

## 前 言

### 建立市场纪律 完善监管体制 迎接理财新时代

李扬 殷剑峰

“理财”即“财富管理”。经济的持续发展和财富的积累是理财业发展的前提和基础，而理财业务的发展又是财富保值增值、进而推动居民消费和经济持续增长的必要手段。从金融部门的角度看，作为资金盈余者和资金短缺者的中介，在投资机会相对较多、易于识别但投资资金匮乏的经济发展之初，其主要服务对象是以企业部门为主体的资金短缺者，主要服务内容就是根据借款企业类型、企业投资项目为企业寻找类型、期限相匹配的资金来源。随着经济的发展和财富的积累，如何通过财富管理来为以居民部门为主体的资金盈余者服务，就成了金融体系转型、乃至整个经济增长方式转型的迫切要求。

#### 理财业的发展是中国居民财富积累的迫切要求

新中国成立以后相当长的一段时期，中国居民个人理财的唯一选择就是把节余的收入存到银行里，通过储蓄管理个人财富。

1990年11月26日，中国国内第一家证券交易所——上海证券交易所的成立宣告了中国居民个人买卖股票成为现实。股票市场作为资本市场的基石，逐渐成为居民个人投资理财的主要渠道。

1998年4月7日，基金金泰、基金开元分别正式在上海证券交易所和深圳证券交易所上市，成为首批上市的规范的证券投资基金。2006年和2007年，基金凭借连年翻番的良好业绩，让居民看到了基金的赚钱效应，居民投资基金的热情不断上涨。

2004年2月，中国民生银行发售了两款结构类银行理财产品，拉开了银行理财产品的序幕。由此，银行理财产品市场发展迅速，并已经发展成为中国理财

产品市场中最为重要的品种之一。

改革开放 30 年以来，中国经济一直保持在高速增长状态，GDP 和人均 GDP 增长率维持在均值 9.5% 左右。国民收入的持续、快速增长推动了财富的积累，同时，由于转轨经济时期居民相对较高的储蓄意愿和各类生产要素的资本化，财富积累的速度更是快于国民收入的增长。

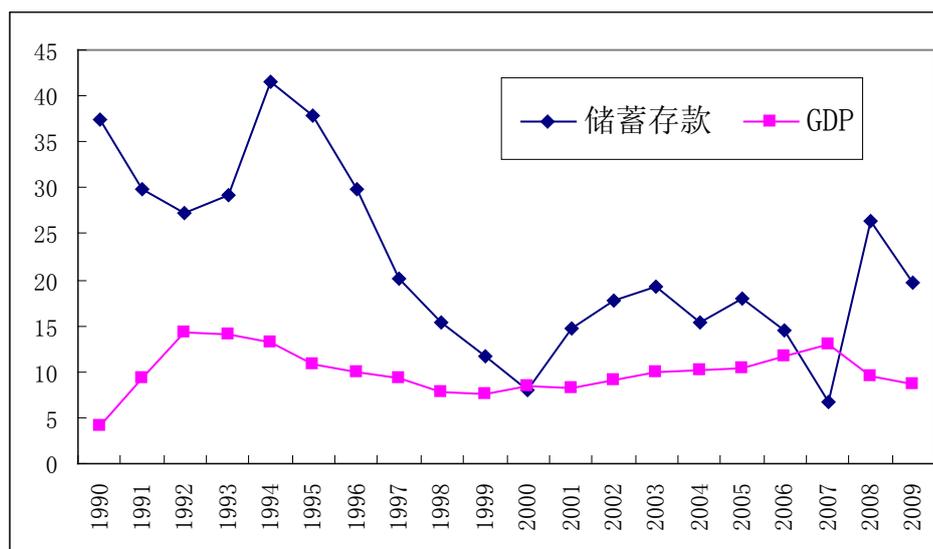


图 1 中国储蓄存款增速和 GDP 增长率 (%)

以中国居民主要的金融资产——储蓄存款为例，由图 1 可以看到，在 1990 年到 2009 年间，除了 2000 年和 2007 年储蓄存款增速小于 GDP 增速之外，其余年份前者都远高于后者。2007 年储蓄存款相对较低的增速也并非因财富增速的减缓，而是在牛市行情的推动下储蓄存款向股市的“搬家”。

进入新世纪以来，居民个人理财形式从最初的单一银行存款资产形式转变为股票、基金、银行理财产品、保险、房产等多元化金融资产组合形式，中国人真正进入了全民理财时代。以银行理财产品和基金理财产品为例，2004 年银行理财产品、基金产品分别只发了 123 款和不到 200 款，2009 年发行数量达到了 5986 款和 636 款，分别相当于 2004 年的 48 倍和 3 倍强。从资金规模看，根据我们的不完全统计，2008 年面向居民的理财产品合计募集资金规模高达 3.7 亿元，相当于当年居民和企业存款的 10%。其中银行理财产品占比超过了 50%，共同基金、证券公司集合理财产品占比为 6% 左右。2009 年，仅 31 家商业银行面向居

民的理财产品就达到了 3.2 万亿的规模，13 家信托公司的信托理财产品达到了 4900 亿元，单独的信托理财产品和通过银行理财产品发售的信托产品合计超过了 1 万亿元。此外，还有大量的通过非正规金融渠道发售的产品，如私募基金产品、私募股权投资产品等等。

然而，主要由于行政管制造成的金融市场发展滞后和投资渠道狭窄，中国居民迅速积累的财富显然没有得到很好的配置。图 2 给出了 2008 年中、美两国居民存量金融资产的配置情况。可以看到，中国居民的金融资产主要配置在低收益的通货和存款（以存款为主）上，通货和存款的占比超过了 70%，而用于养老保障和博取较高收益的资产只有剩下的不到 30%。相比之下，美国居民的金融资产主要配置在用于长期养老保障和具有较高收益的资产上，其中，居民直接持有的金融市场工具（股票、债券）占 30%左右，养老基金、保险准备金和共同基金占比超过了 62%——这些机构投资者的主要投资品种依然是各种类型的金融市场工具，低收益的通货和存款只有 20%强——即使在存款中，实际上还有约 1/3 是具有较高收益的货币市场基金。

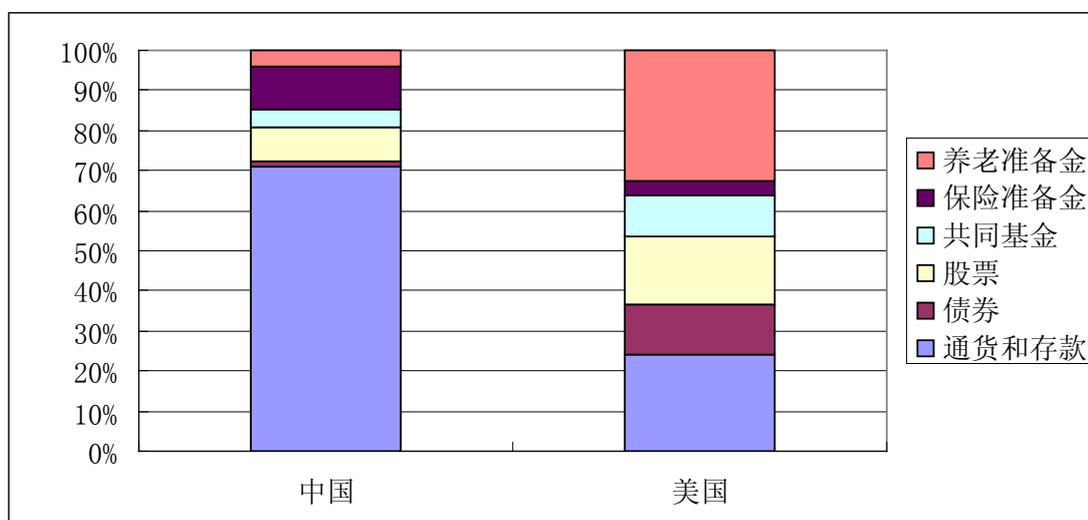


图 2 2008 年中、美两国居民资产组合比较

财富配置的差异决定了居民部门财产收入的多寡。先来看美国居民金融资产收益，图 3 统计了 1945 年到 2006 年本次全球金融危机发生前美国居民的“综合资产收益率”和“综合负债利率”。其中，前者包括居民持有的债务资产的利息率和股权资产的红利率，后者则是居民负债的利息支出与全部负债之比。可以看

到，从上个世纪 70 年代初期美国推动金融改革起，美国居民的资产收益就超过了负债的利息支出，综合资产收益率维持在 4% 到 7% 之间，其与与综合负债利率间的利差大约维持在 2—3% 左右。

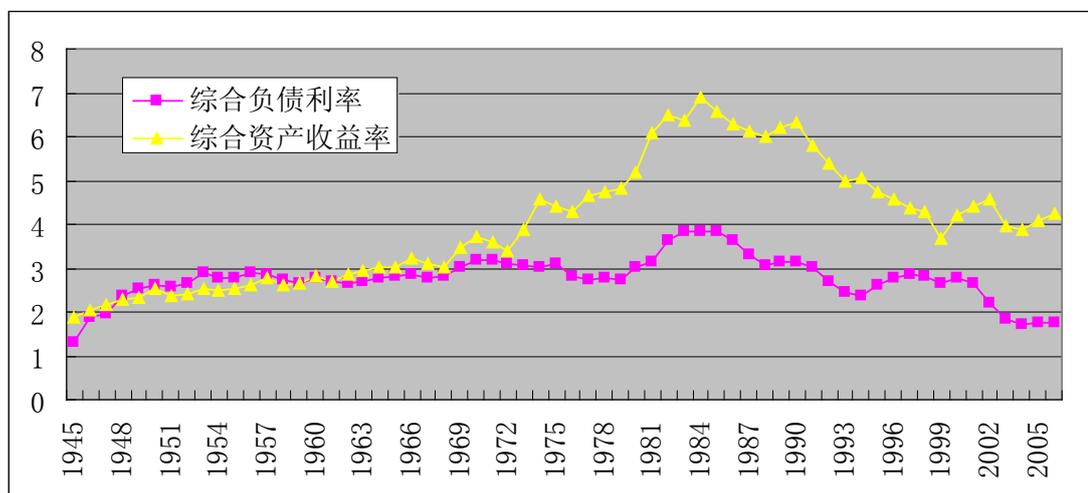


图 3 美国居民综合负债利率和综合资产收益率 (%)

由于中国缺乏及时和完整的经济部门资产负债表统计，使得我们无法进行类似的计算。不过，一个非常合理的判断是，在存款利率受到上限管制、贷款利率受到下限管制的中国，对于金融资产主要配置在银行存款的居民部门，其资产收益率不会高过其负债的利率，并且，资产收益率也不会高于金融资产主要配置在非存款类工具的美国居民部门的资产收益率。以 2005 年为例，根据国家统计局公布的资金流量表，2005 年中国居民部门的财产收入是 4612.8 亿元（其中利息和红利分别为 4053.3 和 440.7 亿元），央行统计的 2005 年居民部门资金运用为 210019 亿元（存量）。据此计算，综合收益率仅为 1.93%，远低于国内同期的贷款利率，不到 2005 年美国居民部门综合资产收益率（4.07%）的一半。

显然，要增加我国居民的财产收入、提高居民的消费热情，不仅大力发展股票市场、债券市场、衍生品市场等各类金融市场是当务之急，而且，鼓励银、证、保等各类金融机构的财富管理业务的发展自然也是题中应有之义。

### 理财业的发展是我国金融体系转型的迫切要求

各国金融体系一般依据其银行部门和资本市场（包括资本市场中的机构投资

者)的相对强弱区分为“银行主导”型和“市场主导”型,前者的银行部门相对发达,后者则以资本市场及其中的机构投资者为强。研究表明,前者更加适合成熟生产技术的推广应用和经济发展之初的储蓄资金动员,后者则更加适合创新型技术的发明创造和经济发展到一定阶段后对储蓄资金的有效配置、即财富管理。

从另一个先前不太为人所注意的角度看,金融体系又可以依据其主要服务对象划分为“生产者导向”型和“消费者导向”型,前者以服务于以企业部门为主体的资金短缺者为中心,而后者则以服务于以居民部门为主体的资金盈余者为中心。从经济发展阶段的角度看,生产者导向的金融体系适合于经济发展之初的物资匮乏时代,而当经济发展和财富积累到一定阶段后,则应该发展消费者导向的金融体系;从国际经济和贸易的格局看,生产者导向的金融体系通常对应于有持续贸易顺差的生产国,而有持续贸易逆差的消费国则通常具有消费者导向的金融体系。

有意思的是,从主要国家的金融、经济发展格局看,银行主导、生产者导向和呈现持续贸易顺差的生产国经济格局是同一的,如中国、德国、日本;市场主导、消费者导向和呈现持续贸易逆差的消费国经济格局也是同一的,如美国。以中、美的比较为例(参见图4),中国的银行部门(存款货币机构)在全部金融机构的资产份额达87%左右,而银行部门的服务对象显然主要是企业。例如,据央行统计数据,在2008年银行业逾31万亿的贷款存量中,企业部门获得的贷

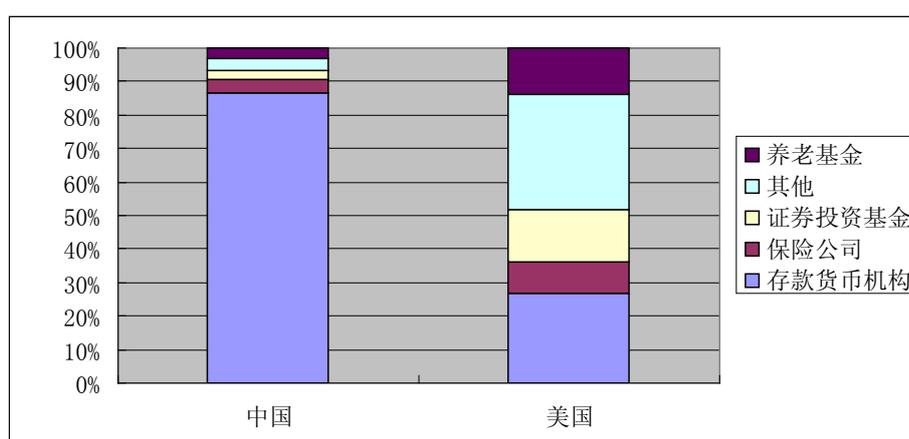


图4 2008年中、美两国金融机构资产比较

款占到82.4%,居民部门的贷款仅占18.6%。以服务于为居民部门为中心的养

老基金、证券投资基金、保险公司等仅占到中国金融机构资产份额的 13% 或更少。相比之下，美国的金融体系不仅是市场主导的，也是消费者导向的。2008 年，非银行金融机构（除去存款货币机构的其他各类金融机构）的资产份额超过了 70%，这些机构都是完全或主要服务于居民的。并且，美国的银行业也是消费者导向的——例如，在此次危机爆发前的 2006 年，对居民部门的贷款占到银行全部贷款的 67% 左右。

总之，发展理财业的意义不仅在于由此来推动我国银行业务结构的转型和机构投资者的发展，更在于通过理财业的发展来推动我国金融体系由过去的银行主导和生产者导向型向市场主导和消费者导向型的彻底转型，这种转型对于整个经济发展模式的转型具有重要的战略意义。

### **监管体制弊端制约了理财业发展**

在理财市场蓬勃发展的过程中，频繁暴露的“零/负收益”产品以及由此引发的法律纠纷事件日益引起人们的关注。按理说，理财本来就应该是有盈有亏，特别是考虑到 2008 年全球金融危机爆发这么一个大背景。可是，如同此次危机后在美国和我国香港地区发生的各种理财丑闻那样，中国理财市场出现的问题在很大程度上源自金融监管体制的缺陷。

金融监管是基于市场失灵而采取的政府干预措施，其目的在于提高金融效率、保护金融安全。从监管手段上看，金融监管包括直接干预（行政管制）和间接干预两大类。其中，前者系政府行政手段对市场机制的直接替代，如市场准入限制、业务准入限制、价格管制（如利率管制）等；后者系设立一系列被监管者和监管者都需要遵守的规则和激励约束机制，通过间接影响市场参与者行为来达到监管目的。在金融发展滞后的国家（如我国），直接干预（行政管制）措施甚行；而在金融发达国家（如美国），放弃直接干预（放松管制）早已经成为大势所趋。

从监管架构看，金融监管体制包括三大支柱：监管部门的监管、市场纪律和金融机构的内部控制。监管部门的监管架构因历史、法律制度等因素在各国有不同模式，典型的如英国将监管权力集中在一个部门（金融服务局）的集中模式，以及中国、美国将监管权力分散在多个部门的多头分散模式。市场纪律的核心包括（强制性的）信息披露机制、行业协会的自律监管和独立的评级/评价机制。

其中，评级/评价机制的功能在于，在监管部门的支持下，为市场提供准公共服务——基于公开、公平、公正的原则，为市场揭示和分析有关金融产品、融资主体的风险、收益前景的信息。评级/评价机制的“独立”指的是评级/评价的过程和结果不受监管部门和各种利益相关者（如融资企业、发行理财产品的金融机构）的影响。

在 2008 年全球金融危机中，以美国为代表的金融发达国家/地区所暴露出来理财丑闻及各种弊端反映了金融监管的缺陷：第一，虽然放松管制促进了金融发展，但是，间接性的监管规则只是基于微观审慎（micor-prudential）原则，而未虑及防范系统风险的宏观审慎（macro-prudential）原则；第二，多头分散的监管部门架构导致了监管真空，对冲基金、场外衍生品和公开销售的复杂金融理财产品未被纳入监管视野；第三，评级机构未真正独立于利益相关者，而是与金融机构、融资企业相互勾结，以牟取评级收入；第四，金融机构内部控制不严，存在严重的道德风险。

中国理财市场暴露出来的问题也反映了监管体制的弊端，不过，由于金融发展程度和监管体制差异，其表现与金融发达国家略有不同：

第一，从监管手段看，放松管制以推动市场发展的需求更为迫切。与我国的其他金融产品一样，对于许多理财产品的发行，监管部门依然采用的是事实上的行政审批制。虽然有的监管部门已经引入了市场化的备案制发行办法，但是，2008 年理财纠纷的频发制约了监管手段的继续改革；

第二，多头分散的监管部门架构使得监管真空和监管重叠下的监管标准不统一问题同时存在。监管真空表现在对各种私募理财机构（“阳光私募”、“第三方理财”等）、复杂结构产品缺乏监管，而监管标准不统一则表现为，在理财产品发行管理办法、信息披露、资金托管、投资者要求等几乎所有方面，各个监管部门的规定都高度不一致；

第三，在整个监管体制中，缺乏市场纪律。缺乏市场纪律的表现之一就是信息披露机制不完善，对公开销售的复杂产品没有强制性信息披露要求；缺乏市场纪律的表现之二是行业协会的自律监管没有发挥显著作用，且因多头分散的监管部门架构，各协会之间缺乏沟通协调；缺乏市场纪律的表现之三是没有独立的评级/评价机制，虽然市场中已经存在一些评级/评价机构，但是，囿于缺乏监管部

门的支持，提供准公共品服务的资金、数据、技术基础皆甚脆弱。

第四，金融机构内部的道德风险问题同样严重。从 2008 年以来国内暴露出来的“零/负收益”产品看，其中不乏有一些存在明显设计缺陷、甚至根本不可能让投资者盈利的产品。此外，在理财产品销售的过程中，事前夸大宣传、事后推卸责任的现象也时有耳闻。

### **建立市场纪律、完善监管体制**

“一放就乱、一收就死”曾经是用来形容 94 年以前中国大起大落的经济，这句话用来形容包括理财产品在内的金融创新活动也恰如其分。可以看到，制约中国金融创新的关键因素是过度的行政管制，然而，当放松行政管制从而推动金融创新活动蓬勃发展的时候，市场又会迅速出现各种各样的问题，蓬勃发展似乎多少总是与混乱联系在一起。这里，我国监管体制对金融创新的不适应是根本，其中的关键又在于，在因放松管制而得以兴起的市场中，缺乏平衡各方力量、尤其是制约强势机构的市场纪律。

我们以为，为了完善监管体制，促进理财市场又好又快地发展，当前应该协调各监管部门，以“国家目标、公共信用、市场机制”为原则，以建立独立的评级/评价机制为抓手，发挥各行业协会的自律监管作用，推动统一的（强制性的）信息披露机制和有效的投资者保护制度的建设。

以独立的评级/评价机制为核心的市场纪律建设不仅是填补我国监管体制空白的要求，也符合我国理财市场发展的基本特点——个性化产品主导的理财市场。我国的理财产品种类繁多，不过，一个重要的观察就是，其中具有私募性质、针对投资者个人进行量身定制设计的个性化产品占据了绝对份额，这些产品大多集中在银行、信托、私募基金等发售的理财产品中，而标准化的共同基金产品则居于少数。

这种现象——在理财业发展的初期，个性化产品即超越共同基金的现象——与其他国家的经验不尽相同，在其他国家（如美国），通常是在基金业大发展之后才进入到个性化理财的阶段（如对冲基金近十余年的大发展）。我国理财市场之所以跨过标准化的基金理财时代直接进入到以银行、信托产品为主的个性化理财阶段，其根本原因就在于我国以银行为主导的金融体系结构。在这种金融结构下，资本市场的欠发达限制了标准化产品的发展，而拥有销售渠道、储蓄资源和

投资项目的强大银行业也必然会将其优势发挥在新兴的理财业上。

个性化理财产品的空前发展弥补了国内标准化产品供给不足所留下的巨大空挡，满足了国民收入不断增长所引致的庞大的金融投资需求，促进了金融机构、尤其是银行业的业务转型。但是，在另一方面，这类产品的发展也带来了严峻挑战：其种类的多样性、结构的复杂性、发售的灵活性以及跨越目前国内分业监管架构的特性不仅让投资者茫然不知所措，而且也让各监管部门处于有心监管、无力实施的尴尬局面。

个性化理财时代的提前来临要求我们尽快建立起独立的评级/评价机制，以为市场提供揭示、分析、比较各种类型产品、各种理财机构信息的准公共品服务。同时，需要充分发挥行业协会的作用，建立统一的信息披露机制和统一的统计监测平台，在放松管制、统一标准、填补监管真空的过程中，防范系统性风险。