



张晓朴：德国金融印象



文/张晓朴（中国金融四十人论坛成员，经济学博士，研究员）

本文为《金融的谜题：德国金融体系比较研究》前言

为什么要研究德国金融体系？有四个明确的、令人印象深刻的事实吸引我开展这项研究。一是德国较好地处理了金融与实体经济的关系。作为业已实现现代化的发达经济体，德国制造业增加值占 GDP 比重长期保持在 20% 以上，制造业占比位居主要发达经济体最高水平，而 2018 年金融业增加值占 GDP 比重仅为 3.7%。二是德国保持了长期的金融稳定。二战以来德国几乎没有发生大的金融危机。特别是 2008—2012 年尽管德国身处美欧金融危机的漩涡中心，但在这一轮危机中仍然展现了较好的韧性，主流学者和媒体鲜有提及所谓的德国“金融危机”或“债务危机”。在新冠肺炎疫情冲击下，2020 年德国金融业总体稳定，经济收缩幅度小于欧盟多数成员国。三是德国与中国在经济金融发展道路和制度安排上存在较多相似性。例如，中德两国金融体系的银行主导特征都十分明显，国有金融机构比重高，两国都重视实体经济发展，出口导向性特征明显，两国都实行大陆法系等等。四是国内对英美日的研究较多，对德国金融体系的研究和关注较少。关于德国金融体系的中文文献并不多，不少文献分析性不够，甚至存在事实描述不准确的问题，可能产生误导。

当然，直接驱使我们研究德国金融体系的动因，还是强烈的问题意识。我国经济进入高质量发展阶段，正在加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，对金融体系的适应性、普惠性和竞争

力提出了更高要求。我国金融体系有能力胜任新的使命吗？如何才能胜任？在金融发展改革监管的过程中，我们如何科学借鉴国际良好实践，美英以市场为主导的金融模式，哪些可以学，哪些学不了？如何把一国金融发展放在政治、经济、社会、文化、历史的大视角下考察，从而得出客观结论？在金融制度演进过程中，需要夯实哪些基础、克服哪些惯性？诸如此类的问题都是我国建设现代化金融体系所必须回答的。

从金融业改革开放走过的道路看，我国采取的是实用主义和拿来主义，在早期借鉴了日本、德国通过大力发展银行体系的大规模动员储蓄并将其稳定地转化为投资以支持工业化，强调金融服务实体经济。过去 20 年来，则越来越青睐英美模式。例如，努力扩大直接融资，格外强调发展资本市场，强调金融业本身的国际竞争力和现代性等。中国特色的金融发展道路似乎并非主要由理论驱动，而是在不断解决实际问题和攻克困难的实践中形成的。事实上经济压缩式增长过程中，本就容不得细细考量，这是很多必然和偶然、发展中“缺什么”和“有什么”等综合作用的产物，是有意与无意的混合体。2003—2016 年，我国金融市场化进展迅速，经济金融化程度大幅提高，但回到 2003 年恐怕很少有人会想到，中国既不同于英美，也不同于日德，走了一条以影子银行、表外业务、同业业务迅速发展为主要特征的市场化道路，同时也出现了金融业急剧扩张，金融与实体经济失衡，金融风险大量累积等问题。作为这一历程的亲历者、参与者，一方面对金融制度和金融体系演进的内生性有了更深刻的认识和思考，另一方面也想更深入地探究银行主导型金融体系的进化过程，以及驱动这一

进化的内外部力量。

为此，我逐渐把目光转向了德国，以借鉴其有益经验解决我们自身的问题。从国际比较研究看，德国金融体系非常有特色，很“德国”，讲求秩序感，总体结构稳定、层次分明，演进过程保持了其自身的特色。同时，德国金融体系成功与失败之处都耐人寻味，可以为探索中国的金融发展道路带来很多启发。为此，本研究从问题导向和目标导向出发，辅之以与美国、英国、日本及欧元区金融体系的比较分析，力求在弄清德国金融体系基本事实和内在运行逻辑的基础上，为中国金融改革如何借鉴德国经验提供启示。



被忽视的德国金融体系

德国不仅是一个“诗人和思想家的国度”，也是一个以金融著称且受益于金融的现代化国家。无论是 19 世纪 70 年代实现统一后引领第二次工业革命，还是二战后实现“经济奇迹”，都离不开金融的基础性作用。德国经济的成功总是铭刻着德国金融的荣耀。在金融体系的比较研究中，德

日模式也被认为是与美英模式比肩的另一类主要金融体系构建方式，成为许多国家纷纷效仿、大量学者争相研究的对象。

20 世纪 90 年代后，美国经济强势，经济增速大幅领先其他发达国家。德国、日本却日渐式微，德国意外沦为“欧洲病夫”，日本更是经历了“失去的二十年”。1990 年，德国、日本经济规模与美国之比分别为 26.8% 和 52.5%，到 2019 年已降至 18.0% 和 24.0%。经济增长绩效的巨大差异极大地影响了人们对于两种金融模式的价值判断，美英模式越来越被认为是最佳实践，德日模式则出现边缘化迹象。这种变化不仅体现在中国金融改革开放借鉴样板的转向上，也体现在德国金融体系努力向美英模式转型的尝试中。德国金融体系及其可取之处一度被忽视。国际金融危机和欧债危机暴发后，德国金融体系的稳健性在美欧独树一帜，人们这才开始重视德国金融体系在避免金融、房地产与实体经济失衡，控制宏观杠杆率，维护金融稳定方面的良好实践。

除了中国和德国在经济金融发展道路和制度安排上有较多相似性，更让人感兴趣的是，中国金融发展过程中出现的诸多问题，有一些恰恰在德国得到了很好的解决或规避。弄清德国金融体系的基本事实和内在运行逻辑，发掘德国金融体系的可取之处，对中国建设现代金融体系大有裨益。遗憾的是，国内对美国、英国金融体系的研究较多，但对德国金融体系的关注甚少，一些文献甚至存在基本事实描述不准确、以讹传讹的问题。比如，大部分文献都将德国的储蓄银行视为国有银行，实际上储蓄银行是一

类由市政当局托管（municipal trusteeship）、治理结构特殊的公共银行，市政当局不持有储蓄银行股份，无权出售储蓄银行。又如，有作者把德国的银行持有某些工商企业股权的现象误解为工商企业可以拥有银行的控制性股权，并以此作为产业控股银行的例子。再如，德国合作金融体系已于2016年调整为“中央合作银行-地方信用社”的二级架构，但大部分文献仍然将其描述为“中央合作银行-区域性信用社-地方信用社”的三级架构。再如，流行观点认为，在银企关系融洽的德国，银行放贷主要依靠双方长期合作形成的互信而不是抵押物，但实际上，德国银行尤其是与企业关系最密切的管家银行，依然比较依赖抵押物。为此，在研究过程中，我们特别强调对一手资料和外文文献的掌握，重视不同文献之间的交叉验证，尽量避免在基本事实描述和基本机制分析上以讹传讹，为读者的进一步研究提供可信、可用的参考文献。

充满谜团的德国金融体系

德国金融体系个性鲜明，谜一般的魅力激发了我们的好奇心。例如，20世纪80年代以来，面对席卷全球的金融化和私有化浪潮，处于资本主义中心地带的德国金融体系却置身事外。回过头来看，德国金融体系的这种特立独行并不是顽固守旧，而是展现了金融功能定位和金融内在结构的稳定性、抗干扰性，这根源于德国独有的政治、经济、文化环境和历史传承。

避免了经济金融化的浸染，维持着“小金融、大实体”格局。与美国、

英国金融业增加值占 GDP 比重趋势性上升而制造业比重大幅下降相反，德国始终维持着较小的金融规模和庞大的制造业部门，金融业比重长期低于 5%，制造业比重则始终高于 20%。在非金融企业的收入结构中，食利性收入份额保持稳定，生产要素“脱实向虚”的现象不突出。

长期保持低杠杆率，形成了发达国家的宏观杠杆率“大分流”。过去 20 多年来，受金融化浪潮和应对国际金融危机的影响，美国等发达国家宏观杠杆率大幅上升。与此相反，德国宏观杠杆率不升反降，与其他发达国家和全球趋势形成了强烈反差。2019 年年底，德国宏观杠杆率仅为 180.6%，不仅低出主要发达国家 70 个百分点以上，甚至还低于新兴经济体的平均水平。

隔离于私有化浪潮，保有大量非利润最大化导向的银行。在全球私有化浪潮的大背景下，受储蓄银行市政托管体制、联邦主义等因素影响，德国几乎没有出现公共银行（储蓄银行、州立银行、政策性银行）和合作社的私有化，与美国、英国、欧洲其他国家和大多数转轨经济体形成了强烈反差。由于银行业隔离于私有化浪潮，无论是按机构数还是资产规模计算，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32983

