

# 跨市场创新需高度关注交叉金融风险

□中国社会科学院金融研究所 曾刚

所谓跨市场金融创新，指的是金融机构（或经济主体）在不同金融市场之间的金融活动，是金融机构为应对金融市场化环境突破分业经营约束、提高效率，通过各种交叉性金融工具或变换经营的组织形式，在多个金融子市场中进行各种金融活动。最近几年以来，随着金融市场化改革进程加快，金融市场竞争日趋激烈，不同机构间的交叉、融合不断加深，业务、产品创新不断涌现。这种交叉、融合的趋势，有效地打破了金融市场的分割，成为推动我国利率市场化的重要力量。不过，在提高金融效率、创造新盈利空间的同时，金融风险的交叉和传递也变得日益复杂，如何更好地认识和管理跨市场金融风险，由此也成为金融监管改革的难点和重点。

## 跨市场创新的主要领域

从实践看，可以将跨市场金融活动划分为两个层次：一是金融机构利用业务和产品的创新，来跨越货币、资本等多个金融市场的子市场；二是金融机构通过获取多种金融牌照，同时从事银行业、证券业和保险业，通过跨市场的机构主体来打通资本、货币市场以及保险市场。这两种类型的跨市场金融活动，对应到综合化经营（混业经营）的层面，常常也被称为内部综合化和外部综合化。过去几年中，两类跨市场金融活动都得到了迅速发展。由于跨市场牌照获取难度相对较大，中小型金融机构往往难以介入，因此，利用业务、产品创新来实现跨市场交易已成为更为主流的模式，这也是我国金融综合化经营值得关注的一个特征。

具体来说，业务、产品层面的跨市场创新主要集中在资产管理领域。过去几年中，随着利率市场化不断深入和金融监管放松，各类机构都加大了资产管理业务的发展力度，在较短的时间内，各类产品创新层出不穷，发行规模迅速膨胀。从机构来看，银行、信托、证券、保险、基金公司、私募基金、期货公司、地方金融交易所及互联网平台等，都直接或间接涉足其中。从产品类型看，有银行理财、信托计划、券商资管计划、保险资管计划以及互联网理财产品等各种类型，门槛和风险收益特征覆盖了绝大多数客户的资产配置需求。初略匡算，截至2015年6月末，我国资产管理行业的总规模已达到71.13万亿元，增长速度远远快于其他金融产品。其中，银行理财规模最大，2015年6月末为18.37万亿元，信托次之为15.87万亿元，券商资管和保险资管均在10万亿元左右。从增长来看，基金子公司尤其值得关注，短短三年规模已达到7万亿元，发展极其实猛。

由于所受监管约束不同，以及客户和资金来源性质上存在差异，不同机构的资管产品在资金投向上各有侧重。商业银行和保险公司是典型的机构投资者，风险偏好较为接近，存款、货币市场工具、债券和非标等固定收益类资产占比都在80%左右，权益类资产（如股票和基金）占比相对较低。不过，随着2014年以来股市升温以及保监会政策松动，保险资管的权益类投资占比在2015年有明显上升。此外，2013年以来，在余额宝的带动下

货币市场基金规模迅速扩大，这也使公募基金的资金投向中，货币市场占据了较高比重。公募基金、信托公司、券商资管和基金类子公司则更倾向于证券投资。

总体来讲，经过几年的爆发式增长，资产管理行业已经成为金融产品交叉的主要领域。一方面，不同类型机构的资管产品本质属性近似，在目标客户、资金来源以及资金投向上诸多交叠；另一方面，由于各类机构所受监管不同，加之自身专业优势各异。实践中，各类机构在资管产业链上的合作也在不断加深。比如，2014年以来随着股市上涨而迅速发展的配资业务，就是商业银行、信托公司以及证券公司利用资管产品进行的一种创新。除此之外，在股权激励、杠杆收购以及定向增发等证券市场交易中，也大量存在银行理财资金的身影。不同类型资管产品的嵌套交易，成为沟通银行资金和资本市场的重要桥梁。

## 跨市场创新的风险隐患

应该说，跨市场金融业务的迅速扩张有其客观必然性，既适应客户不断发展的需求，也推动利率市场化改革深入，改善金融体系的资金配置效率。但也必须看到，在监管体系不完备的情况下，跨市场业务过度发展也有一定的风险隐患。

一是容易导致局部市场的泡沫和剧烈波动。跨市场业务消除了不同市场的分割，有助于提高资金的配置效率，但这也降低了某些金融市场（尤其是高风险的权益市场）的准入门槛。在流动性充裕的情况下，交叉金融业务的过度发展，极有可能使巨额资金在局部市场上快速集聚，加剧其泡沫化程度，并形成巨大的危害。2015年我国股市的剧烈波动与跨市场资管产品的繁荣有着很大的关系。

二是加大了系统性风险。本质上说交叉（跨市场）风险是一种传导风险。各种金融机构在追求规模经济和范围经济、不断突破分业经营限制而相互融合的过程中，由于加强了在资本、资金、产品等方面的关系，很容易将某个市场或行业的风险传导到其他市场和行业。这种风险的影响不仅局限于某一市场或行业中，而是通过股权控制、资金交易等纽带，将单个行业、单个市场的风险渗透到金融市场的各个子市场。与传统的金融风险，如信用风险、操作风险以及市场风险不同，对交叉业务风险的关注更多地在于其加速了上述这些金融风险外溢的速度，并扩大了金融风险外溢的范围，这些都意味着系统性风险的上升。

三是流动性风险更加突出。作为推动利率市场化的重要力量，跨市场业务发展在本质上是基于金融市场的业务创新。而且，为确保一定的收益水平，跨市场产品或多或少的都具有“资金池”的特征，资金来源与使用间存在期限错配。在规模较小时，这种期限错配可能不是严重的问题，但当产品规模积累到一定程度，错配所造成资金缺口一旦不能在金融市场上得到满足，就会引发流动性风险。

目前来看，在利率下行和流动性较为宽松的环境下，各类资管产品为提高收益率，普遍通过加杠杆的方式加大资金流入规模并增加资产配置。根据人民银行的数据，2015年前三季度，以基金、

理财产品和信托计划等资管产品为主的其他金融机构在货币市场上（含回购和拆借）净融入资金47.4万亿元，是2014年同期规模的2.11倍，增长速度远远超过其他机构。杠杆的过度使用会加大部分资管产品所面临的流动性风险，同时，作为货币市场上其他机构重要的交易对手，这种产品层面的风险也有蔓延到整个市场的可能。

四是削弱了微观审慎监管的效果。跨市场业务中，有一部分与金融机构的监管套利有关。比如，早期为了规避存贷比和合意贷款规模限制，银行先后与信托、证券以及基金子公司进行通道合作，形成了一轮跨市场业务发展的浪潮。最近两年以来，随着内外部环境变化，贷款规模的现象明显减少，但利用其来提高资本充足率、降低不良率以及拓展银行资金运用范围（如借道其他金融机构进入股市）等，成为新的发展方向。不管形式如何，分业监管体系下，不同监管主体对相似业务的监管标准不同，为监管套利类的创新提供了长期的动力，反过来讲，这些业务的发展也削弱了微观审慎监管的有效性。相当程度的风险没有被合理考量并纳入监管视野。

## 适度监管不可或缺

总体判断，跨市场金融业务的发展，是适应利率市场化和金融脱媒环境的必然产物，也是我国金融业综合化经营（混业经营）的具体表现形式。从未来看，这一趋势还有深化发展的迹象。在监管体系以及金融机构自身管理能力尚不完善的情况下，跨市场业务过快发展也隐含着巨大风险，适度监管不可或缺。

这种监管目标，不是要限制交叉业务和产品创新，而是要适应交叉风险的发展趋势及其风险特征，优化现有的监管架构，以尽可能地在推动利率市场化改革继续深入的同时，守住不爆发区域性、系统性风险的底线。从根本上讲，针对金融市场改革不断推进，不同金融领域交叉明显加大的情况，应适时调整和优化现有的分业监管架构。长期内，或可考虑“混业经营、混业监管”的改革方向，形成统一的监管体系。在短期内，则可考虑如下的优化措施。

一是要尽快打破刚性兑付。刚性兑付是促成资产管理行业迅速发展最重要的因素，但也是其面临的最大瓶颈。从目前情况来看，在没有先打破刚性兑付的情况下，快速推进利率市场化，事实上已引发了金融过度创新的恶性循环。为吸引客户，金融机构竞相提高产品收益率，为支付这样的收益率，金融机构要么加大高风险资产配置（资金流向股市或其他高收益领域），要么提高固定收益投资的杠杆，要么通过不同产品间的交易来实施补贴（不断把支付延后）等，进而形成各种潜在风险。客观地讲，刚性兑付并非中国所独有，美国次贷危机中，各类产品过度使用增级也造成了事实上的刚性兑付，结果导致了风险、收益的严重错配。鉴赏不远，尤其是中国目前的许多产品创新已经高度符合“影子银行”特征且规模扩张迅速的情况下，更应对刚兑可能导致的扭曲保持高度关注。

二是要加强监管协调。尽快建立由具体部门牵头的统计体系，以及时、全面了解跨市场交易的

规模以及资金流向。此外，应强化不同监管部门之间的协调机制，在信息共享、定期沟通之外，应赋予协调机制一定的决策权，可以在异常情况下适时进行干预，阻止风险的升级和扩散。

统一监管规则也是监管协调的重要内容。目前来看，在各类机构均大力发展的资产管理行业，不同类型资管机构的监管环境存在较大差异，这也是引发监管套利的重要原因。在“分业经营”规则不变的情况下，建议加快推动商业银行资管部门成立专业化子公司，以便与保险公司和证券公司的改革进程保持一致。在此基础上，可以考虑将各类资管公司的监管统一到同一个监管机构，或制定基本相同的监管规则。

三是加大对重点业务的监管力度。在众多交叉业务中，尤其需要关注的是银行资金与资本市场的交叉。这种主要因为银行风险具有较大的外部性，一旦被资本市场的波动所传染，容易引发系统性危机。也正是基于这种逻辑，大萧条之后，美国在1933年通过的《格拉斯-斯蒂格尔法案》禁止商业银行从事投资银行业务。2008年金融危机之后，沃尔克规则再次提出要限制商业银行的权益类投资业务。在我国，政策对银行资金进入股市一直都有严格限制。但在实践中，尤其是在资本市场上涨时期，银行资金利用各种渠道进入股市的情况并不少见。去年以来，银行资金通过伞型信托、上市公司定增配资以及受托管理等交叉（跨市场）业务进入股市的规模迅速扩张，是造成股票市场剧烈波动的重要原因。

尽管目前看，资本市场波动未对银行造成实质性影响，但是这类业务继续发展以及规模失控可能造成的巨大潜在风险却不能忽视。建议相关部门加强在此类产品监管上的协调配合，共同制定相关政策法规，共同监督执行。其中，银行监管部门侧重资金“源头”的监管，严控与资本市场相关的产品和业务规模，更严格地把握信贷资金的发放标准和流向监管，降低挪用信贷资金的可能性。证券市场监管部门则应侧重于“流向”的监管，对资金总量的异常变化及其流向，应进行全面监控，并及时向相关部门进行通报。

四是加强对宏观审慎的关注，维护金融稳定。交叉（跨市场）业务的风险传染导致系统性风险明显上升，对此有必要加强宏观审慎管理以维护金融体系的稳定。在目前分业监管的体制下，应进一步明确宏观审慎管理职能的边界和归属，赋予宏观审慎管理部门在跨市场、交叉性金融风险的监管职责与手段。这样一来，可以形成在统一系统性风险监管下，各专业监管当局在各自专业领域实施微观审慎监管的“伞形”架构，有效避免因交叉（跨市场）业务发展造成的监管真空、监管不足及监管套利问题，也能促进金融监管合作，减少重复监管。

值得强调的是，由于高度依赖金融市场，交叉（跨市场）风险的一大特征是流动性的急剧上升。因此，在宏观审慎管理中，流动性管理变得至关重要。有关部门有必要进一步完善流动性风险的监测体系，及时优化流动性管理工具，扩大流动性管理工具覆盖的对象，为更好维护金融体系稳定创造基础条件。

# 煤电联动机制需更透明化

□厦门大学能源经济协同创新中心主任 林伯强

近日中央经济工作会议提出，要降低电力价格，推进电价市场化改革，完善煤电价格联动机制。中国电力系统在预见的将来基本上还是个火电系统，火电一直提供了超过75%的电力，同时消费了近50%的煤炭，因此中国的电价问题实质上还是煤价问题。

由于历史的原因，中国电价长期采用政府成本加成定价，由于消费者对电价调整十分敏感，受制于公众的承受能力和支付意愿。尽管电价改革虽有共识，但电价改革长期处于缓慢滞后的被动状态。事实上，政府去年就提出了还原能源商品属性，形成主要由市场决定能源价格的机制，因此完善煤炭联动机制，也是还原能源商品属性的一环。

完善煤电联动机制的好处有许多，与目前改革和经济发展要求相关的主要有三个方面。首先，将有利于政府以市场化方式管理电价。电力“普遍影响”的特性决定了政府不能远离电力市场，但是，政府应该尽可能选择市场化方式管理电力。在煤电联动机制下，政府通过严格遵守煤价波动与上网电价的联动，尽可能将社会目标相关问题放在终端电价上解决。如果电网按照深圳的试点改革，改变为成本加合理利润的盈利模式，政府仍然可以通过设计直接补贴和税收来管理终端电价。具体说，政府对电价的管理应该有两个重要内容：一是对电力企业进行严格的成本监管，二是如果政府认为有必要维持相对稳定的电价水平，可以对某个终端电价进行补贴。

其次，将有利于消费者支持电价改革，电价改革和提价尽管有时是必要的，是为了提高能源效率，为了经济和电力行业的可持续发展。但由于电力企业基本是国企垄断，如果政府定价不透明，对于公众来说，电价调整就是一笔糊涂账，导致电价调整被认为是各方力量的博弈而受到公众的质疑。透明合理的煤电联动机制可以让公众理解电价调整幅度和电价补贴。

再次，将有利于电力行业的混合所有制改革，鼓励民营资本参与电力投资。在目前国企一家独大和政府控制电价的情况下，电力投资对民营放开的程度还不足以吸引民资进入。我国电力发电侧已经对外资和民营开放了20多年，大家不仅没有看到外资和民营的大量进入，反而是变现出退。应该说电力行业的资金来源和提高行业效率，都需要有民营参与。

2012年煤炭价格下行以来，煤电联动机制启动，但市场对政府的电价调整如何与煤电联动机制挂钩仍存有疑问。首先是煤电联动的时间点，如果是以年度为周期，这个联动的时间起始点是哪天？其次是电价调整幅度，电价调整是如何根据煤价变动计算的，是否有根据一个比较透明的公式来调整？可见，煤电联动机制需要进一步完善，而完善煤电联动的关键点也是煤电联动的时间点和比较透明的调价公式。

虽然近几年电价调整也是以煤价下降为基础的，但由于煤电联动关系的相对不透明和不可预期，导致了两个主要问题：一是无法为电力企业提供一个稳定运营环境，二是不能为发电投资和民营进入电力行业提供可以预期的财务收益。因此，进一步完善煤电价格联动机制，关键点是严格按照煤电机制所规定的时间和幅度，相对透明地进行上网电价调整，以及进一步考虑如何向终端电价联动。

完善煤电联动机制显然有许多想象空间。比如说，今年政府将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。今后在煤电联动机制的基础上，配合电力体制和市场改革，也可以允许电价在一定的范围内，由供需双方决定。

完善煤电联动机制可以理解为是电价市场化改革的起点。煤电联动机制可以从开始时由政府按照机制（调价公式）决定联动幅度，今后逐渐过渡为由电力企业自主联动。从政府设定价格联动范围的企业自主联动，到由政府价格监管下电力企业根据市场供需自主调价，这就是一个电价市场化改革的过程。对发展中国家来说，能源价格改革首先需要建立一个合理的、透明的、可预期的价格机制。

电价市场化改革和电力体制改革密切相关，也受宏观经济的影响，因此将会是一个复杂的渐进过程，而煤电联动机制可以在整体能源体制和价格机制改革滞后的情况下进行。因此，政府可以将完善煤电联动机制作为电价改革的核心和抓手。相对于电力改革配套文件中提出的电力市场交易决定价格，煤电联动机制不仅简便易行，而且还有成品油价格机制实施的经验积累。

电价顺利改革是有条件的，很大程度上取决于对社会经济的影响和公众的接受程度。因此，在目前煤炭供需宽松，煤炭价格低迷，而且可以预期今后一段时间煤炭价格仍将稳定低迷的环境下，此时完善煤电联动机制对社会经济影响可控，而且容易受到公众的支持。

# 人民币国际化四大前景可期

□工行城市金融研究所 罗宁

加入SDR篮子，签署更多互换协议、更多清算协议等，2015年人民币国际化发展取得了一系列重要突破。展望2016，全球经济与国际金融市场的风险可能使人民币国际化前进的道路面临更多曲折，但前景仍然可期。

## 人民币国际化成果丰硕

首先，储备货币地位逐步凸显。全球金融危机爆发以来，以美元为主导的国际货币体系和外汇储备币种结构饱受质疑。作为全球第二大经济体的主权货币，近年来人民币国际化发展步伐提速，赢得了愈来愈多国家和地区的认同。与中国签署双边本币互换协议国家和地区达33个，总规模约3.3万亿元。人民币纳入IMF特别提款权（SDR）货币篮子则是一个重要的里程碑，目前全球至少已有40个国家选择人民币为外汇储备货币。

人民币国际化成果丰硕

其次，离岸人民币市场突破区域限制。自香港人民币个人存款、汇款和信用卡等产品出现以来，人民币离岸市场已有11年的发展历史。除中国香港外，中国台湾、新加坡、伦敦、卢森堡、法兰克福等地离岸人民币市场正在逐步发展。中国人民银行与境外主要国家央行达成人民币清算协议，包括工、中、建、农、交在内的中资银行境外机构获人民币清算行资格的已有20余家。

再次，作为支撑人民币国际化的“大后方”，国内利率市场化、汇率形成机制改革步伐不断加快。继取消贷款利率下限和存款利率上限之后，中国人民银行开始推行“利率走廊”引导市场改变过度依赖基准利率指引的模式。汇率方面，在放宽波动幅度之后，又通过“8·11汇改”强化市场在价格决定方面的作用，央行干预正在逐渐减少。此外，包括人民币资本项目可兑换的试点等改革措施也为人民币国际化提供了重要支持。

## 人民币国际化大势未变

2016年总体上看全球经济复苏的不确定性仍然较大，第一大经济体美国加息对国际金融市场的影响不可忽视。在前期取得初步发展成效之后，人民币国际化或将面临更多严峻挑战。例如，新兴市场货币贬值的冲击，部分刚刚接受人民币为国际储备的国家可能抛售人民币转为美元资产等等。尽管前进的道路会出现曲折，但人民币国际化的大趋势并未改变，未来将有四大趋势值得期待。

一是中国外汇市场加速融入全球市场。从今年年初起，中国人民银行将延长银行间外汇交易时间，引入合格境外主体参与银行间外汇市场。“人民币夜盘交易”启动，更多境外主体参与境内交易，将加速内外两个市场的融合。

二是互联互通稳步推进资本账户开放。在总结“沪港通”发展经验基础上，广为期待的“深港通”将有望落地，包括“沪伦通”在内的更多互联互通举措

将逐步推动。人民币资本项目可兑换在自贸区试点力度有望加大，可能成为未来全国推广的“模板”。尽管对于资本账户开放的各种担忧有其道理，但改革不会因此停滞，以互联互通、区域试点的方式，实现资本市场的开放将是主要趋势。

三是离岸人民币区域中心发展逐步成型。随着在各大洲清算协议的签订，越来越多中资境外银行启动清算服务，全球离岸人民币中心将改变过去单一依赖香港的局面，逐步形成区域规模效应，伦敦、卢森堡等更多离岸人民币区域中心将逐步发展成型，人民币债券、基金产品将更趋丰富。

四是人民币的国际地位将继续提升。虽然美元在国际货币体系中的主导地位并未真正动摇，但人民币正在成为世界上最“火”的货币。越来越多国家开始考虑将人民币纳入外汇储备，为人民币在当地流通做出更大努力。越来越多的金融机构、乃至实体企业开始尝试发行人民币债券融资。随着人民币回流机制不断健全，更多境外投资者也将更为关注人民币资产。

# 股权众筹平台可尝试开展国际合作

□中央财经大学 张苏 郑可

国际资本合作是我国经济发展的必由之路，既能引入国外的先进技术，带来新思想，激发国内创新，还可以充分利用国内市场、制度和资源优势，通过两个市场的相互作用，发挥双边乘数效应，应对瞬息万变的外部不确定性。

对于发展中的中国，没有资本管制的国际合作可能会带来风险。国内资本可能外逃，造成难以修复的破坏，如上世纪90年代墨西哥资本管制宽松，资金大量逃离本国，引发货币危机。国际热钱还可能大量涌入国内市场，哄抬廉价资产，引发非理性繁荣；或恶意做空经济，破坏金融体系。

以上两种情形都会扰乱国内市场秩序，造成国际收支不平衡，汇率波动幅度过大等破坏性后果，进而波及实体经济，使国内经济不稳定。

互联网股权众筹平台有助于平衡国际资本合作与资本管制的关系。一方面，股权众筹的国际合作能

够实现国际中小规模资本、中小企业间的对接，形成多层次、差异化的金融服务体系，优化资本市场结构，完善国际资本合作模式，进一步发挥资本市场资源配置的作用。另一方面，相比大型机构间的合作，股权众筹涉及金额少，更容易符合相关资本管制规定。

同时，以股权方式投资，投资周期长，可以降低资本流动性风险。目前我国国际金融合作多为大机构之间的合作，资金规模大，普通投资者难以介入。通过股权众筹的国际合作，资金规模小，合作更容易实现，并且能够使更多投资者参与到国际金融合作中。

股权众筹可运用多种模式开展国际合作。在现有资本管制约束下，我国境内股权众筹平台可以吸引境外合格合规的优质企业到境内注册公司，募集境内资金，从而吸引优秀技术、人才到中国来，促进国内技术创新、经济发展；可以吸引合格的国外金融机构参与股权众筹合作，吸引国外机构以股权这种中长期方式投资，由此降低外资在境内的流动性，防止热钱伺机涌入境内、搅乱我

国经济，同时可以鼓励国外机构作为项目领投人，增强其他投资者的投资欲望，协助筹资者成功募集资金，因为境外金融机构在投资前，往往会充分了解欲投资企业的经营状况、价值与存在风险，一旦他们愿意领投，相当于为筹集企业信用增级。

此外，可以利用金融特区，如上海自贸区中的国际金融平台，适度突破资本管制，开展合作关系更为紧密、资本流动性更强的股权众筹国际合作。正如纳斯达克可以接纳世界各国的企业，我国也可建立面向全球的股权众筹平台，走在股权众筹金融领域的国际前沿，借此提升我国在金融领域的国际地位，特别是普惠金融领域的国际地位。我国的国际化股权众筹平台，可以为任何国家的筹资企业发起项目、募集资金；可以接受世界各国符合投资标准的投资者。

股权众筹平台为优化平台服务，可以积极帮助跨境融资项目寻找政策优惠，或降低佣金，抵消因国际税费提升的融资成本。可以与各国大型金融机构合作，促进大型跨国金融机构开展股权众筹的经纪业务，为受本国资本管制而不能够境外投资的中小型投资者提供渠道，使人人均可参与到股权众筹活动中。正如沪港通这种交易所互连合作方式，我国的国际化股权众筹平台也可以与其他国家本土平台合作，形成平台间的直通车，双方分享投资者信息，将筹资项目推广到相关平台上募集，并收集合作平台的优质项目，推荐给本平台的适合投资群，从而促进合作双方的融资效率，优化资本配置，提升筹资与融资者的匹配度。通过建立国家化股权众筹平台，我国中小企业可以依据自身特点、目标市场，面向最优目标筹资群体，提升融资成功概率，还可以通过境外股权投资方式，让海外新鲜血液，推动公司发展、进步。

由于股权众筹平台依法规定不能为项目担保，因此可以引入第三方机构为股权众筹企业跨境担保或设置保险。保险业引入也可以监督融资企业合理定价，有利于我国资本市场提升定价能力。