

“十四五”規劃金融改革要點及香港的角色優化

內容提要

近日國家發布《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和二〇三五遠景目標的建議》，其中有關金融發展的內容備受矚目。總體而言，深化改革將是國家“十四五”時期金融發展的主線，而金融改革也將貫穿於社會經濟發展的各個層面。其重點內容包括建設現代中央銀行制度、完善現代金融監管體系、推進資本市場改革行穩致遠和以金融科技的發展與安全實現服務實體經濟與發展普惠金融的統一等。作為“一國兩制”下國家重要的國際金融中心，香港在“十四五”時期金融改革中的制度借鑒、市場聯通、風險緩衝及先行先試等角色，料將得到進一步優化升級。

作為國家構建新發展格局、開啟實現第二個百年奮鬥目標新征程的綱領性文件，《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和二〇三五遠景目標的建議》（以下簡稱《建議》）近日正式發布，隨即引發全球關注。在《建議》的第六部分“全面深化改革，構建高水平社會主義市場經濟體制”中，有關金融改革的內容更是讓市場和投資者充滿期待。本文擬從“十四五”規劃金融改革要點分析出發，結合現實情況，探討香港在“十四五”時期金融改革的角色優化。

一、“十四五”規劃金融改革要點分析

縱觀整份兩萬餘字的《建議》，對金融發展做出若干部署，全文共16次提及“金融”，有32字關於資本市場的表述。金融發展除了集中在第六部分“全面深化改革，構建高水平社會主義市場經濟體制”的表述外，其他內容也散見於“堅持創新驅動發展，全面塑造發展新優勢”、“暢通國內大循環”、“健全農村金融服務體系”、“維護金融金融安全”、“提高參與國際金融治理能力”等各部分，突顯改

革將是國家“十四五”時期金融發展的主線，而金融改革也將貫穿於社會經濟發展的各個層面。可從以下四個方面來重點觀察：

（一）首提“建設現代中央銀行制度”，夯實金融發展基礎

相較於“十三五”規劃建議，建設現代中央銀行制度是《建議》全新內容，體現“十四五”時期金融建設緊扣現代與創新的新特點。

從全球金融發展的歷史來看，中央銀行制度是最重要的現代經濟制度之一，在國家金融制度體系中居於基礎地位。1694年英格蘭銀行成立，標誌著中央銀行制度正式出現；美國在1907年銀行危機後，對中央銀行制度進行了創新探索；1929年經濟危機爆發後，凱恩斯主義興起，1946年英格蘭銀行被收歸國有；上世紀70年代，在主要西方國家經濟陷入“滯脹”、貨幣學派和新古典主義崛起、佈雷頓森林體系瓦解的背景之下，中央銀行制度邁入現代化階段。與傳統中央銀行制度相比，現代中央銀行制度更加註重價格穩定、運用價格型調控框架、與公眾溝通、獨立性和金融監管等五方面內涵。

從國家金融發展的歷程來看，針對中央銀行制度建設進行了一系列改革探索。1983年國務院決定由人民銀行專司中央銀行職能；1993年開啟強化與完善現代中央銀行制度進程；1995年《中國人民銀行法》正式頒布，標誌著中國中央銀行制度邁向法治化新階段；近年來，國家對人民銀行職能配置作出新規定，強化宏觀審慎管理、系統性金融風險防範、金融基礎設施統籌職責，以適應高質量發展需求。在經濟發展尚處於轉軌過程、國家金融安全穩定形勢複雜嚴峻及金融科技深刻改變金融業態的背景之下，目前金融領域仍存在金融風險處置、產業政策和投融資政策對貨幣政策形成倒逼、調控易鬆難緊、宏觀槓桿率易升難降等問題。

從“十四五”時期現代中央銀行制度建設的主要內容來看，在堅持“服務實體經濟與高質量發展”、“市場化法治化取向”、“全球化國際化方向”和“完善中央銀行內部治理體系”四大基本原則的基礎上，將基礎貨幣投放機制和市場化利率體系建設作為兩大支柱，從而構建涵蓋目標體系、調控體系、傳導機制及金融基建的制度規範。其中，穩妥推進數字貨幣研發，既是對近來央行數字人民幣試點的充分肯定，也對於完善國家貨幣層次、豐富基礎貨幣內涵具有開創性意義，更可為全球現代中央銀行制度建設提供更多具中國特色的嶄新實踐。

(二)完善現代金融監管體系，擺正金融發展與規範之間的關係

《建議》提到，“十四五”時期要以提升透明度和法治化水平完善金融監管，以預防、預警、處置、問責實現金融風險監管全覆蓋。

從金融監管的頂層設計來看，“完善”意味著“十四五”時期將基本延續現有監管體系，無疑是對近年來改革思路的正面肯定。自 2018 年開始，中國從三大層面對金融監管體制進行調整：中央層面，設立國務院金融穩定發展委員會，從國家層面統籌協調涉及金融穩定和改革發展的重大問題；部委層面，在強化人民銀行宏觀審慎管理和系統性風險防範職責的同時，合併銀監會和保監會，形成“一行兩會”監管體系；地方層面，組建地方金融監督管理局，確保中央、部委決策可真正落到實處，也為將金融風險控制在發生地、避免全國蔓延提供責任載體。預期“十四五”時期將進一步強化央行在金融監管方面的突出地位，這也與現代中央銀行建設一脈相承。

從金融監管的內部生態來看，“完善”意味著“十四五”時期將面對全然不同的金融業態和行業風險。隨著中國經濟總量提升、市場開放提速和改革不斷深化，中國金融從以傳統信貸業務為主導的單一業態，發展成為集信貸、貨幣、資本市場、金融科技、財富管理、支付清算等多項業務為一體的多元化市場業態，中國金融已從傳統、落後的計劃性金融，轉變成初具現代化金融功能特徵的市場化金融。與之相伴的是，金融風險也由改革開放初中期的單一機構風險(即主要是資本不足風險)演變為機構風險與市場風險並存的格局。預期“十四五”時期將以提升透明度和法治化水平作為完善金融監管的兩大著力點，力爭金融監管總體水平適應經濟高質量發展需求。

從金融監管的外部生態來看，“完善”意味著“十四五”時期全面提高對外開放水平將給金融監管帶來全新挑戰。《建議》在第十一部分提到，以“建設更高水準開放型經濟新體制”、推動“一帶一路”高質量發展和積極參與全球經濟治理體系改革來實現更大範圍、更寬領域、更深層次的開放。與擴大開放相對應的是，金融風險也將從國內市場擴展到跨境及國際市場，涉及跨境資本流動導致資產價格波動、匯率大幅波動、房地產市場價格調整以及金融機構流動性和倒閉風險增加、國際監管合作難度提升、高額債務風險上揚等。因此，“十四五”時期的金融監管需要統籌國內國際兩大市場，充分覆蓋金融風險分佈的各個環節與所有時點，預期將是一個借鑒國際先進經驗、切合中國實際國情、兼具適應性、競爭力和有效性的監管過程。

(三) 推進資本市場改革行穩致遠，提升制度化和國際化水平

從《建議》相關內容可見，註冊制全面實行、退市機制常態化與直接融資比重提升是資本市場建設的目標任務，而金融雙向開放則是完成目標任務的有效途徑。

追蹤近年國家對資本市場改革的提法變遷，不難發現過去屢屢提及的“多層次資本市場建設”似未出現。事實上，今年是中國資本市場建立三十週年，通過改革開放以來，特別是“十三五”時期的持續努力，目前中國已初步形成涵蓋上海(主板+科創板)、深圳(主板、創業板、中小板)、北京(新三板)以及在全國多地蓬勃發展的股權交易中心(四板)及私募市場在內的多層次資本市場體系。截至今年 10 月底，滬深兩市上市公司逾 4,000 家，總市值超過 70 萬億元人民幣。相信《建議》是在肯定“十三五”資本市場建設取得決定性成就的基礎上，重點部署未來五年資本市場改革的主要任務。

從資本市場改革方向來看，問題導向愈加彰顯。目前中國資本市場存在主要的問題包括核心功能需重新定位(從重視單一融資功能過渡到融資、財富管理和資源優化三者並重)、上市企業質量極待提升(企業整體盈利能力、成長性及可持續性不足)、投資者結構需進一步優化(個人投資者規模龐大導致非理性交易及上市企業業務專注不足)，以及透明度監管有待提高(虛假資訊披露、操縱市場、內幕交易等違法行為時有浮現)等，註冊制與退市制度的推進可謂有的放矢、對症下藥。

從註冊制落地實施來看，上海科創板開板成為標誌性事件。截至 11 月 4 日，科創板上市企業達 191 家，總市值約 3.06 萬億元人民幣，分別佔上海證券交易所上市企業總數和總市值的 10.84%和 7.19%。值得一提的是，今年前三季上海證券交易所全球 IPO 融資規模中排名第一，其中以六大新興產業為主的科創板首次集資額佔比約 53%。預期“十四五”時期註冊制推進將按照中國金融改革從增量到存量，再到全市場推廣的特點，形成從科創板到創業板、再到整個 A 股市場全覆蓋的“三部走”改革佈局。與註冊制的“開源”相輔相成的是，退市制度意在“節流”，通過上市公司優勝劣汰保證市場資金流向真正的優質企業。中國證監會數據顯示，自去年以來，A 股市場已有 24 家上市企業被強制退市，是之前 6 年總量的兩倍。另外，隨著新《證券法》實施和《刑法》修正案擬提高欺詐發行刑罰標準，中國資本市場發展的“建制度、不干預、零容忍”方針將在“十四五”時期得以落實。

《建議》中有關“提高直接融資比重”的提法是對“十三五”規劃建議的沿用，並彰顯資本市場制度改革在直接融資中的重要作用。央行數據顯示，今年前三季新增社融中企業債券佔比 13.8%，同比提升 1.9 個百分點；非金融企業境內股票融資佔比 2.1%，同比提升 1 個百分點。兩者相加，直接融資佔比 15.9%。預期“十四五”時期資本市場改革將進一步提升直接融資比重，勢必成為引導市場利好的政策導向。

(四)以金融科技的發展與安全實現服務實體經濟與發展普惠金融的統一

《建議》堅持創新在現代化建設全局中的核心定位，把科技自立自強作為國家發展的戰略支撐，進一步突顯金融科技在未來金融改革的重要地位，是實現經濟高質量發展和提升人民生活品質的重要手段。

從金融科技發展的歷程來看，科技進步為更多更好地滿足普羅大眾金融服務需求提供重要可靠的技術支持。一方面，中國銀行業金融機構逾 4,000 多家，其中 99%是中小銀行，具有紮根基層、普及大眾的天然屬性，但個別機構盲目擴張、偏離主業、股東結構複雜等風險問題仍較突出，推進中小銀行深化改革是金融改革的重要步驟；另一方面，金融科技的力量在一定程度上可打破金融供給在時間、空間上的約束，提升金融服務質量、效率和可獲得性，不僅形成獨立金融業態，也可助力傳統金融業管理風險、拓展客戶。預期“十四五”時期金融科技將努力抓住新一輪技術革命機遇，將推動金融轉型升級、引導數字普惠金融發展、推進官方數字貨幣發展與監管科技進步四位一體，保障金融科技長遠健康可持續發展。

近期螞蟻金服集團在招股結束後被內地與香港監管部門暫緩上市，為中國證券史上首例，也勢必成為金融科技發展史上的重要事件。作為一家 2.1 萬億市值、今年上半年放貸總額逾 1.7 萬億元人民幣的金融科技企業，螞蟻金服可能成為全球史上規模最大的上市集資企業。從四部委約談企業主要負責人到網絡小貸辦法緊急出台，顯示金融監管對金融科技的覆蓋正在加快推進，透過信息披露等監管手段維護投資者特別是中小投資者合法權益，成為中國資本市場監管的根本職責。究其原因，金融科技企業不僅是科技企業，也是金融企業，必須納入整體金融監管的範疇。預期國家有關金融科技的監管舉措將陸續有來，金融科技企業勢必面臨新監管規則下的業務模式調整。金融科技企業只有在守住風險底線的情況下，擁抱並適應新監管體系，才能獲得進一步發展和新突破。

敬畏市場、敬畏法治、敬畏專業、敬畏風險無疑將成為金融科技未來發展必須面對的監管基本取態，也預示“十四五”時期金融全面監管時代的來臨。

二、香港在“十四五”金融改革中的角色優化

作為“一國兩制”下中國重要的國際金融中心，香港在“十四五”時期落實《建議》金融改革內容中勢必扮演重要而特殊的作用，其制度借鑒、市場聯通、風險緩衝及先行先試等角色料將得到進一步優化升級。

香港在“十四五”金融改革中的角色優化主要源自三大背景：一是全球經濟發展格局深刻變革，中美從合作轉向競爭，儘管香港也面臨一定程度的制裁壓力，但其作為國家獨立關稅區的特殊作用將有更多發揮的可能性；二是中國在百年未有之大變局之下，將充分利用戰略機遇期，香港可更好地融入“暢通國內大循環、促進國內國際雙循環”新發展格局，在國家發展中發揮更重要作用；三是在港區《國安法》實施，社會趨於穩定，防控疫情與經濟復甦雙管齊下背景下，配合國家金融改革進程將有助香港化解經濟結構長期失衡問題，緩解社會發展的深層次矛盾。具體而言，香港可在四個方面發揮重要作用：

（一）香港的制度優勢可為國家金融改革提供借鑒與參考

“十四五”時期中國改革將逐漸從要素、商品流動轉向市場化制度、規則建設，金融改革更是遵循這一發展軌跡。作為相對發達和成熟的國際金融中心，香港具備完備成熟的市場經濟制度、高效便捷的政府及社會配套服務機制以及開放聯通的國際網路平台。特別是在金融領域，香港擁有多年實踐經驗，形成了東西交融、行之有效的管理標準、治理規則和制度規範。因此，在國家構建現代化金融體系和資本市場建設進程，香港應可從制度設計、具體操作與風險防範等方面提供正反經驗，為國家金融改革提供參考意見。

（二）香港的“雙聯通”角色可進一步助力國家金融改革開放

因應國家“雙循環”發展戰略，香港可在連接內地與世界方面更好發揮“雙聯通”作用。一方面，自2014年11月開始，滬港通、內地與香港基金互認、深港通和債券通等相繼開通，至今運行平穩有序，內地與香港金融的聯繫愈加暢通與便利；另一方面，透過香港市場，內地金融走出去步伐日益加快。從H股來港上市、人民幣清算、QFII和RQFII試點

到點心債發行，內地金融改革開放的諸多步驟均源自香港。最近深圳改革推進中提及的存托憑證上市，其構想最初也起始於香港紅籌股。截至今年10月，內地企業佔港股市值與成交的比重分別提升至81.2%和86.1%，相信這一趨勢在“十四五”時期將得以延續。

(三)香港作為國家金融改革防範風險的緩衝地帶，其作用更將彰顯

在中美角力從貿易摩擦向科技、金融領域不斷蔓延的背景之下，美國上市中概股，特別是重磅股勢必感受到前所未有的壓力，香港成為中概股回歸上市的重要目的地。其背後的原因之一是香港在上市承銷、審計、會計、律師、稅務等專業服務方面有集群優勢，針對內地經濟金融的配套研究、分析比美國市場更為系統和到位。相信“十四五”期間中概股返港上市仍將成為中國企業規避風險、尋求集資和提升估值的重要選項。另外，作為國家金融改革開放的重要舉措，“一帶一路”倡議落實過程中也可為香港金融發展提供機遇。香港地理上處於“一帶一路”中樞位置，對相關地區投資環境、法律制度、營商及理財模式相對較為熟悉，既可透過貸款、發債、上市及其他資本運作服務安排為相關企業基建專案融資，又可在一定程度上分散內地金融開放中獨自面對地區敏感性風險和衝突的可能性，為防止金融風險蔓延構建一堵“防火牆”。

(四)香港作為國家金融改革“先頭兵”效應可充分釋放

從歷史上看，香港一直是國家金融改革市場化、國際化發展的過渡區，即許多對內地較為敏感或暫不適宜全面推行的開放與改革措施在香港市場率先試行，通過實施、監測與評估和積累經驗，日後再考慮在內地複製或全面推行。即使在目前內地自貿區全面開花的背景之下，香港這一傳統角色也並行不悖。今年以來，有關擬開放港澳律師在大灣區執業措施引發熱議，相信“十四五”時期大灣區金融及其配套制度建設“先行先試”陸續有來；近期有關QDII重啟並增加額度的消息受到關注，這與香港打造以金融產品為導向、以財富管理和金融服務為核心的“金融購物天堂”、以及建設資產管理中心的目標是一致的，香港可發揮更多作用。展望未來，在國家金融改革深化和科技創新引領之下，香港既可藉機發展創科產業，也可在傳統金融領域強化創新科技與創新金融的深度融合，充分耕耘IPO、財富管理、人民幣離岸市場，在促進經濟轉型的同時，進一步推動國際金融中心建設向縱深發展。