

现代金融市场 知识手册

本书是关于金融市场的基本概念、交易、运行的知识手册。全书从专业的角度出发，以金融市场的交易为主线，汇集了大量相关的基础知识和词条。本书不仅可以作为金融领域相关实务工作者的案头必备用书，还可以供广大领导干部、普通读者作为了解金融和金融市场的最佳读物。

XIANDAI JINRONG SHICHANG
ZHISHI SHOUCHE

项俊波 / 主编



 中国金融出版社

现代

金融

市场知识手册

项俊波 主编

中国金融出版社

责任编辑：刘小平 肖丽敏

责任校对：孙 蕊

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

现代金融市场知识手册 (Xiandai Jinrong Shichang Zhishi Shouce) / 项俊波
主编. —北京：中国金融出版社，2007. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4497 - 9

I. 现… II. 项… III. 金融市场—基本知识 IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 131832 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 32. 25

字数 650 千

版次 2007 年 10 月第 1 版

印次 2007 年 10 月第 1 次印刷

定价 58. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4497 - 9/F. 4057

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

党中央、国务院一直高度重视金融市场发展。20世纪90年代以来，先后推出一系列重大改革举措，有力地促进了我国金融市场的发展。党的十六届三中全会提出要“更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用，提高资源配置效率”，这既是完善社会主义市场经济体制的重要目标，也是建立健全现代金融市场体系的基本要求。2007年年初召开的第三次全国金融工作会议强调，要“进一步优化金融结构，完善多层次金融市场体系，加快发展货币市场、资本市场和保险市场”，为新形势下我国金融市场的发展指明了方向。金融市场作为现代市场体系最活跃的部分，其发展程度已成为衡量市场经济体制完善程度和金融业发达程度的重要标尺。金融市场的基础制度、参与者素质、价格机制、市场体系和风控机制对金融资源配置效率的高低起着决定性作用。因此，我们要一如既往地高度重视金融市场发展，通过加强基础性市场制度建设、提高市场参与者素质、完善价格机制、发展多层次市场体系和内外部风险控制机制，构建直接融资与间接融资及货币市场、信贷市场、证券市场、外汇市场、保险市场和金融衍生市场等协调发展的新格局，为国民经济又好又快地发展提供强有力的金融支持。

改革开放以来，在党中央、国务院的正确领导下，我国金融市场发展取得了重大成就。金融市场机制和基础制度不断完善，利率市场化改革全面推进，金融市场价格机制日渐成熟；正式实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，市场在人民币汇率形成中的基础性作用得到加强；顺利实施解决股权分置等重大改革，股票市场的融资功能得到恢复和发展；金融市场体系日益完善，市场的宽度、深度和开放度不断提升；金融市场主体多元化，机构投资者在市场发展中的作用日益提升；金融市场产品不断丰富，既有国债、央行票据、金融债、定期存款、抵押贷款、股票、财产险等基础产品，也有外汇掉期、混合资本债、短期融资券、ABS、MBS和CDO等新产品，还有一些创新产品正在积极准备；金融开放水平进一步提高，全面履行世界贸易组织承诺，支持外资金融机构拓展业务，鼓励发展对外投资，QFII和QDII业务有序扩大。

尽管我国金融市场发展取得了很大成就，但与发达国家相比，我国金融市场发展还存在一些薄弱环节，主要表现在：金融市场体系还不尽完善，存在市场分割现象；金融深化程度还不足，存在创新压抑现象；金融市场产品还比较单一，存在产品匮乏、简单化现象；市场融资结构不合理，资本市场、保险市场发展滞后，直接融资比重低，债券市场发展相对滞后等。从整体上来说，我国金融市场发展与社

会主义市场经济体制的要求还有一定距离，金融市场发展仍面临着新的挑战，迫切要求我们必须加快改革与发展。第一，要进一步提高深化金融企业改革，发挥董事会和利益相关者的作用，继续完善法人治理机制；第二，要深化利率、汇率市场化改革，完善价格形成机制，提高市场主体自主定价能力；第三，要大力发展直接融资，加快发展债券融资，逐步改变全社会过分依赖银行贷款的融资格局；第四，要适应金融综合化发展的趋势，促进银行、证券、保险、基金等行业协调发展；第五，要加快金融产品创新，不断提高金融企业的服务能力、服务质量和效益。总之，金融市场的改革和发展是一项复杂的系统工程，需要多方面的努力，包括相关政策的协调、市场功能的深化、机构素质的提高以及基础设施的完善等。

对市场管理者和投资者进行更全面的金融市场知识教育也是金融市场健康发展非常重要的方面。在现代金融体系中，金融市场发展往往领风气之先，是金融创新最直接的动力来源，所有的金融产品创新都来自于市场，也用之于金融市场发展。金融市场日新月异，带动了深层次的金融制度变革，促进金融市场发展越来越专业化。金融市场规则、机制、产品等越来越强的专业化程度正以前所未有的速度积累和更新，使得过去我们曾经熟悉的领域可能在较短时间内就变得很陌生。面对这种趋势，迫切需要加强对现代金融市场的发展历程、运行机制、未来趋势等更加系统全面的认识，为推动我国金融市场发展奠定深厚的知识基础。而要做到这一点，仅仅依靠学校教育和一般培训是难以完成的。“纸上得来终觉浅，绝知此事须躬行”，真正全面掌握日益专业化的金融市场知识，不仅需要扎实的理论根底，而且需要丰富的市场经验。

摆在我们面前的这本《现代金融市场知识手册》与其他金融市场知识书籍相比，有几个鲜明的特点：一是体例新颖。该书既不同于一般的金融词典，也不同于一般的金融教科书，而是兼顾专业性和普及性，以金融市场的各构成要素为新视角，阐释了能体现基础性、前沿性与宏观性的若干知识点，既提供了一个关于国际、国内金融市场发展的总体知识框架，又是一本可随需查阅的有益工具书。二是内容全面。不仅涉及金融市场的发展历史，而且更多地着墨于金融市场的现状与未来；不仅系统分析了国内金融市场发展，而且全面分析了国际金融市场发展；不仅剖析了金融市场的微观运行机制，而且分析了金融市场的宏观运行环境。三是深入浅出。本书把艰深复杂的金融市场知识，用通俗的语言、贴近现实生活的内容和喜闻乐见的形式描述出来，有益于人们从新的角度认识金融市场、理解金融市场，并学会运用金融市场知识为自己的生活、学习和工作服务。

周 11

2007年7月11日

保持改革开放发展的良好势头 推动我国金融市场建设再上新台阶

项俊波

建立制度健全、功能完善、层次分明、运转高效的金融市场体系，是完善社会主义市场经济体制的基本要求。金融市场作为现代市场体系的重要组成部分，对金融资源配置效率的高低起着决定性作用。改革开放以来，随着我国市场经济体制的不断完善，我国金融市场发展经历了由无到有、由小到大、由不规范到逐渐规范的曲折发展历程，交易场所多层次、交易品种多样化和交易机制多元化的金融市场体系格局已基本形成。金融市场在我国国民经济发展中的地位 and 作用越来越重要。金融市场为实施金融宏观调控提供了平台，为市场参与者提供了投资和融资的渠道，同时也提供了流动性管理和风险管理的场所。大力推动金融市场建设，已经成为完善社会主义市场经济体制、健全金融宏观调控机制、丰富金融风险管理手段和优化资源配置功能的一项重要任务。2007 年年初召开的全国金融工作会议明确提出，要“进一步优化金融结构，完善多层次金融市场体系，加快发展货币市场、资本市场和保险市场”，这既为我们保持金融市场改革发展的良好势头，继续推动金融市场建设再上新台阶指明了方向，也对今后一个时期的金融市场发展提出了新的更高要求。当前，我国经济发展正处于重要战略机遇期，金融市场发展面临新的机遇和挑战。借鉴各国经验，立足当前实际，着眼长远需要，推动我国金融市场发展再上新台阶，是一项光荣而艰巨的任务。

一、我国金融市场的发展历程及基本成就

金融市场是我国金融改革发展的重要环节。在短短二十多年的时间内，我们走过了西方国家用二百多年才走完的金融市场发展历程，初步建立了与我国经济发展阶段相适应的金融市场体系，市场配置资源的基础性作用日益增强。回顾我国金融市场的发展历程，金融市场发展并非一帆风顺。总结金融市场的改革经验，对于进一步推动金融市场改革发展具有重要意义。

（一）我国金融市场的发展历程

与经济体制改革进程相比，我国金融市场发展起步稍晚。这主要是由于我国经济体制改革是从农村开始的，直到 1984 年以后，改革重心才向城市转移。而

且1985年以前,由于当时其他领域的改革刚刚起步,为保持改革进程的相对平稳,国家暂时没有将金融改革列入改革试点,使得这一时期金融市场的发展存在一定的自发性。1985年9月,中共中央《关于制定国民经济和社会发展第七个五年计划的建议》,明确提出要“运用多种金融工具积极发展横向的资金融通,促进资金市场的逐步形成”,这标志着发展金融市场被作为金融改革的重要内容正式提出来。我国金融市场发展可以分为三个阶段:

第一阶段:起步发展阶段。这一阶段的时间跨度大约从20世纪80年代初到90年代初,主要特征是各类金融市场纷纷恢复形成,呈现较典型的数量型发展特征。80年代初,随着我国经济体制改革的推进,各类经济主体对金融服务提出了新的需求,客观上要求金融业提供与之相适应的金融产品和服务,以满足金融交易需求。这为我国金融市场的产生发展创造了条件,各种形式的金融机构开始出现,各种市场融资活动开始萌生和迅速发展。主要从三个层面展开:首先,金融机构分立为金融市场提供了交易主体。从1979年起,国家先后建立了工、农、中、建四家专业银行,人民银行正式成为中央银行。1986年后,陆续出现了投资公司、信托公司、租赁公司、城市信用社等非银行金融机构。这些机构设立后,客观上要求建立相应的金融市场体系,以满足其资金融通等需求。其次,相关业务开展为金融市场发展提供了交易载体。1984年,人民银行颁布《信贷资金管理试行办法》,制订了“统一计划,划分资金,实贷实存,相互融通”的信贷资金管理原则,银行间资金拆借活动普遍开展起来。此后,同业拆借范围扩大到非银行金融机构。1984年2月,票据承兑贴现业务在全国逐步开展,初步形成了票据承兑贴现市场。最后,经济改革为金融市场发展提供了原动力。我国金融市场的发展是随着经济改革的推进逐步展开的,与微观经济主体需求相适应。以证券市场为例,从1981年起,国家开始发行国库券,1984年后,国库券发行量已经较大,客观上要求国家建立相应的交易流通市场。同时,随着企业作为商品生产者地位的确立,社会资金供应体制发生重大变化,自1983年起,围绕紧俏商品和重要原材料生产进行的企业内部筹资活动日益兴起,逐步形成了企业发行股票、债券直接筹资的热潮,逐步产生了证券发行市场。而国债和证券发行市场的出现,又进一步推动了证券流通市场的建立与发展。1990年12月和1991年7月,上海证券交易所和深圳证券交易所先后成立。

第二阶段:整顿规范阶段。这一阶段的时间跨度从20世纪90年代初开始到90年代中后期结束,主要特征是对前阶段金融市场发展的不规范现象和风险问题进行规范整顿。在我国金融市场发展初期,由于发展速度过快,加之相应管理和调控手段未及时跟上,相关制度法规不健全,导致了金融市场的一系列问题,尤其是同业拆借和股票市场。为确保金融市场健康发展,国家决定对金融市场进行整顿规范,主要措施包括:

一是整顿同业拆借市场。1992年2月和1993年6月，为规范同业拆借市场，人民银行先后下发了《关于进一步加强同业拆借管理的通知》和《关于进一步整顿和规范同业资金拆借秩序的通知》，提出建立健全全国统一的资金拆借市场体系的要求，并成立了由人民银行省市级分行牵头的资金融通中心，初步形成了以人民银行融资中心为主导，相对松散、无形的拆借市场。1996年，人民银行在对全国48家融资中心改造并撤销商业银行组建的同业拆借市场的基础上，建立了统一的全国银行间拆借市场。

二是推动票据市场发展。20世纪90年代初，我国企业“三角债”现象日益严重，严重危害国民经济发展。为从根本上解决这一问题，在党中央、国务院的部署下，人民银行开始推动商业票据市场发展。1993年和1994年，人民银行先后发布了《商业汇票办法》、《关于在煤炭、电力、冶金、化工和铁路行业推行商业汇票结算的通知》、《商业汇票办法》和《再贴现办法》等文件，以重点支持五行业票据的贴现和再贴现为突破口，推动商业票据发展。1998年6月，人民银行下发了关于加强商业汇票管理、促进商业汇票发展的通知，强调要严肃商业汇票结算纪律，各银行必须严格按照《支付结算办法》的规定办理结算。

三是推动外汇市场发展。为配合1994年的外汇管理体制改单，实现“建立以市场为基础的、有管理的浮动汇率制度和统一规范化的外汇市场，逐步使人民币成为可兑换的货币”的目标，解决外汇市场存在的问题，1994年4月4日，我国外汇交易总中心在上海成立，银行间外汇市场正式运行。

四是规范证券市场发展。针对当时国债流动市场分割、国债回购业务违规、买空卖空等影响国债市场健康发展的问题，1995年8月，人民银行、财政部和证监会联合下发了《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题的通知》。1995年5月，证监会暂停国债期货交易。1997年年初，人民银行暂停向商业银行融资的债券回购交易。同年6月，人民银行发布了《关于禁止银行资金违规流入股票市场的通知》。针对当时股票市场存在的问题，国家出台了《公司法》，国务院和证券管理部门先后颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《交易所管理暂行办法》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》，对上市公司、证券经营机构、专业性中介机构的管理法规以及境外发行上市、境内上市外资股等有关法律法规，为证券市场的监管提供了依据，证券业管理部门也加强对资本市场的监管，保障了证券市场有序规范地发展。

第三阶段：快速发展阶段。这一阶段从20世纪90年代中后期开始，其主要特征是：金融市场经过整顿规范，进入健康发展的快车道，金融市场体系初步建成，市场的宽度、深度和开放度不断提升，产品逐渐丰富，流动性不断地提高，市场配置资源的基础性作用日益增强。在这一阶段，国民经济持续较快发展、金融改革开放不断加大、金融法制环境不断改善，为金融市场快速健康发展创造了

良好的外部环境和基础保障。金融市场的快速发展突出表现在：在货币市场发展方面，票据市场在规范中快速发展，地位和作用进一步加强，票据融资已成为一种重要的货币市场工具，对提高货币市场效率，丰富货币市场工具，深化和加快货币市场发展意义重大。在资本市场发展方面，1997年6月，银行间债券市场成立，并与交易所债券市场共同构成了我国的债券市场，债券市场发行量、存量稳步增加，交易主体快速增长，交易规模呈放大趋势。股票市场筹资功能不断完善，市场参与主体、交易品种较快增加，交易规模不断扩大。证券投资基金市场发展较快，证券投资基金品种逐渐丰富，规模不断加大，在金融市场发挥着不可或缺的作用。

（二）我国金融市场发展的成就

经过多年改革发展，金融市场已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分，为推动国民经济发展、支持国家宏观调控实施、推进国有企业和金融机构改革、稳步推进利率市场化、完善人民币汇率形成机制、防范系统性风险和维护金融稳定，作出了重要贡献。主要表现在：

一是金融市场体系基本形成。从市场类别看，有同业拆借市场、回购市场和票据市场等组成的货币市场，有债券市场和股票市场等组成的资本市场，以及外汇市场、黄金市场、期货市场、保险市场等均已建立，并形成一定规模。从市场层次看，以银行间市场为主体的场外市场与以交易所市场为主体的场内市场相互补充，共同发展。

二是金融市场功能不断深化。金融市场的深度不断增大，金融产品与工具日益丰富，已形成了票据、债券、股票、基金、期货、黄金等较完整的产品系列，出现了买断式回购、债券远期交易、利率互换、远期外汇交易、外汇掉期交易、权证等新型金融工具和衍生金融产品，各市场规模不断扩大，交易量快速增长。同时，金融市场主体的队伍日益扩大，类型更加广泛多样，参与程度不断提高。除政策性银行、商业银行、信用社等银行业金融机构外，证券公司、财务公司和保险公司等非银行金融机构和企业也积极参与市场交易，机构投资者发展迅速，个人投资者日趋理性。

三是金融市场制度建设日益完善。金融市场法律制度逐步完善，《人民银行法》、《商业银行法》、《证券法》、《保险法》等法律法规清晰界定了市场各方的权责关系，成为金融市场运行的重要基础；市场监管部门制定的金融市场规章和规范性文件，为规范市场管理、维护市场秩序提供了有力的制度支持。金融市场监管体系逐渐形成，人民银行与证监会、保监会等部门分工合作，形成了较完整的金融市场监管架构。人民银行特别关注防范金融市场系统性风险和跨市场风险，积极维护市场稳定。金融市场基础设施建设取得较大成果，金融市场交易结算系统机制灵活，可以适应不同市场主体的多元化需求；托管系统不断完善，在

防范市场风险方面的核心作用日益明显；资金清算系统高效安全，能够满足大规模且频繁的金融市场交易所产生的资金清算需要；市场基础设施中的各系统有效联结和协调运转，降低了交易成本，增强了市场连通与互动，为保证我国金融市场提供了有力的技术支持和坚实的运行平台。总的来看，我国金融市场基本制度的不断完善，为维护金融市场公正透明环境、保护金融市场主体合法权益、保障金融市场顺畅运行奠定了坚实基础。

四是金融市场的开放程度不断提高。在金融全球一体化的趋势下，我国金融市场发展坚持“引进来”、“走出去”并重的原则，在开放中迅速发展。在“引进来”方面，我国在有步骤、分阶段履行加入世界贸易组织承诺的基础上，采取措施加快金融市场开放步伐，部分领域甚至提前实现了承诺内容，如对外资金融机构提前开放部分地域，批准多家外资企业设立汽车金融公司等。2005年，泛亚基金和亚债中国基金获准进入银行间债券市场，部分国际开发机构首次在境内发行人民币债券。允许合格境外机构投资者投资境内金融市场。积极推动外资金融机构和中介服务机构参与我国金融市场发展，为市场主体提供各类服务。在“走出去”方面，政府、企业及金融机构等充分利用国外金融市场，通过借贷、发行债券或募股上市等方式满足自身融资需求。同时，我国逐渐加快境外金融市场投资步伐，在外汇储备资金管理运用中，积极利用外国金融市场实现保值增值，在拓宽国内市场主体投资渠道中，逐渐放松有关管制，允许保险公司使用外汇资金进行境外证券投资。此外，部分国内金融机构已经走出国门，通过与当地金融机构合作建立代理行或设立分行、附属公司、代表处等多种方式建立境外服务网络，实现跨国经营。

二、我国金融市场发展面临的挑战

在当前我国对外开放程度不断加深和经济体制深刻变革的时期，我国金融市场发展面临着前所未有的机遇。首先，经济持续快速增长对金融市场发展存在强烈需求。需求是市场发展的最大动力。改革开放以来，随着国民经济的快速发展，社会财富和居民财富显著提高，对金融市场产品的需求增长迅速，股票、债券、基金、保险等金融资产进入居民投资组合。其次，经济金融双向开放对金融市场发展存在强烈的需求。金融业全面开放和人民币国际化进程加快，有助于人民币及相关产品跨境使用，而人民币逐步国际化，是我国金融市场国际化的重要契机。因此，如果我们能抓住我国利率、汇率等改革机遇，合理开发储蓄资源、上市资源、机构资源等，发展符合社会需求的多层次金融产品，我国金融市场发展将面临良好前景。但同时，随着我国金融开放程度的提高，我国金融市场发展也正日益受到国际金融市场发展的影响，仍面临着诸多挑战。

(一) 金融开放的挑战

自 20 世纪 80 年代以来,在经济金融全球化和一体化趋势下,各国金融市场开放度日趋提高,集中体现在:一是各国对全球资本流动管制日益放松。到 1999 年底,国际货币基金组织 185 个成员国中,资本账户比较开放的约有 70 个国家,有 20 多种有代表性的可兑换货币。进入新世纪,新兴市场经济国家的资本账户开放进程进一步加快。2006 年,俄罗斯提前开放资本账户,印度也发布了开放资本账户报告。越来越多的国家实行了金融市场开放政策,带来了全球资本流动的日益自由化。二是金融市场的相互依存度不断增强。国际金融市场的开放度和国际化程度越来越高,主要经济体的经济和政策趋势取向正通过贸易和资本流动等渠道影响到其他国家地区。同时,同一金融产品在不同市场间的套利空间越来越小,不同市场间的价格连锁反应越来越强烈。三是金融市场规模逐步趋同。由于金融机构跨国经营及金融产品与交易国际化,客观上需要统一的市场标准进行规范,否则规则混乱将导致监管套利,且不利于防范全球金融风险。近年来,一些国际组织和机构主导制定修改了大量国际金融市场监管标准和交易规则。比如,2004 年巴塞尔委员会的新资本协议框架成为全球银行业风险管理的指针。在国际支付结算准则方面,2003 年 G30 在 1989 年《世界证券市场清算与结算体制》基础上,再次发表了《全球清算与结算行动计划》,明确提出应统一全球支付结算的技术和操作标准,以应对金融全球化的挑战。

目前我国资本项目仍然受到管制,国内金融市场走势和货币调控更多地被动受制于国际金融市场,国际市场统一规则在国内的实施仍受到一定限制;同时,我国金融对外开放水平也滞后于国民经济的总体开放水平,不能满足新形势下经济金融发展与改革的要求。因此,如何进一步提高我国金融对外开放的平稳性和持续性,促使国民经济更有效地分享对外开放的收益面临挑战。

(二) 金融创新的挑战

在全球金融自由化浪潮下,金融创新业务和产品层出不穷,交易机制、交易量等都发生了根本变化。一是金融交易产品推陈出新。近年来,全球衍生品交易量迅速上升,据国际清算银行统计,截至 2006 年 6 月末,全球 OTC 衍生品市场交易余额达 369.91 万亿美元,比 2000 年年末增加 288.6%,场内交易市场规模达 26.04 万亿美元。其中,利率掉期、利率远期交易等利率衍生品交易份额最大。此外,新的金融衍生品依旧层出不穷,信用衍生品等非传统衍生品发展势头强劲,信用违约互换、总收益互换、信用价差互换、信用挂钩票据等以转移信用风险为核心的信用衍生产品,已成为金融市场业务创新的热点。二是金融证券化迅速发展。一方面,以证券形式持有的资产占全部金融资产的比例越来越大,现代金融从传统银行信用发展到证券信用阶段。金融资产化、融资非中介化的特点愈加明显,证券市场规模不断扩大。2006 年末,全球股票市场市值总额已达

50.6 万亿美元。另一方面,从 20 世纪 80 年代后期开始,资产证券化兴起。资产证券化将缺乏流动性,但具有某种可预测现金收入属性的资产进行组合,在资本市场上出售,进一步推动金融资产规模的膨胀。资产证券业务发展到现在,已将应收账款、不良资产、住房抵押贷款、高速公路收费、知识产权等进行了证券化。三是金融市场交易和清算方式趋向统一。近年来,为降低交易成本,提高运作效率,全球金融市场不断创新交易和清算方式。在交易方式方面,在多样化需求推动及电子交易系统支持下,场内外交易出现了交叉融合的新变化。传统的交易所引入了场外大宗交易方式,而场外交易则增加了自动撮合的场内交易方式。比如,芝加哥期货交易所和商品交易所的电子交易平台上均设有场外交易机制,欧洲期货交易所创建了 Eurex Bonds 和 Eurex Repo 场外交易平台。在清算方式方面,金融市场发展推动了相关金融基础设施整合。美国托管清算公司(DTCC)经过多年兼并整合,为包括证券及相关衍生品提供集中托管、清算、结算等服务。在欧洲,伦敦清算所和清算网合并成立了 LCH. Clearnet,为现货和衍生品交易提供清算服务。在全球外汇市场上,CLS 集团为超过 50% 的全球外汇交易资金提供集中清算。

日益加快的国际金融创新步伐大大增加了金融的复杂程度,包括多维交叉的市场层次、日新月异的金融产品和交易技术以及由此带来的复杂的管理系统和更加难以防范的市场风险。我国目前金融创新主导模式滞后,监管协调机制不到位,金融机构法人治理结构不健全,缺乏有效金融市场定价基准,阻碍了金融创新长效机制的建立。因此,如何加快金融创新的步伐,是我国金融市场面临的又一大挑战。

(三) 全球竞争的挑战

国际金融市场一体化进程,也是国际金融市场竞争日趋激烈的进程。国际经验表明,只有在金融市场这个制高点上占据主动,才能为本国经济发展赢得先机。国际金融市场竞争有三个特征:一是金融市场主体竞争更加激烈。国际金融市场的主体是金融机构,自 20 世纪 90 年代以来,全球金融机构呈现结构大调整、大变化的新特征。一方面,金融机构向大型化和综合化方向发展。跨国银行集团、证券、保险公司通过兼并收购等方式,建立全球机构和市场网络,获得规模经济和范围经济优势。比如,美国 10 家大银行都通过兼并重组而形成。2005 年全球投资银行业务排名前五位的金融控股公司,除德意志银行外,都通过并购进入投资银行业。根据目前趋势,金融机构跨国并购重组重点将向新兴市场经济国家转移。另一方面,在金融机构大型化的挤压下,中小金融机构的专业化经营特征也更鲜明。金融服务贸易产业链上,专注于一项业务的公司同样具有竞争优势。专业货币兑换公司、货币经纪公司、汽车金融公司等专业化金融机构业务增长迅速。二是金融交易所竞争更加激烈。金融交易所作为国际金融市场的重要组

成部分，在争夺全球金融资源方面的竞争日趋激烈。金融交易所的竞争，不仅包括同业间的竞争，还包括新兴的电子交易平台乃至其他交易平台的竞争。为应对这种竞争，多数大型金融交易所纷纷采取对策，主要是两方面：一方面转变公司体制，通过上市等方式完成由会员制向股份制的转变；另一方面加强并购合作，通过横向整合、纵向合作等方式，降低交易成本，增加交易资源，尤其近年来，跨境整合成为金融交易所并购合作的新趋势。比如，加拿大为控制其境内上市公司到美国筹资，先后将其四个主要交易所整合为主板、二板和衍生品市场。2000年，巴黎、布鲁塞尔、阿姆斯特丹的三家交易所合并，成立泛欧交易所。2006年，纽约证券交易所与泛欧交易所签署合并协议，如果得到监管部门批准，世界最大的跨洲交易所将诞生。同年，芝加哥商业交易所与芝加哥期货交易所合并，成为全球最大的衍生品交易所。可以预见，交易所合并与竞争将是未来国际金融市场发展的长期趋势。三是国际金融中心竞争更加激烈。国际金融中心是金融机构与金融交易集聚的地方。因此，金融机构与金融市场的竞争又最终归结为金融中心的竞争。经过多年发展，全球国际金融中心呈现多层次、多元化、梯队式的格局。伦敦、纽约、东京三大全球性国际金融中心稳步发展，中国香港、新加坡、法兰克福等区域性金融中心逐渐成熟，巴哈马、百慕大等离岸金融中心发展迅速。同时，一些新兴市场经济国家也提出了建设国际金融中心的战略，加入了竞争行列。为了保持对国际资本和金融交易的吸引力，同一层级及不同层级金融中心在人才、税收、法制、金融基础设施、市场准入与监管等方面竞争十分激烈。近年来，各金融中心竞争的焦点是资本和定价权。从资本看，多年来美国一直是最大的资本输入国，近年来其净输入资本占全球净输入资本总量的比率还在上升，从1995年的33%上升到2005年的65%，主要是来自贸易盈余国官方资本的流入。在私人资本流入方面，投资者对新兴市场国家股票和债券的需求不断增加。而考虑到《萨班斯—奥克斯利法案》对企业上市过于严厉的要求及政治限制，纽约作为资本集散地的地位正面临伦敦、中国香港等金融中心的挑战。数据显示，2006年中国香港联交所主板的集资额占全球份额的15.5%；伦敦证交所占全球份额的15%；纽约证交所只排到第三，占全球份额的10.5%。可以预见，各国际金融中心都希望在建设富有吸引力的全球投资目的地和资本集散地上争取领导地位。从争夺定价权的角度看，各国利用交易所这一平台，抢占市场制高点，不仅要维护本国利率、汇率定价的主导权，更要在商品价格形成机制上争夺发言权。比如，美国是石油、煤炭、大豆、小麦等期货定价中心；英国是石油、铝、铅、铜、锡、棉花等期货定价中心；日本是红小豆、玉米、石脑油等期货定价中心；澳大利亚是羊毛等期货定价中心。不少国家还支持本国交易所交易以其他国家金融产品为标的的期货合约。较典型的是新加坡交易所交易的我国香港、台湾地区和日本等股指期货合约，伦敦国际金融衍生品交易所交易的德国公

债的期货合约。这说明,国际金融市场定价权竞争已经上升到国家利益高度,需要引起高度重视。

三、我国金融市场发展的方向和重点

一国要赢得国际竞争,是否具有发达的金融市场和健全的金融制度是基础条件和关键环节。当前,我国金融市场发展正处在承前启后的关键时期,要完成2007年全国金融工作会议提出的今后时期金融市场发展的主要任务,需要我们适应新形势的发展需要,站在新的历史起点上,主动应对新挑战,主动迎接新机遇,将我国金融市场发展放在金融全球化的大趋势下来考虑,放在完善社会主义市场经济体制的大格局中来谋划,放在中央对金融市场发展的战略规划上来设计,在继续保持金融市场发展良好势头的同时,妥善解决好市场发展中存在的突出问题,推动我国金融市场发展再上新的台阶。

(一) 以完善市场定价机制为突破,推动利率和汇率市场化改革

价格是市场经济最重要的杠杆。建立与市场经济发展相适应的金融资源配置机制,不仅包括健全市场化的利率、汇率形成机制,构建完整的收益率曲线,逐步增强汇率弹性,而且包括建立利率与汇率之间的协调机制。

经过十多年探索,我国利率市场化取得了很大进展,但总体上仍是一种解除管制意义上的利率改革,市场化利率生成机制的培养仍相对滞后;金融市场的利率体系仍然相互割裂,货币市场与存贷款市场、资本市场之间,以及各金融子市场之间仍然缺乏利率互动机制;利率体系仍未能完全有效地反映收益与风险并形成结构合理的收益率曲线。当前,推动利率市场化改革重点是“三个培育”:一是培育从浮动幅度的市场化向形成基础的市场化过渡的“标尺”。尽快发展期限不同、性质各异的金融工具体系,培育报价制的短期基准利率体系和健全以国债中长期收益率曲线为基础的利率形成机制。逐步将利率报价行为从“管理约束”转为“交易约束”和“市场约束”。二是培育从定价自由向定价有效转化的“能力”。定价能力的培养一靠引进技术,二靠本土创新。传统的定价技术对历史数据的要求高。而在转轨经济中建立定价能力,需要我们积极探索适应我国金融市场发展的历史数据积累的方法,又要探索与国际金融相衔接的定价技术。三是培育从货币利率向资本利率传导的“机制”。在直接融资规模不断扩大和资本市场、保险市场、外汇市场、黄金市场不断发展的情况下,探索资金在各市场之间自由流动的规则和途径,鼓励金融工具创新,满足风险收益的各种匹配关系。同时,要发展适合不同需要的询价机制和询价技术,确保价格信息充分流通。

2005年7月21日,我国实行了以市场供求为基础的、参考“一篮子”货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。选择适合国情的汇率制度和本币开放节奏是一个国家的基本主权。汇率的观察不宜盯住某个单一货币,而要观察实际有效汇

率；汇率的改革要与资本市场开放、金融市场发育状况和宏观经济发展相适应。从长远来看，逐步扩大人民币汇率浮动幅度是提高汇率弹性的重要手段；汇率改革当前要努力把握“三个原则”。一是提高宏观经济弹性的速度不能长期滞后于汇率改革节奏。国际经验表明，本币汇率升值后贸易顺差不会在短期内改变，汇率在长期内也难以独立担当调整国际收支的重任。如果宏观经济结构调整长期滞后于汇率放开的节奏，宏观经济对于对外开放缺乏弹性，不仅容易诱发国际资本冲击，还会导致国内经济急剧失衡、失控。二是微观主体的适应能力与汇率改革节奏需要相互作用。一方面，没有理由假设微观主体可以在没有利益刺激的虚拟环境中培育适应能力；另一方面，汇率改革对于微观主体和产业结构的调整效应亟须加强而不是弱化。在微观主体尤其是进出口企业适应新汇率环境的过程中，金融机构要担当起提供汇率避险工具和传播汇率知识的责任。三是汇率改革节奏与人民币的国际化进程要相适应。汇率弹性是本币对外关系的价格表现，而人民币的国际化则是其基本面。基本面缺失，价格就必然朝着不利于本币与本国经济需要的方向波动。总而言之，要在汇率改革上把握主动性、独立性。

（二）以提高人民币资产定价能力为重点，加强金融市场功能建设

资产定价是现代金融的核心功能之一。作为金融功能的实现平台，金融市场在发现价格、确定价格和传递价格信息上起着关键作用。目前，国际资源定价权之争正在从商品领域扩大到金融领域。随着人民币汇率、利率市场化改革的不断深化以及金融市场国际化进程的加快，国际上对人民币资产的国际定价权的争夺已展开。抢占人民币资产国际定价的主导权，需要我国金融市场体系在深度、广度、收益性、安全性和流动性等方面具有相应的国际竞争力。只有如此，才能促使金融主体形成对人民币金融资产的长期稳定偏好，才能吸引金融主体到我国金融市场进行投资和交易，从而驱使人民币资产的价格趋势充分反映我国国内经济发展和内外平衡的需要。

为此，当前金融市场发展要将主动性、互动性和能动性相结合，通过完善金融法制体系、金融政策体系、金融基础设施体系和中介服务体系，建立规范、高效、稳健、开放的金融市场体系。所谓“主动性”，就是将金融市场建设提高到国家战略高度，要从制度建设和基础设施建设两个方向，构建金融市场发展的基石。所谓“互动性”，就是要构建金融市场各种发展力量之间的约束与促进关系，努力发挥中介服务体系对于金融市场发展的协调和加速作用。所谓“能动性”，就是要充分发挥各类市场主体在推动金融市场发展中的积极作用。

一是完善金融法制体系。加强市场法律法规制度建设，制定相关的办法或规则，重点加强以促进金融创新为重点的金融法制建设。借鉴国际先进经验，推动金融控股公司法律制度建设，建立和完善包括银行间债券市场、黄金市场、金融衍生品市场在内的金融市场监管规则，鼓励金融产品创新。

二是健全金融政策体系。注重通过政策引导发挥市场在资源配置中的基础性作用,强调总供给管理和总需求管理的合理分工和有效配合,提高及时应对经济变动冲击的能力;着眼于提高宏观调控效率,进一步明确部门职能定位,完善决策与操作适当分离和有效衔接的机制;更加注重货币政策与经济规划、财政政策、金融监管政策、产业政策之间的协调配合。

三是要完善市场基础设施体系,发展多种形式的交易工具,完善金融交易体系。推进支付清算体系建设,改善市场登记、托管、交易以及支付清算等基础服务,促进交易、簿记等信息系统建设;大力推进市场融资便利化,创新主动负债工具和避险工具;完善信用评级制度,建立市场化、规范化的证券发行机制。

四是要完善金融市场中服务体系。扩大开放金融中介服务领域,进一步完善行业自律组织的功能,充分发挥证券、期货、会计师、律师和信用评级机构的作用及其行业协会或自律组织的自律管理作用。

(三) 以扩大直接融资比重为重点,加强金融市场结构建设

目前,我国金融市场结构失衡问题依然严重。一是间接融资比重过高,直接融资比重过低,近几年还有加重趋势。1997~2001年,间接融资占社会总融资的平均比重为76.36%,而2002~2006年达81.48%。二是银证保发展不协调,银行业资产占全部金融资产的90%以上。尽管在不同国家、不同发展阶段和不同信用文化下,以直接融资和间接融资为主的市场结构都有成功的范例。但总体来看,以间接融资为主的国家容易累积金融风险,金融体系应对经济波动的能力较弱,不利于中小企业、高科技企业等关系我国可持续发展领域的金融服务,也不利于发挥金融对于完善公司治理、降低经济活动成本等方面的作用。

目前,制约我国股票市场发展的制度障碍部分消除,而相对于股票市场,我国债券市场特别是银行间债券市场具有更好的发展基础,但我们在推动债券市场发展上显得力度不够。而从国外经验看,债券市场规模一般都远远大于股票市场规模,而我国债券融资规模相对较小,公司债券在债券市场中占比很低,美国公司债券余额占整个债券存量的20%,占GDP的40%;我国公司债券余额仅为整个债券存量的2.4%,占GDP的0.9%。当前,提高直接融资比重和协调三大行业发展的关键,是在推动股票市场发展的同时,充分发挥债券市场在提高直接融资比重、衔接货币市场与资本市场、沟通三大行业协调发展的作用。

在债券市场发展的问题上,我们过去一直采取“零风险”的思路。包括要求所有的债券品种都隐含政府担保或者银行担保,债券发行主体仅覆盖极少数高级别的金融机构和企业,债券投资主体则集中在银行等金融机构,债券发行实行严格的审批制。历史地看,这种做法为我国目前债券市场的发展奠定了稳健的基础。但是如果继续坚持“零风险”的思路,则可能削弱债券市场的金融功能,错失债券市场发展的历史时机和调整金融结构的手段。因此,债券市场发展的总

体思路是恢复债券市场的本来面目和应有功能,把过度管制下“零风险、慢发展和弱功能”的效应,逐步转变为市场与监管合理定位的“风险分担、快速发展和功能强化”的效应。具体要做到以下方面:

一是发展债券市场应坚持多种方式共同发展的方针。鼓励以场内交易方式为重点的交易所市场和以场外交易方式为重点的银行间市场共同发展,促进二者发挥功能互补的优势,在发展中解决市场分割和不协调问题。

二是发展债券市场应强调债券发行市场化和便利化。改变对债券市场过度管制的现状,推动债券发行管理向注册制转化,逐步完善债券市场化发行机制。强化债券信息披露监管,建立债券评级制度。支持不同信用等级企业发行公司债券,取消强制性的担保要求,发挥市场为企业信用风险定价的功能。

三是发展债券市场应该实现投资主体机构化,尤其是应允许商业银行投资公司债券。我国公司债券市场的发展需要大力培育机构投资者,商业银行可利用其市场风险识别能力和风险分担能力,成为公司债券市场的重要参与者。

四是发展债券市场要重点依托银行间债券市场。银行间债券市场要突破只为金融机构服务的误区,逐步对企业开放,从而以银行间债券市场为桥梁,搭建沟通货币市场与资本市场、直接融资与间接融资的桥梁。

(四) 以推动金融产品创新为重点,加强金融市场产品体系建设

创新是金融市场发展的内在动力,没有创新就没有市场的持续发展。金融创新是包括制度创新、组织创新、产品创新、技术创新等在内的综合体。在市场发展初期,我国将重点放在市场制度建设,在政府主导模式下形成了较完备的融资性金融产品。但国际经验表明经济发展到一定程度后,金融创新的重点应转移到产品创新。因此,加快金融产品创新,建立品种丰富、功能齐全、交易活跃、风险可控的金融产品体系,是当前和今后一定时期的重要任务。其中,基础性金融产品、债券产品、跨市场金融产品和衍生金融产品的创新应成为我国金融产品创新的主要方向。这四类金融产品的丰富程度,直接影响我国现阶段金融市场定价功能、投资功能、风险管理功能及流动性管理功能的有效发挥;同时目前我国也已基本具备推动加快金融创新的条件。具体来说:

一是金融创新要更多依靠市场主体,从政府主导模式逐步转向市场主导模式。我国市场主体正逐步迈向成熟,金融创新也逐步具备了由政府主导向市场主导转变的条件。市场主体与管理部门要在梳理与调整各自职能与定位的基础上,共同建立金融市场创新的长效机制。市场管理者侧重于法规、会计、审计、信用评级、税收等制度建设,以维护市场公平性、透明度和稳健性。市场主体要充分发挥自身的积极性与主动性,通过对产品创新的大力发展,成为引领金融创新的主导力量。

二是金融创新要更多发挥做市商制度的作用,逐步形成机构投资者和个人投