

“金融创新”监管抑制的市场表现及其法律改进

郑 彧

摘 要：“金融抑制”往往是发展中国家在赶超发达国家过程中所采用的金融政策和金融战略。过往 40 余年改革开放的过程中，我国在集中力量办大事的跨越式发展中同样呈现出金融抑制的特点，其在监管方面的表现就是金融创新的需求以强监管的方式被人为压制，进而呈现出以政府为主导的强制性变迁路径特点，金融创新总体上呈现数量型而非质量型的增长。由于金融创新需求本身强大的内生动力，以表内资产转出、混业经营、通道业务等为目的的所谓金融创新又层出不穷，并由此不断挑战金融监管的界限与尺度。在此背景下，既不能把金融创新的效果予以神化，也不要把金融创新的后果予以妖魔化。对于金融创新的监管必须在尊重市场、尊重规律的前提下回归到信用风险控制为本质的适度监管，金融创新的监管不是如何创设更多的监管，而是需要更好的法律应对方法。

关键词：金融创新；监管抑制；监管中性；法律应对

〔中图分类号〕D912.28 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180 (2023) 06-0069-17

引言

“金融抑制理论”（financial repression theory）认为，发展中国家为了实现特定时期的既定经济发展目标，在经济发展的过程中往往会主动地、有意识地全方位介入金融市场，通过人为的干预造成金融市场在利率、汇率等方面交易价格的不正常扭曲。尽管如此，以利率管制为主的金融抑制政策几乎是 20 世纪 80 年代之前所有执行赶超战略的国家所共同采取的金融政策和金融战略。^{〔1〕}很显然，在赶超发达国家的背景下，我国金融市场过去 40 余年的发展同样呈现出金融管制背景下“金融抑制”的特点。在明显的利率管制之外，金融市场的发展和金融行为的活动还往往伴随着汇率管制、信贷配额、直接融资限制、市场准入许可、分业经营等限制措施。对于“金

〔作者简介〕郑彧，法学博士，华东政法大学国际金融法律学院教授。

〔基金项目〕国家社会科学基金项目“兼顾公司法与证券法特点的上市公司董事法律责任研究”（项目批准号：22BFX093）。

〔1〕〔美〕R.I. 麦金农：《经济发展中的货币与资本》，卢骢译，上海三联书店 1988 年版，第 45-48 页；〔美〕爱德华·肖：《经济发展中的金融深化》，邵伏军等译，上海三联书店 1988 年版，第 85-94 页；王曙光：《金融自由化与经济发展》，北京大学出版社 2003 年版，第 58 页。

融抑制”所引发的问题及原因，我国经济学界已多有研究成果，但对于引起“金融抑制”背后的监管及法律问题却鲜有系统的研究成果。^{〔2〕}故此，本文希望以我国金融产品创新的进程以及在此进程中金融监管的特点为研究对象，对“金融创新抑制”在我国金融监管中的表现形式和负面影响进行研究，并就如何通过法律的应对和改革以扭转金融监管对于“金融创新”的抑制提出相关的建议。

一、“金融创新”监管抑制的制度表征：政府主导下的强制性变迁路径

相对于以市场自发倡导、组织和实行的诱致性变迁路径而言，强制性制度变迁是指由政府命令或法律引入和实行现行制度的变更或替代。诱致性制度变迁只有在原有制度安排下已经使得市场主体无法得到获利机会时才会发生，而强制性制度变迁则不管市场主体的意志如何，其只是依据政府的意志、命令而随时可能得以强制发生。^{〔3〕}

在此命题下，如果回溯我国改革开放以来的金融发展史，不难看出金融市场这种政府推动的强制性变迁路径特点。首先在金融主体上，先是通过中国人民银行分离出“工农中建”四大国有银行，后又逐步发起设立了地方股份制商业银行和城镇农商行，成立了专业的证券公司、信托公司、期货公司、基金管理公司、保险公司、小额信贷公司，并形成了“银行、证券、保险、信托”分业经营、分业监管的金融格局；其次在金融产品上，除了原来传统的存款、国债外，新发展出了商业贷款、结构化存款、股票、债券^{〔4〕}、基金、银行理财产品、信托产品、资管产品、保险产品（包括投连险、分红险、万能险等）、互联网金融等投资性产品；最后在金融市场上，我国有了沪深两地证券交易所、银行间债券市场、期货交易所、票据交易所、外汇交易中心、保险交易所、全国中小企业股份转让系统（新三板）、地方金融产品交易所、柜台交易，初步形成了多元化、有层次的金融市场体系。就整体而言，在过往改革开放的40余年间，许多域外金融产品和金融制度被介绍引入中国，中国金融市场呈现出从无到有、从旧到新的发展态势，既呈现出银行、证券、保险、信托分业经营的格局，又有银信合作、银证合作、通道业务、资产证券化、同业业务、影子银行、互联网金融、金融控股等形式的金融创新。一方面，这些金融创新带动了中国经济体制改革过程中资金的融通效率，起到促进经济增长的“催化剂”作用；但另一方面，在普遍肯定“以

〔2〕 在中国知网（CNKI）中以“金融抑制”作为初始检索主题词，然后用“法律”作为关键词过滤检索结果后，只能得到两篇直接以“金融抑制”为题的公开发表论文，分别是复旦大学法学院白江教授的《金融抑制、金融法治和经济增长》和上海交通大学凯原法学院黄韬副教授的《“金融抑制”的法律镜像及其变革——中国金融市场现实问题的制度思考》。此外，武汉大学法学院冯果教授、袁康博士在《走向金融深化与金融包容：全面深化改革背景下金融法的使命自觉与制度回应》和北京大学法学院郭雳教授在《中国式影子银行的风险溯源与监管创新》的相关论文中也有部分内容涉及“金融抑制”对于中国金融市场的负面影响。但总体而言，有关“金融抑制”如何在我国的金融监管制度中得以体现，以及如何通过法律改善金融监管体制对于“金融创新抑制”则并无公开的研究成果。

〔3〕 林毅夫：《关于制度变迁的经济学理论：诱致性变迁与强制性变迁》，载陈昕主编：《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》，上海人民出版社2004年版，第384页。

〔4〕 基于债券市场监管的割裂，此处的债券包括了发改委负责的企业债（现已移交给中国证监会负责监管），中国证监会负责的公司债（包括可转债、可分离交易可转债、可交换债），原中国银监会领导下的银行间债券市场（包括中央债券登记结算有限责任公司与上海清算所）负责的金融债、中期票据、资产支持票据、短期融资券、超短期融资券等所谓的债务融资工具产品。

‘破’为‘立’”的改革开放大背景下，这些金融创新在实现信用工具作用的同时，又明显地呈现出市场参与主体为了自身利益而盲目从事监管套利以规避监管的不良意图，金融作为工具的边界与尺度不断遇到“合理”与“不合理”的挑战。

为此，我国的金融监管也跟金融产品一样呈现出从无到有、从管制到监管的转变，经历着从“统一监管、单一监管”向“分散监管、多元监管”转变的历史。在过去 40 年间，大体以 1995 年的《中华人民共和国商业银行法》和《中华人民共和国保险法》、1998 年的《中华人民共和国证券法》、2001 年的《中华人民共和国信托法》（这四部法律以下分别用《商业银行法》《保险法》《证券法》《信托法》简称）为标志，我国金融监管进入“分业经营、分业监管”的监管架构。在此监管架构下，无论是早先作为间接融资监管机构的中国银监会还是作为直接融资监管机构的中国证监会，包括负责宏观审慎监管和金融稳定的央行以及负责投保人利益保护的中国保监会，我国的金融监管机构在事实上承接了原有计划经济时代下的“强政府”态势，整体的金融监管呈现出“政府主导”的强制性变迁路径，其特征就是无论从原先的“一行三会”到之前的“一行两会”还是到现在的“一行一局一会”，我国金融监管机构主要还是采取以“行政审批”为主的监管方式进行金融监管，特别是在“规范发展”的愿景下聚焦于金融产品的准入许可和指标监管。一方面，在“规范发展”的思路之下，传统金融监管部门对于金融产品创新的行政干预力量依然强大，监管部门对于各个层面的金融产品创新态度谨慎，“合法”的金融产品创新依然主要处于政府主导模式，金融产品的创新受到监管力量的强约束，这使得金融产品的创新主要体现为数量型增长而非质量型增长，且所谓的金融产品创新同质化严重，就此呈现出“创新不足”与“监管过度”的缺陷。另一方面，基于金融产品创新需求本身强大的内生动力，在“强监管”的背景下，以“表内资产转出”“混业经营”“通道业务”“同业业务”等以规避监管为目的的所谓金融创新产品（如“结构性理财产品”“银证通”“银信通”等）层出不穷，而这些金融产品的“创新”也仅基于对于底层资产融资的诉求，并非真正意义上寻求金融风险的转移与隔离。事实证明，这些一度风风光光的“金融创新”最终大都以受到监管机构“事后追加紧箍咒”的强监管而惨淡收局，这些金融创新并未在金融监管层面得到充分认可与保障，由此呈现出我国对于金融产品“创新过度”与“监管不足”的问题。

二、“金融创新”监管抑制的结构失衡：“大政府、小市场”的监管格局

（一）重“机构”轻“功能”的监管模式

从境外成熟金融市场的发展规律来看，适应金融结构调整的金融监管模式往往能够有效控制金融风险，避免金融危机爆发，而不适应金融结构调整的金融监管模式却难以有效控制金融风险，甚至有可能引发金融危机。^{〔5〕}因此，对于金融监管模式的选择往往代表着对于金融监管有效性和金融监管自身不足的调整与改进。在我国，原“一行三会”（包括 2018 年改革后的“一行两会”）是一种

〔5〕 巴曙松、沈长征：《从金融结构角度探讨金融监管体制改革》，载《当代财经》2016 年第 9 期，第 43 页。

典型的“机构监管”理念下的监管架构安排，其典型特点是以金融机构的类型作为划分监管权限的依据，监管者权力行使的指向主要不是针对金融机构的某项业务或某种产品，而是金融机构本身。⁽⁶⁾ 机构监管产生的背景在于早期金融市场的“单一业务市场”。它的优势在于在分业经营的时代，不同行业性质的金融机构之间有着严格的业务隔离，银行、证券和保险机构只能从事各自特定性质的业务，机构监管可以按照行业范围一一对应地行使对银行、证券和保险这类单一专业性很强的业务的监管职能。这种模式在分业监管条件下具有一定的合理性⁽⁷⁾，但在金融创新的驱动下，金融机构提供的金融产品与服务的范围在持续的金融创新过程中实际上是不不断变化的，金融机构与金融市场的边界也在不断发生变化，金融机构的业务范围和风险已经跨越了原有的传统的行业范围和领域，传统的机构监管者不断面临严重的监管重叠与监管真空共存的尴尬局面。⁽⁸⁾ 在我国金融机构业务范围不断拓展的背景下，出现了以监管套利为主要目的的金融创新，并且在金融创新的过程出现了监管重叠与监管真空并存的问题⁽⁹⁾，单纯的机构监管架构往往形成“监管争夺”与“监管推诿”的尴尬局面，容易引起监管部门间的摩擦和纠纷，降低行政管理整体效能，越来越不适应金融业务发展的需要。⁽¹⁰⁾

此外，在机构监管的总体框架下，由于金融监管是按照行业而非产品进行真正的功能监管，因此在我国金融机构多“脱胎”于其所对应的监管机构⁽¹¹⁾ 以及国有资本在金融机构中起主导作用的历史背景下，我国金融监管机构与监管对象的关系更类似于“父”与“子”的关系，监管机构既出于“行业健康发展”的原因而对监管对象严加管控，又在监管“父爱主义”的庇护下试图用尽各种方式扶持监管对象“做大做强”。因为在某种意义上，监管对象业务规模和业务品种的扩大会增加监管对象所处市场的行业规模，这反过来会有形或无形地帮助监管机构扩大自身实际的监管半径。在“父爱主义”的庇护下，机构监管框架下“画地为牢”的监管格局使得原有的“一行三会”分别作为不同行业的监管者难免出现倾向于自己“跑马圈地”的监管竞争。这使得各监管机构为了自身监管的利益以扶持自己所监管对象在相关行业的发展，往往在采取监管措施时对待同一性质的产品采取不同的监管态度和监管政策，这反过来加剧了市场的割裂和产品的割裂，助长了市场主体在不同市场之间、不同金融行业之间进行监管套利的动机与可能。

（二）重“准入”轻“过程”的监管习惯

金融危机产生的原因错综复杂，金融监管的复杂性和专业性毋庸置疑。原本从各国的金融监管实践来看，监管要求构成对组织“经营许可”（license to operate）的一个必然组成部分⁽¹²⁾，

（6）Roberta S. Karmel, *Functional Regulation*, 501 Practising Law Institute/Corp. 9, 1985. 转引自黄韬：《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心》，载《法学》2011年第7期，第109页。

（7）吴云、史岩：《监管割据与审慎不足：中国金融监管体制的问题与改革》，载《经济问题》2016年第5期，第30页。

（8）王兆星：《机构监管与功能监管的变革》，载《中国金融》2015年第3期，第14-17页。

（9）冯果、田春雷：《从美国金融改革实践看我国金融无缝隙监管体制的构建》，载《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2009年第6期，第751-752页。

（10）王兆星：《机构监管与功能监管的变革》，载《中国金融》2015年第3期，第16页。

（11）最典型的“工农中建”这四大有商业银行与央行的关系和“中国人保”“中国财保”与中国保监会之间的关系。

（12）Neil Gunningham, Robert A. Kagan & Dorothy Thornton, *Shades of Green: Business, Regulation and Environment*, Stanford University Press, 2003, p. 41-75.

这种经营许可无疑都是以市场准入为起点，金融监管“始终存在法律或监管权力是否允许某个市场主体、某项金融业务或者某种金融产品或服务进入金融市场的问题”^{〔13〕}。在我国，虽然依据《中华人民共和国行政许可法》第12条，只有特定事项才被允许以行政许可的方式实现政府对经济、公共事务的管理^{〔14〕}，但问题在于，基于对金融安全的考虑，在面对金融监管的复杂性和重要性时，我国的金融监管实践往往还是出现不仅行政许可清单上的事项需要金融监管机构的核准，行政许可清单以外的事项也非完全按照“法无明文规定即可行”的方式予以放行。在金融创新的监管问题上，如果没有金融监管机构的“准入许可”，正规的持牌金融机构在既有的“合规性”和“守法性”要求下其实并无动力进行“规定动作”之外的“自选动作”，这使得原本应该归属于金融市场主体的剩余权利却被金融监管权力所掌控，特别是“当遇到法律没有禁止，也没有允许的情况下，金融机构并不能认为就是当事人具备可以自由选择的权利，而是要通过行政系统打报告‘请示上级主管部门’批准”。^{〔15〕}在缺乏竞争和效率意识的情况下，金融监管在事实上呈现出准入审批的门槛和条件较高，审批机关并不是基于市场竞争及市场效率考虑市场主体的准入申请，反倒更多是从市场容量、保护垄断性权力和“金融安全”角度考虑对新的金融产品进行实质性的主观判断审批。^{〔16〕}这种较为严格的事前监管措施不利于金融业务的发展，反倒可能成为一种保护垄断、保护落后的措施。^{〔17〕}

在“准入监管”的方式下，为了应对金融市场不断变化的新形势和新环境，金融监管机构始终纠结于金融监管准入规则的更新迭代之中，大量的监管精力耗费在以设定市场准入和业务标准为目的的监管规则的制定之中，监管的主要工作不断陷入“起草—改动—再起草”的循环之中，立法工作占用了大量的监管资源。同时，在美其名曰“紧跟市场创新步伐”中，监管规范的立、改、废日趋频繁，监管规范的体系越来越过于复杂与庞杂，不利于监管对象直接、明了地理解和执行监管规则，并由此反过来增加了监管进行所谓“窗口指导”或设置“窗口条件”所带来的准入条件的不确定性。另外，由于希望通过准入的方式为市场的净化进行所谓的“条件过滤”，因此在准入的条件上过于强调准入条件的精细化，这导致在行政许可过程中监管规范弹性不足，监管对象开展业务、产品或服务的创新自主权和灵活度非常有限，无法树立起对市场主体进行有效金融创新的正向激励机制。

〔13〕 全先银：《金融监管负面清单：涵义、内容与建立路径》，载《金融评论》2014年第4期，第50页。

〔14〕 《中华人民共和国行政许可法》第12条规定：“下列事项可以设定行政许可：（一）直接涉及国家安全、公共安全、经济宏观调控、生态环境保护以及直接关系人身健康、生命财产安全等特定活动，需要按照法定条件予以批准的事项；（二）有限自然资源开发利用、公共资源配置以及直接关系公共利益的特定行业的市场准入等，需要赋予特定权利的事项；（三）提供公众服务并且直接关系公共利益的职业、行业，需要确定具备特殊信誉、特殊条件或者特殊技能等资格、资质的事项；（四）直接关系公共安全、人身健康、生命财产安全的重要设备、设施、产品、物品，需要按照技术标准、技术规范，通过检验、检测、检疫等方式进行审定的事项；（五）企业或者其他组织的设立等，需要确定主体资格的事项；（六）法律、行政法规规定可以设定行政许可的其他事项。”

〔15〕 吴志攀：《金融全球化与中国金融法》，广州出版社2000年版，第210页。

〔16〕 陆岷峰、李蔚：《关于金融准入及金融牌照审批体制改革研究》，载《西南金融》2018年第6期，第4页。

〔17〕 张萌萌、叶耀明：《金融监管进程及其关联性判断》，载《改革》2017年第2期，第58页。

（三）重“形式”轻“实质”的监管方式

基于金融活动的复杂性，为了确保控制金融市场的风险，减少基于盲目创新带来的风险，传统的金融监管往往采用“基于规则的监管”（rule-based regulation，下称规则监管）来要求监管对象应严格依据监管机构所发布的具体、书面的规则开展业务活动，通过业务全流程的“合规性”（compliance）来避免监管机构在制定监管规则时已经预见或希望避免的风险。规则监管的最大特点是其“标准化”和“可预期性”，尽可能减少监管的主观因素影响，减少监管寻租等道德风险，有利于形成被监管者完成合规义务后的合理预期。^{〔18〕}因此，在规则监管中，往往是以明确清晰的标准来描述监管对象应该完成的“规定动作”或者应该履行的行为的过程，来保证最大程度的行为合规性。^{〔19〕}由此，规则监管要求监管机构应向监管对象公开发布详细明晰的监管规则，指明哪些是“可以”（dos）哪些是“不可以”（don'ts）的行为范围，并且只能用这些行为规则作为事后处罚的依据。^{〔20〕}在这种模式下，规则可以简单也可以非常复杂，但总归是规则在整个监管体系中起到绝对主导作用，成为监管机构对金融对象进行监管和处罚的法源依据。规则监管的问题在于其在具有简单明了的优点的同时，越来越多的监管规则使得监管体系变得极其庞杂，这使得原本规则监管的目的在于防范可能出现的违规行为，但却因为规则监管往往“重法律形式、轻交易实质”，由此在过于依赖详细监管规则的惯性下，监管实际上对于市场所出现的真正的不当行为反应滞后，缺乏前瞻性^{〔21〕}，从而产生监管“疲于应付市场失灵所产生的表面现象，而忽视了问题的根源”^{〔22〕}的负外部性效果。

在政府主导的强制性变迁路径下，由于政府承担了培育和监管金融市场的多重功能，如同大多数与经济有关的立法一样，我们在金融监管上也都遵循“急用先立”的原则。在“有总比没有强”的想法下，我们也为处于新兴发展的金融市场推出了诸多规则。但问题在于，任何监管制度与监管思维都存在惰性与惯性，监管者可能局限于遵循原先安逸的监管局面，而忽视在长期稳定的监管政策下市场投机者的投机与规避行为，从而使得这些监管规则不能及时反映市场需求变化的问题十分突出；法定意义上监管条件的条条框框在现实监管中可能都转变为监管机构在行使监管过程中对监管对象的书面材料考核，监管在实践中被异化成流于纸面的、材料化的监管，监管只重形式不重效果。这种规则监管的后果会导致金融机构在日常业务中只局限于自我满足于符合

〔18〕 曹建华、高泽湖：《从规则到原则——FSA 监管方法改革及对我国银行业监管的启示》，载《中国金融》2007 年第 13 期，第 52 页。

〔19〕 Vincent Di Lorenzo, *Principles-Based Regulation and Legislative Congruence*, 15 New York University Journal of Legislation & Public Policy 45, 89 (2012).

〔20〕 John Pearson Allen, *Rules-or Principles-Based Regulation? Factors for Choosing the Best Language Strategy*, 56 Canadian Business Law Journal 375 (2015).

〔21〕 方添智：《规则导向与原则导向：当代金融监管模式的缺陷与解决对策》，载《甘肃政法学院学报》2011 年第 1 期，第 99-100 页。

〔22〕 [美] 约翰·沃什：《以制度为基础的金融监管方法：第三种金融监管模式》，载漆多俊主编：《经济法论丛》（第 17 卷），中国方正出版社 2009 年版，第 282 页。

监管机构纸面上的规则要求，不会在意这些监管规则背后的逻辑、本质和要求。监管过程中对于监管对象的合规性评价往往重形式合规，轻实质合规，导致所谓的合规要求往往流于纸面的合规。⁽²³⁾因此，在金融创新过程中出现了各种各样“形式合规”但“实质违规”的现象，这样的创新反过来又会再促使金融监管机构制定或出台新的监管政策以对所谓的“创新”进行对应规制。如此反复，不仅无法推动实质监管的落实，反而会因为监管政策自身的“反复多变”性而无法推动形成一个具有良好预期互动与信息沟通的监管体系，不足以构成良性的监管制度。

三、“金融创新”监管抑制的市场镜像：国家信用的“隐性担保”与“刚性兑付”的信用维持

（一）监管抑制中国国家信用的“隐性担保”

从信用工具论角度出发，无论是银行存款、银行贷款还是各类理财产品，本身都是承载特定主体信用的工具，只不过会因工具类型的不同而产生不同的风险。无论如何，只要是信用工具，风险总是存在并且应该被市场所重视和承受。但是对于我国新兴的金融市场而言，在“金融抑制”的总体背景下，企业的融资需求受到压制。因此，在以政府为主导的金融市场发展过程中，我们对于信用工具的使用和认知并不是基于工具本身的规律和价值，而是往往因为在金融工具的创新中掺杂着政府信用的隐性担保。

在改革开放的早期，为了吸引普通民众的存款，维持甚至增加银行的资金来源，中国人民银行在1988年要求全国各银行、城市和农村信用社以及邮政储蓄等部门对城乡居民个人3年期以上定期存款按照物价上涨幅度给予相应的保值贴现率，以实现“保值储蓄”⁽²⁴⁾的效果。与保值储蓄类似，1989年和1990年财政部针对城乡职工、居民、个体工商户、各种基金会、保险公司以及有条件的工贸公司等主体发行了在人民银行规定的存款保值贴补率之外额外上升1个百分点的保值公债⁽²⁵⁾，这是首次在金融市场上以“保护储户利益”之名运用国家财政补贴的方式为金融机构存款背书，以实现吸引和保留银行存款的目的。如果说储蓄保值和保值公债尚不能直接表明在金融产品发展过程中国家信用的介入程度，那么对于金融机构违规经营资不抵债时国家对于个人债权的态度就大体可见监管的基本态度了：历史上，早在1997年处理海南省城市信用合作社支付危机中，央行要求对“个人储蓄存款债务在清偿比例、清偿顺序和清偿时间上优于单位债务。对被关闭的城市信用合作社的储蓄存款偿付全部本金和合法利息，并在确认后先行支付”。⁽²⁶⁾1998年

(23) 刘轶：《金融监管模式的新发展及其启示——从规则到原则》，载《法商研究》2009年第2期，第157-158页。

(24) 《中国人民银行关于开办人民币长期保值储蓄存款的公告》规定：“全国各银行、城市和农村信用社以及邮政办储蓄等部门对城乡居民个人3年期以上定期存款均予以保值。具体保值措施是：人民银行规定的现行利率不变，对3年、5年、8年期的储蓄存款，在现行利率的基础上，按照储户所得利益不低于物价上涨幅度的原则，由中国人民银行参照国家统计局公布的零售物价指数，公布全国统一的保值贴补率。即3年期储蓄的年利率加上保值贴补率，相当于同期的物价上涨幅度。5年和8年期储蓄存款年利率加上保值贴补率后，高于同期物价上涨幅度。”

(25) 《切实做好保值公债的发行工作》，载《中国财政》1989年第9期，第8页。

(26) 《中国人民银行关于处置海南省城市信用合作社支付危机的实施方案的批复》，银复〔1997〕471号。

6月21日,中国人民银行发出公告关闭出现挤兑危机的海南发展银行,对于海南发展银行的存款采取自然人存款和法人存款分别对待的办法,即自然人存款及合法利息一律由工行全额兑付,而法人存款作为普通债权进行登记,按照破产程序进行比例清偿。2001年出台的《金融机构撤销条例》(国务院令第324号)只是用“撤销”一词而非“破产”一词作为处理资不抵债金融机构的替代性用语,并且明确要求“被撤销的金融机构清算财产,应当先支付个人储蓄存款的本金和合法利息”(第23条)。尽管2015年我国推出了银行存款保险制度,且从2014年至2016年连续3年国务院办公厅都将《商业银行破产风险处置条例》作为当年度立法工作计划,但我国真正的“银行破产”时代并未来临,即便是2019年5月央行对包商银行突如其来的接管,最后还是在央行和地方政府的主导下由徽商银行与国有控股的中国建设银行一道联袂存款保险基金和内蒙古自治区两级财政,以新设“新包商银行”并承接包商银行资产负债的形式作为处理方案。银行个人存款的全额清偿使得普通民众对于“银行=国家”的错误印象更加深入。⁽²⁷⁾另外,在其他金融机构(包括自2004年从南方证券开始的券商大整治中)的风险处置中⁽²⁸⁾,更是明确了这些非银行金融机构(不包括期货经纪公司和保险公司)被撤销时“个人储蓄存款及客户证券交易结算资金的合法本息全额兑付”的原则。这种对于向金融机构个人债权人采取全额清偿的方式⁽²⁹⁾不免加深了普通民众将这些商业金融机构信用等同于国家信用的误解。

除了国家层面对于金融机构的隐性担保外,地方政府对于地方投融资平台债务的明示或隐性担保在另一方面也加剧了普通民众对于金融产品背后国家信用支撑的“预期”。尽管2014年《中华人民共和国预算法》修改之前禁止地方政府任何形式的举债⁽³⁰⁾,但基于地方事权财权的不匹配、预算软约束和投资饥渴症,地方政府除土地出让收入外无法从地方政府预算中获得更多的公共项目投入资金。因此,那些涵盖了地方政府所控股的各类综合性投资公司⁽³¹⁾和行业性投资公司(比如交通投资公司等)的地方投融资平台就成为补足地方财政建设预算不足的“融资平台”和资金来源。地方投融资平台在事实上发挥了“信贷财政化”的准财政功能,其最大的风险在

(27) 2019年5月24日,中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会发布公告,鉴于包商银行股份有限公司(包商银行)出现严重信用风险,中国银行保险监督管理委员会决定自2019年5月24日起对包商银行实行接管,接管期限1年。根据包商银行报备的“债务处置方案”,个人储户的存款优先得到保障,对公负债5000万元人民币以下全额支付,5000万元人民币以上的对公业务按照剩余财产的清偿比例进行清偿。

(28) 20世纪90年代末,由于中国股市行情的跌宕起伏,不少券商(都是国有背景)因为违规经营(主要表现为挪用客户交易结算资金、挪用经纪客户债券、违规理财、股东及关联方占用资金、超比例持股、账外经营等方面),后因股市低迷和经济行情下滑而无法支付客户资金或者偿还客户证券,出现较大规模的券商资不抵债的情况。由此中国证监会在2002年撤销鞍山证券经营许可后,从2004年至2006年开展了历时3年的券商治理,共处置31家高风险券商,19家券商因违法、违规而被关闭。

(29) 中国人民银行、财政部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会联合颁布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》(证监发〔2004〕110号),第3条。

(30) 1994年《中华人民共和国预算法》第28条规定:“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制,不列赤字。除法律和国务院另有规定外,地方政府不得发行地方政府债券。”

(31) 如各类建设投资公司、投资发展公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等。

于把地方政府基础建设和公共事业产生的债务进行了商业化的信贷处理。⁽³²⁾在信贷财政化的过程中,为了顺利发行“城投债”“信托计划”等融资工具产品,地方政府往往以“承诺函”“回购承诺”“差额补足”“安慰函”“回租”等各式各样的方式⁽³³⁾对城投平台的融资产品进行增信。这些“名目繁多”的增信方式无非是为了在字面上避免直接违反“国家机关不得提供担保”的禁止性规定,但实际的效果却是向市场传递了地方政府对于融资产品的“担保”意图,只不过“政府对企业的支持从过去的直接支持转为担保或隐性承诺”。⁽³⁴⁾这样的做法也就使得众多投资者在购买相关以地方投融资平台为主发行的债券类金融产品时并不在乎该类产品本身的风险,而是习惯性地吧“赌注”押在了政府信用身上,严重扭曲了信用债、投资类产品的信用定价和风险定价的市场博弈机制。

(二) 监管抑制背景下“刚性兑付”的信用维持

在以“融资”为唯一目的的金融创新过程中,除了国家信用的隐性担保外,金融机构的“刚性兑付”也是我国“金融创新”监管抑制背景下为了满足融资需求所无法回避的问题。“刚性兑付”是指当理财资金出现风险,产品可能构成违约或达不到预期收益时,作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉,通过寻求第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿等方式保证理财产品本金和收益的兑付。⁽³⁵⁾在2018年4月《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号,即业内俗称的“资管新规”)颁布之前,金融机构虽然在形式上以“表外业务”“信托”“委托—代理”等方式帮助客户从公众市场融到资金,但这些资产管理业务从诞生之日起就有明显的期限错配、隐性刚兑和类银行存款的特点,尽管各金融监管部门三令五申地表明理财类产品不得“兜底支付”,但金融机构在从事这些融资行为时会基于自身信誉、行为准则合规性或者业务开展⁽³⁶⁾的需求而将刚性兑付作为发行机构维持自身信用的不二选择。

在金融中介的作用上,“资管新规”将资产管理业务的法律关系界定为委托代理关系,是“银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”。原本在“委托—代理”关系下各金融产品设计应遵循投资风险“买者自负”的原则,但事实上,在“资管新规”出台之前,我国多数的理财

〔32〕 有关地方政府城投债的原因及问题可参考《财经》杂志的系列组稿“地方政府融资的狂欢”(载《财经》杂志2009年第12期的专题报道)。

〔33〕 杜涛:《封堵地方政府违规举债、财政部首次发函追责》,载《经济观察报》2017年2月27日,第3版。

〔34〕 张茉楠:《消除“刚性兑付”的制度根源》,载《上海证券报》2014年10月8日,第7版。

〔35〕 中国人民银行金融稳定分析小组:《中国金融稳定报告(2014)》,中国金融出版社2014年版,第129页。

〔36〕 比如2004年原中国银监会曾下发《中国银行业监督管理委员会关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知》(银监发〔2004〕91号,已废止),该通知规定当一项集合信托计划违约时,应即刻停止该公司办理新的信托业务。由于在信托业普遍采取期限错配、滚动发行资金池的模式下,暂停新的信托业务对信托公司来讲或许是致命的打击,所以信托公司两害相权取其轻,宁愿自己掏腰包兑付也不愿发生违约,通过刚性兑付这层“隐性担保”,信托公司既保住了品牌信誉,也保住了客户,还可以继续发行新产品“以新补旧”。

产品在本质上却呈现出债权债务关系,存在隐性刚性兑付的问题⁽³⁷⁾,资产管理业务在其发展过程中渐渐偏离了本质。比如,在银行业,银行所发行的理财产品中约96%的理财产品为预期收益型产品⁽³⁸⁾,且2007年至2016年在有收益资料的产品中,实际收益率等于预期收益率的也占绝大多数,刚性兑付在事实上成为彼时银行理财产品业务的常态。⁽³⁹⁾银行理财产品的刚兑需求基于两个方面的原因:一是我国的金融市场决定市场利率的力量一部分来自正规金融市场,主要是同业市场,而另一部分则来自影子银行领域。刚性兑付实际上就是影子银行把融资需求转换为一种类存款业务,投资者也基于刚性兑付的预期而把理财产品当成储蓄存款看待。⁽⁴⁰⁾二是随着理财产品数量的不断增加,由于理财产品同质化现象严重,理财产品之间的竞争也愈加激烈,信托公司、券商都与传统的商业银行竞争资金的来源,由此也迫使银行存款日益“理财化”“同业化”。这导致在销售端,银行向投资者片面夸大产品收益、隐瞒产品风险水平以变相高息揽储;而在资金端,早期的银行理财资金其实也未进行实际投资,而是直接通过银行内部资金转移价格,当出现预算收益缺口时,银行通过直接划拨其他理财产品所募集的资金或者银行自身盈利的方式来填补该类理财产品的收益缺口。由于往往是银行违规销售在先,一旦出现产品的本息无法按时兑付,涉事银行为了避免潜在的声誉风险,就会主动或被动地向投资者进行实质意义上的“刚性兑付”。⁽⁴¹⁾除了商业银行外,刚性兑付在信托行业甚至被上升到“对信托制度重构后信托业的起步发展阶段起到重要支撑作用”⁽⁴²⁾的高度。“刚性兑付”的惯例使得我国信托行业有机会跟商业银行的信用媲美,还使得普通投资者获得远高于商业银行存款利益的回报,导致我国各类信托产品在《信托法》颁布后得到快速的发展,但这也决定了在“刚性兑付”与“预期收益率”的惯性下,投资者在购买信托产品时往往没有足够的动力充分了解产品的风险属性,信托公司也没有足够的动力向投资者就信托产品的风险作出精确的风险揭示,从而产生了一大批“风险—收益”观念严重扭曲的“合格投资者”⁽⁴³⁾和乐于充当银行资金“表内转表外”通道业务的信托机构。

在信用债市场上,地方政府投融资平台与国企的债券融资的刚性兑付其实在很长时间里也一直是一种默认的“行规”。⁽⁴⁴⁾从2001年1月到2014年3月,我国债券市场并未发生发行人主体在募集说明书约定项下的实质性违约事件,其间虽听闻有各种不同的债券产品无法兑付,但并未有真正违约的公开报道。2014年3月,“11超日债”虽因公告无法兑付并申请破产重整而成为首只债市违约产品,但这个曾被认为“打破金融产品刚性兑付惯例”的首只违约债券⁽⁴⁵⁾却最终以

(37) 中国人民银行金融稳定分析小组:《中国金融稳定报告(2017)》,中国金融出版社2017年版,第121页。

(38) 预期收益型理财产品是银行采取“超额留存”的模式,即仅向投资者支付固定的“预期收益率”,预期收益率以外的收益或损失归于银行。

(39) 胡艳明:《告别保本、预期收益,银行理财转型净值化》,载《经济观察报》2018年5月7日,第10版。

(40) 邓纲:《刚性兑付的法律治理》,载洪艳蓉主编:《金融法苑》(2018年第2期,总第97卷),中国金融出版社2018年版,第71页。

(41) 张海阳、厉大业、彭劼:《关注金融市场“刚性兑付”现象》,载《银行家》2014年第9期,第88页。

(42) 吕江涛:《信托业假想的“刚性兑付”必须打破》,载《证券日报》2014年7月11日,第B1版。

(43) 李民吉:《适应新常态 建立新机制 探索新发展》,载《中国证券报》2014年12月22日,第A21版。

(44) 《打破刚性兑付是债市成长的必经阶段》,载《21世纪经济报道》2016年4月14日,第1版。

(45) 赵淑兰:《金融产品兑付惯例应打破》,载《经济日报》2014年4月9日,第5版。

上市公司资产重组的方式保证了对债券持有人本金的全额支付；同年，“12 华特斯”“12 金泰债”“12 津天联”等私募债虽纷纷出现不同程度的兑付危机，但在当地相关部门的大力协调之下，各发行人还是向投资者支付了利息^{〔46〕}；2015 年 4 月，天威集团未能支付“11 天威 MTN2”第二期中期票据的利息则成为首单国企债券违约事件；而 2016 年 4 月，“ST 湘鄂债”的实质性违约则成为国内公募债券本金违约的首例。但仔细观察这些债券违约事件的处理过程，地方政府往往会干预违约方的正常破产，并千方百计地采取措施帮助企业“活”下来，这使得政府信用直接为这些违约企业（特别是国企）的商业信用进行了背书，投资者在事实上对债券市场产生了存在刚性兑付的预期，而刚性兑付的预期反过来也成就了各种类型的国有企业替代民营企业，成为债券市场各类产品的发行主力，中央及地方国有企业债的发行规模能够占到全部存量信用债的九成左右，国企债间接地变成了“政府债”。^{〔47〕}

因此，无论是否为保本型产品，从银行理财计划到券商资管计划在内的各类计划总是在事实上存在这样或那样的保本保收益率的预期。虽然自始至终没有一个监管部门认可这些理财产品保本保息，但事实上也没有一个正规金融机构敢轻易否认这些预期的本金和收益的“实现”，甚至监管部门还会通过设立信托保障基金、严查违约等办法不断向市场主体传递着正规金融机构保本保息的潜意识。^{〔48〕}由此，长期以来“嘴上说不行，但行动却如常”的刚性兑付的惯性思维不仅使得金融市场的偿付风险没有消除，那些原本不适格的发行主体和扭曲的利率水平反而影响了金融市场正常的资源配置方式，无形中抬高了不真实的无风险收益率水平，扭曲了市场上资金价格，降低了资金配置的效率，加剧了市场各方当事人围绕刚性兑付进行不道德博弈的道德风险，也使得底层资产的违约风险在金融体系内继续得以累积和延续。

四、“金融创新”监管抑制的法律改进：变迁路径、监管中性与法定主义

基于“保持金融稳定”的主基调，我国对于金融创新的监管在强制性变迁路径下始终呈现“政策调控”而非“法律调控”的管制倾向，金融监管部门习惯采用“正面清单”模式牢牢控制着金融创新的时间表、路径和监管的力度。很长一段时间内，市场主体、金融业务和金融产品（服务）只能在金融监管权力明确允许的范围内开展，超出允许范围内的市场主体或金融业务则会存在是否具有合法性的前提问题。在“规范发展”的思路之下，正面清单模式往往以惩罚和罚款为代表的威慑措施作为监管方式，而非旨在优化合作和惩罚策略组合的回应性监管策略。^{〔49〕}由此在“金融抑制”的整体背景下，我国金融市场的发展主要体现为数量型增长而非质量型增长，金融产品

〔46〕 李立新：《债券违约刚性兑付的形成机理与破解法门》，载《河北法学》2017 年第 11 期，第 53 页。

〔47〕 聂新伟：《刚性兑付、债务展期与债务违约——兼论市场与政府在信贷资源配置中的作用》，载《财经问题研究》2017 年第 1 期，第 95 页。

〔48〕 邓寰乐：《中氏监管乱局》，载财新网，<http://m.finance.caixin.com/m/2018-02-11/101210354.html?>。

〔49〕 Marianne Ojo, *Building on the Trust of Management: Overcoming the Paradoxes of Principles Based Regulation*, Wolters Kluwer Law and Business, Vol. 30, No. 7, July 2011, p. 2.

的同质化现象非常严重。对此,笔者认为还是应该从监管本源的认知改变现有金融监管对于金融创新的抑制作用,充分实现金融创新原本回避风险、促进发展的正向结果。

(一) 金融监管应秉持尊重市场诱致性变迁路径的基本认知

从历史上看,尽管近几十年来全球金融创新不断加速发展,金融创新总是在法律监管的博弈中得到发展,金融创新与金融监管呈现出一种“管制的辩证法”关系⁽⁵⁰⁾,并逐渐形成金融稳定(financial stability)、投资者保护(investor protection)和市场诚信(market integrity)这三个被普遍接受的金融监管的基本准则。⁽⁵¹⁾但为了实现前述金融监管的基本准则,制度理论认为有效的金融监管远非名义上的禁止和罚款就能了事,对于包括金融市场在内的任何政府的行为管制需要考虑政府部门间的权力分配、执法的信息成本等,因此金融监管本身与其他市场监管行为一样应该是一种“建立在以市场竞争为基础的干预”⁽⁵²⁾,具体表现为以下三个方面。

第一,对于金融监管而言,金融创新所呈现的工具形式可能常新、常变,但这些金融工具背后所对应的金融道理和发展规律却无法轻易改变,金融监管的本质仍应回归对于这些信用工具背后的风险防范而采取的措施。金融监管应该由“刚性父爱主义”变为“柔性父爱主义”,监管的基本立场应是通过金融监管让市场主体更多地了解其所使用或涉及的信用工具的风险,并且有机会通过市场的自我创新使得金融消费者享有更多可选择的风险替代产品,而非选择一刀切式的禁令方式限制金融产品的创新。唯有如此才能推动消费者自身对风险作出正确的评估和决策,作出符合其自身最佳利益判断的决策。⁽⁵³⁾

第二,监管的目的不在于消除风险或者强行禁止“信用错配”。恰恰相反,金融监管要保护金融产品在市场诱致性变迁路径下进行创新的机会,要鼓励市场通过自我创新行为各自基于对不同信用风险的判断而进行公平的博弈。只有在充分竞争背景下的自我创新才是真正围绕“信用支持”和“风险转移”为目的的创新,才会是一种真正有利于人类经济社会发展的创新。如果因为害怕创新所带来的风险而采取管制措施或者实施以强制性变迁为特点的监管路径,这样的“强监管”最终反而会适得其反地催生以“监管套利”为目的的盲目创新。

第三,金融创新在刚刚开始时,我们应该正视并承认金融监管确实无法对创新全部的优劣进行准确的评价。因此,在对待以信用为基础的金融创新活动时,金融监管机构要保持足够的市场敏感度,面对市场创新要有“听觉”“触觉”,对市场数据和案例要有情报收集系统和分析系统,对于市场上出现的新产品或者创新争论的背景、目的要有充分的了解,基于对这些新的金融产品在“支付中介—信用中介—信用交换—风险转移”链条上所属类别判断的基础上寻求对应的监管方式。针对不同性质的金融工具应采取不同方式的监管手段,既不盲目扩大金融监管的范围,又

(50) 岳彩申、张晓东:《金融创新产品法律责任制度的完善》,载《法学论坛》2010年第5期,第61页。

(51) 张望:《金融争霸:当代国际金融中心的竞争、风险和监管》,上海人民出版社2008年版,第348—356页。

(52) [美] A. 爱伦·斯密德:《财产、权力和公共选择——对法和经济学的进一步思考》,黄祖辉等译,上海人民出版社2006年版,第398—402页。

(53) 涂永前:《美国2009年个人消费者金融保护法案及其对我国金融监管法制的启示》,载《法律科学》2010年第3期,第167页。

要坚决杜绝任何“挂着创新的羊头，卖着传统的狗肉”般的监管套利创新。

（二）金融监管应秉承“监管中性”的基本立场

金融监管在宏观层面必须关注金融创新所可能产生的系统性风险对于社会经济的影响，在微观层面则关注金融创新行为对于交易对手方或潜在对手方权益的影响，并由此将监管者在审慎监管、市场行为、主体竞争和消费者保护政策方面的责任或多或少地统一起来。^{〔54〕}为了确保审慎监管项下的金融稳定、行为监管项下的投资者保护和市场公平竞争下的市场诚信同时得以实现，保持金融监管的“监管中性”就显得非常重要。

“监管中性”与经济学家所主张的“监管中立”不同。就监管中立而言，它主要涉及在不同国家的政治体制项下，每个国家各自有着适用于其自身需求的政治组织结构，每个不同的政治组织结构都有其特定的历史背景和意义，因此监管机构是否在组织架构上具有独立性取决于监管机构所在国的政治体制安排和传统。本文所主张的“监管中性”（regulatory neutrality）并不是那种强制追求金融监管机构在政治体制内保持“独立性”的监管中立，而是指监管机构在从事金融监管中应以所监管的金融工具的性质及其风险防范为根本出发点，在进行监管制度的选择与实施中避免监管者本身政治目标与市场目标、监管者内部团体利益与市场参与者利益、政治需要与市场需要之间的冲突，避免或者尽最大可能减少可能引起监管利益冲突的非监管性干预行为，是一种尽量不受政治和行政干预，不受被监管企业和其他利益集团影响的独立性的自主性监管。^{〔55〕}

监管中性的提出在本质上是因为如果存在诸多的利益冲突和利益选择，那么监管制度的选择与实施本身就很可能不是针对金融创新中的弊端而采取的有针对性的措施，而是不得不屈从于市场监管需求以外的利益目标，偏离了以“纠正市场本身偏差”为目的的市场监管宗旨^{〔56〕}，为了纠正这种偏差，秉承“监管中性”的立场很有必要。因此，本文所述的监管中性主要包括三个方面的内容：其一，就金融监管与其他行政监管或者政府机关的关系而言，金融监管应围绕金融市场主体活动的规律展开，基于金融稳定、公平竞争和金融消费者保护的三个目标进行监管活动。除此以外，金融监管不应该屈从于市场监管需求目标以外的任何利益目标，金融监管不是也不应当充当金融资源再分配的手段。其二，就金融监管与被监管对象的关系而言，金融监管虽然需要保护金融市场的发展，但在其监管过程中需要防止监管机构受到被监管对象的“监管俘获”，既要防止单纯依市场规模或者被监管对象的利益从事监管，又要在以国有企业为主导的金融市场体系中通过监管确保金融主体进行公平的竞争，要警惕“监管机构被行业利益捆绑而虚与委蛇，改革蓝图必然成空”的历史教训。^{〔57〕}其三，就金融监管与监管保护对象的关系而言，金融监管也需要防止

〔54〕 Daniel C. Hardy, *A European Mandate for Financial Sector Supervisors in the EU*, IMF Working Paper No. 2009/005, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/A-European-Mandate-for-Financial-Sector-Supervisors-in-the-EU-22566>, p. 6.

〔55〕 经济合作与发展组织编：《OECD 国家的监管政策——从干预主义到监管治理》，陈伟译，法律出版社 2006 年版，内容摘要第 3 页。

〔56〕 郑琼：《证券市场零和博弈及监管有效性的法经济学分析》，载《法制与社会发展》2011 年第 5 期，第 35 页。

〔57〕 周淳：《论美国金融监管法律制度变迁的政治逻辑》，载《法学评论》2015 年第 6 期，第 59 页。

被监管保护对象的“舆论挟持”，防止“保护对象”将其自身利益感受施加于政府行为之上以试图解决具体问题时受到不理智影响。因为就大多数的金融消费者而言，金融监管就像一个免费的物品，它通过直接防止损失和间接消除对于被监管机构信誉和偿付能力的审慎调查为代价提供收益。当金融消费者因为金融机构的不当行为而遭受损失时，总是会把责任归于监管的头上^{〔58〕}，由此要求更多的监管或监管改进。一旦这样的需求得以强化，将使得额外监管的潜在收益变得有限，而监管的成本近乎无法计算^{〔59〕}，从而使得监管只是仅仅成为“我要做点什么”而不是“我为什么去做”的被动敷衍。

（三）金融监管应坚持以法律而非政策的基本依据

在金融监管方面，监管者不应干涉市场上各个主体对于自身行为后果的自我判断，市场参与者应该自行承担错误并吸取教训，政府不应为市场主体的错误“买单”。此时能够影响行为主体对自身行为法律后果的可预期判断就显得至关重要，否则金融监管的结果将始终存在不确定性。但是出于对保护金融市场稳定性的美好初衷，“父爱主义”下的监管可能会对金融创新采取越来越多的新的监管政策，但过多的干预或者监管其实会随着时间的推移降低市场参与者对于风险持有的谨慎程度，从而进一步为产生越来越多的在形式上具有保护投资者的目的却需要承担昂贵社会成本的监管提供了“正当”理由。^{〔60〕}因此，不难看到，对于金融市场发达国家或地区而言，金融监管的稳定性往往是以最为稳定的法律形式对外呈现，即便存在金融监管机构制定的监管规则，这些监管规则也是严格依据法律授权所限定的范围，从而使得监管规则具有强制性、稳定性和可预期性的特点，以此确保不同立法或监管部门之间以及监管历史前后的一致性。但在过去40多年的金融监管进程中，如同大多数与经济有关的立法一样，在遵循“急用先立”“有总比没有强”的想法下，我们也为处于新兴发展的金融市场推出了诸多的监管规则，这些监管规则在形式上多是在《人民银行法》《商业银行法》《证券法》《信托法》《保险法》的名义下以党中央、国务院及各部委单独或联合发布的“通知”“指导意见”“规定”“细则”等政策性文件得以进行。^{〔61〕}这些金融政策的特点在于监管政策的供给并不是依据市场发展的规模、规律及市场的需要得以推动，而仍是习惯于“长官（或高层）意志推动”式的监管变革，以监管政策为主要构成的“监管规则”的立、

〔58〕 The House of Commons of the United Kingdom, *Barings Bank and International Regulation: Response of the Government, the Bank of England and the Securities and Futures Authority to the First Report from the Committee in Session 1996–97*, Stationery Office Books, 1997, p. xiv.

〔59〕 Charles Goodhart, Philipp Hartmann, David Llewellyn et al., *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Routledge, 1998, p. 62–66.

〔60〕 Oskari Juurikkala, *Behavioral Paradox Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, 18 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 33, 89 (2012).

〔61〕 以对于银信合作产品为例，仅2009年至2013年，中国银监会连续针对市场上所出现的银行理财产品对接信托产品（为了“存贷差”和“出表”目的）、银行购买信托产品并转售（为了归入“同业业务”）接连出台了不同的监管政策：《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发〔2009〕65号，已废止）、《中国银监会关于进一步规范银信合作有关事项的通知》（银监发〔2009〕111号）、《中国银监会关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》（银监发〔2009〕113号，已废止）、《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发〔2010〕72号）、《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发〔2013〕8号）。

改、废的周期和频率大大高于世界平均水平，甚至有些监管政策跟着其时的市场环境不断变化，陷入循环反复的怪圈。频繁的监管政策调整和监管措施失当会对监管的公信力产生影响，而且仅仅依靠不时推出的政策、指令或文件根本不足以推动形成一个具有良好预期互动与信息沟通的制度体系，依靠这样的政令或政策的监管手段也不足以构成良性的监管制度。由于监管政策本身具有不受立法程序束缚的易变性，导致金融监管机构有可能因为追求短期的监管目标而使得监管政策经常变化。一方面这些监管政策很容易随着主要监管人员的变动而发生变化，导致监管经验和监管教训都难以传承；另一方面市场主体会以一种新的“创新”继续逃避监管政策，从而使得相当一部分监管规则被市场所规避，成为一纸空文，造成法律适用的虚无。

就此而言，未来金融创新有效监管的制度选择与构成必须依靠法律将监管措施与监管手段上升到法律层面或法律授权的层面，通过具有法律约束力的制度设计引导市场的预期，从而以具有强制性效力的法律约束或规范市场主体的私利性行为，推动能被市场所普遍尊重的规则的形成与遵守。在“依法监管”而非“依政策监管”的背景下，金融市场监管的立足点应是“法律”而非“政策”，监管行动应当给予市场主体明确的制度预期，不能让市场主体对监管政策有着“朝令夕改”的担心。在有法可依的基础上，我们还必须强调违法必究和执法必严，因为空有监管的法律规范并不能起作用，更为重要的是通过对法律规范的执行才能真真切切地影响到金融市场参与各方主体的行动成本，并进而通过“成本—收益”的比较首先按照市场化的方式约束博弈主体的行为选择，这就要求：其一，必须确保既有法律的尊严。也就是说如果已经有既存的法律，我们必须确保现行的法律得到执行，这种对现存法律的严格执行是使得市场主体对于执法机关、司法机关执行法律保持敬畏，对自身行为后果产生预期的重要方式。一旦违反现行法律必定受到追究或惩罚，如此可以形成很好的监管预期。其二，为了改善金融法律的可执行性和稳定性，除了及时修订相关法律之外，立法者还需要把一些基础的理念与思想通过法律的形式固定下来，让法律具有很大的包容性和扩展性，因为法律的相对稳定性和法律解释可扩张的灵活性也是非常重要的。⁽⁶²⁾其三，与日益稳定的民法、行政法和刑法体系不同，在“新兴+转轨”的金融市场的背景下，金融市场行为的变化频率和发展速度远远高于经历过几百年甚至几千年历史沉淀的民法、行政法和刑法体系，对于新兴市场国家而言，制定出详尽周密的金融法律规范几乎不可能。因此，立法者不应当僵化地抱守“法律稳定性”的观点，金融法律规范应当随着市场的变化及时有针对性的改变，而不囿守于所谓的立法传统和博弈过程，金融立法应当依据金融创新过程所发生的情况和问题而随时得以修改，以适应变动中的监管需求。

（四）金融监管应防止法律碎片化对监管有效性的负面影响

现代金融监管制度所面临的市场环境是复杂的，既有传统的现货交易，又存在以现货交易为基础的期货产品及各式各样的衍生信用产品。这些金融产品本身有其各自的发行与交易特点，需要不同的监管规则。但从更大层面上看，无论现货交易还是期货交易，无论是原生产品还是衍生

(62) 吴晓灵：《完善金融立法与强化金融监管》，载《经济导刊》2017年第10期，第25页。

产品，在现代金融社会中已经交织在一起成为现代金融产品体系中的各自一员，原本分属不同行业性质的金融机构可能彼此业务渗透，各自向其核心业务以外发展，结合不同行业特点的跨行业产品成为金融创新的主要表现形式。现有的金融法律体系使得前述已经明显交叉影响的金融创新可以游离于各个被切割化、独立的法律规范之中，金融监管条文越来越多，细节越来越细，但反而失去了对原则的关注。过度的金融创新在形式上可能都符合其所在行业领域对应的金融监管规范，但从整体上看却可能违背了金融效率和金融安全的金融监管原则，这导致对于条文的规避现象随着条文的增加而更加严重，并最终导致原本法律条文所意图呈现的监管效果无法发挥作用。⁽⁶³⁾ 特别是在最近几年所兴起的金融科技的技术加持下，许多金融产品的创新已经越来越淡化以机构为特征的行业分类标准，金融与计算机、金融与互联网、金融与金融之间不同行业的交叉联系越来越多，并且越来越为复杂。这就使得原来以行业为对象的监管规则越来越跟不上金融市场的实践需求，金融监管要么呈现出“法无明文规定即可行”的宽监管态度，要么基于谨慎的风险厌恶而呈现出“法无明文规定不可行”的严监管态度。缺乏成体系的统一监管规则使得金融监管只是局限于自身单一的、机构性的和仅对持牌对象的监管，金融监管者跟不上“金融服务领域”扩张的步伐。事实上，金融监管的目标主要“在于成效，而非形式”(reward results, not red tape)，监管更应“注意结果而非过程或形式的惩罚”。⁽⁶⁴⁾ 因此，在日益复杂的金融市场和金融产品面前，金融监管制度及其规则已经不能仅限于针对单一行业或自身产品的特点，还应该密切关注其他金融产品发展的冲击与影响，制度及其规则之间不应是孤立静止的，而应是互动的、相互影响的，有效的监管需要在“制度的可能性边界”上不断试错而最终找到最优平衡点。⁽⁶⁵⁾

五、结语

金融及金融创新的本质价值在于服务实体经济，历史上所有具备生命力的金融创新都在技术上带来商业和经济生活的改变，降低经济的周期性波动，并推动社会经济生活的健康发展。金融创新的目的是不是消灭风险，而是经营和管理风险。金融工具存在的意义就是围绕不同主体的信用进行期限、利率的再分配和再利用，否则所有的金融工具就没有存在的意义。金融监管虽然不当禁止错配，但监管的意义就在于要防止因为这些信用错配而引发的系统性风险，金融监管的本质是要增强市场参与主体的信心，并且这种信心的维持是通过可被稳定预期的法律制度、监管制度的执行来得以保障，没有支持陌生人之间进行交易的法律制度就不会有我们如今所熟悉的金融市场。金融作为工具被滥用的可能与风险既是金融创新必然存在的背景，又是金融监管出现的根

(63) Oskari Juurikkala, *Behavioral Paradox Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, 18 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 33, 36–38 (2012).

(64) The White House, *Memorandum for Heads of Departments and Agencies*, Administrative Conference of the United States (4 March 1995), <https://www.acus.gov/sites/default/files/documents/Regulatory%20Reinvention%20Initiative%20Memo%20%5B3-4-1995%5D.pdf>.

(65) 董慧凝：《证券监管的适度性探讨》，载《证券市场导报》2007年第5期，第27页。

本原因。我们在金融监管过程中既不能把金融创新的效果予以神化，也不要把金融创新的后果予以妖魔化。金融监管对于金融创新不在于扼杀而是应该考虑如何在尊重金融创新规律的前提下防止市场主体基于个体的私利而造成社会整体的风险，我们必须在尊重市场、尊重规律的前提下进行金融监管。一旦认清了这个规律，金融监管才不会被金融创新表象上的“新”所迷惑，才会更容易回归以“信用风险控制”为本质的适度监管。

The Market Reflection and Legal Improvement on the Regulation Repression to the Financial Innovation

ZHENG Yu

Abstract: The strategy of “financial repression” has always been chosen by the developing countries including China when they are trying to chase developed countries. Under such background, it is also obvious in China that there is a mandatory system of government-led changes in the development of financial market rather than a market-orientated model even after an over-forty years’ economic reform. The demands of financial innovation have been strictly restricted by the financial regulators in the name of macro-regulation. Then the outcome of such strong regulation is to make the financial innovation products rapidly grow in quantities rather in qualities. However, due to the internal power of innovation demand in the financial market, it still causes so many innovations designed by the market participants to challenge the existing financial regulation rules. Thus, for the purpose of reducing the conflict between financial regulation and financial innovation, what we suggest is that the financial regulators should take a proper and fair treatment on the financial innovation and all of the actions taken in the financial regulation should be based on the purpose of controlling credit risk rising in the financial innovation under a common sense on the basic principles of financial market. Actually, for the purpose of improving regulations on the financial innovation, what we should do is not to make more regulations but should do better regulation in future.

Keywords: Financial Innovation; Financial Repression; Regulatory Neutrality; Law Improvement

（责任编辑：王乐兵 汪友年）