



教育部人文社会科学重点研究基地重大项目成果丛书

Publication Series: MOE Supported Projects of Key Research Institutes of Humanities and Social Sciences in Universities

经济学、统计学类 Economics and Statistics

现代金融体系下的 中国金融业混业经营： 路径、风险与监管体系

陈雨露 马 勇 著



教育部人文社会科学重点研究基地重大项目成果丛书

Publication Series: MOE Supported Projects of Key Research Institutes of Humanities and Social Sciences in Universities

经济学、统计学类 Economics and Statistics

现代金融体系下的 中国金融业混业经营： 路径、风险与监管体系

陈雨露 马 勇 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

现代金融体系下的中国金融业混业经营：路径、风险与监管体系/陈雨露，马勇著.
北京：中国人民大学出版社，2009
教育部人文社会科学重点研究基地重大项目
ISBN 978-7-300-10634-2

- I. 现…
II. ①陈…②马…
III. 金融机构-商业经营-研究-中国
IV. F832.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 068017 号

教育部人文社会科学重点研究基地重大项目

经济学、统计学类

现代金融体系下的中国金融业混业经营：路径、风险与监管体系

陈雨露 马勇 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京宏伟双华印刷有限公司		
规 格	170 mm×228 mm 16 开本	版 次	2009 年 6 月第 1 版
印 张	27.25 插页 2	印 次	2009 年 6 月第 1 次印刷
字 数	399 000	定 价	49.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

前 言

虽然全球金融业的经营历史几经分合，但最终又重新走上了整合与混业经营之路。最近的趋势表明，在银行主导型的金融体系中，资本市场的力量正在逐渐加强；而在市场主导型的金融体系里，银行全能化的趋势也使银行逐渐走出传统业务的约束，形成与资本市场相互竞争，同时又交叉互补的全新格局。在这一趋势中，金融中介与金融市场之间的边界模糊起来，“融合”成为双方共同的需要：银行业务可以向金融市场延伸，而金融市场的产品通过银行这个平台也能获得新的实现方式。如果说早些时候金融“脱媒”的冲击使银行不得不进行金融创新以维持生存的话，那么当前全球范围内银行业的混业经营趋势已经远远超出了在市场压力下“被动适应性改变”的范畴，而是通过主动创新，进入新市场，开拓新业务，推出新产品，在保留原有作为中介的技术优势基础上实现了新的跨越。

面对国际风起云涌的混业经营潮流，滞后的金融改革和开放进程的加快，都迫使国内金融业的发展必须走上混业经营之路。但是，当前的中国金融改革处在一个非常特殊的时点上：全球金融自由化、经济转型和对外开放这些因素叠加在一起，对于尚处于产业“幼稚”阶段的中国金融业而言，无疑将使金融脆弱性问题更加突出。对于中国的金融机构而言，多年来积累的庞大金融风险尚需消化，接踵而至的是不得不以开放的姿态直面跨国金融机构的竞争；而刚刚发展起来的金融市场（包括股票市场、票据市场、企业债券市场等），无论是从容量、深度或者广度而言，都远未达到



对外开放的基本要求。随着金融开放进程的推进，利率市场化、机构准入自由化、金融业务自由化、资本账户开放等都将成为中国金融改革的“既定参数”。在这些综合因素作用下，国内金融机构和金融市场能否抵御国际投机资本的冲击是值得关注的问题。

在上述国际和国内金融发展的背景下，我们迫切地感受到对中国金融业混业经营的未来发展需要一个全面深入的细致研究。该研究既要着眼于全球金融发展的趋势，更要充分考虑中国金融发展中的特殊性。在这一宏观思路下，本研究旨在探索现代金融体系下中国金融业混业经营的路径、风险与监管这三大问题。在我们的研究中，这三大问题是相辅相成、逻辑并然的。具体而言，本研究基本理论框架的核心逻辑是：“现代金融体系界定（理论大背景）——国家禀赋论证（立足点）——中国混业经营的特殊性（现实背景）——特殊性要求适度的开放保护和国家控制（宏观原则）——混业经营应保持在监管水平约束下渐进有序发展（微观原则）——金融控股公司的多层次渐进式发展与监管（实施原则）。”

从结构上看，本研究共包括七章，其基本内容及论证层次如下：

作为整个研究的理论大背景，本研究第一章首先对“现代金融体系”的基本内涵进行了重新界定。这一界定立足于对现代金融体系的全面解读，从金融体系的基本功能（即有效实现储蓄向投资的转化）出发，对金融体系结构、金融业组织形式（即分业或混业）和金融监管三者之间的关系进行了系统的理论解读和实证分析。在本章中，我们不仅考察了金融体系结构、金融业组织形式和金融效率的决定因素，还详细论证了金融体系结构、金融业组织形式和金融监管三者之间的动态演变机制。本章作为全书的一个基本出发点，旨在为金融业组织形式的变迁提供一个宏观理论框架。在这一框架中，我们对“现代金融体系”的解读超越了“银行主导”与“市场主导”的优劣之争，直接将目光聚焦在金融功能的有效释放上，而金融业组织形式的调整与变迁，也最终取决于何种组织形式能更好地促进现代金融体系基本功能的实现，这正是我们整个研究的最基本立足点。当然，在不同时期和不同条件下，影响金融业组织形式具体选择的因素很多，如

法律环境、监管环境、文化环境等都是不可忽略的影响因子。对于这些因素，本章亦有所涉及。在本章最后，基于一个全面和综合的视角，我们初步构建了现代金融体系下关于金融结构、金融监管与金融业组织形式三者之间的一个“动态图景”——在这一图景中，我们可以将金融业组织形式的调整与变迁置于整个金融体系的发展变迁之中加以理解。

第二章从全球视角与比较分析的角度，为金融业组织形式的选择与变迁提供了一个国际大背景。通过历史性、国别性地对现代金融体系发展中的金融业组织形式及其变迁历程进行全面考察，我们对金融业组织形式的演变路径、历程与动因进行了分析，对金融业混业经营的模式与发展阶段进行了总结，并对金融业组织形式变迁与金融监管体系选择进行了全球比较与概括。在本章中，我们对金融业组织形式的全球比较分析既有纵向的历史维度的分析，也有横向的国别维度的分析；既有对主要国家的重点案例考察，也有基于全球大样本的实证分析。通过这些分析，我们可以比较清楚地看到全球范围内已经发生的、正在发生的和未来可能发生的金融业组织形式的变迁趋势。

从第三章开始，我们正式转入对中国的具体分析。在第三章中，我们分析了中国金融业组织形式的发展背景与历程、中国金融业组织形式的现状与问题以及中国金融业走向混业经营的必然性与现实意义。

第四章通过对分业经营模式下中国金融业的运行特征与效率进行考察，详细论证了中国金融业组织形式调整的方向与路径。在对从分业经营走向混业经营的宏观效应与微观影响进行实证分析和综合评估后，我们发现：在制度完备的情况下，实行混业经营不仅有利于提高金融效率，而且还有助于金融稳定。在本章最后，结合中国目前的金融体系现状，我们还对中国金融业组织形式调整的现实约束条件进行了分析，并指出了中国金融业组织形式调整的“渐进式”发展路径。

在肯定了中国金融业未来混业经营的发展方向后，在第五章中，我们从风险控制和效率并举的角度详细论证了未来中国金融业混业经营的具体模式取向。在对金融业混业经营的一般风险和中国金融业混业经营所面临



的特殊风险与监管问题进行细致考察后，基于风险控制和金融稳定的角度，我们认为，金融控股公司应该成为未来中国金融业混业经营的理想模式。由于中国是在金融业相对落后的状态下选择开放发展，因此必须格外重视混业经营中可能蕴藏的种种风险，避免改革路径错误或者开放节奏失妥造成的国家利益和安全受损。基于这一思想，在本章中，我们对混业经营可能带来的金融安全问题给予了特别关注，并提出了“合理开放保护”与“适度国家控制”的基本思想，其要义是：在渐进的开放节奏中，以合理的开放保护和适度的国家控制确保金融安全前提下的效率实现，这应该成为中国金融改革目标函数和政策工具的核心内容。

从第六章开始，我们把分析的重点转移到针对混业经营的监管体系构建上，这部分内容是第五章关于风险控制内容的具体延伸和自然深化。在对金融监管相关理论进行了一个框架性的梳理之后，我们迅速进入了专门针对金融控股公司风险监管的细致分析。在这一章中，我们不仅对全球范围内金融控股公司的监管情况进行了一个系统归纳和总结，而且还对美国、英国、日本三个国家对于金融控股公司的监管进行了深入介绍。以国际经验和国际通行准则为基础，我们在本章最后一节提出了在中国构建金融控股公司监管体系的基本思路，这一思路从内部控制体系和外部监管体系两个基本层面逐渐展开，目标是要最终形成多层次、多维度的全面风险控制体系。具体而言，在内部控制体系的相关内容中，我们集中讨论了内部控制体系的结构设置（多层次的垂直架构）以及内部控制体系的程序和内容（以风险管理为核心）；在外部监管体系的相关内容中，我们针对市场准入与退出制度、合并报表与资本充足性监管、防火墙制度和信息披露制度、建立全面风险监管评级系统以及监管的渐进立法等诸多方面进行了详尽分析。作为第五章关于风险控制内容的深化，本章旨在进一步说明：金融监管的第一要务是确保金融稳定，对金融效率的追求必须以金融稳定为基础和前提；混业监管的重中之重是控制风险。

在第七章中，我们将中国未来的混业经营路径、风险与监管体系改革置于现代金融体系发展的宏观思路中加以解读，勾勒出了一幅较为完整的

“中国金融业混业经营的动态发展轨迹图”。在本章中，我们首先从基于现代金融体系发展的视角审视了中国金融业混业经营的现实基础，提出“必须深入认识现阶段银行体系在中国金融体系中的重要作用，混业经营的现实基础应该以银行为核心和平台逐步展开”。在本章的第二部分，我们提出并论证了一个重要观点：从确保渐进改革的稳定性（尤其是从控制宏观整体金融风险的角度）出发，金融监管需要保持对整体风险的控制力，这要求金融业混业经营的发展阶段必须与金融监管体制改革相适应，金融业混业经营的发展路径应该是在金融监管水平约束下的“适度推进”。在本章的最后，基于中国当前实际金融资源的配置情况，我们对中国金融业混业经营的监管目标、原则与结构进行了系统建构。在监管原则方面，我们提出了六大基本原则：监管主体的相对独立性原则、依法监管原则、监管适度与适度竞争原则、多层次监管相结合原则、监管协调原则以及适度的开放保护与国家控制原则；在监管结构体系的构建方面，我们提出了包括“三道防线”的监管层次结构，并指出了监管组织结构建设“两步走”的思路，即在“牵头型”监管模式基础上逐步过渡到国务院直辖的统一监管模式。这种分步、平稳、有序的监管改革路径是国家整体“渐进式”发展思路在金融监管领域的集中反映，既与国家经济渐进转轨的宏观思路一致，很好地考虑了中国金融业发展的现实性和特殊性，还能在开放条件下把提高国家金融竞争力和维持金融稳定相结合，最大限度地从中国国情出发，在局限条件下实现改革成本的最小化、综合效率的最大化和路径选择的最优化。

目 录

第一章 现代金融体系下的金融结构、金融监管与金融业组织形式：一个理论框架	1
1.1 解读现代金融体系：一个分析起点	1
1.2 现代金融体系下的金融结构与金融业组织形式：影响因素分析	23
1.3 现代金融体系下的金融监管与金融业组织形式：基于金融创新的动态博弈	37
1.4 现代金融体系下的金融结构、金融监管与金融业组织形式：一个动态图景	43
第二章 现代金融体系发展中的金融业组织形式：全球视角与比较分析	45
2.1 金融业组织形式的演变路径：历程与动因	45
2.2 全球金融业混业经营趋势：模式与发展阶段	59
2.3 金融业组织形式变迁与金融监管体系选择：全球视角	89
第三章 中国金融业的组织形式变迁：历史考察与现状分析	119
3.1 中国金融业组织形式的发展：背景与历程	119
3.2 中国金融业组织形式的现状与问题	125
3.3 中国金融业走向混业经营的必然性与现实意义	135



第四章 中国金融业的组织形式调整：方向与路径	148
4.1 分业经营模式与中国金融业的竞争力：运行特征与效率	148
4.2 从分业经营走向混业经营：宏观效应与微观影响	165
4.3 中国金融业的组织形式调整：约束条件与发展路径	182
第五章 中国金融业走向混业经营的现实选择：风险控制下的模式取向	198
5.1 金融业混业经营的风险类型：一般性分析	198
5.2 中国金融业混业经营面临的特殊风险与监管问题	212
5.3 中国金融业混业经营的风险监控：开放保护与国家控制	220
5.4 中国金融业混业经营的模式取向：金融控股公司	241
第六章 中国金融业混业经营的监管体系构建：宏观框架及基于金融控股公司的具体分析	257
6.1 金融监管的理论基础：一个宏观框架	257
6.2 金融控股公司的监管：特殊性分析	281
6.3 金融控股公司的监管实践：国际经验	291
6.4 中国金融控股公司监管体系的构建：多层次、多维度的风险控制体系	318
第七章 中国金融业混业经营的动态轨迹：现代金融体系下的模式变迁与监管协调	343
7.1 中国金融业混业经营的现实基础：基于现代金融体系发展的视角	343
7.2 中国金融业混业经营的发展阶段与监管体制：监管水平约束下的适度推进	356
7.3 中国金融业混业经营的监管体系构建：目标、原则与结构	365
参考文献	392

第一章

现代金融体系下的金融结构、 金融监管与金融业组织形式： 一个理论框架

1.1 解读现代金融体系：一个分析起点

作为联结盈余部门和赤字部门的桥梁，金融体系长期被看做是一个“黑匣子”，经济学家关注的是桥梁两端的状况，至于资金在这个“黑匣子”中如何运动以及发生了什么变化，并不是他们关注和研究的焦点。在主流新古典经济学的框架中，以古典完美市场为基准，“充分认知假设”绕过了不确定性的影响，个人在未来的各种明确的可能性中相机做出的最优化决策通过市场交易可以实现市场的均衡，因而在一般均衡框架中既不能包含组织和制度的作用，也不需要企业家的创新性活动（Garrison，1982）。在这种背景下，以阿罗-德布鲁分析范式为代表的一般均衡理论，既忽略了外生交易费用，也排除了机会主义行为所导致的内生不确定性，而零交易成本和充分认知的假设更使得置于其中的金融体系在一个无摩擦的完美市场中失



去了用武之地。^① 因此，作为组织制度存在的金融体系，在主流古典经济学体系中，其地位是微不足道的，因为在一个完美的无摩擦市场中，不需要耗费资源以搜寻信息、研究项目、监督管理者或者设计合约以促进交易和改善风险状况，也不需要中央银行等金融监管制度安排来约束金融市场^②和金融中介。

随着经济和金融体系的发展，一方面，金融活动本身在经济体中的地位越来越重要；另一方面，金融体系变化与经济发展之间的互动关系也逐渐引起理论界和实务部门的关注。尤其是 20 世纪 70 年代以来，伴随着频发的金融危机（见表 1—1—1），世界范围内的金融体系面临着急剧的变革和重构。在这种情况下，打开金融体系这个“黑匣子”，深入研究金融体系的内部变化规律与趋势，就成了摆在学术界和政策部门面前的一个现实而紧迫的课题。一些学者试图在阿罗-德布鲁范式中解释金融中介和金融市场内生的条件（Greewood and Smith, 1997）；而另一些学者则直接针对阿罗-德布鲁范式的非现实假设，直接或者间接地在其一般均衡模型中加入特定的摩擦因素，以便在一个不确定的市场环境中重新审视金融体系的功能和价值：由于金融市场和金融中介便利了资源在时间和空间上的配置，因而金融体系的功能就不再是消极和被动的，而是通过改善交易和节约成本直接促进了社会福利^③（Levine, 1997）。还有部分学者对传统范式的金融中介

① 在阿罗-德布鲁范式中，完全金融市场的配置效率依赖于以下的假设条件：（1）零交易成本，即每一次交易可以无成本的进行，不考虑与技术因素相关的外生交易费用，不存在搜寻的成本，也不存在签约的成本；（2）信用是完美的，不存在内生交易费用，不考虑信用问题和执行合约的策略因素所导致的内生不确定性及相关风险（舒比克，2001）；（3）资产和合约具有可分性，不受专用性和不可分性的影响，每一次交易都可以在边际意义上实现；（4）充分认知假设，即每个交易者具有完美的跨时预期，充分清楚自己的禀赋和偏好，并对未来任何时点可能出现的资产收益状态及其概率分布具有完备的认识（Garrison, 1982）。

② 值得注意的是，在阿罗-德布鲁的一般均衡框架中，市场是“分散化交易集”；而在现实世界中，金融市场的建立需要花费成本。因此，从经济学的意义上讲，这两者之间有着本质的区别。

③ 基于这种范式，有大量的文献详细讨论了金融市场和金融中介是如何解决最终借款者和最终投资者之间交易中存在的交易费用、风险和不确定性，从而发挥促进储蓄向投资的转换、便利交易、实施联合控制、改善风险管理、获取投资信息和配置资源等功能，以及金融市场和金融中介在发挥这些功能上的优劣比较〔典型的如（Levine, 1997）、（Allen and Gale, 2002）〕。通过比较金融体系中的组织——金融市场和金融中介——产生前后借贷双方效用水平的静态变化，说明金融市场和金融中介产生的激励，然后用借贷双方的效用增长来说明金融体系对经济增长的促进作用，解释金融体系的功能，并使其成为分析金融体系的主流范式。

理论进行了批评，认为解释金融业近年来发生的一些巨大变化，应当放弃静态的完美市场范式，采用更为动态的概念^①，即金融中介理论应当包括金融创新的动态过程以及在此基础上的市场差异化（Scholtens and Wensveen, 2000）。

表 1—1—1 1977—1998 年由银行危机带来的产出损失

	危机次数	平均危机长度 (年)	平均累计产出损失 (占 GDP, %)
全部	43	3.7	26.9
其中：单个银行危机	23	3.3	5.6
银行业与货币危机	20	4.2	29.9
发达国家	13	4.6	23.8
发展中国家	30	3.3	13.9

资料来源：Allen and Gale, “Competition and Financial Stability”, *Journal of Money, Credit and Banking*, June 2004.

从一般意义上说，金融体系发展至今，已经形成一个复杂的系统，既包括内部的金融工具、中介和市场，也包括外部的监管以及与不同经济主体的往来关系。^② 在现代金融体系下，无论是宏观上的经济调控，还是微观上的资金引导与配置，都离不开金融体系这个媒介。但是，现代金融体系的存在价值并不限于媒介这一基本功能的发挥，往往还涉及风险配置与管理、公司治理以及财富分配等诸多方面。当然，要想对现代金融体系进行准确而全面的定义是困难的，但沿着下面的思路对现代金融体系进行梳理和解读，不仅有利于对现实的准确把握，更能对当前国内理论界业已存在的种种理论和认识上的误区进行必要的反思：①究竟是否存在不同的金融

① 在这个概念中，金融机构不是在储蓄者与投资者之间充当“代理人”，而是独立的市场部分，是一个通过创造金融产品而为消费者和企业提供金融服务的企业。也就是说，金融中介本身就是向顾客出售金融服务并从中获利的，节约交易成本、消除信息不对称以及参与成本等则属于上述过程的伴随效应。

② 在本书中，金融中介主要是指商业银行，金融市场主要是指以股票市场为主的资本市场。出于文献评述的方便和国内对于这些用语的习惯界定，本书将针对不同情况交替使用这些术语。除非特别指明，在本书中，金融中介与商业银行所指基本相同；金融市场、股票市场与资本市场所指基本相同。



体系？②究竟是哪些因素决定了不同国家金融体系的现实选择？③不同金融体系的比较优势和劣势差异何在？④当前国际范围内金融体系发展的新趋势有何取向以及在何种方面、何种程度上趋同？

1.1.1 究竟是否存在不同的金融体系？

对于在本质上是否存在不同的金融体系这一问题，最为著名的早期反对意见来自迈耶（Mayer，1988，1990）。通过对世界范围内主要发达国家企业层面数据的考察，迈耶从企业融资的角度否定了不同国家的金融体系存在本质上的差别：在考察对象中，企业资金来源在结构上是一致的，即最重要的是企业内部资金，银行贷款次之，而股权融资的比重通常较小。后期的一些学者，如科比特和詹金森（J. Corbett and T. Jenkinson，1997），沿着迈耶的思路，通过扩展样本统计区间，从企业实际融资的角度进一步强化了迈耶的基本结论，否定了不同国家金融体系存在事实上的本质差别。这在学术界被称为“迈耶之谜”。

我们现在暂且不论“迈耶之谜”的解答^①，而专注于下一个更为现实的问题：就算不同国家的金融体系并不存在“绝对意义上的差异”，那么不同国家的金融体系是否存在“相对意义上的差异”呢？对于这一问题，我们很容易通过不同国家金融体系的“横向”比较得到答案。

从横向比较来看，不同国家直接融资和间接融资的比重确实存在显著差异：如表 1—1—2 所示，以 1993 年为例，美国股票市值对 GDP 的比重为 82%，是德国的 3 倍；而同时期德国银行资产对 GDP 的比重为 152%，同样也是美国的 3 倍；英国银行资产对 GDP 的比重以及股票市值对 GDP 的比重虽然在表中国家都是最高的，但其银行资产与股票市值之比为 1.85，显著低于德国的这一指标（6.33）。从表 1—1—2 很容易看出，就不同国家金融体系“相对意义上的差异”而言，美国和德国分别位于两个极端，英国靠近美国模式，法国靠近德国模式。日本的银行资产/股票市值居于两种模

^① 实际上，学术界对此迄今尚无普遍认可的解释（Allen and Gale，2001）。

式之间，但考虑到银行体系在日本经济中一贯的重要作用，大部分经济学家倾向于把日本和德国归于同一种模式。根据 R. Levine (1993) 和 Allen and Gale (1995, 2000)，可以根据“直接金融”和“间接金融”两种融资模式在金融体制中的地位，区分所谓的银行为主 (bank-based system) 的体制与市场为主的体制^① (market-based system)。正是在这个意义上，美国和英国的金融体制常被称为“市场主导型”，而德国、法国、日本的金融体制则被称为“银行主导型”。

表 1—1—2

银行与资本市场的国际比较 (1993)

单位：十亿美元

	GDP	银行资产 (BA)	BA/GDP	股票市值 (EMC)	EMC/GDP	BA/EMC
美国	6 301	3 319	53%	5 136	82%	0.64
英国	824	2 131	259%	1 152	140%	1.85
日本	4 242	6 374	150%	2 999	71%	2.11
法国	1 261	1 904	151%	457	36%	4.19
德国	1 924	2 919	152%	464	24%	6.33

资料来源：Allen and Gale, 2001.

从上面的分析可以看出，不同国家之间金融体系的“相对差异”至少是存在的。只要这种“相对差异”是客观存在的，那么我们在理论上承认存在不同的金融体系并对不同的金融体系进行定义和区分就是必要的：它有助于我们在动态视野中分析不同国家金融体系的历史变迁和发展趋势。更重要的是，在一定的金融体系范式下，深入研究资金流动过程中在风险过滤、信息处理和企业治理等方面可能出现的差异性，对于现代金融体系的建立和完善具有重要意义——因为通过风险过滤、信息处理和企业治理等途径最终实现资源的高效配置，正是现代金融体系最根本的目标。

1.1.2 究竟是什么决定了不同国家金融体系的现实选择？

纵观世界经济和金融发展史，无论何种金融体系，在其发展源头，

^① 他们根据资金流动是直接借助一次合约（资金供求双方直接见面），还是两次合约（经过金融中介）以及它们在金融体制中的比重，划分了两种不同的融资模式，即直接金融与间接金融。



银行或者类似于银行的金融中介一般占据了主导地位。但当一国的金融发展到一定程度后，由于种种原因，各国的金融体系演变开始出现分岔：某些国家转向市场主导型金融体系，另一些国家转向银行主导型金融体系。因此，正如前一节所指出的，如果我们承认存在着不同的金融体系，并且承认对不同的金融体系进行区分是重要的，那么我们面临的下一个问题就是：究竟是哪些因素决定了不同国家金融体系的现实选择？

关于不同国家金融体系的决定，虽已产生了大量的文献，但尚未形成统一的理论框架和研究结论。从现有的文献资料来看，主要的研究路径有四条，分别对应不同的侧重点。

第一条研究路径是沿着实体经济路线，企图从经济结构本身的特点和发展需求来解释金融体系结构的形成和变迁。早在 1952 年，鲁滨逊（Robinson）就指出，金融中介和金融市场是伴随着产业经济的发展需要逐渐形成的：当一国出现需要融资的机会时，就会发展出必要的金融市场和金融中介提供金融服务以满足这些投资机会的融资需求，也就是“实业引领，金融跟随”。持类似观点的还有 Thakor（1996），他认为富国拥有更庞大的金融体系是源于这些国家在经济发展曲线上走得更快，也就是经济绩效驱动金融范围的变化。这一解释正是基于以下判断：金融体系是经济实际需求的产物，而不是经济绩效的驱动者。从 Gruley and Show（1955）开始，不断深化的研究把重点转向了金融发展和经济增长之间可能存在的因果关系。其中，最具有代表性的也许是基于金融体系功能观的相关理论。例如，Levine（1997）总结了金融体系的几种重要的功能（包括便利风险转移和分担、获取投资信息和配置资源、监督经营者并实施联合控制、动员储蓄以及便利商品和劳务的交换），而这些金融功能相互作用，并最终通过资本积累和技术创新两个渠道促进经济增长。类似地，认为金融体系的功能会影响经济行为和实体经济发展的研究还包括 Gale（1992）、Pagano（1993）、King and Levine（1992）、Bernanke（1988）、Boot and Thakor（1996）等，这些研究从不同侧面探索了金融体系功能和实际经济发展之间的联系机制。

随着研究的不断深入，从 Patrick（1996）开始^①，金融体系发展和经济发展之间的关系不仅远未明确，反而复杂化了：由于金融和经济之间纷繁复杂的联系机制，单一的因果联系似乎并不是问题的合理答案，金融发展和经济增长之间可能存在多重均衡。多重均衡意味着金融发展和经济增长互为因果，经济增长会引致金融体系的产生和扩展，而金融发展又会促进经济的进一步增长。^② 实际上，金融发展和经济发展之间的“双向因果关系”理论^③可以看做是对两者之间复杂关系的一种无奈解读，因为如果一方面假定存在一个金融发展所需要的临界收入水平和财富水平，另一方面又无法确定这些临界水平位置的话，那么这种“双向因果关系”实际上否认了通过促进金融发展而推动经济增长的可能性。总体而言，尽管大量学者都论证过金融体系和经济发展之间的相关关系，但在两者之间的因果关系上，大都陷入循环论证，因而无法得到统一的结论。Carlin and Mayer（2003）考察了 1970—1995 年间 14 个 OECD 国家的经济增长、产业发展和金融体系之间的关系，发现由于产业对各种金融要素投入的需要和依赖，导致了

① Patrick（1996）区分了金融发展中“供给导向”和“需求导向”两种模式：“供给导向”的金融发展优先于对金融服务的需求，并且假设金融体系的优先发展对早期的经济增长有着自主的积极作用；而“需求导向”的金融发展则是实体经济部门发展的结果。显然，帕特里克（Patrick）在此的假设已经注意到了金融发展和经济增长之间的双向因果关系。

② 其中一种具有代表性的观点认为：高收入水平支持金融体系的充分发展，金融体系的充分发展又为经济的进一步增长提供了前景的高度均衡状态，而低收入水平的欠发达陷阱使得金融体系不可能得到发展，从而阻碍了投资和增长的低度均衡状态。由于建立金融体系需要花费固定的成本，因此从经济角度看，只有当经济增长出现了足够的融资需求且人均收入水平能够弥补利用金融体系的成本，金融体系才会被建立和利用（Greewood and Jovanovic, 1990；Greewood and Smith, 1997；Levine, 1993）。Berthelemy and Varoudakis（1994）通过分析实际生产部门的储蓄对金融部门生产率的影响以及金融部门内部不完全竞争机制之间的相互作用解释了金融发展和经济增长之间存在多重均衡可能性的原因；Zilibotti（1994）通过分析资本存量的临界值对资本生产率的影响对这一问题进行了解答。Levine（1992）进一步指出：金融体系的固定交易成本随着金融服务复杂程度的提高而增加，因此，简单的金融体系会随着人均收入和财富水平的增加而向复杂的金融体系演进。

③ 更具体地讲，“双向因果关系”理论向我们展示了这样一个图景：当经济发展水平处于低级阶段时，经济剩余不足以支持金融体系的扩展，此时经济低增长和金融体系的欠发达构成了“双低”的均衡状态；而当经济发展水平达到最低临界值时，金融体系的扩展会自动满足对金融服务的需求，此时经济高增长和金融体系的发达构成了“双高”的均衡状态。