藩篱渐疏？金融机构综合化经营的国际演进与中国路径

汪　航　周　琼

摘　要　国外金融机构综合化经营历经多阶段演进，受外部竞争、经济结构演变、金融市场发展及监管政策变化驱动。美国从严格分业到逐步放开，日本经历金融大爆炸实现混业，加拿大通过修订法案开启金融混业，欧盟部分国家延续全能银行模式。综合化经营虽面临利益冲突、金融稳定挑战及成本效率质疑，但制度安排与外部环境可有效管控风险。中国金融体系以银行为主导，资本市场发展相对滞后，综合化经营是提升金融机构竞争力、服务实体经济的重要路径。在低利率环境下，中国商业银行需储备综合化经营能力，完善相关制度与法律，推进金融机构综合化经营，以实现金融高质量发展。

关键词　商业银行　综合化经营　金融高质量发展

一、引言

从国外金融业界来看，综合化经营被认为具有更大的竞争优势。如伯南克（2016）认为一个金融公司规模足够大，就能提供范围更大的服务，就能高效地服务于全球的非金融类企业。如果武断地限制金融公司的规模，则有可能破坏经济价值，以至于将就业机会和利润拱手送给外国竞争者。摩根大通 CEO 杰米·戴蒙认为大型银行之所以复杂是因为它们在复杂的全球市场中运营；而拥有一些世界上运行良好的大型、复杂的银行对于美国优化经济体系和提升全球竞争力至关重要。中国目前实行分业经营，商业银行鲜有涉及证券市场，但也进行了一些综合化经营的尝试。总体来看，综合化经营成效在中国商业银行集团内的资产和利润占比均较低。根据 2024 年报数据，中国四大行境内综合化子公司总资产占银行集团比重不超过 2%，净利润占银行集团比例不超过 4%。2023 年 10 月召开的中央金融工作会议首次提出“加快建设金融强国”目标。“金融强国”要具备一系列关键核心金融要素，即拥有强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的金融监管、强大的金融人才队伍。那么，未来金融机构综合化经营能否成为中国金融高质量发展的有效路径，或者说是否有助于中国加快建设金融强国，是值得继续探讨的问题。本文分析国外金融机构综合化经营的动因，探讨综合化经营带来的挑战和机遇，为中国金融高质量发展提供建议。

二、国外金融机构综合化经营演进和动因

外部竞争、内部经济结构演变、金融

汪航，中国邮政储蓄银行投资银行部；周琼，中国邮政储蓄银行投资银行部总经理。2024 年 NAFMII 研究计划“商业银行投行业务能力提升与综合化经营”（KFKT2024-16）。

市场发展和监管政策的变化是国外发达经济体进行金融改革的主要原因，金融改革通常伴随着商业银行综合化经营的推进。

（一）美国金融机构的竞争与《格拉斯-斯蒂格尔法案》限制的突破

美国历史上银行业受到政治上不能跨州经营的限制，使得美国资本市场快速发展。在 1933 年之前，银行非利息收入占净营业收入的份额超过 40%，而贷款资产比率低至 30%（Calmès & Théoret，2023）。在 1929 年美国股灾发生后，美国于 1933 年出台了《格拉斯-斯蒂格尔法案》。当时立法者认为，美国商业银行通过不当的证券活动助长了股市投机，从而导致 1929 年的股灾；银行家们被认为用储户的资金投机股票，为帮助公司借款人而承销股票，卷入利益冲突（Mathieu，2003）。但后来伯南克等众多研究者认为，混业经营并非“大萧条”的原因。

20 世纪 70 年代，美林证券为投资者提供现金管理账户服务，其账户余额可以用于投资，也可以按照远高于银行利率水平的货币市场利率水平累计复利，导致银行业和经纪业务之间原本泾渭分明的界限开始变得模糊（盖斯特，2005）。信息技术的发展和货币基金的出现导致美国非银金融机构能够创造出各种金融产品与银行存款竞争。银行贷款也受到来自资本市场的竞争。政策制定者逐渐改变了对银行的一些限制的看法，意识到反竞争付出的代价往往大于对金融稳定的好处（Morris，2011）。20 世纪 80 年代开始，美国商业银行对中间业务的投入开始增加。在废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》之前，金融分业经营就开始模糊。1987 年允许美国银行控股公司根据《格拉斯-斯蒂格尔法案》第 20 条授权建立附属公司承销公司证券。两年后，这些附属公司被允许承销商业票据和公司债券；1990 年，许可扩展到股票。这些活动产生的收入不超过银行总收入的 5%（1989 年最高限额提高到 10%，1996 年提高到 25%）（Focarelli & Pozzolo，2005）。随着证券化的出现，以市场为导向的银行业逐渐重新崛起，并在 1999 年通过的《金融服务现代化法案》中得到巩固，该法案允许商业银行进入（更广泛的）金融服务业（Calmès & Théoret，2023）。

美国金融机构综合化经营主要有以下两个动因。**一是**经济利益和增强金融体系稳健性的驱动。美国国会领导人和行业代表认为，新的多元化金融集团将为经济和客户带来诸多好处：由于规模经济和范围经济，金融集团的利润会更高；由于更大的多样化，金融集团将为经济带来更高程度的安全性和稳健性，并最终为客户提供更低的价格和更多的便利（Mathieu，2003）。**二是**金融市场发展与商业银行的主动适应。在 1998 年，美国联邦储备委员会批准了花旗银行与旅行者保险公司的合并，加速了美国金融机构合并趋势。美国商业银行主动适应了美国金融市场的变化，在实践中不断突破商业银行业务范围的限制，并促使政府修改金融相关法律，突破了分业经营限制。Santomero（2001）认为，在美国，银行和许多其他类型的中介机构已摆脱了吸收存款和发放贷款的传统角色；尽管它们在中介资金中的份额有所下降，但通过从资产负债表扩张活动转向收费活动巩固其在经济活动中的地位，它们仍是金融体系的重要组成部分。

（二）日本金融大爆炸

1992 年 6 月，日本国会通过《金融制

度改革法》，允许银行和券商通过设立子公司的形式进入对方业务领域，实现业务交叉。1996 年，日本宣布实施一系列金融改革，被称为日本的金融大爆炸。金融大爆炸旨在完成日本在 20 世纪 80 年代逐步放松管制的过程（Honda，2003）。1998 年 1 月解除对设立各形态金融控股公司的限制，取消各类金融子公司业务范围的限制，金融行业正式进入混业经营阶段。

日本金融改革主要有以下几个动因。**一是**利率市场化导致大企业偏向资本市场融资。20 世纪 70 年代中后期开始，日本国债市场规模不断扩大，资本市场（包括国债市场）与传统金融中介的竞争日益增强。与此同时，蓬勃发展的股票和债券市场，加上有限的金融管制放松尝试，逐渐改变了日本金融业的格局；鉴于日本股票和债券发行的高价格和低收益率，日本公司发现通过资本市场筹集资金比过去从银行借款更具吸引力（Choo & Saegusa，2009）。日本政府债券发行的增加改变了金融体系；政府债券二级市场的扩张破坏了作为战后金融体系显著特征的利率管制；政府债券市场的开放引发许多其他市场利率的自由化（Abiad & Mody，2015；Tsuruta，1999；Hoshi & Kashya，2000；Nomura，2004）。20 世纪 80 年代，日本越来越多的蓝筹股公司在资本市场上融资，而不是通过银行贷款（Honda，2003）。面对市场上不断变化的资金需求，金融机构也对分配给它们的非常狭窄的利基市场越来越不满（Lincoln & Friedman，1998）。**二是**日本对保持国际金融中心的渴望。人们担心日本市场的国际地位下降，因此推行“金融大爆炸”改革，以维持东京作为世界领先金融中心的地位（Dekle，1998；Osaki，2005；Lopez & Spiegel，2014）。**三是**通过改革提升日本银行体系效率。日本银行泡沫经济破裂后造成了严重的不良贷款问题，需要彻底改革日本金融体系和金融机构（Mikuni，1998；Honda，2003；Osaki，2005；Liu & Hsu，2006）。Branstetter（2003）认为 20 世纪 80 年代末和 90 年代，日本境外其他监管较少的市场表现出色，而日本金融机构及其监管机构则陷入源源不断的金融丑闻，这些都开始产生压力，要求更彻底地放松对日本金融市场的监管。

（三）加拿大金融改革

1987 年和 1992 年加拿大修订《金融机构和存款保险修正案》《银行法》，允许银行通过金融控股公司的形式建立附属机构从事信托、证券和保险业务，其他金融机构也可向银行业务渗透，开始进入金融混业经营时期。1987 年的修订取消了对银行拥有证券经纪公司的限制。加拿大五大银行通过购买大经纪公司或自己开办经纪公司，在一年之内悉数进入证券市场。

加拿大金融改革有以下几个动因。**一是**金融市场的发展，导致金融机构希望改变现有的金融格局。加拿大贷款从 20 世纪 80 年代初约占外部融资的 60% 降至近年来的略低于 40%。20 世纪 90 年代，加拿大企业越来越依赖金融市场作为其主要外部资金来源（Calmès，2004）。**二是**加拿大社会对于改变金融体系的观念逐步增加。20 世纪 80 年代中期的一些观察家甚至认为，以银行为中心的传统银行是没有前途的，未来将属于能够为客户提供尽可能广泛的融资选择的机构（Freedman，1998）。**三是**外部环境变化。与英、美两国金融市

场有着紧密联系的加拿大金融机构，为在市场竞争中生存下来，积极参与金融创新活动（粟勤，1996）。

（四）欧盟国家混业经营模式保持延续

20 世纪 90 年代之前，大多数欧洲国家，如德国、瑞士、荷兰、卢森堡等国，遵循全能银行的发展模式，主要是大银行在内部分设部门，全面经营银行、证券等业务。20 世纪 90 年代，这些银行进一步将业务拓展至投资、保险领域，逐步形成了一批跨行业的金融集团，当局也开始改进监管来防范相关风险（曹莉和任浩，2015）。德国三大银行开始进军国际市场，试图成为投资银行领域的重要参与者(Behr & Schmidt，2015)。此时的德国银行业更是迎来了自由化高潮，先后出台多项法案促进金融市场发展，尤其是 2004 年公布的《投资现代化法》，以增强本国金融市场和机构竞争力,促进本国金融行业的繁荣（胡琨，2016）。

2008 年金融危机后，德国德意志银行经历了海外监管处罚，加之自身杠杆率过高和高昂的行政运行成本，导致其一度陷入困境。2015—2017 年、2019 年德意志银行均为亏损。2020 年其得益于投资银行业务收入高增长(增长32%，至93亿欧元)、显著的成本削减和转型后客户忠诚度的上升而扭亏为盈（阮达，2022）。此后，德意志银行大幅扩大其投资银行咨询团队，发展投资银行咨询业务可以减少其对需要消耗更多资本的固定收益销售和交易业务的严重依赖。[①]

三、金融机构综合化经营面临的质疑和回应

尽管金融机构综合化经营在提升服务效率、增强市场竞争力等方面展现出显著优势，但其发展过程中也引发诸多争议。从金融监管的视角来看，在混业经营下，金融机构多元化业务可能导致利益冲突，损害公众利益；从宏观审慎管理来看，金融机构综合化经营可能增加系统性金融风险；从机构经营来看，金融机构综合化经营可能并没有规模效应。与此同时，一些国际经验也表明，这些挑战并非不可克服。合理的制度设计与监管框架能够有效缓解这些问题，为金融机构综合化经营的可持续发展提供坚实保障。

（一）金融机构综合化经营面临的质疑

1. 利益冲突问题

通常，在承销市场和信贷市场，金融机构扮演不同的角色，这可能导致利益冲突。从实证文献来看，Ber et al.（2001）认为，以色列的银行是真正的全能银行，它们管理投资基金，并控制着专门从事承销业务的子公司，实证研究发现银行贷款、承销和投资基金管理存在利益冲突；应采取措施以确保金融集团不会将其承销的股票注入不知情客户的投资组合。Ferreira et al.（2018）利用 2000—2010 年 28 个国家开放式股票共同基金的综合样本检验发现，商业银行附属基金业绩不佳的原因是双重代理问题，即基金经理抛开一个委托人（基金投资者）的利益，为另一个委托

① Deutsche Bank plans to beef up investment bank advisory team,Morris, Stephen; Walker, Owen; Storbeck, Olaf. FT.com; London (May 1, 2023).

人（母银行）谋利；但在跨国差异性方面，作者也发现美国的银行贷款和资产管理活动之间的“防火墙”执行得更为严格，基金业绩差异情况并不明显。Laeven & Levine（2007）研究 42 个国家的大型银行，多元化金融服务公司的市场价值（托宾 Q）往往低于专业化同行；一种解释是多元化似乎加剧了代理问题（Calmès & Théoret, 2023）。[①] Kang & Liu（2007）探讨日本商业银行在债券承销中的作用，实证结果否定了银行提供更多信息帮助发行人降低发行成本的观点，发现银行为吸引投资者而过度压低债券价格，损害发行人利益。

2. 金融集团对金融稳定的挑战

金融集团可能过于复杂或者大而不能倒，导致出现监管盲区或是系统性风险传染。Morris（2011）认为，非银行业务也可能增加风险，因为它们会使组织的复杂程度增加，从而使市场、管理层和监管机构更难以评估、监测和控制风险承担。降低金融体系、经济和公共安全网的成本和风险的一个可能的解决方案是限制近年来银行组织允许的一些非传统活动。银行核心服务（存款、贷款和支付服务）之外的活动是否被允许，将基于不会过度阻碍市场、管理层和监管机构评估、监控和控制银行组织风险承担的原则。作者认为基于这一原则，银行组织可以开展传统的投资银行业务（承销证券和咨询服务）以及资产和财富管理。其他活动，如做市、经纪、证券和衍生品交易，则将不允许由银行组织进行。

在 2008 年金融危机后，国际社会引入了多项监管改革，如巴塞尔协议 III、美国 2010 年多德-弗兰克法案（DFA）和英国 2013 年金融服务（银行改革）法案[②]，欧盟委员会于 2014 年发布了一系列针对欧盟的提案。尽管它们实现商业银行和投资银行职能分离的方法不同，但这些改革都秉持着银行向非银行业务多元化，特别是银行的证券活动对金融稳定有负面影响的认知（Andriosopoulos，2017）。

3. 成本效率问题

Roengpitya et al.（2014）发现主要从事商业银行活动的机构比那些更多地参与资本市场活动（主要是交易）的机构成本更低，利润更稳定。而 Peleckiene et al.（2011）分析认为，金融集团结构的多样性带来了传染风险、集中度风险、管理复杂性和利益冲突风险，需要对其进行更严格的、不同类型的审慎监管。

一些研究断言美国的银行在超过 100 亿至 250 亿美元的规模范围时，不再产生规模报酬递增，对美国之外银行的研究也得出了类似的负面结论（Mathieu，2003）。Laevena & Levine（2007）使用 Bankscope 数据库的 1998—2002 年 43 个允许银行从事一些投资银行和其他非贷款活动国家 3 415 个银行年观测值进行分析，发现从事多样化活动的金融机构给予更低估值，范围经济不足以产生多元化溢价。

① 多元化虽然会加剧代理问题，但一流金融集团往往能够利用综合化经营的其他优势，如摩根大通通过自身优势和稳健的资产负债表，能够低成本吸收存款，在利率上行或小银行危机时期，整体表现可能优于传统投资银行。

② 英国金融服务方案提出了“栅栏原则”。

（二）对金融机构综合化经营质疑的回应

1. 制度安排和外部环境对于遏阻利益冲突起到重要作用

金融业时刻都面临着代理问题，更为关键的是制度安排和监管环境。声誉、竞争或监管等因素可能会限制其影响（Mehran & Stulz，2007）。国外一些文献实证也未能发现利益冲突的问题。以日本为例，Hiraki et al.（2021）根据2002—2012年样本数据，认为日本知情的主银行承销商，在承销IPO股票时受到强烈的监管监控和与公平相关的行业自律，并不会将具有高初始回报的IPO股票分配给其附属基金。Hebb & Fraser（2002）利用1987—1997年发行的所有新发行、公开配售的加拿大国内公司债券，发现信息优势效应在影响证券定价中占主导地位，没有为利益冲突假说提供支持；他们发现商业银行承销发行的预期（ex ante）债券收益率较低，这表明商业银行和投资银行融合带来了净收益，商业银行可能在债券承销过程中具有优势。Dietrich & Vollmer（2012）认为德国一些大银行（如德意志银行）披露了有关其缓解利益冲突的信息。[①] 德国的储蓄银行和合作银行在其商业银行部门和投资银行部门之间设置了内部防火墙，如中央机构将贷款换成证券，并代表其成员银行将其出售给不知情的公众这一行为虽然符合发放贷款的当地银行利益，但不符合共同拥有中央机构所有的其他当地银行的利益。Puri（1996）使用美国1927—1929年的（该时期允许国民银行承销证券）数据，发现投资者愿意为银行而不是投资公司（Investment Houses）承销的证券支付更高的价格（更低的预期收益率），结果支持银行发挥认证作用，这对于次级和信息敏感证券更有价值。

张杰（2017）认为，现代银行体系稳健运行的要害在于维持市场竞争与准入限制的微妙平衡，而牌照价值是其中的关键因素。Bordo et al.（2011）认为，加拿大银行吸收了非银行金融中介机构，监管是统一的，系统性风险仍在监管之下。Ratnovski & Huang（2009）认为，一些监管和结构性因素降低了加拿大银行承担风险的动机。加拿大银行业由六家大型银行主导，拥有综合的全国性分行网络。国家特许经营权是高利润和有价值的，银行热衷于保留它，从而避免可能损害特许经营权的过度风险。客户重视全国性银行分行网络的能力，这限制了加拿大银行之间的服务竞争，尤其是在存款和借记卡产品方面。有限的外部竞争减少了捍卫或扩大市场份额的压力，再次减少了冒险的动机。

2. 拆分金融机构可能也无法避免系统性风险

Poghosyan（2012）批评拆分银行的建议，指出引发危机的次贷住房的主要问题出现在非银行抵押贷款发放者和影子银行系统中。此外，许多小银行的存在并不能保证危机不会发生，美国的储蓄和贷款协会危机就证明了这一点。如果许多小银

① 如公布银行在出售金融工具时从基金公司和证券交易商那里收取了什么费用；此外，还公布他们采取了哪些措施来防止潜在的利益冲突。但尽管做出了这些努力，德国的信贷银行并没有成功地完全避免利益冲突的情况。

行的行为非常相似，同时陷入财务困境，它们也可能因太重要而不能失败。伯南克（2016）认为，即便没有废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》，那些在 2008 年金融危机中具有标志性的大公司陷入困局原因与之前几十年、上百年内银行陷入困局的原因别无二致，都是由不良贷款导致的。贝尔斯登和雷曼兄弟都是历史悠久的华尔街投行，其涉足的商业银行业务可以说是微乎其微。

拉詹（2011）认为，禁止银行参与有风险的自营交易是错误的，关注点不应该是禁止某一特定的行为，而应该是限制它们的风险动机及其跟随其他银行进行风险投机的羊群行为。加拿大金融机构实现综合化经营后并没有导致更大的系统性风险，相反其金融体系表现十分稳健。Dietrich & Vollmer（2012）通过研究金融危机后德国银行倒闭的案例发现，德国银行作为一个整体在危机爆发前没有承担过大的风险，只有少数例外，这些例外主要不是因为它们是全能银行，而是因为它们是公有制（Public Ownership）银行（主要指的是德国州立银行 Landesbanken）。

3. 金融机构综合化经营适应经济的发展

虽然对金融机构综合化经营有一些质疑，但从域外发展历程来看，金融体系均在逐步综合化，特别是大型金融机构的综合化经营模式已成为一种趋势，但因为各国所处的自身情况不同，对金融机构综合化经营的程度存在一些差异。

从服务实体经济角度，Allen et al.（2005）实证发现，以实物资产密集型企业为主的经济体往往匹配了以银行为基础的金融体系。相反，拥有大量知识和无形资产密集型企业的国家更有可能拥有基于市场的金融体系。金融机构和市场的发展是为了满足企业的金融需求，从而适应实体经济的特点。Neuhann & Saidi（2018）利用美国逐步废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》所产生的变化，通过实证表明，美国全能银行的出现，利用贷款和非贷款产品的信息范围经济，改善了高风险但富有效率的企业获得融资的机会。当前，中国经济面临转型挑战。发展科技金融，支持科技创新成为共识。金融支持科技创新重点领域需要银行、资本市场、保险等多方面的协同配合（刘勇和尹心怡，2025）。李扬（2024）认为面对新形势，在银行为主的金融结构下支持新质生产力发展，其中银行综合经营就是一个体制机制的解决方案。

从风险管理角度，Santomero（2001）认为，相比之下，在金融市场更加发达和容易进入的美国和英国，中介机构无法参与跨期平滑来应对风险。如果它们这样做，投资者将完全撤回资金，转而投资于市场。在此情况下必须通过跨部门风险分担来应对风险。这些发展迫使银行在传统的借贷活动外，开发新的收入来源。从监管政策角度，金融危机后，监管部门加强了宏观审慎监管工具和手段，对不同业务风险进行一定隔离，限制系统性风险积累，但综合化经营模式没有改变。商业银行综合化经营要考虑到资本市场本身存在的高风险业务。商业银行不应从事资本市场中的高风险业务，以免其可能带来的损失传染至商业银行。美国沃尔克法则强调的是为了控制系统性金融风险，不让商业银行从事风险太高的业务（主要指自营业务和投资对冲基金），但这绝不意味着商业银行完全不能从事证券业务（福本智之，2014）。

从收入多元化角度，大型金融集团的综合化经营有利于提升金融集团整体的稳健性。在综合化经营过程中，拥有稳定的商业银行业务提升业务的稳定性，降低资金成本。[①] 2008 年金融危机后，美国居民去杠杆，美国大型银行零售业务收入占比有所下降，公司业务占比有所上升。投资银行业务随资本市场波动较大。如 2020 年和 2021 年全球股市 IPO 创历史新高，多数全球大型金融集团投行业务业绩极佳。大型金融集团总体上还是能从各金融市场、各客户群体获得收入来源，分散了单一市场和客户群体的风险。

四、对中国金融机构综合化经营的启示

资本市场存在高风险业务以及大型金融集团业务复杂、利益冲突等问题是金融机构综合化经营所需要面临的挑战。但 2008 年国际金融危机后，综合化经营模式在发达经济体并未改变。综合化经营能够形成具有竞争力的金融机构，有效服务实体经济。中国当前是以银行为主体的金融体系。截至 2024 年末，我国银行业资产占金融业机构总资产的比重达 90%，证券业和保险业资产规模占比分别为 3% 和 7%。这一定程度上反映出银行占绝对优势，其他金融机构发展不够充分。信贷市场依然是大型企业主要融资渠道，资本市场在与银行体系的信贷市场竞争中没有显现出明显优势，但这并不意味着未来中国银行体系能够继续保持强势地位。

（一）建设强大金融机构是金融迈向综合化经营的原因之一

美国决策者对外国全能银行的崛起非常担忧，以至于他们开始削弱大萧条后建立的投资和商业银行之间的防火墙。[②] 加拿大、日本金融机构综合化经营都有应对国际大型金融机构竞争的动机。日本通过大爆炸改革，为了将日本金融市场重建为一个可与美国和英国相媲美的国际金融市场（Japanese Ministry of Finance，2000）。[③] 在加拿大金融改革之前，这些银行认为，它们必须能够在国内市场承销证券，使它们能够在日益证券化、全球化和职能整合的世界中与全能银行和投资银行竞争（Freedman，1998）。

（二）强大的金融机构与强大的资本市场共生，完善中国资本市场，为中国金融机构走向综合化经营创造条件

美国、日本、加拿大在金融体系改革中，金融市场的发展导致金融制度不得不进行相应的调整。在金融改革过程中，这些国家都有希望通过金融改革提升本国金

① 例如，对摩根大通而言，2023年一些货币市场基金支付的利率达到或超过5%，但摩根大通由于自身“堡垒式资产负债表”，每年向支票账户支付0.01%，向储蓄账户支付0.02%；而高盛则需要为其存款支付4.5%的高利息。参见JPMorgan vs Goldman: How Jamie Dimon’s bank gains from the confidence factor, Cohan, William. FT.com; London (Jan 27, 2024).

② 参见Regulators test the universal banking model: JPMorgan's Dimon may argue for one-stop shops, but the fear of too big to fail lingers after the financial crisis , Arnold, Martin; Braithwaite, Tom. Financial Times; London (UK). 16 Jan 2015: 15.

③ 参见Choo & Saegusa (2009) , Japanese Ministry of Finance. "Japanese Big Bang." Japan Ministry of Finance. January 2000. Accessed at http://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb37.htm.

融服务效率，应对外部机构竞争的强烈诉求，并都通过改革形成了大型的综合性金融集团，形成了较高的市场集中度。美国拥有全球最具有竞争力的资本市场，德国、瑞士、日本、英国的大型金融机构都希望通过美国资本市场的业务扩张，提升自身经营能力和金融实力。

进一步增强资本市场优质资产供给能力，提升资本市场竞争力，有利于推动中国金融机构综合化经营。中国建设一流金融机构，需要一个有活力的资本市场。当金融市场发展起来时，资本市场和银行竞争，这使得银行进行跨期平滑越来越困难，银行必须从根本上与市场竞争，停止提供跨期平滑。在这种情况下，银行将不能通过积累和消耗准备金来管理风险。相反，它们必须使用衍生品和其他类似技术来管理风险（Santomero，2001）。

从国际大型金融机构来看，在金融危机后，虽然投行业务收入增长停滞，但基于资本市场的自营交易和资产管理业务依然保持着持续增长。[①] 国际大型金融机构自营交易依然是其重要的利润来源，从2024年报来看，花旗集团自营交易业务侧重外汇和利率产品，高盛固定收益和股权产品较为均衡，摩根大通、摩根士丹利侧重股权产品。日本三菱日联集团通过与美国摩根士丹利的战略合作，分享美国资本市场带来的收益，投资摩根士丹利带来的利润占三菱日联集团30%的年度利润。[②]

（三）面对低利率环境，中国商业银行需要储备综合化经营能力

在利率趋于降低的时期，商业银行传统业务面临更大压力。Brei et al.（2020）对1994—2015年14个主要发达经济体的113家大型国际银行进行了调查，发现低利率促使银行将其活动从收取利息转向与费用相关的活动和交易活动。Calmès & Théoret（2023）通过对美国规模前19家银行分析，发现低利率促使银行（尤其是四大银行）转向收费和佣金为收入来源的业务模式。Honda（2003）认为日本应更早地允许金融机构交叉进入其他类型的金融业务。从日本经验教训来看，在资本市场竞争力逐步提升过程中，银行体系为了生存向更高风险主体提供借款，成为日本银行积累了巨额不良贷款的原因之一。

在低利率环境中，中国需要吸取日本20世纪90年代银行体系执着于传统信贷并进入高风险行业，进而导致商业银行陷入不良贷款危机的教训，也应积极借鉴加拿大“日落”条款制度[③]，适应不断变化的金融体系。中国金融体系改革是渐进式的，商业银行要根据中国金融市场的变化和企业需求变化，做好相应谋划和准备，提高自身整体业务的持续性和稳健性。当前，随着监管政策变化，中国部分商业银行通

① 例如，2007年摩根士丹利自营交易（Trading）32.06亿美元，资产管理65.19亿美元，2024年摩根士丹利自营交易167.63亿美元，资产管理224.99亿美元。2007年摩根大通自营交易47.36亿美元，资产管理143.56亿美元，2024年摩根大通自营交易247.20亿美元，资产管理收入178.01亿美元。

② 引自三菱日联集团2024年报。

③ 该条款要求定期重新评估和更新管理加拿大银行的法律。战后大约每十年重新审查一次立法安排的正式过程导致了对《加拿大银行法》的一些重大修订。后重审周期缩短至五年。

过设立金融资产投资公司方式，开展股权投资业务，加强科技金融服务能力，满足经济转型的需求。

（四）推进金融机构综合化经营需完善相关制度和法律

从文献来看，金融机构综合化经营可能带来一定的负面效应，但此类负面效应不一定实际发生，夯实相应的措施和管理手段能够有效防范其中的风险。Kroszner & Strahan（2011）认为监管改革不应倒退而应通过最大限度地减少监管套利和提高透明度来改善相互关联金融体系的稳定性。

一是区别大型银行和小银行的战略使命。从美国来看，在美国规模前 19 家银行中，与摩根大通、美国银行、花旗集团、富国银行这四大金融集团相比，其他 15 家大银行较少参与交易和投资银行业务（基于市场的活动），商业模式更简单，贷款和存款仍占主导地位（Baily & Holmes，2015）。中国国有大型商业银行和部分股份制商业银行具备雄厚的资本、广阔的渠道和较为完善的公司治理，参与综合化经营、开展更加广泛的资本市场业务具备较好的优势和条件。

二是中国大型商业银行在综合化经营过程中，可进一步借鉴国际经验，增加信息披露，增设防火墙，提升公司治理水平。为了控制金融集团的潜在危害，日本在放松金融业管制，允许银行进入证券业务的同时，还采取了详细的防火墙措施，对涉及母公司和子公司的交易进行管制（Nomura，2002）。从加拿大金融体系的转型可见，商业银行通过证券子公司从事综合化经营活动，在统一监管下实现了金融稳定。目前中国存在金融控股集团和银行或保险集团的主要模式。中国的大型金融机构综合化经营在未来可继续推行多种综合化经营模式进行，允许多种金融集团的组织架构。中国金融机构综合化经营的目的应以发挥规模和协同优势、提升战略能力[①]、服务实体经济为目标。在风险防范方面，更重要的是从金融集团的层面，做好宏观审慎监管，防范风险传染和扩大；同时评估各类金融业务风险，限制开展高风险业务。N

学术编辑：卢超群

参考文献[②]

[1] 曹莉,任浩.美欧金融集团监管的演变及对中国的启示[J].金融会计,2015(02):61-67.

[2] 胡琨.国际金融危机背景下欧洲金融结构的转型——走向银行与资本市场并重均衡的欧洲金融体系[J].欧洲研究,2017,35(04):18-36+5-6.

[3] 范从来,贲正晖.“硅谷银行事件”与银行服务科创企业的风险防范[J].清华金融评论,2023(07):93-98.

[4] 福本智之.布雷顿森林体系70年：国际货币体系重构与人民币国际化—2014国际货币论坛会议文集[R].中国人民大学国际货币研究所，2014国际货币论坛暨《人民币国际化报告》发布会,2014-07-20.

[5] 李扬.发展科技金融的要义是发展新质生产力”[J/OL].国家金融与发展实验室,2024(4).

[6] 刘勇,尹心怡.科技金融的高质量发展之路：现状、问题与未来展望[J].清华金融评论,2025(6).

① 大型金融机构在发展过程中，战略能力十分重要。如德意志银行在金融危机后遭遇危机和高盛进军消费者业务战略失误这些案例表明，大型金融机构在经营过程中，需要具有较好的风险管理能力和战略眼光，即便是一流的机构，在进军新的领域，也可能会遭遇巨大的风险。

② 英文参考文献，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

[7] [美]查尔斯.R.盖斯特.华尔街投资银行史[M].中国财政经济出版社,2005.
[8] [美]本·伯南克.行动的勇气[M].中信出版社,2016.
[9] [美]拉古拉迈·拉詹.断层线[M].中信出版社,2011.
[10] 阮达.德意志银行的战略变迁及启示[J].中国银行业,2022(02):61-63+74.
[11] 粟勤.加拿大的金融改革与金融结构的重新调整[J].金融科学,1996(1):98-103.
[12] 徐忠.新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J].经济研究,2018,53(07):4-20.
[13] 张杰.牌照价值、资本要求与银行体系[J].金融论坛,2017,22(02):3-12.
[14] 朱靖宇,刘标.商业银行如何助力科创金融?——理论逻辑、实践经验和发展建议[J].西南金融,2025(03):60-75.

The Emergence of Financial Conglomeration: Foreign Experience and China's Path Forward

WANG Hang ZHOU Qiong

(Investment Banking Department, Postal Savings Bank of China)

Abstract The emergence of financial conglomeration abroad has gone through multiple stages of evolution, driven by external competition, the maturing of the economic structure, the development of the financial market, and changes in regulatory policies. The U.S. has gradually relaxed its strict separation of financial industries, while Japan has adopted a mixed structure after experiencing "Big Bang" in the 1990s. Canada has opened the financial sector to mixed operations while some countries in the European Union continue to employ the universal banking. Although consolidated operation faces conflicts of interest, financial stability challenges and cost-efficiency questions, the institutional arrangement and external environment can effectively control risks. China's financial system remains bank-dominated, and the development of the capital market overall is relatively lagging. For China, integrated operation is an important path to enhancing the competitiveness of financial institutions and serving the real economy. In the current low interest rate environment, Chinese commercial banks need to strengthen their capacity for integrated operation and strive to improve relevant institutions and laws in order to achieve high-quality financial development.

Keywords Commercial Banks, Financial Conglomeration, Financial High-quality Development

JEL Classification G21 G28 G32