

# 金融结构理论：演变与述评

□周莉萍

(中国社会科学院 金融研究所国家金融与发展实验室,北京 100028)

本文在以往的金融结构理论研究的基础上,着重讨论了复杂金融体系的结构及其影响,对现有金融稳定与安全的冲击与挑战,以及金融结构新的理论与实践探索。最后得出对中国的启示和提出相关政策建议。

关键词:金融结构理论;复杂金融结构;影子银行

中图分类号:F830 文献标识码:A 文章编号:1003—5656(2017)03—0079—11

DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2017.03.012

## 引言

金融结构,即金融体系的组织结构。在以往的研究中,金融结构多是指金融体系中银行资产与金融市场总市值之间的相对比率。这一概念的出发点是国家宏观金融体系管理视角,也是比较狭隘的一种理解。金融结构的本质是资金传导至实体经济的方式。金融结构理论最初要解决的现实经济问题是在一国资金和金融制度构建力量有限的情形下,用何种组织方式使资金高效地传导至实体经济,从而使全社会的金融体系和实体经济实现良性循环。资金盈余者与资金短缺者直接对接的方式是直接融资,包括企业发行债券、股票等传统信用工具。资金盈余者和资金短缺者通过金融中介间接对接的方式是间接融资,主要是商业银行、保险等。而今,全球绝大多数国家都已经走过了金融体系初步设计的阶段,金融体系内部结构演变更为复杂。2008年国际金融危机中,以美联储为首的发达国家中央银行都被迫创新了危机救助制度、扩大了救助范围并创新了货币政策工具,这些都足以表明,原有的宏观金融管理体系已经远远滞后于金融结构的最新变化。

及时把握本国金融结构,是保持金融稳定的关键。中国国内金融结构已经开始了内生演变,亟需从理论视角进行论证,为下一步的货币政策执行和金融监管改革提供参考和借鉴。故此,本文追随以往的金融结构理论研究,在此基础上,着重讨论复杂金融体系的结构、影响和带来的挑战,以及金融结构新的理论与实践探索。需要说明的一点是,虽然互联网金融在中国国内发展异常迅速,但到目前,我们观察到,以互联网为依托的诸多信用工具,其新颖之处大致包括两个方面:一是以互联网平台替代传统金融组织机构的部分功能,二是创造了新的风险承担平台如第三方支付机构。但互联网金融只是改变了投融资平台,并未超越人类几千年以来所依赖的传统信用工具,限于篇幅问题,本文不做单独讨论。

## 一、金融结构理论：2008年国际金融危机前的共识

20世纪60年代,在各类金融机构和金融工具不断涌现的时代背景下,Goldsmith<sup>[1]</sup>最早在《金融结构与增长》一书中提出“金融结构是金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模”,开启了金融结构理论研究。Kunt and Levine<sup>[2]</sup>将金融结构定义为金融中介机构与金融市场的相对情况,Allen and

基金项目:国家自然科学基金青年项目“影子银行体系的宏观经济效应研究:基于货币视角”(71303257)

Gale<sup>[3]</sup>明确将金融体系划分为“银行主导型”和“市场主导型”两种结构。这些技术性地定义使金融结构成为一种新研究范式,很快引起了学者和世界银行、国际货币基金组织等机构的重视。此后,很多学者对不同金融结构的效率、对宏观经济增长的影响等理论问题做了研究,推动了金融结构理论的研究和发展。

### (一)金融结构理论的主要内容和贡献

在已有的研究文献中,金融结构理论领域的首要研究议题是金融结构与经济增长之间的关系,而联结金融结构与经济增长的中间环节是企业融资,即什么样的金融结构有利于企业融资。很自然,分为两种截然相反的观点,一种是金融结构与经济增长之间有密切关系,在此观点下再衍生出第二个问题,即哪种金融结构(银行主导型还是金融市场主导型金融结构)更能促进经济增长、一个国家的最优金融结构应是怎样等等问题。刘红忠等<sup>[4]50</sup>,李健等<sup>[5]69</sup>国内学者也对此问题做过基本梳理。

概而论之,Diamond<sup>[6]393</sup>、Boyd and Prescott<sup>[7]211</sup>、Bencivenga and Smith<sup>[8]195</sup>、Allen and Gale<sup>[9]</sup>、Sirri and Tufano<sup>[10]1589</sup>、Lamoreaux<sup>[11]</sup>、Stultz<sup>[12]</sup>等学者倡导银行主导论,主要理由亦即银行融资优势包括:直接获取并处理企业信息,提高企业的公司治理效率;跨期流动性管理,提高投资效率;聚集资金产生范围经济,外部融资更为有效。银行主导型金融结构因其与企业的密切关系,通过与借款企业建立长期联系直接获取企业投资信息,并通过预留抵押品,第三方担保等方式,将委托代理问题内部化,有效克服了信息不对称问题,降低了外部监管成本。其影响直接,融资效果明显。银行主导型金融结构的优势深深地影响了不少学者的思维。甚至有学者如Porter<sup>[13]14</sup>认为,当时的日本经济终将超过美国,因其具有银行主导型金融结构。

Levine<sup>[14]688</sup>、Greenwood and Smith<sup>[15]245</sup>、Levine and Zervos<sup>[16]537</sup>、Beck et al.<sup>[17]</sup>、Baum et al.<sup>[18]678</sup>、Davis<sup>[19]11</sup>、Cihak and Demircuc-Kunt<sup>[20]23</sup>等人坚持市场主导论,主要理由包括:银行主导型金融结构下,金融中介对企业影响力较大,对企业发展有负面效应;金融市场能提供更多、更高级的风险管理工具和产品,分散风险能力更强,而商业银行会集聚风险;金融市场通过信息披露也能获取更多的关于企业的信息,也能克服信息不对称问题。美国的金融市场在全球最为发达,一部分印证并支撑了市场主导论者的观点。世界银行也认同此观点,曾提出发展中国家应该扩大证券发行规模,建立发达的金融市场,以提高金融体系运行效率。但是,大部分学者都不认同此观点。他们赞同经济处于不同的发展阶段银行和金融市场的作用显著不同:发展相对落后的国家,金融体系以银行为主,其对借款人的监督机制有利于降低风险,提高融资效率,更有利于促进经济的动态增长;而随着经济迈入更高的发展阶段,金融市场处理信息不对称问题的优势使得其在金融体系中的重要性不断提升(Harris<sup>[21]139</sup>;Kunt and Levine<sup>[22]</sup>;Tadesse<sup>[23]429</sup>;Cull and Xu<sup>[24]</sup>;Kunt et al.<sup>[25]</sup>;Kpodar and Singh<sup>[26]</sup>;Beck et al.<sup>[27]1</sup>;林毅夫<sup>[28]1095</sup>)。

最优金融结构问题的扩展式讨论。在前期理论研究的基础上,后面的学者更多地将研究重点转向实证研究支撑,即选取若干不同金融结构的国家进行比较分析,与此同时,他们将最优金融结构问题拓展到更广泛的视角,不再局限于企业融资。Lucía Cuadro-Sáez and García-Herrero<sup>[29]1075</sup>通过构建“均衡金融结构”指标,选取1991—2001年143个国家的面板数据进行实证分析,认为一个更加均衡的金融结构将会带来经济更好的发展,并且发现银行与金融市场之间更多的是补充关系,而不是替代关系。正如格林斯潘所说“金融市场是其他金融体系的备胎”。Kunt et al.<sup>[30]</sup>选取使用72个国家1980—2008年期间的数据进行实证检验,结果表明随着金融结构与最优金融结构之间缺口的扩大,经济发展水平不断降低,反之,经济发展不断增加。另一种是金融结构与经济增长之间完全没有关系,只有金融体系总的发展水平最重要,因此也无从说起最优金融结构(Merton<sup>[31]23</sup>;Merton and Bodie<sup>[31]3</sup>;Kunt and

Levine<sup>[32]</sup>)。Scharler<sup>[33]</sup>的观点更折中,他认为金融市场并不比商业银行完美,商业银行处理信息不对称问题等优势也比较稳定。在货币政策传导方面,银行主导型金融体系的流动性效应低于市场主导型金融体系。在此背景下,LLSV<sup>[34]</sup><sup>1113</sup>、Cecchetti<sup>[35]</sup>、Beck and Levine<sup>[36]</sup><sup>[37]</sup><sup>[38]</sup>、Beck et al.<sup>[39]</sup>、Hardy<sup>[40]</sup>、Yokoi-Arai<sup>[41]</sup>、Antzoulatos et al.<sup>[42]</sup><sup>51</sup>、Gaiinet<sup>[43]</sup><sup>195</sup>、Ujunwa et al.<sup>[44]</sup><sup>605</sup>等学者积极倡导并完善金融服务观和法律主导论。主要的观点包括:一国划分或成为哪一种金融结构并不重要,不能代表其金融体系的服务水平,后者最为重要。合约、市场和中介等金融安排都能够提供金融服务,促进技术进步,应着重分析金融体系提供的总体金融服务水平。应该着力完善金融体系的法律制度,提高金融体系总服务水平,这有助于企业外部融资、促进经济发展,以及为投资者提供保护等。龚强等<sup>[45]</sup><sup>14</sup>认为,衡量一国金融体系效率是否高,应该考察该国金融结构是否与整体的产业结构相匹配,银行和金融市场属于不同的制度安排,只有当其制度特性与经济的发展阶段相适应时才能最大化金融体系的效率。这一观点后来又又被国内学者深入讨论,形成了新结构经济学等研究成果。

扩展式的最优金融结构讨论已经逐渐改变了一些原来争论中默认的前提,比如银行和金融市场之间存在竞争关系,可以相互替代,二者竞争的关键是融资成本差异。差异性同时也意味着金融中介和金融市场可以互补、融合,从而形成不同融合状态的金融结构。加拿大银行的学者就认为,金融结构理论研究的一个重要目标应是如何将金融中介和金融市场恰当结合(Dolar and Meh<sup>[46]</sup><sup>2002</sup>),提供高效的金融服务,以更好地促进经济增长。关于以何种模式结合,比如在经济发展的不同阶段如何结合两种融资模式,国内学者有深入讨论。

国内学者在研究中很早就关注到银行融资和金融市场融资之间存在的互补关系,能相互促进。国内学者包括张杰<sup>[47]</sup><sup>1</sup>、张晓晶<sup>[48]</sup><sup>61</sup>、李健和贾玉革<sup>[49]</sup><sup>57</sup>、林毅夫和李志赞<sup>[50]</sup><sup>913</sup>、林毅夫等<sup>[51]</sup><sup>14</sup>、殷剑峰<sup>[52]</sup><sup>35</sup>、龚强等<sup>[53]</sup><sup>4</sup>,都对金融结构理论进行过深入探讨,研究主题涉及多个方面。殷剑峰<sup>[53]</sup><sup>35</sup>将信息因素融入金融结构理论研究,以跨期交易成本为主线,从微观视角分析了不同金融结构的优势和劣势,并根据技术长波中技术进步的不同表现形式,将金融结构发挥功能的不同微观机制引入经济增长模型,寻找最优金融结构。李健和贾玉革<sup>[54]</sup><sup>57</sup>设计了一套多视角的金融结构分析指标,涵盖金融产业结构、金融市场结构、融资结构、金融资产结构、金融开放结构,但并没有深入分析每一种指标的经济意义。他们认为,金融结构合理性的一个定性标准是金融功能的完善程度和金融效率的高低程度。

如果扩展到时间维度,两种融资模式结合就涉及到另一个问题,即最优金融结构是否存在期限问题?国内学者林毅夫等<sup>[55]</sup><sup>13</sup>进行了深入研究。他们强调金融体系分工的重要性,认为适宜的金融结构就是能够满足不同产业和企业融资需求的金融结构,伴随着实际经济的变化,金融结构所发生的相应变化就构成了不同发展阶段最优金融结构的演化路径。也就是说,在长期,不存在固定的最优金融结构,最优金融结构的衡量标准是其是否充分满足了特定时期企业的融资需求。林毅夫和李志赞<sup>[56]</sup><sup>913</sup>用股票资产/现金和存款比例作为衡量金融结构的指标,给出了不同发展阶段国家不同的金融结构,认为存在动态意义上的、与一国经济发展阶段搭配的最优金融结构。林毅夫<sup>[57]</sup><sup>1</sup>认为一国特定时期的要素禀赋、工业结构需要不同的最优金融结构。最优金融结构是能根据相应的经济发展阶段而有所调整的,存在与一个国家不同发展阶段相对应的最优金融结构,与此类似的观点还有陈雨露和马勇<sup>[58]</sup><sup>1</sup>,只是后者对要素禀赋的提法为“国家禀赋”。

## (二)局部性共识

自金融结构理论产生以来,争论就没有停止过。根据学者对金融结构理论的研究,大致形成了局部性共识,既包括微观理论也包括宏观认识,大致如下:(1)金融结构与经济发展呈大致平行的关系,经济发展是促进金融结构演变的因素之一,经济总量和人均GDP的增加会使金融结构更加复杂。(2)针对金

融体系存在的信息不对称和委托-代理问题,两种金融结构的优势不同。主要在于商业银行和金融市场有不同的信息不对称处理机制,商业银行通过监督贷款人获取其信用状况,金融市场通过信息披露机制使投资人获取企业信息。相对而言,商业银行在解决信息不对称和委托代理问题方面效果更佳。(3)金融结构理论的研究起点是提高融资效率,降低企业融资成本,从而促进经济发展。(4)不存在最优金融结构,商业银行善于提供流动性,金融市场着重提供长期资本,并在二级市场提供流动性,二者各有制度性优点,可以互补。(5)优化金融结构能促进经济发展。政府可以通过优化金融结构助推产业结构演变,巧妙地激活并调动金融中介和金融市场的功能,为本国经济发展的不同阶段提供最优惠的服务。

在一些基本前提假设如商业银行的商业模式不变的情况下,这些共识可暂时称之为共识。反之,若商业银行等信用中介、金融市场自身发生巨大的变化时,以上的局部性共识也只能是某一个特定历史阶段下的共识。因此,我们对传统金融结构理论未解的命题更有兴趣。

### (三)未解的命题

自20世纪中期以来,金融结构理论在20世纪末至21世纪初被热烈讨论,在这段时间,西方国家经历了长达20余年的“大温和”时期(1980年代中期—2008),在此背景下,这一时期关于金融结构的讨论比较宏观,也比较局限,主要研究了金融结构与经济增长的内在关系,大致回答了二者之间的基本关系。但是,随着20世纪70年代以来的金融创新,如金融技术创新、金融产品创新、金融制度创新和金融体系变迁等,现代金融体系变得更加复杂,监管制度及其他因素也共同引发了金融结构变迁,这种金融结构的内在变化在理论上没有得到很好地阐释。2008年国际金融危机之后,这一理论与实践脱节的矛盾更加明显。

如何认识复杂金融结构?一个客观事实是,现代金融体系不再是简单的银行主导型或者市场主导型特征,二者交易交叉融合的趋势比较明显;而且,金融中介内部结构复杂化,除了保险公司,其他非银行金融机构频繁参与了间接融资活动且规模巨大,与商业银行和金融市场之间的交互作用增强。在此过程中,风险并没有降低而是被隐匿。某一类金融机构因持有另一家金融机构的风险资产,后者将成为其隐性期权,这种关联性能很好地显示金融体系的内部结构特征,也与系统性风险紧密相关。这是金融结构演进的结果,也标志着金融结构的进化。这种金融结构模糊了以往的理论认识,不属于以往Goldsmith等所界定的金融结构,但金融结构理论并未体现这些内容。学者们对于金融机构之间、金融机构与市场之间因交易活动的关联性(interconnectedness)形成的微观金融结构并没有过多关注,2008年国际金融危机之后,全球各国的经济增长陷入停滞,资本产出比指标日益增高,表明资本边际报酬不断下降,金融对经济增长的拉动作用不断下降。此时,关注金融体系内部结构及其服务于实体经济的效率,比以往任何时候都显得重要。

除此之外,传统金融结构理论还遗留了另一个重要的问题没有被充分讨论。这里面涉及到两个相互关联的基本理论问题:一是金融结构与金融风险、金融稳定的关系问题,什么样的金融结构能使金融体系保持平衡而非失衡,能促成金融稳定而不是金融危机?二是现代复杂金融结构有哪些外部效应,更聚焦一点,即复杂金融结构给经济体系带来了哪些宏观管理风险?

以上两个方面的理论研究明显不足。纵观20世纪70年代至今,全球各国金融结构已经发生了巨大变化,但针对金融风险、金融危机的现代金融监管体制、金融稳定机制并没有发生同步变化,这种监管机制的滞后和僵化非常危险,如果不改变,下一次危机到来时或许依然手足无措。在最近的实践中,2007年美国次贷危机及全球大大小小的“市场混乱”,充分昭示了复杂金融结构带来了新的风险,这些风险隐匿,多数没有在金融监管当局的监测视野内。

## 二、如何认识复杂金融结构及其影响

现代金融体系在多年演变之后变得更加复杂,已经远非银行主导型或者市场主导型等传统金融结构理论所能清晰地描绘。总体趋势是,金融市场体量越来越大,全球大多数国家呈现市场主导型金融结构。这里的“市场”主要体现在市场型金融中介,如货币市场基金、养老基金等。它们是金融中介,但不承担债务责任,与投资者之间是委托-代理关系,受托资金主要投入金融市场。非银行金融机构(non-bank financial institutions)崛起的过程,对应商业银行体系的“金融脱媒”。在金融市场和影子银行体系最发达的美国,1950年时,存款性金融机构持有金融部门约60%的资产,2006年则为30%。2006年,货币市场基金总规模约为4万亿美元,而此时银行存款总规模为8万亿美元,而且越来越多的人倾向于购买货币市场基金,而不是存款<sup>[59]</sup>。次贷危机后,影子银行体系规模有所萎缩,但其金融结构大致没有改变。

### (一)复杂金融体系的结构特征

2008年国际金融危机以及全球各国多起“市场混乱”型小危机,都昭示了传统的以商业银行挤兑为导火索的危机模式也在转变,商业银行之外的金融体系组成部分成为了新的危机爆发点,复杂金融结构的危险已经开始暴露。目前,我们能够观察到的关于复杂金融体系的结构,大致特征如下:

一是商业银行已经发生了巨大的变化,商业银行在金融体系中充当着重要但不同于原来的角色。在全球,商业银行依然是信用市场的主角,但大多数商业银行都不再将吸收存款、发放贷款连在一起作为商业模式,不再以利差作为主要的盈利来源。部分商业银行将原来处理信息不对称问题的内部化方式推向外部,让市场去解决,如不再同企业保持长期联系而一直持有贷款、利用市场评级机构判断企业信用等。故此,不少发达国家的商业银行新的比较优势业务和利润增长点发起贷款、做市商、投资银行、资产证券化、信用风险管理等。总体而言,商业银行处理信息不对称问题的方式开始发生根本性转变,这显然打破了银行主导型金融结构的核心支撑,银行主导型金融结构或许以后在更多国家将不复存在。

二是介于金融中介和金融市场之间的活动越来越多。居民财富与实体经济的联通方式不再局限于储蓄-贷款投资,而是形成了越来越长、越来越复杂的链条,脱媒后的资金以多种方式间接进入实体经济,即影子银行体系。广义而言,影子银行体系主要包含了非银行、非保险等非银行金融机构。最近几十年,这些机构与传统金融中介之间的业务往来不断增加,使金融体系越来越复杂。影子银行等非银行金融中介及相关金融产品、衍生产品,加大了整个金融体系的复杂程度,这直接加重了信息不对称程度,使普通投资者和监管者所处情形更加不利。

以货币市场基金为例,居民买入基金份额,基金可能主要用来持有商业票据,商业票据可能来自某个特殊目的实体,二者的交易方式也许是回购,而商业票据的实际发行者则可能是传统的商业银行。至今,尚未完全确定居民财富所形成的资金链条如何与实体经济相连,足见其复杂性。而在负债端,基金等财富管理工具形成的金融契约,与传统的直接融资工具和间接融资机制都不同,具有信托性质,也有准债权债务性质,不容易明确嵌入传统金融结构。

三是信用创造主体的多元化和复杂化。在一个竞争度越来越高的货币供给体系中,如何保持一种秩序,而不频繁引发系统性风险?Klein<sup>[60][423]</sup>的观点或有所启发。他认为货币的本质是商品。货币供给存在信息成本,企业也许会通过供给更多的货币降低成本,从而“欺骗”其顾客。因此,高效率和良好的声誉与信息成本相连。而任何一家供应货币的企业,其相对优势都来自市场声誉。政府干预货币供给的理论基础也许是其能保持声誉和信心。但如果如此,即使放开货币供给,竞争性的货币供给市场中也应存

在政府货币供给的相对优势。问题是,政府的声誉来自何处?政府如何降低成本又保持声誉?法定货币的强制性、收益等都是原因。对于政府而言,控制货币的好处还包括可以通过货币调动其他资源,为政府所用。

四是金融中介和金融工具不再可以明确区分。不同于Goldsmith所处的时代,商业银行等储蓄类机构提供的工具基本限于存款类产品,其目前几乎可以提供任何形式的金融工具,如货币市场基金、保险、信托等。而储蓄也不再局限于银行存款,养老金等几乎可以等同于储蓄,但运作方式与银行存款差异较大。类银行存款如何分类?行走于商业银行和金融市场之间的金融交易活动越来越频繁,规模越来越大,早已模糊了金融结构以往的划分边界,这一类活动的链条或许很长,涉及不同的金融中介,如何归类,这一问题直接涉及到信息监测和监管。

从上述特征可以看出,银行主导型金融结构的核心已经逐步被打破,复杂金融体系从组成上可以理解为主要包括商业银行、市场型金融中介和金融市场,但其中介与中介之间、中介与市场之间的复杂业务往来却不能简单概括。这些未知的命题导致复杂金融体系对宏观金融管理的影响深远。越来越复杂的金融中介和市场的交互结构,使得监管当局无法清晰把握本国金融体系的内在关联性和复杂性,而没有基于金融结构的微观条件支撑,金融稳定将成为空谈。要想充分认识到复杂金融体系隐含的风险,就必须在宏观金融规模之外寻找答案,重新探索金融结构。

## (二)当前的理论探索和实践进展

### 1. 理论探索

如何认识复杂金融体系结构产生的风险与对金融稳定的影响,一些学者尝试作了新的理论探讨。Brunnermeier<sup>[61]77</sup>认为,金融机构之间存在广泛的“资产负债联结”和“网络效应”,作为基本的放大机制,它们将次级抵押贷款(Sub-Prime Mortgage)市场的微小损失快速放大并扩散至整个金融市场,从而引发了美国实体经济的衰退。他所阐述的金融网络的放大机制与金融加速器原理的作用结果类似,但实际作用过程又有所区别。具体而言,金融网络的影响途径包括两方面:一方面,资产价格下降引发资产负债表衰退和短期融资困难,在无法补充资本金的情况下,使金融机构不得不出售自身资产,从而引发资产价格的新一轮下跌;另一方面,大多数结构性金融产品在OTC市场交易,导致金融机构之间的风险敞口彼此相连,通过资产负债关联而迅速将风险传播到其他机构和市场,从而发生三方或多方交叉违约风险,引发系统性风险。也就是说,在现代金融网络中,有很多“节点”机构不一定是大银行,可能是小银行、投资银行等非银行金融机构。它的核心特征是参与了某项具有系统性风险的复杂金融活动如证券化,并在其中与其他多个金融机构保持联系的角色。这种角色也是动态变化的,如发起-销售的投资银行模式使其只在某一个时间段具有“节点”功能。最终,“节点”机构不一定是大银行,使得系统性风险爆发的潜在因素增加,节点机构本身成为系统性风险的另一个重要来源。Dell-Ariccia, Detragiache and Rajan<sup>[62]89</sup>认为,对于外部融资依赖性较高的企业在金融危机期间更容易受到严重冲击,在发展中国家这种效应将更加明显。Claessen et al.<sup>[63]</sup>认为,新兴经济体由于金融体系不够发达,金融监管体系不够完善,经济衰退和金融危机给其带来的成本更高,经济复苏时间也会更长?果真如此吗?Luintel et al.<sup>[64]181</sup>, Arestis et al.<sup>[65]1479</sup>等学者扩大了研究范围,进一步肯定了此观点。Allard and Blary<sup>[66]</sup>通过分析17个国家在1960—2007年间84次经济复苏进程,认为市场导向型金融结构的国家平衡能力更强,其复苏快于银行导向型金融结构国家。Allen and Kowalewski<sup>[67]2960</sup>通过比较跨国数据发现,金融结构和金融危机之间存在如下关系:金融危机爆发后的短期内,公司债券和银行信贷同向变动,银行和股票市场的发展程度呈反向关系,在市场主导型金融结构的国家中更为明显。他们认为,政府应该构建一个更为平衡的金融结构,以便在金融危机发生后快速复苏。但不同发展水平的国家

是否有统一标准的平衡的金融结构,他们没有详细讨论。

中国学者也对不同金融结构引发的风险问题保持了高度重视,具有前瞻性。2008年国际金融危机爆发后,部分国内学者开始探讨金融结构与金融稳定的关系。巴曙松<sup>[68]27</sup>认为金融结构演化的不同阶段会产生不同的金融风险结构,要求有相应的金融监管模式与之适应。在金融结构不断变迁的背景下,当局应该建立符合本国金融发展水平要求的最优金融监管体系。他们建议,在当前国内金融集团化和金融混业化程度不断提高的情况下可以平稳改革,从当前的多元化监管模式逐步过渡到综合化、集约化的金融监管体系。龚强等<sup>[69]4</sup>考察了银行和金融市场服务不同产业的效率差异,揭示了银行和金融市场在经济不同发展阶段不同的微观作用机制。他们认为不同产业结构意味着不同的风险,从而对应不同的金融结构。发展中国家以银行为主,是由于成熟的劳动密集型企业在其产业结构中占主导,产业更加成熟、风险更低,在这种产业环境中,银行能够更加有效地克服信息不对称,实现更高的资金配置效率。但是,针对中国金融结构的复杂变迁及其产生的新风险的研究还远远不够。

## 2. 实践进展

无论如何,当前各国金融监管当局和货币当局面临的尴尬情形之一是,现有的金融安全网机制大多是针对银行主导型金融结构,金融监管机制无法监测各类金融中介之间的复杂内部结构,这也是各国当局无法提前准确预测、无力应对金融危机的一个重要原因。若继续无视金融结构的理论和实践变化,在此基础上所进行的危机后金融监管改革努力或被大打折扣。重新认识复杂金融体系的结构对于宏观金融政策和管理至关重要。

意识到这一点,国际社会在次贷危机之后已经开始了新的探索,初步的尝试就是准确了解金融体系内部结构,尤其是聚焦金融中介之间的关联性。实践经验大致包括三方面:

一是FSB对影子银行体系嵌入现代金融中介体系的努力和实践。实践中,全球金融稳定委员会(FSB)自2009年以来开始公开发布全球影子银行体系监测报告。针对各国金融中介体系,该报告给出了各国商业银行、保险公司、养老基金、其他金融中介、影子银行体系的总量数据。基于对影子银行体系的认识和理解,给出了一种金融中介体系结构划分方法,按经济功能将影子银行机构和活动嵌入其中。

二是国际清算银行等构建系统重要性银行评估指标体系的实践。基于系统性风险,国际社会开始寻找其根源和防范方法,逐步意识到系统重要性金融机构和金融基础设施是监管的重点,而且认识到系统重要性是系统重要性金融机构的核心特征。2009年11月,IMF、BIS和FSB联合发布《系统重要性金融机构评估指引》,提出应该从直接影响因素、间接影响因素两个方面评估某一家金融机构的系统重要性。其中,直接影响与规模、可替代性因素有关,间接影响则取决于关联性因素。在对系统重要性的理解中,传统因素中的“规模”依然被官方机构承认,而“关联性”,“传染性”等因素得到了机构和学者的共识(Jian Yang and Yinggang Zhou<sup>[70]</sup>;Matter<sup>[71]</sup>;Gravelle and Li<sup>[72]</sup>;德意志银行<sup>[73]</sup>)。结合国际金融监管主体和学者的研究,识别SIFIs的方法之一是指标法,即在理解SIFIs核心特征的基础上,直接给出界定SIFIs的指标,根据不同的金融体系发展状况界定不同的指标值,由此列出SIFIs的名单,即指标法。优点是透明、快捷、能简便地获取SIFIs名单,缺点是其选取指标的经验性和任意性很强,而且该法无法分辨金融机构的系统性风险贡献和它参与风险性事件的区别。国际金融监管当局最早提出识别全球系统重要性金融机构(G-SIFIs)的指标法,包括三类:规模、关联性和可替代性,后又补充全球活动指标。最终形成的识别SIFIs的指标体系包括基础指标(包括总资产、金融体系内资产、金融体系内负债等规模指标)和辅助指标(包括可替代指标、内部关联指标和全球活动指标)(徐超<sup>[74]57</sup>)。

三是欧洲央行探讨金融结构并发布研究报告的实践。作为对FSB等国际金融监管机构的回应,欧洲中央银行已经自2015年起,开始定期出版欧洲《金融结构报告》,每年一期,涵盖商业银行、保险养老

金、非银行金融中介(即影子银行体系),作为《金融稳定报告》的重要补充。现代金融体系的复杂性主要体现在金融中介、工具和市场纷繁复杂的交互、关联关系,欧央行的《金融结构报告》选择从金融部门(financial sectors)视角理解金融结构,将纷繁复杂的融资工具所依赖的载体,归入非银行金融中介即影子银行体系。通过梳理市场上主要的负债工具——贷款、债务性证券等的持有机构分布结构,以及金融机构之间的交易结构,试图理顺潜在的系统性风险传染途径,为未来的金融监管改革提供微观依据。

### 三、启示与政策建议

2008年国际金融危机的爆发迫使我们必须重新审视金融结构理论面临的挑战和诉求,而中国当前的金融结构演变也非常迅速,亟需重新认识。中国金融结构演变的动力或特征大致包括:

一是商业银行与影子银行交互式发展,改变信用中介内部结构。影子银行体系产生于不完善的商业银行体系,是一种监管套利行为。利率市场化之后,商业银行在资产端面临金融市场融资工具的挑战,在负债端面临各种类型理财型产品的竞争,高利差难以为继。也就是说,商业银行获取廉价负债资金等传统优势将逐步消失,突破单一经营约束势必成为一种内在冲动。在这种情况下,影子银行体系实际上有一部分来自商业银行体系“人为推动”的监管套利,也可以称之为有中国特征的“主动式脱媒”。加之2009年之后,四万亿财政刺激政策所需的配套资金,大大刺激银行体系之外的金融中介和金融市场的成长,市场型金融中介发展迅速。中国的影子银行体系与商业银行存在竞争替代和互补两层关系。替代性体现在,作为银行体系之外的替代性信贷融资方式,影子银行体系青睐优质客户,也期望能分得一杯羹。互补性体现在,影子银行在没有强大的竞争能力时,更偏好银行不能顾及(宏观调控导向之外的)、银行不愿意顾及(监测成本高、高风险)的企业,与商业银行互补,共同提高了全社会融资效率。“主动式脱媒”体现在二者的第三层关系——合作互利关系。即银行与其他非银行金融机构以合作方式,通过非银行金融机构作为通道,实现银行表外放贷。这种合作的渠道被业内很多人士称为“通道业务”、过桥模式。银行是主要的投融资主体,其他机构作为通道收取过桥费用,典型的合作方式包括银信合作、银证合作、银证信合作等。

二是资本市场快速发展,市场型金融中介类别和规模增加。直接融资是降低整个银行主导型金融体系系统风险的重要方式,在国内一直得到鼓励。2005年以来,介于投资者和资本市场之间的市场型金融中介不断发展壮大,开放式基金、私募基金、产业基金、对冲基金、商业银行的私人银行部门等资产管理机构,充当着重要的信用中介职能。资产证券化业务起步后,发展相当快,商业银行及多种非银金融机构参与发起,壮大了市场型金融中介的规模。

三是金融监管制度重塑,改变金融结构。从2009年至今,跨中介、跨市场的金融合作交易增速明显,例如银信合作,曾经存在多种模式,助力商业银行突破信贷规模限制,隐含扩展了银行体系的资产负债规模。在追踪式监管之下,这些合作模式或直接被禁止,或转变方式,“猫鼠游戏”从未中断。与所有国家一样,中国的金融创新活动大多是还没有写入法律的金融交易活动,经常游走在合法、非法与违法性质之间。因此,金融监管制度的不断更新改变,切实在改变着国内的金融结构。

藉此,重新认识并描绘出中国的金融结构非常必要,对监管当局和市场投资者都如此。亟需我们探讨的重要问题包括中国金融中介之间的关联性、商业银行、保险公司和其他金融中介体系(即影子银行体系)的内部结构,从而,可以以杠杆率和关联性等指标,深度挖掘国内金融体系潜在的风险传染路径和可能的后果,为监管当局实施宏观审慎监管政策、防范和控制系统性风险提供基本的借鉴和参考。



## 参考文献:

- [1] GOLDSMITH, R. Financial Structure and Development[M]. New Haven: Yale University Press, 1969, .
- [2] DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and R. LEVINE. Financial Structures And Economic Growth: A Cross-Country Comparison Of Banks, Markets And Development[M]. Cambridge, MIT Press, 2001.
- [3] ALLEN, FRANKLIN and GALE, DOUGLAS. Comparing Financial Systems[M]. Cambridge, MA: MIT Press, 1999.
- [4] 刘红忠, 郑海青. 东亚国家金融结构与经济增长的实证研究[J]. 国际金融研究, 2006, (5):50-57.
- [5] 李健, 范祚军, 谢巧燕. 差异性金融结构“互嵌”式“耦合”效应[J]. 经济研究, 2012, (12):69-82.
- [6] DIAMOND, D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. Review of Economic Studies, 1984(51), 393-414.
- [7] BOYD, J. and E. PRESCOTT. Financial Intermediary-Coalitions[J]. Journal of Economic Theory, 1986(38), 211-232.
- [8] BENCIVENGA, V. and B. SMITH. Financial Intermediation and Endogenous Growth[J]. Review of Economic Studies, 1991 (58), 195-209.
- [9] ALLEN, F. and D. GALE. A Welfare Comparison of The German and U.S Financial Systems[R]. Working Paper ( Wharton School ), 1994.
- [10] SIRRI, E. and P. TUFANO. Costly Search and Mutual Fund Flows[J]. Journal of Finance, 1998(53), 1589-1622.
- [11] LAMOREAUX, N. Insider Lending, Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England[M]. Cambridge University Press, 1995.
- [12] STULTZ, R. Does financial structure matter for economic growth? A Corporate Finance Perspective [R]. Paper Presented At World Bank Conference On Financial Structure And Economic Development, February 10-11, Washington D.C., 2000.
- [13] PORTER, M. Changing the Way America Invests in Industry[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1992(52), 4-16.
- [14] LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda[J]. Journal of Economic Literature, 1997 (XXXV), 688-726.
- [15] GREENWOOD, J. and B. SMITH. Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets[J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 1997(21), 145-181.
- [16] LEVINE, R. and S. ZERVOS. Stock Markets, Banks, and Economic Growth[J]. American Economic Review, 1998(88), 537-558.
- [17] BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT and R. LEVINE. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time Data and Analysis[R]. World Bank Policy Research Working Paper, 2009.
- [18] BAUM, C., S. DOROTHEA and O. TALAVERA. The Impact of the Financial System's Structure on Firm's Financial Constraints[J]. Journal of International Money and Finance, 2011(30), 678-691.
- [19] DAVIS, E. The Evolution of Financial Structure in the G-7 Over 1997-2010[J]. National Institute Economic Review, 2012(221), 11-22.
- [20] CIHAK, M. and A. DEMIRGÜÇ-KUNT. Financial Structure and Incentives[J]. National Institute Economic Review, 2012(221), 23-30.
- [21] HARRIS, R. Stock Market and Development: A Re-assessment[J]. European Economic Review, 1997(41), 139-146.
- [22] DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and R. LEVINE. Financial Structures And Economic Growth: A Cross-Country Comparison Of Banks, Markets And Development[M]. Cambridge, MIT Press, 2001.
- [23] TADESSE, S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence[J]. Journal of Financial Intermediation, 2002(11), 429-454.
- [24] CULL, R. and L. XU. Job Growth and Finance: Are Some Financial Institutions Better Suited to Early Stages of Development than others[R]. Policy Research Working Paper Series 5880, The World Bank, 2011.
- [25] DEMIRGÜÇ-KUNT, E. FEYEN, and R. LEVINE. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets[R]. World Bank Policy Research Working Paper, WPS5805, 2011.
- [26] KPODAR, K. and R. SINGH. Does Financial Structure Matter for Poverty[R]. World Bank Policy Research, No. WPS5915, 2011.
- [27] BECK, T., B. BUYUKKARABACAK, F. RIOJA and N. Valev. Who Gets the Credit? And Does it Matter? Household vs.

- Firm Lending Across Countries[J].Journal of Macroeconomics, 2012,(12),1-46.
- [28]林毅夫.《新结构经济学》评论回应[J].经济学(季刊),2013,(3):1095-1108.
- [29]LUCÍA CUADRO-SÁEZ and ALICIA GARCÍA-HERRERO.Finance for Growth: Does A Balanced Financial Structure Matter[J].Revue économique, Presses de Sciences-Po, 2008(59), 1075-1096.
- [30]DEMIRGÜÇ-KUNT, E. FEYEN, and R. LEVINE.The Evolving Importance of Banks and Securities Markets[R].World Bank Policy Research Working Paper, WPS5805, 2011.
- [31]MERTON, R. and Z. BODIE. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment[R].in Global Financial System: A Functional Perspective, Harvard Business School Press, 1995, 3-31.
- [32]DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and R. LEVINE. Financial Structures And Economic Growth: A Cross-Country Comparison Of Banks, Markets And Development[M], Cambridge, MIT Press, 2001.
- [33]SCHARLER,J.. The Liquidity Effect in Bank-Based and Market-Based Financial Systems[R].Working Paper No.0718. Department of Economics, Johannes Kepler University of Linz, 2007.
- [34]LA PORTA,R., F. LOPEZ- DE- SILANES, A. SHLEIFER and R.VISHNY. Law and Finance[J].Journal of Political Economy, 1998,(106),1113-1155.
- [35]CECCHETTI,S.. Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism[M].Macmillan Press,1999.
- [36]BECK, T.and R. LEVINE. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter[R].World Bank Policy Research Working Paper,2000.
- [37]BECK, T. and R. LEVINE. Stock Markets, Banks and Growth: Correlation or Causality[R].World Bank mimeo, 2000.
- [38]BECK, T. and R. LEVINE. External Dependence and Industry Growth: Does Financial Structure Matter[R].World Bank mimeo, 2000.
- [39]BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT and V. MAKSIMOVIC. Financial and Legal Constraints to Firm: Does Size Matter[R].World Bank Working Paper, 2002.
- [40]HARDY, D.. Regional Financial Inter linkages and Financial Contagion Within Europe[R].IMF Working Paper, 2009.
- [41]YOKOI-ARAI, M.. Dissecting Regional Integration in Financial Services from the Competition Policy and Trade Policy Perspectives[R].BIS Papers, Bank for International Settlements, No.42, December,2009.
- [42]ANTZOULOS, A., Y. GUNAY and K. PAUDYAL. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-oriented versus Bank-oriented Institutions[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2011,(43),59-92.
- [43]GAINET, C. Exploring the Impact of Legal Systems and Financial Structure on Corporate Responsibility[J], Entrepreneurship Governance and Ethics, 2012,(95),195-222.
- [44]UJUNWA, A., C. OKOYEYU, I. Nwakoby. Corporate Board Diversity and Firm Performance: Evidence from Nigeria [J], Review of International Comparative Management, 2012,(13), 605-620.
- [45]龚强,张一林,林毅夫. 产业结构、风险特征与最优金融结构[J].经济研究, 2014,(4):4-16.
- [46]DOLAR,V. and C. MEH. Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey[R].Bank of Canada Working Paper 2002-2024, 2002.
- [47]张杰. 中国的货币化进程、金融控制及改革困境[J].经济研究,1997,(8):20-26.
- [48]张晓晶. 金融结构与经济增长: 一个理论综述[J].世界经济, 2001,(2):61-62.
- [49]李健,贾玉革.金融结构的评价标准与分析指标研究[J].金融研究, 2005,(4):57-67.
- [50]林毅夫,李志赞.中国的国有企业与金融体制改革[J].经济学(季刊), 2005,(4):913-936.
- [51]林毅夫,孙希芳,姜桦. 经济发展中的最优金融结构理论初探[J].经济研究, 2009,(8):4-17.
- [52]殷剑峰. 不对称信息环境下的金融结构与经济增长[J].世界经济, 2004,(2):35-46.
- [53]龚强,张一林,林毅夫. 产业结构、风险特征与最优金融结构[J].经济研究, 2014,(4):4-16.
- [54]李健,贾玉革. 金融结构的评价标准与分析指标研究[J].金融研究, 2005,(4):57-67.
- [55]林毅夫,章奇,刘明兴. 金融结构与经济增长: 以制造业为例[J].世界经济, 2003,(1):3-21.
- [56]林毅夫,李志赞. 中国的国有企业与金融体制改革[J].经济学(季刊), 2005,(4):913-936.

- [57]林毅夫. 新结构经济学:重构发展经济学的框架[J].经济学(季刊),2010,(1):1-32.
- [58]陈雨露,马勇. 金融体系结构、金融效率与金融稳定[J].金融监管研究,2003,(5):1-21.
- [59]KROZSNER,R. and W. MELICK. The Response of the Federal Reserve to the Banking and Financial Crisis of 2007/2008[R]. Prepared for the An Ocean Apart? Comparing Transatlantic Responses to the Financial Crisis, Conference, Banca d' Italia, Rome, 10-11 September 2009.
- [60]KLEIN, B. The Competitive Supply of Money[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1974(6), 423-453.
- [61]Brunnermeier, M. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008[J].Journal of Economic Perspectives, 2009(23), 77-100.
- [62]DELL-ARICCIA,G., E.DETRAGIACHE and R.RAJAN. The Real Effect of Banking Crises[J].Journal of Financial Intermediation,2008(17), 89-112.
- [63]CLAESSENS,S.,M.KOSE and M.TERRONES.Recessions and Financial Disruptions in Emerging Markets: A Birds Eye View[R].Central Bank of Chile Working Papers, No. 585, 2010.
- [64]LUIINTEL, K., M.KHAN, P.ARESTIS and K.THEODORIDIS. Financial Structure and Economic Growth[J].Journal of Development Economics, 2008(86), 181-200.
- [65]ARESTIS, P., A. LUIINTEL and K.LUIINTEL. Financial Structure and Economic Growth: Evidence from Time Series Analyses[J].Applied Financial Economics, 2010(20),1479-1492.
- [66]ALLARD, J. and R. BLARY, Market Phoenixes and Banking Ducks: Are Recoveries Faster in Market-Based Financial System[R], IMF Working Paper, WP/11/213, 2011.
- [67]ALLEN, G. and KOWALEWSKI.Financial Crisis, Structure and Reform[J].Journal of Banking and Finance, 2012(36), 2960-2973.
- [68]巴曙松. 应从金融结构演进角度客观评估影子银行[J],经济纵横,2013,(4):27-30.
- [69]龚强,张一林,林毅夫. 产业结构、风险特征与最优金融结构[J].经济研究,2014,(4):4-16.
- [70]JIAN YANG and YINGGANG ZHOU. Finding Systemically Important Financial Institutions around the Global Credit Crisis: Evidence from Credit Default Swaps[R].ECB-CFS-CEPA Conference on "Macro-prudential Regulation as An Approach to Contain Systemic Risk", September 27,2009.
- [71]MATTER, R.Systemically Significant Financial Companies: Do the Stands Make Sense[R].Barnett Sivon &Natter P.C, 2010 .
- [72]GRAVELLE,T. and LI, F. Measuring Systemic Importance of Financial Institutions: An Extreme Value Theory Approach [R]. Bank of Canada Working Paper.2010.
- [73]DEUTSCHE BANK. Identifying Systemically Important Financial Institutions[R].2011.
- [74]徐超.系统重要性金融机构识别方法综述[J].国际金融研究,2011,(11):57-64.

(收稿日期:2017-01-22 责任编辑:张鹏)

## Financial Structure Theory: Evolution and Review

Zhou Li-ping

(National Finance and Development Laboratory, Institute of Finance,  
Chinese Academy of Social Science, Beijing, 100028)

**Abstract:**Based on the previous researches on financial structure theory, this paper focuses on the structure of the complex financial system and its impact, discusses impact and challenge of complex financial system on existing financial stability and security. Besides, it also explores new theory and practices of financial structure. Finally, this paper concludes enlightenment on China and puts forward relevant policy recommendations.

**Key Words:** Financial structure theory; Complex financial system; Shadow banking