



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006 年第 21 期(总第 133 期)

2006 年 6 月 19 日

流动性过剩压力下政府主导的 中国金融产品创新（上）*

中国社科院金融研究所 李 扬 殷剑峰

从今年开始，中国社会科学院金融研究所将推出一份新的反映中国金融业发展的年度分析报告——《中国金融产品和服务报告》。这份报告的主旨，在于全面总结过去一年中国金融体系中推出的新的金融产品和金融服务，分析它们产生的背景，追寻其技术路线和理论背景、主要的收益和风险特征，概括其发行和交易状况，研究其对金融机构和金融市场发展的影响，并探讨相应的监管环境。我们希望，这

*本文为即将由社科文献出版社出版的《中国金融产品与服务报告》一书的序言。

份年度报告的推出，将对促进我国的金融创新有所助益。

一、中国金融创新的经济和体制背景

尽管对金融创新可能有各种各样的界说，多数研究者还是同意：金融创新的关键特征在于推出新的金融产品¹。在这里，新的金融产品主要包括三类：扩大市场的金融产品、提供风险管理的金融产品、以及实施套利的金融产品。至于金融创新的动因，有所谓“约束诱导型”假说——金融创新是微观金融组织为了应对竞争压力、逃避金融压制从而追求利润最大化的结果；有所谓“规避监管”假说——金融创新是金融机构逃避金融监管的一种行为；还有“交易成本”假说——技术进步导致交易成本下降、从而推动了金融创新。

然而，这些源于西方金融实践的理论概括都有一个共同的特点：市场中的金融机构是创新的主体，而金融机构对利润最大化的追求，成为所有金融创新得以发生的根本原因。但是，中国的情况显然同这种市场主导的金融创新实践存在差异，主要表现在如下两个方面。

第一，上个世纪 90 年代末期以来，中国经济和金融运行的基本特点之一就是流动性过剩；2004 年末，在经过 2002~2004 年的一轮高涨之后，这一特点更为明显。在银行主导的金融体系中，流动性过剩突出表现在三个方面：银行存贷比持续下降、广义货币（M2）和狭义货币（M1）增速差距拉大、以及银行持有的央行负债比重不断上升。造成流动性过剩的因素也可归结为三类：从经济增长的长期视角看，我国储蓄率持续高于投资率是决定性因素；从经济周期波动的中期角度看，本轮经济周期已经进入趋势性回调阶段；从短期来看，汇率机制改革后的人民币升值预期和外资加速流入，从而导致外汇储备急剧增长则是直接原因。在流动性过剩的压力下，如何既能够充分利用“过剩”的储蓄，又能够保持金融稳定、防止资产价格泡沫，是政策当局面临的一个棘手问题。由于造成流动性过剩的因素相当复杂，特别是

¹ 《资本市场：机构与工具》，法博齐等，经济科学出版社，1998 年第一版。

其中的长期因素远非着眼于短期的需求政策可以改变，因此，加快金融创新，并依托新产品的推出和扩展来改变不适应经济发展需要的金融体系，便成为中国货币当局应对流动性过剩的最直接和最基本的战略。

第二，与其他领域的改革一样，中国的金融创新也主要是由政府主导的。在政府主导的格局下，金融创新的特征一方面同解决流动性过剩压力有关，另一方面也被强烈地打上中国独特的金融管理体制的印记。在多部门分业监管（甚至是管理）的格局下，当局所推动的金融创新通常都倾向于复制那些在发达市场经济国家中业已成熟的金融产品，例如 ABS 和 MBS 之类。然而，由于所有的金融创新几乎都有跨部门的特征，因而均须获得两个以上的监管当局批准，监管的不协调便常常成为阻碍创新产品顺利推出的障碍。举例来说，在国外金融市场中已经相当成熟的 ABS 和 MBS，在中国则须经过长达 7 年的反复协调方才被批准进行小规模的小规模的试验。但是，在另一方面，由于监管功能的设置存在缺陷，各主管部门的监管范围既存在着交叉，也存在着真空，所以，近几年中国金融产品创新的实践同样也显示出同发达国家相类似的情况，就是从那些监管权限交叉、因而可能是监管最薄弱的领域中最先突破。可以说，2005 年中国波澜壮阔的金融创新浪潮，带有鲜明的“规避监管”的特征。

二、机构监管和活动监管并举：各监管当局管辖权分析

目前，与金融产品和业务创新相关的主管部门可以简称为“一行三会、一部、一委”。所谓“一行三会”，指的是中国人民银行、银监会、证监会和保监会；所谓“一部”指的是财政部；所谓“一委”，指的是国家发展改革委员会。相比起来，就金融监管而言，“一部、一委”承担的功能和监管范围相对简单。

中国的分业监管有着鲜明的中国特色并保留了强烈的行政管理色彩。中国的分业监管首先是对金融机构的分业监管，即：银监会、

证监会和保监会分别承担着对银行业、信托业、证券业、保险业的机构进行管理和规范的功能。在这种框架下，各类金融机构的所有活动，包括其金融创新活动，首先均须获得其主管当局的批准或认可。其次，中国的分业监管同时也是对各类金融活动的分业监管，这指的是：涉及银行、信托、证券、保险的各类金融活动，必须“归口”获得各相应监管当局的批准。其三，根据《中国人民银行法》，中国人民银行的主要职能是制定并实施货币政策，同时负有保持金融稳定的职责；后者使得人民银行获得了一定的处理跨部门金融问题的功能。简言之，中国的分业监管之“分业”，既包括金融机构的分业，也包括金融活动之分业。这意味着，一切跨部门的金融创新，至少需要获得两个以上监管当局的批准。这显然增加了中国金融创新的复杂性。表1归纳了各监管当局主要管辖的机构、市场和产品。

表1 各金融监管当局的主要管辖权限

	管辖的机构	管辖的市场	管辖的产品						
			股权产品	固定收益产品				衍生品	
				政府债券	非政府债券	资产支撑证券	理财产品		存、贷款
财政部				国债的发行					
发改委					企业债的发行				
央行	银行业金融机构的准备金、利率管理等，窗口指导	银行间市场、黄金交易所		政策性金融债和国债在银行间市场的发行和交易	金融债、短期融资券的发行和交易，企业债在银行间市场的交易	信贷资产支撑证券的发行和在银行间市场的交易	利率管制	存款准备金，存、贷款利率	银行间市场的利率和汇率衍生品
银监会	商业银行、信用社、信托公司、财务公司等				部分金融债（次级债、混合资本债等）的发行	信贷资产支撑证券的发行	商业银行理财产品、信托公司资金信托	业务指导，风险监控	银行业参与衍生品的风险监控
证监会	证券公司、基金公司、期货经纪公司等	上交所、深交所、期货交易所	股票的发行和交易(三板和股票的挂牌和交易归证券业协会管辖)	国债在交易所市场的交易	可转换债、企业债在交易所市场的交易	资产支撑证券的发行和在交易所市场的交易	基金、证券理财计划		交易所、证券公司开发的衍生品（如权证）、期货
保监会	保险公司						投联险		

根据 1992 年的《国库券条例》和财政部发布的各种部门规章，财政部负责管理国债的发行，并会同中国人民银行和证监会等机构一起，共同管理国债的交易流通机制。此外，财政部制定的会计准则、国家税务总局制定的税收政策等，也对金融机构的业务经营和金融产品的开发具有广泛、深刻的影响。

2000 年后，国家发改委依据 1993 年颁布的《企业债管理条例》，单独管理着企业债的发行，而企业债的上市交易则需要与人民银行和证监会进行协调。目前，在非金融企业发行的债务证券中，企业债与证监会管理的可转债、人民银行管理的短期融资券之间存在着潜在的冲突。

在银监会成立后，中国人民银行已经不直接负责银行类金融机构的监管，但是，它负责制定的准备金政策、利率政策等对商业银行的存、贷款业务和各种固定收益证券的发行、交易都有着重大的影响。在市场管理方面，无论是修改前还是修改后的《中国人民银行法》都规定，人民银行负责监督管理包括同业拆借市场、银行间债券市场、银行间外汇市场在内的银行间市场以及黄金市场。由于掌握着规模庞大、聚集着几乎全部机构投资者的银行间市场，人民银行对货币市场产品、债券产品及相关衍生品的发行和交易均拥有极大的管辖权。就此而论，与其他国家的中央银行相比，中国人民银行的权力要大得多。

2003 年从人民银行中分设出来的银监会，主要负责银行、信用社和信托公司的业务经营和风险监控。由于人民银行负责制定准备金政策、利率政策，并且也在对银行的各种活动实施窗口指导，因此，银监会与人民银行在银行业务管理方面存在着职能交叉。在银行产品方面，银监会主要是从风险控制和资本金管理等角度对银行业进行管理，并会同人民银行制定金融债、信贷资产支撑证券的管理办法。银监会单独管理的金融产品主要是目前方兴未艾的银行理财产品，但是，这些产品的发行不得违反人民银行的利率政策。

从 1998 年将证券业的监管权由人民银行全部划转证监会之后，证监会即单独管理着证券公司、基金公司、期货经纪公司以及证券交易所和期货交易所。从产品的管辖权看，股权产品、与股权产品相关的债券产品（如可转债）和衍生品（如权证）、期货的发行和交易的批准权完全由证监会独揽。在股权产品方面唯一的例外是“三板”中的股票，这主要由证监会下属的证券业协会负责管理。另外，“三板”中的中关村科技股的挂牌交易需经证券业协会和北京市政府共同批准。作为非金融企业债务融资的一部分，证监会管辖的可转债与发改委的企业债、人民银行管辖的短期融资券具有类似的功能，因而彼此间存在着竞争。在债券的交易方面，证监会下辖的交易所市场与人民银行下辖的银行间市场也存在着激烈的竞争。另外，在理财产品方面，公募形式的基金和私募形式的证券公司集合理财计划同银监会管辖的商业银行理财产品也具有较强的替代性。

在“一行三会”中，保监会管辖的机构和产品相对单纯。在机构方面，保监会只负责保险公司的管理；在产品方面，只负责监管保险公司开发的寿险和非寿险产品。如果说与其他主管机构在管辖权限方面有什么重叠的话，那也仅限于投资联结保险以及银行保险。

（未完待续）

主 办： 中国社会科学院金融研究所

主 编： 李 扬

副 主 编： 王国刚

联 系 人： 刘戈平

电 话： 010-85195338

电子信箱： ifb@cass.org.cn