宏　观　研　究

需要全本请访问 www.ertongbook.com

货币市场与资本市场的联结与监管初探

明云成

本文主要论述在我国金融业分业经营和监管的格局下，货币市场与资本市场的联结与监管问题。金融业的分业经营并不意味着要分割货币市场与资本市场。货币市场与资本市场的结合不仅是国际金融市场的发展趋势，也是我国金融市场发展的内在要求。在我国的银行、证券、保险业务互相联合、相互渗透的情况下，应加强对金融市场的监管，并促进金融市场统一效能的发挥。

当前在我国金融业分业经营与监管中，大家正在思考的一个首要问题是我国加入WTO 五年后,对外资金融机构进入我国按‘ 国民待遇 ”,也就是在我国金融监管法规的框架下开展竞争，而形成的压力和冲击。为了迎接这个冲击，本文就货币市场与资本市场的联结与监管作一探讨，以加快金融业的改革和整顿，促进金融业统一效能的发挥。

1 分业不是分割

金融业分业经营与分业监管是我国目前金融业的经营与监管模式。在一段时间内这种模式不会改变。但这种模式并不意味着货币市场与资本市场的分割。大家知道，货币市场与资本市场是金融市场的两个组成部分。如果单从便于监管考虑而忽视两者之间的联系，不仅不利于我国金融市场的发展，迎接入世“ 挑战 ”，而且不利于我国金融业的健康发展。

1.1 分业经营与监管是阶段性发展的必然

九十年代以来，随着我国金融改革的不断深入，在传统银行业的基础上，随着证券业务和保险业务的逐步兴起和蓬勃发展，一批证券公司和保险公司也应运而生。这改变了我国的金融业长期以来只包括银行业的状况。我国的金融业发展成包括银行业、证券业和保险业的门类齐全的金融产业。由于证券业发展之初与银行业、保险业、信托业存在着密切的股权、人员方面的联系，加之当时金融机构缺乏自我约束机制、金融监管机构缺乏监管经验，因此在我国金融市场发展过程中出现了混乱状况。这种混乱状况表现为乱拆借、信贷资金无规则流入股市等等，其实质是在缺乏监管的

情况下货币市场资金违规流入资本市场。

为了防范金融风险、加强金融监管，国务院在 1993 年 12 月 25 日颁布的《关于金融体制改革的决定》中，明确了对银行业、证券业、信托业和保险业实行分业管理。在 1995 年通过的《中华人民共和国商业银行法》中正式确定了金融业的分业经营和监管制度。1998 年底通过的《中华人民共和国证券法》再次明确了证券业与银行业、保险业的分业经营和监管制度。

我国现阶段实行的金融业分业经营和监管制度，对于我国金融市场秩序的好转和金融风险的防范都发挥了重要的作用。通过分业经营，货币市场资金向高风险的资本市场的流动被阻；通过实行市场准入制度，货币市场的秩序得以好转。这对于金融风险的防范发挥了重要作用。目前的这种状况类似如美国 1929 年金融分业经营分业监管之所产生的状况。那时美国纽约证券交易所股市暴跌，美国的监管部门发现，该暴跌与银行资金进入股市、炒作股票有直接关系。因此，美国国会在 1933 年通过了一系列的法规，要求金融业（包括银行、证券、信托和保险各业）实行分业经营和分业监管。这一阶段的结束是随着金融创新、金融品种的增加，直至走向混业经营的。纵观我国金融业的发展，这一阶段仍在进行中。

1.2 长期分割不利金融效能发挥

在分业经营的过程中，我国监管当局一起发挥了建立合规性资金运作方略和防范金融风险和加强内部监管作用，对金融机构的业务活动领域进行了划分。其中，重要措施就是禁止银行资金违规流入股市，但客观上形成了资本市场和货币市场的分割。

货币市场与资本市场的分割，在特定历史条件下，起到了在银行业和证券业之间的“防火墙”的功能。否则，证券市场的价格波动风险就会转化为银行业的信用风险，加大我国银行业乃至整个金融业的风险程度。但是，资金的本性在于流动及赢利，分业经营明显限制了一个金融机构的资金在金融各业中的调动，同一信息由金融各业分享及资金赢利性的要求，所以，从长远来看，货币市场和资本市场的长期分割不利于金融业的健康发展。

从理论上来说，货币市场与资本市场都是金融市场的有机组成部分，两个市场之间存在着密切的联系。虽然在定义上货币市场与资本市场存在时间上（一年期）的区别，但在实际的运作中难以区分货币市场与资本市场的差别。从金融机构的实际运作来看，在证券业的承销业务中，股票与债券的承销往往需要大量的短期资金的支持。而切断证券业同货币市场的联系，就使得证券公司无法从货币市场筹集短期资金，制约着承销等业务的发展。另外，证券公司并购等业务的开展也需要大量的短期资金的支持，当这种资金的需求超过证券公司的资本金规模时，证券公司将不得不依靠对外

融资来解决短期资金需求。所以，承销、并购等证券业务的开展，要求证券公司能够从货币市场拆借到短期资金。从而促进资本市场的不断发展。

再从银行业的角度看。我国同业拆借市场参与者渠道过窄，限制了商业银行的资金的效能的发挥，一方面使得资金的流动性下降，另一方面，使得资金的盈利率降低。要改变同业拆借市场的这种状况，就应当引入新的市场参与者，其中包括证券公司、保险公司及符合要求的机构投资者等，这样提高市场的活跃程度，有利于金融统一效能的发挥。

总之，货币市场与资本市场不能长期分割，在金融市场发展的过程中走向结合是必然的趋势。只有这样才能提高金融市场运行的效能，使得银行业和证券业得到共同发展。所以市场长期分割是不利于金融效能发挥的。

1.3 结合是发展的趋势

货币市场与资本市场的结合是我国金融市场发展的必然趋势。这不仅已被金融理论所证明，而且被各国金融市场发展的实践所证明。这也是适应世界经济一体化，迎接加入世贸挑战的发展需要。

从美国的情况看，货币市场和资本市场之间的结合是密切的。美国的投资银行不仅可以从货币市场上拆借到大量的短期资金，而且可以从商业银行得到短期贷款。同时商业银行也十分愿意向投资银行放贷。投资银行和商业银行通过货币市场联结，在货币市场的支持下，资本市场的效能也得到了充分发挥。

从我国的情况来看，近年来特别是2000年以来，金融市场监管当局所采取的一系列措施，都反映了货币市场和资本市场的结合的趋势。这些措施包括允许证券公司和基金管理公司进入同业拆借市场；允许商业银行向证券公司进行股票抵押贷款；允许保险基金通过证券投资基金进入股票市场等。这些措施都有利于促进货币市场与资本市场的结合，是有利于证券业和银行业共同向前发展的“利好”。

2 联结不能放松监管

加强货币市场与资本市场的联结，并不等于要放松金融监管。相反，在货币市场与资本市场联系渠道日益增多、联系程度日益密切的情况下，更应当加强对金融市场的监管。

2.1 当前联结的形式

当前货币市场与资本市场的联结的表现在上述的政策措施方面，还表现在2000年以来所广泛出现的银证合作的创新上。据不完全统计，2000年以来已有多起银证合作

的情况。这包括深圳特区证券公司与中国银行深圳分行进行战略合作；中国工商银行与华夏证券公司签署的全面业务合作协议；长江证券有限责任公司与中国农业银行签署合作协议等。这些银证合作的内容包括客户资金的银证通兑、股票质押贷款方面的合作、在股票发行业务中的合作等。

银证合作，实际上进一步打通了货币市场与资本市场联结的渠道，成为连接货币市场和资本市场的纽带。加强货币市场与资本市场的联系，是资本市场发展的必然需求，也是货币市场发展的内在要求。从总体上看，我国资本市场的规模还很有限，股票市场的流通市值才 1 万多亿元，国债市场的债券存量也是一万多亿元。而相比之下，货币市场的规模就要大得多。因此发展资本市场是金融市场建设的首要课题。资本市场的发展离不开货币市场的支持，这是资本市场发展的根本。所以加强银证合作，实际上是借助银行业在货币市场上的优势来支持资本市场的发展。在资本市场发展的情况下，货币市场也将得到相应的发展。因此，加强货币市场与资本市场的联结，是资本市场和货币市场发展的共同要求。

2.2 防止联结中的监管不到位

货币市场与资本市场联结的加强，为金融市场的监管提出了新的课题。一方面，在过去的分业经营分业监管过程中，银行业、证券业的活动领域是相对有限的，银行业与证券业的“边界”是相对清晰的。而在两个市场联结加强的情况下，银行业和证券业的活动范围相对扩大，这对金融监管的外延提出了新的要求。另一方面，在两个市场联系加强的情况下，将会创新一些金融品种和金融服务方式，这就对金融监管的内涵提出了新的要求。因此，在资本市场和货币市场联系加强的情况下，要防止出现监管不到位的情况。

比如，在证券公司的股票承销过程中，常常涉及到对股票发行人的融资问题。在证券公司与银行的合作加强的情况下，商业银行有可能作为贷款人向股票发行人提供贷款。这种由资本市场可能出现的风险就要由商业银行承担。我们就应该要遵守它的规定，使得既可出现，也可除风险。再比如，在对证券公司的股票质押贷款中，如何控制股票价格波动风险所带来的商业银行贷款的信用风险是十分重要的。总的来看，加强监管的实质就是要在货币市场和资本市场联结加强的前提下，加强对两个市场之间的风险传递的监管和控制。因此，在货币市场和资本市场联结加强，银行业与证券业合作日益增多的情况下，加强金融监管，防止出现监管的漏洞，是十分必要的。

2.3 促进联结与监管的措施

当前必须严格加强金融监管，才能够解决在货币市场与资本市场联系加强的新形

需要全本请访问 www.ertongbook.com

势下金融业务发展所提出的新课题。首先，在股票质押贷款方面，要严格按照中国人民银行的有关规定办理，严格融资比例，并且在商业银行内部设立专门的部门进行专门操作。严格防范证券市场的价格波动风险转化为商业银行的信贷风险。其次，在同业拆借方面，要严格拆借期限管理，禁止短拆长用，同时对各个证券公司拆借的总规模进行严格控制，防止无限制的超额拆借。第三，对银证合作中的过桥贷款等业务，应当严格控制过桥贷款与新股发行筹资的比例，同时对贷款期限进行严格限制。

在强化银行、证券金融监管的同时，必须在人民银行与证监会之间建立一种协调机制，防止出现监管的漏洞，加强对金融创新活动的监管。

在搞好金融监管的前提下，还应当进一步采取积极措施促进货币市场与资本市场的联结。首先，应当允许更多的符合条件的证券公司进入银行间债券市场和同业拆借市场进行国债回购交易和拆借，通过货币市场的发展来支持资本市场的发展。其次，应当允许除股票质押融资之外的商业银行对证券公司的信用贷款，按照证券公司不同的信用等级来确定贷款利率，以此促进商业银行进一步搞活信贷，并扩大证券公司的融资渠道。再次，应当允许证券公司发行金融债券进行直接融资。最后，可以有选择地进行商业银行参股证券公司的试点，以此加强商业银行和证券公司在资本上的密切联系。

3 金融业统一效能发挥的条件

从世界金融业的发展趋势看，大致经历了一个合——分——再合的否定之否定的发展过程。从我国金融业的发展历程来看，我国的金融业经过了从单一的银行业到多样化的银行、证券、保险、信托各业共同发展的过程。在目前，分业经营与分业监管是我国金融业发展的主流。随着我国金融业法制的完善、监管水平的提高和金融机构素质的提高，以及加入 WTO 面临的挑战，我国的金融业从目前的分业经营走向统一是发展的趋势。

3.1 两市场统一是发展趋势

货币市场与资本市场的统一是一种发展趋势。从发达的资本主义国家的金融市场的发展过程来看，其货币市场与资本市场的融合是一大发展趋势。随着金融创新的发展，货币市场与资本市场已经难以从定义上对其进行区分，货币市场与资本市场之间的区别已日益模糊。

从我国的实践来看，尽管目前不能放弃分业经营与监管，但也不应该排斥金融创新。美国虽然从 1929 年分业经营分业监管到 1999 年 11 月美国才在国会通过《金融服务业现代化法》，经过 60 多年才实现了分业经营向混业经营的过渡。但其间并未排斥

金融创新，金融机构在寻找出路的过程中，进行了金融制度、金融机构、金融市场、金融产品等一系列的创新。如六十年代中期以后，诸如可变利率存单、共同基金、金融期货合约、金融期权合约、商业票据、可转让提款帐户、投资性保单等金融新产品层出不穷，这些金融产品大多既有较好的流动性，又有较强的证券资产盈利性，导致了传统商业银行业务的明显减少，证券业快速发展，原来以银行金融为主的金融格局变为以资本市场为重心的金融格局。所以，我国目前正在探索的银证通、某些银行试验的个人股票质押贷款，承销业务中的银证合作、债券基金发行的相互代理、银证资金清算的合作都应允许探索。在创新中形成制度，与监管也不矛盾，当然能够先有制度，按制度行事更好，但任何制度办法也是在发展中形成，对此我们应该有超常规的思维，才能有利于资本市场和货币市场的共同发展。

3.2 经过分业与联结探索监管的办法，为统一创造条件

从金融监管的角度看，经过分业监管与联结监管这两种从内涵到外延都不尽相同的两种监管形式的实践，将极大地丰富我国金融监管的经验和手段，为金融市场的统一创造条件。

在分业监管的条件下，银行业、证券业、保险业有各自独特的监管内容和监管方式。在风险控制方面，由于三个行业是相对分离的，因此风险在各个行业中是相对集中的，不存在风险的转移的情况。而在货币市场与资本市场联系的情况下，银行、证券、保险三业的监管除了保持原有的内容外，又加进了新的内涵。特别在金融风险的防范方面，由于金融市场联系的加强，金融业的风险转移的可能性大为提高。因此，在金融市场联系情况下的金融监管的实践，为金融市场统一后的金融监管创造了必要条件。

3.3 统一效能是发挥金融市场功能的最佳选择

金融市场的首要功能就是合理地配置金融资源。在金融市场分割的情况下，金融市场上缺乏统一的价格信号，同时在货币市场与资本市场之间金融资源并不能自由的流动，因而金融资源的配置并未达到优化。而在金融市场统一的情况下，金融市场优化资源配置的功能才能够得以充分发挥出来。

在金融市场统一的情况下，金融机构之间的合作与联系进一步加强，有可能形成跨业经营的金融控股公司。金融控股公司是金融市场统一的重要标志。从金融机构的内部看，在金融市场统一情况下，金融机构的风险控制机制必然会更为完善，金融机构自身的抗风险能力必然会加强，因而从总体上看有利于整个金融市场风险的降低。

所以从上述的资源优化配置和市场风险降低两方面看，统一效能是发挥金融市场功能的最佳选择。

我国分业监管体制下证券业的综合经营策略

田　丹

本文在简析中国证券业面临形势的基础上，拟探讨三个问题：一是金融服务业的综合经营已经成为一种国际潮流，它能使金融机构的竞争力进一步增强；二在我国现行分业经营监管体制下，证券公司拥有以金融创新开展综合经营的空间，加强与商业银行和保险公司的合作，最大限度的增强资金实力，拓展综合经营业务，是应对加入WTO后国际金融机构挑战的重要措施。三是关于推进证券公司拓展综合经营业务的若干政策建议。

当前我国的综合性证券公司集投资银行（Investment Bank）、证券经纪商（Broker）和证券自营商（Dealer）为一体，经历了十余年的艰苦跋涉后，进入了快速拓展扩张时期，在获得前所未有的发展机遇的同时，也面临着国际国内经济发展新格局的严峻挑战。一方面以1999年5.19行情为转折点，中国金融抑制的部分特征开始消退，证券市场进入了一个实质发展阶段，管理当局、实体经济部门、证券业者与投资者各方普遍达成共识，证券市场已经成为市场经济建设中的重要组成部分，在优化资源配置、促进经济持续增长等方面能够发挥不可替代的巨大作用。这种认识投射在金融资源的配置方式上，就是以商业银行信贷间接融资为主开始逐步向直接融资偏移。截至2000年11月底，证券市场规模已达到GDP的50%。在金融机构的行为选择上、监管机构的监管取向上以及宏观政策上，对这种偏移就必然有所表现。具体表现为2000年以来，商业银行、保险公司以及资产管理公司获准在一定条件下开展证券业务，为客户提供更广泛的金融服务。与此同时，中国股市近年来的“资金推动型”特征更为明显，近五年来上市公司的亏损面超过了10%，证券市场融资的可持续发展问题日益严重。由此给证券公司带来了不可忽视的压力和挑战。

另一方面，中国加入世界贸易组织日益临近，包括证券业在内的中国金融服务业的对外开放已经提上议事日程。按照加入WTO协议条款的时间表，我国的证券业在三至五年之后将逐步地与具有上百年历史的国际大型投资银行在同一市场平台上竞争。我国券商除在资本、人才、品牌等微观层面处于劣势外，还存在着金融经营模式

即分业经营的制度性缺陷。在新世纪里，正确认识和积极适应我国分业经营监管的制度安排，在现行法律框架下，探索和拓展综合经营的发展路向，提高对客户的综合服务质量，是证券公司在竞争中把握主动的理性抉择。

1 国际金融服务业的综合经营趋势演进及其竞争优势

1.1 国际金融服务业的综合经营趋势演进

历史地看，西方的金融服务业经过了一个从综合经营到分业经营再到综合经营的发展过程。二十世纪三十年代金融危机之后，英国、美国（以及战后主要受美国影响的日本）为防范金融危机的再度发生与蔓延，着手立法对商业银行的业务活动，尤其是对商业银行从事投资银行业务进行严格限制，构建形成职能分工型的银行体制。在这种体制下，法律对各种金融机构的业务范围进行割断性的具体分工，或专门从事长期金融，或专门从事短期金融，以及专门经营证券的买卖或信托业务。其中最至关重要的是，商业银行必须和证券业在资本构成和业务领域方面彻底分离，商业银行不能从事股票和公司债券的承销交易。

自二十世纪七十年代开始，商业银行大量进入长期抵押贷款市场，从而突破了以往仅限于发放短期贷款的限制；同时商业银行还开发出了许多新的中间业务和表外业务以获取手续费收入。八十年代以来，随着金融自由化的发展，在金融全球化的影响下，储蓄的脱媒和融资的市场化、证券化已经成为两大重要的金融发展趋势。在此影响下，传统的银行业的生存空间日益狭小，而与此相反的是现代投资银行的核心业务之一的资产管理业务获得了迅猛的发展。在此基础上，银行业不断地进行金融创新，从单纯的存贷业务向其他金融服务领域渗透和拓展。从 1986年开始，英国重新允许商业银行进入投资银行领域。加拿大于 1987年取消了银行、证券业务分离制，1991 年认可了银行、信托、保险通过子公司经营信托和保险业务，并允许设立大型复合金融机构。日本在八十年代中期也开始出现一些银行业和证券业综合经营管理的情形。1993年 4 月，日本金融制度改革法出台，银行与证券业综合经营遂成定局，银行间的专业壁垒被打破。虽然 1997年的亚洲金融危机使日本银行业遭到重创，但是日本并未回复原先的管制，而是实行更彻底的金融改革——“东京大爆炸”,全面放松对金融机构业务范围的限制。

在美国，商业银行与投资银行的相互渗透发展得更为迅速。 1986 年 11 月，美国联邦储备银行批准日本住友银行股份有限公司向高德曼．萨克斯投资银行投资 5 亿美元，从而首开了美国战后商业银行涉足投资银行业的先例。 1999 年美国联邦众议院银

行委员会最终通过一项法案，废止了大萧条时期禁止商业银行和投资银行合并的《格拉斯一斯蒂格尔法案》，正式通过《金融服务现代化法案》，这标志着美国金融业从分业经营走向综合经营。法规上的松动为金融机构综合经营扫清了障碍，借助于并购这一有力的武器，金融机构迅速地扩大了自己的业务范围。 1998 年瑞士银行集团和瑞士联合银行的合并，以及 2000 年瑞士联合银行收购美国投资银行佩因韦伯和瑞士信贷第一波士顿收购美国主要投资银行帝杰公司（DLJ），这些并购行动的主要动机在于增强金融集团的资产管理业务的实力。国际主要金融服务集团对资产管理业务的争夺，反映了在储蓄脱媒和融资市场化证券化的全球趋势下，金融服务业内各项业务的融合的情况。二十世纪末期，以现代信息技术为基础的世界经济全球化已成为趋势，金融全球化也日益对经济、金融活动的各个层面产生了深刻的影响。具体而言，提供综合金融服务的全能银行、保险集团和金融公司，不仅为消费者带来极大的便利，也为金融服务公司本身带来前所未有的发展机会和新的利润，因而金融服务业从分业经营走向综合经营有其内在的必然性。

1．2 金融机构综合经营的竞争优势分析

综合经营实际上是从客户和市场的变化中产生的，始于资本市场创新业务。八十年代中期，利率互换、货币互换、金融资产证券化等金融工程产品相继产生，金融产品革新日渐进入活跃阶段，最终导致商业银行和投资银行在创新业务领域内，既相互竞争又相互提供服务。客户和市场需求的变化、业务发展的变化，使金融市场上出现了满足客户需求、满足市场发展及防范风险要求的金融产品。通过对新金融产品的开发利用，使商业银行和投资银行找到了一个既相互竞争又相互弥补的领域。金融市场和资本市场发展的历史证明，如何满足市场的需要和客户的需求，是每一个金融企业在发展过程中必须认真研究的课题。

值得注意的是，欧洲大陆的德国、奥地利和瑞士等国一直奉行全能型银行体制，商业银行可以不受限制地从事各种类型的存款、贷款，以及全面的证券业务。在美国全面否定全能银行的同时，德国的调查则得出截然不同的结论，认为对全能银行导致银行危机的指责缺乏根据。二十世纪七十年代，联邦德国政府组织的专家组对全能银行制度进行了全面的检查，得出的结论是：没有理由对现行的全能银行的综合经营制度进行根本改变，并建议继续发展这一制度。历史和实践充分证明了综合经营的优势集中在以下几个方面：首先，综合经营可为客户提供最佳服务。全能银行具有能为客户提供综合金融服务的特点，客户在一家金融机构就可以享受到最广泛的金融服务，而不必与多家经营内容不同的银行打交道，同时客户还可以利用全能银行提供的各种金融服务来选择最佳的投资机会，这不仅有利于节约时间、减少费用，而且也有利于

增加收益。其次，综合经营可使银企关系更为密切。全能银行通过全面的金融服务，使客户与银行之间更加相互了解，加强了双方的联系，有利于巩固银行与客户之间的合作关系。再次，综合经营有助于促进储蓄与投资的转化。全能银行能够通过其众多的分支机构为广大的客户提供多种形式的储蓄机会，特别是为其提供可作为投资的各种证券，从而使自身更好地充当储蓄与投资者的中介人。最后，综合经营具有“内在稳定”的特征，有利于降低金融风险。由于全能银行的业务多样化，银行的一部分经营亏损可由其他部分经营活动的盈利来补偿，这就可以降低银行风险，使银行经营更加稳健，有利于整个银行体系保持稳定。全能银行不仅可以利用内部补偿机制来稳定银行的利润收入，而且还可以通过这一机制增加向客户提供最客观的可行性建议的机会。

2 我国现行分业经营和监管法律框架下的综合经营空间

我国明确提出分业经营是在 1993 年底，在此之前，由于实行了混业经营银行体制，一个法人银行体内同时存在银行、证券、信托和实业，外部监管乏力，加之内控不严，使金融秩序出现了一定程度的紊乱。 1993 年底，国务院发布了《关于金融体制改革的决定》，提出“对保险业、证券业、信托业和银行业实行分业经营。”1995 年通过颁布实施《中华人民共和国商业银行法》，完成了关于分业经营与分业监管的法律界定。我国在总结历史和国际经验基础上实行分业经营，其重大意义在于防范风险，构建中国商业银行的安全网，保证经济的平稳运行，确保国家经济安全的根本利益。尽管随着加入 WTO 的日益临近，国内金融界关于综合经营的讨论和呼声日益高涨，但出于对金融风险的控制考虑，金融监管当局对于金融经营模式的态度是相当明确的，即“分业经营的原则不会变，也不应该变”。

目前分业经营、分业监管的法律法规的框架中，分隔银行、证券、保险的禁止性规定主要集中于相互的投资持股以及对商业银行进行股票承销和经纪业务上，证券公司开展的部分业务如吸收股民代购证券款、保证金帐户汇款、代客理财、为上市公司预支新股款具有存、贷、汇银行业务性质，对于证券机构而言加强金融创新，加深证券业与银行、保险业的合作具有广阔的业务发展空间。

事实上，自 1999 年以来，国内金融监管当局就开始允许证券公司有限地进入货币市场，促进证券业与银行业和保险业之间的合作。 1999 年 10 月，中国人民银行发布条例，允许证券公司进入银行间债券市场和同业拆借市场进行融资业务。同时，允许保险基金进入证券市场，进行投资基金类证券的投资业务。 2000 年以来又提高了保险基金投资于证券投资基金的比率。2000 年 2 月，中国人民银行开始允许商业银行向证

需要全本请访问 www.ertongbook.com

券公司提供股票质押贷款。这一系列的举措表明，我国的金融监管当局改变了过去严格分割货币市场和资本市场的做法，加强了货币市场与资本市场的联系，允许银行、证券、保险等金融机构的业务向多样化方向发展，银行、证券、保险的合作领域相当广泛。

如在开放式基金的运作方面，银行、证券、保险就有着很大的合作空间。发展机构投资者是我国证券市场进一步发展的重要任务。而开放式基金的试验并不能依靠证券公司或者基金管理公司一方的投资管理工作就能成功。这当中需要银行在销售、赎回和资金清算方面的支持，也需要保险公司在保险基金运用方面的支持。又比如，在股票承销中，银行与证券在过桥贷款方面就可以进行合作；又如在企业债券、公司债的发行方面，银行与证券的合作同样具有一定的发展前景。发行债券与银行贷款对于企业而言都是债务融资方式。对于我国急待发展的企业债券市场而言，单纯依靠证券公司一方是不够的，证券与银行在发债企业的资信、债券的分销等方面事实上有着广泛的合作空间；再比如，现阶段我国实行的分业经营、分业监管仅限于境内业务，而并没有对在境外从事综合经营加以限制，因此，我国金融机构在境外发展综合经营具有一定的可操作性。

从国际上来看，银行业与证券业的合作还包括股权方面。从资本实力上讲，商业银行的资本实力要远大于投资银行。因而，投资银行往往通过股权方面的合作，来寻求商业银行在资本上的支持，以增强投资银行在风险防范方面的实力。从资本实力上看，如果说我国的商业银行在世界前 1000 家大银行中还榜上有名的话，那么我国的证券公司的资本规模就相形见拙，我国所有证券公司的资本金规模总和尚不及美国美林证券一家的资本金规模。因此，证券业与银行业的合作，应当拓展到股权方面。

通过银行、证券、保险三方的深入的全面的合作，三方组成某种形式的战略联盟，可以实现客户的资源共享，可以为客户提供低成本的高效率的服务，从而提高我国金融业的服务效率，为入关后同外资金融机构的竞争奠定一定的基础。更重要的是通过三方的合作，将为监管机构在事实上的综合经营条件下的监管提供有益的经验，为今后从分业经营监管向综合经营监管奠定基础。目前，上海已经建立了“分业经营管理、有效合作”的新的监管模式。这对于金融业三方在加强合作情况下的金融监管将是有效的一种模式。

3 在我国进一步推进综合经营的政策建议

尽管我国监管当局根据现实国情作出了分业经营的制度安排，这是在我国目前金融格局下权衡金融风险和金融效率的理性选择。需要指出的是，现行金融分业经营制

度不利于金融行业国际竞争力提高及传统金融企业向现代金融企业的转变，对证券、保险的严格限制，融资与投资渠道的缺乏及业务品种的传统单调，只会加剧同业之间的恶性竞争，而且使证券、保险行业素质及竞争力急剧下降；分业经营制度抑制了市场资金供给来源，不利于证券市场的可持续发展；由于银行参与证券、保险业务被限制，一些具有转移风险及套期保值功能的金融产品和金融工具无法在市场立足，各类金融机构的业务创新活力和制度创新精神被压抑，不利于金融创新。

因此，为了顺应当今世界放松金融管制、鼓励金融创新的趋势，增强我国金融机构在加入 WTO 后在金融市场上的竞争力，一方面证券公司自身应该做好各方面的准备。包括：通过上市、重组和收购兼并，扩大资本规模；加强人才培训，提高人才素质；改进和完善运营机制、组织体系、内控机制；提高科技运用和装备水平；借鉴国际经验，选择海外投资银行合资合作等。另一方面，监管当局应与我国的金融监管能力和市场现状相适应，着手为综合经营创造和完善制度基础，规划、设计中期目标和过渡方案，稳步推进综合经营试点和发展。

3．1 努力构建金融机构综合经营的市场基础。

深化产权制度改革，推进国有企业改革、转制，全面提高企业素质，并通过产业政策引导和资本市场发展，推动国有企业的股份制改组上市及兼并、收购，实现行业资源的优化配置，使之成为真正自我约束、自我发展的市场主体。

3．2 逐步建立市场导向、富有弹性的监管机制。

面对国际竞争和综合经营的大趋势，我国的金融监管不仅要起到查缺补漏的“防火墙”作用，更应力促中国市场经济体制的建立和完善。要尽力帮助市场解开制度束缚的枷锁和扭曲的体制，给市场创新提供充分发展的空间，坚持以市场为导向，对阻碍市场机制生效的症结进行重点突破，真正建立起市场化、富有弹性的监管机制。

3．3 积极试点、稳妥推进综合经营。

从西方主要国家发展全能银行的实践来看，基本采取的是渐进式的放松经营限制和试点推广综合经营模式的办法。因此，我国在变革分业经营制度，对业务经营范围和监管的法规进行大的调整之前，应当选择一些规模适中、经营稳健、机制灵活、富有经验的金融机构进行试点，通过对综合经营的积极尝试，为推进我国的全能化、综合化发展积累经验。

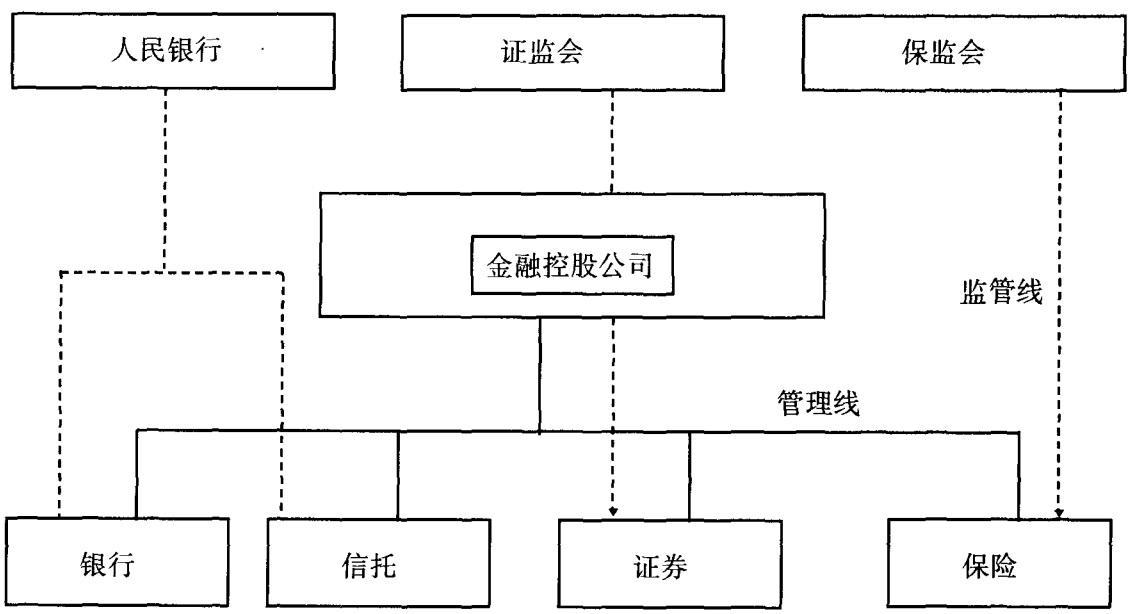
在试点的具体内容上可选择机构联合和业务渗透为突破口。首先，在机构联合方面，允许股份制商业银行与证券、保险机构间相互投资参股，以达到增加收入来源，分散风险的目的。试点银行在保证资本充足率达 8% 的前提下，以不超过资本金 20%

的比例参股经纪类证券公司，进而投资于综合类证券公司和保险公司。

具体策略上，考虑建立以金融控股公司为代表的综合经营型的金融机构组织结构。

金融控股公司，从总体上来看，是一种金融集团。在这种经营模式下，控股公司在性质上属非金融机构，并不经营各类金融业务，仅以投资人身份对银行、证券及保险等金融业务专业公司进行资产管理，行使出资者权利。银行、证券、保险等专业公司作为独立法人公司，独立进行公司的运作和经营，并分别由人民银行、证监会和保监会负责进行行业监管。

这种模式在纵向上完全符合国家《商业银行法》、《保险法》和《证券法》的有关要求，保险、证券、银行等专业业务不仅分别有对口的部门监管，而且可以有控股公司的内部监督和控制，使整家公司处于双重监管的严密体系下。在横向上，各专业公司在同一控股公司品牌下，提供通过一个账户、在一把“大雨伞”下得到从信用卡、保险、外汇、基金、债券、股票到汽车和房屋贷款等在内的全部金融服务。减少金融业中间环节，节省大量时间、降低成本、提高效率，这对消费者和金融服务公司本身的好处都不言而喻。通过集团控股公司的统一管理，可以拓宽金融服务业务，提高投资效率，加强风险防范能力。



金融控股公司示意图

3．4 注重证券业向综合经营过渡的风险及其防范

从监管体制上看，与分业经营相适应的是分业监管，与综合经营相对应的应是统一监管。“综合经营、分业监管”的体制实际上处于一种过渡的阶段。在金融服务业

从分业经营向综合经营过渡的时期，由于业务混合的发展要先于业务监管的发展，造成金融监管的滞后，容易在某些领域形成监管空白，引发金融风险。如在金融控股公司形式下，金融机构的资本充足率的问题；金融机构的设立是否合法的问题；在综合经营条件下，金融机构的内部风险控制机制的建立问题；金融控股公司内部不同业务之间的“防火墙”的设置问题；以及金融机构之间相互投资的问题等。从西方发达国家的综合经营实践来看，其金融风险的控制无不依赖于完善的监管制度。在这一点上，应当借鉴发达国家特别是长期实行综合经营制度的德国的监管经验，完善我国的过渡阶段的监管体制，为今后实行综合经营打下良好的基础。

3. 5 加快对金融产品创新和运营的审批，为证券公司创造良好的政策环境，在条件具备时，允许证券公司向其客户提供一定的融资服务，通过政策的调整，使各市场主体处在公平竞争的位置，促使证券公司对其客户提供全面的优质服务。

2000－2001 年宏观经济分析

“宏观经济分析”课题组

由于扩大内需的宏观政策推动及国际经济环境的好转，在出口和投资的大幅增长的带动下，2000 年我国经济增长有所回升，GDP 增长率达到 8%；物价止跌回升，通货紧缩基本消除。但经济运行中仍存在着一些问题。如经济回升的基础十分脆弱，经济增长的内在动力仍然不足；就业问题较为严重；货币政策传导机制仍不顺畅，货币政策有效性仍有待进一步提高；积极财政政策带动民间投资的效应不堪明显；导致物价下跌和物价上涨的因素同时存在等。展望 2001 年，在继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策的情况下，尽管国际经济环境存在着一些不确定因素，我国的宏观经济还将保持一个平稳运行的态势，经济增长速度将保持在 8%左右。

1 2000 年宏观经济运行概况

1.1 经济增长加快，经济运行质量提高

据国家统计局初步统计，2000 年国内生产总值为 8.9 万亿元，比上年增长 8%，增长速度比上年加快 0.9个百分点。从季度走势看，2000 年前三个季度国内生产总值各季增长率分别为 8.1%、8.3%和 8.2%，明显高于上年同期水平，且季度间发展较为均衡。国民经济基本步入平稳增长阶段，增长速度基本接近潜在增长率。从产业构成看，农业受旱灾和产业结构调整等因素的影响，夏粮和秋粮减产，预计全年粮食减产幅度约为 6%至 8%。工业生产继续保持快速增长的势头，1－11 月累计完成工业增加值 21327 亿元，增长 11.5%，增幅高于去年同期 2.5 百分点。第三产业，尤其是通讯、房地产、旅游、餐饮等行业，增速加快。

以盈亏为标志的经济效益的高低，是经济运行质量好坏的重要表现。2000 年工业生产与流通稳步发展，经济运行质量和效益明显提高。1－11 月累计，工业产品产销率为 99.27%，比去年同期提高 0.66 个百分点；工业企业实现利润 3714 亿元，同比增长 92%，其中国有及国有控股企业实现利润 2083 亿元，同比增长 1.4 倍；14 个主要行业中

有 12 个整体扭亏和继续增盈，1997 年底亏损的 6599 户大中型企业已减少了 4098 户，工业亏损企业亏损额下降 16.3%，国企三年脱困的目标基本实现。在扭亏的同时，经济结构调整使一大批生产能力落后的企业被淘汰，一些传统产业工艺落后状况有所改善，技术水平得到提高，特别是高新技术产业正在加速崛起，一些新的经济增长点正在形成。此外，企业组织结构也得以调整重组，新组建的一批实力雄厚、竞争力强的大集团可望成为国民经济的支柱和参与国际竞争的主要力量。

1.2 需求回升，通货紧缩基本消除

2000 年国内需求和国外需求全面回升。主要表现在：

1、固定资产投资明显回升。1－11 月累计，固定资产投资(不含集体和个人投资)完成 18191 亿元，同比增长 11.7%，增速加快 4.9 个百分点。其中，基本建设投资增长 8%，同比提高 2.4 个百分点 更新改造投资投资增长 17.2%，同比提高 16.2 个百分点；房地产投资增长 24.1%，同比提高 6.2 个百分点。

2、消费市场稳中趋活，1－11 月累计，社会消费品零售额达到 30473 亿元，同比增长 9.8%，增速加快 3.1 个百分点。

3、进出口贸易增势迅猛，贸易总额突破 4000 亿美元。1－11 月累计，进出口贸易总额达到 4309 亿美元，同比增长 33.4%，增速加快 20.3 个百分点。其中，出口增长 30.1%，加快 23.5 个百分点 进口增长 37.4%，加快 16.5 个百分点；贸易顺差达 235 亿美元。11 月末外汇储备达到 1639 亿美元，比去年增加 92 亿美元。人民币对美元的汇率基本保持在一美元兑 8.27 元人民币的水平。

需求的回升使供求总量渐趋平衡，物价止跌回升且升中趋稳。 1－11 月累计，居民消费物价同比上升 0.2%，从月环比来看，居民消费物价自 7 月份以来已连续几个月保持正增长。下半年后物价增长率基本在零附近波动，渐趋稳定。通货紧缩问题基本消除。

1.3 财政金融运行平稳

2000 年扩大内需的宏观政策基本到位。财政政策和货币政策是扩大内需的主要宏观经济政策。在宏观政策的运用上，通过总结近几年扩大内需的经验，不断完善扩大内需的政策调控体系。从主要着眼于政府向基础项目直接投资，到同时重视技改贴息；从主要着眼于扩大投资，到投资与消费并重；在扩大国内需求的同时，注意了努力扩大出口；在努力增加有效需求的同时，注意了调整和优化供给的政策，加快了国有经济战略性重组的步伐，加大了对中小企业、民营经济的支持力度，加强了对教育等第三产业的支持力度。这些政策一方面有效地支持了投资、消费和出口的增长，另一方面缓解了部

需要全本请访问 www.ertongbook.com