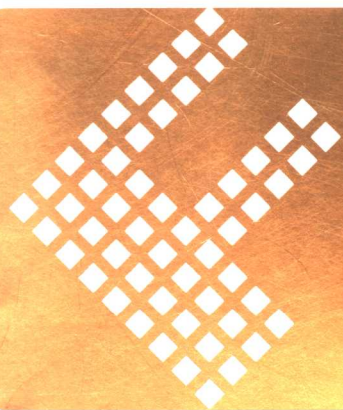


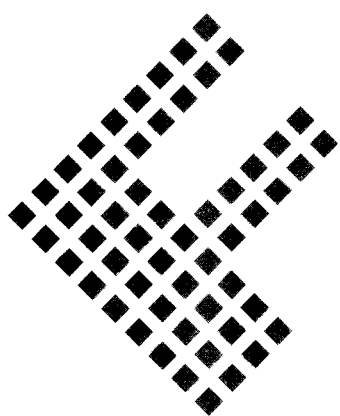
ZHONGGUO JINRONG GONGJU
CHUANGXIN BAOGAO
2006



中国金融工具 创新报告

○ 杨如彦 主编 孟辉 副主编

ZHONGGUO JINRONG GONGJU
CHUANGXIN BAOGAO
2006



中国金融工具 创新报告

○ 杨如彦 主编 孟辉 副主编

责任编辑：戴 硕 张 铁

责任校对：潘 洁

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融工具创新报告 . 2006 (Zhongguo Jinrong Gongju Chuangxin Baogao) / 杨如彦主编, 孟辉副主编. —北京: 中国金融出版社, 2006. 4
ISBN 7-5049-4003-8

I. 中… II. ①杨…②孟… III. 金融创新—研究—报告—中国—
2006 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 026846 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>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河瑞丰印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 26

字数 505 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—4090

定价 49.00 元

如出现印装错误本社负责调换

《中国金融工具创新报告》 学术委员会

顾问：成思危 全国人大常委会副委员长、中科院研究生院管理学院院长，博士生导师

主任委员：张曙光 邓 勇

副主任委员：汪寿阳 盛 洪

委员：（排名不分先后）

邓 勇 中科院研究生院党委书记、教授

茅于軾 天则经济研究所、教授

盛 洪 山东大学经济研究中心教授、天则经济研究所所长

张曙光 天则经济研究所、教授

高 鹏 中科院研究生院管理学院副院长

谢 平 中央汇金公司总经理、中国人民银行研究生部教授

杨 华 中国证监会上市公司部主任

高传捷 中国银监会非银行金融机构监管部主任

孙 杰 中国证监会基金监管部主任

李 扬 中国社会科学院金融研究所所长、研究员

吴 清 中国证监会机构部主任

黄少安 山东大学经济研究中心主任、博士生导师

朱善利 北京大学光华管理学院副院长、博士生导师

汪寿阳 中科院数学与系统研究院副院长、博士生

导师

- 聂庆平 中国证券业协会秘书长、北京大学中国金融政策研究中心研究员
- 杨 滨 上海证券报社社长
- 邹东涛 中国社会科学院研究生院教授、博士生导师
- 徐伟宣 中科院政策与管理科学研究所所长、博士生导师
- 王国刚 中国社会科学院金融研究所副所长、博士生导师
- 巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所副所长、中山大学金融学教授
- 杨如彦 中科院研究生院管理学院副教授
- 张军扩 国务院发展研究中心区域经济与发展战略研究部主任
- 翁君奕 厦门大学管理学院院长、教授
- 徐滇庆 加拿大西安大略大学终身教授、北京大学中国经济研究中心教授
- 陈 平 中山大学岭南学院副院长、教授
- 陈 收 湖南大学副校长、博士生导师
- 吴冲锋 上海交通大学安泰管理学院副院长、博士生导师
- 喻世友 中山大学校长助理、教授

主 编：杨如彦

副 主 编：孟 辉

总序

□成思危

为了组织和促进中国金融工具及其创新的研究工作，中国科学院研究生院和北京天则经济研究所合作组织了一个学术委员会，我觉得很有意义。金融工具创新是虚拟经济领域中最活跃的一部分，有针对性地研究总结中国金融市场的实践经验，从中发现一些规律，对于全面落实十六大精神，指导今后的金融实践，规范和发展金融市场，防范和化解金融风险，更加充分地发挥虚拟经济对实体经济发展的促进作用，都具有重要的意义。

（一）虚拟经济和金融创新

党的十六大明确提出，要推进资本市场的改革开放和稳定发展，处理好虚拟经济和实体经济的关系，深化分配制度改革，健全现代市场经济的社会信用体系，稳步推进利率市场化改革，优化金融资源配置，加强金融监管，防范和化解风险，使金融更好地为经济社会发展服务。这些重要的论述，为我们通过金融工具及其创新的研究，进一步促进虚拟经济的发展指明了方向。

我个人认为，所谓虚拟经济是指与虚拟资本以金融系统为主要依托的循环运动有关的经济活动，简单地说就是直接以钱生钱的活动。在人类社会发展的进程中，由于实物商品交换的局限性日益凸显，因而产生了作为一般等价物的货币。当人们手中拥有多余的货币后，就开始产生私人之间的借贷行为，从而使得人们手中的闲置货币成为生息资本。随着生息资本的社会化，就产生了资金供求双方运用各种金融工具实现借贷行为的金融市场。按照传统的金融理论，可以按信用期限在一年以上或以下将金融市场分为资本市场与货币市场两大类，也可将前者称为中长期资金市场，而将后者称为短期资



金市场。在资本市场中有权益融资 (equity financing) 和负债融资 (debtfinancing) 两种融资方式,而在货币市场上则主要是负债融资。

当人们手中有了闲置货币之后,除了扩大消费和增加储蓄以外,还会产生用它们来投资获利的愿望。从虚拟经济的观点来看,所有的金融市场工具都是虚拟资本,当投资者用其手中的闲置货币购买金融市场工具时,实际上就是用他对这些货币的使用权交换到一份权益证书,于是他就对金融市场工具发行者的未来收入及资产具有要求权。因此,人们在进行投资决策时必须考虑三个问题:一是预期的收益有多大;二是这一收益是否真正能够拿到手;三是急需时能否迅速收回现金。也就是说,投资者在投资前必须在拟购买的金融市场工具的收益性、安全性和流动性三者之间进行权衡。从理论上说,金融市场工具的收益性与安全性呈负相关关系,也与流动性呈负相关关系,因而其安全性与流动性呈正相关关系。为了满足不同投资者的需求,就出现了各种各样的金融市场工具。

金融市场工具一般可以根据其信用期限在一年以上或以下而分为两类:一类是资本市场工具,包括股票、抵押贷款、公司债券、一年期以上的国库券、消费者贷款及银行商业贷款等。另一类是货币市场工具,包括一年期以下的国库券、大额可转让存单、商业票据、银行承兑票据、回购协议、同业拆借协议等;也可按照投资的性质而将金融市场工具分为权益工具和债务工具两大类。投资者只能从权益工具的发行者那里收取红利而不能直接收回本金,但从债务工具的发行者那里收回本利。

二级金融市场的存在使投资者可以随时将其手中的金融市场工具出售而变成现金,从而大大改善了金融市场工具的流动性;但由于金融市场工具的二级市场价格是不确定的,投资者将其变现时既可能获得高额的收益,也可能遭受巨大的损失,故有人将金融市场工具戏称为“纸面上的钱”(paper-money)。按照上述观念,可以认为货币市场是偏重流动性的债务工具市场,股票市场是偏重收益性的权益工具市场,而债券市场是偏重安全性的债务工具市场。

金融创新是指用新的金融产品或服务来代替或补充已有的金融工具,并在实践中被市场广泛接受。20世纪50年代末期,在英国出现了同贴现市场平行的各种新型货币市场,其中最重要的是1957年前后在伦敦开始出现的欧洲美元市场。从60年代开始,美国通货膨胀率和利率都急剧上升,再加上计算机技术迅速发展、国际金融市场逐渐走向集成化、汇率和利率的波动难以预料及控制等因素,都使得金融风险增大,从而大大改变了金融市场的供求状况。许多金融机构发现其传统的金融服务和金融产品市场需求日益下降,旧的经营方式不再有利可图,而且运用传统的金融工具已难以吸引其赖以生存的资金。为了求得生存和发展,金融机构不得不努力进行金融创新,

研究和开发新的产品和服务，以防范金融风险，保证交易安全，规避金融监管并降低交易成本。通过金融工具创新所产生的金融衍生产品大体上可以分为利率合约、外汇合约、权益相关合约和其他合约四类。

20 世纪 70 年代以后，随着金融创新的发展，在美、英等国家还出现了金融衍生产品市场。这种市场大体可以分为两类：一类是由银行发行的金融产品所组成的市场，称为柜台交易，其市场交易多通过电话网络完成；另一类是由金融期货交易所组织起来的有形市场。衍生市场所交易的货币衍生产品包括远期合约、货币和利率转换、远期利率协议和金融期货期权等。

将虚拟经济作为一种新的经济活动模式与实体经济区分开来，对我们进一步了解和运用经济规律具有重要的意义。2000 年年底全球虚拟经济的总量已达到 160 万亿美元，其中股票市值和债券余额约为 65 万亿美元，金融衍生工具柜台交易余额约为 95 万亿美元，而当年各国国民生产总值的总和只有约 30 万亿美元。全世界虚拟资本日平均流动量高达 1.5 万亿美元以上，大约是世界日平均实际贸易额的 50 倍，就是说，世界上每天流动的资金中只有 2% 真正用在国际贸易上，其余都是在金融市场中进行以钱生钱的活动。可以预计，随着电子商务和电子货币的发展，虚拟经济的规模还会进一步膨胀。

（二）中国金融创新的现状和展望

改革开放以来，在邓小平理论的指引下，中国的金融市场一直在稳步发展，各个要素市场逐步建立并不断完善，银行业从简单的存贷业务，到复杂的一些结算业务，再到后来的票据业务，其间接融资的功能逐步得到发挥。证券市场、货币市场、期货市场也在改革中诞生，并在不断总结经验教训的基础上得到发展。通过商业银行法、证券法、信托法等法律的制定和实施，中国已成功构建了一个全国统一的金融市场体系，打破了条块分割、部门分割和行业分割的不利局面，并初步建立了监管体系。在广大投资者的广泛参与下，中国股市取得了较快的发展，对一些上市公司进行了产权改造，出现了股份制银行，这些都为中国金融市场体系的建立和发展奠定了坚实的微观基础。到 2002 年底，中国共有境内上市公司（A、B 股）1224 家，境外上市公司（H 股）73 家，股票总市值 38329 亿元，投资者开户数为 6884 万人；国债发行额为 5934 亿元，企业债发行额为 325 亿元。2002 年期货总成交额为 39490 亿元；财产保险公司保费收入为 780 亿元，人寿保险公司保费收入为 2274 亿元。

在中国加入世界贸易组织以后，随着各项承诺的逐步落实，以及 QFII、DR 工具和离岸金融业务的逐步开展，中国金融市场在对外开放方面越来越有经验。人们已逐渐认识到，虚拟经济对实体经济的发展具有巨大的促进作



用,对各种金融工具及其创新的了解和运用也日渐加深。

但是,我们也应清醒地看到,中国虚拟经济的发展仅仅处于初级阶段,与发达国家相比还有相当大的差距。一是中国虚拟经济的规模还比较小,股市市值最高的时候也仅相当于 GDP 的 55%;而且只有 1/3 左右是流通股,债券市场和货币市场也相对较小,金融衍生产品基本上还没有发展,直接融资的规模远小于间接融资。二是中国还没有像纽约的华尔街、英国的伦巴德街等那样大规模的国际金融中心,资本流动的规模小。三是中国在如何驾驭虚拟经济方面还缺乏经验,例如在资金的运用方面,对于如何利用利率差和时间差,我们有一些经验,而对如何利用流动性差、组合差、风险差,如何在收益性、安全性与流动性之间取得最优平衡,我们就知之不多了,因此,加入世界贸易组织以后,中国在虚拟经济方面面临着严峻的挑战。四是我们识别和处理虚拟经济系统中的风险的能力还有待提高,特别是综合防范和化解各类金融市场中的风险方面的能力还比较薄弱。

发展中国虚拟经济的一项重要任务是推进金融创新,这既包括工具创新,也包括制度创新。由于金融工具创新不足,不少资金找不到恰当的投资工具,只能积聚在银行中或被挤压在一些狭小的领域内。由于市场结构不够科学合理,长期以来,金融产品收益不连续,不能很好地满足投资者的各种风险—收益偏好,名为创新实为违法的事件时有发生,而一些合理的做法因制度建设滞后而无法可依,甚至由于规章不完善,一些在国外行之有效的做法在中国发生了扭曲。

工具创新和制度创新之间是相辅相成的。金融工具创新是在既定的制度下运用金融工程的原理,针对各类投资者的不同偏好,设计出各种新的金融产品和服务,并通过实践在金融市场中逐步扩散。金融工具创新在给投资者带来新的投资机会的同时,也会给投资者创造新的投机机会。为此,必须同时进行制度创新,用法律、行政和经济手段来建立新的体制和机制,以保障投资者的合法权益,防止因过度投机而增大金融风险,而新制度的出现也往往会促使新的金融工具诞生。

(三) 努力推进中国金融工具及其创新的研究

中国在发展实体经济方面比较有经验,研究的成果也较多,而虚拟经济方面的研究才刚刚起步。国内目前对虚拟经济的研究大体上有三个不同的方向。第一个是偏重经济学的方向。有些经济学家从传统的理论经济学中财富和价值的角度来研究虚拟经济,由于价值是经济活动过程的抽象,是理论经济学的基石,而原来的价值系统是以实体经济为主的,因此他们认为研究虚拟经济就是研究虚拟的价值系统。第二个是偏重金融学的方向。金融界有不少人认为虚拟经济研究就是金融研究。有些人认为虚拟经济就是金融,因此

根本没有必要研究虚拟经济；还有些人认为有必要研究虚拟经济，但他们主要是从金融的角度来研究，例如他们认为金融分为三个层次：货币、有价证券和金融衍生工具，这三个层次都有与虚拟经济相对应的问题。第三个是偏重系统科学的方向。我认为从系统科学的角度来看，虚拟经济是与实体经济相对应而在经济系统中存在的经济活动模式（包括结构及其演化）；可以认为，实体经济是经济中的硬件，虚拟经济是经济中的软件，它们是相互依存的。我认为以上三个研究方向并不冲突，而是可以互相促进，互相补充，有助于更全面地认识虚拟经济，最后殊途同归。

金融工具的研究是虚拟经济研究的重要组成部分，为此应当努力推进中国金融工具及其创新的研究。首先，研究金融工具有科学的态度的方法。我认为，虚拟经济的基本研究方法应当是在唯物辩证法指导下的复杂科学（系统科学发展的高级阶段）方法，主要是定性判断与定量计算相结合、微观分析与宏观综合相结合、还原论与整体论相结合、科学推理与哲学思辨相结合。在金融工具的研究方面也应注意运用上述基本方法，同时还要运用数理金融学、行为金融学、不确定条件下的决策技术、复杂数据分析技术、计算机模拟、计算智能、数理逻辑等各种先进的理论和方法。

其次，在研究中要努力学习和创新。由于中国在金融工具及其创新方面还缺少实践经验，故应当认真学习国外的金融理论、研究成果及实践经验，但一定要结合中国的实际情况加以运用，避免盲目照搬；而且要在不断积累实践经验的基础上进行理论创新，逐渐形成既能与国际接轨，又适合中国国情的金融工具体系。

再次，要注意研究成果的有效性。研究金融工具的目的是为了揭示其形成和发展过程中内在的规律，以指导和规范未来的创新，而且只有当一项新的金融产品或服务真正被市场接受时，才能称得上是金融创新。

最后，要注意人才的培养和研究群体的组织。目前中国研究金融工具及其创新的人才十分缺乏，要在知名的高等院校及中科院、社科院等单位设置这方面的硕士点和博士点，鼓励有金融方面实践经验的人员报考；要在国内重点支持几家水平较高的研究群体，鼓励他们与国外开展学术交流，合作研究，举办国际学术会议，努力逼近国际水平。

中国金融工具及其创新的研究和实践虽然历史较短，但改革开放的不断推进必将为中国虚拟经济的发展创造有利的条件。我衷心地希望“中国金融工具创新年度系列报告”能够每年坚持出版，吸引越来越多的有志之士关心、支持和参与金融工具及其创新的研究和实践，共同推动中国金融市场和虚拟经济快速、持续、健康发展。

序

□汪寿阳

作为中国金融工具创新报告系列中的第四集,《中国金融工具创新报告(2006)》继续承袭前几集的报告模式,用一个理论结构或者理论结构的变体总结历史,冀以引导和启发未来的金融创新活动。实际上,完成报告本身也是加深对国内金融实践理解的过程,在观察最近一年的金融市场变化时,我们需要一个在理论上可以说得通的线索或者框架,但这个线索和框架,可能已经吸纳了过去几年在完成报告时已经形成的思路和理论成果。因为报告要分章节交叉评议和邀请有关方面的资深学者进行评议,在这个过程中获得的体会就更加深刻了。

2005年发生的金融工具创新活动,与上一年度相比有很大的差异。在2004年,金融资源的流动受宏观经济波动的影响很大,上游产业短期突现的投资机会吸引了大量资金进入能源、原材料等行业,在盈余资金与商业机会的结合过程中,大量的股权工具、信托工具和票据工具受到了市场的欢迎。但在2005年,这个动力发生了变化,宏观经济总体上体现出了一种收窄的增长波动态势。我们知道,宏观经济增长波动收窄,意味着产业间相对投资价值不明确(或者称“不确切”),这使得金融资源的流动没有表现出2004年那种大规模的板块转移形态。与此对应,面向不同风险—收益结构的实体经济投资机会的金融服务,不再是引导金融创新活动的一个关键动力。这个动力现在让位于宏观经济走势的差异化预期,我们不应该把宏观经济波动的实际表现和宏观经济走势的预期混为一谈,至少从投资决策的立场来看,二者带来的结果会有明显的不同。

在宏观经济走势预期方面,2005年也出现了较大的分歧。一个重要分歧是关于宏观经济增长的质量问题。对金融活动而言,这个分歧的重要性体



现为，实体经济不同产业间的利润率变化究竟会如何演化。利润率决定金融资产的最终收益水平，因而，利润率在1~2季度的下降，使得基金机构、保险投资机构、年金投资管理人，甚至包括一些注重投资管理的财务公司，都选择将抗周期行业的金融资产纳入自己的组合；3季度以后，人们发现，利润率的下降并没有像人们预期的那样强劲，此时，这些机构又反过来大规模持有顺周期行业的资产。组合调换一般会引发大规模的买卖活动，因而依靠净值管理的基金机构所受的损害最深也最大，其次是那些不需要高频度披露信息的机构。我们注意到目前国内很多机构投资人推出的融资工具都宣称采用消极投资策略，组合管理受宏观经济走势预期如此大的影响，可能就是一个反证：国内的理财机构实际上仍然是过分自信的，它们不相信基于自己的预测会不如跟踪某一个“僵化”的市场指数来得有利。

除了宏观经济变化趋势之外，诱发2005年金融创新活动的因素还包括宏观调控政策，其中又以货币政策为主。在2004年中央银行提高了存款准备金率之后，国内绝大多数金融机构感受到了流动性的不足，作为一个与中央银行目标相背离的结果，商业银行的坏账率在2005年上半年有所增加。为了刺激银行多提供贷款，中央银行调低了超额准备金利率，这导致货币市场收益率下限下移，货币市场在主体增加的同时，品种也有所增加。外汇远期、债券远期、货币互换工具等金融产品受到了众多金融机构的欢迎。尽管这个结果与中央银行体系刺激商业银行向实体经济提供信贷资金的初衷不尽吻合，但对于金融市场而言却具有十分重要的意义：国内固定收益债券市场在呼吁多年之后，终于在2005年有了较大的起色。

货币市场的繁荣，对金融市场创新活动的影响还远不止于此。信托公司借助货币市场，把投资管理业务的主阵地转向固定收益类品种，证券公司、商业银行和财务公司也经由理财业务进入银行间市场和外汇市场，进行套差操作，赚取风险较小的收益。企业债券在增加了短期融资债券之后，其设计结构发生了重大变化，信用增级手段、抵押结构也都有了实质性的创新。所有这些创新性活动，都从各自的角度，推动着国内金融市场的统一、规范和发展进程。可以预计，如果固定收益类证券的多样化获得进一步的发展，担保市场、大宗交易市场能够顺利出现，同时，市场资源的整合能够有序展开，国内金融市场的板块对接就能完成，我们将获得一个完整的、内部协调的、功能基本齐备的资本/资产市场。在这个基础上，多层次资本市场的建设，也才能把它的设计性特征和自发演进特征有机地融合起来，政策的长效机制也才有望获得最终的建立和完善。

2005年，金融市场暴露出来的问题也不少。期货市场的脆弱性没有从根本上得到改变，保险市场的机会主义行为仍然在价格管制的庇护下侵蚀着行业的健康发展，信托公司、证券公司的治理问题和内控问题也没有得到有

效的遏制，利益输送和违规操作常常引发出巨大的风险。除了这些问题之外，透过金融工具创新活动的分析，我们还看到我国金融产品的设计仍然没有使不同金融机构体现出很强的差异化竞争战略和技能。当市场内部出现了一个较大的盈利机会时，几乎所有的金融机构都会通过自己获得的业务许可，通过各种渠道将资源集中投资上去，然后，利润被迅速瓜分完毕，留下一些风险让政府“埋单”。这种状况既反映了国内金融市场主体经营理性的欠缺，也说明了我们的确需要进一步认真反思过去以批发行行政许可为主要手段的监管思路 and 理念。对于中国这样一个转型经济国家来说，监管的针对性，或者说监管政策在突出国情特色方面的任务，可能远比我们预料的要重、要艰难。

金融理论的研究在 2005 年并没有取得什么突破性的收获。当国内学术界已经完全熟悉了行为金融理论的分析范式之后，测量技术和检验手段跟上了，备检理论却出现了短暂的空白。这是很自然的和可以理解的，毕竟革命性理论的产生需要一个较长的积累过程。但在同时，我们仍然需要关注，备检理论界的缺失也可能反映了国内研究部门对自己所处的环境在理解上出现了分歧或者是程度不同的偏差。

这份年度报告也还有不足之处，主要表现在不同章节之间的分量匹配不够合理，有些章节的分析明显地到位一些。另外，今后是否可以考虑设法用一个更统一的理论框架概括更多的金融工具创新活动，这样也可以方便大家的阅读和理解。

《中国金融工具创新报告》能够坚持出版四年，与合作单位、支持单位的帮助与支持是分不开的。祝愿今后这份系列报告能够获得更多有识之士的参与和关注。让我们在金融创新活动研究这个平台上，用坦诚和辛勤劳动，凝聚更多的力量，共同促进中国金融问题研究的发展，进而促进中国金融市场的健康快速发展。

2006 年 2 月 10 日于北京

目 录

第一章 2005 年金融产品创新：结构与线索	(1)
第一节 宏观经济走势和宏观调控政策：资产管理业务的新变化	(2)
第二节 货币市场改革：固定收益品种的创新源	(11)
第三节 金融监管政策变化：产品创新的新领域	(19)
第四节 未来创新的方向	(23)
第二章 中央银行改革推动下的国债市场创新	(29)
第一节 2005 年国债市场回顾	(30)
第二节 2005 年国债市场创新	(60)
第三章 2005 年信托产品创新	(76)
第一节 2005 年信托市场概述	(77)
第二节 2005 年信托产品创新的市场背景和逻辑线索	(83)
第三节 受托管理业务创新点综述	(88)
第四节 投资管理业务与信托业的核心竞争力	(116)
第五节 信托创新失败引出的思考	(127)
第四章 2005 年企业年金创新	(139)
第一节 2005 年企业年金市场回顾	(140)
第二节 我国企业年金基金投资现状	(145)
第三节 各类企业年金参与机构的产品创新准备	(148)
第四节 未来展望	(174)



第五章 上市公司股权分置改革中的工具创新	(182)
第一节 对价的法律属性及测算方法	(185)
第二节 试点阶段对价支付形式及其创新	(189)
第三节 全面股改阶段对价支付形式及其创新	(194)
第六章 金融改革背景下的非主权债券创新	(207)
第一节 2005 年非主权债券市场回顾	(208)
第二节 2005 年非主权债券创新的背景分析	(230)
第三节 非主权债券创新评价	(238)
第四节 2006 年非主权债券创新展望	(247)
第七章 2005 年银行业产品创新	(254)
第一节 2005 年银行业产品创新概述	(254)
第二节 2005 年银行业产品创新分析	(262)
第三节 2006 年银行产品创新展望	(286)
第八章 2005 年基金产品创新报告	(295)
第一节 回顾与概述	(295)
第二节 2005 年基金业绩回顾：市场角度	(299)
第三节 业绩回顾：基金管理公司角度	(303)
第四节 2005 年基金资产组合回顾	(309)
第五节 2006 年基金创新展望	(315)
第九章 2005 年中国保险产品创新：动力、特点与趋势	(320)
第十章 2005 年中国期货市场创新报告	(352)
第一节 2005 年期货市场回顾	(352)
第二节 2005 年期货市场创新	(357)
第三节 2006 年中国期货市场创新展望	(363)
第十一章 中国农村金融工具创新：回顾与总结	(366)
第一节 市场回顾	(368)
第二节 农村金融工具创新的绩效评价	(382)
第三节 现阶段农村经济与金融运行环境分析	(391)
第四节 新形势下农村金融工具创新展望	(393)
第五节 结束语	(396)

第一章 2005 年金融产品创新：结构与线索

□杨如彦^①

2005 年，金融市场产品创新承接上年度趋势，在宏观经济走势和金融管制政策的交互作用下展开。我们在《中国金融工具创新报告（2005）》中预测的三个趋势中，第一个趋势基本全部获得验证，信贷资产管理增加格式化的短期贷款品种，在 2005 年 6 月以后获得极大发展，资产证券化方面，由于测算和预测信用风险、提前还本风险的技术未能如期发展起来，因而未能有实质性突破——这也同我们的预期一致；负债管理方面，外汇存款的委托理财业务、离岸银行业务等以消化汇率风险为目的的产品受到市场欢迎；随着货币市场基金的兴起，固定收益品种——国债、金融债、企业债和大量标准化的银行间市场交易品种十分繁荣；像我们所称的那样，“所有这些趋势中，银行增加零售业务是最重要的趋势”。来自金融生态^②压力的金融产品创新，在保险市场得到了确认，健康险种、责任险种在 2005 年获得了极

① 杨如彦，中国科学院研究生院管理学院副教授，硕士生导师。E-mail: yangruyan@gu-cas.ac.cn。

② 金融生态的概念目前有部分被误用的危险。我们在使用这一概念时，特指金融市场内部，因各种金融服务模式的规模未达到最优规模状态，导致一种金融服务模式对其他金融服务模式的抑制。在转型经济中，这一概念有特殊重要的意义，因为在这些经济体中，获得优先发展的金融服务，往往有国有资本的强大扶持，它们拥有的资本规模，使得它们作为在位金融主体拥有足够的成本优势和技术优势，防范潜在进入者的竞争，这进一步导致这些经济体中金融服务的结构性畸形。

相反，如果把金融生态定义为区域经济环境对当地金融合约的遵守程度，或者地方政府对金融主体的扶持力度，则可能会引导金融市场的地区分割，可能是有害的。其原因是，地区力量向当地金融主体输送利益的后果，往往是这些金融机构丧失经营上的独立性。更透彻地说，金融市场的信用建设，历来不能依靠行政力量的倾斜，而应该更多地依靠司法力量。



大的发展。

预料的发展趋势中没有被验证的也有很多,比如,考虑到金融生态的压力,我们预测 2005 年直接融资手段会吸收一部分银行信贷,但直接融资却延续了 2004 年的冷清态势,其原因一方面是我们对金融生态现状的路径依赖估计不足,另一方面,也与政策的突变有关;营销模式和由营销模式的改变导致的金融产品创新,在 2005 年仅有微弱的体现,这与国内金融交易覆盖面较窄、金融资产需求未被清晰体会到有很大关系。

影响和决定 2005 年金融产品创新活动的力量包括四个:(1) 宏观经济增长减缓,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 年退出的部分长效监管政策如资本管制政策在金融工具方面的效应在 2005 年逐步显露。(3) 汇率形成机制改革和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。(4) 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。

第一节 宏观经济走势和宏观调控政策: 资产管理业务的新变化

2005 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 2004 年维持一致,但第一、二季度工业企业利润率下滑较为严重,第三季度以后利润有所回升;(2) 上游产品价格增长、工资率上升是侵蚀工业企业利润的主要因素;(3) 宏观调控政策进一步向稳健型转向。与 2004 年不同的是,对宏观经济走势的预期是影响金融产品 2005 年创新的主要原因,而不是像 2004 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。

一、宏观经济走势描述

如图 1-1 所示,在增长率波动幅度逐步收窄的大趋势下,2005 年度的增长,各个季度都维持在 9% 以上。除 12 月份外,新增固定资产投资均略高于 2004 年同期水平。如图 1-2 所示,新增固定资产投资主要投向基础产业(公路、地铁、新农村建设等),以及部分 2004 年开工的在建电力、电解铝、焦炭、水泥和汽车产业。房地产新开工项目下降,说明 2004 年宏观调控政策——控制房地产业投资过快——在 2005 年已经收到了部分效果。