



南开金融发展报告

Abnormal State of China's Finance and Reform of Capital Markets

非常态的中国金融和资本市场改革

田利辉 等著

南开大学出版社



南开金融发展报告

非常态的中国金融和资本市场改革

田利辉 等著

南开大学出版社

天津

图书在版编目(CIP)数据

非常态的中国金融和资本市场改革 / 田利辉等著
—天津：南开大学出版社，2019.5
ISBN 978-7-310-05798-6

I. ①非… II. ①田… III. ①金融市场—市场改革—
研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 086502 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人：刘运峰

地址：天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码：300071

营销部电话：(022)23508339 23500755

营销部传真：(022)23508542 邮购部电话：(022)60266518

*

北京建宏印刷有限公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷
230×170 毫米 16 开本 14 印张 2 插页 194 千字

定价：78.00 元

如遇图书印装质量问题，请与本社营销部联系调换，电话：(022)23507125

本书是国家自然科学基金国际项目“可持续增长目标下的中国金融制度研究”(7161101131),国家社会科学基金重大课题“中国特色社会主义金融学的理论创新和实践探索”(17ZDA071),中央高校基本科研业务费专项(189/63192314),天津市“131”创新型人才团队和南开大学百青经费的研究成果。

序

习近平指出，“金融活，经济活；金融稳，经济稳。经济兴，金融兴；经济强，金融强。”金融是中国经济发展的重要环节，有效发挥金融的核心作用，是关系社会经济发展全局的重要因素。然而，2015年股灾之后，2018年的中美贸易战带来股市加剧下行，股票质押等金融工具形成了严峻的市场风险。供给侧改革亟需降低融资成本，但是我国债券市场的发展尚且任重道远。我国实体经济的发展，需要资本市场实现优化资源的作用，但是石油、铁矿石等大宗商品定价权难以掌控，我国大宗商品市场效率亟需提高。兼具居住和投资价值的房地产对于中国金融市场和经济发展影响巨大。同业拆借市场等也曾经出现非常态金融改革。银行坏账会否卷土重来？我国是否会形成系统性金融风险？

本书回顾2018年的中国金融市场情形，总结近年来中国金融市场发展的路径，具体分析了当前中国金融市场的问题所在。在股票质押业务、资产证券化、资产管理、数字货币、互联网金融和科创板等具体问题上提出改革建议。几孔之见，可现全景；几叶飘零，当知秋至。本书虽篇幅有限，无意形成宏大的框架，但力图勾勒中国金融全景，讨论中国金融供给侧改革的具体抓手，为中国金融发展提供学者视角的一些建议。

在本书编写的过程中，我们参考了大量的文献资料，在此向这些作者致以谢意。希望本书中的观点和论据能够对广大学者、学子以及金融从业人员有所裨益，也真诚欢迎使用本书的师生、学者、金融从业、监管人员提出意见，共同推动中国金融业的稳定健康发展。

“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海”，中国金融发展在经历了金融管制、金融自由化等历程中，正在实现适度监管，形成适合新常态经济

的新常态金融，形成适合社会主义经济的社会主义金融，从而让中国金融成为中国国家的核心竞争力。

田利辉
金融学教授、执业律师
2019年4月

目 录

一、金融发展的现状与问题.....	1
(一) 股票市场.....	1
1. 股票市场波动性.....	1
2. 我国股票市场波动的历史总结与现状分析.....	2
3. 影响我国股市波动性的原因.....	5
4. 股市异常波动影响.....	6
案例：2015 年我国股灾及政府干预.....	7
5. 防控波动性风险的政策建议.....	9
(二) 债券市场.....	10
1. 我国债券市场概况.....	10
2. 我国债券市场的发展.....	16
3. 债券市场波动影响.....	18
4. 债券市场发展的建议.....	20
(三) 大宗商品市场波动性风险和防控.....	23
1. 大宗商品市场定义及特征.....	24
2. 大宗商品市场发展回顾和现状.....	24
3. 大宗商品市场波动的原因.....	30
案例：2016 年 11 月 11 日，商品期货夜盘多空双杀.....	32
4. 大宗商品市场波动对我国经济的影响.....	34
5. 2018 年大宗商品市场预测及风险防控策略.....	35
(四) 房地产市场风险和防控.....	37
1. 我国房地产行业的现状.....	38
2. 我国房地产行业出现的问题.....	41

3. 房价波动原因分析.....	44
4. 房地产价格上涨影响分析.....	52
5. 房地产行业杠杆过高带来的金融风险.....	55
6. 房地产市场的风险防控措施.....	58
(五) 银行间同业拆借市场风险和防控.....	62
1. 银行间同业拆借与 Shibor.....	62
2. 银行间同业拆借风险隐患.....	68
3. 政策建议.....	70
(六) 银行坏账风险和防控.....	71
1. 本轮不良资产特征分析.....	72
2. 银行不良资产成因.....	79
3. 银行坏账风险的危害.....	82
4. 我国银行不良资产的“处置之道”.....	83
5. 银行坏账风险防控建议.....	85
(七) 系统性风险防控和金融稳定.....	88
1. 系统性风险的定义和基本观点.....	88
2. 我国金融市场系统性风险不断累积.....	90
3. 我国金融市场系统性风险高筑的原因.....	95
4. 促进我国金融稳定、防控系统性风险的政策建议.....	99
5. 未来展望.....	104
二、金融改革的现状与方向.....	105
(一) 股票质押业务.....	105
1. 股票质押业务相关特征.....	105
2. 股票质押业务的发展历程.....	108
3. 股票质押业务的现状分析.....	110
案例：平仓风险下，金一文化实际控制人转移.....	114
4. 股票质押业务存在的风险.....	117
案例：盛达集团因未合规披露股票质押情况受行政处罚.....	117
5. 总结建议.....	118
(二) 资金盘活：PPP 和资产证券化.....	119

1. PPP 模式.....	120
2. 资产证券化.....	127
3. 政策建议.....	140
4. 总结与展望.....	142
(三) 区块链与央行数字货币.....	143
1. 什么是区块链技术.....	144
2. 数字货币.....	159
3. 法定数字货币：央行数字货币.....	160
(四) 互联网金融.....	165
1. 互联网金融简介.....	166
2. 互联网金融的现状.....	170
案例：互联网金融现状——以余额宝为例.....	177
3. 互联网金融存在的问题.....	179
4. 互联网金融监管.....	180
5. 互联网金融未来的发展.....	184
(五) 资产管理.....	184
1. 我国资管业务的发展现状.....	184
2. 不良资产具有的新特点和新问题.....	186
3. 我国处置不良资产的手段与挑战.....	188
4. 互联网在处置不良资产方面发挥的作用以及可能的 创新方式.....	189
5. 完善资管业务监管体系.....	190
6. 资管业务的未来发展.....	191
(六) 科创板试行注册制.....	192
1. 科创板改革.....	192
2. 股市注册制改革.....	196
3. 科创板试行注册制的影响.....	200
跋.....	205

图目录

图 1.1.1	上证综指走势.....	2
图 1.2.1	2017 年债券市场各券种发行结构.....	13
图 1.2.2	2015—2018 年 Shibor 和中债—银行间国债净价(1—3 年)指数走势.....	14
图 1.2.3	2017 年 Shibor 和中债—银行间国债净价(1—3 年)指数走势.....	14
图 1.2.4	债券发行量及社会总融资额.....	15
图 1.2.5	不同信用等级的一年期企业债到期收益率.....	19
图 1.3.1	CRB 现货指数综合走势图.....	25
图 1.3.2	Wind 大类商品指数走势图.....	27
图 1.3.3	大宗商品主要品种 Wind 类指数走势图.....	29
图 1.3.4	大宗商品主要品种 Wind 类指数涨跌幅.....	29
图 1.4.1	一线、二线、三线城市百城住宅价格.....	38
图 1.4.2	一线、二线、三线城市新建住宅价格指数同比变化.....	39
图 1.4.3	30 个大中城市: 商品房成交面积当月值.....	40
图 1.4.4	GDP 及三大产业相关指标.....	46
图 1.4.5	房地产泡沫与金融风险关联模型.....	58
图 1.5.1	2012-01-04—2018-11-09 隔夜 Shibor 走势.....	63
图 1.6.1	商业银行不良贷款余额与不良贷款比率.....	73
图 1.6.2	2015—2016 年主要行业不良贷款余额.....	74
图 1.6.3	2015—2016 年主要行业不良贷款率.....	75
图 1.6.4	2014—2018 年分类型银行不良贷款余额.....	76
图 1.6.5	2014—2018 年分类型银行不良贷款率.....	76

图 1.6.6	2014—2018 年商业银行关注类贷款与关注类贷款占比	78
图 1.6.7	2010—2017 年银行理财产品规模与增速	78
图 1.7.1	中国金融稳定图	89
图 2.1.1	场外股票质押回购业务和场内股票质押回购业务的流程 对比图	107
图 2.1.2	2014—2017 年我国股票质押规模	108
图 2.1.3	截止到 2018 年 11 月 7 日, 我国股票市场质押股数	110
图 2.1.4	截止到 2018 年 11 月 7 日, 我国股票市场大股东质押股数	111
图 2.1.5	截止到 2018 年 11 月 7 日, 我国股票市场质押市值	111
图 2.1.6	截止到 2018 年 11 月 7 日, 我国股票市场大股东质押市值	112
图 2.2.1	2017—2018 年我国 PPP 模式全国入库项目	122
图 2.2.2	2017 年我国 PPP 项目入库情况省份分布	122
图 2.2.3	PPP 项目付费方式分布	123
图 2.2.4	首批 PPP 资产证券化示范项目分布	125
图 2.2.5	我国资产证券化产品发行总额统计图	130
图 2.2.6	信贷 ABS 产品信用等级分布图	131
图 2.2.7	企业 ABS 产品信用等级分布图	132
图 2.2.8	我国每年社会融资规模增量和新增贷款金额柱状图	133
图 2.2.9	我国信贷资产证券化产品持有分布	134
图 2.2.10	信贷资产证券化产品利率	135
图 2.2.11	我国 2005—2018 年企业资产支持证券发行数量及金额	136
图 2.2.12	2017 年我国企业资产证券化发行组成	137
图 2.2.13	我国资产支持票据发行数量及金额	137
图 2.3.1	区块链基础架构模型	148
图 2.3.2	央行数字货币体系模型	163
图 2.4.1	P2P 平台数量及贷款余额	171
图 2.4.2	P2P 贷款规模及同比增长	173
图 2.4.3	第三方互联网支付交易规模	175
图 2.4.4	2017 年底第三方互联网支付市场份额	176
图 2.4.5	中国第三方移动支付市场规模 (万亿元)	176

图 2.4.6	中国第三方移动支付市场构成.....	177
图 2.4.7	余额宝流程图.....	178
图 2.4.8	余额宝规模（亿元）.....	178
图 2.5.1	2015—2018 年 6 月中国资产管理业务规模.....	185
图 2.5.2	2018 年 6 月中国资产管理业务规模具体占比情况.....	185
图 2.6.1	中国股票发行审核制度演进.....	197
图 2.6.2	注册制下供求平衡过程.....	202

表目录

表 1.1.1	上证综指波动情况分析.....	3
表 1.1.2	部分国家或地区股市波动情况.....	4
表 1.1.3	上证综指日收益率.....	4
表 1.1.4	纽约证交所综合指数日收益率.....	5
表 1.1.5	我国政府救市措施.....	8
表 1.2.1	我国债券品种创新演变.....	11
表 1.2.2	2014 年以来我国信用债违约数量.....	17
表 1.4.1	2014—2018 年我国房地产相关指标.....	42
表 1.4.2	2014 年—2017 年我国 M0、M1 与 M2 占 GDP 比例及弹性系数.....	45
表 1.5.1	部分银行买入返售金融资产.....	66
表 2.1.1	截止到 2018 年 11 月 7 日, 股票质押市值前十的券商.....	112
表 2.1.2	截止到 2018 年 11 月 7 日, 股票质押市值后十的券商.....	113
表 2.1.3	截止到 2018 年 11 月 7 日, 证券累计质押股数前十的券商.....	114
表 2.1.4	自 2018 年以来股票质押业务风险应对措施.....	116
表 2.2.1	PPP 的三种主要模式.....	120
表 2.2.2	《2017 资产证券化行业年度报告》相关描述.....	138
表 2.3.1	世界主要区块链联盟一览表.....	146
表 2.3.2	稳定币一览表.....	160
表 2.4.1	互联网众筹平台.....	173
表 2.4.2	《政府工作报告》中有关互联网金融的表述.....	179
表 2.4.3	互联网金融形态监管.....	180

表 2.4.4	互联网金融相关政策文件汇总.....	181
表 2.6.1	主板、中小板、创业板、新三板上市条件对比表.....	195
表 2.6.2	三类发行审核制度比较.....	197
表 2.6.3	A 股注册制改革历程.....	198

一、金融发展的现状与问题

(一) 股票市场

我国股市有两个重要特点，即波动剧烈、齐涨共跌。波动剧烈体现了我国“政策市”的特点，齐涨共跌反映出系统性风险占比大。股市如此大幅波动，尤其是大幅下跌，会从各个层面增加金融体系的风险；而股市的暴涨也会使泡沫迅速积累，不合理的高位股价会增大泡沫破灭的可能。对于现今的经济金融形势，我们需要一个健康向上的“慢牛”来实现“软着陆”。基于此，我们在探究原因的基础之上给出了相关的政策建议。

1. 股票市场波动性

波动性是指价格非预期变化的趋势，或者指收益的不确定性或不可预测性。马德哈万（Madhavan, 1992）把波动性定义为“价格的变化”。格伦（Glen, 1994）把波动性定义为“价格变化的频率和幅度”，并认为流动性高且有效的市场波动性低于流动性差和无效的市场。

波动性是衡量股票市场的质量和效率的重要指标。我国股市作为新兴股票市场，股市的平均波动值远大于国际成熟股市，而且股市暴涨暴跌频率、幅度、持续期均远高于发达市场。巨大的波动性带来巨大的风险，股市波动性风险不仅给金融市场，也给实体经济造成困扰。

2. 我国股票市场波动的历史总结与现状分析

2.1 我国股市波动现状

根据定义，股票内在价值是反映公司预期未来现金流折现的价值。由于一个公司未来前景的不确定性以及折现率的选择问题，股票价格往往处于偏离其内在价值的状态，这样随着股市的买卖，股价就会上下波动。正是这种波动吸引了大量资金进入股票市场，这也是股市魅力之所在。

一般来说，股价波动包含两方面因素：一是系统性因素，例如国际形势变化、宏观经济走势和政府政策调整等；二是特异性因素，例如行业行情变化或公司层面的个股特殊性造成的价格涨跌。纵观我国股市发展历程，从风险来看，尽管股价波动受系统性波动的影响越来越小，但历次疯涨或断崖式下跌，其表现完全无法从个体来解释，而且齐涨共跌现象也说明股市的系统性风险占比较大。图 1.1.1 显示了我国股市近 10 年波动状况。

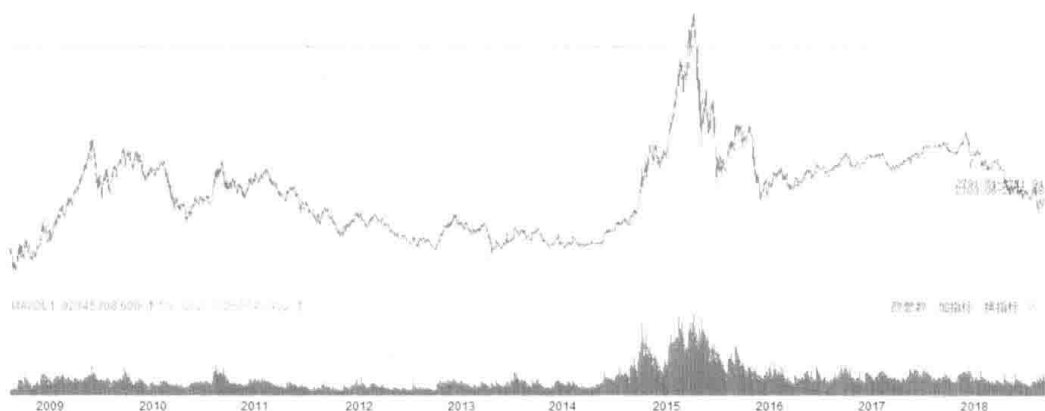


图 1.1.1 上证综指走势

资料来源：Wind。

如表 1.1.1 所示，我们考察近 10 年上证综指的变化。我们可以将这

段时间的综指分为 6 个阶段，具体从涨跌幅、涨跌次数、平均间隔天数来考察股市波动情况。

表 1.1.1 上证综指波动情况分析

时间	描述（涨跌幅、涨跌次数、平均间隔天数）
2008-11-05—2009-08-04 （回暖，1760.1 点上升至 3471.44 点）	184 天涨幅为 97%，其中出现一个波峰。共 3 次日涨幅超过 5%，4 次超过 4%；2 次日跌幅超过 5%，5 次超过 4%；平均 46 天出现一次大涨，37 天出现一次大跌，20 天出现一次大幅波动
2009-08-05—2013-06-27 （4 年漫长熊市，3428.5 点缓慢下降至 1950.01 点）	经济增速放缓，942 天跌幅为 43%，其中共 10 次小波峰。没有一次日涨幅超过 5%，5 次超过 4%；5 次日跌幅超过 5%，10 次超过 4%；平均 188 天出现一次大涨，94 天出现一次大跌，63 天出现一次大幅波动
2013-06-28—2015-06-12 （大牛市，1979.21 点疯涨至 5166.35 点）	479 天涨幅为 160%，其中出现两个小波峰。没有一次日涨幅超过 5%，3 次超过 4%；3 次日跌幅超过 5%，4 次超过 4%；平均 160 天出现一次大涨，120 天出现一次大跌，68 天出现一次大幅波动
2015-06-15—2016-01-28 （股灾，5062.99 点跌至 2655.66 点）	155 天跌幅达 47.6%，其中出现三个波峰。共 3 次日涨幅超过 5%，8 次超过 4%；14 次日跌幅超过 5%，15 次超过 4%；平均 19 天出现一次大涨，10 天出现一次大跌，7 天出现一次大幅波动
2016-01-29—2018-01-26 （慢牛，2737.60 点缓慢上升至 3558.13 点）	488 天涨幅达 30%，其中出现六个小波峰。没有一次次日涨幅超过 5%，1 次超过 4%；1 次日跌幅超过 5%，1 次超过 4%；平均 488 天出现一次大涨，488 天出现一次大跌，488 天出现一次大幅波动
2018-01-29—2018-11-06 （股灾，3523 点快速下跌至 2659.36 点）	186 天跌幅达 25%，其中出现四个小波峰。没有一次次日涨幅超过 5%，1 次超过 4%；1 次日跌幅超过 5%，2 次超过 4%；平均 186 天出现一次大涨，93 天出现一次大跌，62 天出现一次大幅波动

资料来源：笔者根据相关资料整理。

从这些数据可以看出，近 10 年我国股市有两个特点：股价指数波动幅度较大，但逐步趋缓；股价指数波动频率较高，但逐步趋低。