

中国金融监管改革：逻辑与选择

吴晓求^①

中国人民大学副校长，中国财政金融政策研究中心

摘要：一国金融监管架构和监管重点，与该金融结构和金融风险的特性有着密切关系。金融监管改革的基本逻辑是，金融结构渐进而趋势性调整和由此引起的金融风险的巨大变化。

中国金融结构（主要指金融资产结构）正在缓慢地发生着趋势性变化。在社会金融资产中，证券化金融资产的占比在巨大变动中呈上升趋势，在商业银行体系内表外业务呈强劲的上升趋势；金融结构的变化导致金融风险的来源发生重大变化，金融风险的性质和结构亦会由此发生重要变化。在金融风险中，透明度风险快速上升，资本不足风险仍然严峻，但权重下降是个不争的事实。中国金融风险实际上不再主要表现为资本不足的风险，而主要表现为资本不足风险与透明度风险的并重。

中国金融监管改革的基本要点是：监管模式上，实现微观审慎监管与宏观审慎政策的协调和功能上的一致；监管架构上，在功能调整后的央行和赋予微观审慎监管功能的“金监会”（金融监督管理委员会）的基础上，构建具有“双峰”形态的监管架构；监管重点从资本监管逐渐调整为资本监管与透明度监管并重；监管方式从传统监管逐步过渡到智能监管与传统监管相结合并渐进以智能监管为主。

关键词：金融结构 金融风险 金融监管 理论逻辑

Abstract

A country's financial regulatory framework and regulatory focus are closely related to the characteristics of the country's financial pattern, financial structure and financial risk. The logic of financial regulation reform is the gradual as well as the tendency of the financial structure adjustment and the resulting great changes in the financial risks.

China's financial structure (mainly referring to financial assets structure) is in slowly changing trend. Among the social financial assets, the proportion of securitized financial assets is on the rise in the great changes, and the off-balance business in the commercial banking system show a strong upward trend. The change of the financial structure leads to a significant change in

^① 作者简介：吴晓求，中国人民大学副校长、财政金融学院教授，金融与证券研究所所长，教育部长江学者特聘教授，100872

the source of the financial risk, and accordingly, the nature and structure of financial risk will also be significantly changed. Among financial risks, the risk of transparency increases rapidly. The risk of capital shortage is still severe, but the weight loss is an indisputable fact. The capital inadequacy risk is no longer the main reason for China's financial risk. In fact, China's financial risk has changed from the capital inadequacy risk to the co-existence of the capital shortage risk and the transparency risk.

The basic points of reform of financial regulation in China are: Firstly, in the regulatory pattern, to realize the functional coordination and unification of micro-prudential supervision and macro-prudential policy. Secondly, in the regulatory framework, based on adjusting the function of the People's Bank of China and giving the micro-prudential supervision function to "the FRC" (Financial Regulatory Commission), to establish the "twin peaks regulation" system. Thirdly, in the regulatory focus, to focus on both the capital regulation and the transparency regulation. Fourthly, in the regulatory approach, to lay emphasis on the integration of the traditional regulatory and the intelligent supervision, and gradually pay more attention to the intelligent supervision.

Key words: Financial Structure; Financial Risk; Financial Regulation; The theory of logical

一国金融监管架构和监管重点虽与该国文化、传统、法律有密切关系，但更与其金融模式和金融结构有着直接的关联。不同的金融结构衍生出不同的金融风险，也孕育着不同的金融模式。一国金融结构的形成及其裂变过程，除金融文化有潜移默化的影响外，则主要由经济发展阶段和居民收入水平等经济因素决定。金融监管的核心要义是阻碍风险，收缩风险的传递效应，防止风险外部性泛滥，使风险能得以收敛，以维护金融市场和金融体系的稳定和有效。

中国金融体系和金融结构似乎正处在一个敏感变革期。这种变革的力量既来自于实体经济需求，也来自于国际化外部竞争压力。内部需求和外部压力推动金融创新，推动金融结构的升级和金融功能的完善，进而推进中国金融监管架构的变革和完善。

一、中国金融结构变动趋势

中国近 20 年乃至未来金融结构已经或正在发生什么样的变化？本文试图从三个方面来观测这种变化，时间跨度 20 余年，即大体从 1995 年到 2016 年。

1. 中国经济货币金融环境的变化

一国金融结构的变化，与该国的货币金融环境有密切关系。一般来说，经济的货币金融环境，是该国金融结构变化的基础。进入新世纪以来，中国经济的货币金融环境有了重大变化。这里主要从中国经济的货币化率（M2/GDP），金融化率（F/GDP）和证券化率（S/GDP，S1/GDP）等指标加以观测。

表 1 中国经济货币化率（M2/GDP）变动情况（1995-2016 年） 单位：亿元人民币

指标 年份	GDP		M2		经济货币化率(M2/GDP)
	规模	增长率	规模	增长率	
1995	61339.90	11.00%	60750.50	29.5%	0.9904
1996	71813.60	9.90%	76094.90	25.3%	1.0596
1997	79715.00	9.20%	90995.30	17.3%	1.1415
1998	85195.50	7.80%	104498.50	14.8%	1.2266
1999	90564.40	7.70%	119897.90	14.7%	1.3239
2000	100280.10	8.50%	134610.30	12.3%	1.3423
2001	110863.10	8.30%	158301.90	14.4%	1.4279
2002	121717.40	9.10%	185006.97	16.8%	1.5200
2003	137422.00	10.00%	221222.80	19.6%	1.6098
2004	161840.20	10.10%	254107.70	14.7%	1.5701
2005	187318.90	11.40%	298755.70	17.6%	1.5949
2006	219438.50	12.70%	345577.90	16.9%	1.5748
2007	270232.30	14.20%	403442.21	16.7%	1.4929
2008	319515.50	9.70%	475166.60	17.8%	1.4871
2009	349081.40	9.40%	610224.50	28.5%	1.7481
2010	413030.30	10.60%	725851.80	19.7%	1.7574
2011	489300.60	9.50%	851590.90	13.6%	1.7404
2012	540367.40	7.90%	974148.80	13.8%	1.8028
2013	595244.40	7.80%	1106524.98	13.6%	1.8589
2014	643974.00	7.30%	1228374.81	12.2%	1.9075
2015	685505.80	6.90%	1392278.11	13.3%	2.0310
2016	744127.20	6.70%	1550066.67	11.3%	2.0831

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

表 2 中国经济金融化率 (F/GDP) 变动情况 (1995-2016 年) 单位: 亿元人民币

指标 年份	金融总资产 F	GDP	经济金融化率 (F/GDP)
1995	68727.28	61339.90	1.1204
1996	93767.93	71813.60	1.3057
1997	120286.25	79715.00	1.5090
1998	142315.94	85195.50	1.6705
1999	168799.46	90564.40	1.8639
2000	209219.70	100280.10	2.0864
2001	232202.06	110863.10	2.0945
2002	260366.13	121717.40	2.1391
2003	311985.06	137422.00	2.2703
2004	351715.57	161840.20	2.1732
2005	411034.77	187318.90	2.1943
2006	533296.70	219438.50	2.4303
2007	859298.57	270232.30	3.1799
2008	753660.11	319515.50	2.3588
2009	1035299.25	349081.40	2.9658
2010	1198184.73	413030.30	2.9010
2011	1290667.77	489300.60	2.6378
2012	1467401.49	540367.40	2.7156
2013	1645765.88	595244.40	2.7649
2014	1960968.40	643974.00	3.0451
2015	2408973.71	685505.80	3.5142
2016	2701330.23	744127.20	3.6302

注: 此处金融总资产 $F=M2$ +股票市值+债券余额; 债券余额为 Wind 债券分类下的债券余额, 下文同样。

资料来源: 国家统计局、Wind 资讯

表 3 中国经济证券化率 (S/GDP) 变动情况 (1995-2016 年) 单位: 亿元人民币

类别 年份	股票 S1		债券余额 S2 (3)	证券化金融 资产* S=S1+S2 (4)	GDP (5)	狭义 证券化 率 S1/GDP (2)/(5)	广义 证券化 率 S/GDP (4) / (5)
	流通市值 (1)	总市值 (2)					
1995	938.22	3474.28	4502.50	7976.78	61339.90	0.0566	0.1300
1996	2867.03	9842.39	7830.64	17673.03	71813.60	0.1371	0.2461
1997	5204.42	17529.24	11761.71	29290.95	79715.00	0.2199	0.3674
1998	5745.59	19521.81	18295.63	37817.44	85195.50	0.2291	0.4439
1999	8213.97	26471.18	22430.38	48901.56	90564.40	0.2923	0.5400
2000	16087.52	48090.94	26518.46	74609.40	100280.10	0.4796	0.7440
2001	14463.17	43522.20	30377.96	73900.16	110863.10	0.3926	0.6666
2002	12484.56	38329.13	37030.03	75359.16	121717.40	0.3149	0.6191
2003	13178.52	42457.72	48304.54	90762.26	137422.00	0.3090	0.6605
2004	11688.64	37055.57	60552.30	97607.87	161840.20	0.2290	0.6031
2005	10630.52	32430.28	79848.79	112279.07	187318.90	0.1731	0.5994
2006	25003.64	89403.89	98314.91	187718.80	219438.50	0.4074	0.8555
2007	93064.35	327141.00	128715.36	455856.36	270232.30	1.2106	1.6869
2008	45213.90	121366.43	157127.08	278493.51	319515.50	0.3798	0.8716
2009	151258.65	243939.12	181135.63	425074.75	349081.40	0.6988	1.2177
2010	193110.41	265422.59	206910.34	472332.93	413030.30	0.6426	1.1436
2011	164921.30	214758.10	224318.77	439076.87	489300.60	0.4389	0.8974
2012	181658.26	230357.62	262895.07	493252.69	540367.40	0.4263	0.9128
2013	199579.54	239077.19	300163.71	539240.90	595244.40	0.4016	0.9059
2014	315624.31	372546.96	360046.63	732593.59	643974.00	0.5785	1.1376
2015	417925.40	531304.20	485391.40	1016695.6	685505.80	0.7751	1.4831
2016	393266.27	508245.11	643018.45	1151263.56	744127.20	0.6830	1.5471

注: *此处证券化金融资产不包括基金。

资料来源: 国家统计局、Wind 资讯

从表 1、2、3 可以看到，M2 和金融资产增长速度要快于 GDP 增长速度，平均每年分别高于 GDP 增长 7.67 个百分点和 10.95 百分点。2000 年经济货币化率（M2/GDP）1.3423，2010 年为 1.7574，2015 年又上升到 2.0310，2016 年则为 2.0831，表现为稳定的上升趋势；2000 年金融化率（F/GDP）2.0864，2010 年 2.9010，2015 年上升到 3.5142，2016 年则为 3.6302，经济金融化率中间虽略有波动，但总体呈上升趋势，中间的波动与股票市场的波动有一定关系。经济证券化率（S/GDP，S1/GDP）虽表现出明显的不确定性，但隐约仍然呈缓慢上升的趋势。经济证券化率这种不确定性主要由股市的波动性决定的。

2. 全社会金融资产结构的变化

金融资产有不同的分类。基于不同的分类和分析目的，金融资产的计算口径和方法亦不同，统计出的结果也有很大差别。这里，我们主要从两个角度来分析中国金融资产结构的变化：一是，金融资产的属性（货币属性和资产属性）和流动性差异角度，即从货币的层次，M0、M1、M2 和证券化金融资产角度来分类金融资产，以观察其内部的结构变化。二是，从商业银行的信贷资产和证券化金融资产的比较，来观测金融资产结构的变动。

表4 中国金融资产分类变动（I）（1995-2016年）（基于货币资产与证券化金融资产的比较）

单位：亿元人民币

类别 年份	M2		证券化金融资产 S (S=S1+S2)						MS (M2+S)	
	规模	增长率	股票市值 (S1)		债券余额 (S2)		S 总规模	S 增长率	规模	增长率
			市值	增长率	规模	增长率				
1995	60750.50	29.5%	3474.28	-5.86%	4502.50	72.16%	7976.78	26.50%	68727.28	29.12%
1996	76094.90	25.3%	9842.39	183.29%	7830.64	73.92%	17673.03	121.56%	93767.93	36.43%
1997	90995.30	17.3%	17529.24	78.10%	11761.71	50.20%	29290.95	65.74%	120286.25	28.28%
1998	104498.50	14.8%	19521.81	11.37%	18295.63	55.55%	37817.44	29.11%	142315.94	18.31%
1999	119897.90	14.7%	26471.18	35.60%	22430.38	22.60%	48901.56	29.31%	168799.46	18.61%
2000	134610.30	12.3%	48090.94	81.67%	26518.46	18.23%	74609.40	52.57%	209219.70	23.95%
2001	158301.90	14.4%	43522.20	-9.50%	30377.96	14.55%	73900.16	-0.95%	232202.06	10.98%
2002	185006.97	16.8%	38329.13	-11.93%	37030.03	21.90%	75359.16	1.97%	260366.13	12.13%
2003	221222.80	19.6%	42457.72	10.77%	48304.54	30.45%	90762.26	20.44%	311985.06	19.83%
2004	254107.70	14.7%	37055.57	-12.72%	60552.30	25.36%	97607.87	7.54%	351715.57	12.73%
2005	298755.70	17.6%	32430.28	-12.48%	79848.79	31.87%	112279.07	15.03%	411034.77	16.87%
2006	345577.90	16.9%	89403.89	175.68%	98314.91	23.13%	187718.80	67.19%	533296.70	29.74%
2007	403442.21	16.7%	327141.00	265.91%	128715.36	30.92%	455856.36	142.84%	859298.57	61.13%
2008	475166.60	17.8%	121366.43	-62.90%	157127.08	22.07%	278493.51	-38.91%	753660.11	-12.29%
2009	610224.50	28.5%	243939.12	100.99%	181135.63	15.28%	425074.75	52.63%	1035299.25	37.37%

类别 年份	M2		证券化金融资产 S (S=S1+S2)						MS (M2+S)	
	规模	增长率	股票市值 (S1)		债券余额 (S2)		S 总规模	S 增长率	规模	增长率
			市值	增长率	规模	增长率				
2010	725851.80	19.7%	265422.59	8.81%	206910.34	14.23%	472332.93	11.12%	1198184.73	15.73%
2011	851590.90	13.6%	214758.10	-19.09%	224318.77	8.41%	439076.87	-7.04%	1290667.77	7.72%
2012	974148.80	13.8%	230357.62	7.26%	262895.07	17.20%	493252.69	12.34%	1467401.49	13.69%
2013	1106524.98	13.6%	239077.19	3.79%	300163.71	14.18%	539240.90	9.32%	1645765.88	12.16%
2014	1228374.81	12.2%	372546.96	55.83%	360046.63	19.95%	732593.59	35.86%	1960968.40	19.15%
2015	1392278.11	13.3%	531304.20	42.61%	485391.40	34.81%	1016695.60	38.78%	2408973.71	22.85%
2016	1550066.67	11.3%	508245.11	-4.34%	643018.45	32.47%	1151263.56	13.24%	2701330.23	12.14%

资料来源：国家统计局、Wind 资讯、《中国统计年鉴（2016）》

注：（1）2011 年 10 月起，货币供应量 M2 已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款；

（2）MS 是从流动性差异的角度和持有主体（居民部门、企业部门、政府部门以及海外部门）持有商业银行和资本市场证券化金融资产（不包括基金）的全部金融资产，但不包括四部门持有主体持有的非银行金融机构的金融资产；

（3）此表略去了 M0、M1 的变化。

表 5 中国金融资产分类变动 (I) (1995-2016 年)
(基于货币资产与证券化金融资产的比较)

类别 年份	S1/S	M2/S	M2/MS	S/MS
1995	0.4355	7.6159	0.8839	0.1161
1996	0.5569	4.3057	0.8115	0.1885
1997	0.5985	3.1066	0.7565	0.2435
1998	0.5162	2.7632	0.7343	0.2657
1999	0.5413	2.4518	0.7103	0.2897
2000	0.6446	1.8042	0.6434	0.3566
2001	0.5889	2.1421	0.6817	0.3183
2002	0.5086	2.4550	0.7106	0.2894
2003	0.4678	2.4374	0.7091	0.2909
2004	0.3796	2.6034	0.7225	0.2775
2005	0.2888	2.6608	0.7268	0.2732
2006	0.4763	1.8409	0.6480	0.3520
2007	0.7176	0.8850	0.4695	0.5305
2008	0.4358	1.7062	0.6305	0.3695
2009	0.5739	1.4356	0.5894	0.4106
2010	0.5619	1.5367	0.6058	0.3942
2011	0.4891	1.9395	0.6598	0.3402
2012	0.4670	1.9749	0.6639	0.3361
2013	0.4434	2.0520	0.6723	0.3277
2014	0.5085	1.6767	0.6264	0.3736
2015	0.5226	1.3694	0.5780	0.4220
2016	0.4415	1.3464	0.5738	0.4262

表 4 和表 5, 表示的是 1995 年-2016 年 20 年间金融资产结构中, 货币资产与证券化金融资产的规模扩张、增长情况及其结构变化。这里, 除广义货币 M2 外, S 表示证券化金融资产, S1 和 S2 分别表示股票和债券, $S=S1+S2$; MS 表示 M2+S 口径意义上的金融总资产。

从表 4、表 5 的数据变动趋势看, 可观测到以下变化:

(1) M2 以较快速度增长, 除少数年份 (如 1995、1996、2008) 增长速度超过 20%, 多数年份在 16%左右波动, 2011 年增速开始下落到 13%左右, 且相对平稳。与此同时, 证

券化金融资产（S）则呈现跳跃式扩张，波动幅度很大，这主要是由股票（S1）市场的巨大波动所致。

（2）从内部结构和比例看，证券化金融资产的比例（S/MS）期间虽有剧烈波动，但总体上开始呈现出上升趋势。

（3）在证券化金融资产中，股票（S1）市值占比（S1/S）亦在波动中呈上升趋势。

表6和表7是从银行信贷资产与证券化金融资产的分类角度，对中国金融资产规模增长及其结构变化所作的统计和分析，实际上是对所谓直接融资与间接融资存量结果的比较，从研究金融资产结构变动的角度看，这种分析比流量意义上的比较分析要科学而准确。

表6 中国金融资产分类变动(II)(1995-2016年) (基于银行信贷资产与证券化金融资产的比较) 单位:亿元人民币

类别 年份	银行信贷资产 C (金融机构各项贷款余额)		证券化金融资产 S (S=S1+S2)					CS (C+S)		
	规模	增长率	股票市值 (S1)		债券余额 (S2)		S=S1+S2 总规模	S 增长率	规模	增长率
			市值	增长率	规模	增长率				
1995	50544.10	26.44%	3474.28	-5.86%	4502.50	72.16%	7976.78	26.50%	58520.88	26.44%
1996	61156.60	21.00%	9842.39	183.29%	7830.64	73.92%	17673.03	121.56%	78829.63	34.70%
1997	74914.10	22.50%	17529.24	78.10%	11761.71	50.20%	29290.95	65.74%	104205.05	32.19%
1998	86524.10	15.50%	19521.81	11.37%	18295.63	55.55%	37817.44	29.11%	124341.54	19.32%
1999	93734.30	8.33%	26471.18	35.60%	22430.38	22.60%	48901.56	29.31%	142635.86	14.71%
2000	99371.07	6.01%	48090.94	81.67%	26518.46	18.23%	74609.40	52.57%	173980.47	21.98%
2001	112314.70	13.03%	43522.20	-9.50%	30377.96	14.55%	73900.16	-0.95%	186214.86	7.03%
2002	131293.93	16.90%	38329.13	-11.93%	37030.03	21.90%	75359.16	1.97%	206653.09	10.98%
2003	158996.23	21.10%	42457.72	10.77%	48304.54	30.45%	90762.26	20.44%	249758.49	20.86%
2004	177363.49	11.55%	37055.57	-12.72%	60552.30	25.36%	97607.87	7.54%	274971.36	10.09%
2005	194690.39	9.77%	32430.28	-12.48%	79848.79	31.87%	112279.07	15.03%	306969.46	11.64%
2006	225285.28	15.71%	89403.89	175.68%	98314.91	23.13%	187718.80	67.19%	413004.08	34.54%
2007	261690.88	16.16%	327141.00	265.91%	128715.36	30.92%	455856.36	142.84%	717547.24	73.74%
2008	303394.64	15.94%	121366.43	-62.90%	157127.08	22.07%	278493.51	-38.91%	581888.15	-18.91%

类别 年份	银行信贷资产 C (金融机构各项贷款余额)		证券化金融资产 S (S=S1+S2)					CS (C+S)		
	规模	增长率	股票市值 (S1)		债券余额 (S2)		S=S1+S2 总规模	S 增长率	规模	增长率
			市值	增长率	规模	增长率				
2009	399684.82	31.74%	243939.12	100.99%	181135.63	15.28%	425074.75	52.63%	824759.57	41.74%
2010	479195.55	19.89%	265422.59	8.81%	206910.34	14.23%	472332.93	11.12%	951528.48	15.37%
2011	547946.69	14.35%	214758.10	-19.09%	224318.77	8.41%	439076.87	-7.04%	987023.56	3.73%
2012	629909.64	14.96%	230357.62	7.26%	262895.07	17.20%	493252.69	12.34%	1123162.33	13.79%
2013	718961.46	14.14%	239077.19	3.79%	300163.71	14.18%	539240.90	9.32%	1258202.36	12.02%
2014	816770.01	13.60%	372546.96	55.83%	360046.63	19.95%	732593.59	35.86%	1549363.6	23.14%
2015	939540.16	14.03%	531304.20	42.61%	485391.40	34.81%	1016695.60	38.78%	1956235.76	26.26%
2016	1066040.06	13.50%	508245.11	-4.34%	643018.45	32.47%	1151263.56	13.24%	2217303.62	13.35%

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

表7 中国金融资产分类变动(II)(1995-2016年)
(基于银行信贷资产与证券化金融资产的比较)

类别 年份	C/CS	S/CS	S/C	S1/C	S1/S	S1/CS
1995	0.8637	0.1363	0.1578	0.0687	0.4355	0.0594
1996	0.7758	0.2242	0.2890	0.1609	0.5569	0.1249
1997	0.7189	0.2811	0.3910	0.2340	0.5985	0.1682
1998	0.6959	0.3041	0.4371	0.2256	0.5162	0.1570
1999	0.6572	0.3428	0.5217	0.2824	0.5413	0.1856
2000	0.5712	0.4288	0.7508	0.4840	0.6446	0.2764
2001	0.6031	0.3969	0.6580	0.3875	0.5889	0.2337
2002	0.6353	0.3647	0.5740	0.2919	0.5086	0.1855
2003	0.6366	0.3634	0.5708	0.2670	0.4678	0.1700
2004	0.6450	0.3550	0.5503	0.2089	0.3796	0.1348
2005	0.6342	0.3658	0.5767	0.1666	0.2888	0.1056
2006	0.5455	0.4545	0.8332	0.3968	0.4763	0.2165
2007	0.3647	0.6353	1.7420	1.2501	0.7176	0.4559
2008	0.5214	0.4786	0.9179	0.4000	0.4358	0.2086
2009	0.4846	0.5154	1.0635	0.6103	0.5739	0.2958
2010	0.5036	0.4964	0.9857	0.5539	0.5619	0.2789
2011	0.5552	0.4448	0.8013	0.3919	0.4891	0.2176
2012	0.5608	0.4392	0.7831	0.3657	0.4670	0.2051
2013	0.5714	0.4286	0.7500	0.3325	0.4434	0.1900
2014	0.5272	0.4728	0.8969	0.4561	0.5085	0.2405
2015	0.4803	0.5197	1.0821	0.5655	0.5226	0.2716
2016	0.4808	0.5192	1.0799	0.4768	0.4415	0.2292

从表6、表7的历史数据看,可观测到以下变化:

(1) 与证券化金融资产(S)的快速扩张且波动大(主要是股票市值的巨大波动所致)相比较,银行信贷资产(C)的增长速度平均要略慢于S的扩张速度,且年度之间增长速度亦表现出较大的波动性。其中,有1年(2009)增速超过30%,有5年(1995-1997, 2003, 2010)增速接近或超过20%,有3年低于10%(1999, 2000, 2005),其余年份大都在11%-15%之间波动。银行信贷资产的扩张和证券化金融资产的增长具有相似的不稳定性,只不过前者(S)的不稳定性更为明显,这主要源自于股票市场的巨大波动。

(2) 在CS(C+S)口径范围的金融资产中,信贷资产占比(C/CS)呈下降趋势,证券化金融资产占比呈上升态势。其中,狭义证券化资产占比(S1/CS)在波动中相对平稳且略有上升。存量意义上的间接融资与直接融资之比正在悄然地发生变化。

3. 居民部门持有金融资产的结构变化

居民部门持有金融资产结构的变化，是观察、分析金融资产结构变动的重要窗口。表 8 是 1995 年至 2014 年居民部门金融资产持有类型、数量和结构的变化，这里居民部门持有的证券化资产新增了证券投资基金份额(S3)，居民部门持有的非证券化金融资产表示为(F)，合计表示的是 FS 口径下居民部门持有的总金融资产。

表 8

居民部门金融资产结构变化 (1995-2014 年) *

单位: 亿元人民币

类别 年份	证券化金融资产 (S)								非证券化金融资产 (F)		总金融资产 (FS)		证券化、非证券化资产占比		
	股票 (S1)		债券 (S2)		保险准备金 (2004 年以前) / 证券投资基金份额 (2004 年以后) (S3)		总和 (S=S1+S2+S3)		通货及存款		数量	增长率	S/FS	(S1+S2)/FS	F/FS
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率					
1995	475	-2.66%	2954.9	25.18%	304.3	42.46%	3734.2	21.95%	35970.5	31.52%	39704.7	30.56%	9.40%	8.64%	90.60%
1996	1508	217.47%	4206.3	42.35%	431.6	41.83%	6145.9	64.58%	45562.4	26.67%	51708.3	30.23%	11.89%	11.05%	88.11%
1997	2914	93.24%	5987.2	42.34%	503.6	16.68%	9404.8	53.03%	54421.6	19.44%	63826.4	23.44%	14.73%	13.95%	85.27%
1998	3679	26.25%	7400.2	23.60%	762.4	51.39%	11841.6	25.91%	62400.6	14.66%	74242.2	16.32%	15.95%	14.92%	84.05%
1999	4928.4	33.96%	9702.4	31.11%	891.2	16.89%	15522	31.08%	70386.2	12.80%	85908.2	15.71%	18.07%	17.03%	81.93%
2000	9652.5	95.85%	12274.4	26.51%	1003	12.54%	22929.9	47.73%	75373.7	7.09%	98303.6	14.43%	23.33%	22.31%	76.67%
2001	8677.9	-10.10%	13941.6	13.58%	1438	43.37%	24057.5	4.92%	85555.6	13.51%	109613	11.50%	21.95%	20.64%	78.05%
2002	7491	-13.68%	15007.4	7.64%	2298	59.81%	24796.4	3.07%	100733	17.74%	125529	14.52%	19.75%	17.92%	80.25%
2003	7907.4	5.56%	18082.9	20.49%	3030	31.85%	29020.3	17.03%	119415	18.55%	148435	18.25%	19.55%	17.51%	80.45%
2004	8897	-	6293	-	1905	-	32974	-	147395	-	180369	-	18.28%	8.42%	81.72%
2005	7865	-11.60%	6534	3.83%	2449	28.56%	38587	17.02%	170496	15.67%	209083	15.92%	18.46%	6.89%	81.54%

类别 年份	证券化金融资产 (S)								非证券化金融资产 (F)		总金融资产 (FS)		证券化、非证券化资产占比		
	股票 (S1)		债券 (S2)		保险准备金 (2004 年以前) / 证券投资基金份额 (2004 年以后) (S3)		总和 (S=S1+S2+S3)		通货及存款		数量	增长率	S/FS	(S1+S2)/FS	F/FS
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率					
2006	17001	116.16%	6944	6.27%	5618	129.40%	57394	48.74%	194206	13.91%	251600	20.33%	22.81%	9.52%	77.19%
2007	51604	203.54%	6707	-3.41%	29716	428.94%	128444	123.79%	207051	6.61%	335495	33.34%	38.28%	17.38%	61.72%
2008	20157	-60.94%	4981	-25.73%	17011	-42.75%	85770	-33.22%	257100	24.17%	342870	2.20%	25.02%	7.33%	74.98%
2009	47374	135.03%	2623	-47.34%	8383	-50.72%	110237	28.53%	300632	16.93%	410869	19.83%	26.83%	12.17%	73.17%
2010	56477	19.22%	2692	2.63%	7346	-12.37%	141499	28.36%	353333	17.53%	494832	20.44%	28.60%	11.96%	71.40%
2011	59755	5.80%	1898	-29.49%	7952	8.25%	172050	21.59%	405984	14.90%	578034	16.81%	29.76%	10.67%	70.24%
2012	61619	3.12%	4527	138.51%	11049	38.95%	293806	70.77%	468158	15.31%	761964	31.82%	38.56%	8.68%	61.44%
2013	55800	-9.44%	4876	7.71%	9753	-11.73%	365091	24.26%	496762	6.11%	861853	13.11%	42.36%	7.04%	57.64%
2014	79000	41.58%	5579	14.42%	9214	-5.53%	466704	27.83%	565298	13.80%	1032002	19.74%	45.22%	8.20%	54.78%

资料来源：2004 年以前的数据来源于“李硕，《居民金融资产结构与经济增长关联性分析》，《消费导刊》”；2004 年以后的数据来源于 2004-2014 年国家资产负债表（社科院版）。

*注：与前述图表相比，从口径上看，表 8 中的证券化金融资产加上了保险准备金/证券投资基金。2004 年以后的证券化金融资产总和包括：股票、债券、证券投资基金份额、证券公司客户保证金、保险准备金、金融机构理财产品、结算资金、其他金融资产，与前述各表数据口径略有差异。

表 8 表现了与前述相类似的金融资产结构变动趋势：居民部门持有的证券化金融资产的比例呈上升趋势，持有非证券化金融资产的比例呈下降趋势，这种变化态势从 2012 年开始加速，2012 年之前 F/FS 占比在 70% 以上，2012 年至 2014 年则快速下落到 61.44%、57.64% 和 54.78%。

综上所述，中国金融结构变动趋势可以得出如下若干分析性结论：

(1) 中国经济的金融化的程度在不断提高，其显著指标就是，中国经济货币化率 (M2/GDP) 中，金融化率 (F/GDP) 和证券化率 (S/GDP, S1/GDP) 均呈上升趋势；

(2) 无论从何种口径计算，证券化金融资产在金融总资产中的比列都呈上升趋势，在证券化金融资产中，权益类证券 (股票 S1) 市值占比 (S1/S) 表现为波动中上升的趋势；

(3) 从居民部门持有的金融资产看，持有的证券化金融资产的比例呈上升趋势，持非证券化金融资产的比列呈下降趋势。从 2012 年开始，这种下降趋势有加速的迹象；

(4) 中国金融体系正进入结构性变革的时期。

二、中国金融风险结构变动特征

中国金融结构所展现出的证券化金融资产或具有财富管理功能的金融资产的占比呈不断上升的趋势，正在深刻地改变着中国金融风险的来源和特点，风险权重亦即发生重要变化。

1. 金融体系中的两类基础性风险

人们一般将金融风险分为信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等类型，信用风险的核心是偿付能力，市场风险则直接来源于价格波动，流动性风险主要表现为现金偿债能力，操作风险则主要由交易系统缺陷、技术能力不足和管理失范引起。这种对风险的划分，是一种微观视角。从宏观或从金融体系角度看，无论哪种类型的风险，如果没有出现风险溢出和外部感染，那么，这种风险就只是金融机构或投资人自身的一种损益。

当这种损益或损失越过了一定范围，损益的风险外部性才会表现出来。这种情况在商业银行经营活动中表现得十分明显。商业银行阻止风险外溢最基础、最核心的工具，就是资本充足率，衰减风险的工具主要是收缩货币创造功能的存款准备金制度。对商业银行来说，最基础的风险来源于资本不足。所以，资本不足风险，是一种基础型的金融风险。在传统金融体系中，这类风险是最重要的风险。

金融的脱媒催生并推动了金融市场特别是资本市场的发展，金融脱媒的结果是风险绕开资本，或者不表现为资本不足风险。这时的金融产品表现的是一种信用集合，交易者或投资者的交易行为基于对信息的判断而进行，这时，信息是否充分而透明，决定了风险存在和大小。这就是为什么透明度是资本市场存在和发展的基础原因。所以，与资本不足风险并存而生的一种风险就是透明度风险。实质上，在现代金融体系中，资本不足风险与透明度风险是两种来源不同、性质各异的两类基础风险。随着金融结构也就是金融资产结构的变化，这两类基础风险的权重和结构会发生相应的变化。

2. 从商业银行资产结构的变化看风险结构的变化

随着金融市场化改革和金融的不断创新，商业银行的资产结构正在发生重大变化。这种变

化在银行表内、表外业务变化中得到印证。作者目前还没有找到中国商业银行关于表内外业务结构整体变化的长期的连续数据¹，但是，从中国工商银行、招商银行、北京银行这三个不同类型的、具有样本意义的商业银行的表内外业务的变化中，可观测到结构变动的趋势。

表 9、表 10、表 11 展现的是中国工商银行（代表国有控股的大型商业银行）、招商银行（代表股份制商业银行）和北京银行（代表城市商业银行）三类具有代表性商业银行的表内、表外业务的结构变化，以此可以观测商业银行表内外资产结构的变动趋势。

表 9 中国工商银行（表内和表外）资产结构变化（2005 -2016 年） 单位：百万元人民币

类别 年份	表内资产 (1)		表外资产 (2)		表内与表外资产总 和 (3)		表内、表外资产占 比	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	(1) / (3)	(2) / (3)
2005	6457239	-	795098	-	7252337	-	89.04%	10.96%
2006	7509118	16.29%	1124678	41.45%	8633796	19.05%	86.97%	13.03%
2007	8684288	15.65%	1623342	44.34%	10307630	19.39%	84.25%	15.75%
2008	9757654	12.36%	1627399	0.25%	11385053	10.45%	85.71%	14.29%
2009	11785053	20.78%	1984986	21.97%	13770039	20.95%	85.58%	14.42%
2010	13458622	14.20%	2893580	45.77%	16352202	18.75%	82.30%	17.70%
2011	15476868	15.00%	3452733	19.32%	18929601	15.76%	81.76%	18.24%
2012	17542217	13.34%	3855087	11.65%	21397304	13.04%	81.98%	18.02%
2013	18917752	7.84%	4644406	20.47%	23562158	10.12%	80.29%	19.71%
2014	20609953	8.95%	4871691	4.89%	25481644	8.15%	80.88%	19.12%
2015	22209780	7.76%	8179588	67.90%	30389368	19.26%	73.08%	26.92%
2016	24137265	8.68%	8840731	8.08%	32977996	8.52%	73.19%	26.81%

资料来源：中国工商银行各年年报

注：表外资产指商业银行从事的不列入资产负债表、但能影响银行损益的资产。狭义的表外资产是指虽未列入资产负债表、但形成银行的或有资产、并可能转入表内的资产，主要包括担保、承诺、金融衍生工具三类。此处按照狭义的表外资产的口径与定义进行讨论，包括信贷承诺类表外资产与衍生工具类表外资产（蒋清海、李佳，《西方商业银行表外资产发展特点》，国际金融 2013（8）：14-17）。下文同样。

¹ 作者找了央行近几年发布的金融稳定报告所披露的相关数据：2013-2015 年商业银行表内资产与表外资产的比列分别是 1: 0.3576、1: 0.4087、1: 0.4241。表外资产增长速度明显快于表内资产的增长速度。

表 10 招商银行（表内和表外）资产结构变化（2001-2016 年） 单位：百万元人民币

类别 年份	表内资产（1）		表外资产（2）		表内与表外资产总 和（3）		表内、表外资产占 比	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	(1) / (3)	(2) / (3)
2001	266331	-	29162	-	295493	-	90.13%	9.87%
2002	371660	39.55%	51963	78.19%	423623	43.36%	87.73%	12.27%
2003	503893	35.58%	93086	79.14%	596979	40.92%	84.41%	15.59%
2004	586574	16.41%	154287	65.75%	740861	24.10%	79.17%	20.83%
2005	734612	25.24%	221901	43.82%	956513	29.11%	76.80%	23.20%
2006	934102	27.16%	361985	63.13%	1296087	35.50%	72.07%	27.93%
2007	1310552	40.30%	545005	50.56%	1855557	43.17%	70.63%	29.37%
2008	1571797	19.93%	542337	-0.49%	2114134	13.94%	74.35%	25.65%
2009	2067941	31.57%	772539	42.45%	2840480	34.36%	72.80%	27.20%
2010	2402507	16.18%	896720	16.07%	3299227	16.15%	72.82%	27.18%
2011	2794971	16.34%	896105	-0.07%	3691076	11.88%	75.72%	24.28%
2012	3408099	21.94%	1009670	12.67%	4417769	19.69%	77.15%	22.85%
2013	4016399	17.85%	1657326	64.15%	5673725	28.43%	70.79%	29.21%
2014	4731829	17.81%	2607213	57.31%	7339042	29.35%	64.47%	35.53%
2015	5474978	15.71%	3507786	34.54%	8982764	22.40%	60.95%	39.05%
2016	5942311	8.54%	3834998	9.33%	9777309	8.85%	60.78%	39.22%

资料来源：招商银行各年年报

表 11 北京银行（表内和表外）资产结构变化（2006-2015 年） 单位：百万元人民币

类别 年份	表内资产（1）		表外资产（2）		表内与表外资产总和 （3）		表内、表外资产占 比	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	（1）/ （3）	（2）/ （3）
2006	272969	-	22105	-	295074	-	92.51%	7.49%
2007	354223	29.77%	26828	21.37%	381051	29.14%	92.96%	7.04%
2008	417021	17.73%	29015	8.15%	446036	17.05%	93.49%	6.51%
2009	533469	27.92%	53355	83.89%	586824	31.56%	90.91%	9.09%
2010	733211	37.44%	86856	62.79%	820067	39.75%	89.41%	10.59%
2011	956499	30.45%	105498	21.46%	1061997	29.50%	90.07%	9.93%
2012	1119969	17.09%	171464	62.53%	1291433	21.60%	86.72%	13.28%
2013	1336764	19.36%	202457	18.08%	1539221	19.19%	86.85%	13.15%
2014	1524437	14.04%	257677	27.27%	1782114	15.78%	85.54%	14.46%
2015	1844909	21.02%	330432	28.23%	2175341	22.07%	84.81%	15.19%

注：截至投稿日，北京银行尚未公布其 2016 年年度报告。

资料来源：北京银行各年年报

从表 9-表 11 数据变化趋势中，可以得到如下判断：

（1）绕开资本监管，节约资本而发展非资本型业务是商业银行业务创新的重点；

（2）相较于表内业务，表外业务的扩张速度有加快趋势，比例逐年上升，商业银行业务结构性变革已经开始；

（3）商业银行传统的相对单一的资本不足型风险已经发生了结构性变化，透明度不足风险已经形成。风险的结构性变化，对商业银行风险管理带来了挑战。

3. 从证券化金融资产的变动观测风险结构的变化

从银行表内→到银行表外→债券→股票→...是一个基础风险逐步变化的过程，是一个由传统金融资本不足风险到现代金融市场透明度风险的转型过程。这种风险结构的变化，推动了金融功能的升级和调整，是金融脱媒的产物，是传统金融迈向现代金融的重要标志。

在债券和股票这两类标准的证券化金融资产中，风险的来源和形式以及引发风险的影响因素有重大差异。债券风险主要来源于信用或者偿债能力，也间接来源于发行主体的信息披露或透明度。受到一定区间约束的价格波动是债券风险的日常表现形式。债券风险影响因素主要由利率、其他金融资产收益率和信用评级等因素决定。与债券不同，股票风险则与发行主体的信用评级没有必然联系，而与信息披露和市场透明度有直接关联。股票风险的表现形式虽然也表

现于价格波动，但这种价格通常没有一个既定的区间，波动幅度会明显大于债券。股票价格的波动因素虽与利率、汇率等变量有关，但其基础性的影响因素则来自于市场对公司的预期，这种预期既包括盈利预期，也包括非盈利预期。

从广义上说，无论是股票发行主体上市公司的信息披露，还是债券发行和债券定价的前置条件的信用评级，其实质都可归属于市场透明度的范畴，其信息内容既要客观、系统，信息发布又要公开、及时而完整，信息的接受载体是社会公众而不是特定个体。正是从这个意义上说，证券化金融资产或者说资本市场的基础风险来源于透明度不足，是一种典型的透明度风险。有研究表明，中国金融资产结构正在发生一些重要变化。证券化金融资产占比渐近提升的趋势已逐步形成，股票市值在金融资产中的比例也在缓慢上升。基于债券、股票等证券化金融资产的基础风险特征和金融资产结构的这种变化，中国金融体系中来自于透明度的风险在上升，来自于传统的资本不足风险虽然仍然巨大并在迅速增加，但风险权重下降应是一个基本趋势。

4. 新金融业态的风险特征

新金融业态指的是互联网金融。互联网金融在中国正处在快速发展和规范整顿并重时期。互联网金融的发展对中国金融结构和金融风险的改变会产生重要影响。除网络货币外，互联网金融主要包括三部分业务形态：①第三方支付；②网上融资；③网上投资。其中，第三方支付又是互联网金融的标志和核心。互联网金融的风险有其特殊性。

从对互联网金融风险已有的研究中，²可以得出如下初步结论：一是互联网金融本质上仍是金融，其互联网金融不同业态所隐含的风险与现有商业银行和资本市场等隐含的风险类似；二是互联网金融是一种基于“二次脱媒”后的新金融业态，其风险源发生了某种转型或变异，导致风险类型更加复合。

具体而言，互联网金融中第三方支付的技术风险更加敏感，脉冲式风险更加突出；网上贷款和与此对应的网上投资的信用风险同时叠加了透明度风险，或者说这种信用风险的生成源是透明度风险。敏感度很高的技术风险和作为风险生成源的透明度风险，可能是互联网金融中最值得关注的风险。

可以看出，互联网金融的风险源，除第三方支付中的技术风险、脉冲风险或流动性风险外，其最重要的风险源仍然来自于透明度风险。

上述分析得出的基本结论是：中国金融体系中，资本不足风险虽然仍是两大基础性金融风险之一，但其风险权重正在下降。与此相对应，透明度风险的权重则在逐步上升，中国金融结构已经进入一个资本不足风险与透明度风险并重的时代。

三、中国现行金融监管的功能特征

1. 资本监管：中国现行金融监管亦即中国银行业监管的基石和重点

中国金融监管架构从 1983 年中国人民银行被正式明确定位于中国的中央银行起开始逐步

²关于互联网金融风险的分析，主要引自，吴晓求等《互联网金融：逻辑与结构》，中国人民大学出版社 2015 年 5 月版，第 13-14 页。

形成，1992 年中国证监会成立，1998 年中国保监会成立，2003 年中国银监会成立，至此“一行三会”扁平化式的中国金融监管架构已经形成，并沿袭至今，遵循“分业经营、分业监管”的监管模式。由于中国银行业金融资产的占比长期以来都在 80%以上，在中国金融体系中具有决定性影响，所以。中国金融监管模式深刻地打上了银行业监管的烙印和理念。

有学者曾将中国银行业监管概括为：“宏观审慎监管与微观审慎监管有机结合，事前结构性监管措施与持续监管同时强化，监管标准统一性和监管实践灵活性适当平衡，支持经济持续增长和维护银行业体系稳健统筹兼顾，外部监管与内部自律相互促进。”³但一般认为，中国银行业监管已经从过去的合规监管为主逐步演变成市场风险监管为本、合规监管并重的监管体系，形成了中国银行业资本充足率、拨备率、杆杆率和流动性比率四大监管工具指标体系，其中以资本充足率为核心的资本监管又是整个银行业监管体系的基石。

2012 年 6 月，中国银监会以巴塞尔协议III为基础制订了被业界称之为“中国版巴塞尔协议III新资本协议”即《商业银行资本管理办法（试行）》（以下称《资本办法》），并从 2013 年 1 月 1 日起实施。

《资本办法》是现阶段中国银行业监管最重要的制度，核心是完善和规范银行业资本监管，特别强调“商业银行资本应抵御其所面临的风险，包括个体风险和系统性风险。”关于资本监管，《资本办法》主要强调了以下几点：

一是，建立了统一配套的资本充足率监管体系。资本充足率指标是银行资本监管的基石指标。参考巴塞尔协议III的要求，将资本监管分为四个层次：第一层次为最低资本要求。核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 5%、6%和 8%；第二层次为储备资本要求和逆周期资本要求。储备资本要求为风险加权资产的 2.5%，逆周期资本要求为风险加权资产的 0-2.5%；第三层次为系统重要性银行附加资本要求，为风险加权资产的 1%；第四层次为第二支柱框架下的资本要求，以确保资本充分覆盖风险。按此要求，正常时期系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别为 11.5%和 10.5%。（见表 12）

表 12 中国银行业资本监管指标

资本要求 银行类别	最低资本要求			留存超额资本	逆周期 超额资本	系统重要性 银行超额资本
	核心 一级资本	一级资本	总资本			
系统重要性 银行	5%	6%	8%	2.5%	0-2.5%	1%
非系统重 要性银行	5%	6%	8%	2.5%	0-2.5%	无

资料来源：中国银监会，转引自，巴曙松：《巴塞尔协议III在中国的实施：差别与优势》。

二是，严格并明确了资本定义和各类资本工具的合格标准，提高了资本工具的损失吸收能

³ 刘明康：《中国特色银行业监管的理论与实践》，《中国金融》，2011（13）：14-18。

力。

三是，扩大了资本覆盖风险的范围，确定了信用风险、市场风险和操作风险加权资产的比重，明确了资产证券化、场外衍生品等复杂交易性业务的资本监管规则，以引导商业银行审慎开展金融创新，约束由此带来的资本风险。

四是，将商业银行资本充足率水平分为四类，进行差异化监管。

除资本监管外，中国银行业监管还引入了杠杆率、拨备率和流动性监管指标。（见表 13）

表 13 中国银行业杠杆率、拨备率、流动性指标标准⁴

项目 监管指标	内容	水平	过渡期安排
杠杆率	核心资本/总资产 (含表外)	4%	系统重要性银行：2013 年底； 非系统重要性银行：2016 年底
拨备率	拨备/信贷余额	2.5%	系统重要性银行：2013 年底； 非系统重要性银行：2016 年底 在第二支柱下适度动态调整
	拨备覆盖率	150%	动态调整
流动性指标	流动性覆盖率（LCR）	100%	2013 年底之前达标
	净稳定融资比率（NSFR）	100%	2016 年底之前达标

资料来源：中国银监会，转引自，巴曙松：《巴塞尔协议III在中国的实施：差别与优势》。

关于商业银行表外业务的监管，主要是通过信用（风险）转换系统并入资本监管范畴。但随着金融创新在表外的扩张和银行理财产品的快速发展，基于风险系数转换机制的间接资本监管，既可能过度约束金融创新和商业银行的功能转型，又难以约束风险的爆发。因为越来越多的表外资产，越来越明显地具有透明度风险的特征。在对非银行类金融机构（如保险公司、证券公司、信托公司等）的监管中，资本监管也是监管的重点，并以此为基础，设计风险管理指标、规范业务经营及拓展范围。（见表 14）

⁴除 LCR 和 NSFR 外，中国银监会还辅以流动性比例、存贷比（已取消）以及核心负债依存度、客户存款集中度、同业负债集中度等流动性风险监管和监测指标。

表 14 非银行金融机构资本监管指标⁵

非银行类金融机构	监管指标
信托公司	1. 信托公司净资本不得低于人民币 2 亿元； 2. 净资本不得低于各项风险资本之和的 100%； 3. 净资本不得低于净资产的 40%
财务公司	1. 资本充足率不得低于 10%； 2. 拆入资金余额不得高于资本总额； 3. 担保余额不得高于资本总额； 4. 短期证券投资与资本总额的比例不得高于 40%； 5. 长期投资与资本总额的比例不得高于 30%； 6. 自有固定资产与资本总额的比例不得高于 20%； 7. 财务公司对其吸纳的存款, 需向央行提交存款准备金
汽车金融公司	1. 资本充足率不低于 8%, 核心资本充足率不低于 4%； 2. 对单一借款人的授信余额不得超过资本净额的 15%； 3. 对单一集团客户的授信余额不得超过资本净额的 50%； 4. 对单一股东及其关联方的授信余额不得超过该股东在汽车金融公司的出资额； 5. 自用固定资产比例不得超过资本净额的 40%
消费金融公司	1. 资本充足率不低于 10%； 2. 同业拆入资金比例不高于资本总额的 100%； 3. 资产损失准备充足率不低于 100%； 4. 投资余额不高于资本总额的 20%

资料来源：中国银监会

2. 透明度监管：资本市场监管的基石

金融“脱媒”后，金融风险的特点发生了重大变化，由金融机构（以商业银行为代表）的“点对点”风险演变成“多对多”风险，信息的收集、处理和发布也由个体性转化成公共性，由此，透明度监管也成为资本市场监管的重点。

资本市场透明度监管主要包括上市公司信息披露监管和市场交易信息监管两部分，其中上市公司信息披露监管又是资本市场透明度监管的重中之重。

在资本市场上，信息披露的强制性和公开性是保证市场透明度的基石，也是上市公司信息披露制度的基石。这一原则早在美国 1933 年的《证券法》和 1934 年的《证券交易法》就已确立。中国资本市场的信息披露制度坚持了这一原则。

中国资本市场的信息披露和强化透明度的法律规则体系相当完备，形成了法律、法规、规章和自律性约束的规则体系。

⁵ 此表未纳入证券公司资本监管指标，详细内容可参阅《证券公司风险控制指标管理办法》。

第一个层面是通过《公司法》、《证券法》以及《刑法》中的相应条款加以规范；

第二个层面是相应的行政法规，主要包括《股票发行与交易管理暂行条例》、《股份有限公司境内上市外资股的规定》、《股份有限公司境外募集股份及上市特别规定》等；

第三层面的规定最为具体、详细，主要指证券监管部门制定的适用上市公司信息披露的制度规定，主要包括：《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《上市公司信息披露管理办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券市场禁入暂行规定》、《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》、《证券交易所管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券公司信息披露的内容与格式准则》1 至 31 号、《公开发行证券公司信息披露编报规则》1 至 20 号、《公开发行证券公司信息披露规范问答》、《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》、《关于前次募集资金使用情况报告的规定》等。

第四层面是信息披露的自律性规范。主要是证券交易所的《股票上市规则》、《股票上市公告书内容与格式指引》和《上市公司信息披露事务管理制度指引》等。

资本市场上强调信息披露的完整性，并不意味着事无巨细的垃圾信息都要披露，也不意味着选择性信息披露。2000 年美国《公平披露规则》明令禁止上市公司选择性信息披露行为。中国对上市公司信息披露信息进行分类管理，分为常态信息、重大信息（重大事件）和可能对市场带来不确定性影响的临时个体信息，分别以不同规定的形式予以披露。

禁止性交易行为是市场信息的重要组成部分。除对上市公司发行、上市、交易规定了包括持续性信息披露在内的所有信息披露要求外，对市场的禁止性交易行为，包括内幕交易、操纵市场和欺诈行为等，在《证券法》和上述相应规章、规则中有相应规范。

中国资本市场信息披露和透明度法律和规则体系较为完整、相当缜密，但其有一个重要缺陷，就是规范调整的对象较为狭窄，主要限制在股票和上市公司发行的债券上，其他类型的证券发行和交易以及衍生品适用其它法律和规定⁶，对于各类相近市场的结合部，各种新的类证券创新工具以及与资本市场相衔接的形式复杂、多样、多变的各类接口，亦无法律或规则加以规范。根据中国金融分业监管模式的功能设计，这类最终接口在资本市场（主要是股票市场）的形式繁杂的结合部，既缺乏规范，又无法律监管，而这些又是金融创新的重点地带，也是巨大风险产生的源头。

由此，可以得出的基本结论是：

第一，就《证券法》所确立的范围而言，资本市场的透明度规则是较为规范而完整的；

第二，信息披露所确立的强制性、公开性和有效性的原则是恰当的；

第三，资本市场透明度原则涉及的范围和证券品种过于狭窄；

第四，法律规范和监管的对象，要么相对割裂，要么形成监管真空地带；

第五，资本市场的风险虽然来源于传统意义上的上市公司信息披露和市场交易信息的不真实、不完整，但似乎正越来越多地来源于形形色色的与资本市场相交的结合部和监管真空。

⁶ 见《中华人民共和国证券法》第二条

资本市场上新的风险来源和“结合部”及监管真空，既是监管模式改革、监管功能再造的重要原因，也是设计新的监管架构思考的重点之一。坚持和扩展透明度监管是中国金融监管的核心要义。

3. 新金融业态的监管理念：重在透明度监管

我曾将现行金融业态划分为第一金融业态(商业银行及银行类金融机构),第二金融业态(资本市场)和第三金融业态(互联网金融)。第三金融业态即互联网金融也是本文所说的新金融业态,并详尽分析了新金融业态即互联网金融的风险来源和风险特点,明确指出,这种新金融业态的风险源,除第三方支付中的技术风险、脉冲式流动性风险外,最重要的风险源仍来自于透明度风险。⁷

理清风险类型和不同风险源的重要目的,就是试图找到相应的监管准则的逻辑。无论是商业银行还是资本市场,其所确立的监管准则的本质都是试图对冲和管控潜在风险。商业银行存款准备金制度试图对冲货币的无限创造所带来的信用的无边际扩张。资金充足率所要对冲的风险主要是试图收缩不良资产率上升引发的金融外部负效应。存贷比的限定(目前已取消)是商业银行资产规模和结构流动性安全的重要阀门。拨备覆盖是商业银行资产风险的事后补偿机制。透明度则是资本市场“三公”原则实现的基石。由此可见,无论是第一金融业态的商业银行,还是第二金融业态的资本市场,为了维持运行的常态化,各自均基于自身的风险特点,制定了一套与其风险结构相匹配的监管准则。作为第三金融业态的互联网金融,必须找到并制定与其风险结构相匹配并能有效管控或对冲风险的监管准则。显然,互联网金融的监管准则与商业银行的监管准则有较大差异,也与资本市场的监管准则有所不同。

互联网金融的监管准则是什么呢?

互联网金融监管准则的“基石”标准或核心标准是透明度,外置标准或进入标准是平台技术安全等级,目的主要是保证互联网金融体系内资金的安全、信息的真实和运行的有序。

从业务线形态看,互联网金融与商业银行的功能相似。但从“基因”匹配性看,互联网金融与资本市场更接近。互联网金融的“二次脱媒”更多地指向商业银行,或者说互联网金融主要是继资本市场之后对商业银行的“再脱媒”,而对资本市场的“脱媒”作用相对较弱,仅限于资本市场交易环节的“脱媒”而已。正因为对商业银行和资本市场的这种“二次脱媒”的差异,互联网金融的风险“基因”与资本市场更为相近,这就是为什么互联网金融的监管准则从形式上更接近于资本市场的原因所在。

资本市场的“基石”监管准则所要求的透明度,更多地强调上市公司的信息披露。与此不同,互联网金融所要求的透明度更多地指向借款人的信息透明度,而这正是所有互联网平台的核心职责所在,也是互联网金融有序运行最重要的基础。

技术安全是互联网金融的另一条生命线。如果说借款人足够的信息透明度是互联网金融存在和发展的内核,那么技术优势和技术安全则是互联网金融有序运行的外部保障。所以,对互联网平台的技术等级要求,显然也是制定互联网金融监管的重要标准。⁸

⁷引自,吴晓求等著:《互联网金融:逻辑与结构》,中国人民大学出版社,2015年5月版,第13-14页。

⁸引自,吴晓求等著:《互联网金融:逻辑与结构》,中国人民大学出版社,2015年5月版,第14-15页。

四、中国金融监管模式改革：原则与方向

1. 需要关注的问题和改革的基本原则

研究中国金融监管模式和监管架构的改革，必须基于中国金融结构的变革、金融风险的变化和中国金融战略目标的定位。在此前提下，可参考成熟市场国家金融监管改革的趋势。

前述的研究已经表明，中国金融结构正在发生重大变化，金融证券化趋势虽波折起伏，但渐趋明朗。与此相适应，在金融风险中透明度风险的权重在提升，特别在新金融业态互联网金融快速发展之后，这种风险特征更加明显。中国的大国经济决定了其追求大国金融的战略。基于国际经验和金融结构内在演进规律，中国所企求的大国金融应具有强大的资源配置、财富管理和分散风险功能的统一。这种金融就是基于发达金融市场（主要是资本市场）的现代金融体系，抑或市场主导型金融体系。

基于金融结构的这种内在变化和要求，也基于中国金融的现实和对历史经验、教训的总结，我认为，改革或调整中国金融监管模式和架构，不能仅仅停留在抽象的宽泛的类似于“防范系统性金融风险”等认识上，而必须对以下三个问题要有深刻而准确的理解。

一是，中国金融风险的结构化特征趋于明显，基础风险源正在发生（或未来会更快地发生）重大变化，中国金融的风险不仅来自于资本不足的风险，而且会越来越多地来自于透明度风险。

二是，由于产品的复合和市场的传递效应，中国金融风险开始具有层次性和复杂性，既有微观主体的个体性金融风险（主要是资本不足风险），也有产品或工具的透明度风险以及产品间风险的相互感染，还有基于杠杆的市场以及跨市场的风险传递和延伸。各种风险的交织、扩散和杠杆化，也就必然形成金融的系统性风险乃至危机。监管的主要目的就是要设计针对不同层面的风险的约束工具，使风险要么被阻隔，要么收敛或衰减风险的传递效应，这是维护金融体系安全的重要屏障。

在微观和市场风险的屏障机制阻隔或收敛风险的功能严重不足甚至失效情况下，金融的系统性风险随之出现，严重时亦会爆发金融危机。一般来说，无论是微观主体风险、产品与市场风险，还是宏观体系风险都有跨期特征。

三是，基于风险的分层特点和相互感染性，为了阻隔风险，防范风险外溢及出现严重的外部性和相互感染，必须在微观主体、产品和市场、宏观体系三个层面建立起相应的具有风险对冲、风险收敛、风险干预和逆周期的操作机制与操作工具。这就是微观审慎监管与宏观审慎政策在主体上要相对分立、金融风险监管与金融体系稳定相衔接的基本原则。

2. 改革的基本方向和新模式的核心元素

现阶段中国金融监管所实行的“一行三会”的分业监管模式，有中国的时代特征。客观上看，这种分业监管模式优缺点分明。优点是，分工明确、职责清晰，对中国金融体系和金融市场有待发展的部分如非银行金融机构、资本市场、金融产品和金融科技创新、证券化金融资产、新金融业态等具有保护和推动作用，对金融市场化改革、金融结构的调整、金融功能的改善、金融效率的提升和金融体系现代化的提高发挥了积极作用。但缺点也非常明显，最重要的是监管协调差、监管真空大、风险溢口多。随着金融创新的加快和金融结构的调整，监管真空所带

来的风险溢出的外部性明显增强，爆发金融危机的概率在增大。2015 年中国股市危机的爆发原因虽然复杂，但游离既定监管视野之外的真空地带的风险溢口增多，风险的外部性迅速扩张，显然是非常重要的因素，这也是中国这次讨论金融监管体制改革的重要背景和事件诱因。

我认为，中国金融监管改革新模式主要有以下四个基本要点：

一是，在监管模式上，要实现微观审慎监管与宏观审慎政策功能上的相互协调与统一。微观审慎监管是新的中国金融监管模式的基石，宏观审慎政策则是新模式的灵魂。作为新监管模式基石的微观审慎监管，侧重于准入监管、行为监管和市场风险监管，建立逆周期调节机制和指标，功能是阻隔风险、衰减风险、防范风险的外溢。作为新模式灵魂的宏观审慎政策，除货币政策外，必须强化宏观审慎政策的警示评估体系、操作性工具和干预机制。2015 年以来，央行已着手建立了较为全面的宏观审慎评估体系（MPA）。⁹同时，必须研究和完善相应的系统性风险的干预机制和操作工具。宏观审慎政策的重点，在于阻隔跨市场风险的传递、衰减系统性风险的扩张和缓释系统性风险的恶化，防范系统性金融风险的爆发，以及在特定情况下对系统重要性金融机构的救助等。微观审慎监管指标体系与宏观审慎政策的指标体系要有功能上的衔接和可转换性。

二是，监管架构上可由现在的“一行三会”扁平化结构过渡到组织结构的“双峰”形态。中国人民银行是一峰，主要负责宏观审慎政策制订、实施和监控。同时，可考虑成立中国金融监管委员会（简称金监委），这是“双峰”中的另一峰，负责微观审慎监管，作为宏观审慎政策的制订者和执行者，功能调整后的央行除原有职能外，必须加强跨市场的风险协调能力，系统重要性金融机构风险的管控力，系统性金融风险预警和干预的政策实施力和包括信息系统、云数据平台等金融基础实施的建设。作为微观审慎监管的执行主体，新组建的金监委，不是“三会”合并的翻版，除准入监管、行为监管、市场风险监管外，更为重要的是要保证市场之间、产品之间、产品与市场之间监管的无缝联结，建立起逆周期风险调节机制（工具和指标）。微观审慎监管不仅要关注风险，也要在制度和指标设计上为金融创新留下足够的空间，在金融创新中动态地调整和完善监管结构和指标。

除本文主张“双峰监管”模式外，还有专家认为在中国可构建以宏观审慎政策为实施重点的大央行监管模式。¹⁰大央行模式明显受到英国模式的影响，有其符合逻辑的一面，但其最根本的缺陷是没有将金融市场监管与金融体系稳定在主体上作相对独立的分离，没有在金融体系稳定这个最后的屏障前设置前置性的风险对冲和风险衰减机制，没有充分考虑风险分层和资本不足风险与透明度风险在监管制度上的根本差异。因而，在现阶段，不应成为中国金融监管模式改革的目标。

三是，监管重点应从资本监管为主逐步转入资本监管与透明度监管并重。前述研究表明，基于包括证券化金融资产在内的所有具有财富管理功能的金融产品，其基础风险均来自于透明度。如前所述，金融创新的基本趋势表现于绕开资本监管，目的是节约资本，风险外置，追求

⁹ 我国的宏观审慎评估体系（MPA），包括七个方面的指标，即资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷投放情况。详见中国人民银行：《宏观审慎评估体系（MPA）》。

¹⁰ 参阅，李波：《以宏观审慎为核心推进金融监管改革》。

更高的资本效率。这种风险源于透明度又不消耗资本的金融产品，显然是金融创新的重点，其规模、比例呈扩大和上升趋势。所以，透明度风险在整个金融风险的权重必然上升。在关注和动态调整资本监管的同时，重视和强化透明度监管，并建立起动态匹配机制，应是新金融监管体系特别是微观审慎监管的重点。

四是，监管方式应从传统监管走向智能监控与传统监管相结合并逐步以智能监管为主。传统监管以指标管理、窗口指导、政策干预等为特征，传统监管虽然也强调过程监管即动态监管，但由于信息能力不足，基本上仍是静态化的目标管理。这就是为什么有时风险已经来临，但却浑然不知的原因。新的监管模式将把金融的信息化能力和云数据平台作为最重要的金融基础设施来建设，以完成从传统的静态监管到智能化的动态监管。智能监管的基石是覆盖金融体系全市场的云数据平台和科学、完整、结构化的风险指标体系。这种智能化的信息系统和云数据平台建设，是中国金融监管模式改革和监管功能提升的关键，是新的金融监管模式和架构能否有效预警、防范、衰减和干预风险的重要技术保障。至于新金融监管模式的内部结构、功能定位、操作工具、政策框架、指标体系和风险阈值、宏微观监管指标、计算方法、转换系数和衔接配套等，是新金融监管模式所必须研究和深化的内容。

参考文献

- [1] 吴晓求, 许荣. 金融市场化趋势推动着中国金融的结构性变革. 财贸经济, 2002 (9)
- [2] 李硕. 居民金融资产结构与经济增长关联性分析. 消费导刊, 2010 (4)
- [3] 中国人民银行金融稳定分析小组. 中国金融稳定报告 2015. 北京: 中国金融出版社, 2015.
- [4] 中国人民银行金融稳定分析小组. 中国金融稳定报告 2016. 北京: 中国金融出版社, 2016.
- [5] 蒋清海, 李佳. 西方商业银行表外资产发展特点. 国际金融, 2013 (8).
- [6] 吴晓求等. 互联网金融: 逻辑与结构. 北京: 中国人民大学出版社, 2015.
- [7] 刘明康. 中国特色银行业监管的理论与实践. 中国金融, 2011 (13).
- [8] 巴塞尔银行监管委员会, 中国银行业监督管理委员会. 第三版巴塞尔协议. 北京: 中国金融出版社, 2011.
- [9] 中国银行业监督管理委员会. 商业银行资本管理办法 (试行), 2013.
- [10] 巴曙松. 巴塞尔协议III在中国的实施: 差别与优势. 中国证券期货, 2012 年 12 月.
- [11] 中国证券监督管理委员会. 证券公司风险控制指标管理办法, 2016.
- [12] 美国证券交易委员会. 公平披露规则 (Regulation Fair Disclosure), 2000.
- [13] 中国人民银行济南分行调查统计处课题组. 国际金融监管体制改革比较研究及对我国的启示. 金融发展评论, 2012 (9).
- [14] 李波. 以宏观审慎为核心推进金融监管改革. 第一财经日报, 2016 年 2 月 5 日.
- [15] 中国人民银行. 宏观审慎评估体系 (MPA), 2016.