

完善中国金融市场体系的改革方案研究*

中国社会科学院金融研究所课题组

〔摘要〕建立起发达的金融市场体系符合现代市场经济内在的发展规律,也是完善中国社会主义市场经济制度的必然要求。在全面深化改革的进程中,必须正视传统的以银行间接融资占绝对主导地位的“外植型”金融体系存在的缺陷与弊端,坚定市场化方向来推进金融市场体系的改革完善,使中国金融体系从传统行政力量主导的“外植型”稳步转向市场力量自发的“内生型”,更好地服务于实体经济的发展。本文立足于中国经济金融发展的实际现状,并前瞻未来发展趋势,重点论述了包括货币、债券和股票等在内的基础性金融市场、金融创新和金融市场开放的改革路径与推进措施。

关键词: 金融市场 金融创新 改革方案

JEL 分类号: G10 G18 G20

金融作为现代经济的核心,在落实和实现国家治理体系与治理能力的现代化建设这一重大治国方略中具有至关重要的机制作用。为此,中共十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》)明确提出要“完善金融市场体系”^①。本文就此深远而宏大的改革命题展开研究,立足于中国金融市场体系改革发展的现实状况与国情特征,充分借鉴发达国家金融市场体系的发展经验与趋势,从总体上阐明改革完善我国金融市场体系所具备的基础条件和需要着力解决的难点问题,确定改革目标,进而重点论述直接服务于实体经济投融资与为宏观调控政策服务的基础性金融市场,包括货币市场和多层次的债券市场与股票市场体系的改革完善。由于我国一直以来是在政府控制与主导下形成的以银行间接融资模式为主导的“外植型”金融体系结构,金融市场的内生性力量发展严重不足,在经济新常态阶段,各种矛盾与弊端日益凸显,因此,深化改革必须充分发挥市场机制在配置资源中的决定性作用,唯有如此,基础性金融市场才能得以发展完善,从而更好地发挥金融体系高效率配置资源服务实体经济发展的核心功能,而且为进一步的金融市场创新及对外开放奠定稳固的基础。如果基础性金融市场不够稳定发达,金融创新很可能只会造成金融体系更加脆弱,金融开放带来的外部冲击会加大对金融与经济的安全威胁,国际竞争也无从谈起。从长远看,应该顺应全球化的发展趋势,协调好基础性金融市场的发展完善与金融创新、金融开放的关系,系统把握改革完善中国金融市场体系的各个主要方面,设计好改革方案,描绘出改革的基本路线图,以期达成金融改革的目标。

一、完善金融市场体系改革的基础条件、难点与目标

中国 30 多年来改革开放的成功实践,最重要的一项基本经验就在于必须始终坚持市场化改革的基本取向,这也是不断全面深化对现代市场经济的理论认知所得出的基本结论。从承认和利

* 课题负责人:王国刚,董裕平。王国刚,中国社会科学院学部委员,金融研究所所长,研究员;董裕平,中国社会科学院金融研究所,研究员。课题组成员:蔡真,程炼,安国俊,王增武,郑联盛。

① 参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。

用市场机制的适当调节作用到让市场机制在配置资源中起基础性作用,再到十八届三中全会的《决定》明确提出要充分发挥市场机制在资源配置中起决定性作用,同时更好发挥政府作用(习近平,2014),并在四中全会部署全面依法治国的总体改革,全面夯实现代市场经济所要求的法治化运行基础^①,中国在持续推进市场化改革取向的过程中,积极推进了经济社会的协调发展。因此,在全面深化改革中推进完善金融市场体系的改革,就是要全面贯彻落实党的十八大和十八届三中、四中全会精神,自觉运用法治思维和法治机制,主动适应和引领经济发展新常态,遵循发达市场经济的内在规律和基本要求,紧紧围绕金融服务实体经济和不断强化国际竞争力的基本目标,通过顶层设计和基层探索相结合,上下有效联动,强力推进金融体系各个方面的体制机制转变和金融发展方式的转变,从总体上加快完善有利于经济社会发展的金融体制机制安排。

(一)深化金融改革的基础条件与主要难点

改革开放以来,金融服务实体经济的体制机制不断健全,金融市场体系的专业化水平也不断提高,综合竞争能力不断加强。“十二五”时期以来,金融市场体系的改革发展为继续深化改革奠定了较好的基础条件,主要表现在:(1)货币政策目标体系、决策机制和传导机制等逐步完善,调控机制“去行政化”进展明显,市场化和国际化程度明显提高。利率市场化改革加速,人民币汇率双向浮动弹性明显增强。人民币跨境使用取得较大进展。(2)多元化资本市场体系建设加快,债券发行注册制在一些部门中开始实施。债券发行与市场交易量不断增长,品种创新和多样化步伐加快。正式提出推行股票发行注册制改革。新“三板”市场和全国区域性场外市场发展迅速。启动了沪港通式的市场双向开放。(3)金融机构改革持续深化,市场准入适当放宽,业务转型在持续展开,金融业综合化经营发展比较迅速,村镇银行等小微金融服务机构加快发展。(4)金融产品创新较多,如银行理财产品、资产证券化证券、优先股、股指期货、期权交易和其他金融衍生产品等,在一定程度上适应了城乡居民金融财产性收入运作的要求和金融市场发展的内在要求。(5)金融监管机制进一步强化,监管协调有所改进,加强了跨行业、跨市场的金融监管规则建设,日益强化对跨界传染和系统重要性金融机构的监管,为金融稳定与安全提供了有力保障(王国刚和董裕平,2015)。

预期在未来较长时间内,国际市场仍将处于危机的深度调整阶段,中国面临的外部环境压力很大。国内经济发展进入了新常态,经济增长明显减速,结构调整任务艰巨,产能过剩情况严重,各种深层次矛盾愈益凸显。在此复杂严峻的背景下,完善金融市场体系的改革,必须兼顾解决当前突出矛盾和建设长远发展机制,系统谋划并寻求重点突破,特别是要坚决破解一些长期存在的“硬骨头”。总的来看,改革难点主要表现在:(1)实体企业与城乡居民的金融选择权尚未真正破题。这在根本上涉及到政府与市场之间关系的改革难题,其结果则导致了很难突破以银行间接融资占绝对主导的“外植型”金融体系结构,金融市场的发展在很大程度上直接成为服务于银行机构稳健经营的需要,其直接融资性质与功能被扭曲。(2)建立在单一银行信用基础上的金融体系尚无实质性改变,由商业信用、银行信用和市场信用之间功能协调、结构合理的金融市场运行机制尚未建立,资本要素的市场价格基准也难以形成。融资难和融资贵的问题不时凸显。(3)按照交易规则划分的多层次股票市场仍未能建立,债券基本还处于间接金融范畴,高效率的长期资金投融资体制尚付阙如。(4)市场经济中制度化的金融体系基础设施建设亟待完善,包括债券发行的注册制和债券交易的无形市场建设,股票发行注册制、股票发行市场与交易市场的分立,存款保险制度的落实,金融机构市场化退出及危机救援机制等。(5)宏观审慎管理框架的构建尚在探索,综合化经营快速发展与分业监管的矛盾越来越突出,监管协调机制需要强化。这些问题的长期存在,不仅严重影响到中国金融体系服务实体经济的基本功能,还在相当程度上引致了金融市场体系发展中偏离

^① 参见《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》。

服务于实体经济的方向,出现金融机构自我服务不断强化的泡沫问题。

(二)完善金融市场体系改革的主要目标

基于中国经济金融发展的实情与趋势,要完善金融市场体系的改革,必须正确处理好货币政策调控、金融监管与充分发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用之间的关系,真正改变政府部门在金融体系中的越位、缺位和错位等问题,充分落实好各种市场主体的金融选择权,使金融体系真正回归到服务实体经济的轨道,以更好地满足中国在经济新常态下发展新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化的需要。具体而言,改革的主要目标应包括:(1)完善货币政策调控机制的市场基础,形成有效的市场价格基准。货币政策从直接行政调控为主转变为运用价格机制间接调控为主,从“重需求管理”转向“需求管理与供给管理相协调”。健全反映市场供求关系的国债收益率曲线,形成金融产品价格的的市场基准。加快实现利率市场化,完善人民币汇率市场化形成机制。在这些条件基础上,形成人民银行运用价格机制调控的新格局。(2)商业银行业务转型平稳推进,综合经营比重有效提高。顺应金融脱媒发展趋势,深化银行体系的改革,切实降低实体企业的融资成本和提高城乡居民的财产性收入水平,分散金融风险。(3)发展多层次资本市场,满足多元化的投融资需求,推动资本市场双向开放,有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度。推进债券回归直接金融(李扬,2010);致力于建立以证券公司网络系统为平台、经纪人为核心的场外交易市场;建立有效的长期资金的投融资体制。(4)建立有效的金融风险防范和化解机制,完善金融风险的预警机制和应急机制,切实防范区域性和系统性风险。(5)深化金融监管体制机制改革,打破机构监管为主的格局,按照功能监管导向建立统一协调的金融监管部门机制、中央与地方分层监管体系。(6)审慎推进金融开放,促进国际金融秩序的深度调整,增强中国在国际金融市场的竞争力、影响力和规则制定权,实现人民币的国际化。以上改革发展目标各有侧重,但相互依赖相互制约,构成一个有机统一的整体,这决定了完善金融市场体系的改革是一项复杂的系统工程。应注意的是,改革过程中要避免对经济和金融的正常运行产生短期性的严重冲击和可能的失控风险。

二、基础性金融市场的改革完善

(一)货币市场的发展完善

货币市场是宏观经济和整个金融体系正常运行的必要条件,它在解决金融机构的流动性、满足企业的短期资金需求、发挥货币政策价格传导机制、协调利率汇率价格关系等诸多方面发挥着重要作用。在传统意义上,中国的货币市场主要由银行间市场中的债券回购、同业拆借和票据市场等三部分构成,三者之间具有独立互补关系。此外,还包括银行间即期外汇交易市场和1年期以下利率汇率衍生品市场等。中国货币市场呈现快速增长态势。交易规模从1997年的2.6万亿元急剧攀升到2014年的322.8万亿元,年均增速达31%。市场的参与主体也逐渐丰富,基本涵盖了银行、证券、基金、信托、保险、社保基金等所有类型的金融机构投资者。利率衍生品市场伴随着利率市场化进程加快也有所发展。自2007年上海银行间同业拆放利率(Shibor)推出以来,利率互换类衍生品有了交易标的。利率互换名义本金交易额从2007年的2168亿元增长到2014年的4万多亿元,年均增速为44.1%。2005年7月首次汇改后,银行间外汇交易市场开启,但并不活跃。从期限结构与交易品种上看,市场更加集中于隔夜交易,这反映了银行经营模式转向资产驱动,在货币市场工具的运用上越来越趋于短期化。交易券种逐渐丰富,主要包括政府债券、央票和政策性银行债券。在信用债券中,交易量主要集中在信用等级最高的中期票据和企业债券上。各子市场的价格联动关系表现趋于一致。Shibor的报价质量不断提高,应用范围在扩大,其货币市场基准利率地位已初步确立。

尽管近年来的货币市场发展成就斐然,但存在的问题仍比较突出,主要表现在:(1)货币市场的准入门槛依然较高。货币市场的投资者目前主要是金融机构投资者,实体企业基本没有进入货币市场,个人投资者进入货币市场主要通过购买银行理财产品或货币市场基金等金融产品间接进入货币市场。这与20世纪80年代以后在发达国家中个人投资者可通过银行账户直接进入货币市场交易相比,差距明显。但2013年以后,以余额宝为代表的产品导致这种情况发生了变化。(2)Shibor作为货币市场基准利率存在明显问题。一方面Shibor报价的权威性和代表性还有待进一步提高。16家报价银行资金的同质性较强,代表性有所欠缺,报价团成员资金规模相差悬殊,交易量和市场影响力差异也很大;另一方面,Shibor在客户市场定价基准的影响力还很小。目前Shibor在银行和普通企业、个人客户之间的运用还基本处于空白。(3)票据市场发展存在法律滞后和品种过于单一等问题。尽管融资性票据业务在地方的民间票据市场已有较大发展,但中国票据市场总体上依然停留在银行承兑汇票为主的单一品种状态。这与中国的《票据法》、《票据管理实施办法》和《支付结算办法》等对融资性商业票据的限制有关,已经成为票据市场发展的首要障碍。再者,票据市场中介机构也不够规范。另外,票据电子化程度较低。尽管票据电子化交易方式基本成为各国的发展趋势,但中国票据市场的基础建设滞后,票据电子化发展较迟。究其原因,一方面是现行的电子商业汇票缺乏相应的法律依据;另一方面,企业对电子商业汇票的认知度和接受度不高,存在多种顾虑和难题,例如电子商业汇票(ECDS)的安全性问题,电子商业汇票系统操作的复杂性和较高难度,而且按照《票据法》,ECDS开通后,仍然需要线下对贸易背景的真实性审核等等。(4)货币衍生品市场发展尚在初期阶段。一是市场交易规模依然较小。2013年利率互换名义本金为2.7万亿元,折算成美元约为4432亿美元,占全球的份额还不到0.08%。从衍生品市场相对原生品市场的比例标准看,中国2014年的比值为1.5%,而国际市场上同一指标的平均值为15%。二是市场交易主体单一。目前虽然政策法规允许企业客户进行利率风险的套期保值,但现阶段国内企业的参与度依然较低。参与者类型单一,造成了市场交易方向趋同,市场买方和卖方严重不平衡。三是利率互换市场缺乏统一参考的基准利率。多种基准利率的存在,使得相同期限互换产品,参考标的利率并不统一,不利于人民币利率互换产品的规范,对市场发展会有负面影响。四是利率衍生品市场的交易品种相对较少。(5)银行间外汇交易市场方面,在岸交易规模小于离岸市场,而且在岸市场交易主体单一,监管体系相对落后等。这些问题有的由来已久,有的在发展中逐步显露,需要综合考虑市场的发展条件与客观趋势,采取适当措施深化市场改革:

1.货币市场的准入门槛需要进一步降低。为使实体企业和个人投资者能够更便利地进入货币市场,可设计标准化的货币市场基金账户,并将其与银行存款账户相连接,使存款人(包括实体企业和城乡居民)在存款中可选择将资金存放于存款账户或货币市场基金账户,同时发挥这些账户在其他支付清算领域的应用。此外,除了使投资者通过货币市场基金进入银行间市场外,还应尝试实体企业和个人投资者直接连通银行间市场的途径。为此,有必要尽快建立合格投资者制度,允许具备足够风险识别和承受能力的投资者(国际上通常包含了净资产达到一定规模、从事金融投资满一定年限的实体企业和个人投资者)通过平台获得私募债券的报价和交易信息,并通过该系统达成交易。另一方面,加快柜台市场建设,探索建立公告栏市场,为各类投资者提供债券交易报价、成交信息等。对于可在柜台交易的债券品种,考虑到实体企业和个人投资者的风险承受能力,除了国债之外,可包括政策性金融债、高级别的公司信用类债券等。

2.巩固提升Shibor基准利率地位。改进措施包括:(1)适度扩大报价银行的范围,吸收其他一些融出资金活跃的机构参与,活跃市场报价和拆借交易,使Shibor报价能更全面真实地反映市场的资金供求状况。(2)根据目前市场成员在规模、交易量上的客观差异,在当前报价行的基础上,建

议调整优化报价成员,建立多层次 Shibor 报价体系,使 Shibor 报价更客观地反映资金的真实成本。(3)尝试在客户产品中以 Shibor 作为定价基准,可根据市场发展以及客户接受程度,按照先企业客户、后个人客户,以及先票据贴现后一般贷款等原则逐步分批实施。

3.大力改革完善票据市场。中国票据市场单一格局的成因在于制度上不允许发展融资性票据。为此,需要推进如下方面的改革:(1)修改《票据法》等相关法律法规,重塑票据无因性的法律地位,允许发展融资性票据。要对中国票据法律法规中要求票据的签发、取得和转让必须具有真实的交易关系和债权债务关系的规定进行修改,同时在总则中增加票据行为的无因性规定,允许无真实交易背景票据的签发和流通,为发展中国的融资性票据铺平道路。在此基础上,可逐步从区域试点进而向全国推广融资性票据业务。建立专业性的商业票据发行公司,防止融资性票据可能出现的违规过度签发的风险。(2)促进交易主体多元化,培育发展票据中介机构。在票据市场引进专业票据贴现经纪公司,为市场增添活力,也为票据市场带来许多民间闲散资金,使民间资金从“地下”转入公开市场,变“暴利”为市场平均收益,同时为中小企业增加了一条市场化、低成本而无须抵押的筹资渠道。(3)促进电子商业汇票业务发展。进一步完善电子商业汇票的相关法律制度和管理制度,创立新的电子票据法,保障交易各方合法权益。建立一个非营利的、公正的网上票据登记管理机构,专门负责电子票据登记鉴证、数据保管等,以解决电子商票的真实性、有效性的核验问题,提高交易各方对电子商票的接受度和认知度。此外,对发展电子商业汇票业务予以适当的政策扶持。例如,央行可以运用政策强化电子商业汇票的融资功能等。

4.发展好货币衍生品市场。随着利率市场化进程的加快,利率衍生品市场的发展机会也越来越成熟。发展货币衍生品市场的措施包括:(1)针对交易主体单一的情况,逐渐推进企业开展利率互换业务,在渐次放开金融机构准入的基础上,可阶段性、有步骤地分期分批选择不同行业的大型优质企业准入利率互换市场,改变当前市场主体结构单一的问题,创造利率互换市场的多种需求,引导利率互换产品创新。(2)针对参照标准不统一的情况,研究和设计人民币利率互换统一参考的基准利率。可以通过完善 Shibor 的报价体系,优先考虑作为统一参考的基准利率。(3)针对产品创新不足的情况,推出利率期权类产品,弥补中国利率衍生产品架构中的最后一个基础产品空白。当前推出利率期权产品时机已经基本成熟。(4)针对银行间外汇市场不够活跃的现状,应进一步推进资本项下的人民币可兑换,完善汇率的市场化形成机制。当前汇率日浮动区间已扩大至 2%,从市场交易的实际看,幅度已经相当大,但没有资本项下的人民币可兑换,外汇交易商缺乏交易的动机和诉求,外汇衍生品的交易量就不能大幅增长。因此,资本项下的人民币可兑换是国际金融中心建设的关键一步,同时,还应继续扩大汇率浮动区间并完善形成机制。在此基础上,进一步发展银行间外汇市场。在扩大外汇衍生品市场的对内开放力度过程中,一方面监管部门可适当放宽市场参与主体的资格限制,尤其应当鼓励汇率风险暴露较大的企业在遵守“按需原则”的前提下积极运用外汇衍生工具对冲汇率风险,同时简化行政审批流程、降低市场交易成本、优化合约要素标准、提升市场运行效率,进而便利企业参与套期保值的外汇衍生品交易;另一方面,商业银行等金融机构应加快经营模式转变和业务创新,结合已有的信用证、进出口押汇、进出口信贷、国际保理和福费廷等国际业务,主动为企业提供汇率风险管理的专业化服务,有针对性地向企业提供对冲汇率风险的金融衍生工具,有效满足企业规避汇率风险的内生性需求^①。

^① 上海自贸区建设中创设的自由贸易账户体系对跨境资金流动实现了境外完全打通、境内有限渗透,资本项下的人民币可兑换仍有管制。这意味着即使人民币、美元以及其他外币在资本项下可以相对自由的进出,但决定两者汇兑关系的却是离岸市场。如果在岸汇率市场能够更多地反映经常项下的汇兑信息,而离岸汇率市场更多地反映资本项下的汇兑信息,一旦两者出现背离,可能会导致跨境资金流动的大进大出。这有悖人民币跨境交易的初衷,也使得这一跨境交易暴露在被境外利用的风险中。

5.加强政府对货币市场的监管力度。具体包括:(1)完善监管的相关法律体系。(2)完善信息披露机制。明确市场主体应当通过财务报告、交易所公告等多种途径对外披露参与外汇衍生品的交易动机、交易金额、风险头寸、合约内在风险和可能引发损失的因素等信息。(3)完善监管协调机制。充分发挥金融监管协调部际联席会议制度功能,形成外汇衍生品市场监管协调工作的规范化和制度化,实现金融信息共享,减少监管真空和监管重复,形成监管合力。(4)打击过度投机行为。监管部门要严格防范市场中可能出现的过度投机炒作行为,坚决防止虚拟经济过度自我循环和膨胀,牢牢守住不发生区域性和系统性金融风险的底线(李扬,2010)。

(二)多层次债券市场的创新发展

从各国的经验看,完善的债券市场不仅有利于投资者进行现金管理和资产管理,有效规避金融风险,而且也是金融资产定价的基础,为货币政策、财政政策等宏观政策实施提供有效的平台,对金融结构调整和经济运行发挥重要的作用。在中国全面深化改革的新时期,大力改革完善债券市场更加成为系统性深度调整中国金融体系结构的重要战略环节。近年来,债券市场作为国内直接融资的主要渠道之一,在社会融资体系中的地位稳步提升,发展成效显著。(1)在市场规模上,中国债券市场已经位居世界第三、亚洲第二,其中公司信用类债券余额大幅上升到世界第二位。(2)中国债券市场已经形成了银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个基本子市场在内的统一分层的市场体系。根据国际经验,债券交易主要通过场外无形市场进行,场外交易的债券及其衍生工具数量也往往数倍于交易所中的交易。中国银行间债券市场是场外市场的主体和核心,债券存量和交易量占全市场的90%以上,交易所市场处于补充地位。有关主管部门积极推进各个子市场之间的互通互联,为此协调设计了一整套债券跨市场发行、交易和登记托管制度。国债、企业债发行人和银行金融机构可以自由选择跨市场发行交易。(3)债券市场的基础性产品的种类序列已经与发达债券市场基本一致,市场的深度与广度在继续拓展。目前市场发行与交易的债券品种,按币种分为人民币债券和外币债券;按债券属性分为政府债券、中央银行债、金融债券、企业债券、公司债券、短期融资券与中期票据、资产支持证券、可转换债、国际机构债等。(4)市场化改革方向明确,市场基础设施不断得到夯实,银行间市场上建立的交易托管、结算清算制度等基础设施安排与国际成熟市场总体上保持一致,逐步强化信息披露、信用评级等市场约束机制。(5)市场监管水平不断提升,管理监测框架较好地保障了市场的稳定运行。

与此同时,中国债券市场的规范发展仍然存在诸多亟待解决的问题:(1)债券市场监管体系存在多头管理、相对分割的弊端。这种“五龙治水”的格局导致各类债券在审批、发行、交易、信息披露等环节存在差异性,各自为政,人为的市场分割格局并不是市场经济内在需求的多层次市场,反而使得债券市场的整体性和统一性被监管分割,影响了整个债券市场发展的协同性,阻碍了债券市场的功能发挥,结果必然抑制了债券市场本身的发展。(2)债券市场存在明显割裂等导致市场机制的缺陷,市场收益率曲线和定价机制不合理。(3)债券市场的发展主要由政府与国有经济部门主导,一般的企业和居民基本被排除在外,产品结构也存在明显缺陷,公司债券、集合票据、非公开定向债务融资工具、中小企业私募债等品种数量有限,规模相对小。(4)债券市场运行很大程度上是在为金融体系自身服务,在债券发行与交易环节中,主要都是银行金融机构在买卖并持有到期,实质上并没有明显改变银行间接融资模式。(5)债券市场的基础设施建设仍然有待大幅改善,包括相对统一的法律框架,市场的微观结构,风险对冲机制,市场违约及其处置机制等。

在经济新常态阶段,全面深化改革对发展债券市场提出了新的要求。经济金融存在多种扭曲问题,固有的银行融资体系占绝对主导地位的结构一时很难改变,相应地导致了银行体系风险不断累积、银行盘活资产和补充资本面临越来越大压力、商业银行转型阻力重重,城镇化建设融资和

防范地方债务风险,以及中小企业融资难、融资贵等多种难题凸显。要解决好这一系列的深层难题,必须从总体上找到解开重重症结的“钥匙”。因此,应该充分利用债券市场在近年来的良好发展势头,通过改革完善债券市场来大力推进金融改革的深化,调整好经济金融结构,防范化解相关风险。针对债券市场存在的上述问题,显然并非采取某种单项外科手术式的改革所能解决。实际上,中国债券市场的诸多问题是外植型金融体系的必然结果,因此,我们需要从建立一个内生性金融体系来着力,关键战略环节就在于创新发展功能完善的多层次债券市场。

1.最根本的改革工作就在于赋予企业和居民的金融选择权。基于当前中国债券市场发展的现状,可以先把公司债券的发行交易作为改革政策的抓手,在条件进一步具备时还可以直接向企业与居民发行地方市政债券。具有高信用等级公司债券作为直接金融工具,理应直接向实体企业和城乡居民发行销售,通过企业与居民的自主选择交易,最终培育形成多层次的直接融资债券市场,这既有利于使实体企业摆脱资金来源受限于银行贷款、暂时闲置的资金只能存入银行的格局,也有利于提高城乡居民的财产性收入和实体企业进行现金管理的水平。围绕公司债券的发行交易直接面向实体企业与城乡居民这一核心举措,需要做好以下方面工作:(1)贯彻法治,切实将《公司法》和《证券法》的相关规定落到实处,对符合法律规定条件的实体企业选择发行债券融资的,应该有效维护这些企业的法定权利。(2)建立全国统一的公司债券发行和交易制度,改变“五龙治水”的债券审批格局。(3)取消公司债券发行环节的审批制,实行发行注册制,同时,强化公司债券交易环节的监管。(4)积极推进按照公司债券性质和发行人条件决定公司债券利率的市场机制的形成,逐步完善证券市场中各种证券的市场定价机制。(5)积极发挥信用评级等市场化约束机制在证券市场中的作用,为多层次多品种的公司债券发行和交易创造有利条件。(6)建立公司债券直接向实体企业和城乡居民个人销售的多层次市场机制,通过各类销售渠道(包括柜台、网络等)扩大公司债券发行中的购买者范围,改变仅由商业银行等金融机构购买和持有公司债券的单一格局,使公司债券回归直接金融工具。(7)推进债权收购机制的发育,改变单纯的股权收购格局,化解因未能履行到期偿付本息所引致的风险。与此同时,切实落实公司破产制度,排除行政保护和监管强制的刚性兑付,以规范公司债券市场的发展,保护投资者权益(王国刚,2013)。

2.健全国债收益率曲线建设,完善金融市场定价基准。国债收益率曲线描述国债收益率与到期期限之间的关系,作为基准利率曲线,向整个市场提供期限完整的无风险利率信息。经过近十年的发展,中国的债券市场收益率曲线已初步形成,中债收益率曲线族系按债券品种划分为六大类、161条曲线。但是,由于中国债券市场的发展历史较短,交易市场分割、期限结构单一、债券尤其是国债市场流动性不足、做市商制度不够完善、市场交易主体结构单一和投资行为短期化等问题,导致中国收益率曲线的拟合在精确性和客观性方面有诸多需要完善的地方。金融体系要按照市场化的基本方向全面深化改革,就需要进一步发挥收益率曲线机制在金融资源配置中的重要作用,宜从以下方面健全国债收益率曲线:(1)在国债发行管理制度上平衡好财政功能与金融功能。要避免过度强调财政功能,宜改善国债发行的灵活性,完善国债品种的期限结构,特别是应该增加短期债券的供给。(2)着力改善国债市场的流动性。进一步完善国债做市商制度,合理安排国债发行的期限与频率,提高信息透明度,还应该稳步发展国债回购、期货、期权等相关市场,加强财政部门与中央银行之间的政策协调,重点从金融市场机制上提高流动性。(3)尽量降低税制因素影响市场的负面效应。现有的国债税收优惠制度鼓励投资者持有到期,不利于活跃市场交易,其对市场定价的影响力也受到限制(徐忠,2015)。

3.稳步推进信贷资产证券化,促进融资结构调整。资产证券化是通过一定的结构安排将缺乏流动性但具有可预期收入的资产转化为在金融市场上可以出售和流通的证券,进而创设了以资产

现金流为支持的全新融资方式。这类产品通常采用结构化金融技术,比其他固定收益类产品在结构上更复杂,定价与风险管理的专业性更强,适合采用询价方式、面向合格机构投资者的场外市场发行和交易。中国开始首批信贷资产证券化试点以来,所发行的产品主要是以银行发放的企业贷款资产支持证券,资产是比较优质的。在培育市场的试点阶段,这有利于兼顾保护投资者利益和市场运行效率,严控风险。在后续发展进程中,市场规模会有大幅扩张,业务趋于常规化,基础资产的风险情况会有较大变化。为此,应在认真总结国内试点和国外市场的经验基础上,健全资产证券化业务发展所需要的法律、法规和制度建设。主要推进措施包括:(1)建立统一的资产证券化法律体系。应对资产证券化进行专门立法,确立统一的发行、上市、交易规则,建立资产证券化专门统一的法律体系。除对资产证券化进行全面、系统的规范以外,还要针对现行法律规定中与资产证券化相冲突的情况规定例外条款,通过这些例外条款来解决发展资产证券化的法律障碍问题,有效解决好投资者面临的法律风险。(2)明确受托人职责,建立“合格受托人”制度。受托人是资产证券化控制风险最核心的部分,美国“次贷危机”很大程度与没有严格的受托人准入机制有关。中国应建立“合格受托人”制度,通过设立明确的基于资本和风控水平的门槛要求,而不是区分信托公司或证券公司的机构性质,广泛推动更多有实力和风险承受能力的金融机构成为“合格受托人”,为受托资产提供较强的流动性支持,增强投资者信心,增加资产证券化产品的流动性。(3)充分发挥信息披露、信用评级等市场纪律的约束,还要发展信用风险管理工具予以配合。国际金融危机后,美国对资产证券化市场采取了一系列改革措施,特别加强对资产支持证券的监管,尤其是进一步完善信息披露与使用信用评级的相关规则。中国资产证券化市场要步入发展快车道,必须要有规范、透明的信息披露等一整套市场约束规则体系与管理工具。

4.积极利用债券市场为城镇化建设融资,防范地方政府债务风险和金融风险。当前和未来较长时期内,中国城镇化建设需要投入大规模的资金,而在原有的银行-政府间融资主导模式下,城镇化建设融资越来越面临多重困境。2015年开始实施新的《预算法》,规定地方政府可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券的举债方式筹措建设资金。这在根本上是规范约束地方政府举债行为、适应城镇化建设的市场化融资需求的改革举措。通过逐步推进市政债券的发行,来建立规范透明的市场化投融资机制,降低地方财政风险和金融风险,完善地方政府债务风险管理等相关制度。为此,建立健全适合中国社会制度的地方债券发行管理制度,推出一般市政债券和项目收益债券,特别是对于一些具有稳定现金流收入的市政基础设施项目,可以直接采取PPP模式融资或者发行项目收益债券,筹集稳定长期的资金,强化市场约束和风险防范。

5.统筹人民币国际化和债券市场开放,助力“一带一路”重大战略。如何提升与中国相适应的国际金融影响力,拓展好中国的国际经贸和投融资合作的路线图,包括如何以优质产能输出和基础设施投资助推“一带一路”沿线国家的经济发展,从政府层面和市场层面实现中国与世界经济的共赢,已经成为中国在新的发展时期面临的重大战略问题。为了服务于相关重大战略的布局实施,从债券市场开放看,应该与人民币国际化、资本项目开放统筹考虑。一方面可以允许更多境内机构在境外发行债券,特别是简便手续到人民币离岸市场发行债券,吸引国际投资者投资以人民币计价的金融工具,丰富机构投资者的层次,加强各离岸市场、货币当局、监管部门、金融机构之间的合作,降低人民币市场参与者的交易和管理成本,有效提升人民币的国际吸引力与市场信心。另一方面,继续推动境外机构投资国内债券市场,扩大境外主体在境内发债的范围,对即将成立运作的亚投行、金砖国家银行等新型国际金融组织在境内发债融资提供便利,加强与其他重要国际组织、外国政府部门等之间的沟通协调。

6.改善市场监管体制,消除监管部门的本位主义所造成的市场分割。在现有的分业经营分业

监管体制下,不同监管部门的监管行为不一致,相互间的协调存在障碍,乃至各自为政,自建自办所管辖领域的市场。目前除了现有的银行间债券市场,证券、保险和银行监管部门都在各自监管领域推动类似的场外市场建设(徐忠,2015)。这种情况虽然在一定程度上有利于债券市场总体规模的快速发展,但也很容易造成监管竞争与监管套利的问题,增加系统性风险隐患,影响宏观调控效果。为此,在分业监管体制难以有根本性改变的条件下,要避免各监管部门主要从自身利益来争夺监管地盘的问题,应该加强功能监管与机构监管的协调配合,充分发挥和不断完善既有的监管协调机制,对场外、场内市场和相关衍生品市场采取统一规则监管,尽可能消除监管空白和监管套利,稳中求进,保障债券市场整体健康发展。

(三)多层次股票市场体系的建立完善

经过 20 多年的努力发展,中国资本市场的规模已位居世界前列,覆盖多方面经济社会需求的多层次资本市场结构已经初步形成。从股票市场看,在政府主导与监管下培育发展起来的股票总市值位于全球前列,截止 2014 年底,沪深两市已经成为全球第二大股票市场。初步形成了由交易所内的主板、中小板、创业板和全国中小企业股份转让系统,以及地方股权(产权)交易场所构成的股票市场体系。在发展过程中,市场功能日益增强。资本市场的投融资、并购重组、风险管理、财富管理等功能逐步得到发挥。通过上市公司的并购重组,有力推动了中国经济“转方式、调结构”的进程。还有力推动了公司治理的完善,引领了企业管理模式的改变,普及了市场经济基本理念和现代金融基础知识。市场制度与秩序渐趋规范,监管能力有显著提高。

尽管中国多层次股票市场可以为不同类型的企业发行股票和投资活动提供便利,但市场体制机制仍然存在较大问题。中国股票交易所走的主要不是内生式发展道路,或者说这种内生式发展道路在 20 世纪 90 年代初就已被政府主导的外生发展道路所代替。在这种外生型模式下,监管机构对股票市场发展拥有较强的决策权和干预权,使得市场发展水平特别是制度变化,主要取决于监管机构对于实体经济需求和改革时机的主观判断,其中还会掺杂对于本位利益得失的多种考量。实际上,决策者很难获取和分析决策所需要的全部信息,也难以摆脱既得利益群体的干扰和抵御自身利益的诱惑,其结果就是市场制度变革方向更加有利于既得利益者和决策者,其他重要利益群体如企业和投资者的利益没能得到充分关照,“融资难”与“投资难”并存的现象,恰恰说明了股票市场目前还难以根据实体经济发展的内在要求,自发地做出调整。当前,股票市场发行注册制改革推进比较缓慢,有关法律制度的修订和责任关系的调整等一整套制度安排,还存在较多的争议,真正贯彻市场原则改革到位仍然需要一个实践探索的过程。因此,多层次股票市场下一步的改革方向应根据实体经济发展需要,实现股票市场发展模式由外生向内生的转变,由此,必须调整“政府办市场”的思路和相关监管理念,建立和完善独立运作、层次清晰、协调互动和交易活跃的多层次股票市场体系。我们需要从以下方面深化改革:

- 1.深化注册制改革,分立股票发行市场与交易市场。股票发行市场的主体关系由发股公司与投资者构成,交易市场的主体关系由股东与投资者构成,在这两个市场上投资者的直接目的存在差异,定价的机理也有不同。这些关系决定了发行市场和交易市场的差别。中国长期将发股市场与交易市场混为一体,由监管部门在发股审批中直接安排股票上市,使得股市各类参与者将股票交易市场的思维和运作方式带到了发行市场。实行股票注册制,要修订《证券法》等相关制度,实现股票发行市场与交易市场的分立,各自按照内在机理分立运行。但如果还是把发股与交易混为一体,只是把审核权从中国证监会下放到证券交易所,则股市的机制混乱还将延续下去。

- 2.调整和明晰股票交易市场的层次性。中国股票交易所市场的交易规则并没有在具体制度设

计和现实效果上更多地体现市场分层目标,不同板块市场运行机制在本质上没有区别,层次不清晰。沪深交易所尽管存在所谓的主板市场、中小板市场和创业板市场,但实际上只是一个A股层次的市场。股票交易市场的层次性是由交易规则的不同决定的,交易规则的内容包括上市标准、信息披露要求、交易的具体规则、退市规则等,因此,需要进一步重点探讨多层次交易规则,以此为基础,进一步完善多层次股票交易市场体系。

3.重新定位监管机构,加强全国各类股票市场间的联动与竞争。“政府办市场”是中国股票市场发展史上的一大特色,但政府努力的效果已越来越有限,随着互联网金融服务的兴起,股票场外市场交易遇到了难得的发展机遇。内生的多层次股票市场是在各类股票交易市场彼此间竞争中逐步形成的。中国证券交易所市场与全国中小企业股份转让系统和区域性股权市场之间的断层问题比较突出,行政化倾向和行政化机制相当严重,各项交易规则基本由监管部门拟定和决定,各类市场的划分由行政机制决定,这不利于贯彻市场机制的决定性作用,也不利于改变长期存在的“政策市”弊端。为此,监管机构需进一步调整在多层次股票市场体系中的定位,切断同交易所和其他市场运营主体的行政隶属关系,将企业与投资者准入、交易机制、新市场创设等事宜交由市场主体自主决策。市场建设与运营由商业机构或者行业组织独立完成,减少和规范行政干预,监管机构的主要职责是监督处置股票发行与交易过程中,危害市场公平和侵害投资者利益的各种违法违规行。充分发挥市场机制在推动各类股票市场发展过程中的决定性作用。

4.增强证券经营机构实力,充分培育和发挥证券经纪人。经纪人是股票市场的核心机制。证券经营机构是多层次股票市场的运营主体,应拥有市场设计与建设能力、市场运行保障能力以及风险处置能力,以不断壮大和活跃股票市场。要加快培育经纪人机制,提高证券经纪业务的竞争水平,调动券商建设和参与股票场外市场运营、增加经纪业务收入的积极性。以证券经纪人作为驱动股票场外市场交易的核心力量。在允许企业跨市场挂牌,投资者跨市场投资的基础上,鼓励证券经纪人跨市场开展经纪业务,以投资者为核心服务对象,提供高效便捷的经纪服务和做市服务,积极活跃市场交易,保护投资者利益,培育和促进多层次股票市场的发展。

5.继续加强投资者合法权益的保护。这是任何国家的市场有效运行的基础,中国在此方面仍然存在一定差距,尚需深化改革:(1)健全投资者保护的法律体系与司法制度。推动继续修订和完善《公司法》、《证券法》等相关法律法规,探索建立和完善投资者代表诉讼、民事诉讼等司法救济制度,尝试建立调解、仲裁等纠纷解决机制,增加投资者维权渠道。(2)加强投资者教育,提高投资者的风险识别能力和投资管理能力和提高投资者的维权意识。(3)建立投资者适当性制度、行政和解制度和投资者民事赔偿制度。根据金融产品和服务的风险水平,投资者财务状况、风险识别能力和风险承受能力,确立相应的投资者适当性制度和准入门槛。(4)有效发挥投资者保护基金的作用。进一步拓展保护基金的职能范围和业务领域,加强保护基金的事前市场风险监测职能,积极探索保护基金公司参与证券投资者司法维权的途径,代理中小股东在股东大会上行使投票表决权,参与上市公司重大决策,进行投资者代理诉讼等。

6.多渠道推动股权融资发展。长期以来,中国企业资本性资金的缺乏不仅使企业的经营运作困难重重,也给银行信贷融资主导的金融体系带来严重的风险隐患。对此,十八届三中全会《决定》明确提出“多渠道推动股权融资”。根据当前中国实际情况,并借鉴国外经验,应完善法律法规、规范私募股权投资发展,充分运用政府引导基金和多项优惠政策撬动民间资本投资,稳步推进保险资金用于股权投资,以及通过完善社保资金运营监管体制,确保基金投资的安全稳定条件下,适当允许社保资金参与股权投资,多管齐下推动中国股权融资市场的发展。

三、金融创新与市场发展

在基础性金融市场逐渐发展完善的条件下,适当增强金融创新也是金融发展的应有之义,这既是改善风险管理、进一步提升市场效率的内在要求,也为参与国际竞争并进一步开放金融市场准备条件。金融创新是一个较为宽泛的概念,内容非常庞杂。总体上,金融创新表现为一个主要由市场动机驱动、时缓时速、持续不断的发展过程。从金融产品市场看,由于金融机构综合化经营发展与市场竞争加剧,中国金融创新呈现出较快发展趋势,产品种类越来越丰富,乃至一直被审慎搁置的一些金融衍生性产品也开始逐渐获准入市。尽管目前的发展势头良好,金融期货期权等方面的试点稳步推进,但也不断暴露出需要改革完善的诸多体制机制性问题。

(一)综合化经营、金融创新与监管改革

在市场需求与竞争驱动下,分业经营模式开始蜕变,金融综合化经营整体上呈现出蓬勃发展的态势。传统的金融机构跨业投资步伐加快,商业银行、证券公司、保险公司、信托公司等相互投资参股和发起设立新金融机构的现象越来越多,资产管理类型的业务创新越来越丰富,银行、证券、保险、信托、基金等提供的各类交叉性金融理财产品市场规模已经相当庞大^①,资金“脱媒”进程加快,原来划分的金融业态边界越来越模糊。而且,逆向联系形式的产融结合型集团日益增多,尤其是在网络科技快速发展的促进下,以移动互联网、大数据、云计算等为代表的信息技术正在重塑传统金融的经营模式,使得市场性的内生力量在金融创新发展中得到更多的彰显。一方面,从市场客户端来看,综合化经营通过提供一站式金融服务,能够更便捷地满足顾客的金融需求。另一方面,对于金融机构而言,综合化经营具有规模经济和范围经济的优势,可以实现协同效应,拓展多元化收入,降低成本,提高绩效和市场竞争力,因而成为中国商业银行在利率市场化的根本性变革中谋求转型的重要战略。从发达世界的金融发展状况来看,虽然综合化经营由于本次金融危机而受到责难,但其总体发展态势并未改变。

然而,市场力量驱动的金融综合化经营与中国既有的分业监管模式存在明显的矛盾,而且随着金融创新与综合化经营程度的继续增加,监管协调问题愈加凸显。在分业监管体制下,容易造成监管部门各自为政,往往出于本位利益而偏护所监管的对象,使得一些风险性质相似的金融产品与市场规则不一致,监管套利问题比较严重,特别是监管真空问题很可能埋下系统性的风险隐患。对于市场发展给金融监管体制带来的问题与挑战,不应简单地主张更强的监管,甚至以担忧和防范风险之名而简单粗暴地遏制市场力量的成长,而应考虑如何顺应市场提供更好更有效的监管(李扬,2010)。因此,要改革完善的主要在监管方面。虽然现有的“一行三会”分业监管体制较好地发挥了防范风险与稳定金融体系的功效,但在经济新常态阶段,整体经济面临如何更加依赖市场因素引领增长的转型难题,金融要如何服务和促进经济实现这种深度的市场化转向,已经远远超出了金融监管可以继续主导的作为,也使得转变监管理念和调整体制机制成为深化改革的重要议题。

鉴于本次国际金融危机暴露出来的深刻教训^②,以及顺应国内金融发展的长期趋势,中国金融

^① 例如,据统计,291家商业银行2014年发行银行理财产品共计6.85万款,募集资金规模约为43万亿元,年末产品余额已突破15万亿元。

^② 尽管像美国那样曾经强调通过功能监管来缓解综合化经营与监管之间的矛盾,但实际上,某一金融机构类别的监管主体仍然很难干预其他类别金融机构的业务活动,而且,各部门、各产品的监管标准不统一,难以驾驭事实上的综合化经营,使一些风险极高的金融衍生品成为“漏网之鱼”,最终酿成了一场全球性崩溃的金融大灾难。

监管体制应该朝向统一监管的模式转变,或者说从现行的机构监管模式向功能监管模式为主转变。在统一架构下的功能导向监管,是基于金融业务功能视角的专业化作业,不同于现有的机构监管基于机构主体的专业化作业,更有利于改善监管的流程,提高监管的效率,防杜出现监管真空的问题。能否启动监管体制上的彻底转变,主要阻力在于既有的利益格局与思维习惯所导致的路径依赖问题。这需要尊重实际并有坚强的政治领导力来推进改革实施。为此,可以考虑采取符合最终发展方向的过渡性制度安排。在当前条件下,建立实体化、法治化的监管协调机制,为最终实现统一监管奠定基础。例如,美国在2010年的金融监管改革立法中,通过设立金融稳定监督委员会来负责统一监管标准、协调监管冲突、处理监管争端、鉴别系统性风险并向其他监管机构进行风险提示(多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案,董裕平等译,2010)。鉴于中国现行的金融监管部门设置和实践运作现状,可以设立专门的监管协调机构,负责各监管部门之间的协调,适当采取功能性监管,即由该协调机构认定的某项金融业务,适当指定某个监管主体负责监管,解决监管重叠和监管真空问题,完善分工合作、信息共享,加强对系统性风险的防范。

(二)期货、期权及衍生品市场的发展

在国际金融危机冲击基本企稳之后,因应改革深化与开放的发展趋势,国内加快了对期货、期权及其他衍生品的研究与试点工作,总体上仍处于起步发展的初期,与成熟发达的市场相比,差距很大,在一定程度上也制约了中国金融市场开放与人民币的国际化,是将来一段时间内中国金融体系必须慎重解决的短板问题。

1.期货市场。经过了盲目发展、规范整顿等几番周折之后,中国期货市场开始逐步走向正轨。市场交易量、数额增加,品种不断创新。期货经纪公司数量增长也很大,并且在治理水平、风险管理上有了很大提升。法律监控体系逐渐完善,预防风险能力有了很大改进。国内外期货市场的交流日益密切,对外开放取得了一定程度的进展。商品期货市场规模迅速增长,在国际期货交易中占据了相当大的份额,也已经具有较大的影响力,对中国相关产业及国民经济发展发挥了积极作用。但是,国内商品期货市场的价格发现和风险管理功能还处在发展初期,还不是一个国际化的市场,国外投资者还不能直接参与,一些重要的大宗商品如原油还未能开展期货交易,期权、商品指数类产品还没有推出,风险管理服务的广度和深度还不够。

金融期货市场尚处在恢复起步阶段。中国分别于2010年4月和2013年9月在中国金融期货交易场所推出了沪深300股指期货和5年期国债期货,填补了场内金融风险管理工具的空白。2015年又上市了10年期国债期货、上证50和中证500股指期货品种。从单个产品的交易量看,沪深300股指期货目前已经是全球第四大股指期货产品。市场发展面临诸多制度性问题:(1)法治基础有待优化。期货市场是典型的法律规则导向型市场。目前实体经济规模巨大的风险管理需求对金融期货的避险功能提出了更多、更高的要求,金融期货市场基础资产多元、交易机制复杂,期货市场对外开放战略安排、国际竞争力的提高和争取国际定价权等都需要有法有据。宜早日出台专门的《期货法》。(2)行业行政分割比较严重。目前,衍生品市场的监管和发展出现行政分割,商业银行等金融机构参与国债期货等场内衍生品交易的方案尚未推出。同时,在场外市场已经率先推出标准化利率衍生品之后,而与之合约设计理念类似、但交易结算机制更公开、透明、连续、有效的短期利率期货品种却上市受阻,不符合海外市场已经证明行之有效的场内、场外衍生品市场互联互通、协调发展的经验和趋势。(3)基础产品供给严重不足,配套制度有待进一步完善。目前场内衍生品方面的权益类、利率类金融期货产品严重不足,外汇类金融期货产品缺失,尤其是在关乎利率市场化和人民币国际化的战略性品种(如短期利率期货和人民币期货)还迟迟无法获批上市。基础金融期货品种的缺失,导致银行、证券、期货等金融机构无法设计多样化的避险工具和理财产品,实

体企业也难以有效地管理外汇风险及中小板、创业板等指数波动风险。(4)双向开放程度低。中国金融机构“走出去”的程度依然不高,跨境服务能力不足;境外机构参与境内金融期货市场还存在严格管制,难以满足境外机构参与境内基础金融市场的避险需求。

2.期权及其他衍生品市场。相对于期货市场,中国期权市场更是处于起步阶段。目前仅推出了上证50ETF期权。这是第一只股票期权产品,具有规模较大、流动性较好、抗操纵性较强的对冲工具特点,具备期权交易的现货基础,还有相当严格的风控安排,能够做到试点风险可控、稳步推进。此外,郑州商品交易所正在积极研究适时开展农产品期权交易试点工作。信用衍生工具在国外已经发展了很多年,其中包括信用违约互换(CDS),信用联系票据(CLN),总收益互换,信用价差期权(CSO)等管理信用风险的工具。目前,中国也开发出了类似的信用衍生工具来控制信用风险,如信用风险缓释工具(CRM)。信用风险缓释工具是中国银行间市场交易商协会组织广大市场成员,经过深入研究和充分论证,本着“服务实务、简单透明、严控杠杆”原则,自主创新推出的可交易、一对多、标准化、低杠杆率的产品,是中国衍生品市场的一个创新。包括信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW)在内的信用风险缓释工具的成功推出,有利于丰富投资者的信用风险管理手段,完善债券市场信用风险分担机制,对增强中国金融市场的竞争力和吸引力,推动中国金融市场的深化和维护金融体系的稳定具有重要的现实意义,也标志着中国金融市场特别是金融衍生产品市场开始步入新的发展阶段。

(三)金融创新不能偏离金融市场体系的本质功能

中国拥有庞大的金融资产存量,然而结构错配和方向错配不仅导致金融资源配置的扭曲,也产生了大量闲置资产、沉淀资产。因此,深化金融体制改革的重点是发展支持实体经济的金融体系,避免金融经济偏离实体经济的实际需求,实现金融体系更高效地配置资源和管理风险。尽管中国金融衍生品市场的创新发展相当滞后,但仍然应该防止金融创新导致虚拟经济的过度膨胀,乃至出现金融体系不断强化自我服务、自娱自乐的严重泡沫化问题,否则不仅偏离金融体系的本质功能和改革发展目标,而且会给宏观经济带来系统脆弱性风险。在加快利率市场化、资产证券化以及直接融资等全方位金融体制改革的过程中,对于主要由市场力量驱动的多种金融创新,要平衡好所带来的利益与风险,提升专业化监管水平,解决好存在的问题,健全市场体制机制。当前应该建立起有别于传统工业经济时代的金融体系,更加注意金融体系对经济升级和结构调整的推动作用。这类金融体系应该作为国家的战略投融资体系,通过综合运用政府财政投入、企业研发和产业化投入,融合创业风险投资、银行信贷投入、资本市场融资和科技基金等多种手段,并辅以适合中国国情的多种创新型风险管理金融工具,为中国经济升级版提供系统性的金融支持。

四、金融市场开放的深化

加入WTO以来,中国金融市场的开放取得了显著进步。市场开放有利于改善市场的流动性,容纳大规模的金融资产交易而不出现价格的大幅波动,保证市场交易的效率和降低市场的系统性风险。而且在开放性市场上,通过国际竞争与学习,更有利于借鉴国际成熟市场的经验来提高市场效率与实际竞争能力,也使得市场规则与价格信号趋于国际化,避免处于全球化时代背景下封闭性市场造成的扭曲问题。更为重要的是,金融市场开放有助于实现人民币国际化的战略目标,提高中国在全球经济金融治理中的影响力。

(一)金融市场开放存在的问题与应注意处理的几个关系

中国金融市场开放仍然存在需要进一步发展完善的问题,主要有:(1)总体开放程度有待进一

步提升。从国际经济组织的评价看,根据世界银行的“服务贸易限制指数(STRI)”,中国的总体指数为 34.8,属于开放水平不高的层级,稍高于新兴市场经济国家的水平。从银行、保险、证券三大领域看,外资金融机构的资产与业务比重也比较有限。(2)审批监管机制有待继续完善。目前对于金融监管部门的行政许可行为尚未建立完善的审查监督机制,缺乏对外资申请设立金融机构的行政复议程序,不利于实现外资金融机构准入前的国民待遇。与此对应,由于中国对外国金融机构的严格审批制度,许多国家对中国的市场进入采取了同样严格的审批条件,增加了中国金融机构“走出去”的困难。(3)金融市场开放投资的领域狭窄、产品种类严重不足。由于中国金融市场仍处于形成发展过程中,加之长期以来的银行主导模式,金融创新不足,市场的产品种类和数量都非常有限,投资者的选择非常狭窄。鉴于此,在进一步推进中国金融市场对外开放的过程中,应着重处理好以下几个关系:

1.金融市场开放与资本项目可兑换之间的关系。金融市场开放经常被等同于资本项目可兑换,并且被认为是同一个事物的两面。实际上,尽管在两者之间存在着密切联系,但无论在定义还是对于经济运行的含义上,两者都是不同的。在国际经济合作与治理框架中,如 WTO 或 FTA,通常也更强调金融服务业开放、提供国民待遇,而不直接要求资本项目可兑换。一方面,金融市场开放并不必然以资本项目可兑换为前提。在部分资本项目可兑换的前提之下,就已经可以支持金融市场的开放;另一方面,金融市场开放也不是资本项目可兑换的必然要求。资本项目可兑换仅指取消对国际间资本流动的直接或间接限制,使得跨国界的资本交易及与之相关的支付和转移能正常进行,但这些资本交易本身是否被允许实施则并非资本项目可兑换覆盖的范围。我们强调金融市场开放不等同于资本项目可兑换,也并非否定两者之间的联系。只是我们在这两者的推进过程中,不应受到错误观念束缚,而应该利用好自已的主动权,更好地把握各自进程的节奏。

2.“引进资金”与“引进机构”之间的关系。在金融市场开放上存在着“引进资金”和“引进机构”之间的观念差异。在实际操作中,这种差异会产生不同的政策效果。中国金融市场的对外开放主要是通过合格境外机构投资者(QFII)机制展开的,以“引进资金”为导向。这便于监管当局对跨境资金流动及其境内投资行为的控制,但其缺点除了受限于额度规模之外,对于引进国外先进金融技术与金融创新帮助不大,也难以创造国内外金融机构的良性竞争。因此,需要转变思路,由“引进资金”转为“引进机构”,引入更多类型的金融主体,推动金融创新与竞争。

3.“买方开放”与“卖方开放”之间的关系。出于金融风险和经济主权的考虑,发展中经济体在金融开放过程中,通常“买方开放”要先于“卖方开放”。尽管在客观条件上有助于“买方开放”的先行,但这一策略必须要掌握适度,不能过于极端,否则就会影响金融市场开放最终目标的实现。若仅仅着眼于“买方开放”,金融市场的深度和结构迟迟难以得到提升,那么随着国际资本的流入,市场很容易就达到饱和,而在经济增长放缓之后,境内金融市场就更是失去对国际投资者的吸引力。从长期看,金融市场的对外开放必须两面着手,保持平衡,才能最终获得成功。

4.对外开放与对内开放之间的关系。一个高质量且有深度的国内金融市场是对外开放顺利实施的重要前提。金融市场对内开放,也是市场准入壁垒的下降,这是金融发展的应有之义。不过在金融市场对外开放的条件下,金融市场对内开放则有了更多含义。在国民待遇原则下,国内准入壁垒的高度决定了境外投资者的进入门槛,市场的对内开放和对外开放紧密相连。当面临国际投资协议约束时,政策当局在确定国内金融市场的准入政策时,还必须考虑它对于国际投资者准入的连带效应。从长远看,必须将金融市场的对外开放与对内开放结合起来,共同推进。

5.风险和收益之间的关系。中国对于金融市场的开放一直持非常谨慎的态度,除了担心金融

体系稳定可能遭受冲击之外,也有为保护国内金融机构免受竞争等问题。随着国内金融环境和投资者的逐渐成熟,通过加强监管,积极运用好中国的经济总量、外汇储备和政府角色等多种独特优势,应该有能力在更高水平上平衡好开放的风险与收益问题,避免遭受颠覆性的冲击。

(二)继续推进金融市场开放的主要思路与措施

在平衡好上述基本关系的前提下,明确完善金融市场开放的主要思路:(1)以“国民待遇、审慎监管”为基线。中国金融市场对外开放是包括金融体系在内的整个市场体系通过对外开放而不断完善的过程,需要从成熟市场经济体的视角来综合考虑相关政策的有效性和可持续性。“国民待遇”和“审慎监管”是国际经济治理框架中通行的准则,它反映了成熟市场经济体运行与合作的共同最优行为策略,因而是金融市场对外开放具有可持续性的指导原则。为此,应将其作为中国金融市场开放的基线。在此原则下,可以基于对等要求与经济合作伙伴展开协商,不仅降低谈判成本,更能有效捍卫国家利益。(2)坚持金融市场开放与改革齐头并进。中国金融市场体系仍然未达到成熟或相对完善市场的标准,因而产生了金融改革与对外开放的次序问题。有研究明确提出应该采取协调推进的改革(盛松成和刘西,2015)。本文认为,既要把握主动性原则,即通过积极主动的金融市场开放来掌握开放进程的主导权;又要贯彻非歧视原则,即无论对于国内以放松管制为导向的金融改革,还是对于金融市场的对外开放,对于相关金融机构的政策与监管要求都应该只依赖于其经营与绩效指标,而不是国籍或所有制身份。在此基础上,要有相应机制加强对金融风险的控制。(3)以人民币离岸市场和自由贸易区为抓手。人民币离岸市场可作为国际金融市场与国内金融市场的缓冲带和观察窗口,便于国内金融市场逐渐开放的过程中吸引外资,为国内金融机构“走出去”提供演练场,及时联通国内外市场的价格信息和运行规则,加速国内市场与国际金融市场的“收敛”过程。国内自由贸易区是离岸金融市场的进一步延伸,但在金融运行环境上与国内金融市场更接近,在地理和贸易联系上也更为紧密,因此其“试验”性质更重于“缓冲”性质,但需要注意如何通过合适的方式实现资金隔离。

按照以上思路,可考虑采取以下政策措施推进金融市场开放:(1)保持资本项目可兑换的审慎性。就金融市场开放而言,资本项目身兼“催化剂”和“安全阀”的双重角色。需要强调的是,实施资本项目可兑换并非国际货币基金组织成员国的义务,而且中国在目前已加入的国际组织中也没有任何相关义务。因此,中国的资本项目可兑换进程基本上是按照自己意愿来推进。目前仍然存在资本项目的管制,主要模式是以计划审批、数量控制为主的直接管理,而非建立在价格基础上的间接管理。在资本项目与国内金融市场总体放开的大背景下,未来资本项目管理需要将防范跨境资金流动对中国经济与金融体系的冲击作为重点,在必要时可对资本流动采取临时性管理措施(周小川,2013),综合使用托宾税、征收无息准备金等资本账户管理工具等,防止短期资本大进大出,为金融市场开放创造安全稳定的环境。(2)利率市场化。如果缺乏一个富有弹性的利率体系,那么不仅不利于金融市场开放之后流入资金的优化配置,也不利于金融体系的稳定。通过利率市场化改革,早日形成完整有效的利率曲线,无疑将对金融市场的发展起到巨大的推动作用。依托于完整的利率期限结构,中国金融产品的种类将会大大丰富,市场深度也会得以提升,这些都有助于增强中国金融市场对于境外投资者的吸引力,加速金融市场的开放进程,并使其获得更好的效果。(3)深化监管体制改革。“审慎监管”是推进金融市场开放的一个准则,因此金融监管体系的建设对于金融市场开放至关重要。在这当中,完善宏观审慎政策框架与负面清单监管模式是两个要点。(4)完善市场环境建设。重点是运用和完善金融法治,保护金融消费者。另外还有信用体系建设,宜运用中国政府的特殊优势,同时充分发挥市场机制与市场力量,共同推进信用体系建设。

五、结 论

建立起发达的金融市场体系符合现代市场经济内在的发展规律,也是完善中国社会主义市场经济制度的必然要求。因此,落实好金融市场体系的改革就成为全面深化改革的重要战略环节。从中国经济转轨改革的伟大实践探索得出的基本经验看,必须遵循充分发挥市场机制在资源配置中起决定性作用,同时更好发挥政府作用的基本原则,也就是说,要从理念、政策到行为各个方面真正处理好市场与政府之间的关系。在当前条件下,必须正视传统的以银行间接融资占绝对主导地位的“外植型”金融体系存在的缺陷与弊端,坚定市场化的改革方向,使得中国的金融体系从传统行政力量主导的“外植型”稳步转向市场力量自发的“内生型”。为此,必须正确处理好货币政策调控、金融监管与充分发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用之间的关系,凡是市场机制能够发挥作用并且能够解决的问题,不应再由政府政策与监管来代劳,真正改变政府部门在金融体系中的越位、缺位和错位等问题,充分落实好各种市场主体的金融选择权。然而,这正是中国现阶段金融改革最难啃的“硬骨头”,因为政府出于多种担忧,往往把一般市场中正常的金融风险问题社会化甚至政治化,不仅不放手,而且常常过度干涉,乃至阻碍和遏制金融内生力量的成长。因此,本文强调必须克服这个“硬骨头”,才能使得金融体系真正回归到服务实体经济的轨道,以更好地满足中国在经济新常态下发展新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化的需要。

诚然,完善金融市场体系的改革必将涉及到金融体系内各个方面体制机制转变和金融发展方式转变,是总体性质的系统化改革。各个方面虽有一定的独立性,但彼此也是相互依赖相互制约。因此,在改革方法上,即使是运用单项外科手术手术攻坚克难,也需要在全面系统规划安排的基础上考虑展开。本文基于中国经济转轨改革的实情和金融发展的基础条件以及未来趋势,分别着重论述了基础性金融市场、金融市场创新和金融市场开放的改革完善问题,在根本上贯彻了市场化改革的逻辑要求,较好地平衡了相关改革的协调推进,对所涉及到的货币政策运行基础、多层次资本市场体系、金融监管体制调整、金融市场创新、开放以及风险防范等诸多方面,都是被置于统一的整体基础上来研究改革推进的基本路径,从而使得本文所描绘的改革方案更加相对可行。然而,限于篇幅,对有的新问题与新现象如互联网金融的发展未能涉及,但鉴于互联网金融只是发挥拾遗补缺的有限效用,因而并不影响本文研究问题的主要方面。

参考文献

- 《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》,董裕平等译,中国金融出版社,2010。
- 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,人民出版社,2013。
- 《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》,人民出版社,2014。
- 李扬(2010):《适应金融发展需要 重塑监管框架》,《金融评论》,第6期。
- 盛松成、刘西(2015):《金融改革协调推进论》,中信出版社。
- 王国刚(2013):《以公司债券为抓手 推进金融回归实体经济》,《金融评论》,第4期。
- 王国刚、董裕平(2015):《“十三五”时期的中国金融体系改革建议》,中国社会科学出版社。
- 习近平(2014):《习近平谈治国理政》,外文出版社。
- 徐忠(2015):《中国债券市场发展热点及其认识》,《金融研究》,第2期。
- 周小川(2013):《全面深化金融业改革开放 加快完善金融市场体系》,载自《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》辅导读本,人民出版社。

(责任编辑:罗 滢)