



CITIC Securities Co., Ltd.

证券信用交易制度比较分析

课题承担人：蒲坚

课题组成员：刘辉、程伟庆、戴波

导 言

中国人关在即，我们面临着许多机遇，也面临着很多挑战，与国际接轨已是必然。“证券信用交易制度的比较研究”便是应这种国际化背景的产物。本报告的研究前提是：信用交易是中国未来证券市场发展的必不可少的一环。因此，在本报告中，我们不再去讨论信用交易的概念、定义，也不去讨论信用交易的优点缺点，更不去讨论中国国情是否适合信用交易。我们的判断是：信用交易必然要在中国实行，只是时间问题。

因此，我们的研究范围主要集中在以下几个方面：

1. 国际上几个代表性的信用交易制度是如何架构的？是什么样的市场条件和经济背景导致了这种架构？
2. 目前国外信用交易的发展状态是什么？又会沿着什么样的趋势发展下去？
3. 信用交易制度的各个环节是如何规定的，相应监管的目的和效果是什么？
4. 信用交易所涉及的法律框架是什么？我们的现行法律框架与信用交易的展开存在着哪些冲突？
5. 如果我们国家实行信用交易制度，将对一级市场、二级市场乃至整个金融体系产生哪些方面的影响？我们又可以利用信用交易的制度为整个市场的发展做什么？
6. 考虑到中国的具体情况，一个能够被实施的信用交易制度该如何构成，技术性环节和策略性环节该如何处理？

有了以上考虑，本报告在力求详实的分析基础上，必须考虑制度建设问题。因此，本报告的基本逻辑是由三个部分组成：制度的国际比较、制度影响的实证分析和框架性方案设计。其中制度的国际比较是最为基础的工作，而框架性方案设计反映了本报告力图将信用交易制度融入中国当前证券市场的努力和看法。

本报告共分七章。

第一章在简要分析信用交易的起源以后，集中分析美国、日本、台湾信用交易发展的基本阶段以及目前信用交易发展的一些新特征。之所以选择这三家，主要在于这三个国家或地区的代表性。我们的研究表明，当前在国际范围内，信用交易是一个非常普遍的现象，而且市场化趋势正在不断进行。

第二章是对三个信用交易模式的实证比较分析。我们的分析重点，一是典型的市场化模式——美国模式，二是典型的专业化模式——日本模式，以及借鉴市场化模式的专业化模式——台湾模式。我们的分析表明，每种模式都与金融市场的发达程度和经济主体之间的信用程度有直接关系。这为我们选择信用交易模式的判断提供了依据。

第三章是对信用交易制度各个环节的制度性分析。我们从资格管理、保证金管理、帐户

管理、动态过程管理、证券公司管理、转融通办法以及监管的框架共七个方面，介绍和分析了国外的一般性做法。我们的研究表明，信用交易是由众多的风险控制环节所构成，信用交易并不必然带来高风险，关键是制度监管和风险控制。

第四章的分析主要是一个法律问题。从对当前我国地下信用交易的分析出发，我们试图找到我国法律在信用交易方面的不足。同时，我们也试图表明：一个适合于信用交易的法制框架是应该而且也是可行的。

第五章是本报告的重点。我们试图分析信用交易制度的建立，可能对一级和二级市场所产生的影响。我们的分析表明，不对称信用交易对于新股发行有着非常有利的一面，这种有利的一面也必然导致发行制度和发行程序的变化。而对于二级市场，一个信用交易并不必然导致市场风险，信用交易的市场影响远比简单的交易量变化要复杂很多。除此之外，我们在现有的国有股转流通的三个思路基础上，提出了利用信用交易，从扩张证券需求的角度来解决国有股变现流通的思路。我们认为，这个思路是本报中比较具有建设性的一点，也认为是值得尝试的一点。

最后，报告通过第六和第七章，分别从制度性和策略性两个方面，对未来中国证券市场实行信用交易的技术性环节作出了设计，并提出了我们的一些判断。我们希望通过这些建设性意见的提出，使中国未来可能的信用交易制度，能够离我们更为清晰。

由于水平的限制、时间的仓促，以及文献的缺乏，本报告有着很多不尽人意之处。我们真诚希望关心中国证券市场发展的同仁，能够将相关的工作继续下去，共同推进信用交易制度在中国的建立、发展和完善。

2000年12月11日

目录

绪论：信用、信用危机与信用交易	6
一、信用的本质	6
二、信用的制度化保证和信用交易制度化	7
(一) 信用保证制度化的重要性	7
(二) 信用交易制度是信用交易的制度化结果	8
三、中国当前的信用特征以及信用交易的适用性	9
(一) 当前我国的信用现状	9
(二) 当前信用危机的根源	10
(三) 信用交易制度的适用性问题	11
第一章：信用交易发展历史和现状	13
一、西方国家信用交易的发展及特点	13
(一) 信用交易的渊源	13
(二) 信用交易在美国的发展历史	14
(三) 美国信用交易的基本特点	15
二、日本信用交易发展的基本特点	16
(一) 基本历史与状况	16
(二) 基本特点	19
三、台湾的信用交易发展及其基本特点	20
(一) 基本发展历程	20
(二) 基本特点	21
第二章：各国和地区信用交易模式比较	22
一、信用交易模式的分类	22
二、典型的市场化模式：美国模式	23
三、典型的专业化模式：日本模式	24
四、借鉴市场化模式的专业化模式：台湾模式	26
第三章：信用交易制度的环节及其监管手段	29
一、信用交易的资格管理	29
(一) 客户资格管理	29
(二) 证券资格管理	30
二、信用交易的保证金管理	31
三、信用交易的帐户管理	33
四、信用交易过程的动态管理	34
(一) 融资购券	35
(二) 融券卖空	37

(三) 融资融券的除权处理.....	38
五、证券金融公司的转融通手段.....	39
六、对证券公司的管理.....	40
(一) 功能管理.....	40
(二) 规模管理.....	41
(三) 比例管理.....	42
七、信用交易的监管.....	43
(一) 法律监管.....	43
(二) 市场监管.....	45
第四章：关于信用交易的法制框架.....	46
一、我国信用交易的现状及法制空白.....	46
(一) 我国地下信用交易的现状及分析.....	46
(二) 当前中国信用交易法律规范的不足.....	48
二、建立信用交易的法制框架.....	51
(一) 基本法律概念.....	51
(二) 信用交易法制的约束框架.....	51
第五章：信用交易与证券市场发展之关系.....	53
一、信用交易对一级市场的影响.....	53
(一) 信用交易制度对证券发行的支持.....	53
(二) 不对称信用交易在新股发行中的运用.....	54
(三) 信用交易必然导致证券评级制度的发展.....	54
二、信用交易对二级市场的影响.....	55
(一) 对二级市场影响的利弊分析.....	55
(二) 二级市场对信用交易的利用与调控.....	57
三、围绕信用交易制度来构架国有股变现的模式.....	58
(一) 现有的三个国有股转流通思路.....	59
(二) 利用信用交易制度解决国有股问题：扩张资金供给.....	59
(三) 利用信用交易制度解决国有股问题：扩张证券需求.....	60
(四) 前两种模式的结合：资金供给和证券需求的同步扩张.....	62
四、信用交易在整个金融体系中可能的作用.....	63
(一) 混业经营趋势下信用交易的功能.....	63
(二) 信用交易制度对目前股票抵押贷款制度的补充.....	64
(三) 信用交易的融券渠道对未来社保基金的重要性.....	65
第六章：关于开展信用交易的制度性建议.....	68
一、关于信用交易模式的选择.....	68
(一) 模式选择与理由.....	68
(二) 证券金融公司的性质、结构、资券来源.....	69
(三) 信用交易模式中各方的职责.....	69

(四) 清算与交割的处理	70
二、关于从事信用交易的证券商的资格限制	71
三、关于信用交易帐户开户资格与制度建设的几点考虑	71
(一) 开户流程	71
(二) 基本建议	71
四、关于保证金融资的制度性建议	73
(一) 保证金融资基本流程设计	73
(二) 保证金融资交易的设计重点	73
五、关于保证金融券的制度性建议	77
(一) 基本流程	77
(二) 保证金比率	77
(三) 直接融券法和间接融券法的选择	78
(四) 补仓与平仓	78
(五) 分红与派息的处理	79
第七章：关于信用交易发展的策略性建议	80
一、从战略的高度认识信用交易的趋势所在	80
(一) 外在压力：国际化趋势必然	80
(二) 内在需求：金融市场发展	80
(三) 功能需要：财政手段	80
二、开放中国信用交易的步骤	80
(一) 稳健方案	80
(二) 激进方案	81
(三) 中间方案	81
三、把握信用交易模式的市场化趋势	81
四、从创造证券需求的角度来解决国有股流通问题	82
五、通过信用交易形成混业经营的初步格局	82
六、运用融券机制为社保基金提供再投资出口	82
七、建立开放、统一的证券评级体系	83
八、建立四级监管的信用交易监管体系	83
主要参考文献	85
附录：我国现行法律法规中关于信用交易的条款	86

导 言

中国入关在即，我们面临着许多机遇，也面临着很多挑战，与国际接轨已是必然。“证券信用交易制度的比较研究”便是应这种国际化背景的产物。本报告的研究前提是：信用交易是中国未来证券市场发展的必不可少的一环。因此，在本报告中，我们不再去讨论信用交易的概念、定义，也不去讨论信用交易的优点缺点，更不去讨论中国国情是否适合信用交易。我们的判断是：信用交易必然要在中国实行，只是时间问题。

因此，我们的研究范围主要集中在以下几个方面：

1. 国际上几个代表性的信用交易制度是如何架构的？是什么样的市场条件和经济背景导致了这种架构？
2. 目前国外信用交易的发展状态是什么？又会沿着什么样的趋势发展下去？
3. 信用交易制度的各个环节是如何规定的，相应监管的目的和效果是什么？
4. 信用交易所涉及的法律框架是什么？我们的现行法律框架与信用交易的展开存在着哪些冲突？
5. 如果我们国家实行信用交易制度，将对一级市场、二级市场乃至整个金融体系产生哪些方面的影响？我们又可以利用信用交易的制度为整个市场的发展做什么？
6. 考虑到中国的具体情况，一个能够被实施的信用交易制度该如何构成，技术性环节和策略性环节该如何处理？

有了以上考虑，本报告在力求详实的分析基础上，必须考虑制度建设问题。因此，本报告的基本逻辑是由三个部分组成：制度的国际比较、制度影响的实证分析和框架性方案设计。其中制度的国际比较是最为基础的工作，而框架性方案设计反映了本报告力图将信用交易制度融入中国当前证券市场的努力和看法。

本报告共分七章。

第一章在简要分析信用交易的起源以后，集中分析美国、日本、台湾信用交易发展的基本阶段以及目前信用交易发展的一些新特征。之所以选择这三家，主要在于这三个国家或地区的代表性。我们的研究表明，当前在国际范围内，信用交易是一个非常普遍的现象，而且市场化趋势正在不断进行。

第二章是对三个信用交易模式的实证比较分析。我们的分析重点，一是典型的市场化模式——美国模式，二是典型的专业化模式——日本模式，以及借鉴市场化模式的专业化模式——台湾模式。我们的分析表明，每种模式都与金融市场的发达程度和经济主体之间的信用程度有直接关系。这为我们选择信用交易模式的判断提供了依据。

第三章是对信用交易制度各个环节的制度性分析。我们从资格管理、保证金管理、帐户

管理、动态过程管理、证券公司管理、转融通办法以及监管的框架共七个方面，介绍和分析了国外的一般性做法。我们的研究表明，信用交易是由众多的风险控制环节所构成，信用交易并不必然带来高风险，关键是制度监管和风险控制。

第四章的分析主要是一个法律问题。从对当前我国地下信用交易的分析出发，我们试图找到我国法律在信用交易方面的不足。同时，我们也试图表明：一个适合于信用交易的法制框架是应该而且也是可行的。

第五章是本报告的重点。我们试图分析信用交易制度的建立，可能对一级和二级市场所产生的影响。我们的分析表明，不对称信用交易对于新股发行有着非常有利的一面，这种有利的一面也必然导致发行制度和发行程序的变化。而对于二级市场，一个信用交易并不必然导致市场风险，信用交易的市场影响远比简单的交易量变化要复杂很多。除此之外，我们在现有的国有股转流通的三个思路基础上，提出了利用信用交易，从扩张证券需求的角度来解决国有股变现流通的思路。我们认为，这个思路是本报告中比较具有建设性的一点，也认为是值得尝试的一点。

最后，报告通过第六和第七章，分别从制度性和策略性两个方面，对未来中国证券市场实行信用交易的技术性环节作出了设计，并提出了我们的一些判断。我们希望通过这些建设性意见的提出，使中国未来可能的信用交易制度，能够离我们更为清晰。

由于水平的限制、时间的仓促，以及文献的缺乏，本报告有着很多不尽人意之处。我们真诚希望关心中国证券市场发展的同仁，能够将相关的工作继续下去，共同推进信用交易制度在中国的建立、发展和完善。

2000年12月11日

目录

绪论：信用、信用危机与信用交易	6
一、信用的本质	6
二、信用的制度化保证和信用交易制度化	7
(一) 信用保证制度化的重要性	7
(二) 信用交易制度是信用交易的制度化结果	8
三、中国当前的信用特征以及信用交易的适用性	9
(一) 当前我国的信用现状	9
(二) 当前信用危机的根源	10
(三) 信用交易制度的适用性问题	11
第一章：信用交易发展历史和现状	13
一、西方国家信用交易的发展及特点	13
(一) 信用交易的渊源	13
(二) 信用交易在美国的发展历史	14
(三) 美国信用交易的基本特点	15
二、日本信用交易发展的基本特点	16
(一) 基本历史与状况	16
(二) 基本特点	19
三、台湾的信用交易发展及其基本特点	20
(一) 基本发展历程	20
(二) 基本特点	21
第二章：各国和地区信用交易模式比较	22
一、信用交易模式的分类	22
二、典型的市场化模式：美国模式	23
三、典型的专业化模式：日本模式	24
四、借鉴市场化模式的专业化模式：台湾模式	26
第三章：信用交易制度的环节及其监管手段	29
一、信用交易的资格管理	29
(一) 客户资格管理	29
(二) 证券资格管理	30
二、信用交易的保证金管理	31
三、信用交易的帐户管理	33
四、信用交易过程的动态管理	34
(一) 融资购券	35
(二) 融券卖空	37

(三) 融资融券的除权处理	38
五、证券金融公司的转融通手段	39
六、对证券公司的管理	40
(一) 功能管理	40
(二) 规模管理	41
(三) 比例管理	42
七、信用交易的监管	43
(一) 法律监管	43
(二) 市场监管	45
第四章：关于信用交易的法制框架	46
一、我国信用交易的现状及法制空白	46
(一) 我国地下信用交易的现状及分析	46
(二) 当前中国信用交易法律规范的不足	48
二、建立信用交易的法制框架	51
(一) 基本法律概念	51
(二) 信用交易法制的约束框架	51
第五章：信用交易与证券市场发展之关系	53
一、信用交易对一级市场的影响	53
(一) 信用交易制度对证券发行的支持	53
(二) 不对称信用交易在新股发行中的运用	54
(三) 信用交易必然导致证券评级制度的发展	54
二、信用交易对二级市场的影响	55
(一) 对二级市场影响的利弊分析	55
(二) 二级市场对信用交易的利用与调控	57
三、围绕信用交易制度来构架国有股变现的模式	58
(一) 现有的三个国有股转流通思路	59
(二) 利用信用交易制度解决国有股问题：扩张资金供给	59
(三) 利用信用交易制度解决国有股问题：扩张证券需求	60
(四) 前两种模式的结合：资金供给和证券需求的同步扩张	62
四、信用交易在整个金融体系中可能的作用	63
(一) 混业经营趋势下信用交易的功能	63
(二) 信用交易制度对目前股票抵押贷款制度的补充	64
(三) 信用交易的融券渠道对未来社保基金的重要性	65
第六章：关于开展信用交易的制度性建议	68
一、关于信用交易模式的选择	68
(一) 模式选择与理由	68
(二) 证券金融公司的性质、结构、资券来源	69
(三) 信用交易模式中各方的职责	69

(四) 清算与交割的处理	70
二、关于从事信用交易的证券商的资格限制	71
三、关于信用交易帐户开户资格与制度建设的几点考虑	71
(一) 开户流程	71
(二) 基本建议	71
四、关于保证金融资的制度性建议	73
(一) 保证金融资基本流程设计	73
(二) 保证金融资交易的设计重点	73
五、关于保证金融券的制度性建议	77
(一) 基本流程	77
(二) 保证金比率的计算	77
(三) 直接融券法和间接融券法的选择	78
(四) 补仓与平仓	78
(五) 分红与派息的处理	79
第七章：关于信用交易发展的策略性建议	80
一、从战略的高度认识信用交易的趋势所在	80
(一) 外在压力：国际化趋势必然	80
(二) 内在需求：金融市场发展	80
(三) 功能需要：财政手段	80
二、开放中国信用交易的步骤	80
(一) 稳健方案	80
(二) 激进方案	81
(三) 中间方案	81
三、把握信用交易模式的市场化趋势	81
四、从创造证券需求的角度来解决国有股流通问题	82
五、通过信用交易形成混业经营的初步格局	82
六、运用融券机制为社保基金提供再投资出口	82
七、建立开放、统一的证券评级体系	83
八、建立四级监管的信用交易监管体系	83
主要参考文献	85
附录：我国现行法律法规中关于信用交易的条款	86

绪论：信用、信用危机与信用交易

一、信用的本质

所谓信用，是指建立在对受信人在特定的期限内付款或还款承诺的信任基础上，受信人无须付现就可以获取商品、服务或资金的能力。信用是市场交易中的一个必备的要素。

信用是随着市场的发展而产生的。最原始的商品交换是实物交易。为了克服实物交易一手交钱、一手交货的不便，卖主往往同意买主在未来约定的时间再行付款，即进行赊销。赊销意味着授信人给予受信人的未来付款承诺以信任。这样，便出现了最早的信用关系。而信用关系一旦产生，原本物流和货币流在同一时点发生直接对移的交易方式便为信用为中介的交易所取代。其后，信用超出了商品买卖的范围，货币本身也加入了信用交易的过程，出现了借贷活动。贷款意味着债权人对债务人未来还款付息的承诺给予信任。事实上，现在通行的纸币（信用货币）本身，也是在这种货币和货币符号相分离的信用关系基础上产生。所以说，现代金融业就是信用关系发展的产物。而市场经济则是一种建立在错综复杂信用关系基础上的经济。

信用是连接目前财富与将来财富的桥梁，具有促进经济发展的作用。企业是利用现在财富来组织生产以便在将来获取更多财富的基本经济单位。在现代社会，信用是经济发展的一个必要条件。而经济发展至少要对信用产生三种需求：对固定资金信用的需求、对流动资金信用的需求和对消费资金信用的需求。在信用发达的现代社会，人们的社会需求无不囊括在信用需求的范畴中，如建造厂房、购买机器设备对固定资金信用的需求，它们往往由债券、股票和银行长期贷款等提供；支付工资、节假日采购的费用等，需要银行提供短期贷款，则是企业对流动资金信用的需求；而家用耐用品的购买和住宅的建造费用等，一般由商业性贷款和政府消费信贷加以满足，此即消费信贷需求。因此，现在社会的企业生产就是由于这种目前财富和未来财富之间的必然联系，而通过信用组织起来。

对于信用，有着各种解释和定义，但在本质上，信用是时间和空间的延展。在非信用支撑的交易中，交易的完成必须遵循对价的原则，而对价必须在物理空间上完成相对的即时转移。但在信用支撑下，交易的买与卖则可以在不同的地域空间来完成，在某一个空间点上可以只存在买的行为或者卖的行为。信用对于时间的扩展，则源于买与卖、借与还等对应的对价行为，可以通过信用分隔为不同的时间来完成。支撑这交易行为在时间和空间上扩展的本质因素是信用。如果没有这种信任的基础或者制度保障，交易的行为将严格局限在同一时间和同一空间来完成。

我们知道，如果将大量的交易行为通过信用的形式在时间和空间范围上予以扩展，并通过经济的持续往来连接成交易链，就可以大幅度地扩张整个社会的经济规模，并提高总体的国民生产总值。从这个意义上说，信用对于经济的多元化和经济增长，有着决定性的作用。产业不断升级的过程，就是产业不断分化的过程，同时也必然是信用不断延伸的过程，信用构

成专业化分工体系下、连接分工主体实现资源对流配置的关键性因素。

从这个角度去理解，我们可以充分认识到，对处于经济发展过程中的中国来讲，信用之重要性，也可以更深入体会中国目前所面临信用危机的内在原因。由于信用无法在经济交往过程中沿着时间和空间自由扩张，致使人与人之间、企业与企业之间以及经济个体与政府之间，都充满了不信任感。而这种不信任感，必然将社会的交易行为压缩在一个时间和空间都很小的范围内。而其后果，既是经济活动循环流动空间意义上的链条随着信用的萎缩而缩短，也是交易行为随着信用的萎缩而在时间意义上趋于短期化。一个人、一个企业、一个民族，如果在经济理性的条件下不是选择长远目标，而是倾向于选择短期行为，则这个人、企业、甚至民族的进一步发展将可能陷于停滞之中。从这个意义上讲，信用危机可以转化为经济危机，而经济的持续发展则需要信用的持续扩张。

证券的信用交易，实际上就是在金融循环流动过程中，在信用的支撑下，在时间和空间上，扩张证券交易的行为。在信用交易中，无论是融资购券行为，还是融券卖空行为，实际上都是在第三方信用的介入下，完成证券交易、实现交易盈利或亏损的过程。由于有了第三方（融资方和融券方）的信用支持，证券交易的过程延长为“资金或证券的借贷—证券交易—偿还借贷—所有权还原（清算交割）—利润或亏损实现”这样一个过程，而不是简单的“交易—利润或亏损实现”。这样，无论是时间还是空间都大大拓展了，交易的链条也延伸了。这种延伸，直接导致了交易规模的扩大。

因此，信用交易在内在本质上，符合了社会经济和产业发展在信用支撑下持续扩张、分工和融合的内在规律，也就必然反映了证券交易发展的一般性趋势。

二、信用的制度化保证和信用交易制度化

（一）信用保证制度化的重要性

社会的专业化分工发展到一定的阶段，交易链条的不断延展促使信用的维护成为一种社会正常运行的必要。因为这种链式结构的产业和信用的同步扩张趋势，使社会经济产生了实体经济与虚拟经济的区别，并形成相互制约而又相互独立的发展规律。一般来说，信用支撑的虚拟经济的扩张速度和能力都要远强于实体经济。

我们一般将实体经济看作围绕人类生产、服务、消费和流通而产生的具体活动，而虚拟经济则是指依靠信用扩张所形成的金融资产的交易活动。金融市场的信用扩张源于货币的信用化和资本化。货币的初始形态是贵金属，它与实体经济存在着——对应的关系。而随着经济的发展，纸币和信用货币取代了金属货币，这就是货币的信用化过程；而随着股票和债券的出现，货币成为一种金融投资工具，即所谓货币的资本化。货币的信用化和资本化是虚拟经济的初始形态，它不再与实体经济存在对应关系，而是信用扩张的结果，具有自身发展的客观规律和内在要求。这时就形成了实体经济与虚拟经济既相互联系又相互分离的二元结构。



由于依托信用而产生的金融资产更为同质,而不受资产专用性的限制,其流动性更好,符合信用扩张的同质性要求,金融资产所代表的虚拟经济有着远强于实体经济的内在扩张冲动,从金融资产扩张速度来看,无论是发达国家还是发展中国家,金融资产增长速度都高于GNP增长速度2-3倍。

信用扩张是现代经济发展的必然要求,但必须清醒地认识到,信用扩张是一把双刃剑,它在促进经济发展的同时蕴含着巨大的危险。这是因为,在信用扩张的过程中,信用市场上对信用的滥用和各种投机行为很容易引发信用膨胀。而虚拟经济具有巨大的不稳定性和脆弱性,这是因为信用建立在人们对未来偿付能力的预期基础上。在现代经济中,这种信用扩张一般是通过信用链条连接起来的。一旦信用链条的某一个环节出了问题致使信用链条断裂,必然引发信用链条的连锁反应,造成整个信用体系的崩溃。

为了防止这种信用链条断裂所导致的经济冲击,围绕信用本身所建立的信用保证制度成为一种必然。这种信用保证体系的目的,就是要增强金融市场的透明度,控制金融市场偏离实体经济的程度,限制资金在非信用条件下的任意流动。作为信用支撑下的金融市场,其建立、发展与完善必然需要完善的信用制度的同步建立与完善。而这种信用制度大致可以区分为信用区别制度、授信制度和偿付保证制度。信用区别制度就是通过必要的信息采集和记录,区别不同的人在整个社会经济信用链条中的位置以及扩张信用的能力,具体表现为各种信用评级评级以及信用调查;而授信制度就是在一个信用社会中,如何对不同信用状态的人和机构提供有效的信用,具体体现为各种机构的授信要求和资格审查制度;而偿付保证制度是整个信用制度的核心,也就是通过何种手段来保证信用处于健康良好的水平,怎样在信用状况恶化的情形下防止信用链条的崩溃,对于违反信用原则的行为应该如何惩罚,具体体现为风险监控制度以及相应的法律制度等等。正是在这三方面制度化的基础上,才构成一个完整的信用制度,从而维持着社会经济中实体经济与虚拟经济之间的相互矛盾统一的平衡。

(二) 信用交易制度是信用交易的制度化结果

作为信用扩张的结果和表现形式,信用交易也必然体现为制度化的形式,这就是我们在本报告中所要分析的信用交易制度。

无疑,信用交易是信用在证券金融领域的扩张,这种扩张将证券的买卖与金融授信结合起来,将资金的借贷和证券的借贷结合起来,形成证券交易在一个更大规模和更高技术基础上的新平衡。

但是,信用交易与信用交易制度必然联系在一起。整个的信用交易制度,就是要通过银行、证券公司、交易所、清算公司、投资者等各个方面的制度性构架,形成对信用风险的动态控制。如果没有这种制度性框架的保障和约束,信用交易本身就将因缺乏信用的支持,而很难发展起来。从欧洲、美国信用交易的发展历史来看,也是经历了从自发性交易到制度性交易的过程。而从信用本身来看,制度化的信用水平也远远高于个体之间的信用水平。因此,对于信用交易而言,可能最为重要的,就是这一套制度如何在合理和有效的水平上,维持正常的信用扩张和流动,而不出现信用链条的崩溃或断裂。

对于制度的重视、实际上就是寻求信用内在扩张的虚拟化趋势与现实实体经济的动态统一。因此,虽然信用交易本身符合了现代社会的内在扩张规律,但这种扩张必须依靠制度化的形式寻求保障。这种制度化的设计,是信用交易成功并获得自我推动发展的关键。

三、中国当前的信用特征以及信用交易的适用性

(一) 当前我国的信用现状

关于当前中国的信用现状,很多文章都作了充分的论述,基本上都是负面评价。甚至有人提出了中国“信用危机”的说法。

信用包括商业信用、国家信用、银行信用、合作信用、企业信用、消费信用、国际信用,等等。我们至少可以看到以下几个方面的信用状况:

首先是银行信用危机不断通过自有资金不足表现出来。在政府的干预下,国有银行对国企的大量的有借不还的贷款使其自有资金不断减少。1996年我国银行对国企的贷款坏账达10000亿元,仅利息就达1000亿以上;其时我国银行自有资金下降到3%左右。去年全国发行了几千亿国债,银行自有资金才达到《巴塞尔协定》规定的8%的安全线。由于增长强劲的非国有企业难以得到银行的扶持,在国有企业普遍亏损的情况下,国有银行出现有存无贷,或者放贷质量不高的局面,银行风险不断积聚。在通货膨胀时期,存不如贷,银行的高息揽存是信用危机的表现;而在紧缩时期,贷不如存,有钱难贷无疑是银行危机的征兆。在持续增加的存贷差下,银行借贷的信用风险已经在不断积累。

同时,市场消费信用不足导致了长期持续的消费不足。据统计,95%以上的消费者都消费过各种假冒伪劣产品。发达国家的工业产品合格率约为98%,而我国工业产品合格率在1991年为75%,同期市场抽样商品合格率为55%;全国商品零售领域销售额约有1651亿元,其中有20%的假货,低质问题已经成为整个国民经济的问题。目前居民不敢或不愿消费,相当一部分原因在于产品质量问题和销售欺诈问题,这个问题实际上已经在很大程度上成为制约居民最终消费的瓶颈。

而政府信用,这个最可靠的信用资源,也面临危机。由于计划与市场双重体制的存在,导致了权利市场化,严重破坏了市场游戏法则,侵犯了消费者和厂家等的权益。一些权利主管部门,背离了维护市场公正的原则,部分政府官员丧失最基本的职业道德,也助长了社会信用的恶化。政府作为市场经济的仲裁者,就是要实现市场的公平、公正、透明。但在机构改革不力、政府角色没有到位的情况下,政府过度干涉经济,其结果只能是使市场这只“看不见的手”失去活力,从而形成对政府的信用危机。

商业信用,在我国的应用范围十分有限。据粗略计算,1995年全国的结算量约相当于企业存款余额的11倍,而美国80年代中期商业票据年结算量就已经是企业活期存款余额的3300倍。据分析,在发达市场经济中,企业间的逾期应收账款发生额约占贸易总额的0.25%-0.5%,

而在我国,这一比率高达5%以上,且呈逐年上升势头。交易方式向现金交易、以货易货等更原始的方式退化发展。而欧美国家中,企业间的信用支付方式已占到80%以上,纯粹的现金交易方式已越来越少。这表明信用危机已阻碍了经济活力的发挥。商业信用危机还表现为经济合同的严重失效,1999年全国合同的履约率已经降到40%、近10年查处合同违法案件20多万件,因合同问题国有资产流失近5000亿元。“三角债”问题已经发展到有债不还、负债有理,甚至严重的欺诈行为。“三角债”最先起源于国有企业,而紧随其后,各种“欠债无罪、欺诈有理”的方式,通过“先吃财政,后吃银行,然后吃证券市场”的形式陆续表现出来,其必然后果就是破坏了基本的信用规则。标准普尔公司曾经计算过信用危机的代价。它利用总问题资产的幅度,以显示在合理恶劣情况下金融体系的问题资产水平。总问题资产的计算方法为问题资产占私营企业和非金融公共企业国内信贷的百分比,它代表受问题资产影响的银行体系所在国须付出的直接和非直接成本。这些代价的高低取决于通过总问题资产的幅度所显示的金融体系素质,以及通过总银行资产占国民生产总值的比重所反映的金融体系中介水平。爱尔兰的总问题资产水平为国民生产总值的9-18%,中国则是41-82%。这就是信用不足的代价。

(二) 当前信用危机的根源

中国一向是一个崇尚“守信”的国家。在古训上留下了无数重信的佳话,而这种对信用的重视,又如何演变成了今天信用状况的恶化?

我们认为,历史和现实两个因素必须予以考虑。

1. 历史上的非契约传统

造成当代中国社会信用体系不健全的原因是多方面的。而首先我们必须从社会伦理结构上来考虑这个问题。中国在历史上基本上是依靠人情来维系的社会。这种社会的特点就是社会成员重情讲义,而不遵守这种“情义”标准的人将可能被剥夺社会的生存空间。所以在这种传统中,信用不是一种手段而是一种生存方式,信用的维持也并不通过法律来规定和约束,而是通过社会道德评价来维持。因此其信用的约束机制十分脆弱。在一个地域范围狭小、个人生存空间有限的农业文明条件下,这种社会伦理规范是可以比较好地起到调节信用的作用。但在时间和空间都无限扩张的现代社会下,个人活动的范围已经远远突破了狭小道德舆论监督的范畴,原有的信用维护体系也随之失效。而在原有信用保证体系失效的情况下,我国在信用制度方面还没有完全法制化,还没有形成欧美、日本等西方国家那样的社会信用体系。这为信用的恶化提供了历史性的背景。

2. 现实中国家信用向市场信用的转化特征

考察中国信用状况的成因,不能忽视中国的转轨特征,也就是从计划经济向市场经济转化过程中的特殊现象。在计划经济体系下,依然存在信用,但所有的信用归结为国家信用,也就是无论企业还是银行,其最终的信用承担体是政府,政府负责资源的调动和配置,银行或者企业并没有自主的生产或经营权,也不需要为经济的交往承担信用责任。而个人在单位归属原则下,其信用责任往往由单位承担而间接由国家来承担。对于个人而言,正是这种单位归属原则,在劳动力流动性很小的情况下,保证了在一个小环境中对个人的舆论评判压力,从而来维持着个人的信用状况。

从信用的角度讲，经济体制改革就是将国家信用分散到各个经济主体，从而实现信用市场化的过程。因为一个正常运转的市场经济，信用主体是多元化而且分散的，也只有在多元分散的基础上，才能够形成市场交往的信用链条，才能够形成公平交易、自由竞争的基础。市场信用本质上就是平等的分散信用。而转轨时期的特征，就是将信用的承担体逐步分散到各个经济主体身上，国家信用只在有限的范围内承担责任。在这个过程中，如果信用保障体系和相关的社会理念没有得到及时的建立或者没有发挥足够的作用，国家信用在逐步分散为市场信用的过程中，缺乏与市场规则相适应的信用规则，信用的市场交往将出现典型的转轨时期特征——混乱。

因此，当前中国所面临的信用危机正是在转轨时期，国家信用逐步分散为市场信用的必然结果。信用从无序归于有序的过程，必然要求通过市场化的信用实践、配合相应的制度建设和法制建设来形成和完善市场化的信用原则，以在国家信用从经济领域退出以后，尽快建立市场经济主体之间的信用规则。信用交易制度，可以认为是这种努力的一个实践。

（三）信用交易制度的适用性问题

一个相应的问题产生了，在当前中国信用危机的状况下，推出信用交易是否合适？这种担心、源于信用交易扩张信用链条以后，对信用保证的担心，并非没有道理。

但是，从我们的分析可以看到，信用交易在证券交易中的运用，关键点并不在于信用交易本身，而在于相适配的制度建设。信用交易本身从经济发展的内在逻辑来讲，是符合社会专业化分工并融合和信用扩张并连接的一般规律的，关键是制度如何设计以保证信用交易中的信用链条不会崩溃，因此制度的着眼点就在于风险的控制。而制度本身，是经济环境和信用环境的产物。从各个国家信用交易的考察我们也可以看到，并没有完全相同的信用交易制度，各个国家都根据自己的市场环境和信用状况设计出最能够获得效率和风险控制相互平衡的制度来。比如，虽然美国和欧洲国家普遍采用市场化的信用交易制度，证券和资金的借贷都通过市场主体之间的合意合同来完成，而一旦信用交易进入日本、台湾，这些地区便根据东方人注重资本利得的投资特点以及社会契约环境不足的情况，创造性地采用了专业化的集中管理的信用交易制度。制度就成为根据信用交易适应当前社会信用环境的一个基点。我们从台湾信用交易制度发展的过程也可以看到，这种制度本身是可以根据社会信用状况加以调整的。台湾就经历了从集中管理向市场化管理的逐步转移，而且这种转移还在进行中。

从制度设计本身来看，无论是西方的美国，还是东方的日本、台湾，在信用交易制度的设计中都坚持了“近似为零”的风险原则。通过保证金控制、折扣率控制、帐户控制、平仓补仓控制、交易所控制、监管控制等一系列相互补充整合的制度，将信用交易中的信用风险控制到极小的地步。只要严格遵守这个制度，在当时的环境下风险就很小。只有不遵守这个制度才可能产生风险。因此，制度本身是可以作到严格的风险控制的。而且制度化的框架保证了多次重复性，而我们通过博弈论的一般知识可以知道，重复博弈中是有助于信用产生的。

同时，信用交易制度是防范信用交易风险的最好方法。实际上目前在证券交易领域已经存在不少暗箱下的信用交易，买空卖空在地下相当流行。如果没有很好的制度作为保证，这