水平的投资，只会带来通货膨胀，不会提高实质性产出。而通货膨胀又会提高工资水平，这样，在实际价格水平上，国民总产出还是等同于充分就业。

借用古典经济学家大卫·休谟的经典名言，“很明显，货币的多少没有影响，因为商品价格总是与货币的充足程度成正比”。因此，在新古典经济学那里，实体部门和货币部门相互分离，彼此的关系就是后者为前者提供资本积累，再促进前者实现经济增长。在金融市场上，利息引导储蓄向投资转化。客观上，投资越多意味着经济中货币越少，而货币越多则意味着投资能力不足，两者之间存在着明显的替代关系。金融市场的理想状态，即是利率保持在既能动员储蓄、又能促进投资的合理水平上。这种将商品

市场（就业市场）和金融市场相互分割的方法，理论上通常形象地称之为“二分法”。

凯恩斯不这样认为，他的学说克服了古典经济学的“二分法”，也是《就业、利息与货币通论》篇名的由来，该书实质上表明三者之间有着内在逻辑关系。在他看来，就业市场和金融市场之间存在关联，两者不可能各自通过工资和利息来实现均衡，需要政府以财政、货币政策干预经济，实现充分就业。金融市场的“非出清”状态主要受两种心理因素影响，流动性偏好和边际投资递减规律，前者决定了货币不可能全部成为储蓄，后者决定了当利率低到一定水平之后，再低的利率，也无法促进投资，储蓄与投资之间的缺口需要政府财政来填补。更为关键的是，究竟由什么来决定利率均衡。新古典经济学认为由储蓄与投资的供求关系来决定，即储蓄为资金供给端，投资为资金需求端，共同决定了均衡利息率。凯恩斯则认为不然，均衡利息率实际上由货币的供给和需求决定，进而再决定储蓄与投资的关系，而不是相反。因此，凯恩斯认为金融市场不可能像古典经济学家认为的那样，由利息率调整储蓄与投资的均衡。

然而，在货币与资本的关系上，凯恩斯却同新古典经济学家一样，认为两者之间存在着此消彼长的替代关系。首先，在货币与储蓄之间，利息代表着收入，而流动性偏好作为机会成本存在，“由于利息率是放弃流动性的报酬，所以在任何时期的利息率都能衡量持有货币的人不愿意放弃流动性的程度”<sup>①</sup>。在储蓄和投资关系中，利息则代表着投资所需要付出的成本，这样，货币与投资之间也就存在着替代关系，即经济中闲置的货币量越少，投资形成就越多，因此，以宽松货币政策拉低利息率，就有可能增加投资，进而促进经济增长。

问题的关键在于，经济中的货币与投资之间是否必然存在替代关系，答案是否定的。这恰恰是金融发展理论同传统金融理论的岔路口，但并不意味着两者之间一定存在孰是孰非，因为前者研究经济发展水平较为落后的国家，认为传统金融理论无法解释发展中国家的切实问题。对此，麦金农认为在金融抑制条件下，经济中的货币与资本形成之间存在着互补关系，

---

<sup>①</sup> [英] 约翰·梅纳德·凯恩斯，高鸿业译：《就业、利息和货币通论》，商务印书馆1999年版，第170页。

而并非此消彼长的替代关系<sup>①</sup>。

之所以麦金农提出与传统理论截然不同的观点，却获得了包括拉丁美洲、亚太、东欧国家的广泛认可，原因在于该理论更适用于经济欠发达国家和地区。在经济较为落后的条件下，几乎所有经济单位都依靠自我融资，而不是通过外部借贷或股权债券融资，并且在很多领域投资都具有规模大、不可分割的特点，如制造业中的机械设备等。这样，经济中的货币存量与资本形成之间就会存在互补关系，货币存量越大越有利于资本形成。这意味着，货币与资本之间已经不再需要储蓄作为媒介，而是一种自我积累的储蓄模式，利率自然也因此失去了调节储蓄与投资的价格作用。当然，也有经济欠发达国家实现了大规模投资的现象。例如，二战之后的苏联和东欧国家，也包括改革开放之前的中国，这些国家都是通过强制储蓄的办法，由政府推动国有企业实现的投资，进而快速迈进工业国家行列。但是，若从金融效率方面评价，这种方法存在明显缺陷，而且也不属于金融发展理论所研究的对象和范围。

货币与资本之间的互补关系决定了政策选择的基本方向。这同样是金融发展理论与传统金融理论之间的反差。按照凯恩斯主义经济学的相机抉择调控观点，国家可以通过超量货币发行拉高通货膨胀，这相当于实行低实际利率政策，因此有利于投资。而麦金农则认为，“较高的实际利率能有效吸引储蓄，而且有利于提高投资效率”<sup>②</sup>。这同样可以在经济落后国家找到现实依据，在资本自我积累模式中，如果长期实行低实际利率政策，经济中的货币存量必然减少，由此不仅会影响积累能力，更为关键的是，很多利润率较低的投资项目也可以获得融资，不利于经济向更高水平迈进。

如果说麦金农更多地从经济中的货币和资本角度分析，那么同为斯坦福大学教授的肖，则是从金融中介开始讨论金融发展问题，并将对策称之为金融深化，意指利用金融力量内在推动经济发展。肖认为，“经济中的金融部门与经济发展息息相关……如果金融领域本身被抑制或扭曲的话，

---

① [美] 罗纳德·麦金农，卢聪译：《经济发展中的货币与资本》，上海三联书店出版社1997年版，第22~32页。

② [美] 罗纳德·麦金农，周庭煜等译：《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制（第二版）》，上海三联书店、上海人民出版社1997年版，第31页。

它就会阻碍和破坏经济的发展”<sup>①</sup>。在政策选择方面，肖也赞同以高实际利率来动员国内储蓄，并且高利率有利于淘汰落后产业，将金融资源配置到新兴的朝阳产业中去。

表 1 金融发展的总体思路与不同侧重

	罗纳德·麦金农	爱德华·肖	改革次序
出发点	资本形成	金融中介	减少赤字、控制通货膨胀
问题	存量货币不足	金融脱离中介	保证实际利率为正
路径	自我融资、 货币与资本互补	储蓄者收益 和投资者融资	利率市场化
金融发展	市场机制	银行主体功能	金融主体在市场竞争
全面自由化	放开利率、汇率	形成多种金融主体	汇率自由、货币国际化

资料来源：笔者根据两人专著整理。

如果简单概括一下经典金融发展理论，可以将麦金农的观点称之为宏观分析，而肖则更侧重于微观的金融中介。与之相对应，还有一些经典的金融发展理论，如更加注重金融结构的戈登史密斯在《金融结构与发展》（中国社会科学出版社 1993 年版）中详细介绍了金融结构与效率的关系。这些理论为分析现实问题搭建了分析框架，对于当前来说，似乎还应当加入一些分析因素，使得金融发展理论在对应现实问题时更具解释力，这就是本文将技术和结构纳入其中的原因。

在讨论金融发展的理论与现实问题之前，应当回顾一个基本原则，即金融中介存在的意义。米什金在那本著名的教科书《货币金融学》中曾经提过一个简单而深刻的道理，即银行之所以存在，是因为克服道德风险和逆向选择需要付出成本，而如果可以将很多借贷合同汇集于金融中介，那么规模经济效应可以将这个成本压缩到最小<sup>②</sup>。这意味着，以电子信息技术、互联网技术为代表的技术进步，事实上为金融中介活动提供了良好的便利条件，客观上也降低了金融中介的成本。

更为关键的是，从道德风险和逆向选择这两个前提出发，前者指在信息不对称条件下，越是从事高风险行业的经营者，越是乐于接受高利息，

① [美] 爱德华·肖，邵伏军译：《经济发展中的金融深化》，三联书店上海分店 1988 年版，第 1 页。

② [美] 弗雷德里克·S·米什金：《货币金融学》，中国人民大学出版社 2006 年版，第 33 页。

因此会出现低风险企业很难获得贷款的逆向选择。而信息技术和数据处理能力提高，对于甄别客户资质、分析潜在风险，甚至是订立贷款协议，都具有更好的基础和条件。从这个意义上看，近 20 年的技术进步有利于金融中介降低成本、提高效率，而在收益保持不变的情况下，金融行业的利润率也会愈发可观。在畅销世界的《21 世纪资本论》中，一个贯穿始终的观点就是，现代以来资本的收益率明显高于劳动的收益率，其中就隐含着技术进步有助于金融活动降低成本、增加收益的意思<sup>①</sup>。

既然金融部门技术进步有益于提高金融效率和行业收益，就应当界定一下技术进步的时间节点。准确评估并不容易做到，毕竟这涉及方方面面的技术，特别是电子结算和存贷款凭证方面。不过，如果从经济转型进程方面来衡量，就可以避免这种过于专注于技术所带来的分析困难，即金融机构和金融市场的技术进步，究竟发生在金融转型之前，还是之后？两者之间是互补关系，还是互为前提，或是存在既定的内在逻辑关系？

中国与俄罗斯作为从计划经济向市场经济过渡的国家，曾经在相当长的时间里，金融发展并没有受惠于技术进步。至少在 20 世纪 90 年代之前，各种银行、储蓄所、证券交易等部门仍然在使用传统的记账工具，客户也基本需要以借记卡或存折，再加上预先设置的密码或口令实现存取款。在银行内部，20 世纪 80 年代计算机开始逐步普及，电子办公才开始出现。因此，在转型初期，两国都是基于传统技术条件下实现的金融发展，效果也明显不同，但有一个明显的共同点，就是自金融技术显著改善时起，金融结构也随之出现停顿，即“四梁八柱”式的总体结构基本不动。

### 三 技术进步与结构停顿：中国渐进式改革的逻辑

中国金融改革或者说金融结构的总体构建，开始于 20 世纪 80 年代，改革开放之后很快就启动了金融改革。原因很简单，当初“大一统”式的中国人民银行包办货币发行、存款贷款、资金审批等全部金融活动，明显属于计划经济体制。但受限于所有制形式，金融机构改革仍然保持在公有制范畴之内，即当时适应市场机制的所有商业银行，本质上仍然属于国有企业。这种特点，就连 20 世纪 90 年代组建的证券公司、保险公司、投资基金也概莫能外。

---

<sup>①</sup> [法] 托马斯·皮凯蒂，巴曙松等译：《21 世纪资本论》，中信出版社 2014 年版。



中国建设银行成立于 1954 年 10 月 1 日，原本是中国人民银行为配合“一五计划”苏联援助 156 个项目而设立，事实上相当于央行下属的建设事业部。20 世纪 80 年代改革后增加了储蓄、贷款业务，范围也覆盖了住房、工商、国际金融等，但仍延续原有“建设”名称。1994 年，将政策性贷款业务和财政建设拨款管理两项职能划归国家开发银行和归还财政部，自此建设银行成为真正意义上的商业银行。

中国工商银行成立于 1984 年 1 月 1 日，实际上就是中国人民银行工商业存款信贷部，在中国金融改革初期应运而生，如今已经是位列世界 500 强前列的国际大企业。

中国农业银行最早可以追溯至 1951 年农业合作银行，因为历史原因曾经一度被取消，1979 年国务院恢复中国农业银行，1984 年获得世界银行首笔贷款后步入中国四大国有商业银行队列。1994 年将农业政策性贷款划拨给中国农业发展银行后，业务领域更是不再局限于农业贷款，而是覆盖了商业银行所应有的全部业务。

中国银行成立于 1912 年，是四大国有商业银行中唯一超过百年的商业银行，总部原在上海。1949 年中央人民政府收回中国银行管理权，负责中国对外贸易和外汇业务，1950 年开始隶属于中国人民银行，在计划经济时代相当于国家外汇管理局。1983 年 9 月，中国人民银行专门行使中央银行职责，加之此前国家外汇管理局设立，中国银行开始作为商业银行独立开展存贷款业务，但在外汇经营和外贸结算方面仍然具有优势地位。需要特别强调的是，中国还有一家对外贸易的政策性银行——中国进出口银行。按照四大国有商业银行改革特点，中国建设银行将政策性贷款划拨给国家开发银行，中国农业银行将政策性贷款划拨给中国农业发展银行，这两家政策性银行都组建于 1994 年。类似的情况，是否 1995 年成立的中国进出口银行也是为中国银行划拨业务而设立？答案是否定的。中国进出口银行原本是对外经贸部下属的中国对外经济贸易信托投资公司，最初业务主要集中在外国政府贷款的转贷方面。

可见，中国商业银行的“四梁”，即国有大型银行体系，主要改革起点为 1984 年前后，而 1994 年则为这些金融企业走向市场提供了充分条件。此外，中国还有众多股份制银行、地方性银行以及农村信用社等中小金融企业。不过，四大国有商业银行作为中国金融机构的主体部分，至今仍然发挥着引领作用。更为关键的是，这种以四大国有商业银行为主体，其他中小商业银行为补充的结构，一直延续至今未曾改变。这期间，最大的挑

战来自于 1997 年东南亚金融危机，当时国外学者按照银行资产信贷比评估，认为只有交通银行符合金融安全水平，中国的大型国有商业银行一度备受质疑。这并不奇怪，当时韩国所受影响最大的恰恰是大型银行，而中小型银行由于涉及对外业务不多，资产信贷业务比较灵活，反而比大型银行表现得更为稳定和安全。然而，在中国设立四家资产管理公司“长城”、“信达”、“华融”和“东方资产”，分别接收四大商业银行的不良贷款之后，国有商业银行反而因为有了国家信用作为支撑而更具优势。最有说服力的例子就是 2008 年国际金融危机之后，中国金融体系基本稳定，而且银行机构的盈利性仍然保持稳定，足见中国金融结构的优势所在。这样，自 20 世纪 90 年代开始确立的金融结构更加稳固，并且保持至今。

问题是，如果以 20 世纪 90 年代作为金融技术普遍使用的过渡阶段，到了 21 世纪，商业银行在更好的技术条件下，应当是竞争更加充分，还是可能会更加集中。从现象形态上看，后者更接近于事实，技术本身并没有促进商业银行之间展开竞争，也没有使中小商业银行得以获得与大型国有银行竞争的机会，反而巩固了既有的金融结构。这一点，在金融市场上也可以看到，仅仅是不如银行体系那般明显而已。例如，中国的深圳、上海两家证券交易所，格局基本稳定，更重要的是，大多数券商和投资银行也都有国有企业或地方政府作为支撑，基本维持着自身市场地位，除了近些年投资基金和私募基金之外，金融市场上的总体竞争格局并没有出现根本性改变。

至于最近涌现的互联网金融，的确深刻改变着人们的支付方式和消费模式，对于市场中现钞使用率来说，显然在效率、成本、安全方面都大为进步。然而，从金融本身功能来看，融资是首要任务，而互联网金融在这方面虽然创造了很多壮举，不过在融资规模和领域方面仍然没有撼动中国既有金融结构。这其中有一个关键因素，就是既有金融机构，特别是大型国有商业银行，在使用互联网金融方面，由于所具有的市场地位和资金优势，丝毫没有落后于互联网企业。因此，从技术进步角度看相对均衡，即并非是金融机构同互联网企业在竞争，而是同时拥有互联网技术条件下，拥有资金优势的金融机构与相对技术进步更好的互联网企业展开竞争。在这种情况下，金融结构保持稳定，显然也合乎情理。

从宏观结构上看，中国属于典型的银行主导型金融结构，这与 20 世纪 60 年代的德国、日本近似，而与当时英国、美国截然不同，因此后者常被称之为市场主导型金融结构。然而，如果从数据上看，即使是银行主导型



国家，21 世纪以来也在积极推动金融市场发展，即直接融资的比重越来越高。按照这种趋势，金融技术进步显然有利于金融市场发展，而且直接融资更具效率和成本优势，而间接金融则在受惠于技术进步方面稍显迟钝。根据中国证券业监督管理委员会（CSRC）数据，2012 年股票和债券发行仅占全国总融资规模的 42.3%。这一点俄罗斯学者也予以充分关注，认为中国的这一比率不仅低于发达国家，甚至低于很多发展中国家。例如，美国实体经济部门融资中，有 87.2% 通过资本市场获得，日本为 74.4%，德国为 69.2%，印度为 66.7%，印度尼西亚为 66.3%<sup>①</sup>。需要说明的是，证监会提供的数据包括香港地区这个国际金融中心的金融市场融资量，而如果从中国大陆地区看，直接融资的比率更是明显低于世界很多国家。中国人民银行行长周小川撰文指出，社会融资规模从 2011 年的 76.7 万亿元人民币增至 2016 年的 156 万亿元人民币，直接融资比重从 15.9% 提至 23.8%。2016 年年末，中国宏观杠杆率为 247%，其中企业部门杠杆率达到 165%<sup>②</sup>。从这组数据看，中国金融市场规模远远不能与商业银行体系相比。而且宏观杠杆率相当于广义货币供应量（ $M_2$ ）与 GDP 的比值，这说明金融市场结构稍许改变，主要得益于广义货币增长和社会融资规模提高。总体上看，在相当长时间里，中国都会保持银行主导型金融结构，这与世界上大多数国家都根本不同。事实上，这也是金融技术更有利于金融市场发展的一个反驳，即商业银行体系也可以依靠技术进步获得更好的盈利性和市场空间。

如果将上述内容简要回顾一下，可以发现中国基本沿着经典金融发展理论的脉络，逐步树立金融主体、构建金融市场、实现利率和汇率更具自由性浮动。然而，大多数金融发展都秉持结构主义观念，即应当在原有基础上实现结构优化和效率提升，中国的现实情况却是结构基本保持稳定，技术进步在金融市场和金融机构之间也保持着中性，即同时促进两者效率提高和成本节约，并没有使两者此消彼长地替代。应当说，金融技术进步为中国金融结构保持稳定创造了条件，而不是如同世界上大多数国家那般，随着金融技术的改善，金融市场的规模持续增大，商业银行地位反而下降。

---

① Трошин Николай Николаевич. Потенциал российско – китайского инвестиционного сотрудничества//Экономика. 2017. №5. С. 179 – 199.

② 周小川：《守住不发生系统性金融风险的底线》，《党的十九大报告学习辅导百问》，党建读物出版社、学习出版社 2017 年版，第 169 ~ 170 页。

#### 四 俄罗斯激进式金融改革的结构停顿与原因分析

俄罗斯以激进式改革享誉世界，然而效果也广为人知，即经历了 10 年经济衰退，直到国际能源价格上涨之后，经济形势才逐渐回暖。表现在金融领域，就是在市场化和私有化驱动下，放开市场准入，放松利率、汇率管制，允许外国资本自由进出，希望形成西方式的发达金融体系，甚至一度以莫斯科为基础建设国际金融中心。

然而，在现实中俄罗斯也是不折不扣地实行着银行主导型的金融转型，即使是数次大范围私有化改革，也没有从根本上撼动主要国有商业银行的市场霸主地位。金融结构仅仅反映在数量方面，私有化开始时大量小型商业银行涌入市场，形成了俄罗斯特色的金融企业小型化特点。另外一个极端，则体现在金融工业集团方面，因为大规模私有化的资金需要，无论是政府监管的放松，还是工业企业内部财务的偏执追求，都有助于金融工业集团形成。最为鼎盛的时期，当属 1996 年叶利钦竞选总统时的“七寡头事件”，加之此后叶利钦当选总统时七位寡头位列一排的场景，金融参与政治的问题开始广为人知。

金融寡头的形成和繁荣还有另外一个重要原因——“地下经济”。欧美国家的“地下经济”一般是指为逃避政府监管和征税，在国民经济核算以外出现的经济活动，而在原苏联国家中，“地下经济”的概念却截然不同，其中“个人逃税几乎无足轻重”，而是包括私人使用和侵蚀国有资产、腐败收入、商品投机等，以及其他被政府禁止的行业和活动<sup>①</sup>。事实上，金融工业集团之所以能够迅速获得经济、政治等方面优势，与 20 世纪 90 年代俄罗斯全盘私有化有着很大关系。这时的银行，其本身就是政府与企业合谋的产物，甚至还发挥着“洗钱”作用。

只是，这些原本叱咤风云的私人金融企业，在经历了 1998 年金融危机之后，又遇到普京上台、打击寡头干政，其在金融领域的地位受到严重削弱。现在，原本属于“七寡头”行列的金融企业之中，也只有阿尔法银行经营较为稳定，仍然保持着市场地位和良好信用，属于俄罗斯最大的私人商业银行。

当前，俄罗斯金融领域反而呈现与经济转型初期较为类似的结构，即

---

<sup>①</sup> [美] 艾德加·法伊格，郑介甫等译：《地下经济学》，上海三联书店 1993 年版，第 372 ~ 387 页。

几家大型国有商业银行为主，辅以众多中小型私人商业银行，但总体上仍然以国有力量为主导。俄罗斯大型国有商业银行并非 20 世纪 90 年代才有，早在 1988 年戈尔巴乔夫时代，就已经提出要建立二级银行体系。与中国类似，当时苏联由中央银行负责全国货币发行和储蓄贷款业务，显然不能适应市场经济体制。更何况，苏联中央银行此前还隶属于财政部，功能和职责都相当于核算，而并非货币当局。因此，早在叶利钦启动“休克疗法”之前，俄罗斯已经拥有了中央银行和商业银行，性质上属于国有，这种结构一直延续至今。这其中，除了俄罗斯银行履行中央银行功能外，还有五个比较大的国有商业银行：联邦储蓄银行、对外经济银行、工业建设银行、农业银行和城市服务银行。顾名思义，这些银行开始时也各自在与称谓相符合的业务领域耕耘信贷，其中规模最大、也最为重要的当属联邦储蓄银行。类似于中国工商银行与中国人民银行的的关系，俄罗斯联邦储蓄银行成立之初也接管了中央银行的全部储蓄业务，客户群体覆盖全联邦，网点分布自然最多。从作用方面看，对于俄罗斯这样储蓄不足的国家来说，由一个兼有银行信用和国家信用的大型银行稳定国内居民储蓄预期，显然十分必要。在 1998 年俄罗斯金融危机和 2008 年国际金融危机中，联邦储蓄银行都得到政府保护，以确保居民储蓄安全。因此，尽管历经俄罗斯经济衰退、大型国有企业股份制、几次金融危机，俄罗斯联邦储蓄银行仍然保持着国内最大商业银行地位。即使从世界范围看，它也是位列 500 强之一的著名企业。不过，俄罗斯联邦储蓄银行也有捉襟见肘的方面，就是如何在低储蓄、美元化、通货膨胀预期的条件下，尽量动员居民和企业部门储蓄。

至于俄罗斯中小型银行，由于数量众多、经营不稳，对其信贷经营活动很难作出具体而准确的评估。从趋势上看，呈现数量逐渐减少的特点，而且大多出现在经济减速或外部影响之际。显然，中小型银行经历了市场准入放宽，再到市场竞争激烈的过程。具体说，转型初期的俄罗斯的确适合中小商业银行发展，特别是一些缺少资质的小型银行，反而在金融活动中更具灵活性。在通货膨胀严重状态下，小型银行可以通过不计成本的高利息招揽储蓄，再以更高利率贷放出去。而经济发展越是稳定，金融市场竞争越是充分，小型银行的发展空间就越受到挤压。随着俄罗斯金融监管的加强，小型银行减少的现象将会越来越明显。

总之，俄罗斯的银行结构呈现动态更迭规律，即银行数量在持续下降，不过这种特点仅仅集中在中小商业银行领域，大型银行，特别是国有银行的数量和市场地位基本保持稳定。由此，也可以认为自 21 世纪以来，俄罗

斯在间接金融方面具有“结构停顿”的特点。不仅如此，在间接金融和直接金融的比例方面，前者的规模远远大于后者，并且在宏观结构上也表现为停顿状态。

在直接融资方面，即通过金融市场配置资金，俄罗斯主要有两种工具：股票和债券。股票市场诞生于私有化，最初交易的主要是国有企业的股本，价格无序、市场混乱曾经是常态。债券市场建立，最初受益者主要是联邦政府。为了解决财政赤字问题，20 世纪 90 年代的俄罗斯不断发新债、还旧债，并且以明显高于通货膨胀水平的利率吸引国内外投资者。1998 年金融危机，本质上是财政风险，而不是金融风险，只是由于这些联邦债券展期之后，最先受到影响的恰恰是持有债券的金融机构而已。在商业信用、银行信用、国家信用三者之中，按照借贷风险小和信用等级高排序，本来应当是依次递增的关系。俄罗斯联邦政府失信，对于债券市场的影响非常深远，客观上表现为债券发行规模明显偏小，无论是与股票市场相比，还是与金融机构贷款规模相比，债券市场都处于尴尬而次要的境地。

表 2 中俄两国直接融资状况比较 (单位: 万亿卢布、万亿元人民币)

俄罗斯	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
债券发行	0.001 42	0.004 63	0.002 835	0.038 05
债务总额	1.419 14	6.568 75	2.060 59	2.732 23
股票发行	40.171 92	41.990 20	22.055 72	22.979 71
市场总额	39.389 83	88.541 91	50.349 98	53.304 56
中国	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
债券发行	10.981 50	22.882 30	35.602 70	32.907 20
票面总额	35.323 10	48.779 60	63.795 00	72.843 30
股票发行	0.706 00	0.917 40	1.451 00	0.916 40
市场总额	37.254 70	53.130 40	50.768 60	57.912 10

注：2012 年开始，俄罗斯债券和股票的发行对象包括投资基金和保险公司。

资料来源：Сведения о движении облигаций и доходах по ним；Сведения о движении акций и доходах по ним. 俄联邦国家统计局网站，<http://www.gks.ru>；中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/>，2014~2017 年各年度金融市场情况汇总。

表 2 中列举了中俄两国可获得的比较数据，俄罗斯为 2011~2014 年度，中国则为 2014~2017 年度，但这并不影响从总体上判断两国间接融资的比例关系。在中国，曾经存在两个 80/20 现象，即间接融资和直接融资的比例关系，大体上前者占总融资的 80%，后者占 20%；而在直接融资工

具比例中，股票市场则占 80%，债券市场仅为 20%。从当前情况看，近年来债券市场获得了长足发展，票面总额已经超过股票总市值。而且政府已经不再是发行主体，金融机构、企业、外国融资者都积极通过发行债券融资。反观俄罗斯，债券市场发展迟滞不前，发行规模和市场容量显然不能和股票市场相比。可以将其金融结构概括为，间接金融大于直接金融，间接金融中以大型国有商业银行为主，直接金融中股票市场规模明显大于债券市场。

## 五 比较分析的结论

本文属于典型的比较分析，然而并非寻找中国与俄罗斯的不同，而是寻找相同之处。即在技术进步的条件下，为什么中国和俄罗斯都出现了金融结构停顿？这与世界上很多国家都不同，不过对于分析转型国家来说，中俄两国的比较显然具有代表性。

中国和俄罗斯的金融发展，本身具有相似性，起点和目标都比较接近，只不过方式上存在根本不同，前者选择渐进式改革，后者则快速过渡到市场经济模式。然而，在金融领域却可以看到微观不同、宏观相似的金融结构停顿，从时间上看恰恰是电子计算机、互联网信息等技术在金融行业普及时期。技术进步使得银行部门可以在结构停顿条件下获得更高利润，特别是大型商业银行，在金融规模经济驱动下，效益明显提高。中国和俄罗斯都有位列世界 500 强行列的国有商业银行，就是最好的例证。

技术进步的具体特点决定了金融结构究竟倾向于市场主导型，还是倾向于银行主导型。回答这个问题，需要对金融技术应用作出更具体的分析。一般地看，电子计算机应用有助于会计核算和凭证管理，特别是对于股票和债券这种市场型金融工具来说，交易更加便捷、发行更加透明，显然有利于直接融资扩大。如果引入“参与成本”概念，上述现象就可以得到更好的解释。以股票交易为例，在电子技术没有采用之前，购买和售出股票都需要填写表单，而且要做到实时关注，必须依靠投资者自身，或者雇佣代理人其管理股票投资。中国就曾经出现过这种现象，上海证券交易所最初建立时，发布股票信息要依靠人工书写，投资人购买则排起长队。对于熟悉股票投资知识来说，电子技术同样可以降低“参与成本”，各种分析股票行情的工具大多依靠计算机实现。

不过，如果考虑到互联网信息技术，直接融资领域“参与成本”下降的作用似乎就不那么重要了。间接金融可以帮助储蓄和投资节约交易成本，



也可以利用规模优势解决信息不对称问题。在上述两个方面，互联网技术的广泛应用都具有无可比拟的优势。对于降低交易成本来说，可谓是几何级数的下降。在克服信息不对称方面，互联网同样大有作为，征信系统的广泛建立使得资质审核更加准确及时。

只是，在金融自由化方面，中国和俄罗斯尽管都保持着各自金融结构稳定，但具体方面却存在着根本不同。中国更注重金融安全，在效率与稳定之间权衡时，一定会选择后者作为改革的基本准则。而俄罗斯则不然，在储蓄短缺、联邦政府赤字、经济增速下降的条件下，金融的作用已经不仅仅是联结储蓄和投资，而是要作为国家和企业获得资金的渠道，不计成本的追求效率是其金融改革的一贯做法。由此，可以发现中国与俄罗斯在金融发展相关的政策选择方面，前者更多注重稳定，表现为渐进式和小步慢跑，后者则注重融资，表现为激进式和大步流星。如果按照金融发展理论，或者是金融自由化步骤来衡量，中国显然在次序和时机方面比较理智。尽管存在着如此不同，令人惊诧的却是，中国与俄罗斯都出现了结构停顿现象，并且时间上相差无几。技术进步在推动金融发展方面的意义和作用已经毋庸置疑，而技术对金融结构变迁的作用，至少从中国和俄罗斯两国经验上看，并没有起到决定性作用。问题的关键在于，理论层面的金融发展必然伴随着结构变迁，是否技术进步克服了结构停顿所带来的效率损失？这是本文特别强调的观点，从世界层面看，金融结构变迁几乎无处不在，而在中国和俄罗斯的总金融结构中，其在 20 多年时间里却始终保持稳定。

当逻辑问题遇到两个相互对立的观点时，实证分析就更具解释力和说服力。至少从中国和俄罗斯的现实情况看，金融技术进步明显有利于间接金融发展，这使得金融发展可以不依靠商业银行的结构性改善，即在保持原有金融主体结构框架的前提下实现金融效率普遍提高。

当然，这并非是对经典金融发展理论的否定或修正，而恰恰是在原有框架内加入技术进步这一条件之后，针对中国和俄罗斯这两个转型国家所作的分析。而且，本文中的结构停顿也并非意指所有领域的结构不动，而是说在宏观的直接金融和间接金融方面，两者关系呈现结构停顿现象。在具体的金融市场和金融部门当中，结构分析仍然是关键。也就是说，本文既没有否定传统金融发展理论的意思，更没有忽略结构分析所特有的优势，仅仅是从宏观视角对现象和本质进行梳理，结论也可以作为提出问题的方式，为今后更加准确的研究起到“抛砖引玉”的作用。

（责任编辑：农雪梅）