

金融监管研究报告： 国际经验与我国本轮改革实践 ——以香港、新加坡、伦敦为观察样本

Research Report on Financial Regulation: International Experience and Reform Practice in China
—— Taking Hong Kong, Singapore, and London as Observation Samples

中欧陆家嘴国际金融研究院

2023年4月27日

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 引言..... | 1 |
| 第一部分 香港：典型的分业监管模式..... | 2 |
| 一、监管演进..... | 3 |
| 二、监管机制..... | 5 |
| 三、监管特点..... | 15 |
| 第二部分 新加坡：集成的综合监管模式..... | 19 |
| 一、监管演进..... | 20 |
| 二、监管机制..... | 21 |
| 三、监管特点..... | 24 |
| 第三部分 伦敦：发展的双峰监管模式..... | 27 |
| 一、监管演进..... | 28 |
| 二、监管机制..... | 31 |
| 三、监管特点..... | 36 |
| 第四部分 启示：模式互有长短，没有“完美监管”..... | 38 |
| 第五部分 对我国本轮金融监管体制改革的思考..... | 46 |
| 一、本轮改革特征..... | 47 |
| 二、现实基础与约束条件..... | 50 |
| 三、对未来金融监管体制改革的建议..... | 52 |

引言

从国际经验看，主流的金融监管大致分为三种模式：分业监管（又称“伞形”模式，Umbrella Supervision）、综合监管（或称“统一”模式）和“双峰”监管（Twin Peaks）。实践推进中，监管架构的改革主要随金融机构混业经营和金融控股公司的发展而从分业监管转变为综合监管，或者沿着金融产品和服务的功能方向向机构整合乃至综合监管的方向展开，以及通过对金融监管目标进行重塑、划分为审慎监管和行为监管，进而向双峰监管模式发展。监管改革往往受到既有金融体系、法律制度、发展阶段等因素的制约，主要是在原有监管模式上调整监管权力配置、明晰监管主体职责，从而形成与各国相适应的金融监管体系。

本文以香港、新加坡和伦敦的金融监管模式为观察样本，梳理了其监管演进历程、机制特点，以之为对照，进一步分析我国本轮金融监管体制改革实践的特色。作为一种具有中国特色的金融监管制度设计，我国当前“一行一局一会”的监管格局本质上是一种过渡性监管革新的产物，对其形成与发展的理解须充分考虑中国社会经济转型变迁的现实背景。未来，我国的金融监管制度将在充分考虑本国特点、金融市场发展实际、全球最佳实践的基础上不断优化、持续提升金融监管的效率效能。

第一部分 香港：典型的分业监管模式



分业监管模式迄今仍是全球最常见的金融监管制度¹，香港便是采取这种模式的典型代表，即按金融机构和产品功能作专责监督，由不同的监管机构监察银行、保险、证券以及强制性公积金业务。

一、监管演进

香港金融市场建立初期，政府对金融监管缺失，经营环境宽松，资本自由流动，加速了香港银行业的发展。及至 20 世纪 20 年代末，美国爆发了严重的经济危机，多家银行发生挤兑、破产，香港才意识到适度监管的必要性，并逐渐在银行业内部组建起自律组织，目的是控制银行业的内部风险，促进行业健康发展。这种行业内部的自我监管使得银行业进一步繁荣发展，快速膨胀，也为之后的银行危机埋下隐患。

20 世纪 60 年代初香港爆发了第一次银行危机，政府意识到仅靠行业自律无法有效应对波及范围广、影响强度大的风险，开始制定银行业的监管法规，60 年代末《银行业条例》颁布。之后，香港开始出现混业经营的趋势。产品创新活跃，监管对象多样化，金融风险增加，对金融业进行约束和管理的法律、法规逐步出台，至 1997 年亚洲金融危机爆发前，香港已先后成立了香港金融管理局（金管局）、证券及期货事务监察委员

¹ 国际清算银行 2018 年的一项研究显示，在研究涵盖的 79 个经济体中，仍有 38 个（占 48%）采用分业监管模式。2019 年时采用综合监管模式的有 23 个国家，占 29%。

会（证监会）等机构。不过上述机构不进行直接监管，只在认为可能出现系统性风险的情况下才对监管的领域进行指导和帮助，并协助处理一些纠纷。

亚洲金融危机后，政府为解决金融全球化、一体化趋势带来的全球金融市场风险传导的冲击，对各个金融领域的监管开始加强。政府提出了“大市场、小政府”的监管理念，本着以市场为核心，循序渐进地强化政府“管理者”的引导作用。在保证金融高度自由开放的前提下，对金融业进行以风险管控为核心的监管，促进了香港金融业的健康发展。

香港金融监管在从无到有、从自律组织到政府监管不断加强的探索中，一直遵循的是分业监管模式，且在过往长期实践中均运作顺畅。不过该模式在 2008 年全球金融危机中也曾面临挑战。2008 年 9 月，香港共有 4 万多本地投资者通过香港 16 家银行购买了雷曼相关迷你债券及结构性产品，合共损失约 200 亿港元，投资者向金管局提出了超 2.1 万个投诉，指控银行以不当手法向散户销售高风险产品，以及金管局和证监会监管不力。该次危机再一次推动了香港金融监管框架的演变。当年 11 月，立法会通过“改革金融业监管机构”的议案，促请政府检讨金融监管制度、堵塞现有监管漏洞、更好保障投资者权益；12 月，金管局和证监会检讨认为确实需要加强对市场行为的监管。2009 年开始，金管局收紧了本地银行的非银行业

务监管，并与证监会加强资料共享，联手对银行的产品销售进行乔装客户检查。2011年11月，金融纠纷调解中心成立。不过，出于向国际先进地区看齐及回应银行业关切，金管局于2019年9月放宽部分投资者保障措施。

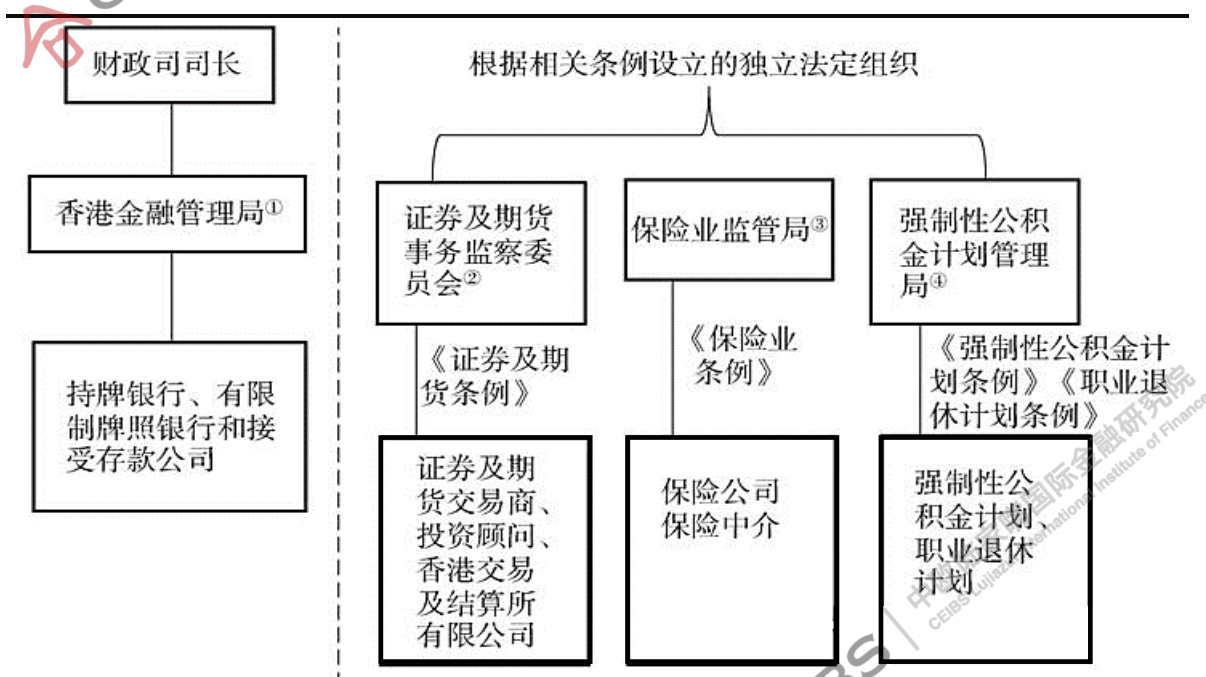
2008年全球金融危机之后，香港一度就金融监管架构的调整进行了广泛的讨论，其中一大观点认为全球的整体趋势是监管制度迈向整合。香港立法会也在充分调查后，于2012年6月总结认为监管银行证券业务的前线架构“大致上并不奏效”，建议监管权力“应赋予单一监管机构”。不过，监管架构的变动是重大决定，需在慎重全面考虑后再行推动，后续的发展也表明香港最终仍继续坚持了分业监管的模式，且进一步强化了监管机构的监管职能，推动了多项措施，包括设立一个处置机制和为银行引入逆周期缓冲资本，进一步加强宏观金融稳定性。事实也表明，加强金融机构的行为监管似乎效果颇佳，国际货币基金组织认为“健全的规管及监管框架”是香港作为全球金融中心的一个关键支柱。

二、监管机制

香港金融监管工作主要由香港金融监管局（金管局）、证券及期货事务监察委员会（证监会）、保险业监管局（保监局）及强制性公积金计划管理局（积金局）承担，分别负责监管银

行业、证券和期货业、保险业和退休计划的业务。香港财经事务及库务局（财库局）在金融监管中担当管理者的角色，可以制定金融政策以及提交立法建议。其下财经事务科的宗旨是：维持并提高香港作为主要国际金融中心的地位；维持香港金融体系的健全及稳定；确保金融市场有效和有序地运作，并受到审慎而适当的监管；以及营造公开、公平及有利金融市场发展的营商环境。

图 1-1 香港金融监管架构



资料来源：《香港金融监管框架及其发展沿革》²，2022年9月。

1、香港金融管理局

香港金融管理局（金管局）成立于1993年，由外汇基金办事处及银行业监理处合并而成，是香港政府架构中负责维持

² 具体参见 <https://mp.weixin.qq.com/s/vH56KU8kLHJwHzeJn6SXJw>

货币及银行体系稳定的机构，与各国中央银行的职能和目标大致相同。金管局的主要职能和目标包括四个方面：维持货币稳定；促进香港金融体系高效、健全地运作和发展；协助巩固香港的国际金融中心地位，包括维持与发展香港的金融基建；管理外汇基金。简而言之，就是负责香港的金融政策、银行、货币及外汇基金管理。金管局最高负责人为金管局总裁（亦称金融管理专员），由财政司司长委任并向其负责。

金管局按照国际标准制定组织（例如巴塞尔银行监管委员会）建议的国际惯例监管认可机构。金管局采用风险为本的监管模式，以“持续监管”政策为基础，通过现场审查、非现场审查、审慎监管会议、与外聘审计师合作，以及与其他监管机构共享信息，旨在及早发现问题，防患未然。金管局的监管框架包括 CAMEL 评级制度、资产质素、资本充足程度、流动性、风险承担限度、衍生工具与风险管理、监管披露标准、收集财务资料八个方面。香港银行体系实行三级制，即由持牌银行、有限牌照银行和接受存款公司等 3 类银行机构组成。这些银行机构均获授权接受公众存款。三级银行机构按照不同的规定营运。

2、证券及期货事务监察委员会

证监会于 1989 年成立，是一个独立于香港特别行政区政

府运作的法定组织，主要负责监管证券及期货市场，促进和推动证券期货市场的发展；制定以及执行市场法规、向申请进行受证监会规管的活动发牌并监管；规管和监察香港交易及结算所有有限公司及其附属机构等等。经费主要来自交易征费及牌照费用。

证监会由董事局领导，下辖稽核、财政预算、投资、薪酬4个委员会以及2个由外界人士构成的咨询和各监管事务委员会。证监会根据现行的规管架构，有责任监管和监察香港交易及结算所有有限公司及其附属机构，包括联交所、期交所及四间认可的结算公司。政府会在有需要时协助推动及协调证监会和香港交易所推行的市场改革。

3、保险业监管局

保险业监管局（保监局）于2015年12月成立，为独立的保险监管机构，在财政³和运作上独立于政府。根据《保险业条例》，保监局的主要职能是保障保单持有人的利益及促进保险业的稳健发展。保监局于2017年6月接替前保险业监理处的职能，监管保险公司，并于2019年9月起直接规管保险中介人。保监局亦与其他司法管辖区的监管机构合作，担任三个国

³ 保监局会以保费征费，以及向保险公司、指定保险控权公司、保险中介人及特定服务的使用者收取费用，以应付日常营运开支并保持财政独立。

际保险集团的集团监管者。

保监局由一名主席（属保监局的非执行董事）、一名行政总监（属保监局的执行董事）及不少于六名保监局的其他执行或非执行董事组成。所有成员均须由行政长官委任。

4、强制性公积金计划管理局

积金局于1998年9月成立。该局是独立的法定组织，负责规管、监督和监察强积金制度的运作。该局透过规管及监督私人托管的公积金计划及监察职业退休计划的运作，协助香港的就业人士累积退休储蓄。

5、应急处置机制——以雷曼迷你债券事件为例

香港监管部门在保护消费者方面较注重发挥应急处置机制的作用。2008年雷曼迷你债券事件爆发后，监管部门及时受理并启动调查程序，与政府相关部门及立法会之间保持紧密的信息沟通与协调；同时对雷曼在港经营机构采取限制措施，要求迷你债的安排人美国雷曼兄弟亚洲投资有限公司及受托人汇丰银行及时披露信息与回应，认真履行受托责任⁴；证监会、金管局通过新闻稿、开通投诉电话、在网站设置专栏等形式及时了解 and 回应投资者诉求，向公众发布事件最新进展，特区政府财经事务及库务局局长与财政司司长则通过新闻公报、传媒

⁴ 《香港资产管理业务的发展经验》，中银香港，2019年4月。

谈话及立法会动议辩论的形式向投资者做出回应。得益于完善的应急预案及金融稳定机制，香港避免了刚性兑付危机可能带来的金融市场动荡（香港是雷曼迷你债券发行量最大、涉及面最广的地区）。

雷曼危机后，在系统性风险的防范方面，香港通过法律手段确保最新的国际监管标准得以顺利实施，使其“风险为本”的审慎监管模式得到进一步深化。在银行资产负债表风险管理方面，依照巴塞尔委员会的时间表及过渡安排，银行业逐步全面推行《巴塞尔协议III》。同时，为进一步强调行为监管，香港调整了监管架构和职能，奉行“披露为本”（disclosure-based）的监管原则，营造公平、适宜的环境，突出消费者保护，完善应急处置机制，加强部门协同行动。“披露为本”的监管原则主要表现在两个方面：金管局或香港证监会均不直接禁止银行销售特定的投资产品，以保持市场充分开放、自由；要求银行在销售产品时进行充分的信息披露和风险提示，为实现“卖者有责，买者自负”创造良好的市场条件。这种“披露为本”的做法也适用于证券及期货机构或第三方理财机构。

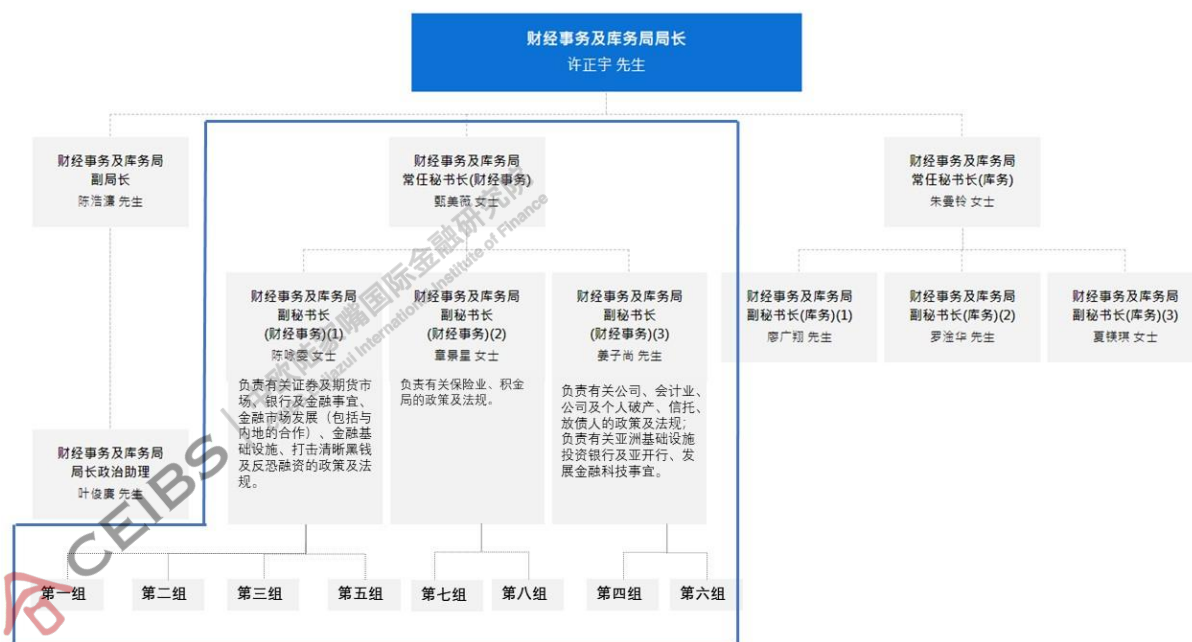
综上，2008年金融危机后，香港在分业监管模式下，进一步强化了行为监管和信息披露。不过，其核心的监管思路仍是确保在尽可能少的监管干涉下，努力使市场开放、公平且有效。

6、国际金融中心建设

香港的国际金融中心建设主要由财政司司长、财经事务及库务局（财库局）和金管局共同负责。

根据香港特别行政区《基本法》第一百零六至一百一十三条列出的包括公共财政及货币金融等事务上政府所肩负的责任，规定财政司司长及财库局局长就包括“香港作为国际金融中心”在内的职责向香港特区行政长官负责。具体而言，财政司司长负责订定宏观政策目标，而财库局局长则负责制订具体政策以实现目标，并适当地通过监管机构和其他组织落实这些具体政策及监察有关的推行情况。财库局内金融中心建设相关工作主要由财经事务科负责，具体包括：就银行制度、证券及期货市场、资产财富管理业、保险业、强积金计划及职业退休计划、公司法、信托法、放债、公司清盘、个人破产、会计事宜以及与内地的金融合作事宜，制定政策及/或提交立法建议；统筹及促进推行有关金融基础设施的新措施，以加强香港的竞争力；促进市场创新，以增加市场的深度和广度等。

图 1-2 香港财库局组织结构图



注：蓝框内为具体参与国际金融中心建设相关的职能部门。

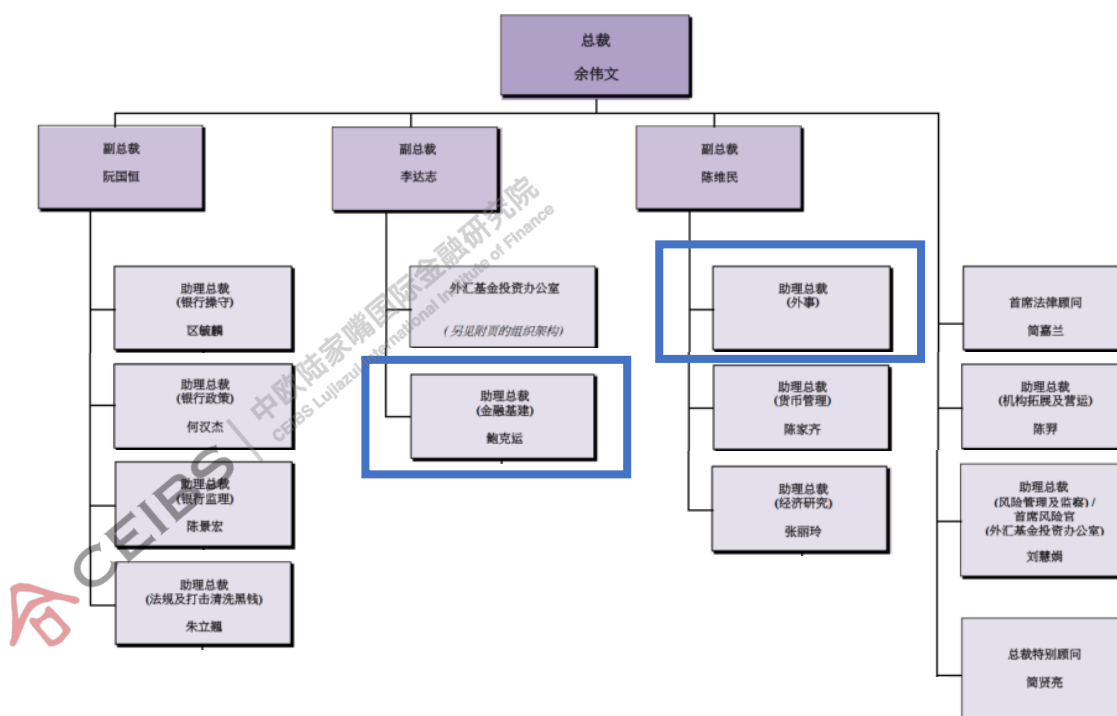
资料来源：香港财库局、中欧陆家嘴国际金融研究院。

财经事务科的重点政策包括：资产及财富管理、融资平台、香港增长组合、与内地的金融合作、绿色和可持续金融、新会计专业规管制度、打击洗钱及恐怖分子资金筹集制度、金融科技、保险与风险管理、强制性公积金制度等。同时，财经事务科还代表香港政府推出包括人才、培训、绿色和可持续金融等在内的一系列资助计划，不过其并不负责具体执行。各类资助计划的具体执行者包括：金管局（绿色和可持续金融资助计划）、保监局（保险相连证券资助先导计划）等监管机构；香港数码港管理有限公司（抗疫基金金融科技人才计划、“拍住上”资助计划）、金融发展局（金融服务业创职位计划）等政府设立

的公司；香港证券与投资学会（提升保险业及资产财富管理业
人才培养先导计划）等行业协会；“绿色和可持续金融中心”
（绿色和可持续金融培训先导计划）等由各家监管机构共同发
起成立的跨界别平台。

简言之，财政司司长在财库局局长的协助下，制定有关维
持香港国际金融中心地位的政策。而相关政策的具体执行以金
管局为主，金管局在履行维持香港的货币政策与金融体系稳定
与健全（该职责的政策同样是财政司司长在财库局的协助下制
订推出）的同时，与其他有关机构与组织合作共同实现。具体
包括：促进支付、结算及交收系统的发展，促使国际及跨境金
融活动以安全及有效率的方式在香港进行；通过积极参与国际
金融与中央银行论坛，促进对香港货币及金融体系的信心；推
行适当的发展市场措施，以协助加强香港金融服务在国际上的
竞争力。金管局内部负责国际金融中心建设的主要有 2 个部
门：外事部，协助发展及提升香港的国际金融中心地位，通过
参与国际中央银行及金融组织推动区内货币合作，以及促进金
融市场的发展；金融基建部，负责发展及提升金融市场基建以
维持及巩固香港的国际金融中心地位，执行结算职能，以及确
保纸币及硬币供应充足。

图 1-3 香港金管局组织结构图



注：蓝框内为具体参与国际金融中心建设相关的职能部门。

资料来源：香港金管局。

如 2021 年，为维持香港国际金融中心地位，金管局推出了一系列措施：公布了“金融科技 2025”策略，促进金融业界更广泛采用金融科技；开通“跨境理财通”、“南向通”，扩大互联互通；在债券发行、资产及财富管理、企业财资中心以及绿色和可持续金融等范畴缔造新的商机以加强香港金融平台的竞争力；向海外及内地投资者介绍香港的金融服务，让大家认识香港金融体系的稳健性及所带来的机遇与前景；积极参与国际及区内的央行及监管组织，对维持金融稳定及促进市场

发展的全球工作作出贡献；金融学院⁵推出金融领袖计划，旨在培育香港未来的金融领袖。⁶

此外，证监会、保监局、积金局等金融监管机构在维护稳定和透明的金融体系方面亦发挥了关键作用，通过制定并执行监管法规，确保金融市场的诚信、稳定和透明，提升香港作为全球金融中心的声誉。香港政府与金融监管机构、国际金融机构、业界和其他相关方紧密合作，建立良好的监管环境，维护金融稳定，促进香港金融业的发展和竞争力，共同助力香港发展成为国际金融中心。

三、监管特点

1、完善的法律制度

金融监管是涉及法律体系、监管架构、经济政策和监管成本等诸多方面的系统工程。香港的繁荣稳定有赖法律框架下稳健的法治及司法独立。在普通法的制度下，香港拥有完善的现代法律制度，法律架构灵活透明，可以较大限度地维持市场公平及具有较高效率，有利于金融创新和发展。法律也赋予香港监管部门较高的监管自由度，每个监管部门都可以依据明文规

⁵ 金融学院是在香港各金融监管机构，包括香港金融管理局、证券及期货事务监察委员会、保险业监管局及强制性公积金计划管理局合作下成立。金融学院汇聚学术界、业界、专业培训机构及监管机构的专长，促进金融业领袖人才的发展及应用研究的合作。

⁶ 根据金管局 2021 年年报整理。

定的授权，在职责范围内行使职权，一般不会受到政府的干预。

2、功能监管的良好实践

香港的牌照管理制度及采用前线监管机构的模式监察跨业业务，有助于减少监管真空、监管套利和防范创新业务风险。香港证券期货业务牌照管理制度，即“持牌人”制度，是功能监管体制下的一种典型安排。香港将证券期货业务划分为十二类牌照，业务牌照界定明确，持有牌照即可从事相应业务，无牌照经营即属违法。在功能监管框架下，持牌公司/人士开展受监管业务均受香港证监会监管，该监管方式实现了同类业务同等监管，减少了监管套利。

3、健全的协调合作机制

香港自 2002 年 12 月起采用前线监管机构的模式监察跨业业务。负责监管某金融机构主要业务的监管机构，亦代表另外 3 个监管机构监察该金融机构的其他金融业务。以银行业为例，金管局亦负责根据证监会、保监局和积金局各自制订的整套规则，监管本地银行的非银行金融服务（如证券、投资相连保险及退休基金）。为了“尽量减少规管重叠或漏洞”，香港各监管部门之间建立了健全的协调合作机制，4 个监管机构不仅签署了一系列谅解备忘录，还透过两个跨业沟通平台，即金融监管机构议会和金融市场稳定委员会（两者皆于 2003 年 2 月

成立)讨论监管事宜。此外,当发现市场有新的金融业务模式、某机构某类业务突然发生较快增长等情况时,金管局会与相关机构进行交流,探讨内部风险管理机制等,在金管局认为还没有对相关问题完全明了前,一般不会断然要求停办业务。

4、与国际高度接轨

积极参与国际及地区财务组织,以确保香港的监管制度与最新颁布的国际标准一致并推动全球金融监管改革的发展。香港积极参与包括金融稳定委员会、巴塞尔银行监管委员会、国际证券事务监察委员会及保监联会组织国际保险监督联会,亦是亚洲基础设施投资银行、亚洲开发银行及亚太经济合作组织的成员。香港还是少数设有符合相关国际标准的跨界别处置机制⁷的地区之一。处置机制有助提升香港金融体系抵御金融震荡的能力,主要包括两个方面:一是通过赋予处置机制当局权力以有序地处置金融机构,处置机制缓减了具系统重要性的香港金融机构一旦不可持续经营时对香港金融体系的稳定及有效运作构成的风险;二是通过让该机构的股东及债权人承担亏损,降低了使用政府资金的风险。

5、政府监管与行业自律并重

香港的监管体系在一定程度上沿袭于以行业自律为特色

⁷ 根据《金融机构(处置机制)条例》(第628章)设立的金融机构处置机制于2017年7月7日起生效。

的英国，所以在其监管体系中，行业协会的作用较为突出。银行业、证券业和保险业的行业自律机构分别是香港银行公会、香港交易所和香港保险业联会。政府在金融监管中担当管理者的角色，行业自律机构则重在内部风险的控制和审查。政府监管及行业自律的两级监管模式，使得政府和行业自律机构合理分工，各尽其职，从而形成了香港自律与他律相结合、多形式、多层次的金融监管体系，有利于监管当局在维持有效监管的同时，发挥行业 and 市场的积极性，保持市场的活力。



第二部分

新加坡：集成的综合监管模式



新加坡由单一机构新加坡金融管理局承担货币政策、宏观审慎和主要微观监管职能，新加坡央行（新加坡金融管理局）是金融稳定的“集大成者”或“超级央行”。

一、监管演进

新加坡在 1965 年建国之初，就制定了“亚洲瑞士”的政策目标，利用其国际贸易港的地理优势，加速发展金融市场。1968 年第一个亚洲美元市场在新加坡建立，之后其作为金融中心的地位逐步提高，政府通过内改外引的方法不断改革和完善金融制度。1970 年以前，新加坡国内与央行相关的各种货币职能由多个政府部门和机构负责管理。

20 世纪 90 年代，日益复杂的银行业务与金融环境的需求迫使新加坡对金融监管进行改革。1970 年，新加坡议会通过“新加坡金融管理局法案（MAS 法案）”。1971 年 1 月 1 日新加坡金融管理局（MAS）正式成立。1977 年，政府决定将国内保险业之监管职能转移到 MAS 之下。1984 年，政府又将证券业之监管职能亦转入 MAS 之下。至此，新加坡将银行业、证券业和保险业的监管合并于单一机构，即新加坡金融管理局，开启金融综合监管模式，成为先进地区的先例。1980 年代爆发北欧金融危机后，包括挪威、丹麦、瑞典及芬兰等许多北欧国家纷纷仿效。2000 年代，日本、韩国、德国等先进国家亦采取了同

一做法。

由于新加坡经济金融具有高度的对外开放性和严重的对外依赖性，更容易受到金融危机的冲击。在1997年和2008年两次金融危机后，新加坡政府进一步优化了原有的集中监管模式。2002年，新加坡金管局与货币委员会合并，金管局从此也开始肩负起货币发行的职能，负责对所有金融机构和金融服务的一体化监管。

二、监管机制

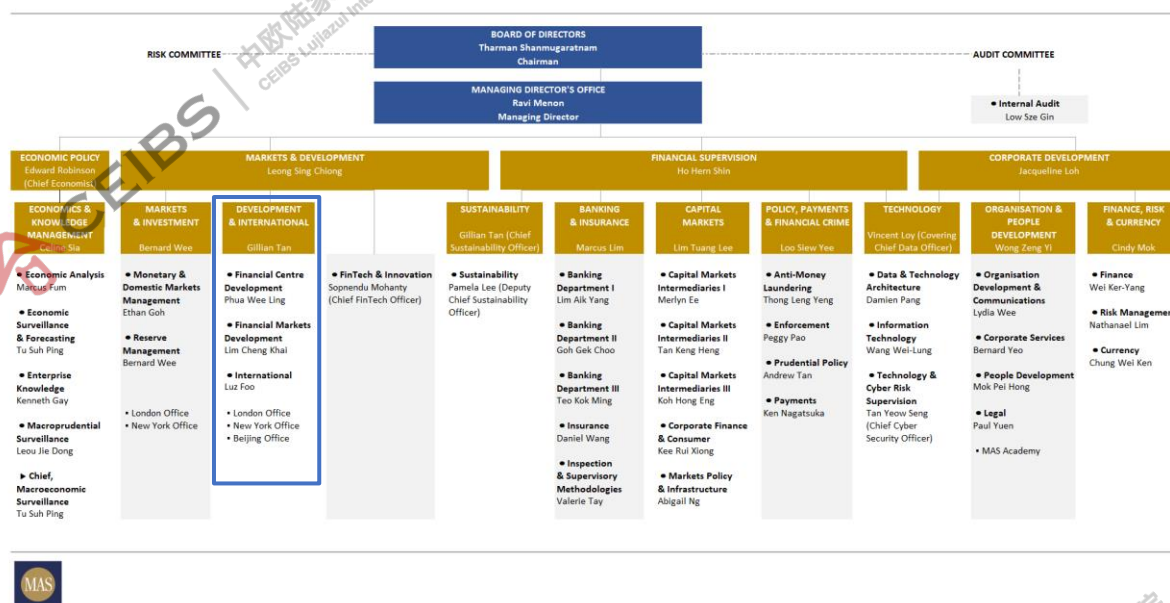
1、新加坡金融管理局（MAS）

新加坡金融管理局（MAS）是新加坡的中央银行和综合金融监管机构，肩负促进经济增长和金融稳定，维护稳健、有弹性和值得信赖的金融中心，打造创新普惠金融中心的使命。职责包括制定和实施货币政策，发行货币，管理官方外汇储备，发行政府证券，监管银行业、保险业、证券业和期货业，以及促进新加坡作为国际金融中心的发展。

新加坡金融管理局有较强的运作自主权。依据“新加坡金融管理局法”，新加坡金融管理局的董事会由总统指派，董事会主席由总统根据内阁的建议任命。董事会负责新加坡金融管理局的政策制定和监管工作，向新加坡议会负责。董事会下设常务董事办公室，负责执行管理各类专项事务。常务董事办公

室之下设经济政策、市场与发展、金融监管、企业发展四大职能部门。在金融监管方面，分设银保集团、资本市场、政策/支付/金融犯罪、可持续、科技等监管部门。具体组织架构见下图：

图 2-1 新加坡现行金融监管架构（截至 2023 年 4 月 1 日）⁸



注：蓝框内为具体参与国际金融中心建设相关的职能部门。

2、国际金融中心建设

新加坡国际金融中心建设的职能主要由新加坡金融管理局（金管局）负责。金管局积极推动新加坡作为国际金融中心的发展，努力提高新加坡金融服务的竞争力，吸引投资和人才，并促进金融科技和创新驱动型金融服务的创新。金管局还与国

⁸ 详见金管局网页：<https://www.mas.gov.sg/who-we-are/organisation-structure>

际合作伙伴合作，推广跨境金融服务，扩大新加坡的金融联系网络，并参与全球金融倡议。金管局为新加坡打造一个国际金融中心的地位奠定了坚实基础，并为各类金融机构和金融从业者提供了合适的监管和发展环境。

首先，金管局负责制定国际金融中心的发展战略及相关政策。如 2022 年 9 月发布的“金融服务业转型规划(ITM)2025”，即是金管局为进一步推动新加坡成为亚洲领先的国际金融中心而专门推出的，其中为金融业制定了 2021 年至 2025 年的五项关键增长战略：增强资产类别实力，数字化金融基础设施，促进亚洲的净零转型，塑造金融网络的未来，并培养一支技能娴熟、适应性强的劳动力队伍。

其次，金管局可根据发展现实向议会递交具体法案。如“2022 年金融服务与市场法案”即是在金管局的主导下递交议会并最终获得通过，该法案旨在对金管局现有的基于实体和业务的监管权力形成补充，助力金管局更有效地应对整个金融部门的风险，主要包括统一和扩大发布禁令的权力，包括可以对不适合在金融行业中担任关键角色、活动和职能的人实施禁令，加强对虚拟资产服务提供商的洗钱和恐怖融资风险监管等。

最后，新加坡国际金融中心发展的相关政策亦由金管局负责执行，包括金融科技与创新、可持续金融、业务领域（包括

资产管理、企业融资、财富管理、外汇及衍生品、固定收入、保险与风险融资等)、技能与人才发展等。组织机构中其“市场与发展”职能部门下辖的“发展及国际化”(“Development & International”)部门负责监督新加坡作为国际金融中心的发展以及金管局的可可持续发展战略和国际关系,包括:通过为金融机构营造具有吸引力和有利的营商环境,以及深化新加坡作为亚洲银行中心的地位,支持新加坡发展成为国际金融中心;促进新加坡发展充满活力的金融市场,重点是发展资本市场、资产管理、基金和保险业以及基础设施和贸易融资能力,并通过技术和创新改善相关市场基础设施;制定金管局在国际货币和金融问题上的政策,使金管局能够在国际金融论坛中发挥积极作用,与其他新加坡政府机构密切合作,促进与其他中央银行、财政部和国际金融机构的合作。(见图 2-1)

新加坡国际金融中心建设的相关法律制度完善建议、政策制定以及执行协调均由金管局全权负责,这也与其大一统的金融监管模式相一致。

三、监管特点

1、以金管局为核心的综合监管,采用分业监管、持牌经营的监管方式

金管局作为新加坡的中央银行和综合金融监管机构,将金

融机构分为银行业、证券业、保险业和支付业四类，并制定针对性的牌照准入门槛和具体监管要求。金管局有权审批新加坡各类金融牌照的公司设立申请，并监督新加坡持牌金融机构的日常经营。以银行业为例，金管局根据业务领域、展业范围等标准将银行分为全面银行(Full Bank)、商业银行(Merchant Bank)、批发银行(Wholesale Bank)、金融公司(Finance Company)、信用卡/收费卡发卡机构(Credit/Charge Card Issuer)以及银行业金融控股公司(Financial Holding Company (Banking))。银行业机构需向金管局申请许可，并满足金管局关于风险管理、审慎监管、公司治理、反洗钱等领域的监管要求。2022年4月，新加坡议会通过“金融服务与市场法案”，加强了金融业的监管和执法架构，以及应对金融市场数字化和转型所带来的新监管挑战，包括可以对不适合在金融行业中担任关键角色、活动和职能的人实施禁令等，使得金管局在新加坡金融监管体系中的重要性进一步增加。

2、积极鼓励新兴金融业态，但继续沿袭持牌经营监管思路

以金融科技监管为例，近年来，金管局鼓励金融机构设立创新实验室，培育创新文化，加强金融科技跨国合作，举办金融科技节，组织金融科技交流创新活动，以引进世界各地金融科技企业落地新加坡，促进金融科技发展。不过，新加坡仍将

金融科技企业置于现有的分业监管框架下，根据金融科技企业的业务性质分别适用银行、证券、保险、支付四类传统金融行业的准入门槛和监管要求。

3、推出监管沙盒制度

金管局为无法完全满足持牌所需的资本要求和监管要求的申请机构提供了常规沙盒 (Sandbox) 和快捷沙盒 (Sandbox Express) 两个选项，并提供沙盒 PLUS (Sandbox Plus) 作为额外选项为申请机构提供资金支持。2016 年，MAS 首次推出金融科技监管沙盒计划，即常规沙盒；2019 年 8 月推出“金融科技快捷沙盒监管机制”，旨在尽快将创新的金融服务或产品推向市场进行测试，整个审批流程可缩短至 21 天内；2022 年 1 月推出了沙盒 PLUS，申请企业将有机会在沙盒测试期间和测试结束后得到上限为 50 万美元的补助。

第三部分 伦敦：发展的双峰监管模式



伦敦一直是全球领先的国际金融中心，其金融监管架构也一直作为全球典范受到追捧，为伦敦巩固国际金融中心地位增添助力。在 2016 年英国公投脱欧的部分影响下，其全球排名在 2018 年从首位降至次席。从监管模式上来看，伦敦是唯一自 1990 年代以来先后采取过分业、综合和双峰三种监管模式的全球金融中心。

一、监管演进

1、分业监管时期（1997 年前）

1997 年以前，英国实行的是分业监管体制。英格兰银行等九家监管机构，包括英格兰银行的审慎监管司（SSBE）、证券与投资管理局（SIB）、私人投资监管局（PIA）、投资监管局（IMRO）、证券与期货管理局（SFA）、房屋协会委员会（BSC）、财政部保险业董事会（ID）、互助会委员会（FSC）和友好协会注册局（RFS），分别行使对银行业、保险业、证券投资业、房屋协会等机构的监管职能。

1986 年金融创新和放宽监管的“金融大爆炸”之后，设立新的监管机构来监管新业务是惯常做法。但这种按业界划分的监管模式存在过于零散、无法监管集各类金融产品于一身的金融机构的问题。例如，英格兰银行被批评监管不利，导致国际商业信贷银行和巴林银行分别于 1991 年和 1995 年破产；证券

行业亦不断出现关于不当销售投资产品和盗窃基金资产的丑闻；复杂的再保险亦导致保险市场于 1988-1992 年期间出现衰退。使得金融监管机构的“监管盲点”和“缺乏沟通合作”成为公众关注的焦点。

2、综合监管时期（1998 年-2012 年）

1998 年，英国工党政府提交《金融服务及市场法案》，旨在建立单一监管制度，将全部权力赋予金融监管局（FSA，前身是根据《1986 年金融服务法》成立的证券及投资管理局）。在为期两年的咨询和立法过程中，设立统一监管机构的想法广受金融机构和客户欢迎，甚至得到国际货币基金组织的“一致支持”。《金融服务与市场法》最终于 2000 年 6 月通过，于 2001 年 12 月生效。其后 11 年间，FSA 成为所有金融机构和金融服务业公司的统一监管机构，全球商界亦将 FSA 视为“领先的国际监管机构”。

在此期间的监管主要呈现以下特点：所有金融机构遵循统一的风险评估机制；对市场行为的监督仍然遵循分业原则，设立 9 个“分业小队”专职监管对应的传统分业监管领域；设立单一金融申诉专员服务机构加强投资者保障；与财政部及英格兰银行签署谅解备忘录以建立金融危机管理协调框架，为危机管理作出三方安排，同时定期进行压力测试。

3、双峰监管时期（2013 年以来）

次贷危机爆发之前，全球金融机构大举参与利润丰厚但风险极大的债务证券化活动，借此为业务扩张进行融资。2007 年年中，美国次级贷款按揭市场崩溃，令全球资金逐渐枯竭，导致英国北岩银行出现严重的流动性危机，发生英国 140 多年来首次挤兑事件⁹。其后两年，英国政府再救助 3 家银行，为恢复整体金融稳定，总共向金融机构注资 1370 亿英镑。FSA 被指漠视金融风险，三方监管机构协调不及时，错过及时作出政策反应的时机。事后 FSA 的监管检讨认为，其未能在监督市场行为和审慎监管之间取得适当平衡，审慎监管能力不足，未能对北岩银行经营模式中的严重问题作出反应并保证银行采取有效的整改措施。

统一的监管模式存在精专不足，不利于培养专业知识，工作量大机构不胜负荷，无法保证监管机构内各部门有效协调等问题。2013 年英国对金融监管体系再次改革，取消了英国金融监管局，其日常监管权力被拆分为两个监管机构，即英格兰银行辖下的审慎监管局（Prudential Regulation Authority, PRA）和独立的金融行为监管局（Financial Conduct Authority, PCA），形成“双峰监管”模式。英格兰银行重新收回金融监管的权力并负责宏观审慎监管，同时设立金融政策

⁹ 最终英国政府出手救助。

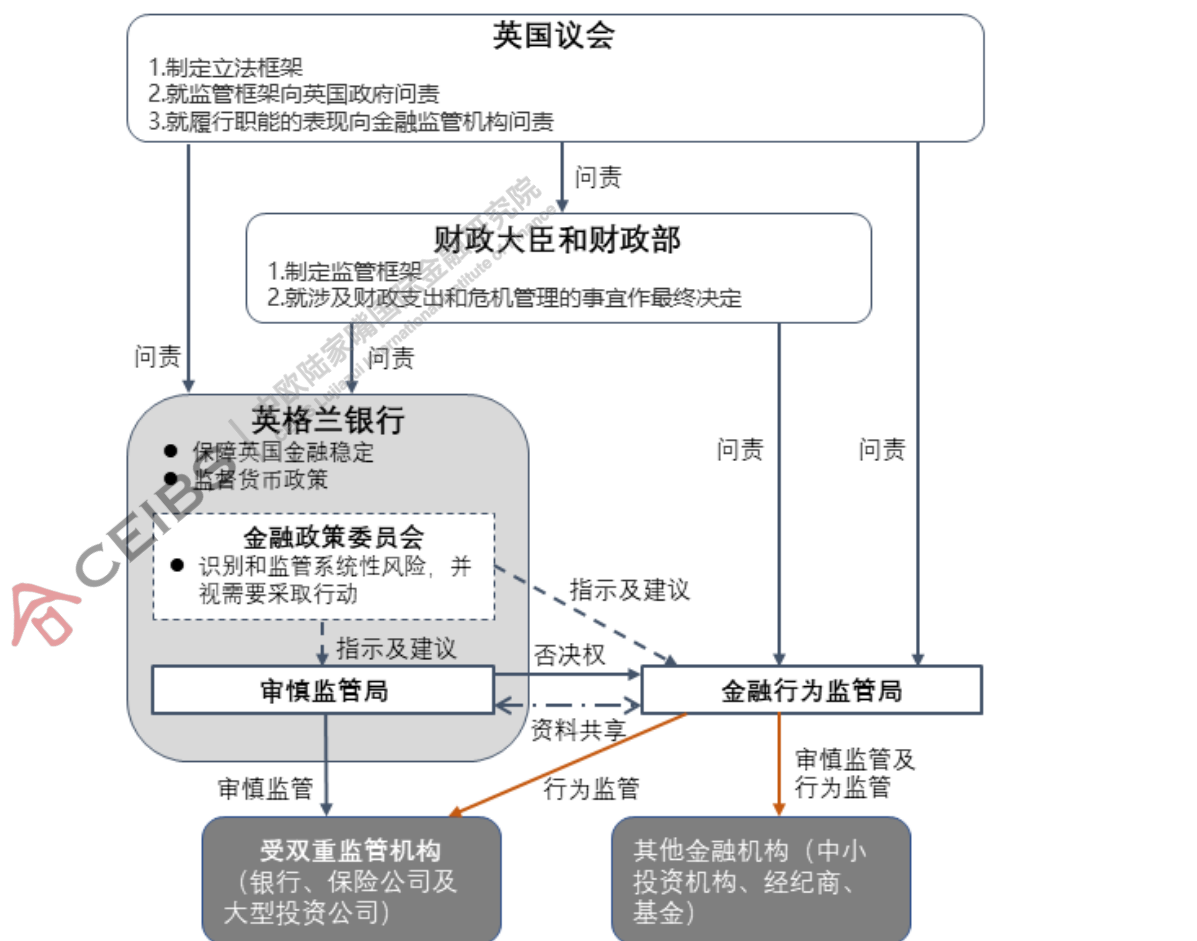
委员会就系统性问题向两个监管机构提供建议与指导。

二、监管机制

1、目前的金融监管体制

英国当前的金融监管是以央行（英格兰银行）为主，强化央行的审慎监管职能。同时，英格兰银行作为英国金融危机处置当局，负责制定金融机构危机管理和处置策略，并将关键信息提供给财政部用于政府及时评估风险。在英格兰银行下设金融政策委员会（FPC），负责实施宏观审慎监管，重点防范系统性金融风险，并且对审慎监管局和金融行为监管给予工作指导，增强金融监管部门之间沟通和协调。FPC 的职能有四项：一是检测英国金融体系的稳定性，识别和评估系统风险；二是对外公布金融稳定情况，发布金融稳定报告（每年两期）；三是适时向 PRA 和 FCA 发布指令，保证宏观审慎监管的目标和执行；四是向英格兰银行、财政部、FCA、PRA 或其他监管机构提出建议。

图 3-1 英国目前的金融监管体制



资料来源：HM Treasury¹⁰。

审慎监管局(PRA)专职 1500 家大型金融机构(包括银行、保险公司和大型投资公司)和金融体系的审慎监管，以免再次发生“大而不能倒”的危机，确保金融系统稳健发展；金融行为监管局(FCA)负责对金融业务实施现场监管和非现场监管，保护金融消费者权益，打造信息透明、公平竞争、公开公正的市场环境，监管的对象为其余 48000 家(包括银行、保险公司、

¹⁰ 《英国金融监管制度的演变》，香港立法会秘书处资料研究组，IN01/2023。

证券公司、基金管理公司等)被认为对整个金融体系稳定性影响较小的小型机构。这种分工降低了小型机构的合规成本,与之前的综合监管架构基本保持一致。PRA 和 FCA 相互协作并保持信息共享,接受 FPC 的指导。

此外,英国金融监管架构的设置全部为中央金融监管部门,对地方金融活动的监管覆盖主要通过机构自身层级的延伸,在人、财、物等方面对地方政府具有显著的独立性,可以归纳为“以垂直监管覆盖地方金融活动的监管模式”。在机构设置上,英国央行仅在 12 个地区设立了小型代表处,主要职能是收集信息、强化与当地金融机构的沟通,金融行为局(FCA)和审慎监管局(PRA)均未设置地方分支机构。在监管协同上,英国央行及内设监管机构主要通过“正式的、具有法律约束力的监管备忘录”来保障各机构间的明确职能范围,并成为日后职责划分的依据;同时,也基于协调机制实现金融监管信息双向共享和行动指导,使用一套金融监管信息系统满足不同监管机构的监管信息需求,补充机构设置上下沉不足的缺陷。

2、国际金融中心建设

伦敦一直是全球领先的国际金融中心,而伦敦国际金融中心建设的职能主要由伦敦金融城政府负责。2006 年,伦敦自治机构易名为伦敦金融城政府(The City of London

Corporation)，新名称代表了伦敦金融城的公司治理模式和结构。伦敦金融城（又称“Square Mile”）不仅是英国及伦敦市的经济中心，也是全球领先的金融、商业和经济中心。而伦敦金融城政府则是其管理机构，致力于提升伦敦金融城和伦敦作为全球领先金融和商业中心的地位和根基。工作主旨包括：支持伦敦金融城内企业的竞争力的提高和业务拓展，与企业及决策者保持紧密联系，探讨影响商业环境、影响英国金融、专业服务及相关服务业的经济增长和全球竞争力等系列问题，以确保创新精神和企业可以在最有利的市场、财政、监管和基础设施环境中蓬勃发展。

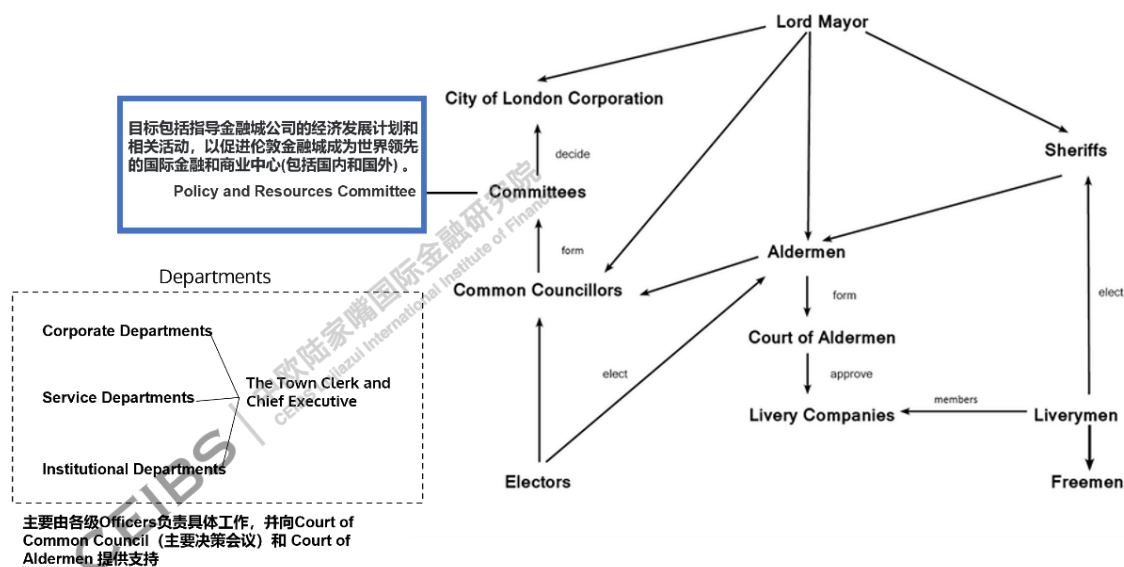
工作的重点聚焦于对英国金融服务业产生影响的相关问题，包括：税收；监管，主要是公司管理和英国监管架构的发展；技能的可用性和人才的获取；基础设施和交通运输；为中小企业融资，以及金融服务在为经济增长融资方面面临的挑战和机遇；发展金融科技、绿色金融和网络安全等创新商业领域。

伦敦金融城拥有独特的治理结构，拥有独立的行政与立法权，是一个高度自治的市政机构，由市长、市政司法长官、市府参事议事厅和政务议事厅等组成。主要官员均由选举产生，选举制度设计上充分考虑企业利益，经选举产生的各类官员共同维持和提升伦敦金融城金融服务业的国际竞争地位。经过两百多年的发展，伦敦金融城积累了丰富的金融事务管理经验，

形成了一系列规章制度指导公司的运作与决策，以保障决策公平、高效、透明和担当。

组织结构上，伦敦金融城政府当局由议员(Councillors)组成，通过下设不同委员会(Committees)，负责政策实施和地方日常行政事务。在下设委员会的报告基础上，政府通过议员辩论来决定政策方向，并由长期的行政雇员(Officers)予以支持。伦敦金融城市长是英国金融和专业服务业在全球的宣传大使，职责包括支持和促进英国的金融和专业服务，吸引海外投资或是公司来伦敦金融城开展业务。金融城市长也是伦敦金融城政府的领导者，其与伦敦金融城的其他领导一起确保伦敦金融城的利益在地方和国家政策中得以保证。伦敦金融城市长的地位与内阁大臣不相上下。金融城政府的另外一位主要领导就是政策与资源委员会的主席，主要负责金融城的治理安排，监督和协调伦敦金融城的政策导向，确定其未来发展战略并分配重点资源，推动伦敦金融城成为世界领先的国际金融和商业中心，帮助公司在金融城内开展业务。

图 3-2 伦敦金融城的治理结构



注：蓝框内为具体参与国际金融中心建设相关的职能部门。

资料来源：“How the City of London works”¹¹、中欧陆家嘴国际金融研究院。

伦敦金融城通过拓展国别和地区市场不断扩大金融对外开放水平、提高金融业务交易量，这一点是其治理模式的最大特点。伦敦金融城的未来五年规划包括了三个重要内容：营造世界级营商环境、提供高品质配套设施、建设宜居环境。

三、监管特点

英国的双峰监管模式已实施近 10 年，尽管期间出现过欧洲债务危机和英国脱欧等事件，但总体表现稳健。这或可归因于其对审慎监管和金融体系整体稳定性的加倍重视，以及更严

¹¹ 具体请见：<https://www.alisongowman.org/how-the-city-of-london-works.html>。

格的全球金融监管。目前，英国的双峰监管模式主要有以下特点：

1、目标明确的专门化监管机构

新的监管制度将过往英国金融监管局的宏观审慎和市场行为监管进行了分拆，责任分明、权职明确，针对特定目标运用合适的专业知识。

2、审慎监管优先，更加注重降低系统性风险和维护整体金融稳定

双峰模式下，英格兰银行拥有了更多的监管权力，因此，其可在金融体系面临潜在系统性风险时，强制实施额外监管或推翻金融行为监管局的决定。

3、审慎监管局是其主导监管机构

根据审慎监管局与金融行为监管局签订的谅解备忘录，对于同时受两个监管机构监管的金融机构，审慎监管局是其主导监管机构。两局共享监管信息，必要是可成立工作小组以缓解个别机构的金融风险，较少进行联合监管。此外，两家监管必须至少每年更新一次谅解备忘录以掌握市场最新发展。

第四部分

启示：模式互有长短，没有“完美监管”



CEIBS | 中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance

CEIBS | 中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance

启示一：次贷危机以来，金融体制改革更加突出央行核心地位且监管覆盖面不断加大

2008 年全球金融危机以来，各国都不同程度地推进了金融监管体制改革。主流的金融体制改革的核心依据是事前、事中监管与事后危机救助。经过多年实践，已取得重要的效果。突出表现在两个方面：

首先，更加突出央行核心地位。危机前原有金融监管体制注重金融机构个体稳健的微观金融监管，缺乏对宏观经济及系统性金融风险的监测、评估和管理，危机后，各国纷纷以法律形式明确中央银行具有监督管理金融体系的职责。

其次，金融监管覆盖面不断扩大，更多系统重要性和非系统重要性机构纳入监管体系。金融危机后，各国和主要经济体都扩大了中央银行监管范围，甚至将全部监管权力并入中央银行（新加坡），这使得更多的重要性金融机构和系统重要性非金融机构均纳入监管范围，保证了金融创新的秩序和金融的稳定。

启示二：监管模式各有优劣，全球金融监管体制机制处于动态调整之中

“伞形”模式最初是说美国金融控股公司监管，只是在中文语境下常常拓展至整个金融监管层面，而从整个金融监管层

面看，将“伞形”模式称为“分业监管”模式更加恰当。美国1999年《金融服务现代化法》第307条规定美联储作为“伞形监管者（Umbrella Supervisor）”，负责监管金融控股公司，必要时才会对金融控股公司旗下的银行、证券、保险子公司进行有限制的监管；对后者而言，主要按照业务领域分由美国证券、保险等监管机构予以监管，形成了监管架构上的伞状形态。《金融服务现代化法》同时规定，各具体业务监管机构若认为美联储对金融控股公司的有限监管措施不当，可优先适用其自身制度。

“双峰”模式的概念由英国经济学家 Michael W. Taylor 在1995年提出。Taylor指出，金融监管有两个主要目标，一个针对系统性风险进行审慎监管，维护金融体系稳定；另一个则针对金融机构的机会主义行为进行行为（合规）监管，保护金融消费者。为此，Taylor提出“双峰”模式，即一个机构负责审慎监管，另一个机构负责行为监管。有时人们会形成一种误解，认为“双峰”模式中一个是负责货币政策，另一个是负责审慎监管，其实货币政策并不在“双峰”之列，不属于金融监管体制范畴。实践中，“双峰”模式又演变为英国式的二元“双峰”与澳大利亚式的三元“双峰”。前者由英国央行履行（宏观和微观）审慎监管职责、英国金融行为监管局履行行为监管职责；后者则由澳央行履行宏观审慎监管职责、澳大利

亚审慎监管局履行微观审慎监管职责、澳大利亚证券与投资委员会履行行为监管职责。

“综合”模式将金融系统中所有金融机构、金融产品和金融市场纳入同一个监管机构的监管范围。该机构既负责所有金融机构的审慎监管，也负责所有金融服务的行为监管。“综合”监管模式始于 20 世纪 80 年代的挪威、丹麦、瑞典等北欧国家。本世纪初，日本将所有金融业态置于日本金融厅的监管之下，既负责维系金融市场稳定，确保金融协调，又负责监管金融机构行为，保护金融消费者。

全球金融监管体制机制处于动态调整之中，随着外部经济社会环境的变化而不断演变，是一个在持续博弈与优化的过程中寻求监管效率和安全的平衡过程。特别地，2008 年国际金融危机对全球金融体系带来了深刻影响，主要发达市场在危机后都或多或少对金融监管体制机制和技术方法进行了改革。由于“双峰”架构国家在金融危机中表现稳健，许多国家均尝试在不同程度上予以借鉴。

当前，发达市场金融监管体制已呈现融合、趋同迹象，新“双峰”+“伞形”（主要体现为统一的行为监管机构下设分行业监管机构）金融监管架构似乎正在形成。例如，2008 年以来美国财政部、联邦政府先后公布的《美国金融监管体系现代化

蓝图》与《金融白皮书》，均建议设立审慎金融监管局专司审慎监管职责；德国作为传统的统一监管模式国家，危机后向“双峰”模式转变的特征也愈发明显，德国央行与德国金融监管局在金融稳定委员会的协调下，金融稳定方面的合作更多，审慎监管与行为监管的职责分工也更加明确。

启示三：金融监管机构可同时肩负国际金融中心建设职责

在国际金融中心建设方面，伦敦属于自然发展型，即顺应经济增长的自动反应；新加坡则属于政府引导型，即在政府有意识的扶植下发展起来的。香港应属于两者的结合，早期经营环境宽松，资本自由流动促成了香港金融业的快速发展，随着营商环境、简单低税制、资金自由港、与西方接轨的司法制度、金融监管高效，以及最自由经济体等制度优势的建立，促成了香港国际金融中心地位的稳固及提升，而政府也在该过程中起到了不可忽视的引导作用。

目前，香港、伦敦、新加坡均由政府予以全面或部分积极引导，尤其是新加坡，政府发布了包括战略发展规划和软硬环境建设方方面面的政策指引。香港、新加坡、伦敦三大国际金融中心多年发展取得的成就也表明国际金融中心建设应发挥政府推动作用，其所提供的稳定的政治经济环境、良好的营商环境和监管环境都对国际金融中心建设至关重要。

不过，香港、新加坡、伦敦三者和金融监管与国际金融中心建设的职责分配上略有差异：新加坡的国际金融中心建设职能完全由金融监管局承担，监管与发展的职能完全融于一体；香港则部分进行了分离，即将国际金融中心建设的政策制定与发展分别交由财库局和金管局负责；而伦敦则采用了几乎完全的分离，其监管由英国央行、审慎监管局（PRA）、金融行为监管局（FCA）等共同负责，而国际金融中心建设则由伦敦金融城政府主导（很大程度上仍可理解为市场导向）。由此可见，金融监管与国际金融中心建设的职能是否一定要由不同的机构承担，并没有统一标准，关键还在于平衡好两者的关系，既不过度偏向也不过度偏颇，使两者协调促进才是可持续的关键。

启示四：英国脱欧对伦敦国际金融中心的地位产生了波动影响

英国脱欧后迟迟未能与欧盟达成全面金融服务协议，导致伦敦金融城资产向欧盟大规模转移，对伦敦国际金融中心的地位产生了长期影响。目前，伦敦作为欧洲首要金融中心的地位逐步被侵蚀，法国巴黎一度夺走它“总市值最高的欧洲股市”桂冠；荷兰阿姆斯特丹也取代伦敦成为交易最活跃的欧洲股票交易中心。据估计，自2016年英国脱欧以来，虽然远低于最初对脱欧影响的担忧，但英国金融系统仍损失了7000个工作

岗位和 1.3 万亿英镑的资产¹²。与之相对的是，新加坡政府长期重视金融中心发展规划的引领作用，为其金融中心地位的巩固及提升提供了重要保障。

对此，中国需引以为鉴，建议在国家战略层面进一步助力上海国际金融中心建设。从上个世纪 90 年代以来，中央和上海市政府制定了许多有关上海国际金融中心的发展规划，虽已从地方推动上升到国家推动，但仍缺乏一个国家层面的上海国际金融中心统筹推进机构，使上海建设上海国际金融中心向更高能级迈进过程中无法在中央各部委之间以及各地方政府之间形成更大合力。同时，近年来国内各中心城市纷纷大力发展金融业，北京、深圳等地也都有志于成为国际金融中心，如果各城市均在优惠性政策（如税收优惠）上比拼，也可能造成国内城市间“内卷式”竞争，使得金融中心整体数量上升、但缺乏具有能与全球顶级国际金融中心较量的综合实力，可能令上海陷入类似伦敦的尴尬境地，最终也不利于中国金融业的整体发展。

纵观全球，各种监管模式互有长短，没有适用于所有国家的“完美监管模式”。金融监管框架改革既不应墨守成规，也不应过于激进照搬别国模式，必须结合各国实际。伦敦是唯一一个在不足 30 年内实行了上述三种主要监管模式的国际金融

¹² 安永会计师事务所 2019 年的一项调查显，具体请见：
http://www.xinhuanet.com/world/2020-02/01/c_1125518630.htm

中心，但在所有监管模式中，包括实施双峰监管以来的近十年，金融从业人员不当行为或中介机构不当销售仍时有发生。



第五部分 对我国本轮金融监管体制改革的思考



CEIBS

中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance



CEIBS

中欧陆家嘴国际金融研究院
CEIBS Lujiazui International Institute of Finance

当前，中国金融监管体制时隔五年再迎重大调整，各界对本轮金融监管体制改革高度关注。目前舆论多倾向于认为我国改革后的监管模式是一种“双峰”监管，实际从严谨意义上说，该种监管体制尚有别于标准的“双峰”监管模式，故称其为中国特色的“双峰”监管模式更为合适。

我们认为，本轮金融监管体制改革是在中国金融转轨大背景下的一种过渡性监管革新，由此构建的金融监管架构既不同于传统意义上的“伞形”、“双峰”或“统一”监管模式，也并非未来全球金融监管体制演化的趋势目标，而是当下中国特定约束条件和发展特征下的现实选择。

一、本轮改革特征

长期以来，我国金融领域主要是以审慎监管为核心的分业监管机制，虽引入行为监管理念，但仅仅是作为审慎监管框架下内部分工的组成部分。2023年3月，党的二十届二中全会通过了《党和国家机构改革方案》，方案明确在银保监会的基础上组建国家金融监督管理总局，统一负责除证券业外的金融业监管，统筹负责金融消费者权益保护，不再保留银保监会，央行恢复省级分行，证监会调整为国务院直属机构。此次调整后，“一行一局一会”的金融监管架构即将形成，功能监管、行为监管得到强化，并将逐步形成中国特色的准“双峰”监管

模式。

其一，由“伞形（分业）”向新“伞形”演化。包括我国在内的许多国家历史上均有向欧美国家金融制度广泛学习的经历，无论是我国 2003 年开始建立的“一行三会”体制，还是 2018 年构建的“一行两会”体制，神形均与“伞形（分业）”模式高度一致。本轮改革后，金管总局几乎承担除证券业之外的所有金融机构行为监管暨投资者保护职责。参考银保监会现行内设机构设置，有理由相信未来金管总局也将内设细分金融行业监管部门，叠加承接央行对金融控股公司的监管职能，从而在行为监管层面呈现新“伞形”特征。然而，金管总局不承担对作为最重要金融行业之一的证券业的监管职责，则又区别于相关国际经验。

其二，并未形成标准“双峰”格局。一方面，审慎监管包括宏观审慎监管和微观审慎监管两个方面，二者虽在政策工具上高度重叠，在逻辑起点、政策目标、监管重点、政策反应上却大相径庭。如果“双峰”之其中“一峰”主要指向微观审慎监管，则在银保监会基础上组建的金管总局必将继续同时承担微观审慎监管与行为监管的双重职能，从而并未形成国际上标准的“双峰”格局。另一方面，如果“双峰”之其中“一峰”主要指向宏观审慎监管，则虽然履行宏观审慎监管职责的央行可作为“一峰”，但是在行为监管层面，金管总局由于并不负

责证券业的行为监管，因而未在行为监管的层面形成另“一峰”。实际上，“双峰”监管涉及的审慎监管应当兼顾宏观审慎监管和微观审慎监管，由金管总局同时承担行为监管与微观审慎监管职能与标准“双峰”格局尚有距离。

其三，证监会剥离投资者保护职能。保护投资者利益在理论和实践中都是证券监管机构的核心职责。国际证监会组织发布的《国际证监会组织证券监管目标和原则》指出，证券监管主要有三项目标，首当其冲的便是保护投资者利益。美国证监会（SEC）明确指出其首要工作目标是投资者保护，中国证监会在多个场合也有类似表述。根据危机后出台的美国《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，美国成立了消费者金融保护局，但其无权就 SEC 的监管对象实施任何权力。因此，我国本轮金融监管改革实践中，将投资者保护职责从证券监管机构剥离在世界范围内是比较特殊的。

综观之，我国本轮金融监管改革后形成的“一行一局一会”监管格局，与传统的三大金融监管模式均不尽相同。虽然从2018年原银监会、保监会合并与金管总局职责扩张的角度看，本轮金融监管改革在一定程度上体现出全球金融监管体制演化的部分特征，但又与全球金融监管酝酿中的新“双峰”+“伞形”模式有所区别。作为一种非常具有中国特色的金融监管制度，“一行一局一会”监管格局本质上是一种过渡性监管革新

的产物，对其形成与发展的理解须充分考虑当前中国社会经济转轨变迁的大背景。

二、现实基础与约束条件

过渡性的金融监管体制根植于我国金融体系转型。我国正从中低收入国家向中高收入国家迈进，经济发展模式正从低效粗放向高质高效转型，产业链正向高附加值、高技术领域攀升，融资模式正从间接融资为主向直接融资转变，金融行业聚焦服务实体经济等。我们认为，中国金融监管体制改革面临独特的现实基础与约束条件：

一是制度建设需要过程。假如以《美国金融监管体系现代化蓝图》设想的监管体制为目标，那么组建央行和金管总局之外的微观审慎监管机构需要整合现有一行三会分散的微观审慎职能，新机构的磨合及管理成本、监管制度设计成本都将过高。整合所有金融业务的行为监管也面临监管制度的系统性重塑，短时间内难以高质量完成。实际上，即便整合狭义的制度规则，本轮改革也带来了相当的工作量。例如，《金融控股公司关联交易管理办法》正式发布至今尚不满2个月，便需要根据本轮改革予以修订。

二是各方利益均需照顾。本轮金融监管体制改革并非小修小补，而是继五年前原银监会、保监会合并后的再度重塑。发

改委企业债发行审核职责划入证监会、证监会作为国务院直属机构、证监会系统投资者保护职能并入金管总局，都可能涉及大量岗位、编制、人员的变更与调动，可以预见大量的不同利益诉求将同时涌现。如果像一些观点期待的那样一次到位整合行为监管、整合微观审慎监管、整合债券市场，利益碰撞必将更加剧烈，从而极有可能造成改革本身的迟滞甚至停滞。

三是路径依赖影响显著。2003年，中国正式确立了央行、原银监会、原保监会、证监会组成的一行三会分业监管体制，演变至今不过20年。与之相对，2001年日本确立了以金融监督厅为主导的统一监管体制，运行至今尚无系统性变革；美国自1999年确立了“伞形（分业）”监管模式，受制于其国内各种制约，虽然早在2008年美国财政部就提出了充分借鉴“双峰”模式，由美联储负责宏观审慎监管、审慎金融监管局负责微观审慎监管、商业行为监管局负责行为监管的建议，但金融监管体制至今只有局部变革。中国金融监管体制改革的基础在于国内金融综合经营发展趋势，以及债券市场、资管行业分割带来的监管套利、投资者保护不力等问题，但这些问题已通过强化金控公司监管、颁布资管新规等措施得以部分修正，客观上强化了旧有金融监管体制的路径依赖。

四是证监会剥离投资者保护职能在世界范围内属于极具中国特色的举措。然而，如果注意到中国资本市场在当前阶段

聚焦服务实体经济、支持科技创新、助力解决“卡脖子”问题等方面的特殊使命，叠加中国证监会较之于美国证监会而言的相对薄弱监管资源，该等选择又不失为当前现实基础和约束条件下的合理做法。

三、对未来金融监管体制改革的建议

一国监管模式和机制的设计与调整需要根据本国监管的历史沿革和宏观环境、金融业发展现状的客观实际进行设计，而并非对国际经验的单纯借鉴。作为一种金融转轨下的过渡性监管革新，本轮金融监管体制改革后的“一行一局一会”监管架构也需要在未来充分考虑本国特点、金融市场发展实际、全球最佳实践而不断优化，不断提升金融监管效率效能。我们提出如下政策建议：

一是组建央行下设的微观审慎监管机构。英国等许多国家在央行内部设立专门微观审慎监管部门，以强化宏观、微观审慎监管与货币政策的协调，提升审慎监管效率，该等设置实可借鉴。

二是组建金管总局下设的金融消费者保护机构。危机后，美国、英国等国家都强化了金融消费者保护，并为此设立了专门机构。然而，金融消费者保护是行为监管的重要目标之一，由一个机构统筹效率更高。上海率先在地方金融监管立法中提

出维护“金融消费者”权益，并于2018年成立全国首家金融法院，积极探索“以监管促行业规范、以监管防金融风险、以监管优化营商环境”的地方金融“双峰监管”实践，保障国家赋予上海的金融改革创新任务，营造更加优良的金融法治环境。同时，鼓励金融科技、监管科技及“沙盒监管”创新，在监管手段上也推出了系列举措。

三是证监会的行为监管职能择机择时并入金管总局，进一步完善行为监管机制。

四是上海金融服务业迈向更高发展水平，对金融市场的监管能级提出了更高要求，金融的制度型开放需要更适配的金融监管架构。一方面，实质性健全中央金融管理部门与上海地方金融监管的统筹协调机制至关重要。目前，央行设立上海总部以提升上海金融市场的监管能级，不少机构也积极在上海设立“二总部”，但由于缺乏国家层面的统筹设计，这些总部型驻沪机构的实际监管功能作用有限，相对纽约而言，上海金融市场的监管事权明显偏弱。另一方面，上海的金融创新和混业经营态势明显，实行分业监管可能导致监管失灵和低效，所以需要对各类金融实践落实功能性、综合性监管。

五是关于“地方政府设立的金融监管机构专司监管职责，不再加挂金融工作局、金融办公室等牌子”，上海有其特殊性，

在剥离地方金融监管机构的地方金融业发展规划等相关职责时，是否剥离及如何进一步加强上海国际金融中心建设的有关职能亟待进一步论证、设计。

