

# 财政金融学

## 中国的金融业和金融市场

May 5, 2025

- 1 中国的金融业和金融市场
  - 金融市场的起步和发展
  - 当前中国金融市场的架构
  - 金融业监管框架

- 我国金融业的发展经历了长期曲折的过程。
- 改革开放前及初期（前 10 年）：“金融压抑”阶段。
  - 金融资源国家统一使用，无资本市场、中央银行、市场化利率。
  - 金融效率低下，与国民经济发展不相适应。
- 20 世纪 90 年代：逐渐建立资本市场。
  - 1990 年：沪深交易所成立，股票市场开始形成。
  - 1991 年：国债开始市场化改革，1996 年完全实现市场化招标发行，债券市场发展完善。
- 随着改革开放和经济规模扩大：保险业、信托业、基金业发展。
- 21 世纪以来：法律制度和监管完善，金融基础设施改善，对外开放发展，金融资产总规模扩大。
- 存在问题：银行主导、分业监管、市场分割，与发达国家差距大，效率偏低，制约创新经济发展。
- 债券市场发展基础：金融市场结构、基础设施、中介服务、金融监管等。
- 本章目的：介绍我国金融业和金融市场概况，提供概括性了解。

# 一、中华人民共和国成立初期到改革开放初期的金融业

- 理解中国金融业和市场，需了解中国经济体制现状和发展过程。
- 成立初期：实行苏联式计划经济体制。
- 金融体系：主要是银行业和保险业。
  - 银行：只提供流动资金贷款，不做长期贷款。
  - 无金融中介、资本市场、中央银行、市场利率。
  - 存贷款利率：国家确定，长期不变。
- 1949 年到 1990 年前：无金融市场，金融是计划经济的附属工具。

## (一) 专业银行体系的建立

- 1949 年：中国统一货币，清理贷款，实现计划经济的金融管制。
- 特点：财政收支平衡、实行信贷计划、严格控制货币发行。
- 1953 年：按苏联模式，全面建立集中统一的计划经济体制。
- 1955 年 2 月：改造传统银行，全国公私合营银行并入当地中国人民银行储蓄部。
- 1956 年底：社会主义改造完成，建立单一公有制体系，国有部门主导。
- 1962 年 3 月 10 日：《关于切实加强银行工作的集中统一，严格控制货币发行的决定》（“银行工作六条”），以稳定货币为目标。
- 1972 年：为支持农业发展，中国农业银行重新恢复。
- 此时期：无金融市场概念，理论认为利息是阶级剥削产物，实践中实行低存款利息。
- “金融压抑”：国家采取低利率手段实现产业政策，经济学家麦金农称此现象。

## (二) 改革开放初期的财政和银行改革

- 金融市场基础奠定于改革开放初期。
- 新中国成立到改革开放前：财政金融“统收统支”，金融附属于财政。
- 改革开放前：银行只是特许贷款和存款机构。
- 改革开放后：财政与金融改革同时开始，相伴而生。
- 20 世纪 80 年代初期：财政改革后，才有了金融和金融市场。
- 1979 年：邓小平提出银行改革要求，要把银行办成真正的银行。
- 1979 年第一次全国金融学会：出现“大财政、小银行”与“大银行、小财政”的讨论。
  - 财政部与人民银行意见不统一。
  - 争论核心：如何处理财政与银行关系，涉及部门利益和认识问题。
  - 财政部担忧：放权导致财政收入减少（财政收入占国民收入比重：1980 年 28.7%，1981 年 26.2%）。
  - 1979-1981 年：通过企业基金、利润留成、盈亏包干等形式，国家留给企业的财力共 280 多亿元。

- 国家预算外资金：达国家预算收入一半，源于放权给企事业单位后其留用并支配的资金。
- 当时观点：国民收入中财政不能集中的部分，使用前基本存在银行。银行作用按传统观点已不适应。
- 金融理论界观点：银行自主经营，虽暂时影响预算，但搞活银行、增长经济后，银行上缴财政的收入和税收会增加。
- 姚依林副总理：银行要搞活，财政困难时更要搞活银行，以度过困难。
- 国务院支持下，争论结果有利于银行改革。
- 改革影响：银行贷款范围扩大（如技术改造贷款、固定资产贷款制度）；1984 年企业流动资金全部改由银行贷款，取消财政拨款。

# 专业银行体系的形成与初步发展

- 改革开放初期：银行业初步分工，按行业发展建立分工体系，增加贷款种类。
- 1979 年：中国银行从人民银行分离；国家允许人行开办中短期设备贷款，突破只能发流动资金的限制。
- 1983 年：中国工商银行从人民银行分离；决定由人民银行行使中央银行职能。
- 之后：建设银行（曾为财政部司局）也独立出来。
- 专业银行体系逐渐形成。
- 1986 年：国务院发布《中华人民共和国银行管理暂行条例》，银行监管进一步正规化。
- 时期特点：银行脱离财政体制，成为独立经济实体，经营范围扩大。
- 同期发展：各地成立以投资为目标国际信托投资公司。
- 1981 年：恢复发行国债，出现非正式国债市场。
- 1984 年：上海飞乐音响发行股票，为证券业发展重要事件。
- 个别地方企业开始发行债券。
- 此时期：无正式证券市场，股票债券发行仍在非正式一级市场。
- 总结：此期金融业发展缓慢，因基础落后，认识停留在计划经济时期。至 80 年代末，中国金融仍具“金融压抑”特点。



### (三) 银行改革、企业改革和自下而上的金融创新

- 1985 年金融改革：提到了人民银行作为中央银行的地位和独立性问题。
  - “人民银行作为中央银行是最重要的调节机构之一，要加强其地位和独立性。”
  - “人民银行要通过综合信贷计划、金融政策、外汇政策和信贷利率、汇率、准备金等各种调节手段来控制货币供应量和贷款规模，做到既能控制通货膨胀又能促进经济发展和经济结构合理化。”
- 20 世纪 80 年代中期：
  - 国有企业增加自主经营权，向市场化改革发展。
  - 民营经济迅速发展。
  - 金融改革顶层设计明确方向，但市场萌芽由民间创新产生。
  - 创新表现：集体/乡镇企业合资入股、发股票债券筹资；农村自由借贷活跃；上海等地试办票据贴现；住宅商品化，出现抵押贷款和分期付款。

## （四）证券业务的出现和国债市场的建立

- 1981 年：财政部发行国库券，成为资本市场发展起点。
- 20 世纪 80 年代后期：
  - 地方出现公司债券和股票。
  - 银行开始发行金融债券。
- 1986 年和 1988 年：财政部决定开展国库券流通转让试点。
- 1986 年 8 月：沈阳市信托投资公司开办窗口交易，代客买卖股票和企业债券，成为最早的有价证券转让市场。
- 20 世纪 80 年代末期：国内对证券市场已进行充分论证。
- 1989 年 3 月 15 日：证券交易所研究设计联合办公室（“联办”）成立。
  - 集中一批海外归来优秀学子，积极推动交易所设立和市场发展。
- 1990 年：上海证券交易所和深圳证券交易所正式成立，标志中国金融市场迈上新台阶。
- 1991 年起：财政部推动国债市场化改革。
  - 建立国债承销制度。
  - 推进国债无纸化改革和招标发行。
- 1996 年：国债市场基本建立。
- 意义：中国债券资本市场建立在稳固基础之上。

## (五) 中国金融市场的出现和发展

- 金融市场起步于 20 世纪 90 年代。
- 1984 年已有初步同业拆借市场，但整个 80 年代无现代意义金融市场。
- 1990 年和 1991 年：沪深交易所建立，出现股票市场。
- 1991 年：开始国债市场化改革，标志债券市场开始建立。
- 意义：这些为证券市场的建立和发展奠定了基础。
- 20 世纪 90 年代最重要金融事件：交易所市场建立和国债市场化改革。
- 90 年代后期：银行间债券市场建立，推动债券二级市场发展。
- 法律制度完善：《证券法》、《公司法》、《信托法》相继出台。
- 监管加强：证监会工作加强，监管领域扩大。
- 1998 年：国家开发银行开始市场化发行政策性金融债，成为财政部外第二大发行体。
- 国开行市场化创新：债券品种增加，二级市场进一步活跃。
- 2008 年以前：金融市场主要经历制度建设、市场建设和基础设施建设。
  - 特点：发行主体扩大和品种增加时期，市场深化程度仍不够。
- 2000 年初起：央行和证监会互相开放银行间债券市场和交易所债券市场。
- 2008 年金融危机后：通过扩张性货币政策刺激经济，保持增长速度，但也使地方政府债务迅速增加。

## 核心观点

- 价格改革并非市场经济建立的唯一一起点（与中国情况不符）。
  - 制度经济学（产权经济学分支，诺斯产权理论）强调产权和制度对经济发展的重要性。
  - 从此角度看，财政体制改革找到了正确出发点。
  - 产权确定是市场经济前提：无经济主体作为利益主体，则无市场经济。价格改革作用的前提是经济主体产权确定。
  - 关键环节：从计划经济到市场经济是产权确定。
- 
- 20 世纪 80 年代：不仅中央与地方关系，国家与企业、企业与个人、财政与金融关系都初步解决。
  - 改革开放前：金融业（主要是银行业）附属于财政。
  - 1982 年经历：财政部老楼中除财政部、税务总局外，还有人民银行、建设银行、中国银行部分机构。建行当时是财政部一个司局（一个机构两块牌子）。人行行长由时任财政部副部长吕培俭兼任。
  - 结论：20 世纪 80 年代改革，也是财政向金融分权的过程。

## 回忆链接：财政改革和金融改革（续）

- 第一步不是建立金融市场，而是使金融机构成为市场主体。
- 80 年代财政体制改革为金融改革奠定基础。
- 金融改革第一步不是改革股票和债券市场，而是使金融机构摆脱财政功能，成为独立金融实体。
- 有了独立金融机构，国债市场化基础才奠定。1991 年国债承购包销通过金融机构实现。
- 1990 年证券交易所出现，无纸化股票交易使国债无纸化发行成为可能。
- 整个 80 年代国债发行是行政分配，但财政体制改革中出现的新经济实体（特别是金融实体）为国债市场化改革提供了制度基础。
- 改革初期：银行像出纳，财政像账房。现代银行治理是银行脱离财政、成为独立经济实体后的事。
- 个人经历：毕业后去财政部面试，走廊里听到算盘声，感觉像账房。当时财政主要负责中央、地方和企业财务管理，国库功能委托人行代理。
- 转变过程：计划经济向市场经济转变推动财政体制改革，财政改革带动税收体制改革和国债市场化改革。
- 观点：国债市场化改革是财政体制改革进程中起决定性作用的一步。只有经历国债市场化改革，财政才会成为市场经济的财政。
- 意义：国库现金管理才有意义，财政部才从外国人眼中“预算局”变成包括预算功能和国库功能的真正适应市场经济体制、行使公共财政职能的财政部。

## 二、金融市场的多元化、层次化、多样化和国际化

- 2008 年以后：市场规模扩大、发行体增加、品种增加趋势有所缓和。
- 金融有不断“深化”的趋势。

## (一) 金融混业经营

- 2008 年：国务院批准国家开发银行实行“一托二”公司制改革。
  - 下设国开金融和国开证券，开始金融业混业经营时代。
- 随着银行利率放开，银行业存贷款利差下降。
- 银行开始收购保险、信托、证券、租赁等机构，普遍实现混业经营。
- 2010 年末期起：随美国金融危机和利率市场化进程，金融业混业经营迅速发展。
- 国开行“一托二”到各大国有商业银行实现混业经营：
  - 特点：以存贷款为基础的商业银行业务持续萎缩，证券资本市场业务不断扩展。
- 2010 年后：央行分阶段放开贷款和存款利率，金融进一步市场化。
- 2012 年后：债券市场长足发展（品种增加、业务扩大）。政策性金融债、公司债、城投债空前发展。
- 同期：与市场有关的基础设施也快速发展。
- 金融市场新变化：改变债券市场发行人结构和投资人结构，机构投资者和市场中介经历前所未有的发展。
- 另一重要现象：大型企业集团化同时开始建立金融公司，涉足金融业务。
- 各级地方政府开始建立金融办，将原引进投资职能改为金融管理职能。

## (二) 基金业和财富管理业的发展

- 2013 年：国家支持创新企业发展，对私募股权基金实行备案制，门槛降低。
- 之后：私募股权基金如雨后春笋般发展，全国很快有几万家私募股权基金管理公司。
- 2017 年后：经历去杠杆、实施资管新规，资金来源减少，行业经历整合、提升，质量有很大改善。
- 2017 年：企业债券违约现象增加，金融市场风险迅速积聚。
- 经济周期变化：2017 年不良资产处置业务迅速增长。
- 债券等产品迅速增加条件下：公募和私募基金迅速扩张，资产管理和财富管理业务不断扩大。
- 问题：
  - 非银行业务资金大部分来自银行，非直接来自个人和机构投资者。
  - 银行资金属短期资金，与资产期限不匹配。
  - 长期资金主要依赖保险和基金，但保险业和基金业相对不发达。
  - 银行从事基础设施贷款，因资产负债不匹配，增加风险隐患。



### （三）非银行业务和表外业务的发展

- 2010 年后：随科技和新兴产业兴起，科技金融和金融科技长足发展。
- 互联网与金融结合，使金融插上翅膀。
- 移动支付进步，改变中国人生活方式。
- 2016 年后：数字经济发展和区块链技术应用使金融科技行业不断进步。
- 经过近 30 年发展，我国初步形成具一定规模和结构、完整市场类别和品种相对齐全的金融市场体系。
- 2017 年以前：非银行业务和表外业务迅速发展，银行资金通过各种通道（特别是信托贷款、委托贷款等）使银行和金融机构风险迅速积聚。

## （四）资管新规发布 I

- 背景：银行和金融机构风险积聚，金融领域“乱象”多。
- 2018 年后：去杠杆，一定程度减少地方政府和国企债务水平，但资金链最脆弱的民营企业首先出问题。
- 之后：国家采取措施扶持民营和中小微企业。
- 2018 年 4 月 27 日：央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）。
- 出台背景：同类资管业务监管规则标准不一，存在业务不规范、监管套利、多层嵌套、刚性兑付、规避监管等问题。
- 主要目的：规范资管业务、统一监管标准、防范金融风险、引导资金流向实体经济、支持结构调整和转型升级。
- 2018 年 7 月 20 日：各监管机构迅速出台相关文件。
  - 央行发布通知并解释。
  - 银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。
  - 证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》等。
- 一行两会同时发文：修正新规部分内容，出台配套细则，明确过渡期操作性问题，促进新规平稳实施。
- 总结：此期金融市场范围、产品不断扩大，现代化和国际化取得新进展。

## （四）资管新规发布 II

- 问题：金融创新更多是套利创新，非管理和产品创新。银行业占统治地位，资本市场深化表现为板块增加，但在市场专业化、新产品多样化、技术应用方面无实质进展。结构性问题、监管分割问题仍突出。
- 2020 年中央经济工作会议：强调发展直接融资，防范系统性风险，要求监管部门在公司信用类债券风险披露管理方面加强统一协调。
- 2020 年：高收益债券市场成为债券市场新领域。
- 2021 年：全球疫情严峻，经济萧条，金融不确定性上升，中国经济运行总体平稳。金融供给侧结构性改革引领下，金融监管部门贯彻十九大和五次全国金融工作会议精神，推动金融服务实体经济，防控风险，深化改革，扩大开放，取得显著成效。

# 引言：金融市场构成

- 我国金融市场包括：货币市场、债券市场、股票市场，以及外汇市场、期货市场、黄金市场、贷款市场、保险市场等。
- 货币市场：同业拆借市场、回购市场、票据市场。
- 债券和股票市场：分为集中交易的交易所市场和场外市场。
- 集中交易市场：主要是交易所市场（沪、深、京）。
- 债券场外市场：主要是银行间市场，也包括商业银行柜台市场。

# 一、金融市场及分类 I

## ● (一) 金融市场的概况

- 按期限和流动性：货币市场 vs 资本市场。
- 加产品细分：外汇市场、黄金市场、保险市场等。
- 资本市场是主体。
- 资本市场按是否标准化：标准化市场 vs 非标准化市场。
- 标准化市场：股票市场、债券市场、衍生产品市场。
- 非标准化市场：贷款市场、无流动性固定收益产品市场。

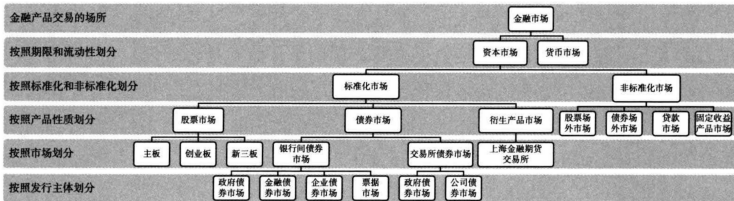


图 3-1 中国金融市场分类

## ● 图示描述（基于图 3-1）：

- 金融市场分为资本市场和货币市场。
- 资本市场分为标准化和非标准化。

# 一、金融市场及分类 II

- 标准化市场包括：股票市场（主板、创业板、新三板）、债券市场（银行间、交易所）、衍生品市场（上海金融期货交易所）。
- 非标准化市场包括：股票场外、债券场外、贷款市场、固定收益产品市场。
- 债券市场按发行主体细分（政府债、金融债、企业债/公司债、票据）。
- 标准化金融市场：货币市场、资本市场、衍生产品市场、外汇市场、黄金市场等。
- 货币市场：短期政府债券、承兑贴现、同业拆借、证券回购、短期商业票据等。
- 货币市场：不仅是短期资金融通场所，也是央行调控宏观经济的重要场所。特点：期限短、流动性强、安全性高、收益性低。

- 资本市场：证券市场、中长期银行信贷市场、保险市场、融资租赁市场等。
- 资本市场：期限1年以上中长期金融工具交易场所，主要由中长期信贷、中长期债券、股票市场构成。
- 资本市场特点：期限长、收益性高、流动性弱。
- 金融衍生产品市场：货币市场和资本市场的派生市场，包括掉期、期货、期权市场等。
- 衍生品市场：作为风险管理手段（对冲、锁定风险），作为投资配置则高风险、高回报。

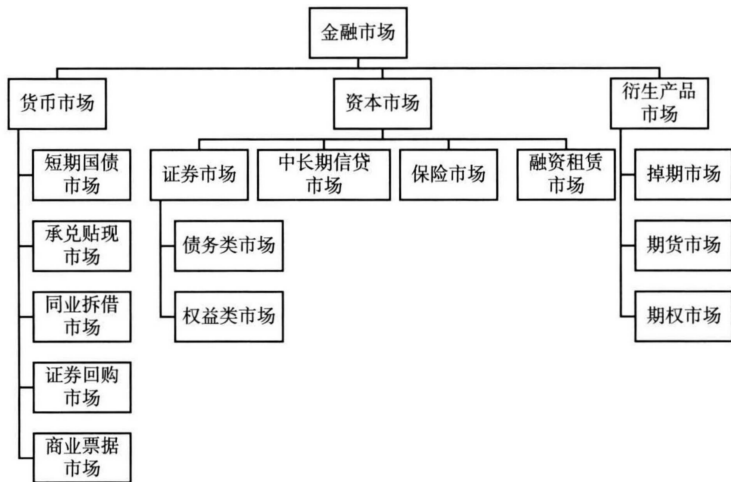


图 3-2 中国金融市场



- 图示描述（基于图 3-2）：

- 金融市场分为货币市场、资本市场、衍生产品市场。
- 货币市场工具：短期国债、承兑贴现、同业拆借、证券回购、商业票据。
- 资本市场包括：证券市场（债务类、权益类）、中长期信贷市场、保险市场、融资租赁市场。
- 衍生产品市场包括：掉期市场、期货市场、期权市场。

## (二) 金融业的现状 I

- 中国 1990 年以前无金融市场。
- 1990 年：建立两个证券交易所。
- 1991 年：建立国债市场。
- 法律制度 and 金融监管：2000 年后逐步完善。
- 2010 年：市场规模迅速扩大，目前已是世界第二大规模金融市场。
- 参与主体构成金融行业。
- 金融体系特点：以银行为主导，银行服务体系是核心。
- 银行业改革发展在金融体系乃至经济体系改革中占重要地位。
- 经济体制渐进式改革背景下，银行业改革经历长期、渐进过程。
- 金融业按业务性质分类：银行、证券、保险、信托、租赁等。
- 金融业是重要产业，是不同金融企业开展业务的领域。
- 近年金融业发展迅速，但市场结构、监管、公司债市场等方面仍存问题。
- 图示描述（基于图 3-3）：银行业总资产远超保险业总资产（截至绘制时数据）。

## (二) 金融业的现状 II

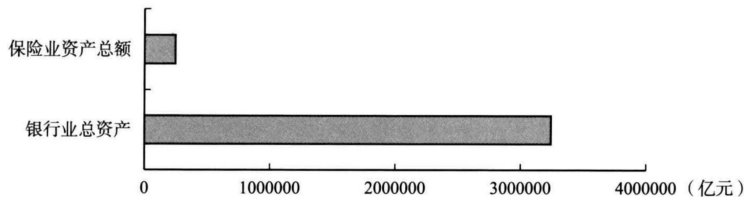


图 3-3 银行业总资产总数、保险业资产总额对比

# 金融业现状：1. 银行业

- 以银行业为主导是中国金融体系主要特点。
- 银行业发展对经济发展起重要作用。
- 金融领域银行分类：政策性银行、商业银行等。
- 政策性银行：国家开发银行、进出口银行、农业发展银行。
- 商业银行：大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农业商业银行等。
- 1986年12月19日，邓小平谈话：“金融改革的步子要迈大一些。要把银行真正办成银行。我们过去的银行是货币发行公司，是金库，不是真正的银行。”
- 改革开放以来：宏观经济体制从计划经济向市场经济转变，金融领域发生政府推进式演进的结构性变迁。
- 金融在经济运行中资金配置功能不断提升，客观要求金融体系进一步改革。
- 银行业发展历程：在宏观经济体制结构性变迁背景下经历快速发展。
- 截至2021年5月：中国银行业总资产超324万亿元，居世界第一。
- 无论是硬指标（资产充足率、规模、质量、盈利水平）还是软实力（管理能力、企业文化、经营理念），中国银行业都实现历史性跨越。

## 金融业现状：2. 保险业

- 保险业和银行业都是我国金融领域最早的行业。
- 保险业经历曲折发展过程。
- 中国人民银行、财政部等曾在不同时期行使保险业监管职能。
- 1949 年 10 月：新中国成立后，中国人民保险公司成立，受人行领导。
- 20 世纪 50 年代后半期起：保险业进入长期低谷，监管停滞。
- 改革开放后：保险业进入新发展阶段。
- 1979 年 4 月：国务院批准逐步恢复国内保险业务，仍由人行监管。
- 1985 年 3 月 3 日：国务院《保险企业管理暂行条例》规定：“国家保险管理机关是中国人民银行。”
- 之后：人行逐步建立加强监管保险业的内设机构。
- 1995 年 7 月：人行成立保险司，专司对中资保险公司监管。同时加强系统保险监管机构建设。
- 随着分业经营发展，为更好监管保险业，国务院于 1998 年 11 月 18 日批准设立中国保监会，专司全国商业保险市场监管。
- 保险行业主体：保险公司，是以经营保险业务为主的经济组织。
- 业务：保险业务和资管业务，强调按客观经济、自然、技术规律，增强专业性。
- 精算业务：依据大数法则和概率论确定风险概率。
- 保户越多，承保范围越大，风险越分散。
- 分类：财产保险和人身保险两大类。
- 财产保险：财产损失、责任、信用、保证、农业保险等。
- 人身保险：以人的寿命和身体为标的的保险。

- 《中华人民共和国信托法》定义：“信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”
- 金融功能：简单说“受人之托、代人理财”。
- 国外历史：3800 年，一头连货币市场，一头连资本市场，一头连产业市场，既能融资又能投资，被认为具多重金融功能。应用范围广泛。
- 中国信托业：始于 20 世纪初上海。
- 1921 年 8 月：上海成立第一家专业信托投资机构——中国通商信托公司。
- 1935 年：上海成立中央信托总局。
- 新中国成立至 1979 年前：金融信托在高度集中计划经济体制下未能得到应有发展。
- 1979 年 10 月：国内第一家信托机构——中国国际信托投资公司成立。

- 之后：从中央银行到各专业银行、行业主管部门、地方政府纷纷办起各种形式信托投资公司。
- 2018 年以来：随资管新规出台，监管政策影响下以单一信托为主的通道业务受限，信托利用自身多功能优势逐步推进转型。
- 转型重点之一：优化资金来源结构。
- 截至 2020 年 Q4 末：集合资金信托与管理财产信托占比达 70.06%，同比 2019 年 Q4 末的 62.91% 上升 7.15 个百分点。
- 趋势：继续逐步减少单一信托形式通道类业务，朝提升主动管理能力方向不断取得成效。
- 资金来源看（截至 2020 年 Q4 末）：
  - 集合信托规模 10.17 万亿元，占比 49.65%，同比升 3.72 百分点，比 Q3 末升 0.23 百分点。
  - 事务管理类信托 9.19 万亿元，同比 2019 年 Q4 末 10.65 万亿减少 1.46 万亿，较 2017 年末历史高点 15.65 万亿减少 6.46 万亿，业务占比 44.84%，同比 2019 年 Q4 末 49.30% 下降 4.46 百分点。
- 按照资管新规压缩下来的集合信托规模：大多是以监管套利、隐匿风险为特征的金融同业通道业务。
- 按监管要求：事务管理类业务量与占比一直不断下降，金融机构间多层嵌套、资金空转现象明显减少。

- 中国基金业走过 20 年发展历程，目前在金融领域呈上升趋势。
- 传统意义公募基金获长足发展：基金公司近 150 家，管理规模超 22 万亿元。
- 公募基金规模超 25 万亿元，非货币基金规模超 16 万亿元。（数据截至报告时点）
- 截至 2021 年 10 月末：私募管理基金规模 19.69 万亿元。存续私募基金管理人 24569 家。
- 当前：中国基金业向资产管理和财富管理方向发展，处创新发展重要机遇期。
- 部分基金公司努力转型为具现代意义的开放、包容、多元的财富管理公司。
- 通过体制改革，基金业获广阔外延发展空间，可积极发展各类资产管理机构，促进私募基金规范化、透明化发展。
- 主管部门积极推动：做好社保基金、保险资金、养老基金、住房公积金等投资资本市场的衔接和服务，积极为银行、保险、信托等专业机构和产品参与资本市场创造良好条件。



- 目前基金公司发展方向：
  - 管理团队、客户对象、产品设计、风控机制等全面升级。
  - 建设专业精良、治理完善、诚信合规、运作稳健的现代财富管理机构。
  - 树立以客户为中心理念，客户权益优先，投资人价值增值是发展基础。
  - 提升核心竞争力：投资管理、产品创新、销售服务、风险控制、公司管理能力等。
  - 探索特色化发展道路：结合自身优势，寻求个性化、差异化发展模式。
  - 按照 ESG 标准，弘扬诚信文化、受托文化，强化勤勉尽责和对标意识。
- 大力发展包括基金在内的财富管理行业：
  - 有利于推进资本市场健康发展。
  - 特别是优化投资者结构、促进上市公司完善治理。
  - 有利于优化国民资产配置。
  - 推动我国社会保障和养老体系建设，更好服务民生。
- 基金业发展也有利于：
  - 完善金融体系。
  - 改善直接金融与间接金融比例关系。
  - 优化社会融资结构，化解金融风险。

# 金融业总体稳健性（截至 2022 年 6 月末）

- 银行业、保险业、证券业金融机构总体稳健。
- 股票市场和债券市场平稳运行。
- 金融业机构总资产 407.42 万亿元，保持合理增长。
- 商业银行资本充足率 14.87%，不良贷款率 1.67%。
- 保险公司平均综合偿付能力充足率 220.8%。
- 证券公司风险覆盖率、资本杠杆率中位数分别为 291%、32%。
- 指标均大幅优于监管标准。

### （三）中央银行的货币政策

- 20 世纪 90 年代初期央行开始行使货币政策职能以来，一直实行稳健的货币政策。
- 目标：保持货币币值稳定，并以此促进增长。
- 具体：采取多目标制。
  - 年度目标：价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡。
  - 动态目标：金融改革和开放、发展金融市场。
- 为实现目标，需设中间目标：如 M2、社会融资等。
- 政府工作报告通常设定 M2 目标。央行设定目标会根据情况变化。
- 2016 年：首次设置社会融资总量目标。
- 2018 年：未设具体目标。
- 2019 年：开始设定相对目标，即 M2 和社会融资增速与 GDP 名义增速相匹配。
- 2020 年：要求引导 M2 和社会融资明显高于上年。
- 同时：央行增加利率引导作用，特别是引进 LPR 定价机制。
- 近年因影响经济变化因素复杂，政策微调使用较多。

## 二、金融市场各个组成部分

- (一) 货币市场

# 1. 货币市场概述

- 定义：期限在一年以内的金融产品交易市场，是金融市场基本组成部分。
- 性质：短期资金市场，主要交易融资期限一年及以下的金融产品。
- 特点（与资本市场比）：流动性和换手率最高，最能反映市场变化。
- 主要功能：保持金融资产流动性，保证市场参与人手中金融资产随时转换成可流通货币。
- 与资本市场关系：既有联系，又有区别。
- 容纳工具：主要是政府、银行、企业发行的短期信用工具。
- 工具特点：期限短、流动性强、风险小。
- 变现能力：仅次于现金货币和存款货币，可称“准货币”。
- “货币市场”得名原因。
- 作用：提供短期资金市场价格，是决定收益率曲线的主要因素。

## 2. 货币市场工具

- 主要工具：短期国债、大额可转让存单、商业票据、银行承兑汇票、回购协议等。
- 具体包括：
  - 一年以内（含）银行定期存款、大额存单。
  - 剩余期限 397 天以内（含）债券。
  - 期限一年以内（含）债券回购品种。
  - 期限一年以内（含）中央银行票据。
  - 中国证监会、人行认可的其他具良好流动性金融工具。
- 其他短期借贷市场工具：
  - 中央政府发行的短期国库券和其他短期债券。
  - 地方政府发行的短期债券。
  - 银行承兑汇票（商业承兑汇票转化、信用证签发两种）。
  - 银行发行的可转让定期存单。
  - 商业本票（交易性本票、融资性本票）。
  - 商业承兑汇票等。
- 银行超额准备金、外汇等也是重要货币市场工具。

### 3. 同业拆借

- 定义：非常重要的金融市场，近几年是不同信用银行实现套利的场所。
- 业务：同业拆借、同业拆放、资金拆借。
- 性质：金融机构之间进行短期、临时性头寸调剂的市场。
- 主体：具法人资格的金融机构及经法人授权的金融分支机构。
- 目的：调剂短期资金需要，通常在同业市场进行短期资金融通。
- 同业拆借利率：拆借市场资金价格，反映短期资金供需，是货币市场核心利率，代表收益率曲线短期部分。
- 作用：能及时、灵敏、准确反映货币市场乃至整个金融市场短期资金供求关系。
- 利率变动含义：
  - 上升：反映资金需求大于供给，预示流动性可能下降。
  - 下降：情况相反。
- 引导作用：拆借利率升降会引导带动其他金融工具利率同步升降。
- 地位：被视为观察市场利率趋势变化的风向标。
- 央行作用：把同业拆借利率变动作为把握宏观金融动向和实施货币政策的指示器。

## 同业拆借（续）

- 市场分类（按有无中介参与）：直接交易 vs 间接交易。
- 利率形成机制：
  - 直接交易：双方协商或博弈确定，双方都是价格决定方 (price setter)。
  - 间接交易：通过中介机构公开竞价或撮合确定，双方是既定利率水平接受者 (price taker)。
- 两个利率：拆进利率 (bid rate) vs 拆出利率 (offered rate)。
  - 拆进利率：银行愿意借款的利率。
  - 拆出利率：银行愿意贷款的利率。
  - 一家银行拆进（向他行借款）= 另一家银行拆出（为他行提供贷款）。
  - 同一家银行：拆进利率 < 拆出利率，差额为银行收益。
- 提高拆借利率影响：
  - 银行间借款减少，拆借资金减少，不利于资金融通。
  - 对准备金充分银行：增加收入。
  - 对准备金不充分、资本充足率低银行：扩大支出。
- 利率决定因素：银根松紧、央行政策意图、其他工具收益水平、拆借期限、拆入方资信等。
- 一般情况：同业拆借利率低于央行再贴现率或再贷款利率。
- 宏观影响：提高拆借利率，银行减少贷款，维持资本充足率，满足营运。贷款减少使社会资金周转变慢，不利经济发展。可起抑制通胀作用。
- 国际典型利率：LIBOR (伦敦)、SIBOR (新加坡)、HIBOR (香港)。



## 4. 短期国债 I

- 定义：短期政府公债，重要金融市场和国债市场工具。
- 别称（英美）：国库券 (Treasury Bills)。英国是历史最早发行国库券国家。
- 市场：短期国债市场（国库券市场）是货币市场重要组成部分。
- 期限：一般 1 年以内，多为 3、6、9 个月。日本有 2 个月期。
- 发行目的：满足政府先支后收产生的临时性财政资金需要。
- 特点：
  - 国家信用担保，无或基本无信用风险。
  - 期限短，流动性强。
  - 可获高于同期存款利息。
- 地位：在金融市场具重要地位和作用。
- 发行方式：多为拍卖方式（财政部公布数额，投资者/承销商投标）。根据招标规则（多种价格/单一价格）确定价格、利率、数量。
- 发达市场：美国短期国债市场最发达（定期发行、量大、频次高，基础设施和管理完善）。
- 我国情况：因国库由央行代理，短期国债发行不多。
- 作用：不仅是重要金融工具，也是国库现金管理工具，财政部为保持合理头寸和满足临时资金需要发行。
- 性质：政府直接负债，相对其他货币市场工具风险最低。

## 4. 短期国债 II

- 信用地位：通常国家政府信用最高（注：有些跨国公司信用评级可能更高），一般无到期无法偿还风险。
- 投资者：机构投资者通常踊跃投资。因风险低、信誉高，金融机构和个人愿将短期资金投资于此，调节流动资产结构。
- 中国短期债券市场不活跃原因：长期以来财政部不发行短期国债。
- 1994 年：财政部曾发两期短期国债，为配合人行公开市场操作。后因财政部预算司认为增加还本付息频度而未再发。当时财政部不注重债券市场发展，缺乏财政与货币政策配合意识。
- 体制原因：财政部国库在人行，由人行代理国库，导致财政部当时无完整国库现金管理，短期预算资金安排以向央行借款形式解决。
- 中国企业发行债券：多为解决长期资金问题，期限通常 3-5 年。期限过长、流动性不好，投资人不愿购买。企业短期流动资金通常用银行贷款。因此企业债和公司债基本无短期品种。

## 5. 大额可转让存单 (CDs) I

- 定义：银行存款的证券化。
- 全称：大额可转让定期存单 (Negotiable Certificate of Deposit)。
- 性质：银行发行的一种定期存款凭证。
- 特点：
  - 印有票面金额、存入/到期日、利率。
  - 到期按票面金额和规定利率提取本息。
  - 逾期不计息。
  - 可流通转让，自由买卖。
  - 通常不记名，不能提前支取。
  - 可在二级市场转让。
- 发行者：多为大银行。
- 发行对象：多为城乡居民和企事业单位。
- 期限：多在 1 年以内。
- 起源：最早产生于 20 世纪 60 年代美国。当时政府对银行存款利率设上限，常低于市场利率。为吸引客户，商业银行推出可转让大额存单。
- 机制：由银行业存款类金融机构面向非金融机构投资人发行的记账式大额存款凭证。购买者可随时在市场出售变现。通过再投资，客户能以短期存款获长期存款利率计算的利息。
- 国际经验：不少国家在存款利率市场化中，曾以发行大额存单作为推进改革重要手段。

## 5. 大额可转让存单 (CDs) II

- 我国情况：近年利率市场化加快，除存款外利率管制已全面放开，存款利率浮动上限已扩大到基准利率 1.5 倍。金融机构自主定价能力显著提升，分层有序、差异化竞争的存款定价格局基本形成。同业存单市场快速发展也为推出面向企业和个人大额存单奠定基础。
- 我国首批大额存单：2015 年 6 月 15 日起发行。
- 首批发行机构：工行、农行、中行、建行、交行、浦发、中信、招商、兴业 9 家银行（均为市场利率定价自律机制核心成员）。目前已扩大到多家银行。
- 推出意义：
  - 有利于有序扩大市场化定价范围，健全市场化利率形成机制。
  - 有利于进一步提高金融机构自主定价能力，培育企业、个人等零售市场参与者的市场化定价理念。
  - 为继续推进存款利率市场化进行有益探索并积累宝贵经验。
  - 规范化、市场化的大额存单可逐步替代理财等高利率负债产品，对降低社会融资成本具积极意义。

## 6. 商业票据 (Commercial Paper) I

- 定义：发行体为满足流动资金需求发行的、为解决企业上下游和供应链间短期融资的工具。
- 近年发展：票据市场增长瞩目，规模达百万亿元级。随实体经济恢复向好，供应链金融活动将更活跃，商票融资方式也将多样化。
- 法律定义：商业上由出票人签发，无条件约定自己或要求他人支付一定金额，可流通转让，持有人具索取权的凭证或有价证券。
- 权利：具索取权（付款请求权、追索权）。各国票据法要求形式内容标准化规范化。
- 性质：可流通证券。除自身限制外，可凭背书和交付转让。
- 种类较多，包括：
  - □ 短期票据：货币市场短期信用工具，最短 30 天，最长 270 天。
  - □ 单名票据：发行时只需一人签名。
  - □ 融通票据：为短期周转资金发行。
  - □ 大额票据：面额整数，多数以 10 万美元倍数计算。
  - □ 无担保票据：无须担保品和保证人，靠公司信用担保。
  - □ 市场票据：以非特定公众为销售对象。
  - □ 大公司票据：只有财务健全、信用好的大公司才能发行。
  - □ 贴现票据：以贴现方式发行，发行时先预扣利息。
- 应用：应收账款持有企业可将其转换成商业票据。做法：销售方要求购买方开具商业承兑汇票，销售方再将收到票据与银行签贴现协议进行贴现。

## 6. 商业票据 (Commercial Paper) II

- 评级：通常有评级，对票据质量（债权实现可靠性）评价并分级。
- 贴现形式：卖方付息 vs 买方付息。企业可视需要分别对应收/应付账款进行贴现融资。
- 与债券区别：债券信用与借款人及项目有关；商业票据信用与票据开发方企业信用（应付款安全性）及企业适应经济周期能力有关。

## 7. 央行票据

- 功能：主要承担短期政府债券功能，可对调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、熨平货币市场波动、引导利率走势发挥重要作用。
- 作用一：承担调控货币供应量职能。
  - 例如：在人民币升值预期等因素影响下，外汇储备增加使外汇占款扩大，为减少其对基础货币供给增长的负面影响，央行大量发行央票进行对冲。
- 作用二：调节商业银行流动性水平，防止信贷过快增长。
  - 目前公开市场操作中，央票认购主力是商业银行。定向央票主要面向资金面宽裕、贷款增速过快银行发行。
- 作用三：用来熨平货币市场波动。
  - 随我国参与全球化加深，投机资本对国内房地产等市场投资会影响国内经济，由此产生的经济波动需灵活货币政策工具调节。今后货币政策将以公开市场操作为主，央票在其中扮演重要角色。
- 作用四：有助于形成市场基准利率。
  - 央票因其灵活性和主动性成为货币市场“风向标”，引导银行间、交易所、相关债券市场形成相应期限市场利率，其一级市场收益率渐成利率定价基准。
- 发挥功能前提：需与其他货币政策工具（如存款准备金）合理组合。

## 8. 同业存单

- 背景：作为同业存款替代品出现，有助于完善同业借贷市场 Shibor 报价的短、中、长期利率曲线。
- 2013 年 8 月：央行已考虑在银行间市场尝试发行同业存单，并择机推出相关政策，以此掀起存款利率市场化改革前奏。
- 2013 年以来：监管层一再警示银行间市场同业业务期限错配风险。严格监管政策影响下，银行不得不重新配置同业资产，不少股份制银行买入返售业务有所收敛。但银行间市场同业存放业务依旧活跃，线下交易普遍，给央行带来监管难题，也提供了试点发行同业存单契机。
- 央行发布管理办法：对同业存单定义、发行交易对象、期限定价方式、核准程序金额、发行流通转让方式、监管归属等关键要素进行规范。
- 2013 年 12 月 8 日：央行发布《同业存单管理暂行办法》，自 2013 年 12 月 9 日起施行。



## 9. 银行承兑汇票

- 定义：由在承兑银行开立存款账户的存款人出票，向开户银行申请发行的票据。
- 银行责任：经审查同意承兑后，须保证在指定日期无条件支付确定金额给收款人或持票人。
- 性质：商业汇票的一种。
- 主要投资者：货币市场共同基金和市政实体。
- 融资方式：用银行承兑汇票为商业交易融资称为承兑融资。
- 市场行为：在市场上贴现销售。
- 特点：信用好、承兑性强、灵活性高、有效节约资金成本。
- 承兑机制：银行基于对出票人资信认可而给予的信用支持。
- 我国票面金额：最高 1000 万元（含）。
- 手续费：按票面金额向承兑申请人收取万分之五，不足 10 元按 10 元计。
- 承兑期限：最长不超过 6 个月。
- 逾期付款：承兑申请人到期未付款，按规定计收逾期罚息。

## 10. 其他货币市场工具

- 此外还有与外汇有关的货币市场工具，包括：
  - □ 欧洲美元 (Eurodollar):
    - 指存放于美国境外外国银行或美国银行境外分支机构的美元存款。
    - 出现于 20 世纪 50 年代初。
    - 特点：供应充裕、运用灵活、存贷不受任何国家外汇法令干预限制等。
    - 作用：曾为各国政府或大企业提供巨额资金，对战后西欧各国经济恢复发展起积极推动作用。
    - 监管：因存托在美国境外银行，不受美国联邦储备系统监管，存款受限制更少，收益更高。
  - □ 联邦基金 (Federal Funds):
    - 指在联邦储备银行存款的存款机构的隔夜贷款 (overnight loans)。
    - 贷款非由联储体系发放，而是银行间相互拆放。
    - 借款原因：通常是银行在联储账户存款余额不能满足监管要求。
    - 机制：可从其他银行借款补充不足余额，通过联储电子支付系统将款项转入借款行账户。
    - 市场敏感性：对银行借贷需求非常敏感。
    - 利率：称联邦基金利率 (federal funds rate)，是银行系统信贷市场松紧和货币政策立场晴雨表。
    - 利率含义：高则说明系统资金紧张；低则说明借贷相对宽松。

## (二) 资本市场

- 地位：金融市场的主体。
- 我国资本市场分类：股票市场、债券市场、贷款市场等。
- 新发展：证券化产品市场，也属资本市场。

# 1. 资本市场概述 I

- 广义资本市场：指证券融资和经营一年以上中长期资金借贷的金融市场，是政府、企业、个人筹措长期资金的场所。
- 狭义资本市场：指标准化金融产品的交易场所。
- 广义资本市场包括：长期借贷市场和长期证券市场。
- 长期借贷：主要是银行的基础设施贷款、固定资产贷款、房地产贷款等，也包括银行对个人提供的购房消费信贷。
- 长期证券市场：包括股票市场和中长期债券市场。
- 交易对象：一年期以上证券。
- 称谓原因：因长期金融活动涉及资金期限长、风险大，具长期较稳定收入，类似资本投入，故称资本市场。
- 股票：代表公司股份的股权资产。
- 股票市场：企业筹措长期资金的场所。

## 1. 资本市场概述 II

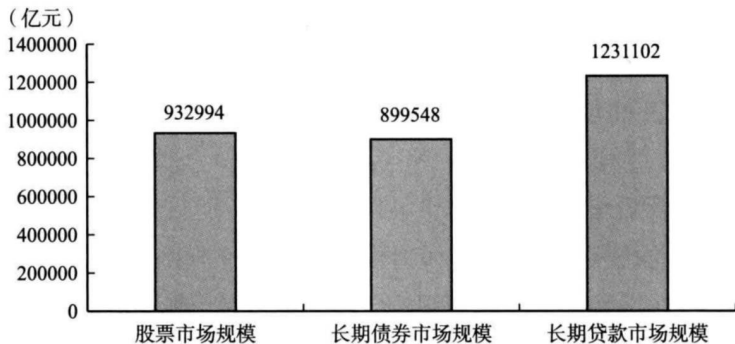


图 3-4 长期贷款市场、股票市场和长期债券市场的比较

- 发展：改革开放后，特别是 20 世纪 90 年代后，资本市场有很大发展，但目前规模仍小于银行借贷市场（见图 3-4）。
- 图示描述（基于图 3-4）：长期贷款市场规模 > 股票市场规模  $\approx$  长期债券市场规模（截至绘制时数据）。

# 1. 资本市场概述 III

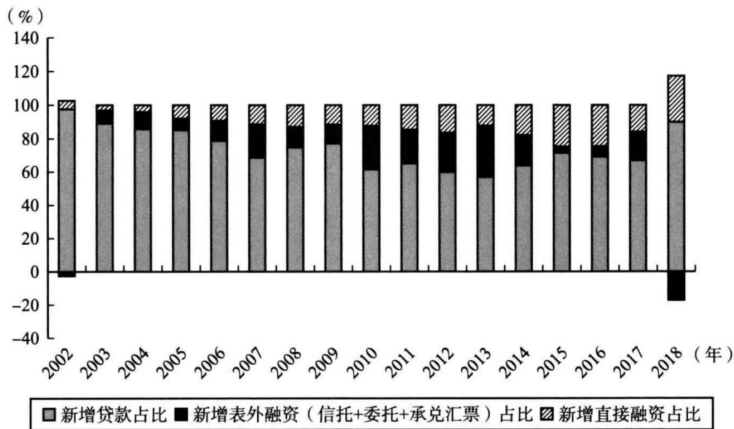


图 3-5 2002 ~ 2018 年中国直接融资和间接融资比重变化趋势

- 趋势：随公司债券市场迅速发展，以直接融资和标准化产品为特征的资本市场将逐渐取代以间接融资和非标产品为特征的传统银行借贷业务（见图 3-5）。

# 1. 资本市场概述 IV

- 图示描述（基于图 3-5）：展示 2002-2018 年中国直接融资（新增表外 + 新增直接融资）与间接融资（新增贷款）比重变化趋势，显示直接融资占比有波动上升趋势。

## 2. 中国证券市场发展概况

- 地位：金融市场重要组成部分。
- 功能：融通资金、资本定价、资源配置等。
- 发展过程：始终与实体经济紧密依存，对引导储蓄转化为社会投资、促进实体经济发展具不可替代作用。
- 历程：20 世纪 90 年代初开始，历经 20 余年发展。



## (1) 早期证券市场

- 时期：有证券业，但无证券市场。
- 改革开放初期：有发展股票市场建议，但当时主流思想视股票为资本主义，未被中央认可。
- 1984 年 7 月：北京天桥股份、上海飞乐音响经人行批准向社会公开发行股票。
- 1986 年 9 月 26 日：上海建立第一个证券柜台交易点，是新中国证券正规化交易市场开端。
- 20 世纪 90 年代：证券市场才正式建立，代表性事件是证券交易所建立。

## (2) 证券交易所建立

- 1990 年：上海证券交易所（上交所）和深圳证券交易所（深交所）成立，是中国证券市场重要里程碑，标志市场开始发展历程。
- 作用：为上市股票提供必要交易平台和流动性。
- 伴生发展：中国证券经纪业和投资银行业随之出现。
- 1991 1996 年：国债市场化改革，推动债券市场建立和发展。
- 伴随国债无纸化进程，上交所和深交所在 20 世纪 90 年代初期开始成为国债二级市场主要交易场所。
- 从此，资本市场不断发展和完善。

### (3) 股票市场的分层结构

- 经过多年发展，形成多层次市场结构：主板、二板（创业板）、三板、四板。
- 主板市场：基本的交易所市场。中国主板包括上交所和深交所。
- 2004 年 5 月：经国务院批准，证监会批复同意深交所设立中小企业板块。
- 二板市场（创业板）：以美国 NASDAQ 为模式。中国二板特指深圳创业板。
- 创业板特点：在上市门槛、监管制度、信息披露、参与者条件、投资风险认定等方面均与主板有较大区别。
- 建立目的：支持高成长的中小企业。
- 2012 年 4 月：深交所发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，规定上市退市等规则。
- 三板市场：在证券公司层面的交易活动场所。法律依据是 2001 年开办的“代办股份转让系统”。
- 代办股份转让业务：指证券公司以其自有或租用业务设施，为非上市公司提供股份转让服务。
- 四板市场：即区域性股权交易市场。属于为特定区域内企业提供股权、债权转让和融资服务的私募市场。一般由省级政府负责监管。
- 建立目的：促进企业（特别是中小微企业）股权交易和融资，鼓励科技创新和民间资本投资中小企业。
- 现状：全国有十多家股权交易中心属于四板市场。

## (4) 多层次资本市场的建立

- 股票交易场外市场：指柜台市场，投资人通过证券公司柜台交易。
- 现状：由于电子报价系统应用，场外与场内市场区分逐渐模糊。
- 股票投资基金：为方便个人和机构法人投资，在遵循监管要求基础上，证券公司成立股票投资基金。基金期限由发起人确定，经证监会批准可延长。出现特定情况（受益权总份数低于下限、不可抗力）可提前清盘。
- 基金治理结构：与其他基金类型相同。
  - 管理人：经批准的基金管理公司。
  - 受益人：基金持有人（个人、机构）。
  - 托管人：受托保管资产的机构（银行或证券公司）。
  - 经营机构：通常由管理公司和托管公司指定的经营基金的银行或证券公司。
- 基金发行对象：国内外具合法地位的自然人和法人。
- 基金单位权利：同等权利（受益权自动再投资、赎回权、剩余资产分配权、合同规定其他权利）。
- 发行与认购：由管理人指定销售机构按合同条款确定，以招募说明书形式公布。
- 受益凭证：不记名凭证（有面额）和记名凭证（可有可无面额）。受益人可持有凭证，也可委托销售公司代管。持代保管凭证者，登记名册交托管公司保管，副本交管理公司。
- 认购：最低认购额为一定单位，并以一定倍数递增。
- 招募手续费（佣金）：通常为每单位 1%。
- 成立条件：募集额达不到一定规模，基金不能成立。
- 近年发展：多层次资本市场建设速度加快。
- 2009 年 10 月：创业板推出，标志多层次体系框架开始形成。
- 2010 年：制度创新突破。3 月融资融券推出，4 月股指期货推出，提供双向交易机制，是重大创

## 多层次资本市场建立（续） I

- “十三五”规划建议：明确要加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率，积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率。要求开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债结合融资方式。
- 2016年3月31日：国务院批转国家发改委《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》，提出要深化资本市场改革，推进股票、债券市场改革和法治化建设，促进多层次资本市场健康发展，提高直接融资比重。
- 2017年1月26日：国务院办公厅出台《关于规范发展区域性股权市场的通知》，指出规范发展区域性股权市场是完善多层次资本市场体系重要举措，在推进供给侧结构性改革、促进“双创”、服务创新驱动发展战略、降低企业杠杆率等方面具有重要意义。从市场定位、监管体制、运营机构、监管底线、合格投资者、信息系统、区域管理、支持措施八方面作专门制度安排。
- 经过20多年发展：中国资本市场在上市公司数量、融资金额、投资者数量等方面已具相当规模，在经济发展中发挥越来越重要作用。
- 截至2021年12月31日：沪深股市共有A股2809只，B股101只。风险警示板(ST, \*ST) 54只；中小企业板777只。
- 投资者规模日益壮大，结构不断优化。共有证券公司140家，证券投资基金管理公司150家。
- 作用：在优化资源配置、促进企业转制、改善融资结构、加速经济发展等方面发挥重要作用。
- 截至2021年7月：证监会核准34家券商在境外设子公司，2019年来新增3家；核准设立外资参、控股券商17家（其中外资控股9家，2019年来新增7家）。
- 截至2021年7月底：共有247家机构在协会从业人员管理系统办理执业。

### (三) 贷款市场 I

- 主要功能：调剂暂时性或长期资金余缺，促进国民经济发展。
- 另一功能：中央银行进行信贷总量宏观调控、贯彻货币政策意图的主要场所。
- 活动实质：储蓄资金从盈余单位向赤字单位的有偿转移。
- 介入者：以银行为代表的金融体系形成信贷机制，促进经济体系中资金流动、运转和融通。
- 央行宏观调控政策两大类：
  - 货币总量政策：通过收缩或放松调整银行体系准备金和货币乘数，影响货币信贷总量。
  - 信贷结构政策：通过各种方式干预银行系统资金配置，实现信贷结构变化，达到经济结构调整目标。
- 两类政策工具都作用于银行系统，影响银行信贷资金流向和信贷市场利率水平。
- 资金流动：
  - 通过债权人向债务人流动，以发行债券形式进入债券市场（主要融资方式，属标准化资本市场）。
  - 通过银行贷款向实体经济流动，类似私募市场（属非标准化资本市场）。
  - 银行间资金流动发生在拆借市场（属货币市场）。
- 信贷转让市场：信贷合同进入市场转让，形成与上述市场完全不同的市场，称为信贷转让市场（“信贷市场”），是一种非标准化市场。
- 实例：目前不良资产处置和全国统一贷款转让系统都属信贷市场。
- 对应标准化市场：信贷资产证券化（ABS）市场。

- 地位：金融市场体系有机组成部分。
- 作用：促进资本再分配和利润平均化。资本总是从利润低行业流向利润高行业，以保证企业获最大利润。
- 银行功能：可利用信贷市场交易表内资产，利于信贷资产出表，增加新增贷款空间，提高资本充足率，利于不良资产处置。
- 央行功能：也可成为央行进行信贷总量宏观调控、贯彻货币政策意图的重要场所。
- 对商业银行意义：
  - 转变贷款经营模式。
  - 提高风险管理能力。
  - 推动利率市场化。
- 重要性：特别是在我国间接融资比重仍高于直接融资比重背景下，贷款转让市场有助于实现资本市场与信贷市场有效链接。
- 其他作用：有助于推动利率市场化、实现资本市场与信贷市场有效链接、实现宏观审慎管理。
- 宏观审慎管理：有助于加强金融监管改革，降低银行系统杠杆率，有效应用拨备计提等监管政策工具，提高金融机构资本质量和充足率，建立与经济周期调节相适应的杠杆率要求，开展前瞻性拨备管理，减缓顺周期影响。
- 全国统一贷款转让系统：开始发挥信贷市场作用。

- 建立完善意义：
  - 为商业银行提供贷款集中度和结构管理新手段。
  - 助商业银行破解严格资本约束与有限资本补充渠道难题。
  - 为商业银行开展贷款转让提供平台工具。
  - 促进商业银行合理转移信贷资产风险，增强信用风险管理能力，提高信贷资产经营水平。
- 经营模式转变：借此新途径渠道，商业银行将逐步改变贷款传统经营模式（持有到期 -> 流量管理）。不断扩大信贷投资交易等环节收益，优化业务和收益结构。
- 对商业银行意义：加快推进经营转型，促进可持续健康发展均有重大深远意义。
- 市场性质：信贷市场属非标准化市场，贷款转让合同是交易品种。中国银行间市场交易商协会提供相关法律文件。



## （四）私募基金市场 I

- 分类：包括投资于标准产品的私募证券投资基金和投资于非标产品的私募股权基金。
- 私募股权基金：向不特定投资人非公开发行，或向特定投资人募集的一种集合投资。
- 方式：
  - 基于签订委托投资合同的契约型集合投资基金。
  - 基于共同出资股份公司的公司型集合投资基金。
- 地位：多层次资本市场重要组成部分。
- 作用：在支持创业创新、推进供给侧结构性改革、提高直接融资比例方面发挥重要作用。
- 发展：经过 30 多年，中国私募股权活跃机构数量 and 市场规模增长几百倍。
- 现状：从总体规模看，目前私募股权投资占 GDP 比重仍偏低，长期发展有较大空间，通过资本助力产业升级及创新企业成长任重道远。
- 历史回顾：
  - 诞生于 1985 年：国家科委、财政部等联合设立中国新技术创业投资公司，目的扶持各地高科技企业发展。
  - 1992 2002 年：在经济调整中得到洗涤。出现更多制度化私募股权投资企业，并在 1999 2000 年互联网泡沫期达发展高峰。
  - 1992 年：第一家外资投资机构美国 IDG 进入中国。
  - 1995 年：《设立境外中国产业投资基金管理办法》通过，鼓励大批外资机构进入。
  - 2006 年：新《合伙企业法》通过，使国际普遍采用的有限合伙形式成为中国私募股权基金基本法律架构，大力推动行业发展。

## （四）私募基金市场 II

- 2013 年：中央编办明确私募股权基金管理职责分工。
- 2014 年：《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》等法规出台，明确监管制度，基金发展逐步规范化。
- 2015 年：移动互联网、AI 等新兴技术崛起，受政府“大众创业、万众创新”鼓舞，资金面流动性充裕，促成私募股权市场发展。

- 募集情况：

- 2017 年：全年资金募集规模约 1.8 万亿元，总体管理规模超 8 万亿元，比 2013 年分别增长 7 倍和 1 倍以上。
- 但此期快速增长主要建立在过度扩张的影子银行体系上，真正意义长期限资金仍缺位。
- 国内人民币基金出资人结构中，严格意义长期基金仅占 25% 左右。

- 2018 年：资管新规落地，金融去杠杆背景下，影子银行信用收缩，银行资金渠道被大幅切断，私募股权行业结束非理性繁荣，全面回调。

- 2018 年：96 只美元基金完成募资，金额 2503.29 亿元人民币，是 2017 年同比规模一倍多。
- 2018 年：资管新规发布，市场监管趋严，行业向规范化发展。叠加宏观经济下行及中美贸易摩擦等因素，募资金额大幅下跌 34.3%。
- 2019 年：全年募资额 12444.04 亿元人民币，仍低于 2016 年水平，但降幅缩小至 6.6%。
- 2020 年上半年：受疫情影响，募资额仅 4300 亿元，同比下降 29%。

- 募资困难内因：投资人对超额收益和本金回报的普遍失望和怀疑情绪。

- 中国私募股权基金 10 年中为投资人创造约 12.5% 的费后 IRR，绝对回报不低。
- 但与公开市场、房地产（及建立其上的非标债权）相比，相对回报不高。
- 以公募基金为例，过去 20 年为投资人创造费后 14.5% 年化回报。

- 本金回流问题：私募股权基金退出总额仅相当于募集总额 16%。

- 一方面因半数以上基金未进入退出期。
- 更重要原因在于人民币基金退出机制和渠道匮乏。

- 近年情况说明：我国私募股权基金发展不可避免受长期股权资金来源制约，同时也受近年基金业管理水平和项目质量下降影响。
- 结论：我国已进入创新经济阶段。在创新经济条件下，金融领域中私募股权投资基金将发挥更为重要的作用。

## (五) 外汇市场 I

- 功能：决定各国货币之间汇率。
- 交易实现：外汇即期交易主要通过现汇市场实现。
- 历史：20 世纪 70 年代早期开始，主要货币间汇率已可自由浮动，货币相对价值由市场力量决定。
- 报价标准化：外汇市场报价实现标准化。
- 美元地位：因美元在国际金融体系中重要性，货币报价都是美元标价。
- 影响因素：影响一国汇率变动关键因素是各国间相对通货膨胀率。
- 购买力平价：现汇汇率进行调整以便适应两国间相对通胀率。
- 理论交叉汇率：无政府管制下，因无风险套利存在，汇率在两国国内应相等。美国以外另两国汇率可从它们与美元汇率中推算出来。
- 投资者角度：以外币计价资产的现金流量使投资者面临本币不确定性。
- 外汇风险：若非本币产生现金流出现波动，本国汇率就会波动。
- 风险管理：可用衍生产品工具管理汇率风险（如货币互换锁定汇率，外汇期货对冲风险）。
- “有管理的”浮动汇率制：因种种原因，国家货币当局可为稳定汇率干预外汇市场，因此当前外汇制度有时被称为此名称。
- 监管：为方便监管，实行管制的国家一般设相应监管机构。有的授权央行监管，有的设立外汇管理局。

## (五) 外汇市场 II

- 我国监管：由中国人民银行授权外汇管理局对外汇业务和市场实行监管。
- 监管客体：具体分对人和对物。
  - 人：自然人和法人。一般根据居住地不同分居民和非居民。
  - 居民：在管制国内居住和营业的本国和外国自然人/法人。
  - 非居民：在管制国外居住和营业的法人/自然人。
  - 管理政策差异：多数国家对居民监管较严，非居民较宽。
  - 物：外汇及外汇资产。包括外币（钞票、铸币）、外币支付凭证（汇票、本票、支票、存款凭证、邮政储蓄凭证等）、外币有价证券（公债、国库券、股票、息票等）、其他外汇收支中使用支付手段和外汇资产。一些国家把黄金白银等贵金属也列入。
- 监管形式：直接监管 vs 间接监管。
  - 直接监管：监管机构对市场需求和供给直接从数量上控制。管制严格国家要求所有外汇收入售给指定银行，所有支出需批准。
  - 间接监管：相对直接监管而言，采取间接影响供求措施，如设立外汇平准基金、干预市场汇率、进口许可和配额制等。

### 三、利率体系

## (一) 现行利率体系概况 I

- 中国最早市场化利率：1996 年国债市场化改革后形成。
- 之后：人行不断推动存贷款利率市场化，逐步建立市场化利率体系。
- 现状：“经过近 30 年来持续推进利率市场化改革，目前我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系...”
- 机制：“... 主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标。”

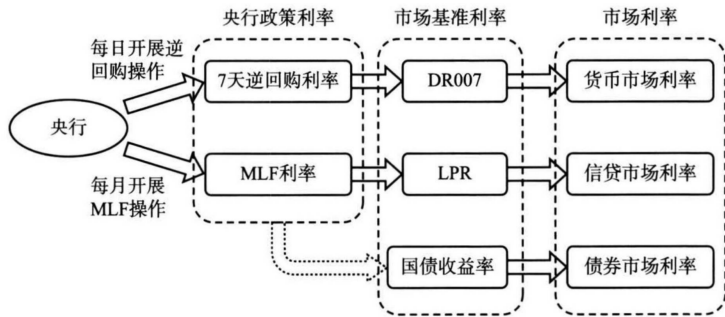


图 3-6 中国的利率体系与利率市场



## （一）现行利率体系概况 II

- 图示描述（基于图 3-6）：
  - 央行政策利率（7 天逆回购利率、MLF 利率）影响市场基准利率（DR007、LPR、国债收益率）。
  - 市场基准利率影响市场利率（货币市场利率、信贷市场利率、债券市场利率）。
  - 央行通过每日逆回购操作和每月 MLF 操作进行调控。
- 国债发行与交易：有助于形成市场基准利率。
- 国债发行影响：影响金融市场资金供求，引起利率升降。
- 国债市场充分发展条件下：
  - 某期限国债发行时票面利率代表当时无风险市场利率预期水平。
  - 国债二级市场交易价格变化能及时反映市场对未来利率预期变化。
- 国债作用：作为财政政策和货币政策配合的结合点，成为国家实施积极财政政策主要手段。
- 历史：1994 年财政部与人行协议，财政部发短期国债，央行购买实行公开市场操作。后因财政部认为增加还本付息频率而未坚持。
- 2000 年后：因外汇储备增加，央行发行央票进行公开市场操作。

## (二) 公开市场操作利率 I

- 货币调控实际情况：1999 年至 2014 年上半年，央行投放基础货币最主要渠道是通过买卖外汇形成外汇储备相应占用的人民币净额（即“外汇占款”）。
- 外汇占款余额：从 1999 年末 1.41 万亿快速增长到 2014 年 5 月末高峰时 27.3 万亿。
- 2014 年下半年起：外汇占款快速减少，到 2017 年才趋于平稳，到 2018 年末降至 21.25 万亿，比高峰时减少 6 万多亿元。
- 央行应对：自 2013 年起陆续创设短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF) 等创新型货币政策工具增加流动性供给。
- 同时：适时增加 14 天、28 天、2 个月等不同期限逆回购品种，丰富公开市场操作工具箱，维护银行体系流动性稳定和货币市场利率平稳运行。
- 利率走廊探索：
  - 央行在《2013 年第一季度货币政策执行报告》中开始关注土耳其央行利率走廊机制，同期创设 SLF 工具，标志我国央行开始尝试利率走廊调控模式。
  - 2014 年 1 月：SLF 操作试点，探索发挥 SLF 利率作为货币市场利率上限作用。
  - 2015 年第一季度：央行首次正式提出利率走廊。
  - 2015 年 11 月：央行下调金融机构 SLF 利率，标志 SLF 利率作为利率走廊上限功能确立。
  - 2016 年起：央行建立公开市场每日常态化操作机制，持续在 7 天逆回购利率上滚动操作，释放央行利率信号，稳定市场预期，形成公开市场操作引导市场利率在政策利率附近波动的模式。

## (二) 公开市场操作利率 II

- 我国特色利率体系：分两大类（政策利率、市场利率）。后者可再分五小类（银行间市场利率、交易所交易产品隐含利率、存贷款利率、标准化债权利率、非标债权利率）。
- 利率传导：从 R 向 DR、FDR 过渡，是推动短端政策利率向中长端利率传导的重要环节。
- 形成短长端利率有效联动条件：短端利率受政策调控有效，且波动可控。
- 构建利率走廊作用：可培育有效可控的短端政策利率。

- 利率调控模式演变：“近年来，随着外汇占款持续下降，我国公开市场操作通过央行票据对冲外汇占款的模式已不再适用，人民银行不断开展公开市场业务工具创新，我国利率调控模式发生了显著变化。”
- 现状：“公开市场操作 7 天期逆回购利率是央行短期政策利率，目前利率水平为 2.2%。央行通过每日开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕，持续释放短期政策利率信号，使存款类金融机构质押式回购利率（DR）等短期市场利率围绕政策利率为中枢波动，并向其他市场利率传导。”
- 利率走廊辅助：“同时，通过以常备借贷便利（SLF）利率为上限、超额准备金利率为下限的利率走廊的辅助，将短期利率的波动限制在合理范围。”
- SLF 作用：“SLF 是央行按需向金融机构提供短期资金的工具，由于金融机构可按 SLF 利率从央行获得资金，就不必以高于 SLF 利率的价格从市场融入资金，因此 SLF 利率可视为利率走廊的上限。目前 7 天期 SLF 利率为 3.2%，也就是 7 天期公开市场逆回购利率加 100 个基点。”
- 问题：尽管如此，利率水平并未反映资金实际供求。
- 体制障碍：学者认为利率不仅是手段工具问题，也存体制障碍。“有学者证实了我国政策利率传导过程中存在的体制性障碍。制度刚性是制约中国货币政策传导由 M2 增长率逐渐向名义政策利率转变的重要原因，贷存比、对贷款的数量限制和企业预算软约束，历史上短期利率波动较大、国债收益率基准性有限、高存款准备金率等因素都会不同程度地弱化政策利率通过银行体系的传导。”

- 建议：“基于这些限制因素，有学者认为，商业银行可以考虑把与利率走廊配套的政策利率保持紧密联动的基准利率作为阶段性的选择。”
- 进展：虽金融体系制度性问题未根本解决，但央行公开市场操作精细程度和透明度有所提高。
- 作用：“中央银行通过公开市场操作调节货币市场短期利率水平的增强能够为利率走廊调控模式的形成提供市场条件，而利率走廊有助于降低中央银行公开市场操作的使用频率和幅度，降低操作成本，有助于提高货币政策透明度。另一方面，公开市场操作通过开展有效的流动性和预期管理，能够增强利率走廊机制下利率操作的效果，增强对短期市场利率的引导。”
- 利率走廊与准备金制度关系：“利率走廊实施的条件之一是中央银行实施零准备金或低准备金制度。准备金需求变化不仅适用于公开市场操作，利率走廊调控在零准备金情况下仍十分有效。商业银行由于受最小准备金成本的约束，只有当准备金需求为零时，拆借市场的政策利率才等于目标利率。因此，完善的准备金制度安排是利率走廊系统发挥作用的基础条件，我国需进一步推动准备金制度转型，为商业银行提供接近对称的机会成本。”
- 结论：这说明央行利率传导机制与银行体系各种制度改进密切相关，需协同前进。

### (三) 中期借贷便利 (MLF) 利率

- 背景：银行体系流动性管理面临资本流动、财政收支变化、资本市场 IPO 等多方面扰动和挑战。
- 需求：为保持流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长，央行需根据流动性需求的期限、主体、用途不断丰富完善工具组合，提高调控灵活性、针对性、有效性。
- 创设：2014 年 9 月，中国人民银行创设中期借贷便利 (medium-term lending facility, MLF)。
- 地位：MLF 利率是央行中期政策利率，与公开市场操作 7 天期逆回购利率等共同构成央行政策利率体系。
- 代表意义：MLF 利率代表了银行体系从央行获取中期基础货币的边际资金成本。
- 常态化操作：“2019 年以来，人民银行逐步建立 MLF 常态化操作机制，每月月中开展一次 MLF 操作，通过以相对固定的时间和频率开展操作，提高操作的透明度、规则性和可预期性，向市场连续释放中期政策利率信号，引导中期市场利率。”
- 效果：“以一年期同业存单 (AAA+) 到期收益率为例，近两年除 2020 年一季度受新冠肺炎疫情冲击影响，与 MLF 利率出现临时性偏离以外，其他时间基本围绕 MLF 利率为中枢波动。”

## (四) 贷款市场报价利率 (LPR)

# 1. LPR 的作用

- 改革：2019 年 8 月，人民银行推进 LPR 改革。
- 报价机制：报价行在 MLF 利率基础上，综合考虑资金成本、风险溢价等因素报出 LPR，充分反映市场供求状况。
- 进展：经过两年持续演进，金融机构新发放贷款已基本参考 LPR 定价，存量贷款也已完成定价基准转换。
- 地位：LPR 已代替贷款基准利率，成为金融机构贷款利率定价主要参考基准，贷款利率市场化程度明显提升。
- LPR (loan prime rate)：是银行体系利率形成机制。
- 形成过程：首先由各报价行根据其对最优质客户执行的贷款利率，按照公开市场操作利率加点形成的方式报价，然后由全国银行间同业拆借中心计算得出并发布。
- 实际贷款利率：各银行可根据借款人信用状况，考虑抵押、期限、利率浮动方式、类型等要素，在 LPR 基础上加减点确定。



## 2. LPR 的进一步传播路径

- 改革后：“贷款利率隐性下限被打破，LPR 及时反映了市场利率略有下降的趋势性变化，有效发挥方向性和指导性作用，引导贷款实际利率有所下行，并且形成了‘MLF 利率 → LPR → 贷款利率’的利率传导机制，货币政策传导渠道有效疏通，贷款利率和债券利率之间的相互参考作用也有所增强。”



LPR=最优银行的最优客户贷款利率；

LPR1=最优银行的其他客户贷款利率=LPR+客户风险溢价；

LPR2=其他银行的最优客户贷款利率=LPR+银行风险溢价+客户风险溢价=LPR1+客户风险溢价；

LPR3=其他银行的其他客户贷款利率=LPR3+客户风险溢价。

图 3-7 LPR 作用路径

- 图示描述（基于图 3-7 LPR 作用路径）：

- LPR = 最优银行的最优客户贷款利率。
- LPR1 (最优银行其他客户) = LPR + 客户风险溢价。
- LPR2 (其他银行最优客户) = LPR + 银行风险溢价 + 客户风险溢价 = LPR1 + 银行风险溢价。
- LPR3 (其他银行其他客户) = LPR3 + 客户风险溢价。
- (注：图示 LPR3 表述似有误，应为 LPR2 + 客户风险溢价或 LPR + 银行风险溢价 + 其他客户风险溢价)

## (五) 国债收益率

- 经过 20 多年努力，我国国债市场发展迅速，国债收益率曲线日益成熟。
- 基准性应用不断深化，已成为反映我国宏观经济运行状况的“晴雨表”和公认的无风险基准利率。
- 1999 年：在管理部门指导下，中国第一条国债收益率曲线由中央结算公司发布。
- 经过 20 多年培育建设，中国国债收益率曲线得到各界高度认可，已成为我国债券市场权威定价基准。
- 应用：目前我国财政部、人民银行、银保监会官方网站均发布了由中央结算公司技术支持的中国国债收益率曲线。其中三个月期限国债收益率被 IMF 纳入 SDR 利率篮子。
- 2009 年起：财政部陆续指定使用国债收益率曲线作为国债和地方政府债券发行定价基准。
- 截至 2021 年末：累计支持超过 30 万亿元国债和地方政府债券市场化招标发行。
- 作用：
  - 具国内经济先行指标作用。
  - 是各类金融资产定价参考基准。
  - 是市场风险管理及投资业绩考核计量参考。
  - 可用作股权类证券和国债期货等金融衍生工具定价参考。
  - 是商业银行存贷款及内部转移定价参考和协议存款定价参考。
- 存款利率市场化调整机制：人民银行指导利率自律机制建立此机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。

## (六) 其他利率

# 1. 存款准备金利率

- 定义：央行对金融机构存入央行的准备金支付的利率。
- 分类：法定准备金利率 vs 超额准备金利率。
- 目前我国法定准备金利率：1.62%。
- 确定原则：应有利于平衡各方面利益，支持金融机构可持续发展。
- 2020 年调整：超额准备金利率由 0.72% 降至 0.35%，与活期存款基准利率一致。
- 意义：
  - 统一了居民在商业银行活期存款利率与商业银行在央行超额准备金利率水平，比较公平。
  - 降低了商业银行超额准备金收益，提高其闲置资金机会成本，利于促进银行提高资金使用效率，鼓励其用好自有资金增加信贷投放支持实体经济。

## 2. 上海银行间同业拆借利率 (Shibor)

- 背景：21 世纪初期，国开行推出两种浮动利率债券（以 1 年期存款为基准、以 7 天回购为基准），旨在为银行和市场中介提供新工具和风险对冲手段，为利率市场化做贡献。其中以 7 天回购为基准的债券 (DR007) 至今仍是基本浮动利率品种。
- 推出：2007 年人民银行推出上海银行间同业拆放利率 (Shibor)。
- 定义：依据信用等级较高银行报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算的算术平均利率。
- 特点：单利、无担保、批发性利率。
- 期限结构：包括隔夜到 1 年期的 8 个期限品种，形成完整期限结构。
- 应用：可为不同期限金融产品定价提供参考。目前 Shibor 已被应用于货币市场及债券、衍生品市场各层次金融产品定价。
- 监管：自 Shibor 建立以来，人民银行持续对其进行监督管理，有效保证了 Shibor 报价质量。
- 国际接轨：同时，按照借鉴国际共识与最佳实践思路，人行积极参与国际基准利率改革，指导国内利率自律机制。
- Libor 转换：中国银行间市场交易商协会分别发布了境内 Libor 转换系列参考文本，为境内金融机构应对 Libor 退出提供有利条件。
- 总结：金融系统存在多种结构性问题，一定程度限制利率传导机制，影响央行利率对经济调节作用。
- 问题：金融体系中银行体系过大，间接融资成本高。银行贷款抵押担保条件不适应轻资产创新企业和中小企业融资需求。导致银行利率不能综合反映由供需决定的实体经济利率水平。
- 未来方向：必须大力推进公司信用类债券市场发展，充分发挥债券市场支持实体经济作用，通过债券市场反映实体经济资金供求情况。

# 引言：监管框架演变

- 我国金融业起步于改革开放初期。
- 20 世纪 90 年代后，随证券市场出现，金融业发展加快。
- 伴随此过程，金融监管不断加强。
- 经过近 30 年发展，形成现在金融监管框架。
- 监管架构演变经历四个阶段。

# 一、分部门监管阶段 (1980 1990 年)

- 20 世纪 80 年代：金融业起步阶段，无现代意义金融市场。
- 当时金融业：主要包括银行业、保险业。
- 90 年代初期：证券业才随股票市场建立和国债市场化改革发展起来。
- 最初监管：属于中国人民银行。
  - 人行负责管理：银行业、非银行业、证券和保险业。
  - 银行由人行银行司管理。
  - 证券、信托、保险由人行金融管理司监管。
  - 非银行业务由人行非银行司监管。
- 国债发行流通：由财政部国债司管理。
- 20 世纪 90 年代末期：银行、证券、保险开始分业监管。
- 机构成立：先后成立证监会、银监会、保监会。
- 2018 年后：银行和保险监管合并。
- 财政部角色：从国有金融企业所有者角度和企业财务角度管理金融业。

## 二、全国统一监管市场的形成 (1993 1998 年)

- 1992 年：中国证监会成立，标志中国证券市场统一监管体制初步形成。
- 证监会作用：建立统一市场监管体系，持续完善相关条例规则，有力推动资本市场发展。
- 1993 年：国务院先后颁布《股票发行与交易管理暂行条例》、《企业债券管理条例》。
- 之后：陆续出台若干法规行政规章，初步构建基本证券法律法规体系。
- 1993 年后：B 股、H 股发行出台，债券市场品种多样化，发债规模逐年递增，证券中介机构种类、数量、规模迅速扩大。
- 1998 年：国务院证券委撤销，证监会成为中国证券期货市场监管部门。
- 证监会架构：在全国设立派出机构，建立集中统一的证券期货市场监管框架。
- 市场发展阶段：证券市场由局部地区试点进入全国性市场发展阶段。
- 1998 年：中国保险监督管理委员会成立，负责保险行业监管。
- 形成格局：至此形成“一行两会”金融监管架构。



### 三、依法治市和市场结构改革 (1999 2008 年)

- 法律框架：1999 年《证券法》颁布和 2006 年《证券法》《公司法》修订，构成我国证券市场基本法律框架，法制建设进入新历史阶段。
- 市场化改革：此期间，政府在加强市场管理同时进行一系列市场化改革，包括券商综合治理和股权分置改革。
- 2004 年 8 月：证监会在系统内全面部署启动综合治理工作，实行券商综合治理、上市公司股改、发展机构投资者等重大举措。
- 2004 年 2 月：国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确发展目标、任务、要求，成为资本市场定位发展纲领性文件。
- 2004 年 5 月起：深交所主板内设立中小企业板块，为中小企业提供融资和交易平台。
- 2005 年 4 月：经国务院批准，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动股改试点。
- 2006 年 9 月：中国金融期货交易所批准成立，有力推进金融衍生品市场发展，进一步完善资本市场体系。

## 四、金融整顿和新的监管理念 (2015 2020 年) I

- 2015 年后：金融整顿成为监管工作重点。
- 整顿对象：主要是影子银行、非标准化业务。
- 2018 年：成立银行保险监督管理委员会（银保监会）。
- 监管架构转变：“一行三会”-> “一行两会”。
- 2020 年：国务院和人民银行加强对金控的监管，明确金控须从顶层开始监管，不能仅对子公司进行金融监管。
- 总结：中国金融监管经多年探索实践，有很大进步。
- 监管理念：证监会始终强调“加强监管，放松管制”，坚定不移坚持市场化取向，努力做到“放得更开，管得更好”。
- 目标：进一步优化有利行业发展的外部环境，建立开放、包容、多元的金融管理体系。
- 市场化进展：资本市场实现注册制、AB 股权结构上市、集体诉讼、过错推定和隐含倒置推定等，标志监管理念开放、包容、创新。
- 核心变化：监管理念变化。认识到监管不是通过行政手段防止风险，而是通过市场自身约束防止风险；通过市场工具对冲分散风险；通过市场参与人之间制约控制风险。
- 监管者角色：主要提供公平竞争环境，提高市场服务。政府通过提供平台服务也成为市场一员。
- 存在问题：有些市场功能尚不完善。例如，对股票做空机制，只注意投机一面，忽略其可约束上市公司能力。做空本身也增加市场对冲风险功能。
- 应认识到：市场越发达，投机机会越少。

- 本章介绍金融业和金融市场历史发展，说明债券市场得以发展的经济和金融环境。
- 我国金融体系以银行为主，金融市场结构尚不能适应经济发展需要。
- 资本市场虽有很大发展，但与金融体系总量、GDP 相比，规模仍偏小，特别是债券资本市场。
- 金融市场功能和开放程度与发达国家比仍有差距。原因在于多年来把金融当作政府和企业融资工具，未重视其自我演化功能。
- 金融市场主体是金融机构（银行、证券、保险、信托、基金等），它们有自我创新动力。
- 一方面：以资本市场和衍生品市场发展为标志的金融深化仍不断深入。
- 另一方面：金融社会化过程已展开，消费者储蓄行为开始转化为投资行为。银行存款业务也继续向理财方向发展。
- 同时：影子银行和各种金融乱象不断增加，系统性风险进一步积聚。
- “商业银行与影子银行部门间的金融创新行为在导致影子银行迅猛发展的同时，还会造成系统性金融风险的积聚，这类风险将放大银行危机事件爆发的概率，对实际经济与金融稳定构成潜在威胁。”
- 但影子银行来自银行系统派生，部分原因在于银行系统不能满足多样化需求。影子银行业务也有向量身定制方向发展的合理部分。

- 现状：影子银行在资管新规后大幅减少，自 2019 年起债务违约风险开始出现，对金融系统稳定性形成新冲击。
- 需重新思考：中国金融体系和金融业发展未来。
- 经济学家发现：银行服务不足限制经济发展；信贷过度扩张也给经济带来负面影响。
- “银行服务不足将带来巨大的社会代价。大量文献表明，银行服务不足的国家比其他国家经济发展更为缓慢。”
- 中国情况：改革开放前无真正银行业，只有计划经济贷款机构。改革开放 40 年，银行业变化翻天覆地，作用有目共睹，但近年作用出现新拐点。
- “2006 年，我国规模以上工业企业利润与金融企业利润比值为 4.8:1；2019 年，比值为 2:1。短短 13 年，工业企业利润在整个经济总量中权重的迅速萎缩和金融企业利润权重的大幅提升，说明了经济的金融化趋势已经十分显著。”
- 姚东旻研究：认为不能得出信贷和经济增长直接因果关系。
- 中国情况分析：改革开放初期，经济红利多，套利机会多，银行体系更有效。熊彼特循环经济时期，信贷作用相对重要。但进入发展经济（创新经济）阶段，投资银行和基金业发挥更大作用。
- 2010 年后：尽管金融业继续高速扩张，但对经济贡献远不如前。央行注入流动性越来越多停留于金融系统内部。这不仅表明金融系统贡献率降低，也表明“有效市场”理论受挑战。
- “事实表明，所有市场都存在一定程度的不完备和不完美。”

- 后现代性视角：金融伴随整个社会进入后现代。后现代性在金融领域表现为对金融深化带来的人与人关系物化的解构。
- 反思方向：反思国内外金融发展，后现代金融关注人的意志、理念和市场参与人之间互动（如投资人与发行人、监管部门与市场参与人、金融服务部门与金融机构和投资人之间）。
- 金融业结构特点应服从经济发展阶段特点。
- 当前我国进入创新经济阶段，创新是主要动力。
- 主体：以民营企业为主的制造业、以中小企业为主的服务业和商业，是科技创新和商业模式创新主体。
- 现有金融主体（银行、证券）不能有效支持创新经济。
  - 银行业：以抵押担保为主，适应具硬资产的重工业加工业（属熊彼特循环经济）。
  - 银行贷款和债券市场支持企业也主要属循环经济。
- 创新经济特点：风险投资为主。循环经济：债务合约为主。
- 股权投资具战略性，债权投资只具策略性。
- 根据创新经济原理：资本市场具价格发现功能，但这主要通过市场中介创新实现。
- 结论：我国进入创新经济，金融体系和金融业结构也须适应此阶段特征。