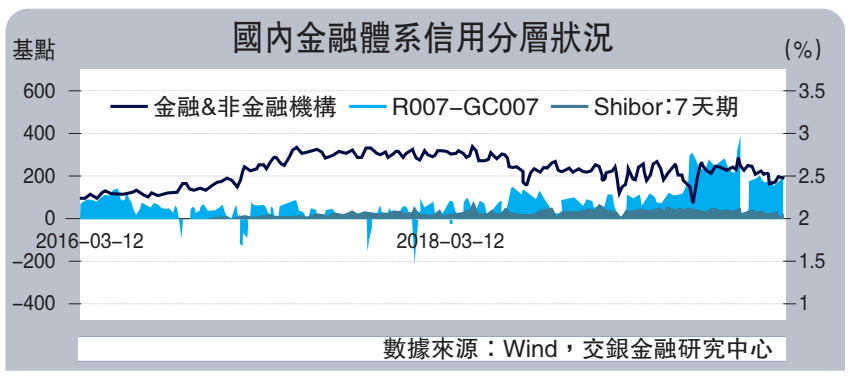
▲擴圍和吸引更多銀行資金參與到交易所債券市場是大勢所趨　法新社

市場互聯互通「一舉三得」

上周上海證券交易所發布《關於銀行參與上海證券交易所債券交易結算有關事項的通知》，對於交易所債券市場銀行參與主體擴圍以及參與資格等做出了相關規定。我們認為此舉將「一舉三得」：一是優化銀行資產配置；二是改善融資結構，提升直接融資的佔比；三是助力貨幣政策從數量型向價格型調控轉型。

交銀觀察
唐建偉
交行金研中心首席研究員



一、銀行更深入參與交易所債券市場是國內金融市場不斷發展的客觀需要。

該《通知》的發布是《關於試點期間上市商業銀行在證券交易所參與債券交易相關事項的通知》的延伸。基本體現了10年來國內債券市場的一系列變化，尤其是作為直接融資工具、金融要素資源流轉方面的變化。10年前，在上海、深圳交易所交易的債券餘額分別僅佔全市場的0.95%和0.26%，如今二者分別佔到8.87%和2.18%。可見交易所交易的債券已經得到長足的發展和進步，是國內金融市場不斷完善和渠道多元化發展的結果。從投資者結構來看，銀行是債券市場的絕對投資主體，交易所債券市場的逐步壯大，銀行對於交易所債券市場的參與程度也理應提高和深入，這也是深化金融供給側改革，提升金融資源互聯互通和推動金融要素自由流動，服務直接融資需求的客觀要求。

二、相關規定體現銀行參與交易所債市維持穩中求進、風險防控的思路。

《通知》本質是在前期上市銀行參與交易所債券市場交易基礎上的擴圍。通過對於參與者資格、範圍、交易品種的逐步擴圍和放開，其實充分體現了相關改革穩中求進的態勢。《通知》中對於銀行參與者的範圍由10年前試點時的邊界擴圍至城商行、外資行等，農商行、村鎮銀行等仍未納入。

然而，擴圍和吸引更多銀行資金參與到交易所債券市場也是大勢所趨。部分中小銀行未納入，或許有關部門考慮到小機構風險防控能力相對於大型銀行較弱，納入時機尚未成熟。並且《通知》對於市場參與申請者歷史財務狀況，如淨資產、連續盈利等也做了相關要求，結算風險防控思路較為明確。我們也相信未來會有更多的銀行參與到交易所債券市場中，然而政策改革推進的過渡期循序漸進是為更佳。

除從主體範圍、參與資格上對於交易結算風險有所防控外。銀行業金融機構更多地參與交易所債券市場，對於連通銀行間市場與交易所市場，減少兩個市場波動性背離，降低銀行與非銀之間的信用風險分層等都有積極影響。過去銀行間市場主要投資者為銀行，而交易所市場的投資者主體為非銀金融機構。兩個市場之間資金傳遞的相對「隔離」，造成過去銀行流動性偏充裕，而非銀機構流動性偏緊時，兩市資金價格則呈現價差擴大走勢。這很大程度上是市場結構分割帶來的流動性分層。隨着銀行業金融機構的深入參與，銀行與非銀機構之間資金跨市場流轉更加順暢，未來銀行與非銀之間形成流動性分層的風險將很大程度上得以緩解。

更多銀行參與交易所債券市場交易，本質上是推動了銀行間市場與交易所債券市場的互聯互通，不僅提升銀行資產結構優化空間，為直接融資發展提供資金支持，充分發揮直接融資在支持實體經濟中的作用，還能進一步暢通央行價格型工具到銀行間市場再到債券市場的傳導渠道。

從優化銀行資產配置的角度看，銀行更多參與交易所債券市場，給予了中小銀行資產配置上更多的選擇。尤其是金融去槓桿、表外資金流轉渠道進一步規範以及非對稱降息帶來息差壓力的背景下，銀行間市場與交易所市場更大程度連通，增加了部分銀行資產端創收渠道。

僅從銀行間市場觀察，中小銀行大多屬於流動性稀缺的市場參與主體，在銀行間市場與交易所市場存在跨市場參與「障礙」時，對於中小銀行而言，銀行間市場可能僅僅是其融入資金渡過時點性「難關」的場所。而市場的連通，也就存在了在銀行間市場融入資金，到交易所配置資產的可能。看上去似跨市場套利，事實上有助於兩市資金價格逐漸統一，於價格傳導和風險分散有益。但也需關注銀行資金過多通過交易所市場進入非銀金融機構進而推升資本市場槓桿的現象。

從改善融資結構角度看，銀行資金更多地參與交易所債券市場，對於改善國內融資結構，推動直接融資發展也是有利的。長期以來國內融資結構皆以間接融資為主，並且銀行間市場雖然規模巨大，但同業存單和金融債佔較大比重，剔除國債和地方政府債，與實體企業融資相關的直接融資品種就更少了。資金停留在銀行間市場，不利於服務實體經濟。

尤其是2016年底推進的金融去槓桿以來，隨着表外融資等融資形式的收縮，信貸在國內社融結構中的佔比不降反升，直接融資佔比在融資結構優化的方向上進展較緩。銀行參與交易所債券市場，有利於更大程度上激活國內直接融資市場的發展壯大。

從助力貨幣政策轉型期角度看，銀行作為國內金融系統中資產規模最為龐大的金融中介，在國內價格型貨幣政策調控中扮演着極為重要的「定價」接收和傳導的中介角色。銀行負債端接收到貨幣當局的價格型「調控」信號，進而優先將這種信號「輸送」到銀行間市場的同業券種、國債等。

而一些非銀行間市場交易的企業債或資產支持品種更多是受預期和標的資產價格變化而變化。促進市場間的互聯互通，也有助於銀行將貨幣當局的價格調控信號「直接」輸送到更加廣泛的市場邊界，提升貨幣政策執行的邊際效果。

▶分析料未來會有更多銀行參與到交易所債券市場　資料圖片

中國高校科研制度反思

廟堂江湖
沈凌
德國波恩大學經濟學博士

中美簽訂的首階段貿易協議，與其說是貿易協議不如說是技術協議，因為協議的前兩章都是關於知識產權和技術轉讓問題，而一開始引發糾紛的貿易反而被放在了第六章的小角落裏。這個安排並非偶然，因為這兩大經濟體未來交鋒的主戰場就是技術領域。

前一階段，美國動用國家力量，全球圍剿中國電信設備生產廠家華為，就是因為華為的技術達到了讓美國人感到恐懼的地步。美國擔心的安全問題不是既成的事實，而是未來的可能性，之所以擔心就是因為華為的技術已經超越了美國的可控範圍。這樣的案例現在還不多，屈指可數。但這是一個很重要的轉折點，那就是上述貿易協議開篇強調的：「中國從主要的知識產權消費者轉變為主要的知識產權生產者，中國認識到建立和實施全面的知識產權保護和執法法律體系的重要性。中國認為，加強知識產權保護和執法符合建設創新型國家，發展創新型企業，促進高質量經濟增長的利益。」

這個認識的轉折是和經濟增長高度相關的。正是基於過去四十年來的高速增長，中國經濟才有可能站在了這個轉折點上。過去我們總是在模仿，一直沒有超越。今天，我們在少數領域達到了世界前沿，在多數領域接近了世界前沿。正因為如此，對於知識產權的態度，應該有一個徹底的改觀。

有統計表明：中國的研發費用在2018年已經接近2萬億元（人民幣，下同），在GDP中佔比2.2%，而這個數字在本世紀初還僅僅是0.9%。相較於世界發達國家而言，也不算低（OECD的總體水平是2.37%）。考慮到中國人口的眾多，平均工資水平較低，在實際投入科技研發的力量上並不會表現得比統計數字弱。只不過，這個投入到目前為止還沒有得到很好的制度性保障和激勵。中國知識產權保護力度和技術研發的管理制度還相對落後，所造成的結果就是大量的研發力量並沒有真正用在科研創新上。

開年伊始，網絡上流傳出一篇發表在一級中文科研雜誌《冰川凍土》上的論文。該論文花費納稅人200萬（獲得國家自然科學基金重點項目資助），用掉數十頁的篇幅，卻在「論導師的崇高感和師娘的優美感」。這樣的論文並非孤例，馬上又有網友挖掘出《金融家》雜誌主編把自己十來歲的兒子的作文發表在了雜誌上；還有湖南師範大學前任校長張楚廷指導學生研究自己的教育思想，這樣的論文涉及徒子徒孫，累計下來居然已經有上百篇。

經費管理不夠靈活

除了這些滑稽的研發成果，大量的研發費用被挪用。也是今年年初，李寧院士被吉林省松原市中級人民法院以貪污罪判處有期徒刑十二年，並處罰金300萬元。作為教育界人士，筆者很同情現在體制下被拉出來示眾的同行。按照中國科研經費管理要求，可以用於請客吃飯購買器材，卻不可以用於科研人員的勞動報酬（最近略有改進）。與此相比照，在筆者唸書的德國，社會學科的科研經費作為博士生的工資，則是天經地義。

另外，現在的科研單位逼着大家去拿國家級課題，拿不到經費你就不能晉升職稱。用這樣的「激勵機制」去強迫大家花國家的錢，真是匪夷所思。追本溯源，科研項目只是證明你從事了研究這個過程，而並不一定說明你能夠達到目標。科研經費（項目），只是實現科研成果的一個條件，這個條件既不是充分的，也不是必要的。

打個比方，兩個小孩子都希望提高學習成績，一個小孩要家長花幾萬元錢進入培訓班補習，另一個小孩不要家長花錢，自己在家努力用功，最後兩人都考出了好成績。到底是哪個更加值得表揚呢？理性的家長首先會表揚那位既考出了好成績，又沒有讓家長花錢的孩子。

目前中國高校的考核機制並不符合科研管理的內在規律。從這個意義上看，想要實現從知識產權的消費者向知識產權的生產者的轉變，還有很多制度性變革需要實施。

掌握寬按機會　靜待紅利釋放

樓市新態
汪敦敬
祥益地產總裁

我是一個出身白手興家的窮光蛋。我的出身令我明白社會並不容易給到你公平。但是我們必須要知道：上天其實是公平的。因為機會從來都是不斷出現的。有人說機會被不公平所剝削，這是因為他們不知道：機會係源於「變」而來，只要是改變，無論是福、是禍都會衍生機會。

因為世道不斷改變，所以機會不斷出現。在「變」之下，人人平等。因為聰明人只屬少數的關係，大多數人做的決定多數都是錯的，人性更加令機會重新分配在少數人手上。別人成功因為他掌握到過去的「變」，但今日因變衍生的機會是人人公平的，除了你放棄及去破壞之外，無人褫奪到你今日的機會。

▲業內指，上車首期成本大降的紅利尚未釋放　中通社

2007年美國出現次按危機，我當時認為美國金融必繼續惡化、形勢將轉向內地及香港，大轉變令大機會來臨，所以從2008年起開始每年在年初撰寫「我對樓市的十大忠告」等探討新常態的文章。有關投資方向令我在過去12年得到愉快的投資回報。而文章的支持者及共鳴者不少都在這段時間得到十分豐富的收穫。

十二年後，我們眼前又再出現了「大變」，自然也衍生了大機會。在2019年暴動之下，政府放寬了樓宇按揭。

2019年10月的施政報告，政府宣布放寬按揭保險計劃的樓價上限，九成按揭貸款的樓價上限由400萬元提升至800萬元，八成按揭貸款的樓價上限則由600萬元提升至1000萬元。換言之，800萬元或以下的物業只需一成首期。果然世事常變，在變的過程中是有痛楚但亦有新的機會。

在市場結構極為穩定的香港樓市，如果沒有「變」的出現，以上難得機會是不可能出現的。

也一如既往，當機會來臨的時候大多數人都會放棄及向悲觀方向看。

未來最長三個月的入市時機。大家都忽略了上車的首期成本大幅減低，最重要是這個紅利還未在市場反映出來，我認為年輕人自己能在承擔風險的情形之下去掌握這次機會。