



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2018 年第 2 期 总第 2 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 叶静 曹明明 鞠琳琳 方垚豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

地方交易所的现状与前景

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：熊焰（国富资本董事长）

一、地方交易所的沿革与现状

地方交易所特指地方政府批准设立与监管的非标、非公众、区域性的要素交易场所，而不是深沪股市那样国家级的金融标准化的交易所，是一个非常小的行业。地方交易所这个行业在中国是从 1988 年左右开始的。1988 年 5 月中国首家产权交易市场武汉市企业兼并市场事务所诞生，到 1994 年全国共成立相关的产权交易机构 174 家。当时的产权机构在为国有产权流转做服务之外，把更多的热情与精力放在了初级企业的股票，也就是所谓的一级半市场。当时在全国比较知名的有汉柜、成都的红庙子、天津的天柜，都是非常红火的市场，企业的发展、股权融资起到了一些作用，但是也造成了一些局部混乱。到了 1994 年 4 月国务院办公厅发出明传电报 12 号《关于加强国有企业产权交易管理的通知》，暂停产权交易市场活动，这个行业进入到阶段性的清理整顿与低潮阶段。到 1997 年 11 月，受亚洲金融风

暴影响，全国金融工作会议决定对涉嫌场外非法股票交易的产权交易机构进行治理整顿。这是这个行业的第二次清理整顿与低潮，除北京、上海等一些中心城市的市场还存在之外，全国范围内这个行业就停摆了。

这个行业的引爆点大约发生在 2003 年。当时经过整合后的国务院国资委成立，面临数以万亿计的国有资产、国有产权如何流转的历史性的任务。国有产权的流转在全球都是一个国际级、世纪性的难题。因为国有产权流转，在技术上很复杂，在政治上很敏感，质疑起来很容易，辩护起来很困难。国有资产流失这个最大的魔咒，始终高悬在业界、管理当局以及交易双方身上。国际上关于国有资产的处置，基本上是两个大的思路：一个思路是行政化的处置，另一个思路是市场化的处置。从过去三、五十年来看，一些市场化的国家用行政化处置的思路，比如德国、法国，都成立过专门处理国有资产的相关政府部门，比如私有化部，托管局等等。反倒是苏联、东欧的处置比较市场化。我们知道苏联在上个世纪 90 年代后有一个世纪大拍卖，由哈佛大学的一批知名经济学家做的俄罗斯私有化方案，但是最终的社会结果并不令人满意。

中国的国有产权的处置也基本按这两个逻辑思路向前进行探索。这个探索大约是从 80 年代中期开始，到 92 年邓小平南巡讲话之后，这一段达到了一个高潮。我们对于行政化处置的总体评价就是要用非所长，哪怕再能干的市长来处置该市的国有产权、国有资产也很勉为

其难的，因为市长并不擅长卖东西，国有产权转让毕竟还是卖商品、商品流转。当时山东诸城地区有一个叫陈光的市长，把该市大概上百家国有集体的资产一次性全部卖光，人送外号“陈卖光”。这种行政化的处置现在评价起来，轻则资产盲目流动，重则导致国有资产流失腐败，公众不满意。

行政化处置失效的情况下，另一个选择就是市场化。从 90 年代到 03 年左右，人们发现市场环境不允许完全市场化。因为企业国有产权的转让是一个复杂的、高级的商品流转行为，它要求比较好的市场环境。第一，当时中国产权清晰与利益关联不够，国有资产归全国人民所有，但是这个资产的处置权以及处置收益的分配权（剩余分配权），跟处置的相关当事人没有直接、清晰、稳定的联系。第二，个人诚信与企业信用还不够，这个问题至今中国还没有解决。第三是中介评估体系，因为这种处置必须透过会计师事务所、律师事务所、评估机构等一系列的专业评估机构的服务才能够达成。这个评估机构的能力、水平、操守离比较合适的要求还有很大的差距。另外就是委托代理人和职业经理人制度，至今这个问题还没有很好解决，接下来就是法律和金融的支持。所有这些都告诉我们，从十几年前到今天，中国还不具备完全市场化处置所需的市场、社会、政策环境。

国资管理当局、国有企业、地方政府，都在进行着认真的思考与尝试。尝试过经济评估的方法，卖企业国有产权最关键的问题就是估值问题，结合重置成本法、收益折现法和市场法，结合地区、行业的

中线水平，做出一个价值评估来。最后发现任何评估往往只能给出企业价值之一般，绝不能给出企业价值之具体与特殊，根本做不到精准。另外也有思考与尝试组建类似俄罗斯克格勃那样的强力机构来监管国有资产。比较组建强力机构的综合社会成本和省下的国有资产，发现可能得不偿失。也有人提出要发动群众，那显然更是南辕北辙。

在这样一系列的思考与尝试的过程中，在 2003 年国务院国资委成立了，国务院国资委成立对国有产权流转是一个重要的决定因素，表明中国国有产权、国有资产损益的终极责任人出现了。过去国有产权、国有企业，特别是央企，可以说是九龙治水，不同的政府部门，发改委管规划，经贸委管技改，财政部管企业出资，不同部门分兵把口，但是对企业损益特别是亏损的终极责任的划分不清楚。国务院国资委 03 年成立之后，终极责任人的角色出现了，接下来出现了一些喜人的变化，国务院国资委的相关管理部门，比如产权局、规划局等相关的部门开始认真思考与尝试中国产权流转的逻辑。

据我们侧面观察，逐步形成了这样一些基本的思考与共识：第一，尽可能压缩行政处置的空间。国有产权流转本质上是一个商品转让行为，与行政权力是不挂钩的，无论权力多大都不要介入具体的一个企业股权的转让，比如卖给谁以及如何定价问题。第二，当宏观市场环境短期内不可能完全改变的情况下，划出一个“特区”强制要求国有产权流转必须在特定的空间和环境中进行交易，即强制进场交易。第三，国务院国资委没有采取传统政府部门自建厂的办法，而是选择了

已经在市场上运行的产权市场，提出了若干个选厂的标准，达到标准就可以承担国有产权流转的任务。一个省级单位选择一家机构来承担这样一个任务，选厂而不建厂。第四，允许特例。中国任何好的改革措施，如果不允许特例，“一刀切”实施起来也会很困难。因此国务院国资委对于产权流转允许特例，比如纯国资之间可以相互无偿划转，同一企业集团内部资产和产权可以相互划转，等等。允许一些特例，但是把空间压缩得非常小。最重要的是在产权市场中实行一个好的市场制度。任何好的制度都是比较简单的。产权市场的制度设计也是如此，就两个主题词，公开和竞争。

通过高强度的、高质量的信息披露，把国有产权要流转的信息推送到有需求的几乎所有的人群。这样一个办法最大限度地发现了受让人。当年拍卖行业在周末小报内做小广告的信息公示，很少有人能看到这种广告。而产权市场信息披露的强度，圈里、行内成百上千、上万的人都知道，北京产权交易所、上海联合产权交易所天天在推送这种信息，同时产权交易行业协会，即产权行业的联合体，包括原来北京的金马甲这样的机构，把行业的这种信息更大范围、多维度地发送出来。公开的另外一个好处是割断了特定的利益输送通道。中国特色的当事人或者相关的人想搞一点小动作可能是经常发生的，而堵塞这种特殊利益通道最好的办法就是让信息公开。信息公开最大的好处是把任何可能私相授受、鸡鸣狗盗想法的成本大幅度提高。还有一个好处是保证了公众的知情权。从法理上讲，我们的国有资产是归全国人

民所有，让全国人民这个所有者有知情权的最好办法就是信息披露。特别是如果一个具体标的企业的国有产权的转让涉及到一些特定的利益相关方，比如说债权人、该企业的员工的切身利益的时候，如何让他能够有知情权，最好的办法就是信息高强度公开披露。此外有一个好处是保护了当事人。国有产权转让企业的负责人，批准单位的负责人，实际都是战战兢兢的，大家头上都悬着国有资产流失的这样一把利剑，如何让这些人很坦荡、心情愉快、没有后顾之忧地来推动这个工作，最好的办法就是让信息透明，所有环节都没有死角，都是透明的，这对当事人是最大的保护。

这个产权市场制度的另外一个设计原则叫竞争。我们一想到竞争，争的是权力、关系，还是比能力，比价格。当时产权市场的相关设计人员对不同的比较方法应该是做过思考的。比如一个企业，特别是有限责任公司，不仅仅是资合，还要人和，因此要有一定的能力。但这个能力很难比较。最简单的比较，特别是卖掉国有产权的这种状况下，最好的比较就是价格竞争，通过竞争来发现价格，通过市场的供求、交易的方式、价高者得来发现价格。现在产权市场的制度设计就是当挂牌期结束的时候，只有一个受让人的时候，按照挂牌的价格可以协议成交。有两个以上就要采取不同的价格竞争方式，如何充分把这个价格达到可能的最高点还是很有管理能力和技巧的。另外价格竞争机制还有一个好处就是有利于和谐社会。因为假设大宗产权交易出现了竞争，竞争各方为完成交易需要做大量的前期工作，也就是实际的行

业说的尽调工作，大规模的项目的尽调花几百万甚至上千万都不稀奇。如何让花费巨大成本的各方，尤其是输了那方心甘情愿。最重要、最好的解决办法就是通过竞争，没有拿出更有竞争力的价格输了就心甘情愿了。

通过十几年这样一系列的制度安排与逐渐的实践探索，中国的产权市场建立了一个程序明确、信息透明、多方竞争的真市场，确保解决了国有产权流转的基本问题。国有产权流转的基本问题大概包括产权该不该流转？该以什么方式流转？该到哪里流转？谁有资格来购买？采取什么样一种竞争方式等等。最终是确保国有资产的保值增值，杜绝流失。同时国有产权通过实践得到了上位法《企业国有资产法》的支持和主管部门国务院国资委的全力支持，形成了一支稳定的队伍，有一个全国性的行业协会，中国国有产权交易机构协会，也形成了一定规模的市场。这实际就是中国地方交易所的引爆点，也就是起点。

在此起点上，在各地方政府的支持下，从2008年到2012年期间，全国性的地方交易所进入快速扩张阶段，北京在那几年基本沿着权益市场、商品市场、金融市场的轴线在迅速扩展交易市场体积。比如最早的2008年8月5日北京环境交易所揭牌，2009年8月13日中国技术交易所揭牌，2009年11月23日中国林权交易所，2010年5月30日北京金融交易所揭牌，推动的速度是比较快的。

根据观察，我们把目前的地方交易所分成了三大类，金融资产类、权益类和商品类。金融资产类，有十家左右金融资产交易所和七十几

家金融资产交易中心，其中 2/3 是在正常运行着。权益类有国有产权、环境权益、知识产权、林权、矿权等等。还有以大宗商品和特殊商品为代表的商品类，大宗商品包括石油、铁矿石、棉花等生产资料组，还有艺术品、红木等特殊商品。北京各种各类的交易场所大约 52 家左右，其中 28 家正常运行。



图 1：交易所分类

目前这些交易所几个典型，第一个是北京产权交易所，前身是北京产权交易中心和中关村技术产权交易所。我是 2003 年加入到中关村技术产权交易所，2004 年参与了北京产权交易所的运营。北京产权交易所的业务目前分五大类，企业国有产权转让、国企增资扩股、国企资产转让、行政事业单位资产处置、涉诉资产处置。2017 年总成交金额是 2253 亿，业务收入大约 8.76 亿。另外一个行业标杆性的机构是北京金融资产交易所，2010 年 5 月 30 号揭牌，现在的业务是企业信用债发行与交易、非标债权交易、国有金融产权转让这三大类的业务。因为有企业信用债这个标准化金融产品的发行，交易额特别

大，2017 年的成交额大约 5 万亿左右，营业收入是 5.63 亿。

2015 年到 2017 年全行业的交易额的发展速度比较快。2014 年 1.55 万亿，2015 年就到了 3.76 万亿，2016 年是 7.92 万亿，2017 年是 7.9 万亿。2017 年全行业 12 类业务的成交总数大约 164 万宗，交易规模是 7.9 万亿，与 2016 年基本持平。北京金融资产交易所因为得到中国人民银行及所属银行间交易商协会的授权，可以开展标准化的企业债券的发行与交易业务，它的年交易额已经占到全市场交易份额的 70%以上。因为这类业务是不可复制的，如果剔除掉北京所的业务，其他 11 类的业务的比例。如下面饼图所示：

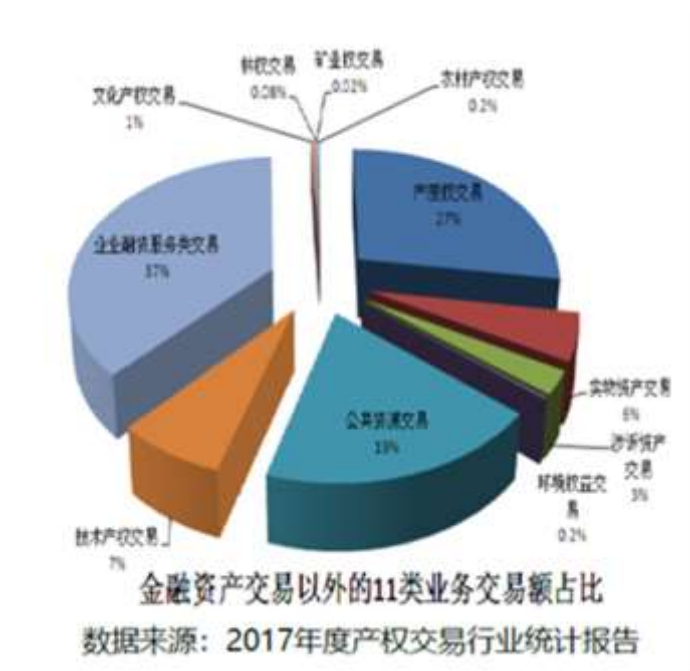


图 2：金融资产交易以外的 11 类业务交易额占比

关于整个地方交易所监管格局清理整顿。全国性、标准化、涉众的金融交易所由一行两会批准设立并监管，非标准化、不涉众的地方交易机构由地方政府（金融局、办）批准设立并监管。基本监管原则

为“谁批谁设立，谁负责监管”。2011年国务院对各类交易场所开始进行清理整顿，出台了国发（2011）38号文及国办发（2012）37号文。设立了证监会牵头的联席会议制度。

过去一年时间内清理整顿回头看贯穿了全年行业的走势。行政办陆续下发了四、五个文件，本质上、实际上是对38号文、37号文进行具体的细化。要求各地进行白名单或者黑名单的公示，金融资产交易场所迎来规范监管，股权交易场所基本整合完毕，OTC模式基本退出、微盘微交易整体关闭、邮币卡发售全面叫停，商品类交易场所关停并转，风险监测防控平台试点开始推广，清算组模式开始迎来发展的契机，国家部委牵头落地全国性的地方交易所，期交所布局大宗商票交易等一系列动作。这一轮的清理整顿回头看对行业的业务形成了一定的压力，但是也理清了行业发展的边界与方向，对于行业的长久发展是有好处的。

二、 地方交易所的特征与定位

地方交易所快速发展的原因：中国尚处在市场经济的起步阶段，市场体系还不完备。从1992年开始算，中国建设市场经济体系二十几年，整个市场体系还处在发展的初期，市场体系不完备，缝隙很多，空间还很大，特别是跟地方的结合上，另外金融支持实体经济还显得不够。地方很多具体的需求与区域的特殊要求没有得到满足，因此金融支持实体经济需要特定的通道与工具，也就是行业性、区域性的市场平台。中国的金融市场本质上是一个舶来品，自上而下，不太接地

气，因此地方政府都把支持和推动地方要素市场理解为中国特色资本市场的一个重要组成部分。有几个原因，一个是地方金融事权有限，同时问责的属地化又使得地方政府对此一直萦绕于心。也有一些地方政府受到了政绩驱动的攀比心态。比如京津沪渝四大家，如果北京上海有了，天津和重庆肯定会想要有。快速发展的另外一个原因是有关部委的支持。部委对于用资本市场推动产业发展有一定的积极意愿。还有就是交易所自身发展的需要。实际正是这几股力量共同作用的相关函数，使得中国地方交易所的业态几起几落屡经整顿，但始终生生不息的一个重要的一个原因。

如何认识地方交易所？地方交易所是精确和发展到一定阶段的一个客观的需求。市场在中国源远流长，在周易中就有日中为市的记载。周易中记载为“日中为市，致天下之民，聚天下之货，交易而退，各得其所。”据说这是炎帝当年规划市场贸易的场景，从当年炎帝的日中为市到今天的现代市场，实际上经历过了长期的演化过程。同时，中国真正意义的现代市场又是改革开放以来的产物，很多是从国外引进、借鉴过来的。因此它是一个非常复杂、多元的一个现代市场体系。我们所看到的现在市场体系包括身边的地摊夫妻店，菜市场、农贸市场、百货大楼，这是日用商品市场。在日用商品市场旁边，还有各种各样的批发市场，钢贸、建材等生产资料市场。在这些市场之上又出现了交易所。交易所是现代市场体系的高端形态，是指这样一些特征，规则前置、标准明确、系统高效、全面服务。全面服务包括交易所要

提供信息披露、产品合规、投资人组织、交易组织、产品交割、支付清算等全链条的服务能力。

构成交易所所有三大基石，安全、效率与成本。第一，在交易所里进行的交易是安全的。因为得到了法律法规和相关政府政策的支持。这也是为什么很多地方交易所出了问题，老百姓可以到相关部门如金融办、证监局去告状的原因。第二，交易所里的效率是要比在场外效率要高一些的。第三，综合成本更低。交易所的核心资产实际上不是大楼，不是机器设备，而是信誉。单宗交易不能使交易所兴盛，但如果一宗交易出了大问题，就可能让交易所关门。所有做交易所的人大概都有“交易所之梦”这样一个情节或者情愫，做好一个地方就琢磨能不能做成一个全国，做好非标业务就琢磨能不能做标准化业务，做好了 2B 的就想能不能做 2C 的，“交易所之梦”是有些太合时宜。交易所所有相当的特定行业要求，特定行业既包括所在的行业，比如你是这个能源交易所就要熟悉能源行业，同时又要熟悉交易所正常的、规律性、规定性的东西。另外，交易场所特别是地方性交易所，有地域性要求。中国目前是在区域分割下的市场建设。目前地方交易所归地方政府的金融办和金融管理当局来进行金融监管。下面这个九宫格是金融产品的管理逻辑，它的横轴是标准化，纵轴是公众性。



图 3：金融产品九宫格

标准这个词在金融圈里的学术理解是标准的产品是通用安全、契约完备、等额分割、流动性好的。现在操作上把在银行间市场和交易所市场进行交易发行的产品理解为标准化，除外就是非标的。公众性实际就是投资人适当制度。靠近标准化的这条线是红线，最上的高净值客户以上的也是红线。那么 1、2、3、6、9 区域是地方交易所的禁区，原则上是不能碰的。可以碰的是 4、5、7、8 的范围。尽管看上去有些小，但在中国已经是足够大的空间了。

交易所的特征：首先市场主体要足够多，这是交易所最难的，要回答人家为什么要来，谁让他来的，如何聚拢基本客户，这是最难的。第二，产品要足够多，产品标准足够丰富，合规性吸引力，以及产品的盈利能力要有空间。第三是稳定公开严谨的规则，规则不能轻易动。第四，要有一个很强大的信息系统。第五，原则上要实行代理交易制度，商为市之魂。市场是否活跃，最重要的看经纪商的能量有多少。

另外地方交易场所有一个门槛，得了这个门槛才进入良性循环，也就是年 100 亿左右的交易额，年 1000 万左右的交易收入、主营收入。只有超过这个点，才能够进入良性循环。

市场如何形成：现在做的比较好的、比较大的基本上都是靠行政的力量形成的，比如说国有产权交易，比如现在的北京所，纯粹市场化的形成真正做成了的陆金所显然是一个其他的不是很多，多数都还处于比较惨淡的经营的状态中。

关于交易所的定位：首先交易所是现代金融服务业，属于多层次资本市场的一个重要组成部分。第二，它是中立第四方，非买方也非卖方，也不是为买卖双方提供专业服务的那些专业中介机构，它是为这三方提供交易环境的中立第四方。交易所还有一个特征是特许经营。在一个省市自治区的范围内同类的交易场所一般只能有一个。因此一定要站住中立开场子的位置，不能既当裁判员又当运动员。交易所还有一个特征是有很强的外部性。外部性是一个经济学的术语，指机构对于社会、公众的影响远远的大于对内的作用。它的实际社会功能远远大于它的盈利、内部管理等功能。还有很强专业性，有一定的地域性。此外，交易所一定能够提供不可替代的增值服务。从根本上讲，交易所本身并不创造交易，这类交易在交易所成立之前就已经存在了。但可能始终存在一些不顺畅、不合理的地方，比如在信息披露上不够充分，交易时间上长，交易成本偏高，合规性较差，不能满足某些客群的独特要求。交易所存在的价值，就是在这些已存交易中的不合理

的地方做出改变和发展，即使是只在某个链条上做出了改进就有了存在的价值。存在价值最好的检验办法就是客户是否持续交费。

三、对地方交易所发展前景的思考

对交易所而言，第一，要按照交易所的规律来办，即风控为先、服务为本。交易所从业人员要尊重现代资本市场，现代金融服务业的规律，以服务客户、服务行业、服务地方为本，要本着风控为先、底线思维，红线绝不能碰。一定要强化管理，包括客户管理、产品管理、合规管理等。人才决定成败。中国的交易场所是一个新的业态，有丰富相关知识和优秀的人才比较稀缺的。地方交易场所可以探索混合所有制，以提供比较强的团队的约束。从现在清理整顿回头看的大背景下，行业处于冬天。不是法定进场的这种交易所的前景取决于改革。这个改革是大范围的改革，取决于自身的创新，取决于跟谁合作，能不能找到一个好的依靠人。

第二，要立足本地、聚拢资源、促进交易。在地方交易所交易的要素中，只有资产、权益和商品有本地化的属性，资金没有严格的区域属性。因此地方交易所的定位是要围绕交易的发起额，也就是本地化资产权益和票据来提供服务，吸引更大范围的资金进场，盘活存量，为本地发展服务。



图 4：地方交易所的定位

第三，要依靠数字科技提高教育效率、风控。数字科技就是 A 人工智能、B 区块链、C 云计算和 D 大数据。ABCD 的思维，会打开在常规传统的交易所管理上的很多思考，比如借助大数据来更精准地进行客户画像，更精准地满足特定客户的特定产品的要求。人工智能可能会取代简单计算的人工工作，这对我们整个交易所的管理和发展会产生很大的作用。区块链很有可能是未来低成本地解决信用问题最好的工具。因此只有靠服务创新和科技驱动才有交易场所的明天。

站在投资人地角度，要看清楚交易所的本质是一个准金融牌照，以此来判断是否值得投资。要放弃短线投资、暴富心态，要切断利益关联，不能把它作为一个融资渠道，有些民营企业投地方银行的思路那是不行的。可以把它看作行业整合、优化产业链的工具，存在今后并购地可能性。因此好的交易所是一个金矿。

关于地方交易所与地方金融监管。第一金融事权归中央，中外金融均为严监管。对地方金融管理上实际只有三大任务，维稳、服务、聚要素。因此地方交易场所一定忌面面俱到，忌盲目攀比，忌内部竞争，要对交易所进行分类指导，聚焦优势与特色。

关于地方交易所如何监管：第一，发展与监管并重，地方金融部门不仅是地方交易所的监管方，也是地方交易所发展的推动方。第二，要结合区域目标扶持特定地方交易所的发展，必须基于本地区发展目标，依托当地资源，寻找细分领域进行整体规划，发展差异化的地方交易所，忌面面俱到。在规划中要有一定的前瞻性，站在地区经济发展需要的高度上，评估特定地方交易所的作用。

第三，优化地方交易所发起主体，在发起设立时，对于发起主体的审核要充分考虑本地资源的导入，又要具备专业的地方交易所的运营能力，很好地把握全国市场动态，才能使地方交易所顺利起步并且发展壮大。第四，引入外贸，提升地方监管的专业性，对地方交易所来进行分类监管，引入细分领域的专家，增强监管的专业性，做到不错杀真创新，不漏掉伪创新。

第五，重视行业信息化建设，搭建风险监测防控平台。对监管当局，特别地方监管当局而言，对于这种新技术新业态，政府别太靠前，让子弹飞一会儿。目前在这个行业冬天的情况下，实际上这个行业里除几大法定交易所，市场化的机构都很艰难。因此建议稳住阵脚，守住底线，控制成本，找准市场需求的突破口，把金融创新和技术进步叠加起来，行业的春天早晚会到来。

四、 问答环节

Q1：今年金融监管领域最大的一个政策导向就是去杠杆，去杠杆目前对地方交易所的影响具体的有哪些？不论是监管体制，具体的产

品，还有资金方面。

A1: 去杠杆是中央经济工作会议的一个总体要求。目前主要还是地方政府和地方政府的融资平台的杠杆如何去。现在看到的跟这个话题相关的主要是是地方的金融资产交易所，实际它的这个业务已经自然地与去杠杆匹配下来了。我们观察到的比较熟悉的青岛、西安的几个金融交易所的业务实际上已经自然地衰减下来了，自然地参与了去杠杆，目前看关键还是资金端现在已经收敛的非常厉害了。我们认为地方交易所在这个去杠杆中被动参与，效果非常明显，业务衰减得很厉害。

Q2: 在这样一种大的政策方向下，地方交易所怎么对冲这种监管的影响，或者如何来寻找其他的业务机遇？

A2: 我们现在实际上把业务重心进一步向下降，向特定区域里收，比如为地方政府、地方融资平台和国有企业的融资服务，把它聚到该政府部门该企业所在的区域内聚，就是把服务半径和资源聚合的半径进一步内化。因为外化的路已经堵住了，现在一般都是向特定的比如企业内部职工、区域内的员工、公民、居民，为该区域的政府项目提供融资服务。

Q3: 从产权交易所的角度，您认为目前国企改革的整个进展是怎么样的？或者说您觉得下一步有哪些可以改进的空间？

A3: 我们国家的国企改革走过了大约 30 年左右的路程，我们行业非常高度评价十八届三中全会关于经济体制改革的总体的部署。业

界比较关心的就是大方案总体方向有了，但是落地的速度、效率不尽人意。如果按照十八届三中全会的关于经济体制改革的 36 条，关于跟国企改革相关的大概有三四条，如果真的落地的话，应该对于我们国家的经济个活力、新动能、国企的效率会有很大的改善，但是现在的改革包括混改仍然还是这种经批准的改革，混改试点三期结束了还是百倍量级的，现在双 200，也就是 200 家这种量级，还是要经批准的改革，而中国的国有企业是数以万计。按这种速度在什么时候能够大面积的铺开？另外目前这个改革显得动力不足，谁是这轮改革的主动方、动力方、受益者？这显得不是很清晰，因此各方面特别是有权利主导推动改革的方面。省一级的国资委、各大央企集团实际都在看，都在观望。大家实际上动力和积极性不是很强，我觉得这是这一轮国企的叫产权流转也好，混改也好，最大的问题。

Q4: 您说的这种地方交易所和法定交易所之间的这个关系是怎么定位或者什么关系？这些地方交易所的监管只是地方地方金融局和金融办，然后国家级的监管部门对它没有监管职能是吗？

A4: 目前法定交易场所是指一行两会，就是国务院金融监管部门批准设立并监管的，目前在我们了解范围内大概有申沪股市、三大商品交易所、银行间市场，央行的几个票据类、外汇类的交易平台，这是所谓国家级的标准化金融产品交易平台。除此之外，就是地方政府批准设立并监管的区域性非标不涉公众的交易场所。这两类交易场所实际本质上是不交叉的，唯有一个交叉的案例就是北京金融资产交易

所，它起家是地方交易场所，然后实际上是被人民银行给收编了，被交易商协会收编了，是地方交易场所长成了国家级的标准化的交易场所，它目前是中国企业净债的发行交易平台。实际这两者是泾渭比较分明的，有协同关系，没有交叉。

国家级的监管部门有原则监管，这一轮从 2011 年清理整顿的牵头部门是中国证监会，单位交易场所清理整顿，就特指对于这些地方交易场所的清理整顿。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百二十九期（2018年8月31日）内容整理而成，特邀嘉宾为国富资本董事长熊焰先生。

熊焰先生现任国富资本董事长，曾担任北京金融资产交易所的董事长和总裁、中国银行间市场交易商协会副秘书长，兼任中国并购副会长、中国股权投资基金协会副会长、中国财富管理50人论坛组委会联席总干事、亚杰商会会长，拥有20多年的企业管理和市场运作的经验，长期从事国有产权、金融资产交易平台的管理工作，熟悉产权市场、并购市场和金融市场的发展和政策，同时还在北大、中央党校、哈工大等多个高校担任兼职教授。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

