

提高跨境金融服务能力,着力推进金融强国建设

吴卫星

当前全球政治经济形势和我国经济发展格局都发生了深刻变革,新形势下我国金融系统如何更好地服务实体经济发展并助力中国式现代化建设还面临许多新的任务和挑战。党的二十大报告指出,更高水平开放型经济新体制基本形成是未来五年的主要目标任务之一,特别强调要稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放,并要深度参与全球产业分工和合作,维护多元稳定的国际经济格局和经贸关系。2023年的中央金融工作会议指出,我国未来金融工作要坚持“引进来”和“走出去”并重,稳步扩大金融领域制度型开放,提升跨境投融资便利化,吸引更多外资金金融机构和长期资本来华展业兴业。2024年1月16日,习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表重要讲话,强调金融强国建设的关键核心要素之一是要建设强大的国际金融中心,讲话中特别指出要加强境内外金融市场互联互通,提升跨境投融资便利化水平,积极参与国际金融监管改革。中国金融高水平开放,要在提高金融系统服务实体经济水平的基础上,大力提高跨境金融服务能力。

一、中国金融系统跨境服务能力持续提升

近年来,我国金融系统一直在稳步扩大制度型开放,吸引了更多的外资金金融机构和长期资本进入我国金融市场,同时我国金融系统一直在努力提高跨境投融资便利化程度,尝试提升跨境金融服务能力。

第一,我国不断推进境内外金融市场互联互通。我国金融系统不断推进“沪港通”“深港通”“沪伦通”“债券通”“跨境理财通”等,使得我国金融市场和国际金融市场联结更加紧密。对投资者来说,金融市场联结有利于更大范围的风险分担,同时有利于相关要素在国际市场上的价格发现;对特定行业来说,金融市场的联结有助于科学技术、管理技能以及行业信息等的扩散,进而促进相关行业的创新发展;对企业来说,金融市场之间的联结有助于企业在更大范围内统筹资源实现投融资目标,并有利于企业能够获取更多发展相关的信息,帮助企业优化生产经营决策。

第二,我国金融服务供给逐渐被国际投资者认可。自2017年以来,我国A股逐渐被纳入MSCI新兴市场指数、富时罗素全球股票指数、标普新兴市场全球基准指数等指数体系,我国债券也先后被纳入彭博巴克莱、摩根大通、富时罗素等推出的一些主要国际债券指数。这些指数往往被认为

是“全球投资者风向标”,大量国际投资者特别是机构投资者以这些指数为绩效评价和跟踪标的来进行投资。我国股票和债券被纳入这些指数在一定程度上代表着国际投资者对我国金融市场投资价值的认可,也代表着国际投资者对我国金融系统监管和治理水平的认可。同时,被纳入这些指数之后,我国相关公司在国际市场融资将有更多可能性,有利于整体上降低这些公司的融资成本,提高其盈利能力。

第三,境外投资者和金融服务机构进入我国的规模和范围均在扩大。过去十余年间,我国稳步扩大金融开放,外资对中国资产需求稳步增长,外资对我国证券业、银行业和保险业的配置均逐渐提升。近年来,我国金融监管层也从政策上不断扩大合格境外机构投资者的投资范围,自2020年起允许合格境外投资者投资于存托凭证、股票期权、政府支持债券等。近年来债券市场境外投资者范围已从境外央行类机构、人民币境外清算行和参加行,扩大至境外持牌金融机构以及养老金等中长期投资者;熊猫债发行主体扩大至外国政府类机构、国际开发机构、境外金融机构和非金融企业等。根据中国人民银行公布数据,截至2024年1月底,境外机构持有我国债券达3.87万亿元,近几年的年均增速也保持在较高水平。

二、国际形势变化对金融市场开放的新要求和新挑战

国际金融市场分割的苗头性倾向值得充分重视。随着国际政治经济形势的变化,金融市场全球一体化的趋势有所放缓。不同国家政府从本国利益出发,对是否应该大力推进全球金融市场互联互通出现了不同的判断。特别是在2008年全球金融危机之后,很多国家意识到了境外金融风险的冲击有可能对本国金融系统造成负面影响,于是选择不断加强对境外金融风险的监管,事实上造成了金融市场在一定程度上的分割。一些学者认为,国际金融市场的分割在短期内可能对一些行业领先者保持其现有领先地位有一定作用,但长期来说可能有负面影响。从金融经济发展的视角来看,金融市场分割的负面效应是明显的,首当其冲的是全球经济增长可能因此放缓。但如果从隔离金融风险国际传染的角度来说,一定程度地加强跨境金融监管是有道理的,这里存在一个国际金融治理体系的协同问题。分析这一协同问题的关键是国际金融治理体系改革的愿景是希望达成全球各国共同发展目标,还是让治理体系更加偏向于部分国家短期利益而无益于全球发展。

要预防各国由于过度担心国家安全而使得原本针对国际金融风险传染的监管措施加深全球金融市场分割程度。俄乌冲突发生后,以北约为主要的国家对俄罗斯进行了一系列金融制裁。2022年2月,美国和欧盟、英国及加拿大发表联合声明宣布禁止部分俄罗斯的银行使用环球同业银行金融电讯协会(SWIFT)国际结算系统,客观上使得俄罗斯金融系统与国际金融体系在一定程度上分割。随后,一些有影响力的股票指数将部分俄罗斯公司股票剔除。2022年3月2日,德国指数运营商Stoxx宣布将61家俄罗斯公司从其指数中剔除;随后富时罗素、标普道琼斯指数、MSCI等主要指数体系均开始将一些俄罗斯股票剔除出其指数体系。另外,部分有全球影响力的评级机构也下调俄罗斯主权信用评级。2022年3月3日,国际评级机构惠誉和穆迪将俄罗斯主权信用评级下调至“垃圾级”,理由之一在于美欧等国家对俄罗斯实施的严厉制裁可能会削弱俄罗斯偿还债务的能力和意愿。这些措施一方面可能会被认为是战争背景下国际金融市场的特殊现象,但是另一方面也让国际金融市场的参与者对未来感受到更大

的不确定性。

就中国而言,一些国家以国家安全为由限制对中国的科技投资尤其值得关注。2021年,美国参议院提案的《国家关键能力防御法案》(NCCDA)提出设置“国家关键能力委员会”来审查美国对包括中国在内的“受关注国家”的投资。2023年8月,美国总统拜登签署行政令设立对外投资审查机制,限制美国主体投资中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能等领域。同时,一些有影响力的指数公司也以各种理由剔除一部分中国股票。标普宣布,从2020年12月21日起,把10家中国企业移出其股票指数,并决定自2021年1月1日起把18家中国企业移出其固定收益指数。英国富时罗素公司和美国指数编制公司MSCI也先后剔除了多家中国公司的股票。面对这些国际形势的新变化,我国需要在金融市场开放的进程中提升自身服务能力,在全球经济金融治理体系中发挥更大作用,积极倡议和推动构建更为公平、更具可预测性的全球经济金融治理体系。

全球金融市场使得资源能够在全球范围内进行优化配置,总体来说有利于所有国家。国际化分散投资往往会使得投资者对创新失败有更高的容忍度,投资者构建国际化投资组合会使得较高比例投资者有更长的投资期限,同时国际化投资有助于科技管理知识以及行业信息等的扩散。也就是说全球金融市场的互联互通有利于人类社会能够更加快速和平稳地取得创新性成就,促进全球经济社会可持续发展。

国际金融市场分割让每一个国家在一定程度上付出代价。一是国际金融市场分割会使得上市公司股东库变薄,企业融资能力下降;二是国际金融市场分割使得企业信息搜集能力变弱,决策能力下降,长期盈利受到影响;三是国际金融市场分割会使得市场价格发现能力下降,有效率的企业难以脱颖而出;四是国际金融市场分割也会使得市场稳定性发生变化;五是最为重要的,即国际金融市场分割使得金融市场支持创新型企业从事科技创新的能力降低。值得注意的是,当金融市场分割出现时,尽管较大规模的金融市场在资源统筹能力和市场效率等方面也受损,但较小规模金融市场的效率受影响可能更大,这对不同国家企业的影响可能存在异质性,对各国经济的长期影响也存在较高的不确定性。

从我国资本市场发展情况来看,我国资本市场的规模一直较为稳定地排在全球前列,但在全球资本市场的份额有待进一步提高。我国资本市场在过去数十年间很好地服务了本国实体经济成长。但总体来看,我国资本市场规模相对美国而言还较小,吸引国际投资者的能力还需要显著提高,同时市场流动性需要继续提升,价格发现和资源配置功能还需要进一步加强。以美国纽约证券交易所为例,纽交所自1792年成立以来,多次通过兼并等方式扩大其规模。2007年3月,纽交所与欧洲证券交易所合并组成纽约-泛欧交易所,后来又先后和其他交易所合并,规模不断扩大,其市场流动性、价格发现能力、资源统筹与优化配置的能力也随之发生了显著变化。当然,规模不完全意味着优势,规模和市场主体多样化程度增加的同时,监管成本也有一定增加。也就是说,为了给更大规模的市场建章立制,其成本不免会增加并转移到企业。总体来看,我国资本市场的规模和效率都需要进一步提高,党的二十大报告也提出要提高直接融资比重,希望能够更好发挥资本市场作用。

三、跨境金融服务能力提升有利于提高金融系统抗风险能力

面对多变的国际政治经济形势和充满不确定性的国际金融市场,我国依然要遵循独立自主

的发展思路,努力提高跨境金融服务能力,实现我国金融市场健康发展,这样才能更好应对国际金融市场不确定性变化,提高我国金融系统的韧性和抗风险能力,促进我国经济社会可持续发展。

第一,我国要继续促进国内金融市场的整合,不断降低运行成本,努力提高金融市场服务实体经济的能力。我国金融系统要致力于形成全国统一的制度体系,全力打破国内市场的分割,建立健全跨地区、跨部门的监管协调机制,确保监管政策的一致性和协同性,避免监管套利和市场分割;同时致力于完善全国统一的信用信息共享平台,降低信息不对称,增强市场信任程度。值得注意的是金融市场监管有一个规模-成本平衡问题,一般来说金融市场规模越大,为了让市场参与各方满意往往不得不付出更多的监管和运行成本。我国的金融监管体系要不断推进改革,要基于我国金融市场实际规模和运行效率,在提高市场监管水平和降低企业成本之间找到一个平衡,这样才能真正提高金融市场配置资源的效率,帮助我国企业创新发展,促进实体经济成长。金融系统只有更有效率地服务本国企业,提供跨境金融服务的能力和潜力才会更高。

第二,要致力于参与推动改进和创新全球金融治理体系,积极融入国际金融市场,促进金融监管国际合作。在我国金融市场发展过程中,要尽力促成更多国家达成监管理念、手段和方式的共识,维护公平竞争,避免监管套利,同时鼓励我国企业积极参与全球主要金融市场。全球金融治理体系的构建不可能是一蹴而就的,我国应与其他国家在不同范围内寻求共识,建立双边和多边金融监管合作机制,通过签署合作协议、建立监管信息共享平台等方式,加强在跨境金融活动、金融创新产品、金融风险防范等领域的合作,争取各国之间的相互理解,避免由于对国家安全的过度忧虑而使得全球金融市场协同性降低和不确定性增加。

第三,我国企业要积极为国际金融市场提供金融基础设施,优化跨境金融服务。我国应该在国际支付和结算基础设施建设、包括评级机构和其他金融信息服务企业在内的国际金融中介服务以及能够体现真实市场运动趋势的指数体系建设等方面发挥我国企业的作用,为全球提供更多优质的金融服务。金融市场运行效率的核心指标是信息效率,我国一部分有能力的金融机构也应该致力于为国际金融市场提供准确、全面的金融相关信息,降低信息不对称风险,帮助国际金融市场的参与者做出更有效的决策。

第四,我国金融市场要统筹好开放和安全,要预防极端变化,对资金的跨境流动有更高的管理水平和服务水平。一方面要加强对跨境金融服务的制度建设,制定有针对性的金融安全限制和管理办法,争取做到促进竞争,又体现对国家金融安全的维护;另一方面要积极利用大数据、人工智能等先进技术,提升金融监管的智能化水平,通过监管技术创新,及时发现和应对金融风险,有效提高我国金融系统的跨境服务能力。

(作者系首都经济贸易大学金融学院教授)