

新时代现代金融体系的发展方向和 相关问题研究*

◎ 徐 忠

摘要：中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，金融作为经济的血脉，建设新时代现代金融体系是建设新时代现代市场经济的关键。近年来，我国金融体系建设取得显著进展，市场规模跃居全球前列，但发展质量仍有明显不足。金融与实体经济互为镜像，金融发展中暴露出的问题，既是实体经济结构性矛盾在金融领域的直接反映，也有金融改革发展不到位的因素。

对标高质量发展，坚持问题导向，金融体系要从关注“规模”转向关注“质量”，金融功能要由传统的“动员储蓄、便利交易、资源配置”拓展为“公司治理、信息揭示、风险管理”。据此，建设新时代现代金融体系要以理顺政府与市场的关系为基础，在完善金融立法、健全金融调控和金融监管、改革完善金融机构体系、建设现代金融市场体系等几个方面下功夫。

关键词：金融体系 金融改革

作者徐忠系中国人民银行研究局局长，其他作者包括牛慕鸿、徐昕、唐晓雪。

*《2018 径山报告》由中国金融四十人论坛（CF40）学术委员会主席、北京大学国家发展研究院副院长黄益平牵头，由项目协调小组确定年度研究主题并邀请学术素养深厚、经验丰富的专家承担课题研究工作，所有课题组成员均以个人身份参与研究。本文为分报告之一。

理顺政府与市场的关系是经济体制改革的主线，也是建设新时代现代金融体系的关键。近年来，我国经济金融运行中暴露出的一些问题，尤其是金融体系中的价格扭曲，本质上是政府与市场边界不清的表现。应坚持“使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用”。“使市场在资源配置中起决定性作用”，政府应避免对金融市场的直接干预，将资源配置的主导权留给市场；要对中央财政、地方政府、国有企业等广义政府活动硬化融资约束，减少对私人部门的挤出，使私人部门的融资需求得到更好的满足。“更好发挥政府作用”，要完善金融国有资本管理，国有出资人应遵守公司治理的基本原则，不能既当裁判员又当运动员。

一、完善现代金融发展的金融法律体系

金融法律是金融体系有效运行的基础。经过二十多年的发展，我国金融法律体系从无到有，逐渐成形，在相当程度上满足了转轨时期我国金融体系的发展需要。随着经济发展方式转换和金融业加快转型，现有金融法律体系的不适应性日益凸显，制约了我国金融市场和金融行业的健康发展。

第一，随着金融市场在金融体系中重要性提高，金融创新使跨行业跨市场的业务增多，分业立法、机构立法模式不能适应金融业发展新趋势。一是分业立法、机构立法模式下，各监管主体在其监管范围内各自出台监管规范，导致相同属性的金融产品和业务因主体性质不同适用不同监管规则、接受不同的监管，监管不统一，导致监管套利。各主体间立法的系统性、协调性差。二是一些交叉性、关联性金融产品、业务因主体性质不同分开监管，分别立法，监管规制层面难以落实“穿透式”监管，导致监管真空，监管套利。三是在机构监管模式下，监管法律的适用范围因监管对象的限定十分狭窄。现有金融法律规制的对象基本为机构法人，市场上大量活跃的以基金、理财、资管计划等产品形式体现出来的资金集合，以及各类影子银行机构等难以纳入监管法律法规的适用范围。同时，随着金融业快速发展和创新，新兴金融主体（如P2P、第三方支付等新型互联网金融机构）无法纳入法律适用范围，

出现监管空白，无法实现风险全覆盖。

第二，立法滞后。随着金融领域的深化改革、金融创新快速发展，现行《中国人民银行法》《商业银行法》《证券法》等内容也存在滞后，难以适应金融业的快速发展和金融改革的持续深化。例如，现行《证券法》存在对“证券”内涵界定过窄、投资者保护不足、调整范围遗漏等问题。国外的证券法以“投资者保护”为立法宗旨，围绕该宗旨，立法着重在打击内幕交易、操纵市场价格等侵害投资权益方面进行规范。我国现行《证券法》着重对机构管理、证券发行等进行规范。由于侧重点不同，导致对投资者保护效力的差异。另外，现行《证券法》仅调整交易所内的证券法律关系，未将银行间市场等重要的证券法律关系纳入适用范围，存在缺陷。此外，还存在立法空白问题，如放贷人条例、金融控股公司立法、政策性银行立法等迟迟未能出台。

第三，金融消费者权益保护立法不足。现行金融立法缺乏统筹、系统的金融消费者权益保护规范。零星、散见于各部分法规、规章中的消费者（投资者）权益保护规范欠缺重要的消费者保护制度。例如，消费者教育、合格投资者等。要打破刚性兑付，实现“买者自负、风险自担”前提是需要立法中明确将“合格的投资产品卖给合格的投资者”和对消费者进行必要的教育。此外，金融消费者权益的司法保护有待进一步加强。金融司法中民事赔偿机制还不健全，金融消费者缺乏直接的司法救济途径。

第四，缺乏市场退出机制和风险处置制度。金融业是竞争性服务业，金融机构市场化退出机制是保障市场竞争充分、防范金融机构道德风险的重要基础性制度。现行金融立法对金融机构退出的规定呈现分散化、碎片化特点，同时存在授权不充分、缺少有效处置工具、相关规定可操作性不强，无法为金融机构快速、有序退出提供立法支持，导致处置效率低下、清算成本高、最终清偿率较低等问题。特别是现有立法中没有对系统性风险防范和处置机制的规定，缺乏对系统重要性金融机构、金融控股公司的监管规定，一旦发生风险，易引发系统性风险。

第五，金融立法的科学性、前瞻性有待提高。现有金融立法多是针对已有金融产品、金融机构的规范，当产品出现创新、变异或新兴主体出现时，

立法就显得滞后难以适用，形成监管空白。造成这一情形的一个重要原因是立法缺乏科学性、前瞻性，对金融产品、行为及其内在法律关系的本质把握不够，对各种金融现象的内涵、本质特征及属性缺乏归纳总结。按照“从事金融业务，均纳入金融监管”的思路，首先需要在立法中总结归纳并明确“金融业务”的内涵及特征，将具有“金融”属性的产品、业务和主体纳入监管，为监管法律的适用提供判断依据，有效避免监管空白。

二、专业稳健、传导有效，适应开放条件下现代市场经济发展要求的金融调控体系

（一）重视货币政策在维护金融稳定中的重要作用

随着金融市场的发展，货币政策与金融稳定的关系认识不断演进，从早期的“维护金融稳定是一种货币职能”，到“货币政策与金融稳定职能分离”，再到明确二者的紧密关联。

现代中央银行是为维护金融稳定而生的，早期的金融稳定政策又被视为货币职能。最早的中央银行起源于政府融资，如1668年成立的瑞典中央银行、1694年成立的英格兰银行。现代意义上的中央银行则源于金融危机，比如1913年成立的美联储，彼时中央银行的出现就是为维护金融稳定，承担重要的最后贷款人职能。正如巴杰特指出，中央银行之所以要成为最后贷款人，是为了防止银行危机产生信贷紧缩，导致货币量大幅波动，因此“最后贷款人是一种货币职能”。换言之，金融是否稳定，直接决定了包括物价稳定在内的宏观经济稳定。传统经济学理论就此构建了“金融稳定—货币稳定—物价稳定”的理论框架，中央银行被赋予金融监管职能，主要是通过金融管制、金融抑制维持相对简单的金融业态，防范金融风险。

随着现代金融市场的发展，货币政策与金融稳定出现分离。在凯恩斯的总需求管理框架下，新古典综合学派将菲利普斯曲线，即就业与通胀此消彼长的关联性，作为宏观调控的基本定律。货币政策作为重要的宏观调控政策开始向就业和通胀两个目标收敛，即泰勒规则，甚至出现通胀单一目标制。

中央银行同时承担货币政策和金融稳定职责的“利益冲突说”甚嚣尘上：中央银行为掩盖监管不力而实施救助和流动性投放，会加剧通胀，存在道德风险。在此背景下，货币政策与金融稳定二分：中央银行承担货币政策职责，专注于物价稳定等宏观经济目标；中央银行剥离金融监管职能，金融稳定更多由外生于中央银行的监管部门承担。

金融体系的进一步发展推动对二者关系的认识深化：二者紧密关联，货币政策仅仅关注通胀是不够的，中央银行不管金融稳定是不行的。随着上世纪80年代以来的金融自由化和金融抑制的解除，金融体系快速演进发展，以下三个发展趋势明显，深刻影响货币政策与金融稳定的关系：一是金融市场快速发展，在金融体系中地位不断提升，流动性环境的松紧可能更多地影响资产价格而非一般物价，削弱了货币政策与通胀的直接联系；二是居民财富不断积累并更多地配置在金融市场，对越来越多的人来说，金融财富的回报比收入更为重要，金融市场与经济的联系与互动愈加紧密，维护金融稳定对宏观经济稳定越来越重要；三是随着经济全球化、发展中国家不断融入全球市场，全球通胀压力走低，菲利普斯曲线趋于扁平化，高通胀不再成为货币政策的现实压力。在这些发展趋势的影响下，货币政策如果仅关注通胀而维持低利率环境，就会刺激金融市场过度膨胀，滋生泡沫，最终爆发金融危机，这正是本轮国际金融危机的重要教训之一。因此，通胀作为货币政策最主要甚至唯一目标无法维护宏观经济稳定。货币政策作为直接作用于金融体系，并经金融体系传导作用于实体经济的宏观调控政策，必须对金融周期、金融风险保持关注和警惕。

我国货币政策保持稳健中性是防范金融风险、维护金融稳定的重要保障。一方面，持续宽松的货币政策伴随信贷的易获性，导致信贷过度扩张和资产价格上涨相互刺激，进而引发资产泡沫和金融危机，是本轮国际金融危机的重要教训。做好防范化解金融风险工作、守住不发生系统性风险的底线，关键是要调节好货币闸门，保持流动性总量基本稳定。另一方面，稳健中性的货币政策有利于平衡好维持金融稳定与防范道德风险之间的关系。长期以来，我国对金融风险的容忍度较低，一定程度上存在“花钱买稳定”的

倾向，公共资源过度使用导致道德风险普遍存在。部分金融机构事实上享受隐性担保，成本外部化，缺乏审慎经营和风险控制的动力。部分金融产品仍存在刚性兑付，投资者缺乏风险意识，客观上助长了高风险活动。保持稳健中性的货币政策，合理引导利率水平，有利于在总量上防止资金“脱实向虚”以及不合理的加杠杆行为，在维护金融稳定的同时抑制道德风险，切断“事后无限救助—放松风险防控”的恶性循环链条。

（二）重视市场基准利率在货币政策调控中的作用

金融市场发展、金融体系日趋复杂推动货币政策调控方式转型。早期金融体系相对简单，中央银行可对货币流通、金融产品、金融活动的规模精准把握，这是货币政策数量型调控有效开展的前提。布雷顿森林体系瓦解之后，各国普遍实施了浮动汇率制度、推动金融自由化、鼓励金融创新、发展衍生品市场、允许金融业综合经营。金融市场快速发展，在金融体系中地位提高，金融体系日趋复杂，原有的数量型调控框架与金融体系的发展不适应，调控效果越来越差。因此，主要经济体的货币政策框架开始向价格型调控转型。我国实践中，金融创新和金融市场的发展使M2等数量型指标与实体经济关键指标的关联性大幅下降，货币政策价格型调控转型势在必行。

在金融体系复杂化、货币政策转向价格型调控的背景下，市场基准利率的培育至关重要。货币政策价格型调控的基本传导路径是，中央银行影响货币市场基准利率，引发金融市场收益率曲线的调整变化，并进一步传导至存贷款利率、资本市场价格、外汇市场定价等，从而影响实体经济的投融资行为。这一框架的核心是定价透明、传导有效的基准利率，包括货币市场基准利率和国债收益率曲线。

国际金融危机之前，Libor是全球金融市场的价格基准，但2009年爆发Libor操纵丑闻。如果金融市场的定价基准被人为操纵而扭曲，无法准确反映市场资金供求的基本面，那么中央银行基于此作出货币调控决策就会偏离市场实际。美联储已于2018年二季度定期公布有抵押隔夜融资利率（SOFR），试图取代Libor的定价基准功能。

理想的市場基準利率應具有以下特征。一是可交易。Libor被操縱的一種重要原因是其基於報價，而非實際交易。因此在替代產品的選擇上，美聯儲推出的SOFR基於真實交易數據，計算隔夜美國國債回購交易的加權中值回購利率。二是定價透明。透明的定價機制不僅會降低被人為操縱的風險，還會增加投資者的信心和認可度，有利於增強該產品的市場代表性。三是傳導有效。作為貨幣政策傳導鏈條的重要一環，基準利率要與其他金融市場利率形成緊密的聯動關係，才能將貨幣政策對資金價格的調整有效地傳導至整個金融市場。

今後應大力培育完善Shibor、國債收益率為代表的金融市場基準利率體系，為浮動利率產品提供堅實可靠的定價基礎。交易性與代表性有待提升是Shibor、國債收益率等金融市場基準面臨的共性问题。Shibor是借鑒Libor、以報價為基礎的基準利率，增強其交易性需要進一步完善報價和考核機制，使報價利率與交易利率更為緊密結合。同時，加強Shibor報價行在市場自律方面的表率作用，引導報價行繼續加強財務硬約束，根據實際交易、資金成本以及市場供求等因素合理定價，繼續開展Shibor產品創新，有序擴大其應用範圍，加強市場建設，穩步提升Shibor代表性。由於國債稅收減免，且只有持有至到期的國債才能享受稅收優惠，人為抑制了國債的交易動機和流動性，國債收益率曲線在金融市場定價基準的作用無法充分發揮，市場主體更多將發行量大、不免稅的國開債作為定價基準。增加國債的交易性和國債收益率曲線的代表性，必須完善相關的稅收制度。

（三）重視貨幣政策在引導社會融資、兼顧穩定與效率中的作用，貨幣政策與金融監管不可分離

貨幣政策引導社會融資的重要功能以監管信息為基礎。明斯基將融資分為三類：套期保值型、投機型和龐氏騙局。其中，套期保值融資（Hedge Finance）指依靠融資主體的預期現金收入償還利息和本金；投機融資（Speculative Finance）指融資主體預期的現金收入只能覆蓋利息，尚不足以覆蓋本金，必須依靠借新還舊；龐氏騙局（Ponzi Firm），即融資主體的現金流

什么也覆盖不了，必须出售资产或不断增加负债。一个稳定的金融系统必然以套期保值型融资为主，但若融资全为套期保值，则过于僵化、失去活力，因此在以套期保值型融资为主的金融体系中引入部分投机型融资，能提高金融体系的效率。货币政策要有效引导社会融资，形成以套期保值融资为主、辅以少量投机型融资的结构，兼顾稳定与效率，必然要求中央银行在法律上、管理上具备相应的能力，而这种能力建立在中央银行了解金融体系中各类型的融资及其相关风险的监管信息的基础上。

有效的货币调控离不开金融监管政策的协调配合。从现代货币创造理论看，中央银行的货币供给是外在货币（Outside Money），金融体系内部创造的货币是内在货币（Inside Money），货币调控是通过外在货币影响内在货币从而实现调控目标。而监管政策直接作用于金融机构，权威性强、传导快，具有引发内在货币剧烈调整的威力，相当大程度上决定了货币政策传导的有效性。即使中央银行可以调控外在货币，但如果没有有效的监管作保证，外在货币投向何处、效率如何，这是中央银行无法控制的，也无法保证金融支持实体经济。

最后贷款人职能需要金融监管政策的协调配合。最后贷款人流动性救助职能赋予了中央银行作为危机救助最后防线的重要地位。“当经济受到系统性危机冲击并陷入衰退时，金融机构会出现挤兑，金融市场流动性迅速枯竭，金融体系功能受到严重损害，存在着危机应对的‘黄金四十八小时’，越果断及时的救助，政策效果也越好。”中央银行作为最后贷款人，如果不参与监管，且监管信息无法有效共享，就很难清楚掌握金融机构的资产状况，难以做出准确的救助决定，降低救助的效率，错失救助的时间窗口。国际金融危机期间，英国北岩银行爆发挤兑，英格兰银行由于缺乏第一手监管信息而未能及时救助。雷曼兄弟倒闭，由于缺乏中央对手方清算机制，美联储并不完全掌握雷曼兄弟公司的金融市场交易信息，导致误判，认为雷曼倒闭不会对市场带来系统性冲击。相反，伦敦清算所引入中央对手方清算机制，迅速处置包括雷曼在内的9万亿美元未平仓头寸，未给其他市场主体和伦敦清算所带来损失。因此，风险“看得见、守得住、救得活”三位一体，事后救助必

须与事前、事中监管紧密协调配合，尤其是监管信息要共享。这也是习近平总书记要求“统筹监管重要金融基础设施、统筹金融业综合统计”的重要背景。

三、激励相容、有力有效、守住系统性金融风险底线的金融监管体系

（一）好的监管应与时俱进

体制上，监管体系要适应金融业态的演进。市场主体综合经营的动机很强，监管体系应适应此发展趋势，监管者应基于机构的公司治理水平和自身监管能力确定综合经营的步伐与形式。美国在大萧条之后曾出台限制金融业综合经营的《格拉斯—斯蒂格尔法案》，然而上世纪80年代以来科技发展极大地提升了金融活动的效率，降低了跨业经营的管理成本，使综合经营成为提升金融业竞争力、有效服务实体经济的重要途径，市场力量最终逼监管承认。美国于1999年通过《金融服务现代化法案》，废除了限制金融综合经营的《格拉斯—斯蒂格尔法案》。本轮国际金融危机之后，各国金融监管改革的主流做法是对金融业综合经营加以规范和完善。

手段上，监管者应适应金融科技的发展，引入监管沙箱和监管科技。近年来，随着大数据、区块链、云计算、人工智能和机器学习等技术的快速发展，技术进步不断应用至金融领域，引致新的金融业态、产品和服务的金融创新，正在重塑现代金融体系。金融科技的发展大幅降低了金融服务的边际成本和准入门槛，在带来效率和便捷，提高金融普惠和覆盖面的同时，也带来了新的挑战。从早期的e租宝、泛亚、大大集团的风险事件，到2017年以来的现金贷、网络小贷、首次币发行等金融乱象。现有的监管手段不能满足市场健康发展的需求。改进监管手段一是探索监管沙箱，可参考英国、新加坡的监管实践，尝试能够试错、容错、查错、纠错、对金融创新具有包容性的监管手段。二是以监管科技应对金融科技。技术进步归根结底是中性的，用于金融创新则为金融科技，用于监管则为监管科技，面对金融科技的挑战，监管技术的改进也是必然的要求。

方式上，既要重视机构监管，也要重视功能监管；既要重视审慎监管，

也要重视行为监管。传统的监管理念中，各类金融业务泾渭分明，既不存在重合，也没有交叉，因此依照机构分类进行监管即可保证监管的针对性和质量。然而随着现代金融市场的发展，金融机构跨业经营、金融业务跨界合作交叉，表面上属于不同类型的机构实际上实现了相同的金融功能，如果监管没有适应性的调整，就会出现监管空白和监管套利。典型例子是影子银行，非银行机构实际上实现了信贷创造功能，但是其监管程度远远低于银行，不存在资本充足率等银行监管要求，从而产生套利空间。要消除套利空间，就必须重视功能监管，针对同类功能的金融活动制定相同的监管规则。此外，本轮国际金融危机的教训表明，金融监管既要重视维护金融机构健康、金融体系稳定的审慎监管，也要重视保护金融消费者权益的行为监管。次贷危机的重要根源是金融机构为不具备购房能力的金融消费者提供了次级贷款，属于“不负责任的贷款”，反映出行为监管和金融消费者保护的严重缺陷。我国近年来频繁爆发的非法集资案件，尤其是一些披着“互联网金融”外衣的非法集资活动存在监管空白，应加强行为监管和金融消费者保护的统筹协调，落实监管责任，补上监管短板，消除监管空白。

（二）好的监管是一个平衡的监管

第一，守住风险底线与市场出清之间的平衡。监管并不是要零风险，健康的金融体系应是一个金融机构生老病死的有机系统，即既能实现有效的市场化退出，又能守住不发生系统性金融风险的底线。

理论上，区分系统性风险和非系统性风险，并采取差异化政策应对，这是基于“安全与效率”界定的监管与市场的边界。一方面，如果风险属于非系统性金融风险，那么金融风险的外溢性是有限的，对金融安全的威胁较小，因此宜以微观审慎的合规监管为主，可以更多地依靠市场自律承担部分监管职责，风险处置主要借助存款保险的市场化处置方式，这样可充分发挥市场机制优胜劣汰的作用，形成正确的市场纪律。另一方面，如果风险属于系统性金融风险，那么风险防范必须坚持底线。鉴于系统性风险巨大的外溢

性和经济社会成本，危机救助和风险处置不仅需要存款保险，还必然涉及中央银行最后贷款人职能甚至财政资金的参与，政府部门需要大量调用社会资源深度介入。

实践中，对于微观局部、非系统性金融风险，要敢于打破刚性兑付，打破隐性担保，充分发挥存款保险的市场化退出机制的作用，实现市场出清，维护市场纪律。对于系统性金融风险，除了微观审慎监管要求外，必然要求施加逆周期、降低风险传染、限制“大而不能倒”的宏观审慎管理要求，强化中央银行在防范系统性金融风险中抓总牵头作用，守住风险底线。

第二，鼓励创新和确保服务实体经济之间的平衡。本轮国际金融危机表明，如果金融创新缺乏完善的制度环境，则容易脱离实体经济，走上盲目扩张、盲目发展的道路。为了创新而创新，游离于实体经济之外的“概念化、泡沫化”金融创新，终将成为无源之水、无本之木，只是昙花一现。浮华褪去之后，不仅不能起到促进经济发展的作用，反而给金融业和实体经济带来巨大的灾难。因此金融监管应既鼓励创新，又着力于引导金融创新服务实体经济，对不同形式的金融创新采取差异化的应对。

一是区分审慎监管与非审慎监管，对原本应是非审慎监管的业务和机构，从事了应审慎监管的银行业务，对这种属于违反监管规定的所谓金融创新，应严格执行监管规定进行取缔，比如近年来部分P2P平台以金融创新的名义发展的资金池业务。

二是对明显属于规避监管、监管套利的金融产品，金融监管也应主动打击，比如部分金融机构的金融创新产品名为发展直接融资，实际是走样的信贷替代产品，资金投向限制性领域，博弈宏观调控。

三是对确有创新价值，且功能属性与现有金融业务和产品相同的金融创新，应按照功能监管的原则，施加统一的监管规则，比如目前的资管产品。

四是对暂难以准确定位的金融创新，可以考虑借鉴国际上沙箱监管的尝试，监管者应提高风险警觉性，不能只在出现问题后才采取行动，要有预判、有预案。

（三）好的金融监管应激励相容

首先，要目标明确，依法监管，监管的目标要专一，避免身兼发展与监管两职，导致重发展轻监管。我国近年来暴露的一些金融乱象和微观局部金融风险，身兼发展与监管两职的监管部门目标冲突是重要原因。正如国际货币基金组织金融稳定评估指出，中国金融乱象与监管和发展不分有很大关系。诺贝尔经济学奖得主霍姆斯特姆（Holmstrom）及合作者米格罗姆（Milgrom）在对多任务委托代理的分析中指出，面临多个任务目标时，代理人有动力将所有的努力都投入到业绩容易被观察的任务上，而减少或放弃在其他任务上的努力。在金融监管领域，监管与发展的二元目标的激励下，监管者会自然地倾向于成绩更容易观测的发展目标，而相对忽视质量不易观测的监管目标。这是习近平总书记在第五次全国金融工作会议上明确要求“分离发展和监管职能”的重要背景。

其次，监管的规制与执行要分开，降低监管者相机决策权，确保监管的质量。迪瓦特旁（Dewatripont）和梯若尔（Tirole）等人的研究将不完全契约理论引入金融监管，指出由于监管者容易受其他目标、政治压力、利益集团的影响，存在监管俘获，偏离金融监管的目标，因此其自由裁量权应与监管机构的独立性，即坚守监管目标的能力相匹配：对独立性较强、有能力坚守监管目标的监管者，可以被赋予更多的相机监管的权力；而对于独立性较弱、易受其他目标、政治压力、利益集团等影响的监管者，则应当降低监管者相机决策权，监管规则外生。这也是《巴塞尔协议》等国际监管规则的理论基础。第十三届全国人民代表大会第一次会议审议通过的国务院机构改革方案，决定剥离银行业、保险业监管者承担的拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责，此举分离了监管规制与执行，使监管者专注于监管执行，从而防止监管者的目标偏离。

最后，要建立有效的薪酬体系和问责机制。合理的监管者薪酬水平是监管者有效履职的内在激励。监管的有效性很大程度上取决于主观能动性，又取决于监管者与监管对象专业水平的对比。在监管机构薪酬水平与市场差距过大的情况下，监管机构人才不断流失、监管专业性下降难以避免。问责机

制是监管者有效履职的外部约束。金融监管者如果不完全承担监管失误导致危机和风险暴露的成本，就会出现监管激励不足，监管的努力程度低于最优水平。即使有明确的法律法规，监管者也可能有法不依。问责机制就是要基于监管失误对监管者施加惩戒，强化其监管激励。比如，2001年澳大利亚HIH保险集团倒闭，澳大利亚金融监管局（APRA）被认为存在严重的监管失误，并可能存在政治献金的利益输送，澳大利亚政府专门成立皇家调查委员会进行调查，多名监管人员受到问责并免职。

四、治理完善、健康稳健、服务高效、竞争开放的金融机构体系

（一）完善金融机构公司治理

公司治理是国家治理体系微观层面的重要组成部分，以公司治理为核心的现代企业制度的建立和完善，是国家现代化进程的重要推动力量。自从党的十五届四中全会将公司治理概念正式写进党和国家重要文件以来，尤其是在国有企业改革和国有银行改造上市过程中，相关制度和政策不断完善，以“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和高级管理层）为核心的公司治理框架已基本形成，但重形式、轻实质，形似而神不至的问题仍然十分突出。近年来我国金融机构存在的问题，往往是在审计、巡视中发现的，这充分说明金融机构公司治理、金融监管等金融治理机制存在明显的失灵。

我国金融机构公司治理存在四个方面的突出问题。一是国有出资人缺位与越位并存。在链条复杂的授权体系下，全民对政府（财政）、政府（财政）对企业管理层的双重委托代理机制难以起到监督和制衡作用，国有股股东权利事实上缺乏有效保护。同时，中小股东缺乏话语权，公司治理的积极性不高，“同股同权”语境下，小股东权益无法得到贯彻落实，股东大会、董事会的作用下降，经营管理和决策也并非完全的市场行为。二是缺乏有效的制衡机制。一些企业“三会一层”之间的边界不清晰，董事长“一长独大”现象突出，“三会”失去了相互制衡的作用，变成了所谓的一、二、三把手排序。综合了英美法系与大陆法系公司治理结构特点的董事会、监事会设置，却没

有将审计等职责赋予监事会，而客观上限制了后者的监督职能。三是信息披露不充分。我国公司治理实践中，部分涉及企业经营的重大事项，如薪酬、风险管理状况、公司治理、年度重大事项等信息，都没有得到及时、充分、有效的披露，外部约束力量过于薄弱。四是监管部门的积极作用没有有效发挥。金融监管等外部治理的市场化改革还没有完全到位，监管与发展职能不分，行使实际上的行业主管部门的职能，重在管理，而不是完善企业的公司治理。

完善金融机构公司治理，可从探索控股公司模式、完善内外部制衡机制、完善信息披露以及强化金融监管的引导作用等方面入手。

一是探索通过控股公司模式完善国有金融机构公司治理。建立“国有资本管理部门—控股公司（国有资本投资运营公司）—国有企业”三层架构，取代“国有资本管理部门—国有企业”两层管理结构，不仅符合以国有资本改革带动国企改革、政府仅以出资人身份管理国有资产的思路要求，而且将进一步明确国有资本的权属及相关政府机构的职能定位，有利于国有企业建立现代企业制度，确保“政企分开、政资分开”。

二是完善内外部制衡机制。一方面，加强内部制衡。厘清“三会一层”的边界和责任，强化激励约束，避免一、二、三把手的科层结构。发挥股东大会对公司重大事务的最终裁决作用以及对董事会、高级管理层的监督作用。明确董事会在制定战略规划和监督执行、提升核心竞争力方面的主要责任，增强独立董事的专业性和独立性。强化监事会的监督职责。另一方面，积极发挥利益相关方的制衡作用。理顺政府部门、监管机构与企业之间的管理边界，防止行政部门滥用权力干预微观主体的经营管理。明确利益相关方的合法权利，提高员工在公司治理中的参与度。建立并完善有效的破产清偿框架和执行机制，进一步强化股本吸收损失原则和破产执行力度，增强债权人作为外部监督者的作用，防止逃废金融债务。

三是完善信息披露制度。要完善信息披露范围，包括公司的财务和经营状况、主要股东和实际控制人、董事会成员和高级管理层的薪酬、董事会成员相关信息及其独立性、关联交易、员工和其他利益相关者等完整信息。同

时，加强和改善信息披露质量。使用高质量的会计和披露标准以提高报告的相关性、可靠性和可比性。聘请独立、称职的外部审计机构提供高质量的审计服务。加强信息传播渠道建设，以便相关各方平等、及时和低成本地获取相关信息，强化约束。

四是金融监管有效引导完善公司治理。首先要厘清外部治理与内部治理的边界，明确金融监管等外部治理机制不应直接涉入公司内部治理的领域。其次是监管部门应为金融机构建立完善稳健的公司治理架构提供指导，定期评估公司治理政策、措施和执行情况，并要求金融机构对实质性缺陷采取有效措施和手段。最后，加强事前风险监测和事中风险管控，对公司治理缺陷明显的金融机构可能出现的风险“看得见、管得住”，守住不发生系统性风险的底线。

（二）健全金融机构市场化退出机制

近年来，在流动性总量保持充足稳定的前提下，我国中性货币环境下资金供求始终处于紧平衡状态，金融市场出现频繁波动。金融业杠杆率高，问题金融机构没有市场化退出是重要原因，暴露出我国金融机构市场化退出机制存在明显的短板。

金融风险处置和问题金融机构退出存在的诸多缺陷和不足，集中体现为监管部门行政处置模式的弊端，以及存款保险市场化处置机制作用受到制约。20世纪80年代以来，我国经历了两个大规模处置金融风险的阶段，通过一系列的实践与探索，及时化解了历史积累的金融风险，维护了金融体系的稳定，也积累了一些成功经验，但同时也应该看到，当时防范和处置金融风险的法律制度尚未健全，特别是由于当时存款保险制度尚未建立，以行政主导的风险处置市场化程度不高，市场配置金融资源的基础性作用不能有效发挥，金融机构难以实现快速有序的市场化退出，金融业防范和处置金融风险的能力亟待增强。

一是及时校正等监管规定没有严格执行。及时校正措施的意义在于，金融机构财务状况恶化的过程中，越是流动性不足，越有可能产生赌博心理，

存在道德风险。如果没有有效的及时校正,就不能促使它们用正当的方式去扭转经营不善的局面,反而可能出现更大的风险。1995年巴林银行倒闭就是典型案例。《中华人民共和国银行业监督管理法》明确规定“银行业金融机构已经或者可能发生信用危机,严重影响存款人和其他客户合法权益的,国务院银行业监督管理机构可以依法对该银行业金融机构实行接管或者促成机构重组,接管和机构重组依照有关法律和国务院的规定执行”,明确赋予金融监管机构及时校正的权力。然而在我国金融机构风险处置的政策实践中,从未出现一例金融机构风险“早发现、早处置”的案例,其结果必然是风险难以市场出清,微观、局部风险点久拖不决最终形成系统性风险隐患。

二是缺乏专业化的处置平台,风险处置的市场化程度不高,处置效率低下。大量退市机构“僵而不死、死而不葬”现象普遍,资产“冰棍效应”日增,清算费用和损失日益扩大。

三是缺乏正向的激励约束机制,容易引发金融体系道德风险。监管部门不承担处置成本,处置成本主要由国家承担,导致市场约束弱化,容易鼓励或诱发金融机构的恶意经营行为。

国际经验表明,完善的存款保险制度和有效的及时校正措施是保证问题金融机构风险“早发现、早处置”、实现有序退出的重要制度安排。过去一段时间以来,主要国家和地区都在推进建立健全市场化的金融风险处置机制,过去部分采取行政主导风险处置机制的国家也纷纷进行市场化改革,存款保险已成为各国重要的市场化金融风险处置平台。2008年发生的国际金融危机是对存款保险制度一次最好的检验。截至2016年12月末,美国在危机中倒闭了525家银行,但面对危机,美国依靠其比较成熟有效的存款保险平台,按照“成本最小化”原则,灵活运用收购承接、过桥银行等市场化处置方式,及时化解了不同规模银行的倒闭风险,其中包括花旗银行、华盛顿互惠银行、印地麦克银行等大型银行,还最大程度减少了处置成本,有效维护了公众信心和美国金融体系的稳定。吸取成功经验,美国大幅扩展了联邦存款保险公司(FDIC)的处置职责范围,将其延伸至具有系统重要性的非银行金融机构,使存款保险制度成为覆盖整个金融业的风险防范和处置制度安排。

2014年11月, 巴塞尔银行监管委员会(BCBS)和国际存款保险机构协会(IADI)最新修订的《有效存款保险制度核心原则》, 进一步确立了存款保险在市场化风险处置和危机管理机制中的重要地位, 强化存款保险的处置权力和危机应对能力。各国普遍由存款保险担任问题银行的处置机构, 强化存款保险的处置职能, 不断丰富市场化处置工具。金融稳定理事会(FSB)中共有14个成员任命存款保险担任问题银行的接管人或清算人, 对问题银行进行早期干预和处置。各国的经验是, 日常监管是监管机构的事, 出了问题则由存款保险接管处置。

国际经验也表明, 存款保险不能做单纯的出纳或“付款箱”, 要赋予存款保险早期纠正职能, 对于风险的早发现和少发生更有利, 存款保险与金融监管部门要适当分工, 各有侧重, 共同提升金融安全网的整体效能。日本存款保险制度从1971年建立至今已40余年, 先后经历了国内经济泡沫破灭、亚洲金融危机、本轮国际金融危机多次冲击和变革, 其中包括在泡沫经济破灭、银行破产呈蔓延之势的1996年实施临时性全额保险, 2002年后逐渐退出。日本存款保险机构(DICJ)虽然是损失最小化模式, 但由于受制于监管部门, 缺乏早期纠正职能, 处置职能也不完善, 风险处置往往被动滞后、效率低下, 造成其长达14年的长期赤字运营。总体来看, 尽管日本形成了以DICJ为平台的银行风险处置体系, 但一直未能建立起完善的市场化风险处置机制。

完善金融机构市场化退出机制, 要充分发挥存款保险平台的作用。在守住系统性金融风险底线的基础上, 按照市场化、法治化原则处置微观、局部的金融风险, 强化各方责任, 提高风险处置效率。有效地发挥存款保险早期纠正机制的作用, 落实《存款保险条例》“采取早期纠正措施和风险处置措施”的要求, 可以给监管部门形成一定压力和制衡, 促进监管质量和效率的提升, 保证及时校正监管规定的严格执行。金融机构要打破隐性担保的预期, 实现问题金融机构的有序退出。金融产品要彻底打破刚性兑付, 资产管理要回归“受人之托、代人理财”的业务本质。同时, 加强对投资者的教育, 强化卖者尽责、买者自负的投资理念, 形成正确的市场纪律。

(三) 明确银企关系的金融模式

从国际实践看,按照银行与企业关系的亲疏远近,大致有两种金融模式:以美国为代表的保持距离(Arm's length)的“盎格鲁—撒克逊”模式,以日韩为代表的控制导向(Control Oriented)的日韩模式。“盎格鲁—撒克逊”模式下,银行禁止持股企业,恪守债权人身份的经典定义:在企业正常经营时,银行对企业经营决策放手不管,只有到企业经营出现问题、危及债务偿还并可能破产时,才会试图介入,介入手段与普通的债权人并无二致。银行和企业相对保持距离,作为资金供求双方,都是充分竞争、自由组合的。日韩主银行模式下,银行与企业建立了包括资金和人事在内紧密关联:一是企业选定一家银行作为自己主要的往来银行,在其开立基本账户,并主要从这家银行取得贷款。二是银行持有企业的股份,以股东的身份直接参与企业公司治理。三是银行派员参与企业的财务管理,并就此掌握企业日常经营的信息。四是若干家以同一银行为“主银行”的企业,常常以该银行为中心形成企业集团。

表面上看银企关系不同模式是控制权的差异,本质上是信息权的差异,与该国股权融资发达程度、市场竞争程度、法律体系、金融业综合经营程度等相关因素相适应。比如,美国资本市场高度发达,外部股东主动核实企业信息并构成有效监督,是防范并承担风险的第一道防线,因此银行作为偿还优先级较高的债权人,独立核实企业信息的必要性不大,主动介入并控制企业的主观意愿相对较低。同时,高度竞争的金融市场中,无论银行还是企业都可自由选择合作伙伴、“用脚投票”,金融机构想掌握企业控制权亦不具备客观条件。而在日本,由于金融市场的外部约束较弱,外部股东作用有限,银行必须主动介入以获取企业信息,也有能力与企业建立紧密的资金和人事联系。

我国目前的银企关系模式较为模糊,既不像“盎格鲁—撒克逊”模式,也不像日韩模式。一方面,我国金融体系银行主导,却不能直接持股企业。长期以来,银行禁止直接持有企业股份,必须通过设立子公司,银行对参与企业日常经营和公司治理既缺乏动力亦缺少经验。另一方面,“盎格鲁—撒克

逊”模式前提的资本市场始终没有发展起来。上世纪90年代我国曾一度倾向于日韩模式，但由于日本泡沫经济破灭，又觉得日韩模式走不通，还是得走“盎格鲁—撒克逊”模式，但实际操作中三心二意，一遇到挫折就叫停IPO，资本市场发展不足是“盎格鲁—撒克逊”模式无法实现的重要原因。

长期看，我国最终需要为银企关系选择一种模式。“盎格鲁—撒克逊”模式可能是更好的选择，如果选择了就要坚持，不能一遇到挫折就叫停IPO。

短期看，“盎格鲁—撒克逊”模式不可能一蹴而就，现阶段可能仍需参考日韩模式，探索“主银行制”。对杠杆率较高、需要补充资本的大中型企业而言，“主银行制”的意义在于通过引入银行股东加强股东监管、强化内部制衡改善公司治理，从而实现企业经营绩效的改善。对小微企业、民营企业而言，融资难主要是由于评级、会计等市场基础设施尚不完善，信息不透明，投资者难以甄别企业质量。“主银行制”能有效改善银行、企业之间的信息生产、信息处理和信息流通，有助于提升融资可得性。上世纪90年代以来，随着金融市场的发展完善，日本的主银行制逐渐衰落，但很多中小企业仍保留了“主银行制”，其改善信息质量并增强中小企业融资可得性的优势是重要原因。

五、规则统一、功能齐全、信息透明、具有广度和深度的金融市场体系

（一）现代金融市场体系之于现代金融体系的重要性

发达的金融市场是现代金融体系的鲜明特征。作为全球第二大经济体，一个日益接近世界舞台中央的发展中大国，基于我国新的发展阶段、发展趋势和国际地位，要充分认识金融市场的重要性。一是建设现代金融市场体系是实现金融体系对标高质量发展的必然要求。与银行间接融资相比，金融市场在完善公司治理、增强信息揭示和加强风险管理等方面具有比较优势：金融市场通过较高的信息披露要求和透明度建立有力的外在约束，通过明确的所有权和经营权分离构建更有效的内在激励，同时发展金融市场可通过资金要素的市场化配置有力促进其他要素市场的市场化发展。二是建设现代金融市场体系是贯彻新发展理念的必要要求。“创新、协调、绿色、开放、共享”

的新发展理念以创新为首，而创新发展以发达的金融市场为有力支撑。只有金融市场形成比较完备的资本投资机制以及相配套的中介服务体系，才有可能加速科技创新成果向现实生产力的转化，推动科技创新创业企业从无到有、从小到大，形成新的经济增长点。三是建设现代金融市场体系是“去杠杆”的必然要求。要从源头上降低债务率，必须完善储蓄转化为股权投资的长效机制。关键是发展金融市场，通过大力发展股权融资补充实体经济资本金。四是建设现代金融市场体系是货币政策由数量型调控为主向价格型调控为主转变的必然要求。价格型调控为主的货币政策传导以金融市场为基础。金融市场合理定价、市场之间紧密关联，能够实现资金价格的联动和传导，是货币政策转向价格型调控为主的重要前提。五是建设现代金融市场体系是金融业对外开放的必然要求。历史经验表明，扩大对外开放会加快金融市场既有缺陷的暴露，只有金融市场自身过硬，才能充分实现扩大开放所带来的福利改善、效率改进、竞争力提升等积极影响。六是有弹性的人民币汇率需要具有广度和深度的外汇市场。有弹性的汇率是有效抵御外部冲击、保持本国货币政策自主性的重要保障，关键在于市场的深度和广度。七是人民币国际地位的提升也亟需金融市场的快速发展。发达的金融市场能有效满足境外居民持有人民币资产的多元化需求，会极大地提升人民币的吸引力，促进人民币在贸易投资中的计价结算功能的发展。

（二）我国金融市场体系仍存在诸多结构性问题

改革开放以来，我国金融市场从无到有，快速发展，目前已经初步建成了门类齐全、功能完备的市场体系，包括股票市场、债券市场、外汇市场、票据市场等。一些市场也具备相当的体量和影响力，如2017年末我国债券市场托管量达到74.0万亿元，规模升至世界第三。虽然我国金融市场规模已经不小，但仍存在诸多结构性问题：

一是直接融资占比低。从社融来看，2017年前11个月直接融资（企业债券净融资和境内股票融资）占比仅为6.28%，和主要经济体仍有差距，不仅低于美国、新加坡等成熟市场，也低于德国、韩国、马来西亚、日本等传统信

贷较活跃的市场。

二是影子银行急剧膨胀，劣币驱逐良币。近年来，我国影子银行急剧膨胀，潜在风险增大。影子银行资产在银行资产中占比已从2011年的17.2%快速提升至2017年的26.03%。FSB数据显示，2010年末我国影子银行在26个样本国家中占比仅2%，2016年这一比例已升至16%，这说明我国影子银行扩张速度明显高于其他国家。

三是债券市场结构性失衡。市场分割加剧。近年来，各监管部门均大力发展自身管辖下的债券市场（或类债券市场），并形成了不同的发行、交易及登记托管场所。国债流动性不足，税收政策是重要原因。现行政策下，只有持有至到期的国债才能享受税收的优惠政策，引导投资者持有到期，减少国债交易流通。国债收益率难以成为市场定价的基准，投资者转而将发行量大、不免税的国开债当作无风险收益率的替代基准。

四是股票投机特征明显。从基本制度看，股票发行注册制迟迟未能推出，也缺乏做空机制，导致股票市场缺乏自我平衡的能力，股价容易出现大幅波动。从市场主体的行为看，由于金融市场普遍存在的刚性兑付，扭曲了金融市场的风险溢价，推升了股票投资者对预期收益的要求，强化了投机性质。从市场参与者构成看，缺乏机构投资者，尤其是个税递延型商业养老保险不足。养老金等是国际市场上重要的机构投资者，由于我国养老金体制尚不完善，尤其是个税递延型商业养老保险不足，第二支柱、第三支柱尚未建立健全，而未能充分发挥稳定金融市场的作用。

五是严格的市场准入抑制了衍生品市场、外汇市场发展。微观监管部门对金融主体参与衍生品市场仍存在过于严格的准入限制，衍生品市场主要以交易类型为主，针对价格发现和风险管理的金融产品发展滞后。据BIS统计，2017年上半年美元和日元债券利率衍生品交易额分别为156.2万亿美元和40.8万亿美元，均相当于债券基础资产的3.5倍左右。2017年中国利率衍生品交易达到历史最高的14.4万亿元，但仍不到全部债券市场基础资产的20%，市场深度仍待提高。外汇市场一直强调人民币外汇衍生品交易的实需原则，所有外汇交易必须有真实、合规的贸易或者投融资背景。在资本跨境

流动仍存在较多限制的背景下，企业外汇需求净头寸方向变化不大，实需原则下银行只是根据企业外汇交易头寸进行外汇衍生品交易，交易方向基本一致，不利于外汇价格的发现，外汇市场广度和深度有限。

（三）构建现代金融市场体系的建议

现代金融市场体系应当规则统一、功能齐全、信息透明、具有广度和深度。理想对照现实，构建现代金融市场体系应从以下几个方面入手：

一是健全多层次金融市场。随着现代市场经济的发展和居民财富的积累，对金融产品、金融服务的需求多元化、差异化，必然要求构建多层次金融市场提供有效供给。要落实投资者适当性原则，使投资者能够享有与其风险偏好一致的金融产品和服务。

二是有效统筹、打破市场分割。现代金融市场是相互密切关联的整体，任何市场并不是孤立存在的，人为分割只会降低市场效率。同时，在缺乏整体统筹的背景下，单个市场的扭曲，往往反映为其他市场出现问题，如果“头痛医头、脚痛医脚”，只会“按下葫芦浮起瓢”。

三是消除定价扭曲。要健全金融监管体系，打击规避管制和监管套利，降低利率水平上叠加的不合理的制度成本和非正常的风险溢价；降低行政干预，使政府债券定价回归市场供求，反映真实的风险水平和流动性水平；取消政府性债券的税收优惠，提升国债的流动性，使国债收益率真正成为金融市场的定价基准。

四是彻底打破刚性兑付。打破行业保障基金“自我保护”的幻觉，改善金融产品的信息披露，加强投资者教育，形成“卖者尽责、买者自负”的市场氛围。

五是丰富金融产品，健全市场功能。要放松不必要的市场准入管制，培育和发展金融衍生品市场，实现充分的价格发现并为实体经济提供充分的风险管理手段和工具。深化外汇市场发展，加快深入推进汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，提高汇率波动容忍度，切实提高货币政策自主性。

六是培育机构投资者。完善养老金制度，推动发展个人税收递延型商业

养老保险，建立健全第二、第三支柱，提高养老金收益性，引导居民储蓄资金优化配置，充分发挥养老金等长期投资者稳定并促进资本市场发展的作用。

六、建设新时代现代金融体系的总体建议

理顺政府与市场的关系是建设新时代现代金融体系的基础。“使市场在资源配置中起决定性作用”，政府要避免对金融市场的直接干预，将资源配置的主导权留给市场，对广义政府活动硬化融资约束，减少对私人部门的挤出。“更好发挥政府作用”，应遵守公司治理的基本原则，完善金融国有资本管理。

以建设现代金融市场体系为纲，建设新时代现代金融体系。构建规则统一、功能齐全、信息透明、具有广度和深度的金融市场体系，重点是健全多层次金融市场，加强市场统筹，打破市场分割，消除价格扭曲，打破刚性兑付，丰富金融产品，健全市场功能，培育机构投资者。

适应金融业发展的金融立法是建设新时代现代金融体系的重要保障。金融立法要与时俱进，彻底改变分业立法、机构立法模式，加强统筹协调，增强金融法规的适用性，尽快填补立法空白，提高金融立法的科学性、前瞻性。

金融调控要重视货币政策在维护金融稳定中的重要作用。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，充分发挥中央银行在防范化解系统性金融风险中的牵头抓总作用。推动货币政策调控方式转型，关键是培育Shibor、国债收益率等市场基准利率，提高其交易性和代表性，真正成为资金定价的基准。

金融监管体系要与时俱进、平衡、激励相容。金融监管既是科学，也是艺术。要适应现代金融市场的发展趋势，基于机构的公司治理水平和自身监管能力确定综合经营的步伐和形式。要平衡守住风险底线与市场出清，平衡鼓励创新和引导金融服务实体经济。要实现监管的激励相容，明确监管目标，分离监管规制与执行，建立有效的薪酬体系和问责体系。

可探索控股公司模式，完善金融机构公司治理。建立“国有资本管理部门—控股公司（国有资本投资运营公司）—国有企业”三层架构，政府仅以

出资人身份管理国有资产，确保“政企分开、政资分开”。

完善金融机构市场化退出机制，要充分发挥存款保险平台的作用。落实《存款保险条例》“采取早期纠正措施和风险处置措施”的要求，保证及时校正监管规定的严格执行。

明确金融模式选择，可参考日韩模式，探索“主银行制”。以引入银行股东加强大中型企业的股东监管，改善公司治理，同时弥补评级、会计等市场基础设施的不足，提高小微企业融资可得性。

Study on Modern Financial Structure Development Direction and Related Problems

XU Zhong

(People's Bank of China)

Abstract: China's economy has changed from high-speed growth to high-quality growth. Finance is seen as the blood of the economy, thus building a modern financial system is the key of modern market economy in the new era. In the recent year, China's financial system construction has gained remarkable progress. The market scale has leaped to the forefront of the world, but the quality of development is still obviously insufficient. Finance and real economy are mirror images of each other. The problems exposed in the development of finance are not only the direct reflection of the structural contradictions of real economy in the financial field, but also the factors that lead to the inadequate development of financial reform.

The financial system should change its focus from "scale" to "quality", and the financial function should be expanded from "mobilizing savings, facilitating transactions and allocating resources" to "corporate governance, information disclosure and risk management". Accordingly, the construction of modern financial system in the new era should be based on straightening out the relationship between the government and the market, and also requires improvements on perfecting financial legislation, establishing financial regulation and supervision, reforming and perfecting the financial institution system, and building a modern financial market system.

Key words: Financial System, Financial Reform