



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006年第22期(总第134期)

2006年6月26日

流动性过剩压力下政府主导的 中国金融产品创新（下）*

中国社科院金融研究所 李扬 殷剑峰

三、多部门监管格局下的金融创新：特点和主要领域

综观各部门的管辖权限，我们可以发现，各部门权限基本无交叉的领域主要是分业监管格局下各金融子行业的传统业务和专营产品，例如：银行业的存、贷款业务，股票的发行和交易，除投资联结保险之外的保险产品等。各部门监管权限交叉较大的领域主要是非政府债券、资产支撑证券、理财产品及除金融机构发行的其他债券的交易。

*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。

另外，随着未来金融期货交易所的设立，在利率和汇率衍生品方面，银行间市场和交易所市场也将出现竞争。

1. 多部门监管格局下金融创新的特点

从近几年金融产品的发展来看，在多部门监管的格局下，由政府主导的金融创新具有非常鲜明的两大特点：第一，在权限无交叉领域，金融创新相对滞缓，即使有所创新，也多由外部压力所致；第二，在权限交叉领域，由于主管部门间以及主管部门下辖的机构间存在较为激烈的竞争，金融创新则相对活跃。

就第一个特点而言，突出表现在分业监管格局下各金融子行业的传统业务和产品，例如银行的存、贷款业务，多层次资本市场中场外股票市场的建设以及证券公司的经纪业务等等，虽然不断以创新相号召，但历经多年，江山依旧。由于存、贷款业务主要是靠的是吃息差，相对简单，本报告不拟多加讨论。在报告的第3章中，我们分析了目前“多层次”市场中的二板和三板市场。从有关讨论中可以看出，二板市场不仅在发行机制、交易机制等方面与主板完全一样，而且，在上市企业的特征方面也并未与主板市场拉开明显差距；至于三板市场，由于兼具“垃圾桶”的功能，并且在交易机制上也与主板雷同，其发展前景亦未可乐观。在以做市商为核心的场外股票市场难以建立的情况下，不仅中小企业的股权融资需求难以满足，而且，证券公司经纪业务的开展也受到限制。在本报告的第21章中我们将指出，迄今为止，证券公司的经纪业务依然处于“靠天收”的原始状态。

当然，在这些监管权限无交叉的领域中，也并非完全没有创新。例如，本报告第8章所讨论的央行票据就几乎是中国独有的金融创新产品。然而，这种创新产品的推出在很大程度上是近些年来流动性过剩压力所导致的被动结果。此外，本报告第11章讨论的利率和汇率衍生品也同流动性过剩压力有关：过剩的流动性迫使银行业越来越多地持有债券资产，从而在信用风险相对下降的同时，承担了越来越

的利率风险；另一方面，汇率机制改革进一步加大了流动性过剩的压力，并带来了额外的风险——汇率风险。银行业利率风险和汇率风险的迅速累积，是银行间市场持续推出相关衍生品的主要原因。

2. 多部门监管格局下金融创新的主要领域

我们已经指出：在各监管部门管辖权限交叉领域中发生的创新堪称 2005 年度最动人的风景线。如果以部门间权限交叉的程度大小来衡量，非政府债券、资产支撑证券、私募性质的理财产品等三类金融产品最为突出。表 2 总结了 2005 年中国主要的金融创新产品。

表 2 监管权限交叉领域的主要创新产品

大类	名称	适用法律和部门规章	主管部门	交易场所	承销机构	认购机构
非政府债券	企业债	企业债管理条例	发改委	银行间和交易所	证券公司	以保险公司、商业银行为主
	短期融资券	人民银行法、短期融资券管理办法	人民银行	银行间	商业银行为主	以商业银行为主
	次级债	人民银行法、商业银行法	人民银行、银监会	银行间	商业银行为主	以商业银行为主
	混合资本债	商业银行法	银监会、人民银行	银行间	商业银行为主	以上商业银行为主
	金融债	人民银行法	人民银行	银行间	商业银行	以商业银行为主
	可转债	公司法、证券法	证监会	银行间	证券公司	除银行以外的机构和投资者
资产支撑证券	信贷资产支撑证券	人民银行法、商业银行法、信托法、信贷资产证券化管理办法等	人民银行、银监会、证监会等	银行间	商业银行	以商业银行为主
	资产支持证券	证券法、证券公司客户资产管理业务试行办法	证监会	交易所	证券公司	除银行以外的机构和投资者
理财产品	商业银行理财产品	商业银行个人理财业务管理暂行办法等	银监会			以普通投资者为主
	基金、证券公司理财产品	证券法、基金法、证券公司客户资产管理业务试行办法	证监会			除银行以外的机构和投资者
	信托公司资金信托	信托法、信托公司管理办法、资金信托管理办法	银监会			除银行以外的机构和投资者

就非政府债券而言，2005 年最大的创新当属人民银行推出的短

期融资券(详见第7章)。事实上,短期融资券并非2005年的新产品,在本报告的第13章中,我们详细讨论了包括短期融资券在内的企业债券的发展历程。不过,在当前流动性过剩压力下,短期融资券的推出具有非常重要的意义,因为它极大地推动了我国直接融资、尤其是非金融企业债务融资市场的发展。此外,短期融资券的推出也带动了相关制度的创新。例如,短期融资券的发行实行备案制,从而打破了非金融企业债务融资方面长期存在的过度行政管制;短期融资券的发行还取消了担保,成为真正意义的基于企业信用的债券品种。在多部门监管的格局下,短期融资券还产生了额外的效应——极大地刺激了由国家发改委主管的企业债的发行。在第13章关于企业债的分析中我们可以看到,2005年企业债的实际发行量几乎比2004年翻了一倍。

资产支撑证券也是2005年创新的热点(参见第5章和第10章)。2005年8月26日,证监会依据《证券法》和《证券公司客户资产管理业务试行办法》,首先推出了中国联通CDMA网络租赁费收益计划。2005年4月,人民银行会同银监会制定了《信贷证券化管理办法》。随后,在2005年底和2006年初,国家开发银行和建设银行分别发行了开元一期(ABS)和建元一期(MBS)证券。如果说信托公司的资金信托和财产信托是中国私募性质证券化产品的先河,那么,开元一期和建元一期的发行则为中国公募性质的证券化产品的发展开辟了道路。由于证券化产品是转移银行业风险、发展固定收益证券市场的重要工具,因此,这将为缓解流动性过剩压力、改变中国以银行为主导的金融体系结构做出重要贡献。

私募性质的理财产品也层出不穷。中国的理财领域一向被基金、信托公司的资金信托和证券公司的委托理财所占据。在2005年,这种传统格局被打破了。本报告的第18章和第20章分别分析了2005年资金信托和基金的进一步发展,但是,在证券公司的理财产品方面,由于以往的理财丑闻以及证监会就此实施了较为严格的规定,2005

年几乎陷于停顿。故此，本报告未讨论证券公司的理财业务。与以往不同的是，商业银行开发的理财产品在 2005 年得到了飞速发展。在本报告的第 16 章中，我们详细分析了银行理财产品的种类、机制，并估算了其潜在规模。可以看到，尽管中国的衍生品市场尚处于起步阶段，但是，银行理财产品中的结构产品几乎涉及了衍生品的所有类别，而且，其规模可能非常惊人。

四、问题和改革：市场主导取代政府主导

回顾 2005 年的主要金融创新事件便可以看到，在流动性过剩的压力下，多部门监管的模式事实上促进了金融创新。然而，同样需要引起注意的是，这种创新模式也不可避免地产生了一些问题，从而不利于维护金融稳定和金融机构间的公平竞争。不过，在金融创新以政府为主导的格局没有改变之前，从多部门管理模式转向集中管理的模式可能存在风险，这是因为，在市场主体尚未成长起来并成为创新的基本动力之前，权力的高度集中将窒息中国的金融创新。为了能够兼得金融创新之“鱼”和金融稳定之“熊掌”，当前需要首先放松过度的行政管制，推动以市场主导的金融创新格局的形成。在此基础上，应逐步加强部门间的协调，再过渡到相对集中的管理模式，以适应混业经营的大趋势。

1. 多部门监管格局的问题

多部门分散监管的格局在推动金融创新的同时，也导致了一些问题，这主要表现在如下三个方面：

其一，各部门“跑马圈地”，有法不依，不利于建立统一的金融市场。以非政府债券的发行为例。从理论和各国监管的惯例来看，只要是公募形式的债券，无论是由金融企业发行，还是由非金融企业发行，都应该属于《公司法》和《证券法》的管辖范畴。但目前的情况是，在银行间市场公募发行的金融债、次级债、混合资本债以及短期融资券等，其依据的是《人民银行法》、《商业银行法》以及人民银行

和银监会颁布的部门规章；企业债的发行则依据 1993 年颁布的《企业债管理条例》。这些法规和条例或者不属于监管证券市场的专门法律，或者索性就是计划经济遗留下来的产物。各部门之所以不统一采纳《公司法》中界定的“公司债券”这个名称，其主要原因之一就在于：新、旧《公司法》中都没有明确规定由谁来负责公司债券的监督管理。在这种情况下，中国的公司债券市场就出现了其他国家所没有的特点：原本应该统一的公司债券被各主管部门分割为名目繁多的债券品种。

同样，在资产支撑证券市场中也存在着类似问题。众所周知，除了结构金融产品之外，普通的资产支撑证券通常要求破产隔离和真实出售，而实现破产隔离和真实出售的手段在大陆法系国家和普通法系国家都只能依靠信托机制。但是，证监会批准发行的资产支持证券依据的却是《证券公司客户资产管理业务试行办法》这种部门规章，据此，只能以委托理财这种极其模糊的方式进行处理。之所以如此，是因为在规制信托的“一法两规”中，明确规定只有信托公司才能以“信托”的名义从事业务经营，而信托公司的管辖权则隶属于银监会。

类似的问题还发生在银行理财产品中。从第 16 章的分析中我们看到，银行业开发的普通理财产品与债券基金、货币基金并无二致，而银行业之所以选择理财产品而不采取基金这种更为规范的形式，主要同基金的设立需要银监会、证监会两部门协调有关。

其二，监管标准各不相同，不利于经营类似产品的不同机构开展竞争。在目前金融混业已经“暗渡陈仓”的格局下，多部门管理可能导致不公平竞争和市场的分割。理财产品便是适例。对于商业银行开展的理财业务，银监会颁布了《商业银行个人理财业务管理办法》及其他部门规章；对于证券公司开展的理财业务，证监会则颁布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》。稍加分析便可发现：这两个办法在管理的松紧程度及合理性方面存在着较大的差异。

例如，在银监会的办法中，商业银行理财产品被分为“保证收益计划”和“非保证收益计划”，起始委托金额都是5万元人民币和5千美元等值外币，其中，非保证收益计划只需在发行前10日报送材料备案即可。相比之下，证监会的办法则严格得多（也未尽合理）。证监会将证券公司的集合理财产品分为“限定性集合资产管理计划”和“非限定性集合资产管理计划”，前者的起始委托金额是5万元人民币，后者则高达10万人民币，同时，证券公司发行两种产品事实上都需要严格的行政审批。

在理财产品的托管方面，银监会的办法规定：“对于可以由第三方托管的客户资产，应当由第三方托管”；而证监会的规定是：“将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管”。显然，这两个托管标准也相去甚远。

此外，证监会的办法中还强行规定证券公司的集合理财计划要分为“均等的份额”，并且不得转让，这些规定，使得理财业务之“量身定制”的精髓难以充分体现。

其三，主管部门间的竞争便利了市场参与机构进行监管套利，可能会诱发市场参与机构的道德风险，不利于金融稳定。从金融产品的创新主体和监管主体的关系看，在正常情况下应该是监管主体作为“裁判员”，市场参与主体作为“运动员”。然而，在政府主导、多部门分散管理的格局下，监管部门在相当程度上同时扮演了两种角色。在这种情况下，作为“运动员”的市场机构或者面临不公平竞争的问题，或者就会利用监管机构间的竞争，实施监管套利，从而有可能引发道德风险。在这方面，2004年上海证券交易所暴露的回购丑闻便是适例：在同银行间市场竞争的过程中，为了增加债券的交易量，证券公司有意无意地挪用了客户的券、款。目前，这种问题同样表现在银行理财产品上。在过于宽松的监管环境下，银行理财产品中潜在的道德

风险，正在侵蚀着银行业原本良好的信誉。

2. 改革方向：在市场主导的基础上加强部际协调

既然多部门分散监管存在着多方面的缺陷，克服这一缺陷的基本思路便是统一监管。但是，从分散监管过渡到统一监管的步调则须讨论。我们认为，在回答这些问题之前，我们首先需要从金融创新和金融监管等两个角度，来对主要国家金融体系的特点做一比较分析。

以金融创新的主体为分析起点，我们可以将不同国家的金融体系划分为两类：市场主导和政府主导。市场主导以美国、英国等为代表（详见表 3）。在那里，金融创新的主体是各种市场机构，监管当局对证券的发行和交易较少管制，其证券的发行的制度以注册制为主；相反，在政府主导的模式下，证券的发行和交易都受到严格的管制，监管部门取代了市场参与机构而成为主要的创新主体。中国和 1998 年金融大爆炸改革前的日本都归属于政府主导。

表 3 按照金融创新主体和监管模式划分的四类金融体系

	市场主导	政府主导
集中管理	金融创新主体：市场参与机构；金融监管：权力集中。典型代表：1998 年后的英国。	金融创新主体：监管部门；金融监管：权力集中。典型代表：1998 年前的日本
分散管理	金融创新主体：市场参与机构；金融监管：权力分散。典型代表：1999 年前的美国。	金融创新主体：监管部门；金融监管：权力分散。典型代表：中国。

按照金融监管的模式，我们可以将不同国家的金融体系区分为分散管理和集中管理两类。分散管理源于分业监管的传统，如 1999 年《金融服务现代化法案》颁布前的美国和目前的中国。从表 4 可以看到，除了少了一个国家发改委，并且，美国财政部下属的货币审计署的职能较强之外，美国的模式与中国大体相同。集中管理现在已经成为一个趋势，其主要原因在于金融机构日趋混业经营。在集中管理方面，1998 年《金融服务和市场法案》颁布后的英国最为典型，而 1999

年《金融服务现代化法案》颁布后的美国也在朝这个方向发展。不过，集中管理也并非完全由混业趋势所推动，例如，从二战后直至 1998 年，日本的金融监管权力完全集中于大藏省，而其理论逻辑则与政府主导经济发展的东亚模式有关。

表 4 分散管理的美国监管体系

	管辖的机构	管辖的市场	管辖的产品	不受或基本不受监管的市场和产品
美联储、货币审计署和联邦存款保险公司等	存款机构，金融控股公司	以联邦资金、政府债券回购交易为主的货币市场		债券和衍生品的场外交易市场；政府证券、商业票据、
证券交易委员会	交易所、证券业协会、经纪人、交易商	交易所、纳斯达克	除国债和商业票据之外的公募证券，期权等。	私募证券、场外交易的固定收益证券和衍生品等。
商品期货交易委员会	期货经纪公司	期货交易所	商品期货和金融期货	
州保险监管署	保险公司		保险产品	

即使不从理论上进行推演，而只看历史上实际发生的情况，我们也能够得出这样的结论：在按照以上两个特征划分的四类金融体系中（参见表 3），真正能够兼顾金融创新之“鱼”和“金融稳定”之熊掌的就是市场主导和集中管理的金融体系，因而当属最佳模式。英国目前属于这种模式的代表，而 1999 年后的美国也在朝这个方向发展。最不利于金融创新的就是政府主导、同时实行集中管理的金融体系，其典型代表是 1998 年前的日本。实际上，日本的模式当属最差，它不仅不利于金融创新，而且，在金融稳定方面，其表现也极其糟糕。

其余两种则属于次优模式。在混业经营格局下，市场主导、分散管理的金融体系有利于金融创新、但不利于监管，其典型代表是 1999 年前的美国。中国属于政府主导和分散管理的模式。如前所述，在名为分业、实为混业的背景下，分散管理产生了多方面的问题。尽管如此，在政府主导而非市场主导的大环境下，与这种模式所带来的好处、即有利于促进金融创新相比，我们以为，其利仍然是大于弊的。这里的根本原因在于，对于促进金融创新和保持金融稳定两个目标来说，

当前我们并非处于二者只能择一的状态。相反，由于目下对金融稳定的最大威胁在于流动性过剩，而解决流动性过剩的手段只能是依靠金融创新，因此，至少在可预见的未来几年里，金融创新和金融稳定在监管目标是统一的。

如果将今天的中国和“广场协议”后的日本进行对比就会发现，我们目前遇到的两难问题——利用过剩流动性、同时防止资产价格泡沫——在当年的日本也发生过。另一方面，对比一下近些年中国的金融产品创新和当年日本的情况，我们也可以说，中国的表现要比当年的日本好得多。其中原因自然自然是多方面的，但不容忽视的一点就是，与权力高度集中的日本大藏省相比，中国分散管理格局下相互竞争的各主管部门显然更利于金融创新。

当然，分散管理所导致的缺陷需要得到解决。但是，我们以为，当前首先要做的是放松过度的行政管制，用市场主导的金融创新逐渐取代政府主导的金融创新，从而实现由政府主导、分散管理模式向市场主导、分散管理模式的过渡。在此基础上，逐步建立部际协调机制，统一监管标准，顺应混业经营的大趋势，最终达到市场主导、集中管理的最佳状态。

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