



您的位置：首页 - 文章选登

三大因素激发金融产品创新(撰写组；2月22日)

文章作者：

中国金融产品创新报告(2006)系列之1

影响和决定去年金融产品创新活动的力量包括三个：1)宏观经济增幅减缓，导致融资需求较大规模的减弱，同时影响投资主体的资产组合选择；2)金融管制政策中，货币政策的预定目标经常性被被动的/内生的货币供应量变化干扰，导致金融机构可贷资金规模、利率走势预期处于变动不居状态；2004年推出的部分长效监管政策——如资本管制政策，其在金融工具方面的效应在2005年逐步显露；3)汇率形成机制改革，以及由此产生的日益突出的货币错配问题，导致与外汇有关的金融产品增加；利率市场化过程中的结构问题，和收益率曲线走势，导致资金成本变化莫测，影响产品创新的领域和方向。

催生国内金融创新活动的因素，在去年主要有三个，其一是宏观经济面临的外部冲击；其二是央行体系的改革政策；其三是金融监管政策的变化。

一、宏观经济走势：影响资产管理业务变化

去年宏观经济总体上是一个趋缓的增长过程，我们可以把这个过程概括为：1)总量增长基本和上年维持一致，但1-2季度工业企业利润率下滑较为严重，3季度以后利润有所回升；2)上游产品价格增长、工资率上升导致工业企业利润率在去年上半年有所下降；3)宏观调控政策进一步向稳健型转向。与上年不同的是，对宏观经济走势的预期是影响金融产品在去年创新的主要动力，而不是像上年那样，金融工具的创造主要是为了规避宏观调控政策的影响，以及适应这些调控政策的短期效应。

人民币升值预期、大宗商品交易价格高企、财政政策的紧缩信号，是影响去年宏观经济走势和问题的三个主要外部冲击。这些外部冲击都通过金融市场内部作用机制对金融创新活动产生了较大的影响。

1. 人民币升值预期

尽管国内宏观经济走势在2004年以后趋于平缓，但与世界经济总体不景气的环境相比，仍然属于增长的峰端，这是人民币升值的根本动因。人民币升值预期日益强烈之后，一个直接的后果是外资大量涌入，并进一步导致利率结构的变化。

外资进入国内的途径很多，直接投资、QFII投资，甚至虚假的股权投资都是这些途径的组成部分。外资流入对国内的结售汇制度是一个巨大的考验，为了应对，央行先是通过发行票据吸收多发行出去的现金，在票据发行成本巨大的情形下，央行主动改革外汇市场交易机制，引进双边询价交易制度，同时允许更多的非银行金融机构和非金融机构进入这个市场，这些措施直接诱发面向外汇市场交易的人民币/外币理财业务迅猛增加。

资产管理业务由于其复杂性是目前监管问题较多的领域之一。截至2005年，接受监管的资产管理受托主体包括商业银行，针对性的法规包括《商业银行委托理财业务管理办法》；其他机构还有信托公司、证券公司、基金管理公司和保险公司等。另外一些机构用各种方式逃避金融的专业监管，主要有各种投资咨询、投资顾问、财务管理和财务顾问字样的企业、理财服务中心、理财工作室等等，形成一个庞大的灰色市场。去年出现的一些资产管理受托主体和资金理财产品的基本风貌。

2. 大宗商品价格波动和紧缩的财政政策信号

原油、铁矿石和其他大宗商品的价格在去年均经历了较大幅度的上升过程，其中铁矿石对国内的进口价格增长了71.4%。同时去年的财政预算中，财政支出也减少了980亿元，主要表现为预算赤字减少。注意到预算赤字的主要用途与货币投放的用途之间存在一定重合，财政政策的紧缩信号和2004年年底提高存款准备率的政策就具有基本相同的作用，即部分企业的流动资金、技改资金不足，新开工项目减少导致原有国有企业承受就业的负担加重，并且2005年1-2季度还经历了一次较为可观的工资增长过程，这些因素都使得企业在2005年1-2季度的利润率下降。

工业企业利润率在2005年的变化态势，影响了机构投资人的收益预期，进而对金融工具和金融工具的创新造成的后果包括：1)商业银行在投放信贷方面显得更加慎重，为了获得新的利润源，理财业务受到更广泛的重视。商业银行注重理财业务的一个附加后果，是银行交易账户的资金规模增加，储蓄账户的资金减少。反映在宏观统计数据中，就是M2与M1增速的差距由上年末的1个百分点扩大至5.8个百分点。2)以证券市场为投资领域的金融市场工具，在选择资产组合时带有明显的趋势性特征。3)在实体经济利润波动明显加大的情形下，非标准化的金融工具设计中更多的关注风险控制。

二、货币市场改革：固定收益品种的创新源

宏观经济波动导致证券市场资产投资选择经历了一次由抗周期类资产向顺周期类资产转移的过程，同时也把很多资金引向货币市场；这一点正好与证券市场低迷、实体经济利润波动增大互为表里。

在货币市场，央行活跃债券市场/外汇市场的政策，很大程度上方便了金融机构和部分大型国有企业从货币市场/外汇市场套取价差的的操作。我们把这些金融工具创造和交易规模放大的过程，放在货币市场改革的背景下加以梳理。这一背景包括两个线索，其一是利率结构的变化；其二是货币市场交易品种、参与主体的增加。

(一)国内现行的利率结构和问题

作为利率管制的结果，国内的利率体系的结构化特征，首先表现在由于管制程度不同导致的双轨制利率。被严格管制的利率包括居民的人民币存款和小额美元存款利率；部分市场化的利率包括商业银行贷款利率和企业债券发行利率(含金融债券利率)；完全市场化的利率则包括人民币协议存款利率、以美元为主的外币大额存款利率/贷款利率，以及货币市场利率(回购利率等)等等。总体说来，这样一个利率结构主要是针对国内商业银行的经营现状设置的，一方面有利于银行动员资金、拓宽资金来源渠道，另一方面有利于商业银行获得一个加成利润。

但对全市场利率水平能够产生实质性影响的利率，可能是准备金/备付金利率、央行票据利率，以及再贷款利率和再贴现利率。注意这些利率全部都是央行制定出来的可以影响市场主体行为的利率，其中，准备金利率为所有资金提供了一个运用方向上的收益低限，再贷款利率是商业银行贷款的资金批发成本，再贴现利率则是以商业票据/银行承兑票据为代表的短期融资工具的资本批发成本。这些利率从表面上看，是央行设计出来引导或者管理市场主体利率行为的政策性利率，实际运行中全部转变成了各自对应的市场利率的低限。

(二) 货币市场/外汇市场改革

现货利率的形成，根本上仍然要依靠足够繁荣的市场交易来完成。央行在构建新的汇率形成机制方面，从三个方面着手：1)在全国外汇市场上，央行退出以前的庄家角色，促进市场化的交易。2)增加外汇市场交易深度。包括两个渠道，一是增加交易品种，主要是远期交易品种；二是增加外汇市场交易主体，金融机构可以进入外汇市场的主体增多，非金融机构也被允许进入；3)放松部分资本项目管制，充分显示外汇的真实的、市场化的需求，为外汇市场的进一步活跃提供更广阔的背景。这方面的主要政策，一是外债管理覆盖面调整；二是有节制地鼓励人民币通过港币实现间接可兑换，鼓励人民币在周边国家流通；三是提高人民币携带出境上限。

货币市场主体方面，由于央行在2002年4月推行准入备案制，以及同年10月允许非金融机构法人入市两项重大举措，使得债券市场交易规模和深度都有较大幅度的增加，对活跃债券市场交易，提高交易效率发挥了重要作用。短期融资券、央行票据和传统上已经存在的国债、金融机构债券一起，明显的扩大了银行间市场交易规模，加上货币经纪公司的介入和银行间市场机构主体范围的扩大，使得该市场交易规模和深度明显提高，对于推动国内市场化的基准利率形成有一定的积极作用。

货币市场在2005年繁荣起来之后，在股票市场和实体经济投资缺乏吸引力的情况下，吸引了大量的资金进场交易。大量机构看重货币市场投资机会与央行放开债券市场远期交易管制的政策效应叠加在一起，使得基于债券的套利操作工具被创造出来。如远期交易和回购套做可以锁定风险，其他如跨品种套利、跨期限套利等机制。这些机制多数适合短期操作，因而对资金流动性较强的银行和大企业集团具有特别的吸引力。

三、金融监管政策变化：拓开产品创新领域

(一) 资本管制制度催生的银行服务工具创新

2004年银监会颁布的《商业银行资本充足率管理办法》要求所有商业银行必须满足8%的资本充足率，这意味着银行在持有风险资产(含表外风险资产)时，必须匹配相应的银行资本。由于银行资本的调整需要时间较长，且筹措资本的成本较高，各个商业银行都设法创造出一些新工具，释放资本。其中比较典型的工具包括都设法创造出一些新工具，释放资本。其中比较典型的工具包括信用违约互换工具。

信用违约互换的实质是信用风险购入银行，向出售银行的贷款资产提供了一个针对债权人的担保。这一过程与其他互换产品一样，需要以不同银行/金融机构所售出信贷资产的信用差异为基础进行交易，不同金融机构形成的不同信贷资产，所对应的监管机构要求的风险权重不同，因而存在交易的基础。但由于国内针对商业银行的分类监管，目前只在存款准备方面有所体现，具有相同资本充足水平的银行，其被允许进入的银行业务领域基本相同，因而，信用风险互换交易，只能在政策性银行和普通商业银行之间进行。政策性银行发放的开发性贷款，其风险权重比照商业银行的普通贷款提取资本，风险权重为100%，但经由商业银行担保后，风险权重变为20%(商业银行对其他商业银行债权)。

资本管制要求还使得商业银行在2005年特别偏好货币市场工具，这些工具所具有的短期、高信用品质的特征，使得持有它们所要求的资本配置较低。货币市场工具和放开之后的外汇市场工具，导致商业银行交易账户资产规模迅速增加，持有这些资产可以援用敞口计算法提取资本，这使资本耗费规模显著下降。

(二) 股权分置改革诱发的工具创新

股权分置改革中催生了证券市场的多种创新，包括股份回购和拟议中的管理层持股计划，但最引人注目的仍然是权证工具。权证在国内的出现，最显著的创新含义乃在于权证和股票标的资产的组合，给投资人提供的止损功能。微观上的止损功能，反映在宏观上，就是市场运行具备了所谓的护盘工具。

股权分置改革在实际推行过程中，也经常性的遭遇阻力。一些不愿意失去控制权的市场主体，为了延缓股权分置改革进程，故意采取信托方式，把其所持有的股票收益权委托给信托公司，使其持有的股权存在瑕疵，并进而使股权分置改革变得不可行。另一个由股权分置改革催生的信托产品，是一些上市公司把高管人员的股权激励计划与股权分置改革合并进行，高管人员行权的股票池，一般由信托公司持有。

在股权分置改革期间，信托公司还利用其特殊的灵活机制，规避股权的有关法规。根据现有法律和上市公司的股改承诺，在上市公司股权分置改革方案实施后，原非流通股股份自改革方案实施之日起，在十二个月内不得上市交易或者转让。为使原信托计划规避“股改”禁售期造成的信托财产兑现风险，信托公司通过将受托标的物——上市公司法人股提前转让的办法兑现收益。典型的例子是华宝信托受华微电子(600360)委托，受让长电科技(600584)股权，发行的总规模为7700万元的“长电科技法人股投资信托计划”。该计划预计年收益率为5.5%左右，实际为11%以上。

(三) 其他由监管法规引发的金融工具创新活动

金融监管法规在其他方面的作为也影响金融工具创造和创新的方向。典型的例子包括企业年金运营模式的规范，最终使保险公司暂时退出了年金市场，商业银行委托理财业务管理办法的颁布，使得信托公司在货币市场的活动空间受到挤压，等等。

2004年上半年国家公布了企业年金的两个基本法——《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》之后，企业年金的运作机制按规定只能采用信托模式，过去保险公司开发的很多年金保险产品的合规性受到质疑。用购买保单的方式管理年金，本质上不符合年金管理办法的规定，因为保单上承载的法律关系只能是普通的合同行为，不能是信托行为。这样，保险公司作为受托人就已经不适当。在两个法

规影响下，保险公司要介入年金市场，只好在其他角色中寻找出路，比如，投资管理人或者托管人。但从长远看，在这两个角色上保险公司并不具备足够的竞争力，与保险公司具有关联关系的保险资产管理公司可能在获得一定的业务履历之后，能够取得这一竞争力；这使得保险公司在去年通过发起设立新的养老金管理公司和借用资产管理公司渠道等方式参与年金服务。

商业银行委托理财业务在去年10月份获得银监会法规认可之后，信托公司的集合资金信托业务受到极大的挑战。理论上的挑战来自资金来源的争夺，实际上的挑战远不至此。过去，国内信托公司开发的产品中，多数具有保底或者变相保底的承诺，这一特征使得信托公司和市场投资者都倾向于把信托产品看作是风险由信托公司承受的、可以获取比银行存款较高收益的金融工具，这个误会使得信托公司的产品设计偏向于离开货币市场，转向实体经济的直接金融服务。

2006：创新的方向与线索

去年的监管政策变化、宏观经济运行特征和问题以及货币市场的诸多机制优化过程，其中的一部分在今年仍然会发生影响。尤其是监管政策和货币市场机制优化活动，对工具创新活动产生的促进作用是长久的，宏观经济走势催生的资金流向的变动在今年也会有部分影响，但在创新方面的作为不会很大。

复杂的宏观经济格局对金融创新影响是多维的

鉴于国内部分重要产业在去年已经出现了比较显著的产能过剩，今年宏观经济走势的方向应取决于按支出口径计算的GDP变动情况。考虑到对外贸易的变化趋势在人民币实质性升值之后，总体上是进口增加，出口减少，因而外贸对GDP的贡献会减少，换言之，大约90%的GDP需要依靠国内投资和消费来支撑。这样看来，在宏观经济政策结构中，积极的财政政策不可避免，其理由有三，一是国内宏观调控政策设计的传统比较偏好财政政策，去年国内财政政策收入达到3万亿元左右，这也为积极的财政政策提供了可能；二是货币政策中货币供应的内生性，导致央行可以操作的余地不大；三是国内治理宏观经济局部紧缩的传统做法，在优化产业结构方面作为较少，而用流动性掩盖实体经济问题的作为较多。归结起来，财政投资偏好的基础设施建设、新农村建设、城市化建设会在今年有一轮新的较大的投资增长。

货币政策中的货币供应工具尽管在内生性方面没有突破性改变，但外贸格局如果真的发生变化，对冲操作对央行的压力会迅速减轻。央行的选择有两条线索，一条是继续沿用宽松的资产负债表约束，用国家信用/铸币税偿还历年积欠的票据本息和休整在解决问题金融机构过程中积累的金融资产过度支出；但这会损坏央行体系的独立性，给央行的宏观调控地位带来更加长久的不利。第二条线索是暂时忍受票据、金融资产过度支出等成本，过一段紧日子，继续在货币市场/外汇市场和债券发行、交易制度方面，以及货币政策传导机制方面积极推进改革，以期彻底树立央行在宏观调控方面的独立地位。这两条线索不可兼得，成果不可共享。

从实现宏观调控的目标来讲，央行还有一对矛盾要作出选择。如果央行在货币市场/外汇市场改革和债券发行与交易方面行动过于积极，会引导更多的金融机构尤其是商业银行资金倾向于过多参与货币市场/外汇市场操作，而较少的进入实体经济投资，这相当于抵消了部分积极的调控政策。如果央行在上述领域里不够积极，则金融机构的利润问题在计提和资本管制的法规约束下，会变得比较尖锐：这也是一个短期里需要央行加以平衡的矛盾。

这种复杂的宏观经济格局，对金融工具创新活动的影响是多维的。其一是与经常项目下外汇避险需求相匹配的外汇远期、货币互换操作会进一步繁荣起来，而且一些外汇避险工具有望通过境外市场演化为标准化的外汇期权产品；其二是基于货币市场新主体——如货币经纪公司、新增非金融主体等等——的竞争，结构性理财产品会逐步改变目前结构简单，甚至以分割政策性利息空间为主要设计思路的格局，转而凸现机构在不同时期对资金时间价值的认识、对自身资金稀缺性的认识，最终是对风险—收益结构的认识方面。尤其是预期收益超过同期限银行存款的理财产品设计，会分两步得到优化。第一步，超过同期银行存款的收益所对应的风险，逐步做到由市场系统性风险、投资人和理财机构均能识别的风险，向个性化风险和投资人/理财机构在风险识别上具有分歧的方向发展；第二步，随着银行存款利率作为国家信用、无风险收益的认识被市场化利率打破，银行同期存款利率对国内固定收益品种收益率的参照角色下降，银行存款利率也变成一个含有信用风险、市场风险和利率风险的收益，此时的理财产品设计会更加科学和理性。这个过程的突破口，可能会在票据领域率先获得进展。其三是宏观经济多变的走向，会引导资金向产业重组和结构优化方向流动，这导致股权工具进一步增加，为了刺激公司管理层实施重组和结构优化的积极性，MBO、股票期权和权证会在去年的基础上进一步得到市场重视；同时，与重组和结构优化配套的定向增发、债务重组以及对更多传统股权工具的组合运用也被提上日程。

此外，政策性金融债是今年应予充分关注的一个领域。

监管法规对创新活动的激励

对金融机构的资本管制在去年已经激发出两类创新：1) 政策性银行开发出信用风险互换品种了；2) 信用资产大宗买卖，以降低资本消耗。今年，出于应对监管法规要求的必要，商业银行在信贷资产证券化方面会有更强的积极性，但其实施的前提条件是信用风险的担保机制必须有效跟进，如果国家担保一时难以实现，市场化的、力度较大的信用增级措施必须得到匹配，否则这一领域的创新活动不会十分引人注目。

改善商业银行资本稀缺性的办法，还有发行期限较长的优先股和其他盈余管理措施，这一做法在新的《公司法》颁布之后，有望在股份制银行那里先行推开。

实施资本管制的金融机构还有信托公司和证券公司、期货公司，其中期货公司目前尚处在试行阶段，可以先不必考虑。证券公司的资本管制措施，在融资融券活动获得监管部门的批准之后，需要与央行的存款准备金制度进行对接；对接之后，出于资本管理的必要，证券公司需要开发出更多的新的短期融资产品，以便规避资本管制对融资规模的限制。信托公司的资本管制办法目前还比较粗糙，但一个科学的理念应该是把信托资产对受托人带来的或有义务折合成一定比例的资本消耗，反映在资本管制框架中。果真如此实施的话，信托公司的融资工具就需要更多的创新。

宏观经济波动一般与国内居民预期的不确定性上升相联系。此时，产业结构调整 and 重组会促使人们对社会保障的要求进一步提高，年金的推广可能迎来一些机遇。针对传统产业设计的年金计划，以及在年金计划中包含职工退休年限管理目标、辞退管理目标的产品会格外受到关注，注意到这些目标不仅新型行业重视，传统行业也需要，因而它们尽管会增加企业的短期运行成本，但却容易被企业接受。

管制政策也会由于市场的压力得到跨越式创新。如两个证券交易所最终会实现以交易规则的差异化来进行竞争，而不是简单以上市资源的差异化为载体进行竞争；其结果一般会促使T+0交易、费率结构等方面的变革，并与融资融券业务一道推动信用交易的出现。又比如，

两个债券市场的竞争目前主要以上市资源和发行环节上享有的垄断资源来完成，实际上，两个市场的竞争，最终会实现功能定位的分割。一个恰当的分割应该是重新整合两个市场的资源，那些适合以双边报价驱动、集中交易的品种和业务，交由一个市场完成，另一个市场完成资金批发业务和一级半市场交易。功能上，后者注重形成基准利率，反映资金批发成本，前者形成现货利率，并以交易深度和广度吸引投资人。两个市场都能部分的消化国际游资对国内市场的冲击，等等。

金融产品销售和市场推广方面的创新

去年金融产品销售和市场推广仍然是一个弱项，监管机构对此表示了难以理解的谨慎。但金融产品销售的重要性在弱势市场中显得日益重要，也是不容忽视的一个事实。就目前的情形来讲，各个金融机构的销售环节无一例外的被内嵌在产品开发和主体业务部门内部，难以适应金融市场变化的需要。长远看，金融产品销售既体现为金融资产持有和交易习惯的养成，也体现为销售渠道的规范 and 专业化细分。

基金单位销售在2004年以后，已经凸现出其问题：不存在独立客户，机构化趋势明显，最终倒逼基金服务与其他金融服务模式雷同，风险相互渗透，问题很大。商业银行获准参与个人委托理财业务之后，信托公司与商业银行在客户独立性方面也存在类似的潜在问题；其他如期货合约的销售等等也都如此。可以说，除了保单销售、股票销售目前尚存在一个可以识别的市场之外，其他金融服务均不存在销售市场，这对国内资本化率的提高十分不利。今年，如果股票市场起色不大，在市场挤压下，销售的专业化问题可能得到部分解决。（学术委员会顾问：成思危；学术委员会主任委员：张曙光、邓勇；副主任委员：汪寿阳、盛洪；总策划：杨如彦、杨溟；主编：杨如彦；副主编：邹民生、孟辉；执笔：杨如彦）

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所