

# 挑战呼唤监管转型 创新释放金融活力

## 资本市场迈入“改革大年”

□本报记者 刘国锋

1月8日至9日,由中国人民大学金融与证券研究所、中国证券报、华融证券股份有限公司联合主办的“第二十届(2016年度)中国资本市场论坛”在北京举行。与会专家表示,发展多层次资本市场仍是重中之重,中国资本市场最大的机遇将来自于制度改革推动的流动性释放。当前应积极探索完善符合我国国情的监管体系,促进资本市场健康发展。



本版照片均由本报记者 吕雷 摄

### 注册制将改变市场格局

中国人民大学金融与证券研究所在论坛上发布的《中国资本市场研究报告(2016年度)》表示,2016年将迎来中国资本市场制度大变革。资金供给和资金需求表现为双向爆发式增长,资金供给超过总需求。市场融资功能显著增强,市场规模大幅扩大,新股发行速度将明显加快。

“不能因为出现危机改革就停止,还是要大力发展资本市场。”中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求表示,资本市场不是单纯的融资工具,也不单纯是资产池,在大国金融结构里,资本市场起到稳定器的作用,它也有助于人民币走出去。

中国人民银行金融研究所所长姚余栋对此强调,中国如果只发展制造业不发展大国金融,不发展人民币的国际化,将来是扛不住贬值压力的。中国一定要成为金融强国,直接融资一定要超过间接融资。他警告说,虽然现在在

直接融资方面最成功的只有英国和美国,但如果我们没有直接融资为主的市场,将来跌倒就会爬不起来。

“在未来5年,中国金融将从间接融资走向直接融资。”中国银行前首席经济学家曹远征肯定了直接融资的重大作用。从目前数值来看,贷款占全社会融资的比重在持续下降,预计未来5年这个比例会下降到50%以下。

资本市场迎来“改革大年”不禁成为业界专家的共识。《中国资本市场研究报告(2016年度)》介绍了“改革大年”所面临的宏观环境:预计2016年我国积极的财政政策力度更大,稳健的货币政策将保持适度充裕的流动性,实现货币信贷及社会融资规模合理增长。2016年,我国资本市场的发展和建设所处的宏观经济和政策环境为中性略偏多。

对于货币政策的变化,上海重阳投资总裁王庆判断,从2014年11月份利率下行周期

开始,经过2014年、2015年五次降息以后,2016年利率进一步下行趋势肯定还会继续,但下行的空间应该要比2014年、2015年要小。2014年、2015年五次降息,2016年最多两次降息。

民生证券研究院执行院长管清友表示,今年很多改革举措会加快,包括资本市场领域一些制度的改革。管清友认为,资本市场最大的机遇将来自于制度红利推动流动性释放。当前,第一次面临流动性十分宽松的状态,在这种情况下,希望有多个池子分流流动性。其中,注册制的推出会起很大作用,股市将成为重要的吸纳融资的场所。

姚余栋指出,多层次资本市场建设将是重中之重。“十三五”期间,发展多层资本市场要着力于化解银行的风险。在改革对策方面,银行体系和整个债券体系可以找到化解风险的很好的工具,即优先股。

### 风险挑战呼唤监管转型

“2016年将会有更多的风险挑战和困难。在新常态下,我国资本市场的风险将呈现跨境化、国际化、系统化的特点。”中国华融资产管理股份有限公司董事长赖小民表示,资本市场的风险牵一发而动全身,对资本市场的监管不能采用简单的方式,要综合治理。

“当前应该积极探索符合我国国情的监管,加强基础法律法规建设,建立高效和有弹性的监管体系,促进资本市场健康发展。”赖小民表示。

中国人民大学小微金融研究中心理事会联席主席贝多广进一步强调,人民币要成为国际储备货币,在成为国际储备货币之前首先要成为国际的投资货币,这是比贸易本身更大的挑战,最主要就是挑战中国的资本市场,挑战中国的金融体系。贝多广认为,现行“一行三会”的监管结构确实对今天的金融发展带来了

一些问题,已不适应现在的形势。该监管结构是分业监管背景下形成的,而现在混业经营趋势越发明显。

赖小民建议,下一步应提升监管的高度、深度、厚度和宽度,强化功能性监管,提高资本市场监管的有效性。事先建立常态化的跨部门、跨机构协同机制,做好紧急预案。实现跨境监管,将跨境资本纳入监管,合作建立金融监管体系,积极参与金融监管国际协议的制定和修订。运用电子化手段提升监管的密度,高效跟踪测试分类信息加大监管,提升监管的有效性,还要进一步完善监管方面的法律法规。

曹远征也建议,必须建立一个综合性监管的机制,央行发挥协调能力,监管要转变成功能性监管,而不仅是机构的改革和合并。

针对互联网金融领域的监管,全国人大财经委副主任委员吴晓灵表示,当前金融监管跟不上

市场发展。要克服监管当局的地盘意识,按实质重于形式的原则,明确产品法律关系和功能属性,实行功能监管。让银行理财产品归位公募基金。还要完善中央地方双层金融监管体制,吸收存款、公开发行证券、办理保险的金融机构和信托公司归中央监管,不吸收公众存款的一些金融服务机构可以归地方金融监管局监管,中央银行负责对地方金融监管机构的协调指导。

对于股票发行制度的监管改革,北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐表示,注册制的推出是毫无疑问的,但必须慎重。在监管体系和各方面制度不健全的情况下,完全的注册制可能给中国资本市场带来不确定因素。对于事先审批变成事前和事后监管,应该提出很大的要求,如怎么事前发现问题,怎么事后进行监管等。同时,交易所要转变,要加强交易所的独立性。

### 金融创新释放增长活力

吴晓灵表示,要加大金融创新力度,满足不同层次投资者的需求。对于下一步的金融创新,她提出了几条建议。

一是创新公募基金产品,满足中间层次投资者需求。据介绍,目前,公募基金投资标的范围过窄,私募基金投资门槛过高,是当前难以满足中间层次投资者的需求的主要矛盾。法律规定的公募基金投资范围包括上市交易的股票、债券、证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品等。应在公募基金投资范围方面进行扩展,这样才可以加大公募基金的收益。同时,要创新公募基金的品种,允许在一定比例内投资未上市的证券,同时提高投资人的门槛。除了已经上市的股票和债券外,还可以让其投资一些股权,或者是私募基金,甚至可以包括一些其他的投资计划。但是必须有一定的范围,且一旦扩大了范围,投资

人承担风险的能力必须要加强,因而可以提高投资人的门槛。二是要发展股权众筹,让一般投资人参与企业创业。三是开放大额存款市场,给投资人一个投资高息存款的合法途径。吴晓灵表示,中国有许多经营债券的机构,苦于资金来源受限。如果能够开放大额存款市场,允许一些非银行存款类金融机构吸收公众存款,成为有限牌照银行,对于提供更多的投资产品是有益的。

吴晓灵认为,必须加大金融改革的力度,适应社会需求,维护市场秩序,保护投资人权益。她介绍,当前,互联网金融中风险暴露最多的有两个领域:一是P2P,二是互联网理财。这两个领域由于社会对这些产品的法律性质认识不清,以致难以有效防范和控制风险。因此,要正确引导社会对金融产品的属性认识,遵守法律红线,维护社会秩序。

## 李扬:三方面入手建设长期信用机构



□本报实习记者 彭扬

9日,在第二十届中国资本市场论坛上,中国社会科学院学部委员、原副院长李扬表示,“十三五”期间,我国经济将继续“发挥投资的关键性作用”,下一步改革要注意发挥投资者的作用。

李扬认为,如何支持投资是金融改革的一个重要方面。总体来说,中国不缺资金,但资金监控、资金来源以及资金使用较差。新型工业化、城乡一体化等依然是我国经济发展的主要引擎,筹措长期资金依然是中国金融体系的首要任务之一。

期限错配和权益错配,构成中国金融体系的主要缺陷。李扬认为,资金期限的平均长度不到三年,使用时间为六年以上。由此出现了资金错配问题,而金融就是要解决这一问题,但长期以来没有一个稳定的机制能解决该问题。从资产端来说,就是要解决长期资本和股权资金的问题。

李扬表示,我国需要发展多层次资本市场,在股票市场中深化创业板、新三板改革,特别是满足“草根”创业的需求。而在多层次资本市场发展中要解决好两个问题,一要解决“草根”资本资金的来源;二要解决地方的资金来源。

为解决投资问题,李扬建议,在新常态下,中国须建立一种筹集长期资金、筹集股权资金的体制机制。大力发展资本市场,建立长期信用机构,是建立此类机制的核心。

李扬表示,建立服务于长期融资的长期信用机构可从三方面入手:一是建立城市基础设施建设、住宅政策性金融机构;二是完善城镇化建设融资机构;三是改善科技型中小企业融资条件,完善风险投资机制。

此外,李扬认为,中国股权市场结构严重“倒置”。中国股权市场从主板到区域型股权交易市场呈现倒三角形,越往下越少,越往上越多。美国则是正三角形,和事物发展规律相匹配,中国股权市场的倒三角结构必须改革。

## 吴晓求:规范融资渠道 动态管理杠杆



□本报记者 刘国锋 实习记者 彭扬

中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求9日在第二十届中国资本市场论坛上表示,应坚持大力发展资本市场的方向不变,在制度方面仍应继续推进注册制。同期发布的《中国资本市场研究报告(2016年度)》(以下简称《报告》)提出,我国资本市场正在迎来市场化发展的新阶段,股票市场的估值功能增强,通过股票市场对上市公司的估值定价有了制度基础。资本市场将呈现良好景象,资本市场合理配置社会资源的功能将得到更好发挥。

#### 注册制推出应以稳妥为前提

吴晓求对资本市场的发展改革提出了多项建议。他表示,不能因为出现危机就停止改革,大力发展资本市场的方向不能变;应深刻理解注册制推出的原因和附加条件,避免此前熔断机制所出现的问题。注册制改革需要注意三个问题:一是完全透明度,二是建立匹配的权责机制,三是制定流程清晰的标准。

“应规范融资渠道,形成动态的杠杆管理。”吴晓求表示,资本市场没有杠杆是不可能的,一定会有杠杆,可以允许杠杆,但是杠杆要有周期。吴晓求还指出,要建立更加市场化的交易制度。要处理交易风险,不能因为保护风险而把重大的交易风险忽略了。要强化市场监管的独立性,调整监管的重心。

《报告》对此表示,发展资本市场顺应了现代金融变革的基本趋势。大国金融的核心标志是人民币国际化和资本市场的国际中心地位。发达、透明、具有国际金融中心地位的资本市场是中国大国金融的基石。改革现行的金融结构唯有大力发展资本市场。

针对股票发行注册制改革,《报告》认为,将要建立和实施的注册制具体制度规则都是过渡性的安排,并表现出明显的渐变性特征。在新《证券法》颁布后,还需根据上位法要求和实践的情况对注册制相关制度规则作相应修改和完善。注册制的推出应当以稳妥为前提,重视市场的稳定运行,预计在相关制度准备工作完成后,注册制会在2016年成行。《报告》表示,相较于核准制,注册制市场化、法制化程度更高,着力理清监管边界,突出信息披露为核心的监管理念,建立以投资者需求为导向的信息披露规则,强化法规制

度的威慑力,致力于维护市场的公开、公平、公正原则。更多地发挥市场机制的作用,提升市场约束力,强化市场主体自律。

《报告》还建议动态完善资本市场对外开放法律制度。据介绍,目前合格机构投资者继续发展,沪港通已经运行满一年时间,深港通也将开通,沪伦通正在探讨,中国内地市场与其他境外股票市场的互联互通机制有逐步扩展趋势,内地与香港基金互认已经启动,为资金跨境双向流动增加了新渠道。跨境投融资活动日趋活跃,跨境证券投资服务、跨境监管执法合作也必须跟上,需要建立完善相应的制度规则。要求资本市场对外开放法律制度动态完善。

#### 资本市场将继续吸引增量资金

在全社会资金供给总量相对充裕的情况下,资本市场的发展将继续吸引社会资金流入。《报告》表示,中国股市回归常态以后,依然具有良好的发展前景,会继续释放财富效应,加上人民银行继续降准降息以及其它宽松措施的预期和政策的引导,股票市场将吸引场外增量资金持续进入。

据分析,2016年原有的资金渠道,公募基金、私募基金、券商资管基金、保险资金、企业年金、保障基金、融资融券、OFII、ROFII、沪港通等,总体上将继续保持资金流入的趋势。在管理层清理、整顿、规范股市“杠杆”的形势下,被清理场外配资中的一部分资金也会通过私募或公募基金、资管等渠道再次进入股市。预计2016年会有3000亿到1万亿元资金进入股市,7000至8000亿元资金进入交易所债市。

全球性股票指数考虑中国因素的动能也将进一步增强。《报告》表示,尽管2015年中国A股最终未被纳入MSCI新兴市场指数,但伦敦证券交易所集团(LSE)旗下富时罗素正就将A股纳入富时(FTSE)新兴市场指数事宜积极推动。随着A股市场对外开放程度的提高,A股纳入MSCI和FTSE指数是迟早的事。彼时境外投资者必将进一步加大A股配置,则可能引发更多境外资金流入。

《报告》认为,2016年资本市场的资金供给总体上较2015年显著增加。交易所市场资金供给总量在3.1万亿至3.9万亿元水平,其中,股市1.6万亿至2.3万亿元,债市1.5万亿至1.6万亿元。