



您的位置：首页 - 文章选登

金融新产品发展战略刍议(丁圣元；12月21日)

文章作者：丁圣元

国内股票市场孤军深入，货币市场、外汇市场、固定收益市场的发展严重滞后，没有基本信用市场的丰富实践，无论投资者还是筹资者都没有建立牢不可破的信用观、风险观、资金成本观，导致投资者只盲目追逐资本利得，而筹资者却在一味的掠夺榨取。在这种情况下，我国要想创新和发展金融新产品，首先应该选择和认清一条最佳的路径。

笔者认为，金融产品发展应遵循由简入繁的基本逻辑，要明确揭示金融新产品发展的一般规律并非易事。虽然如此，直观地观察，以下基本逻辑应当具有公认的价值：

第一，金融产品及其市场之所以发展、壮大，归根结底是因为得到了投资人（出资人）的认可和接受，投资者是决定因素；第二，一般说来，投资者对金融产品的需求存在一个从易到难、由简入繁的阶段性演变过程，具体说就是从信用类产品到权益类产品、从短期限到长期限、从简单技术到复杂技术逐步发展、深化，投资者认识市场、投资操作、控制风险的能力逐步升级，与金融市场逐步丰富、深化形成良性互动、螺旋上升的格局。

第一条路径：投资方式演变的五个阶段如此一来，我们大致可以总结出两条较为明显的路径，第一条路径侧重于投资方式的演变。

第一条路径共分五个阶段，第一阶段是金融产品的基本买卖，包括买入长期持有和短线投机交易两类。第二阶段建立在基本买卖的基础上，对已经买入持有的证券进行证券出借、质押（如回购交易），以增加资金运用的灵活性。进一步地，还通过证券质押融资多倍买入，达到资金杠杆作用，提高资金效率。第三阶段更上一层楼，即主动借入证券卖空，从基本买卖的单调做多演变为多空灵活选择，手段大为丰富，操作效率进一步提高。卖空行为涉及借入证券、保证金追加、回补证券等较复杂的交易行为，为金融期货期权交易建立了良好基础。第四阶段采取组合投资方式，包括模拟指数的被动投资方式和组合式的主动投资方式。第五个阶段是更复杂的组合交易，包括套利交易、对冲交易等。

第二条路径：金融产品和融资方式演变的四个阶段。

另一条路径侧重于提供金融产品或融资方式，粗略地分为四个阶段，首先从货币、外汇市场开始，主要是短期限的信用交易，为经济活动提供了基本的流动性。在短期信用交易的基础上，发展出中长期的信用交易，即固定收益证券市场，通过固定收益市场的发展，投融资双方都明确了解信用交易的硬性约束，明确了解资金成本和投资风险、收益的基本概念，从而培植出强有力的信用传统和金融文化。再进一步，只有在强有力的金融信用文化的基础上，才可能发展出相对健全的股权市场。股票是无期限、非信用的，成败的关键在于建立相对可靠的委托代理关系。没有强有力的信用文化为基础，则绝对不可能派生出良好的委托代理关系。最后，以上述基础产品为前提，借助现代金融理论和计算机技术创生出衍生产品市场。

以上两条路径相辅相成，共同发展，从不同的侧面粗略地揭示了金融产品演变的一般过程。上述路径对阶段的划分并不严谨，不同阶段之间也不见得一定有明确分界，而是可能有一定的重叠。然而，上述阶段划分依然体现了由易到难、由简入繁的内在逻辑。

从市场发展的角度看，前一个阶段总是基础性的。金融业务带有浓厚的“手艺”特征，理论和技术都代替不了实践。如果缺少了某一个中间环节，则无论发行者、中介机构还是投资者都缺少了该环节应有的实际经验，难免为下阶段市场发展留下隐患，市场的基础就不牢靠。因此，金融市场应当按部就班地发展，监管者、发行者、中介机构、投资者都按部就班地适应市场、推进市场。

从市场运行的角度看，前一阶段市场往往为后一阶段提供了流动性和定价依据等实质性支持，同样需要以金字塔结构为依托。没有更基础的市场提供的流动性、价值标准等支持功能，则更高级的市场就不可能得到充分发展，也不可能高效率地运行。

两条路径的演变发展具有相互依赖、相互促进、良性循环的作用。从本质上说，特别是从金融服务提供商的角度出发，前一个方面立足于投资者的立场，配合投资者的需要来提供服务，因此具有更根本的意义；后一个方面更多地出于融资方的考虑，站在产品提供者的立场，因此应当服从前一个方面的需要。

由于国内金融市场的改革来自计划经济背景，迄今为止金融产品演变的道路依然以后一条路径为主，这与真正的市场化道路仍然有小的差距。如果我们打算真正以投资者为中心，则从基本态度到服务体系都应当从围绕后一个路径转为围绕前一个路径。

国内现实条件对发展金融产品既有明显推动作用也有显著的制约作用，我国宏观经济增长背景对金融市场发展提出了明确的需求，大约可以从以下方面来观察。

第一，经济的市场化改革对金融市场产生了“同步”市场化的要求；第二，进出口贸易增长对外汇交易市场和境内外筹资、投资有较高要求；第三，应适应金融改革、银行转型的需要；第四，混业经营的金融业大趋势使金融产品发展不再局限于各自的领域内；第五，经济长期高速增长和财富积累，对金融市场流动性（规模）和收益性具有较明确的需求和制约；第六，必须考虑金融市场内部子市场之间的竞争，如银行间市场和交易所市场、股权市场和固定收益证券市场之间的竞争等；第七，产品创新应适应市场基础发育程度；第八，总体金融风险控制对金融产品有较明确的需求。

金融技术和金融业市场化程度的提高，提高直接融资比例的要求等，决定了证券市场具有极为广阔的发展空间。应当充分发展基础产品，推动开发基础产品的融资融券做空交易等，兼顾发展衍生产品。

股票市场的发展历程已有前车之鉴。目前凭证式国债的紧俏，也充分说明了产品规模的重要性。

因此，交易所在开发新产品时不应仅限于股票市场，而是货币市场、外汇市场、固定收益市场齐头并进，至少也应当力争扩大产品基础。证券公司应当把开发银行间市场的发行承销经纪业务作为迫在眉睫的要务来抓，尽量摆脱交易所证券产品持续萎缩的不利局面。

如果所有新产品都集中在股票市场，则一旦发生股灾，无论证券交易所还是证券公司的经纪业务、发行业务都将陷入窘境。反之，如果能够有意识地扩大产品领域，就有可能寻找到的增长点，收取分散经营风险的功效。关键在于，我们不能把企业的生死存亡系于单一市场的行情大势。延续了4年的股市熊市还没有终结的明确证据，因此现阶段这样的警告具有重要的现实意义。

文章出处：《中国经济时报》

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

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

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