

新金融战略丛书

新金融生态下的 券商发展战略研究

王皖君 胡燕飞 著

非
外
借



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

新金融战略丛书

新金融生态下的 券商发展战略研究

王皖君 胡燕飞 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新金融生态下的券商发展战略研究/王皖君,胡燕飞著. —武汉: 武汉大学出版社, 2018. 9

新金融战略丛书

ISBN 978-7-307-20448-5

I. 新… II. ①王… ②胡… III. 证券交易—经济发展战略—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 177491 号

责任编辑:陈 红 黄河清

责任校对:汪欣怡

版式设计:汪冰滢

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdpj.com.cn)

印刷: 北京虎彩文化传播有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 22 字数: 315 千

版次: 2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-20448-5 定价: 58.00 元



版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

一、时代更迭，大道不变：有怎样的生态环境，就有怎样的战略选择

1. 中国古代有一个“淮橘为枳”的历史典故

晏子将要出使楚国，楚王听说以后，对身边的人说：“晏婴是齐国善于辞令的人，现在他要来，我想羞辱他，该用什么办法？”身边的人回答说：“等他来的时候，请让我捆绑着一个人在您面前经过，您就问：‘这人是哪里的？’我回答说：‘是齐国人。’您问：‘犯了什么罪？’我回答说：‘犯了偷盗罪。’”晏子到了楚国，楚王招待晏子喝酒，酒喝得正畅快的时候，两个官吏捆着一个人来到楚王跟前，楚王问：“捆着的人是哪国的？”官吏回答说：“是齐国人，犯了偷盗的罪。”楚王看着晏子问：“齐国人本来就善于偷盗吗？”晏子离开座位严肃地回答说：“我听说，橘树生长在淮河以南就是橘树，生长在淮河以北就变成枳树，只是叶子相似，它们的果实味道不一样。为什么会这样呢？是因为水土不一样。此人生活在齐国不偷盗，进入楚国就偷盗，该不会是楚国的水土使他变得善于偷盗吧！”楚王笑着说：“圣人是不是不能跟他开玩笑的。我反而遭到羞辱了。”

2. 中纪委亮剑证券界，金融反腐风暴席卷中国

2017年7月，中纪委首度披露前证监会副主席姚刚如何与境外合谋做空中国。北京新华社7月20日报导，经中共中央批准，中共中央纪委对中国证券监督管理委员会原党委委员、副主席姚刚严重违纪问题进行了立案审查。经查，姚刚严重违反政治纪律和政治规矩，为搞政治攀附，利用职权为他人及企业提供帮助，对抗组

织审查；违反组织纪律，不按规定报告个人有关事项；违反廉洁纪律、生活纪律。滥用职权为他人谋取利益并收受巨额财物，涉嫌受贿犯罪。姚刚身为党的高级领导干部，理想信念丧失，毫无宗旨意识，政治规矩意识淡漠，破坏资本市场秩序和证券监管部门政治生态，严重违反党的纪律，并涉嫌违法犯罪，性质恶劣、情节严重。依据《中国共产党纪律处分条例》等有关规定，经中央纪委常委会会议研究并报中共中央批准，决定给予姚刚开除党籍处分；由监察部报国务院批准，给予其开除公职处分；收缴其违纪所得；将其涉嫌犯罪问题、线索及所涉款物移送司法机关依法处理。

2015年10月22日，中央组织部有关负责人证实，中央已决定免去张育军的领导职务。这位证监会主席助理的骤然落马，附带中信系12名高管被查，中信证券总经理程博明被立案侦查。

2015年7月初公安部副部长孟庆丰带队到证监会，排查恶意卖空股票与股指线索；9月，最高人民检察院在回应打击股市恶意做空时表示，会加快审查逮捕、审查起诉的进度，保持对金融犯罪高压打击态势，维护金融市场秩序。而10月，中央展开第三轮巡视。此轮巡视风暴重点刮向金融系统，包括当时被称为“一行三会”的央行、银监会、保监会、证监会，还有“两大证券交易所”上交所、深交所，以及包括中农工建交五大国有银行在内的14家中管金融企业。经此轮巡视后，中央实现对15家中管金融企业巡视全覆盖。种种迹象表明，金融界反腐风暴正在席卷全国金融界且还在深入，而且可能更加猛烈。

时任证券日报副总编辑的董少鹏指出存在着四股恶意做空中国的力量。2015年6月，它们得以“合流”，造成了中国股市严重暴跌。在股市涨到5000多点时，当然会出现自然下跌，但有了这四股恶意做空力量的“合流”，局面就不一样了。其中一种，“是潜藏在我们的一些大学、研究院、研究中心甚至政府机关里头的官员和学者。他们看似孤立，但已经形成一个服务于美国战略意图的‘势力层’。其中有个别人是‘不自觉地跟随’，但另一些人是主动配合美国战略意图，唱空做空中国”。

对于2015年的中国股灾，财经专栏作家贺宛南表示，三个硬

伤导致中国大券商屡屡出事。她指出，首先，中国券业本来就不具备合格的“出生证”；其次，正因为先有市场再有法规，很多事情都是干起来再说；最后，监管者与被监管者互相兼职，为牟取暴利创造了条件。

二、战略选择对金融生态的路径依赖——证券业亟待战略制胜

2005年1月6日，中国人民银行2005年工作会议在南宁闭幕。时任中国人民银行行长的周小川在会议结束时讲话，强调要进一步推动地区金融生态环境的改善，深化农村金融改革，加强调查分析和信息搜集工作，支持扩大直接融资和资本市场发展。周小川认为，金融生态就是指微观层面的金融环境，包括法律、社会信用体系、会计与审计准则、中介服务体系、企业改革的进展及银企关系等方面的内容。

经济学家易宪容认为：金融生态应该包括整个金融市场得以生成的环境。一般来说，在现代市场经济中，由于交易费用的存在，以及合约的不完全性，政府可以通过提供市场的制度规则来形成和保护私人产权、有效地执行合约、形成对掠夺个人权利的约束，从而促进市场经济的繁荣。因为，只有当政府能够保护个人的资财不受他人或政府掠夺时，才有真正意义上的个人财产。一个社会只有能够保护和清楚界定个人权利时，人们才有动力去进行生产、投资和从事互利的各种交易，社会经济才得以繁荣。对于金融生态的确立，我们还得以权力运作为中心，来研究投资者之间权力的冲突与协调，研究权力规则生成环境、权力规则演进与变化对金融产品的设计、金融组织的确立、金融管理风险等方面的影响，并从这样的角度来揭示金融资产定价是如何确定的、利率机制是如何形成的以及利率市场化的过程与发展，进而也从根本上揭示投资者在选择设计及运用各类金融产品与金融机构过程中利益关系的冲突与调整，揭示投资者在金融风险防范与金融秩序演变过程中的主导作用。而这些则是金融生态最为核心的内容。

还有专家认为：金融生态是指各种金融组织为了生存和发展，

与其生存环境之间及内部金融组织相互之间在长期的密切联系和相互作用过程中，通过分工、合作所形成的具有一定结构特征、执行一定功能作用的动态平衡系统。

综上所述，金融生态实际上是对金融的一种拟生化概括，这一概括充分体现了金融的生命性、竞争性和自调性。其中，金融生态环境是指由居民、企业、政府和国外等部门构成的金融产品和金融服务的消费群体，以及金融主体在其中生成、运行和发展的经济、社会、法治、文化、习俗等体制、制度和传统环境。

同自然生态系统一样，在金融生态系统中，金融主体和金融生态环境也是相互依存和彼此影响的：一方面，金融生态环境构成金融主体的服务对象和活动空间，它决定着金融主体的生存条件、健康状况、运行方式和发展方向；另一方面，金融主体则以其生产和分配信息、引导资源配置、提供管理风险手段的强大功能，对金融生态环境的发展发挥着积极的反作用。

中国证券行业经过多年高速发展，已经成为国民经济的重要组成部分，对解决企业融资、优化资源配置起到了不可或缺的作用。自1987年诞生了第一家证券公司以来，证券行业自身经历了种种波折，从“327国债风波”到全行业综合治理，从2002—2005年连续四年的全行业亏损到2007年的全面繁荣，从2008年全球金融危机一直到2015年的中国股灾。证券业发展充满坎坷，但前景更值得期待。中信证券尽管在2015年的股灾中扮演了极不光彩的角色，但平心而论，作为中国证券业的“大腕”，其战略规划和管理能力还是值得称道的，在金融创新上还是可圈可点的。基于看待问题一分为二的原则，在本书中，我们在很多案例研究中推荐并借鉴了中信证券的有益经验。

从2014年开始，国内券商和互联网平台公司越走越近，特别是到了2015年，大多数券商加入互联网的潮流，开始注重用户体验，逐步开展相应的金融社交，包括移动互联，像现在客户的开户，90%都是通过移动端来完成的，所以互联网对证券公司有着非常大的影响。互联网金融生态圈变得越发重要。现在券商有两种模式，一种是自建平台，自建生态圈；另外一种，一些证券选择开放

的模式，和互联网企业包括 360 股票一起构建这样的平台和生态圈。对于品牌券商来讲，以后要逐步利用自己的品牌优势，构建一个生态圈。

对于资产管理的证券机构怎么定位，笔者用“共享生态圈”来表达更好，包括打造价值投资模式，发展可转债、信用债的能力，还有股权投资，包括定向增发项目等。另外，在互联网金融平台搭建方面，可以试点一些比较有意义的尝试，同时更好地去跟商业银行的互联网平台服务对接。

著名经济学家宋清辉表示，相比去年，2018 年的监管力度更强，此举意在重塑证券市场生态，这也是上市企业数量骤减的主要原因之一。从目前来看，今年新股发行数量将减少，但是由于监管层力挺新经济“独角兽”公司回归，因此总体融资额可能超过去年。

2018 年 4 月 12 日，中国中投证券有限责任公司与腾讯公司签署了战略合作框架协议，双方宣布将共同探索“互联网证券新零售”模式，中投证券携手腾讯打造国内证券行业首家“智慧营业部”，正式拉开 2018 年“互联网证券新零售”模式的序幕。根据协议，中投证券将与腾讯携手共建线上线下创新融合的“智慧营业部”，并围绕“智慧营业部”建设，开展深度且全方位的合作，以期推动传统证券业务创新升级。具体而言，在金融科技与专业证券业务结合的基础上，双方将通过产品融合共建、技术赋能改造传统证券服务平台与产品，同时结合金融云、大数据、人工智能等先进技术手段，对金融商品的生产、服务过程与销售过程进行升级改造，同时结合中投证券专业的金融服务能力，进而升级中投证券业态结构与生态圈，并对线上服务、线下体验进行创新，建立零售新模式。

在这个伟大时代的背景下，金融制度及体系上的缺陷与金融新生态力量正在相互博弈，我国的正规金融机构和非正规金融组织该如何应对和把握金融生态的机会与威胁，从而立于新时代的潮头，为中国实体经济注入新鲜、营养的血液？笔者衷心希望，通过对我国金融生态的全面剖析，将我国券商的发展还原到这个艰难且充满

挑战的战略环境中，依此提出相关有意义的战略建议，提升券商应对时代威胁、把握时代机遇的能力，同时为相关政策和法规的制定者提供有用的信息。笔者同时希望，以此书内容激发读者们对这一领域的研究热情，为我们的同行进一步研究中国新时代背景中的金融生态问题、券商健康发展问题提供一个坚实的基础。

总之，我国证券业只有积极响应新的变化和变革，充分发挥证券公司的专业优势，才能更加有效地提升服务实体经济、广大金融消费者的能力，才能打开证券行业广阔的生存发展空间。证券行业加快创新转型发展的方向，就是要从服务的体验、内涵、价值、广度和深度上充分发挥投资银行的投资中介、融资中介、交易、托管和支付结算的本质属性和业务潜能，拓宽业务范围，丰富服务手段，提升服务能力。要充分发挥证券业的专业人才与研究优势，使证券公司真正成为财富和资产的管理者、直接融资服务的主要提供者、市场交易和流动性的提供者、市场的重要投资者、有效的风险管理者和资产的主要管理者，成为真正意义上的现代投资机构。

目 录

第一章 金融生态概述.....	1
第一节 金融生态概念.....	1
第二节 金融生态理论发展综述.....	8
第三节 金融生态学理论研究	21
第四节 金融生态环境评价及其指标体系	39
第二章 我国金融生态分析	48
第一节 我国长期以来金融生态的发展历程	48
第二节 我国金融生态的发展趋势	61
第三节 我国互联网金融生态分析	66
第三章 我国证券业的金融生态研究.....	117
第一节 我国证券行业研究.....	117
第二节 我国长期以来证券业的金融生态发展研究.....	138
第三节 我国证券业的金融生态结构分析.....	156
第四节 未来我国证券业的金融生态前景.....	167
第四章 新金融生态下的券商发展战略.....	174
第一节 战略定位.....	174
第二节 组织管理战略.....	195
第三节 业务发展战略.....	219
第四节 证券业电子商务发展战略.....	261
第五节 资产证券化战略.....	278

参考文献.....	333
-----------	-----

后记.....	340
---------	-----

第一章 金融生态概述

金融是撬动现代经济的杠杆，金融资源配置效率对经济发展具有决定性的重要作用。2007 年，金融生态首次被写入政府工作报告，通过改善金融生态环境，提高金融效率和管理金融风险，调和环境、人口和金融资源间的发展步调，对国民经济健康发展有着至关重要的理论意义和现实价值。金融的可持续发展离不开它所处环境的有利支持，金融生态环境成为金融机构赖以生存和发展的前提，良好的金融生态环境是经济发展的潜在资源，金融生态环境的好坏直接关系到金融业改革的成败。加强对金融生态环境问题的研究不仅是深化金融体制改革、加快金融业创新步伐、提高金融机构运作效率的重要内容，而且也是促进经济金融协调共进、实现经济可持续发展、社会主义和谐社会的题中之义。

第一节 金融生态概念

金融生态是个仿生概念，有关经济学、金融学词典中很难找到类似术语。自然生态是由众多植物、动物、微生物及其物理环境组成并通过食物链相连接而形成的。生态学是德国动物学家恩斯特·赫克尔（E. Haeckle）于 1866 年首先提出的，比生态经济学的出现大约要早一个世纪。英国生态学家阿·乔·坦斯利（A. G. Tansley）于 1935 年提出生态系统学，极大地丰富了生态学的内容，为后来生态经济学的产生奠定了自然科学方面的理论基础。20 世纪 20 年代中期，美国科学家麦肯齐（Mckenzie）首次把植物生态的概念与动物生态学的概念运用到人类群落和社会的研究，提出了经济生态学的名词，主张经济分析不能不考虑生态学过程。真正结合经济社

会问题展开生态学科研究的应首推美国海洋生物学家蕾切尔·卡森 (Rachel Carson)。她于 1962 年发表的著名科普读物《寂静的春天》，对美国滥用杀虫剂所造成的危害进行了生动的描述，揭示了近代工业对自然生态的影响。20 世纪 60 年代后期，美国经济学家肯尼斯·鲍尔丁 (Kenneth Boulding)，在他的重要论文《一门科学——生态经济学》中正式提出了“生态经济学”的概念。在这篇文章中，作者对利用市场机制控制人口和调节消费品的分配、资源的合理利用、环境污染以及用国民生产总值衡量人类福利的缺陷等作了有创见性的论述。英国、德国、日本分别于 1967 年、1980 年、1983 年成立了“绿党”组织，提出了“确立以自然与人类共生为目的的价值观”和“建设超越人类中心论的新的地球社会”。在理论研究方面，自鲍尔丁创立生态经济学概念以来，出现了一大批生态经济学著作，如罗马俱乐部的第一个报告《增长的极限》、英国生态学家爱德华·哥尔德史密斯的《生存的蓝图》、法国学者加博的《跨越浪费的时代》、美国外交关系委员会主编的《60 亿人——人口困境与世界对策》，朱利安·西蒙的《最后的资源》。与自然生态系统一样，金融生态的结构优化、功能提升、有效运转建立在一个良好的政治、经济、文化、信用和法治环境之上；反之，则会陷入结构紊乱、功能失效以及系统失衡的局面。

用生态学的方法来分析和考察金融，会对金融系统有更深刻的认识。第一，金融的发展是一个动态的过程，它经历了从无到有、从低级到高级的阶段，金融业从实物经济中分离出来并为实物经济服务，现在已经成为现代经济的核心，这种进程本身就是一个类似于生态系统的演进过程。在这一进程中始终存在着优胜劣汰的生存竞争。为了自身的生存与发展，各种类型的金融主体之间及其内部形成了分工与合作，构成了一个彼此相互联系、相互依赖，又相互作用、相互竞争的系统。第二，金融生态的结构秩序是从竞争中形成的，竞争最主要的特征是优胜劣汰。金融业之所以可以比之金融生态系统，是因为金融具有生命，存在生与死的考验。第三，自然生态是在一定的自然环境下形成的，具有不同类型的生态特征，同时也像环境特征一样，金融生态也是在一定政治、经济、文化、法

制环境下形成的，也具有鲜明的环境特征。因此，从改进金融生态环境着手，增强金融生态功能，提高金融业的效率、安全性和可持续性，是客观、科学的主张。第四，金融生态体系也是一个具有自我调节功能的体系。通过破产、兼并、重组等竞争机制调整金融组织的数量、规模，并优化结构，强化功能，提高金融组织的自律和内控水平，推动新的金融组织、金融服务、金融产品品种的创新，催生新的金融物种。第五，金融生态的自我调节能力也是有限度的。外力的影响超过限度就会破坏金融生态的平衡，金融生态要求对金融的调节要遵从金融规律，在金融生态的自调限度内进行。

根据以上分析，金融生态的概念可以概括为：各种金融主体为了生存和发展，与其生存环境之间及内部金融主体之间在长期的密切联系和相互作用过程中，通过分工、合作所形成的具有一定结构特征，具备特定功能的动态平衡系统。具体包括金融生态环境、金融生态主体和金融生态调节三个方面的基本要素。

一、金融生态的基本要素

一个完整的“金融生态”范畴应包括金融生态主体、金融生态环境、金融生态调节三个要素（见图 1-1）。金融生态建设就相应地包括金融生态主体的改造、金融生态环境的改善和金融生态调节机制的完善（见图 1-2）。

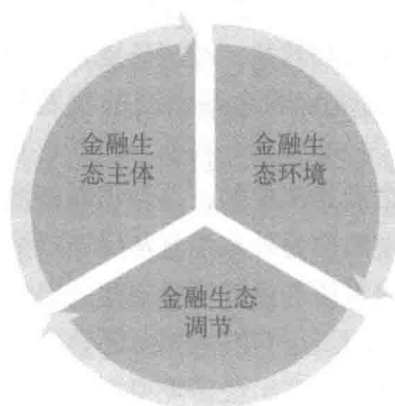


图 1-1 金融生态范畴

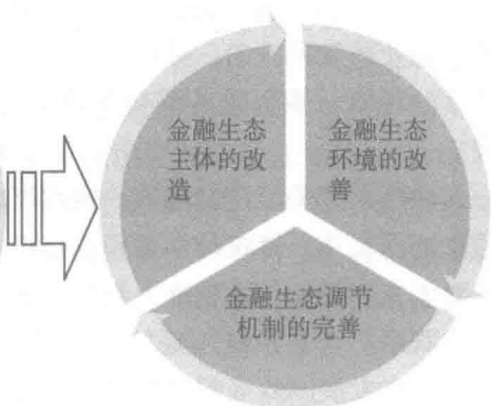


图 1-2 金融生态建设

（一）金融生态主体

金融生态主体是金融生态体系的核心。它主要是指金融体系，包括金融体系内部各要素（如金融市场、金融机构、金融工具、金融产品），通过资金媒介和信用链条形成相互作用、相互影响的系统。具体来说，既包括金融机构和金融市场等这些直接金融产品和金融服务的主体，又包括那些制定政策、确定规范、进行调控和监管的金融决策机构和金融监管机构。

（二）金融生态环境

金融生态环境是指金融业生存发展的外部和内部环境，是影响金融业生存和发展的各种因素的总和。它包括与金融业发展相互影响的政治、经济、法律、信用环境等因素。金融是现代经济的核心，良好的金融生态环境在一定意义上意味着和谐、统一的社会经济生活。建设良好的金融生态环境，将有助于营造良好的发展环境，降低金融风险，推进社会经济全面、健康、持续发展。

（三）金融生态调节

金融生态调节是金融生态的外部调控因素，也属于外部环境，主要是指政府的宏观调控因素、政策及管理方法等。金融生态是大环境下的一个“生态系统”，它也是在市场的微观调节和政府的宏观调控下生存和发展的（见图 1-3）。

二、金融生态环境的构成

1. 经济环境是金融生态环境的核心因素，经济发展水平决定着金融业的发展方向、结构、规模、质量和效益。经济环境是最为基本的环境，是金融系统存在的基础，决定着金融系统的发展程度。

金融系统是经济发展到一定程度之后才产生的，并伴随着经济的发展而发展。传统的金融理论是把金融作为外在于且从属于经济的要素来理解的，从根本上割裂了金融系统与经济环境之间的必然内在联系。金融系统与经济环境的关系是：经济环境决定金融发展，金融发展制约或促进经济发展。具体而言，经济环境对金融系统的决定作用体现在：经济发展的规模和速度决定金融发展的规模

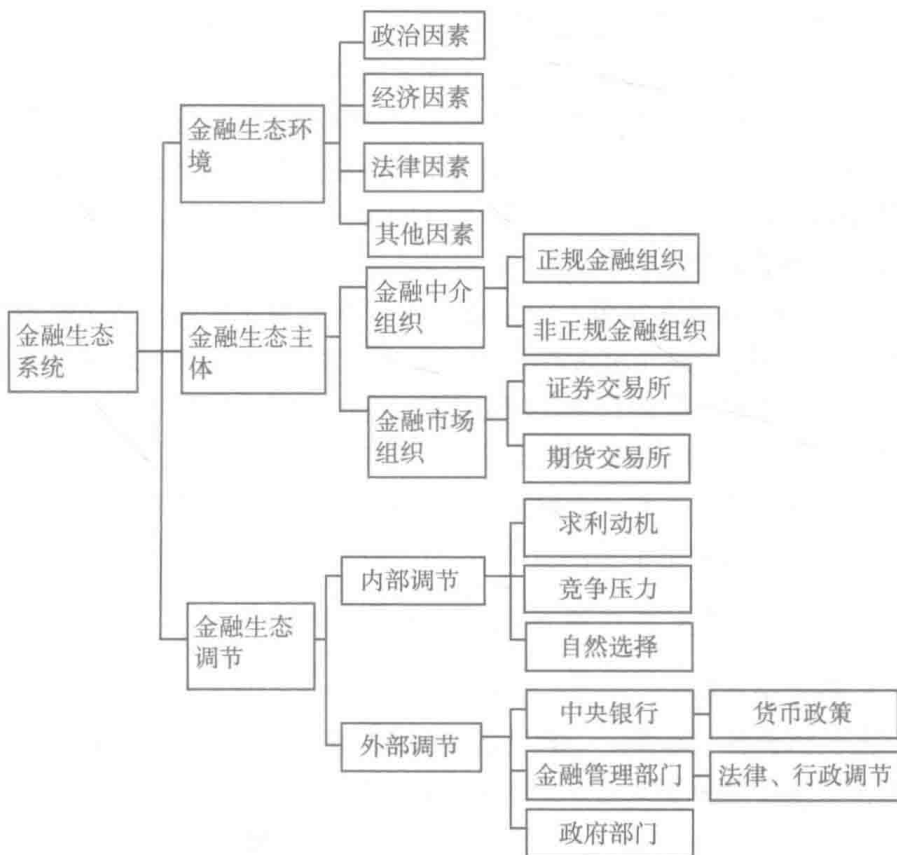


图 1-3 金融生态系统的主要构成

和速度，国民经济结构决定金融结构，商品流通决定货币流通，经济组织形式决定金融组织形式。

2. 法治环境是一国金融主体面对的最基本的约束，决定了金融主体行为规范，从而决定金融体系的发展。Beck 和 Levine 运用多种衡量金融发展的指标，证明了法律体系是一个重要的解释变量。他们的结论是：对投资者良好的产权保护有利于促进金融市场发展和活跃投资。由此可见，完善的法律制度和有效的执法是良好的金融生态环境的重要保证。

3. 信用环境是衡量金融生态在环境层面上的重要标准之一。良好的信用环境是市场经济健康发展的基本保证，是发挥金融在市

场配置资源中核心作用的重要前提。信用环境一般包括信用文化和信用制度两个方面。信用文化指的是人们的信用意识、信用理念以及由此产生的信用氛围，这是一个长期积累的东西，一般会在很长时间内起作用。信用制度是信用文化的物质表现，它包括信用评级制度、担保制度、公证制度等制度以及由此产生的社会中介机构。信用制度和信用文化相辅相成、互为补充，对形成良好的金融生态环境起着非常重要的作用。

4. 制度环境是衡量金融生态环境好坏的重要因素之一。制度与法律法规有着密切的联系，制度的特点决定了对制度环境的判断，也要采取与判断法律环境不同的标准。许多金融创新活动的开展依赖于制度的支持，因此，制度需要具有稳定性。如果制度缺乏稳定性和连续性，许多金融活动将无法持续，特别是一些期限较长的融资活动就会终止。

三、金融生态环境建设的目标和措施

维护金融稳定，促进经济发展，这是金融生态环境建设的终极目标。其具体目标是：一是经济发展状况良好，通过金融机构信贷投入，逐年加大支持地方经济发展的力度，促进各项经济指标发展良好，推动经济发展不断提速；二是金融运行状况良好，各金融机构经营运行健康平稳，主要指标符合国际标准，金融进入良性运行轨道；三是社会信用体系基本建立，区域征信体系平台形成，基础数据积累达到一定的规模，信用信息资源实现共享，信用工程建设取得明显成效，社会信用环境取得根本改善；四是金融司法环境优良，金融生态建设在地方司法、执法的过程中得到充分体现，金融债权得到有效保护，金融犯罪受到严厉打击；五是信用中介服务水平良好，律师事务所、会计师事务所、评估机构、评级机构等中介服务机构规范服务，诚实守信；六是政府政策环境优良，各级政府金融生态环境建设工作机制形成，金融生态环境建设在各级政府领导下开展得有声有色。地方性的金融政策和各种税费的制定科学、合理，有利于金融发展。

建设良好的金融生态环境，需要三管齐下的措施：