

武汉大学金融系博士研究生课程

金融中介理论：总论

黄宪、刘岩

2021年9月27日

课程安排

- 每周1晚6:30开始，从十一后，地点改为武汉大学大数据研究院（老研究生院，珞珈山庄旁）会议室
- 每次安排两位同学进行报告，每人1小时20分钟左右
- 主要教科书为：Xavier Freixas and Jean-Charles Rochet, 2008, *Microeconomics of Banking*, 2nd edition, Cambridge: The MIT Press.
 - 中译本：微观银行经济学（第二版），2014，北京：中国人民大学出版社
- 微观实证的参考书为：Hans Degryse, Moshe Kim, and Steven Ongena, 2009, *Microeconometrics of Banking: Methods, Applications, and Results*, New York: Oxford University Press.
 - 中译本：微观银行计量经济学，2018，厦门：厦门大学出版社

课程安排

- 10月11日：FR第2–3章
 - 金融中介的经济意义，金融业的竞争（产业组织视角）
- 10月18日：FR第4–5章
 - 借贷关系理论，信贷市场均衡模型
- 10月25日：FR第6–7章
 - 金融摩擦的宏观影响，个体银行挤兑与系统风险
- 11月11日：FR第8–9章
 - 金融机构风险管理，银行监管理论
- 每人准备40页左右PPT，遵照模板规范，见课程主页
 - <http://www.liuyanecon.com/phd-finint-2021/>

主要内容

1. 金融中介理论产生的背景
2. 金融中介理论的演变
3. 金融中介理论基础与主要观点
4. 金融中介理论的主要模型
5. 金融中介理论的扩展性研究

一、金融中介理论产生的背景

市场环境的变化

- 20世纪70年代末以来，以市场经济发达国家为代表的金融市场发生了质的改变，其市场功能和市场功能等在深度和宽度上飞速发展，改变了金融体系的格局，对金融中介的市场权力提出挑战
- 上世纪90年代末，金融混业出现井喷，以银行为中心的新型金融控股公司的金融中介强势回归。2010年次贷危机后，美国暂时取消投行，将其全部纳入存款保险机构的管理范围,这些引起实务界和理论界的高度关注

金融中介理论提出的必然性

- 在20世纪70年代金融市场快速发展的同时，金融市场、特别是资本市场的理论获得了极大的拓展，资产组合理论、资本资产定价模型、资本结构理论、期权定价模型等一系列理论被不断的提出和论证，一度成为金融学的主体，这些理论的提出者也先后获得诺贝尔经济学奖。这些都令金融中介理论也陷入比较的“尴尬”境地
- 然而上世纪90年代以现代银行业为代表的金融中介的再次崛起，它们甚至在金融体系的市场权力甚至更加强盛。这些现象都需要在理论上得到解释

金融中介理论提出的必然性

- 与此相对应，金融中介的理论研究开始受到重视、快速发展，有了独立的理论体系
- 经济学理论、特别是厂商理论的突破，为金融中介理论的创建和发展开创了先河。经济学家和金融学者从不同角度研究了“金融中介为何存在？”这一命题，而其真正的重要性在于该命题的延伸：
 - 它在金融体系中的主要功能？有何特点？
 - 金融中介与金融市场相比较，优势何在？
 - 巴塞尔协议资本监管的推出导致银行行为有什么重大改变
 - 货币政策传导中是否产生了银行资本渠道

现代金融中介理论的基本框架

- 现代金融中介理论的两大基石：
 - 交易成本理论⇒交易费用分析范式
 - 不对称信息理论⇒委托代理分析范式
- 基于功能观的金融中介理论（默顿）
 - 金融中介的支付体系功能
 - 金融中介的处理“信息不对称”的优势
 - 金融中介契约的跨期和跨时的转化优势
 - 金融中介的风险管理的优势
- 金融中介理论的扩展
 - 金融中介特质性和行为研究
 - 资本约束下银行信贷行为与货币政策传导

二、金融中介理论的演变

金融中介理论的渊源：古典学派

- 在对这一命题延伸问题的讨论，首先要对金融中介理论的渊源进行历史概览
- 古典经济学中（包括马克思的理论）研究的主体是货币金融理论，讨论货币、信用、银行（金融中介的代表）与经济的关系
- 它视货币为覆盖在经济层面上的“面纱”，认为它们在经济有“润滑剂”作用，但不是影响经济发展的主要因素，对经济无实质性的影响，而视金融中介的存在为既定的前提
- 代表人物有亚当斯密、李嘉图、奎耐、马克思等

新古典经济学中的金融中介理论

- 在新古典经济学中，对于金融中介在经济中的作用有两种截然相反的观点；不管结论如何，金融中介理论从此开始成为金融理论体系中的一个重要分支

1. 格利、肖、麦金农和戈氏的金融中介理论

- 20世纪55年代中后期，G.格利、E.肖、麦金农和戈德史密斯等人从不同角度分别提出了金融压制和金融发展理论。他们都承认自己基本属于新古典经济学派，但在货币、金融中介和经济关系上形成了新的观点

新古典经济学中的金融中介理论

- 格利和肖，麦金农等人形成了较为系统的经济金融观，他们重视货币金融在经济中的作用，批驳了“货币中性论”，认为对金融体系的压抑为极大地阻碍经济的发展，因而主张金融自由化
- 格利和肖在《金融理论中的货币》一书（1960）中首次提出，金融中介的多样化有益于经济增长。这是与传统古典经济学货币金融理论的分水岭，学术界因此认为，他们的金融发展理论可以看作是研究金融中介理论的开端

新古典经济学中的金融中介理论

- 戈德史密斯则从比较金融的角度提出了金融发展理论
- 他在《金融结构与发展》（1969）一书中指出，金融发展是指金融结构的变化
- 为了可以进行定量分析，他提出了衡量一国金融深化程度结构的8个指标，其中最重要的“金融相关比率”（FIR）
- 戈指出，银行资产在金融总资产中所占的余额，反映了储蓄向投资转化中，金融中介机构重要性的变迁
- 戈还前瞻性地指出，随着经济的发展，银行资产在全部金融资产中的比重将会下降

新古典经济学中的金融中介理论

- 金融相关比率（FIR）的完整表述：研究未清偿金融工具存量与其它宏观经济变量之间具有重要经济意义的关系
- 整个分子式展开后几个主要要素：发行的相对规模、非金融机构外部融资比率、通过金融中介融资比率、股权融资比率（直接/间接融资结构）、国际金融地位影响等
- 金融结构比金融发展总量水平更加重要

新古典经济学中的金融中介理论

2、阿罗-德布鲁一般均衡下的金融中介理论

- “阿罗-德布鲁”范式是由二战后阿罗、德布鲁、萨缪尔逊等一批杰出经济学家创立,他们除了诠释市场经济的强大功能的思想外,还用严格的数学模型对一般理论进行规范的表述
- 在阿罗-德布鲁范式中有较严格的假定:
 - 市场是有效率的,但可以不考虑交易费用
 - 虽然市场常有不确定性,但每个子市场可以基本自动出清而达到均衡
 - 存在信息不对称问题,但不会影响经济人的理性选择
 - 引入不确定因素对一般均衡没有影响

新古典经济学中的金融中介理论

- 阿罗-德布鲁一般均衡模型对消费者和厂商在利用金融市场的行为进行了综合分析（简单与金融中介进行了比较），它们的一般均衡模型的假定条件是：
 - 家庭在存款和购买证券的选择上没有差别
 - 厂商在借款和发行证券的选择上没有差别
 - 经济人在金融市场上的决策对其他机构或部门无影响
- 综合这些理论所得出结论的逻辑推理是：金融中介机构是多余的

现代金融中介理论产生

- 现代金融中介理论产生的动力是对新古典主义假设前提是否合理的质疑
- 新古典经济学派要么认为金融中介对经济有推动，但其存在为既定前提，要么假定市场（包括金融市场）是完美的，从而又得出了金融中介多余的逻辑结论
- 古典和新古典经济学都无法解释，为什么长期以来金融中介机构能够平行与金融市场存在，而且市场权力甚至占优

现代金融中介理论产生

- 新古典“产商理论”理论的发展给金融中介的研究带来了“革命性”的启示
- 科斯提出的“交易成本”用以解释“企业为什么会存在”，学者们在解释金融中介上也都围绕其展开；另一个是理论界对“信息不对称”在经济中的巨大影响给予了高度关注
- 它们构成金融中介理论的基石，也构成了现代金融中介理论研究的两个主线条

三、金融中介理论基础与主要观点

现代金融中介理论的两大基石

1. 交易成本与金融中介

- 古典经济学产商理论把企业看作一个生产函数，其职能是根据生产函数将投入转化为产出。该理论视企业的存在为假设前提，市场摩擦可忽略，即可不考虑交易成本
- 科斯1937 开创性地在“Nature of the Firm”一文中提出了“企业为什么存在”的命题和分析思路，他的思维逻辑是：
 - 市场与企业是两种不同的资源配置方式，前者由价格机制来协调，但存在着市场摩擦和相应的交易成本（transaction cost）
 - 如果交易成本太高，后者的交易情形发生，即企业就会将原来属于市场的交易内部化（internalization）；两者的转换触发点是考虑了交易成本的边际替代
 - 企业内部进行资源配置也是有成本，可表述为“委托-代理成本”：随企业扩大、代理链条延伸，企业消化委托-代理成本的能力有限，因此，企业不会无限扩大，它们存在着业务扩展边界

现代金融中介理论的两大基石

- 交易成本理论的出现使企业理论获得发展思路，对经济现象有着强大的解释能力。泛义上的交易费用不具可计量性（理论界争论太大），但作为术语，交易费用的使用频率最高
- 将交易成本作为解释金融中介存在的理论基石之一，是因为相对于一般厂商的实物交易，金融交易多为使用权额转移，有偿还问题，各类不确定性因素太多，交易成本更高
- 因此，金融中介在降低金融交易成本中是否具有优势，便成为论证其存在合理性的基础

现代金融中介理论的两大基石

2. 信息不对称与金融中介

- 信息不对称(asymmetric information)是现代金融中介理论另一分析范式，它认为这是中介比市场更有优势的另一个重要原因
- 信息论的奠基人沙农(C. E. Shannon 1948)给出定义，信息就是用来消除不确定性的东西
- 然而在信息经济学中，经济学家对信息还没有一个统一的定义

现代金融中介理论的两大基石

- “信息不对称”现象在经济中普遍存在，它对交易、特别是金融交易的影响特别大；由于在交易中卖方和债务人始终处在信息的优势一方，所以信息不对称的程度和性质直接关系到交易成本的大小
- 按照交易发生的时间以及不对称信息带来相应的可能后果，可将其分为：
 - 交易事前——逆向选择
 - 交易事后——道德风险
- 金融中介与金融市场相比，是否在金融交易中具有处理信息不对称的优势，这也是论证金融中介存在合理性的基础

基于“功能观”金融中介理论基本内容

- 尽管沿着两个基石延伸的金融中介理论研究快速发展，但缺乏学术界高度认同的统一分析框架
- 金融大师罗伯特.默顿梳理了各种研究成果，于1995年在“基于功能视角金融中介理论”一文中提出应从“功能观”和“相对优势”的角度来梳理金融中介理论体系
- 这一观点得到广泛认同，金融中介理论的框架体系变得清晰和日趋成熟
[黄宪]

基于“功能观”金融中介理论基本内容

- 主要观点：
 - 金融环境不断变化，在分析金融中介的任何问题上，要注意金融功能远比金融机构存在形式的变化更稳定
 - 竞争会使金融机构的组织结构不断发生变化，但方向是金融体系将变得更有效率
 - 金融市场与金融中介的基本功能都是优化资源配置，但两者之间存在相对边界：中介面对的投资者是存款人群体，生产过程具有“信息私有”性质，其金融产品是不透明；市场面对公共投资者，所生产和交易的金融产品应该是透明的
- 金融中介与市场之间并非简单的替代关系，它们之间更多是动态的、相互促进和螺旋式变化的关系
- 金融产品和机构的创新像高速运行的“列车”，而金融监管则类似对高速运行的列车“轨道”和“刹车”；对于稳定且有效率的金融体系，两者缺一不可

基于“功能观”金融中介理论基本内容

- 在现实中，源于“功能观”的金融中介行为的研究不仅更加成熟，而且迅速拓展
- 有些学者将“银行监管理论”归属于中介理论，但存在着很大争议。我们认为它属于金融理论另一独立的分支

对“功能观”中介理论的批判和“新”思路

- 荷兰的两位经济学家斯考腾斯和温斯韦恩(Scholten and Wensveen)于2000年撰文，对现有的金融中介理论和参与成本论提出批评
- 他们认为，现有的基于功能观的金融中介理论似乎已经走到尽头，它们最大的问题在于逃不出“不完美市场的范式替代”和静态的分析方法，应该把金融机构看作是独立的市场参与者，而非借贷之间的中介，它通过动态的对风险、期限、规模、流动性的转换来为客户实现增值，从而实现自己的价值
- 他们提出了对金融中介理论的修改建议：

对“功能观”中介理论的批判和“新”思路

现代金融中介理论

静态

市场不完美

介于借贷之间的代理人

储蓄的有效分配

非对称信息：逆选和道德风险

中介行为（信贷配给）

脱媒

修订后金融中介理论

动态

市场差异

类似企业的金融服务提供者

金融转换

客户导向（价值）：风险管理或风险收益

最优化

动态中介观-新市场和产品

对“功能观”中介理论的批判和“新”思路

- S&W对现有的金融中介理论所进行的批评和提出的新范式并没有在学术界产生共鸣，后进跟进研究几乎没有
- 关键在于绝大多数学者认为，他们所提出的是管理学范式

四、金融中介理论的主要模型

处理信息不对称或信息生产的相对优势

1. “逆向选择”与金融中介

- 阿克洛夫(Akerlof, 1970)的次品车市场（Lemons Market）开创了金融中介在逆向选择中信息处理优势研究的先河
 - “柠檬”泛指次品
- 在二手车市场上，卖车者最清楚自己所拥有车的质量，买车者难以判断，在没有引进甄别机制前，二手车只能按照平均价格出售
- 因此，次品车可以在交易中获利，好车主则利益受损
- 社会理性的选择是，二手车的好车车主选择退出交易，市场上充斥着次品车，逆向选择严重，变为“柠檬市场”，最后逐步萎缩，运行不畅

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 阿克洛夫认为，在二手车市场，逆向选择问题是由辨车专家和交易商中介来解决：
- 交易商购进二手车，辨车专家鉴定后再卖出，并赋有声誉责任，从而起到缓解信息不对称作用
- 交易商制度又引出建立交易商机构问题，它提供了担保作用
- 由此引伸到金融中介 金融市场的交易类似于“次品车”问题大量存在：金融消费者无法辨别筹资公司的风险，若投资者如果只能按照公司平均质量的价格购买任何公司发行的证券，金融市场运行必然运行不畅

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 阿克洛夫在分析“不对称信息”带来的逆向选择问题时，所用数学时任简洁
- 他将交易者分为两大类（均有供需），先后采取离散和连续的效用函数、赋值和推理的方法，得出重要结论：
 - 信息不对称现象在社会上普遍存在
 - 若在信息不对称下，次品车市场一定会不断萎缩
 - 中介的意义在于通过专业性“质量”识别和机构担保，缓解信息不对称带来的逆向选择

处理信息不对称或信息生产的相对优势

2. 金融中介的信息生产功能

- 一批经济学家纷纷开始抓住市场上普遍存在不对称信息这一重要现象来分析和证明金融中介存在合理性和优势
- 利兰和派尔(Leland and Pyle, 1977在“Information Asymmetries, Financial Structure and financial Intermediation”一文中提出基于逆选和道德风险的信号模型，即L-P模型，解释金融中介的信息处理优势
- L-P模型分析如下：
- 设借款人是企业家联盟，他们拥有项目的内部信息，贷款人是外部投资者，他们对借款人和项目不了解，两者之间信息不对称

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 融资中逆向选择和道德风险两种现象均存在，它们阻碍了有效信息在市场参与者之间的传递，其结果必然是市场运行不畅
- 为改变这种状况，理性的企业家会自觉调整行为，按项目资金所需比例投入自有资金，而市场投资者会敏锐观察到这一现象，并据此判断项目的质量，对投资进行决策
- 在该文中设计了很重要的变量 α ，它代表项目投资人或企业家内部投资的比率，论文围绕 α 展开
- 它的经济学意义是，在信息不对称下存在信息质量问题，如何对外发出有效信号很重要

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 作者运用对求证所投资企业期末财富变量最大化的优化模型，设计了内外部股权融资、债权融资、市场组合、风险偏好系数、投资项目预期等一系列变量，在分别偏导的基础上，利用海塞行列式求得均衡解
- L-P模型证明主要结论是：(1)信息有公共品属性，容易搭便车；(2)信息存在可信度或质量问题，因此信息市场有可能运行不畅
- 借款人存在“逆向选择”和“道德风险”的可能性与其自有资本的比率负相关
 - 金融中介的资产是它们的“私有产品”，一般不出售，故不存在已处理的信息外溢，这有利于保障信息的质量
 - 通过风险定价，已经把资产的质量体现在价格中
- “处理不对称信息”的功能应当是解释金融中介的核心功能

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- L-P模型可以被视作对金融中介解决逆向选择信息优势比较的全面阐述
- 尽管作者在论文开篇引言中称，L-P模型是解释信息不对称下金融中介在处理“道德风险”时的优势，但实际上它更多的是解释金融中介在“逆向选择”时的优势，或者把他们所描述的“道德风险”理解为“企业家掌握内部信息而外界不知”更为准确
- L-P模型也是典型的信号传递模型，但它正式将金融中介在解决信息不对称和信息生产中的作用引入，对金融中介理论贡献很大
 - 不足是，作者的数学推导过程过于复杂，超过了证明理论本身的需要[黄宪]

处理信息不对称或信息生产的相对优势

3. “道德风险”与金融中介

- L-P模型没有对金融中介对于金融交易发生后的“道德风险”是否存在监控功能的优势进行解释，这里存在一些疑问：
 - 在借款公司获取资金后，公司股东（投资者）与公司经理人之间的经营目标往往不一致，普遍存在委托—代理矛盾
 - 金融市场交易的契约（证券）一般具有高度流动性，“搭便车”心理普遍存在，这极不利于交易事后的监控，金融市场在这方面并无优势
 - 相对而言，金融中介（银行）发行的契约（贷款）一般是非标准化的，难以被交易，这有利于金融中介发挥交易事后的监控功能
 - 然而，这个功能又引出了相应的激励成本和受托代理成本问题，如果把这些因素和相关的成本都考虑，金融中介是否还存在信息生产的成本优势？

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 戴蒙德在“Financial Intermediation and Delegated monitoring” (1984) 中建立了一个基于最小化信息生产成本的受托监控模型，证明，即使考虑了代理成本，金融中介在监控上仍具有成本优势？
- 在受托监控模型中，拥有充分信息的一方是代理人(agent)，拥有不充分信息的一方是委托人(principal)，它们构成委托代理的契约关系
- 假定委托代理双方都追求自我效用最大化，那么，代理人一方绝不会总是按照委托人的最大利益行动
- 因此，委托人对于代理人，要么给与足够的激励，要么实施严密的监管。然而，激励和监控都会产生成本，即代理成本

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 如果考虑金融中介，必然还会出现双层代理关系和相应的代理成本，即存款人（债权人）与金融中介，以及金融中介与借款人（债务人）。在多重委托代理以及发生多重代理成本之下，金融中介的信息优势还是否存在？
- 戴蒙德证明的精妙之处是设计了一组含有最优激励相容机制的负有监督性质的债务契约，它既要使企业家的预期收益最大化，要使投资者获取不低于市场利率的预期收益（ R ）
- 在此前提下，比较哪一种监督契约将会使得使得委托代理成本最低？

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 戴蒙德论证的思路是，解决道德风险的监督契约有三种，它们都有作用，哪一契约的成本最低便是最优契约或最优监督方式：
 - 第一，投资者不监控借款人或企业家，但企业家要承担“破产”的惩罚成本(C)
 - 第二，投资者的项目可通过委托多个债权人(m)（可理解为存款人）对借款人进行监控，每个债权人的监控成本为(k)，则事后总的监控成本为(km)
 - 第三，由债权人委托一个监控人，由它代表所有债权人对投资项目进行监控，这一监控人就是金融中介。但是监控人需要得到激励，即需要代理成本(D)，第三种监督或契约方式的成本是($k + D$)
- 需要证明的是，金融中介受全体存款者之托对借款人实施监控为最优的条件为： $k + D \leq \min(C, mK)$

处理信息不对称或信息生产的相对优势

- 戴蒙德作出以下假定：
 - 金融中介监控的借款企业的总量是 N ；各企业家的投资项目是独立分布；每个企业家的代理成本是 $D_N = D/N$
- 根据事后监控方式最优契约的条件，戴蒙德运用优化模型进行逻辑推理，证明并得出了两个重要结论：
 - 第一， D_N 是 N 的单调减函数，当 N 无穷大时， D_N 倾向于零
 - 第二， N 个投资项目由一个金融中介监督的代理成本要大大低于由多个债权人或多个金融中介监督的代理成本之和
- 这个结论的经济学含义是，在多重委托代理条件下，金融中介监控契约具有对信息处理和处理的规模经济的优势，因此，金融中介在对非标准化的多项目投资的事后监控中拥有成本优势

金融中介的转换功能优势

1. 跨时转换的功能

- 本斯顿和史密斯（Benston and Smith）在1976年发表的“A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation”一文中，首次用交易成本范式来解释金融中介在信息生产和转换功能上的优势
- 尽管该论文只是运用简单逻辑推理+案例分析，但得出的结论很有意义：金融中介机构的存在不是为了最大化“一些东西”，而是为了最小化“一些东西”，如交易成本

金融中介的转换功能优势

- 从需求的角度，金融中介的存在满足了消费者降低交易费用的需求。金融中介在转移金融消费支出时有两大类情形，期内(intra-temporal)转换和跨期(inter-temporal)转换
 - 前者体现了金融中介的规模转换功能，后者体现了金融中介的时态转换功能
- 从生产和供给的角度，金融中介提供的限制性契约，以及它们的专业性和多样化能够降低消费者交易成本
- 这篇论文尽管模型简单，但是思想贡献较大，是直至目前引用率很高的文章

金融中介的转换功能优势

2. D-D模型-流动性转换功能优势

- Diamond and Dybvig (1983) 在其经典经典的《银行挤兑、存款保险和流动性》一文中提出了D-D模型，从流动性转换功能方面再次证明银行的竞争优势：
- D-D模型运用契约和多期动态分析范式，讨论了银行为在存款人提供活期存款契约的同时也向借款人提供非流动性贷款契约带来的流动性转换功能
- 金融中介在这里承担了将低流动性资产转换为高流动性负债的“流动性转换”功能，它相当于为存款人提供了一种流动性保障（保险），允许消费者在最需要的时候消费

金融中介的转换功能优势

- 戴蒙德引入了一个极为重要的阈值，在没有外部冲击下，当期和未来消费者均确信有极大的概率在需要时才取款，没有银行挤兑条件下，即使是最具流动性的活期存款，也会有相当比重的资金长期稳定在银行资金账户上，可用于长期投资，因而金融中介能达到比金融市场占优的纳什均衡
- 因此，银行提供的活期存款合约能够有效地满足当期消费和跨期消费者的需求，并为跨期消费者未来的需求提供有效的风险分担形式

金融中介的转换功能优势

- 活期存款还有一个持有者不愿意接受的均衡，即银行挤兑
- 在外部负面冲击发生时，由于存款人与银行之间存在信息不对称，当期和未来消费者都会恐慌并进行博弈
- 博弈的结果，立刻挤兑提现是信息不对称下存款人最佳选择，从而银行挤兑不可避免这种类似囚徒困境的银行挤兑也是均衡
- 因此，银行提供的活期存款对持有者来讲，同时存在两个“纳什均衡”
- 一旦银行挤兑，在体系内蔓延，任何银行难逃破产厄运

金融中介的转换功能优势

- D-D模型的证明引申出很强的政策含义：
- 银行业的脆弱性使得它必须实施有国家信誉支持的存款保险制度，保费用来自于国家税收或政府信用担保
- 戴蒙德在数学模型中也是采用契约形式收益最优化函数；与“受托监控”的模型推导一样，这些经济变量很难被证明最大化，但是戴蒙德均采用证明成本最小化，反推出利润最大化。他的模型构建和推理，被许多学者认为是“经济思想与数学技术”最平衡的

金融中介的风险管理功能

- 从20世纪70年代到90年代，世界各国金融体系发生了深刻的变化，环境变化对金融中介带来了两个最直接影响，并提出了两个迫切需要回答的理论问题：
- 第一、金融中介传统的功能优势或相对竞争优势的削弱，特别是信息披露的强化和信息技术革命，使得信息不对称问题得到缓解，金融体系的信息生产成本随之下降
- 理论上需要回答的问题是：随着市场趋向完善，金融中介的竞争优势是否会衰退？

金融中介的风险管理功能

- 第二、风险管理类金融中介，如共同基金等迅速发展，传统银行业从上世纪80年代开始向混业转型，不仅是衍生金融工具最大的交易主体，同时还成为最大的生产主体和经纪商；与之相联系，风险管理功能成为金融中介最重要的功能之一
- 理论上需要进一步回答的是：风险管理是金融中介的原生功能，还是继发功能？它为什么成为了金融中介的核心功能？金融中介的风险管理功能相对于市场有什么优势？

金融中介的风险管理功能

- 1998年，两位学者阿伦和桑特美罗(Allen and Santonmero)对现代金融中介理论提出质疑，并提出了基于“参与成本”(participation cost)概念的新观点，认为参与成本可以较好地解释这些现象和变化
- 阿伦和桑特美罗认为，现有的金融中介实际上都有一个假定，即所有的投资者在投资中都是“全面参与”，所以金融中介无需提供风险管理的服务
- 然而，绝大多数投资者只是“有限参与”（间接融资为主），其原因在于在市场上直接投资的参与成本太高（包括对按几何级数增长的，多样性金融产品信息的了解、投资费用、监控成本、机会成本等）

金融中介的风险管理功能

- 相对而言，金融中介具有风险管理优势，因为由它发行的金融工具，绝大部分风险已经被“过滤”了
- 由此引出，风险管理是金融中介的“原生”功能，该文指出，传统和典型的金融中介是银行与保险
 - 17世纪银行为商人进行的票据贴现和保险公司提供的海上保险实际上就是风险管理功能，直至现在的信用风险、流动性风险、利率和汇率风险，一直是由各种金融中介在承担着
 - 所以，风险管理一直是金融中介的“根-root”，前面的各种功能中都可以发现风险管理的影子
- 然而，类似于交易费用，参与成本也是一个比较模糊的概念，难以数量化和模型化

五、金融中介理论的扩展性研究

金融中介的信用配给行为

- 信用配给(credit rationing)理论的基本思想回答的是：在借贷市场需求大于供给不均衡情况下，为什么银行不采取提高价格（利率）的市场手段调节，而是从众多借款人中筛选出部分“合格者”？
- 该理论认为，银行最完善的金融科技也无法使得损失率为零，因此，只能通过提高利率来覆盖风险上升所带来的损失，并尽可能将“不合格者”排除在外(exclusive)
- 有意思的是，这个没有交点的不均衡状态，在学术领域却被称呼为“信贷配给均衡”(credit rationing equilibrium)

金融中介的信用配给行为

1. 逆选择与信贷配给

- 霍其曼（Hodgman,1960）是最早开创贷配给行为的学者，他把利率价格作为外生变量，运用违约损失率与期望收益最大化构建了第一代“逆选择”下的信贷配给模型，主要内容是：
- 如果借款企业有不同的风险或投资项目，而信息不对称使得银行又无法甄别，提高利率只会提高银行贷款的风险
- 银行此时宁愿满足于接受一个较低的贷款利率，也不会轻易增加贷款供给，即，对信贷进行选择配给

金融中介的信用配给行为

2. 逆选择与道德风险结合的信贷配给

- 施蒂格利茨和韦斯（Stiglitz & Weiss 1981）在“不完全信息下的信贷配给市场”一文中，将逆选择与道德风险下的负向激励结合起来，得出了第二代信贷配给理论，基本思想是：
- 在范式借贷契约合同下，企业借款申请人具有风险喜好的倾向，由于银行无法完全监督企业贷后的行为，企业在贷后可按照自己利润期望来挑选项目，而较高的贷款利率更可能鼓励后者选择风险较高的投资项目，从而增加了银行贷款违约的可能性
- 结论：如果银行注重贷款人的品质，提供正常的贷款利率，借款企业的投机偏好就会下降，银行违约风险降低、收益期望反而提高，因此，银行会主动实施“信贷配给”

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- “小微企业贷款难”到底是一个普遍和正常的社会现象、还是一个银行业缺失社会责任感的问题？对它的回答不仅仅是理论问题，在我国还涉及到政府决策如何导向的问题
- 对这类问题的研究起步于对不同规模银行信贷偏好行为的探讨
- 上世纪80年代已有大量理论模型和实证研究证明，无论金额大小，银行对每笔贷款的信息分析和处理成本大致相同，因此，单笔额度越大的贷款，分摊到银行的单位成本自然越低，再加上大银行资金实力雄厚，有能力满足很多大企业的贷款需求

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- 研究结论：
- 大银行天然喜爱大企业，换个角度，大银行天然具有对小企业的贷款歧视。这符合理性经济人假设，不涉及商业道德
- 在21世纪初，学术界注意到大量小银行或微金融机构在对小企业发放贷款也能获得丰厚利润现象，对微金融机构的相对竞争优势和行为的研究也就不断深化和迅速发展

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

1. 硬信息和软信息与交易型和关系型贷款

- 在微金融理论中，“硬信息”与“软信息”，“交易性贷款”与“关系型贷款”是研究这一问题时必须掌握的两组相对应的重要概念
- 鉴于不同借款者所具有不同的信息特征，金融学研究一般将来自于贷款客户的信息在理论上分为两大类：
 - 第一类是包括以基本真实的财务报表、抵押和担保、信用评级等可精确量化、可查证、便于传递的以数量信息为基础的信息被称为“硬”信息
 - 第二类是通过过去与本地市场客户交往所获得的关于其个人品质和嗜好、家庭结构及稳定性等信息，并以此为基础形成对其未来风险和收益预期的评估。这些难以数量化和不便于传递的以“质量”为基础的信息则被称为“软”信息

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- 在此基础上，Berger and Udell（1995, 2002）在该领域极为经典的研究论文，“Relationship lending and lines of credit in small firm finance”中，将银行贷款企业的信息来源以及所对应的贷款技术概括为四种类型：财务报表型贷款、资产保证型贷款、信用评级型贷款和关系型贷款
- 前三种贷款技术被称为“交易型贷款”，对应的是“硬”信息基础，而关系型贷款对应的则是“软”信息
- 而在软信息上通过多次交流而建立的信任“关系”，构成了后者定义的核心

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

2. 关系型融资的核心理念和小型金融中介的相对竞争优势

- Boot (2000) 指出，小微金融中介通过与借款者发展密切的关系，可以便利监控和筛选，并解决信息不对称问题；小银行在发放贷款、贷款定价与借款者监控等活动中将产生私有信息，这种信息优势将阻止贷款的市场化并构成关系型银行长期信息租金的来源
- Berger (2006) 在信息细分的基础上进行了比较分析认为，大银行的交易型贷款对应着客户较低的风险，提供大容量的准标准化贷款产品，所以利率较低也可获取丰厚利润；而小银行的关系型贷款则对应着较高风险，但更长久、更具独占性的客户关系，有着与客户功能性距离更短的直接接触，为客户提供“定制”的、小容量的产品，因此，关系型贷款的高附加值一般会收取比交易型贷款更高的利率

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

3. 嵌入大数据和金融科技后的微金融理论

- 中国互联网环境下催生的大数据
- 云计算、人工智能在社会中广泛应用后，不仅是互联网巨头产生了具有独占性的大数据，而且每个大企业、行业和政府部门几乎都可以运用互联网产生自己的大数据
- 将此类信息定义为“多维度大数据信息”，它们是从社会各类信息源获取的真实、难以篡改，且可传递、与借款人信用状态间接相关的信息

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- 尽管它们也具有“硬信息”的属性，但这里“硬”的经济学含义已经改变：真实性和可以无损耗传递性
- 它们不是基于财务报表的企业经营状态和质量的信息
- 每类大数据信息强度很弱，但多维度信息汇聚的能量巨大
- 近年来，科技的进步极大的促进了传统的金融业务的发展，科技与金融结合在一起，催生了金融科技（Fintech）的诞生

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- 金融科技是个很宽的范畴，微金融理论把眼光更多聚焦了金融科技与小微企业融资关系，开始探讨诸如大数据、区块链、多维度大数据处理、独特的风控系统筹等金融科技模式对缓解小微企业贷款难的影响
- 这又出现了另一类贷款技术，“大数据刻画型贷款”，它主要依靠大数据技术与机器学习模型来实现信贷的自动决策
- 总结：
 - 多维度大数据与金融科技的结合在一定程度上弥补了“软信息”的局限性，拓展的“长尾”宽度和深度
 - 金融科技对小微群体信用风险和欺诈潜在风险的准确刻画，极大降低了对小微群体贷款的损失
 - 金融科技使普惠金融大为减低了慈善、补贴的色彩，而逐步转变为一种可持续发展的商业模式

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

4. 竞争与银行信贷业务边界的移动

- 关于竞争对关系型贷款的影响构成了微金融领域近年来最前沿、最引人关注的理论。其中Boot and Thakor（2000）在他们的论文“Can Relationship Banking Survive Competition?”中通过构建理论模型（B-T模型），对银行信贷业务边界的移动做出了极富创见的分析
- 模型中经济主体包括银行和借款者，贷款技术类型包括交易型贷款与关系型贷款

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- B-T模型认为，在竞争强度较低时，软信息处理技术优势的银行会对质量较低的借款者提供关系型贷款，硬信息处理技术优势的银行则对中等以上质量借款者提供交易型贷款，而部分很高质量的借款者会选择到资本市场融资
- 当竞争强度加剧时，两类贷款租金均发生减少，而关系型贷款因其具有部分对资本市场竞争“免疫”的功能，使得其租金降低的程度小于且速度慢于交易型贷款
- 结论：在竞争下，更多的中型乃至大型银行会通过学习处理软信息的金融技术而转向发放关系型贷款，故来自银行业之间以及资本市场的竞争，会直接影响交易型贷款，间接影响关系型贷款

金融中介规模特质性与信贷行为——软信息、关系贷款与微金融

- 该研究的政策含义：
- 在中国资本市场发育不充分，仍然是银行主导型的经济体系下，政府和金融监管部门应该尊重由对不同信息处理技术优势所决定的各类银行业务边界的存在，充分发挥各类银行在自己贷款等业务边界内的技术优势，将其做好做精，而不是用行政手段对处理软信息技术能力不强的银行施加跨界贷款和经营的压力

资本约束监管与银行行为变化

- 银行具有外部性强、高杠杆率、创造货币等特质性，故一直是监管最严的行业
- 传统上一直是合规性监管，在巴塞尔资本充足率协议出台后，又添加了资本约束性监管，并被认为是成本最低的有效监管，因为它内嵌一个精巧机制，让资产风险度与昂贵的资本金紧密挂钩，从而被认为从银行内部产生了主动降低风险的动力
- 尽管资本约束监管是一个进步，但它却改变了银行行为

资本约束监管与银行行为变化

1. 监管套利

- 银行行为改变的第一个表现就是监管套利，即巴塞尔协议对风险的测度方法将促使银行采取大规模地将贷款移出表外，导致过度“贷款证券化”
- 新巴塞尔协议颁布之后，以2004-07年为过渡期，银行可选择简单标准法以及内部评级法IRB（取决于数据的质量、时间序列和处理风险的维度），它们需要银行自己建立计量分析模型，从而使得银行资本充足率的变化对资产风险度更加敏感

资本约束监管与银行行为变化

- 自20世纪90年代以来，监管资本套利作为巴塞尔协议的一个未曾预料的结果，在发达国家对银行行为影响明显
- 在IRB方法下，因为风险因子的度量更具有主观性，银行既可以通过控制各个输入变量来降低资本要求，也可以通过复杂产品的创新来转移或降低自身风险
- 因此，资本约束监管在为银行创造价值的同时，却导致银行追逐监管套利，反而破坏了作为一个审慎监管工具的价值（Carey 1998，Jackson 1999，Fernando Restoy 2008等）

资本约束监管与银行行为变化

2. 资本约束与信贷紧缩行为

- 信贷紧缩（Credit Crunch）意指，太严格的资本约束性监管，将会导致银行采取降低信用供给的行为，从而降低社会的总体生产性投资，特别是在出现经济危机的时期，资本充足率监管会带来明显的信贷紧缩，扩大经济的“亲经济周期”
- 但仅有部分发达国家的实证研究证明了这一假说（Santomero & Watson 1977, Berger & Udell 1994, Barajas et al 2005等）

资本约束监管与银行行为变化

3. 资本约束与银行风险偏好调整行为假说

- 对于资本约束下“信贷紧缩”假说，实证研究在各国没有得到令人信服的结论，在有些国家甚至相反（如中国）
- 学者们怀疑，资本约束监管的作用力很强，不可能不对银行行为产生影响，除了“信贷紧缩”之外，可能还有其他行为调整：银行在资产组合方面对风险偏好和信贷行为进行调整是最理性的选择（黄宪、马理、代军勋2008，2009）

资本约束监管与银行行为变化

- 对有关“银行风险承担”和“银行资本传导渠道”研究的看法[黄宪]
- “银行风险承担”是在一定的外部环境变化下，银行基于自身利益或风控水平，对业务风险态度和业务风险水平进行调整的理性选择，它可以分为从行为和结果两个角度研究；研究其中风险承担行为的研究更具有经济学内涵（它可归并到行为研究类）
- “银行资本传导渠道”是巴塞尔资本监管协议问世后带来的新现象，它确实存在；然而，有两点值得讨论：1. 这个领域归类于货币政策更加恰当；2. “银行资本传导渠道”被视为一种独立于信贷渠道之外还是一种效应更恰当？

总结

只要金融中介的变革步伐不停止，金融中介理论就永远只是趋向完美的不完美理论

然而，与任何理论一样，不完美的金融中介理论给金融研究人员和学者们提供了极为广阔的发展空间和舞台