全国经济专业技术资格考试用书



ECONOMICS
PROFESSIONAL
QUALIFICATION

人力资源和社会保障部人事考试中心 / 组织编写

2023
金融
专业知识和实务
（中级）

最新课程押题讲义扫码

中国人事出版社

全国经济专业技术资格考试用书

2023 金融 专业知识和实务（中级）

人力资源和社会保障部人事考试中心 / 组织编写

中国人事出版社

图书在版编目（CIP）数据

金融专业知识和实务：中级．2023／人力资源和社会保障部人事考试中心组织编写．--北京：中国人事出版社，2023

全国经济专业技术资格考试用书

ISBN 978-7-5129-1930-3

Ⅰ．①金… Ⅱ．①人… Ⅲ．①金融－资格考试－自学参考资料 Ⅳ．①F83

中国国家版本馆 CIP 数据核字（2023）第 073032 号

2023 年版全国经济专业技术资格考试用书防伪标识鉴别方法：

1. 防伪印刷：防伪标识中的“RSKS”采用特殊烫金工艺，内含微缩文字。紫外光源下观察，防伪标识中可见红色的“RS”（自然光下不可见）。

2. 网站防伪查询及增值服务获取：刮开防伪标识中的涂层，获取防伪码。登录中国人事考试图书网（http://rsks.class.com.cn），即可按照提示查询真伪。也可以用微信扫一扫防伪标识上的二维码验证真伪并获取出版单位提供的免费增值服务。

3. 粘贴位置：封面左下方。

中国人事出版社出版发行

（北京市惠新东街 1 号 邮政编码：100029）

*

河北眺山实业有限责任公司零五印刷分公司印刷装订 新华书店经销

787 毫米×1092 毫米 16 开本 18.25 印张 456 千字

2023 年 6 月第 1 版 2023 年 6 月第 1 次印刷

定价：85.00 元

售书网站：中国人事考试图书网

网址：http://rsks.class.com.cn

咨询电话：400-606-6496

版权专有 侵权必究

如有印装差错，请与本社联系调换：010-81211666

我社将与版权执法机关配合，大力打击盗印、销售和使用盗版图书活动，敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者奖励。

举报电话：010-64954652

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

前 言

为贯彻落实习近平经济思想和中央有关精神，做好全国经济专业技术资格考试工作，促进经济专业技术人员不断提高业务能力，更好地服务经济建设，根据2023年版的《经济专业技术资格考试大纲》，结合我国的社会经济发展和相关方针、政策及法律法规的变化，我们在认真听取有关部门和人员意见的基础上，组织专家对“全国经济专业技术资格考试用书”进行了重新编写或修订，供广大应试人员学习参考。

本书由周科、聂利君、张允忠、冯乾、杨顺元、陆怡舟、隋学深、刘燕、王晓萌、冀风等修订。

书中疏漏及不足之处，恳请指正。

人力资源和社会保障部人事考试中心

2023年5月

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

目 录

第一章 利率与汇率……（1）
第一节 利率……（1）
第二节 汇率……（11）
第三节 数理基础……（17）
第二章 金融市场与金融工具……（24）
第一节 金融市场与金融工具概述……（24）
第二节 货币市场及其工具……（28）
第三节 资本市场及其工具……（33）
第四节 金融衍生品市场及其工具……（41）
第三章 金融机构与金融制度体系……（45）
第一节 金融机构……（45）
第二节 金融制度……（50）
第三节 我国的金融机构与金融制度体系……（57）
第四章 商业银行经营与管理……（73）
第一节 商业银行经营与管理概述……（73）
第二节 商业银行经营……（76）
第三节 商业银行管理……（86）
第四节 商业银行公司治理……（98）
第五章 证券公司与基金管理公司……（100）
第一节 证券公司概述……（100）
第二节 证券公司的主要业务……（103）
第三节 证券投资基金概述……（113）
第四节 基金管理公司的经营与管理……（122）
第六章 信托公司与金融租赁公司……（127）
第一节 信托概述……（127）
第二节 信托公司的经营与管理……（136）
第三节 租赁概述……（143）
第四节 金融租赁公司的经营与管理……（150）
第七章 金融工程与风险管理……（155）
第一节 金融工程……（155）
第二节 金融风险管理……（171）
第八章 货币供求与货币均衡……（188）
第一节 货币需求……（188）

最新课程押题讲义扫码

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

第二节 货币供给……(191)
第三节 货币均衡……(197)
第九章 中央银行与金融监管……(206)
第一节 中央银行概述……(206)
第二节 货币政策……(211)
第三节 宏观审慎政策……(231)
第四节 金融监管概述……(237)
第五节 金融监管的框架和内容……(246)
第十章 国际金融管理……(259)
第一节 国际收支及其调节……(259)
第二节 国际储备及其管理……(264)
第三节 国际货币体系……(267)
第四节 离岸金融市场……(271)
第五节 外汇管理与外债管理……(274)

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

第一章 利率与汇率

第一节 利 率

一、利率概述

利率是指借款人在单位时间内应支付的利息与借贷资金的比率。这里的利息是资金所有者由于借出资金而取得的报酬。利率的高低不仅反映了金融市场上资金的借贷成本，而且反映了特定借贷资金的风险溢价。

按利率决定方式的不同，利率可分为固定利率与浮动利率；按利率真实水平的不同，利率可分为名义利率与实际利率；按计算利率期限单位的不同，利率可分为年利率、月利率、日利率。一般来说，年利率与月利率及日利率之间的换算公式如下：

$$\text{年利率} = \text{月利率} \times 12 = \text{日利率} \times 360 \tag{1-1}$$

（一）单利与复利

1. 单利

单利就是不论借贷期限的长短，仅按本金计算利息，上期本金产生的利息不计入下期本金计算利息。单利计算公式为：

$$I = Prn \tag{1-2}$$

其中，I 表示利息，P 表示本金，r 表示利率，n 表示计息期数。根据中国人民银行规定的计息规则，活期储蓄存款按复利，每个季度计息；定期存款、定活两便、零存整取、整存整取、整存零取等其他储蓄存款按单利计息。

假如某借款人借款 1 万元，约定年利率为 6%，借款期限为 10 个月，按单利计算，到期应付利息为：

$$10000 \times (6\% \div 12) \times 10 = 500(\text{元})$$

2. 复利

复利也称为“利滚利”，是将上期期末产生的利息加入本金一并计算下一期的利息。复利的计算公式为：

$$FV = P(1+r)^n \tag{1-3}$$

$$I = FV - P = P[(1+r)^n - 1] \tag{1-4}$$

其中，FV 表示本息和，I 表示利息，P 表示本金，r 表示利率，n 表示计息期数。

假设 100 元的存款以 6% 的年利率，按复利每半年支付一次利息，6 个月后的本息和为：

$$FV_{1/2} = 100 \times (1 + 6\% \div 2) = 103(\text{元})$$

一年后的本息和为：

$$FV_1 = 100 \times (1+6\% \div 2)^2 = 106.09(\text{元})$$

106.09 元与一年计一次息的本息和 $100 \times (1 + 6\%) = 106$（元）比较，多出 0.09 元，这是对第一个 6 个月的利息计算利息的缘故。如果一年中计息次数增加，到年底本息和会越来越大。在上例中，如果一个季度支付一次利息，一年后的本息和为：

$$FV_1 = 100 \times (1+6\% \div 4)^4 \approx 106.14(\text{元})$$

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

如果一个月支付一次利息,一年后的本息和为:

$$FV_1 = 100 \times (1 + 6\% \div 12)^{12} \approx 106.17(\text{元})$$

一般来说,若本金为 P,年利率为 r,每年的计息次数为 m,则第 n 年年末的本息和(FV_n)为:

$$FV_n = P\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{nm} \tag{1-5}$$

3. 连续复利

在式(1-5)中,如果 m 趋于∞,则 $\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{nm}$ 趋于 e^{rn},其中 e 为自然对数的底,约等于 2.71828。因此,对于本金 P,以连续复利计算第 n 年年末的本息和,得到:

$$FV_n = P \cdot e^{rn} \tag{1-6}$$

本金为 100 元,年利率为 6%,期限为一年的资金在不同计息周期下的本息和见表 1-1。

表 1-1　　不同计息周期下的本息和　　单位:元

计息次数	m	FV
一年一次	1	106.00000
半年一次	2	106.09000
一季度一次	4	106.13614
一月一次	12	106.16778
一天一次	365	106.18313
连续计息	∞	106.18365

每年的计息次数越多,最终的本息和就越大。随着计息间隔的缩短,本息和以递减的速度增加,最后等于连续复利的本息和。

(二)现值与终值

现值又称在用价值,是指把未来的一笔支付或支付流折算为今天的价值。

1. 系列现金流的现值

假如有一系列的现金流,第一年年末是 100 元,第二年年末是 200 元,第三年年末是 200 元,第四年年末是 300 元,若年贴现率为 8%,这一系列现金流的现值可以通过每笔资金现金现值的加总得到。

第一年年末收入 100 元的现值:$100 \div (1+8\%) \approx 92.59$(元)

第二年年末收入 200 元的现值:$200 \div (1+8\%)^2 \approx 171.47$(元)

第三年年末收入 200 元的现值:$200 \div (1+8\%)^3 \approx 158.77$(元)

第四年年末收入 300 元的现值:$300 \div (1+8\%)^4 \approx 220.51$(元)

总现值:$92.59 + 171.47 + 158.77 + 220.51 = 643.34$(元)

一般来说,系列现金流的现值可由以下公式得到:

$$PV = \frac{A_1}{1+r} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{A_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^{n} \frac{A_i}{(1+r)^i} \tag{1-7}$$

其中,PV 表示现值,A_i 表示第 i 年年末的现金流量,r 表示年贴现率。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 18983

2. 连续复利下的现值

假如一年之内多次支付利息，此时现值的计算公式为：

$$PV=\frac{A_n}{\left(1+\frac{r}{m}\right)^{nm}} \tag{1-8}$$

其中，A_n 表示第 n 年年末的现金流量，r 表示年贴现率，m 表示年计息次数。假定 3 年后可以收到 100 元，年贴现率为 8%，如果按一季度计息一次计算，则其现值为：

$$PV=\frac{100}{\left(1+\frac{8\%}{4}\right)^{3\times 4}}\approx 78.85(\text{元})$$

在式（1-8）中，如果是连续复利，则 m 趋于 ∞，$\left(1+\frac{r}{m}\right)^{nm}$ 趋于 e^{rn}。那么现值的计算公式为：

$$PV=\frac{A_n}{e^{rn}} \tag{1-9}$$

假定 3 年后可以收到 100 元，年贴现率为 8%，且若连续复利，则其现值为：

$$PV=\frac{100}{e^{0.08\times 3}}\approx 78.66(\text{元})$$

每年的计息次数越多，现值越小。随着计息间隔的缩短，现值以递减的速度减小，最后等于连续复利条件下的现值。

3. 终值及其计算

终值又称将来值或本息和，是指现在一定量的资金在未来某一时点上的价值。终值的大小不仅取决于现值的大小，而且与利率的高低、借款期限和计息方式有关。

终值的计算有两种方式：单利和复利。

假如当前有一笔资金，共计金额为 P，存期为 n 年，年利率为 r，如果按单利计算，则 n 年后的终值 FV_n 为：

$$FV_n=P+Prn=P(1+rn) \tag{1-10}$$

例如，王先生最近购买彩票，中奖 1 万元，他想将这笔钱存入银行，以便将来退休时用，设王先生还有 10 年退休，如按单利计算，年存款利率为 4%，那么 10 年后王先生退休时能拿到多少钱？

如果按单利计算，王先生退休时能拿到的本息和为 $10000\times(1+4\%\times 10)=14000$ 元。

假设当前有一笔资金，共计金额为 P，存期为 n 年，年利率为 r，如果每年复利一次，则 n 年后的终值 FV_n 为：

第 1 年年末的本息和为 $P(1+r)$

第 2 年年末的本息和为 $P(1+r)(1+r)=P(1+r)^2$

第 3 年年末的本息和为 $P(1+r)^2(1+r)=P(1+r)^3$

……

第 n 年年末的本息和为 $P(1+r)^n$

因此，$FV_n=P(1+r)^n$，其中 $(1+r)^n$ 称为复利终值系数。

上例中，如果按复利计算，则王先生 10 年后可获得：

$$10000\times(1+4\%)^{10}\approx 14802.44(\text{元})$$

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

二、利率决定理论

(一)利率的风险结构

债券的到期期限相同但利率不同的现象称为利率的风险结构。到期期限相同的债券利率不同,由三个原因引起,即违约风险、债券的流动性和所得税。

债务人无法按约付息或归还本金的风险称为违约风险,它影响着债券的利率。各种债券都存在着违约风险,公司债券的违约风险往往高于同等条件下政府债券的违约风险,低信用等级的公司债券的违约风险比信用等级较高的公司债券的违约风险要大。一般来说,债券违约风险越大,其利率越高。

影响债券利率的另一个重要因素是债券的流动性。各种债券由于交易费用、偿还期限、可否转换等方面的差异,变现所需要的时间或成本不同,流动性也就不同。一般来说,国债的流动性强于公司债券的流动性,短期债券流动性强于中长期债券的流动性。同等条件下,流动性较差的债券,风险相对较大,利率相对较高;反之,债券流动性越强,其利率越低。

所得税也是影响利率风险结构的重要因素。同等条件下,具有免税特征的债券利率要低。在美国,市政债券的违约风险高于国债,流动性低于国债,但由于市政债券的利息收入是免税的,因而长期以来美国市政债券的利率低于国债的利率。

(二)利率的期限结构

具有相同风险、流动性和税收特征的债券,由于距离到期日的时间不同,其利率水平也会有所差异,债券利率与到期期限的这种关系被称为利率的期限结构。目前,主要有三种理论解释利率的期限结构,即预期理论、分割市场理论和流动性溢价理论。

1. 预期理论

预期理论认为,长期债券的利率等于长期债券到期日之前各时间段内人们所预期的短期利率的平均值。该理论认为到期期限不同的债券之所以具有不同的利率,是因为在未来不同的时间段内,短期利率的预期值是不同的。

预期理论可以解释以下事实。①随着时间的推移,不同到期期限的债券利率有同向运动的趋势。②如果短期利率较低,收益率曲线倾向于向上倾斜;如果短期利率较高,收益率曲线倾向于向下倾斜。

预期理论的缺陷在于无法解释这样一个事实,即收益率曲线通常是向上倾斜的。因为根据预期理论,典型的收益率曲线应当是平坦的,而非向上倾斜的。典型的向上倾斜的收益率曲线意味着预期未来短期利率将上升。事实上,未来短期利率既可能上升,也可能下降。

预期理论还表明,长期利率的波动小于短期利率的波动。

2. 分割市场理论

分割市场理论将不同到期期限的债券市场看作完全独立和分割开来的市场。到期期限不同的每种债券的利率取决于该债券的供给与需求,其他到期期限的债券的预期回报率对此毫无影响。

分割市场理论的假设条件是不同到期期限的债券根本无法相互替代。因此,持有某一到期期限债券的预期回报率对于其他到期期限债券的需求不产生任何影响。这种期限结构理论与假定不同到期期限的债券是完全替代品的预期理论完全相反。

根据分割市场理论,收益率曲线不同的形状可由不同到期期限的债券的供求因素解释。如果投资者偏好期限较短、利率风险较小的债券,分割市场理论就可以对典型的收益率曲线向上倾斜的原因作出解释。通常情况下,长期债券相对于短期债券的需求较少,因此长期债券价

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 68206

格较低，利率较高，典型的收益率曲线向上倾斜。

虽然分割市场理论可以解释收益率曲线向上倾斜的原因，但它却无法解释：①不同期限的债券倾向于同向运动的原因；②短期利率较低时，收益率曲线倾向于向上倾斜，而短期利率较高时，收益率曲线向下倾斜的原因。

上述两种理论都能解释另外一种理论无法解释的经验事实，那么最合理的办法就是将两者结合起来，这就得到了流动性溢价理论。

3. 流动性溢价理论

流动性溢价理论认为，长期债券的利率应当等于两项之和，第一项是长期债券到期之前预期短期利率的平均值，第二项是随债券供求状况变动而变动的流动性溢价。

假定在未来 3 年中，1 年期债券的利率分别是 5%、6% 和 7%，根据预期理论，2 年期和 3 年期的债券利率分别为 $(5\%+6\%)\div 2=5.5\%$，$(5\%+6\%+7\%)\div 3=6\%$，假定 1 至 3 年期债券的流动性溢价分别为 0、0.25% 和 0.5%，则 2 年期债券的利率为 $(5\%+6\%)\div 2+0.25\%=5.75\%$，3 年期债券利率为 $(5\%+6\%+7\%)\div 3+0.5\%=6.5\%$。

与流动性溢价理论密切相关的是期限优先理论，它采取较为间接的方法来修正预期理论，但得到的结论是相同的。它假定投资者对某种期限的债券有特别的偏好，即更愿意投资于这种期限的债券（期限优先）。由于投资者偏好于某种债券，因此，只有当其他期限的债券预期回报率足够高时，他们才愿意购买其他期限的债券。由于投资者一般偏好短期债券，因此，只有当长期债券的预期回报率较高时，他们才愿意持有长期债券。

流动性溢价理论和期限优先理论解释了下列事实。

（1）随着时间的推移，不同到期期限的债券利率表现出同向运动的趋势。

（2）典型的收益率曲线总是向上倾斜。

（3）如果短期利率较低，收益率曲线很可能陡峭地向上倾斜；如果短期利率较高，收益率曲线倾向于向下倾斜。

（三）三种利率决定理论

1. 古典利率理论

古典学派认为，利率决定于储蓄与投资的相互作用。储蓄（S）为利率（r）的递增函数，投资（I）为利率的递减函数。古典利率理论下的利率如图 1-1 所示。

当 $S>I$ 时，利率会下降；当 $S<I$ 时，利率会上升；当 $S=I$ 时，利率便达到均衡水平。

当投资增加时，投资线从图 1-1 中的 I 向右平移到 I'，均衡点从 E_0 移向 E_1，均衡利率也从 r_0 上升到 r_1。

古典利率理论的隐含假定是，当实体经济部门的储蓄等于投资时，整个国民经济达到均衡状态。该理论属于“纯实物分析”的框架。

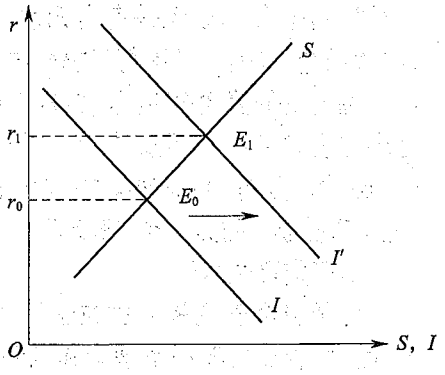


图 1-1 古典利率理论下的利率

2. 流动性偏好理论

凯恩斯认为，货币供给（M_s）是外生变量，其变化由中央银行直接控制。因此，货币供给独立于利率的变动。

货币需求（M_d）的变动则取决于公众的流动性偏好。公众的流动性偏好动机包括交易动机、预防动机和投机动机。其中，交易动机和预防动机形成的交易

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

需求与收入正相关,与利率无关。投机动机形成的投机需求与利率负相关。

用 M_{d1} 表示第一种货币需求,即交易动机和预防动机形成的货币需求,用 M_{d2} 表示第二种货币需求,即投机动机形成的货币需求,则 $M_{d1}(Y)$ 为收入 Y 的递增函数,$M_{d2}(r)$ 为利率 r 的递减函数。货币总需求可表述为:

$$M_d = M_{d1}(Y) + M_{d2}(r) \tag{1-11}$$

然而,当利率下降到某一水平时,市场就会产生未来利率上升的预期。这样,货币的投机需求就会达到无穷大,这时,无论中央银行供应多少货币,都会被相应的投机需求吸收,从而使利率不能继续下降而"锁定"在这一水平。这就是"流动性陷阱"问题。"流动性陷阱"相当于货币需求曲线中的水平线部分,它使货币需求曲线变成一条折线。

货币供给曲线为一条直线,均衡利率取决于货币需求曲线与货币供给曲线的交点。当货币供求达到均衡时,利率便达到均衡水平。凯恩斯的货币供求均衡与均衡利率的决定如图 1-2 所示。

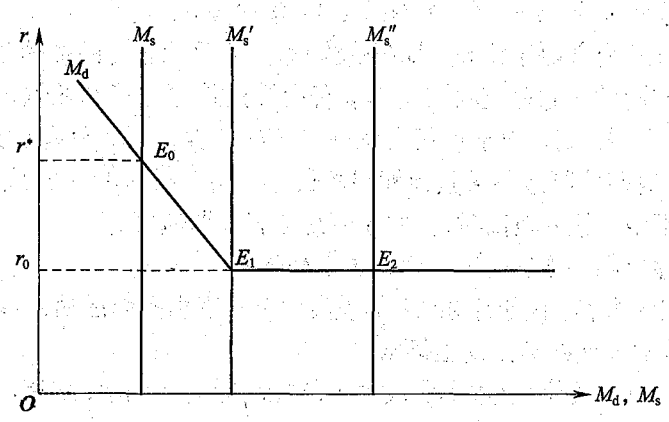


图 1-2 凯恩斯的货币供求均衡与均衡利率的决定

"流动性陷阱"还可用来解释扩张性货币政策的有效性问题。假定初始货币供应量为 M_s,则相应的初始均衡点为 E_0,初始均衡利率为 r^*。当货币供应量从 M_s 增加到 M_s' 时,货币供求均衡点从点 E_0 移到点 E_1,均衡利率相应地从 r^* 下降到 r_0,说明市场利率随着银根的扩张而下降,这时,货币政策是有效的。

若货币供应量继续从 M_s' 增加到 M_s'',货币供求均衡点从点 E_1 移到点 E_2,由于此时的货币需求曲线处于"流动性陷阱"的水平上,所以利率还是保持在原有水平上。因此,在"流动性陷阱"区间,货币政策是完全无效的,此时只能依靠财政政策。"流动性陷阱"发生后,货币需求曲线的形状是一条平行于横轴的直线。

该理论的隐含假定是,当货币供求达到均衡时,整个国民经济处于均衡状态。凯恩斯认为决定利率的所有因素均为货币因素,利率水平与实体经济部门没有任何关系。因此,它属于"纯货币分析"的框架。在方法论上,它从古典利率理论"纯实物分析"的一个"极端"跳到"纯货币分析"的另一个"极端"。

3. 可贷资金理论

可贷资金理论是新古典学派的利率理论,是为修正凯恩斯的流动性偏好理论而提出的,实际上可看成古典利率理论和流动性偏好理论的综合。可贷资金理论综合了前两种利率决定理论,认为利率由可贷资金市场的供求决定,利率的决定取决于商品市场和货币市场的共同均

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信gh68206

衡，任何使可贷资金的供给曲线或需求曲线移动的因素都将改变均衡利率水平。

按照可贷资金理论，在一个封闭经济体中借贷资金的需求与供给均包括两个方面：借贷资金的需求来自某期间投资流量和该期间人们希望保有的货币量，借贷资金的供给来自同一期间的储蓄流量和该期间货币供应量的变动。用公式表示：

$$L_d = I + \Delta M_d \quad (1\text{-}12)$$

$$L_s = S + \Delta M_s \quad (1\text{-}13)$$

其中，L_d 为借贷资金的需求量，L_s 为借贷资金的供给量，ΔM_d 为该时期内货币需求的改变量，ΔM_s 为该时期内货币供给的改变量。就总体来说，均衡条件为：$I + \Delta M_d = S + \Delta M_s$。

三、我国的利率市场化

（一）我国利率市场化改革的总体思路

利率市场化就是将利率的决定权交给市场，由供求双方根据自身的资金状况和对金融市场动向的判断自主调节利率水平，最终形成以中央银行政策利率为基础、以货币市场利率为中介、由市场供求决定各种利率水平的市场利率体系和市场利率管理体系。2002 年，党的十六大报告提出“稳步推进利率市场化改革，优化金融资源配置”。2003 年，党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中进一步明确“稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”。2017 年，党的十九大报告提出“深化利率和汇率市场化改革”。

我国利率市场化改革的总体思路为先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存贷款利率的市场化。其中存贷款利率市场化的总体思路为先外币，后本币；先贷款，后存款；先长期、大额，后短期、小额。

（二）我国利率市场化改革的主要进程

我国的利率市场化改革包括逐步放松利率管制以及健全市场化的利率形成、传导和调控机制两部分。目前，我国的利率管制基本放开，健全市场化的利率形成、传导和调控机制是当前和未来的努力方向。

1. 逐步放松利率管制

（1）市场利率体系的建立。在以间接融资为主的融资格局下，资金批发市场利率市场化不会影响企业的融资成本，同时还有利于提高资金配置效率，因此改革阻力较小，总体较为顺利。

银行间同业拆借市场利率先行放开。20 世纪 80 年代，随着拨改贷的推进，专业银行逐步恢复，中国人民银行专门行使中央银行职能，金融机构呈现多元化发展，机构间资金余缺调剂的需求推动同业拆借市场迅速发展，资金批发市场初具规模。由于当时金融机构体制改革尚未到位，在旺盛的投资需求刺激下，这一市场曾经出现了乱拆借的现象，市场区域分割和不透明也加大了管理部门监管市场的难度，导致高风险拆借行为盛行。为此，拆借利率一度实行上限管理。20 世纪 90 年代，随着同业拆借相关制度规范的不断完善，专业银行商业化改革取得阶段性进展，同业拆借业务实现全国联网并生成了统一、透明的中国银行间同业拆借利率。拆借利率放开的制度、主体和技术条件趋于成熟。1996 年 6 月，中国人民银行取消拆借利率上限管理，实现了拆借利率完全市场化。

债券市场利率放开。1996 年，财政部开创性地通过交易所平台实现了利率招标、收益率招标和划款期招标等多种方式的市场化发行，并根据市场供求状况和发行数量，采取了单一价格招标或多种价格招标的方式。国债的发行开启了创新的先河，为此后金融债券、企业债券的

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

创新树立了榜样。1997年6月,银行间同业市场开办债券回购业务,债券回购利率和现券交易价格均由交易双方协商确定,同步实现了市场化。1998年9月,两家政策性银行首次通过中国人民银行债券发行系统以市场化的方式发行了金融债券。1999年,财政部首次在银行间债券市场以利率招标的方式发行国债。2005年5月,短期融资券推出时,就明确规定其发行利率或发行价格由企业和承销机构协商确定。2008年4月,中国人民银行发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》再一次明确规定,非金融企业债务融资工具发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定。

银行间市场利率的市场化,成功建立了管制利率之外的资金配置体系,使利率的市场化范围不断扩大。银行间市场利率市场化体系的形成和完善为银行自主定价提供了基准收益率曲线,为管制利率市场化和银行完善内部定价机制提供了条件。

(2)存贷款利率的市场化。1987年1月,我国首次尝试贷款利率市场化,此后贷款利率浮动区间多次调整。1997年亚洲金融危机爆发后,为扩大中小企业融资,中国人民银行自1998年10月31日起将各商业银行、城市信用社对小型企业贷款利率最高上浮幅度由10%扩大为20%,农村信用社贷款利率最高上浮幅度由40%扩大为50%,大中型企业贷款利率最高上浮幅度10%维持不变。虽然这只是一小步,却是贷款利率市场化的破冰之举。1999年,贷款利率浮动幅度再度扩大,各商业银行、城市信用社对中小型企业贷款利率最高上浮幅度扩大到30%,但对大型企业贷款利率最高上浮幅度仍为10%。进入21世纪,我国经济金融环境发生巨大变化,贷款利率市场化的外部条件进一步完善,贷款利率市场化改革取得突破性进展。2003年8月,农村信用社改革试点地区农村信用社的贷款利率浮动上限扩大到贷款基准利率的2倍。2004年1月,商业银行和城市信用社的贷款利率浮动上限扩大到贷款基准利率的1.7倍,农村信用社贷款利率的浮动上限扩大到贷款基准利率的2倍,贷款利率浮动上限不再根据企业所有制性质和规模大小分别制定。2004年10月,中国人民银行取消了金融机构(不含城乡信用社)人民币贷款利率上限,仅对城乡信用社贷款利率实行基准利率2.3倍的上限管理。2012年6月和7月,金融机构贷款利率浮动区间下限分别调整为基准利率的0.8和0.7。2013年7月,中国人民银行宣布,自2013年7月20日起,取消金融机构贷款利率0.7的下限,取消票据贴现利率管制,对农村信用社贷款利率不再设立上限。至此,金融机构贷款利率管制全面放开。

与贷款利率市场化相比,存款利率市场化更为审慎。1999年10月,中国人民银行允许商业银行对保险公司试办长期大额协议存款,利率水平由双方协商确定。2002—2003年,协议存款试点的存款人范围逐步扩大。2012年6月至2015年5月,经过多次调整,金融机构存款利率浮动区间的上限逐步扩大到存款基准利率的1.5倍。2015年8月,中国人民银行放开一年期以上(不含一年期)定期存款的利率浮动上限,活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。2015年10月,对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限,我国的利率管制时代宣告终结。

与人民币存贷款利率不同,境内外币存贷款利率市场化由于市场基础较为成熟,步伐相对较快。2000年9月,外币贷款利率和300万美元以上大额外币存款利率放开。2003年7月,小额外币存款利率管制币种由7种外币减少为4种。同年11月,小额外币存款利率下限放开。2004年11月,一年期以上小额外币存款利率全部放开。2014年3月,中国人民银行宣布放开中国(上海)自由贸易试验区小额外币存款利率上限。2015年5月,中国人民银行决定在全国范围内放开金融机构小额外币存款利率浮动区间上限。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信:gc8206

2. 健全市场化的利率形成、传导和调控机制

(1)着力培育以上海银行间同业拆放利率(Shanghai interbank offered rate, Shibor)、国债收益率曲线和贷款市场报价利率(loan prime rate, LPR)等为代表的金融市场基准利率体系,为金融产品定价提供重要参考。我国借鉴伦敦银行同业拆放利率(London interbank offered rate, Libor)建立了报价制 Shibor,并发布了《上海银行间同业拆放利率(Shibor)实施准则》,对 Shibor 的形成机制、信息发布机制和监督管理机制进行了规范,并规定由中国人民银行成立 Shibor 工作小组,依据该准则确定和调整报价银行团成员、监督和管理 Shibor 运行、规范报价行与指定发布人行为。2007 年 1 月,Shibor 正式运行,尝试为金融市场提供 1 年以内产品的定价基准。Shibor 是由信用等级较高的银行自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率,是单利、无担保、批发性利率。随着 Shibor 在货币市场交易中的应用范围不断扩大以及在金融机构内部资金转移定价中的广泛应用,Shibor 的市场引导力进一步增强。短端 Shibor 紧密挂钩公开市场操作利率,在有效传导货币政策的同时较好地反映了货币市场运行;中长端 Shibor 基准性明显提升。Shibor 与实体经济联系日趋紧密,越来越多地发挥了传导货币政策和优化资源配置的作用。

Shibor 的培育需要货币市场的发展和商业银行内部管理体制的完善。中国人民银行可以通过促进货币市场加快发展、指导金融机构健全内部定价机制等措施,不断推进 Shibor 建设,以 Shibor 为核心健全我国市场利率体系。各金融机构要以 Shibor 为基准完善内部转移定价,各行应根据全行利润总目标统一协调行内资产负债部、资金部、风险管理部、同业部等各部门的产品定价,对经营管理机制进行全面整合和梳理,提高资产负债精细化管理水平,切实建立以 Shibor 为基准的内部收益曲线,以此指导市场产品和服务定价。

2016 年 6 月,中国人民银行通过官方网站发布中国国债收益率曲线,推动市场主体提高对国债收益率曲线的关注和使用程度,进一步夯实国债收益率曲线的基准性。

2013 年 10 月,LPR 集中报价和发布机制正式运行。LPR 集中报价和发布机制是市场基准利率报价从货币市场向信贷市场的进一步拓展,为金融机构信贷产品定价提供了重要参考。2019 年 8 月,中国人民银行完善了 LPR 形成机制。为提高 LPR 的代表性,LPR 报价行类型在原有的全国性银行基础上增加了城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行,数量由 10 家扩大至 18 家。同时,将 LPR 由 1 年期一个期限品种扩大至 1 年期和 5 年期以上两个期限品种。银行的 1 年期和 5 年期以上贷款参照相应期限的 LPR 定价,1 年期以内、1 年至 5 年期贷款利率由银行自主选择参考的期限品种定价。自 2019 年 8 月 20 日起,中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心于每月 20 日(遇节假日顺延)9 时 30 分公布 LPR,公众可在全国银行间同业拆借中心和中国人民银行网站查询。LPR 报价行应于每月 20 日(遇节假日顺延)9 时前,按公开市场操作利率(主要指中期借贷便利利率)加点形成的方式,向全国银行间同业拆借中心报价。全国银行间同业拆借中心按去掉最高和最低报价后算术平均的方式计算得出 LPR。各银行需在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价,并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准。存量贷款的利率仍按原合同约定执行。各银行不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限。自 2020 年 3 月 1 日起,存量浮动利率贷款定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成,LPR 对贷款定价的引导作用将逐渐增强。

(2)不断健全市场利率定价自律机制。市场利率定价自律机制(以下简称自律机制)是由金融机构组成的市场定价自律和协调机制,旨在按照国家有关利率管理的规定,对金融机构自主确定的货币市场、信贷市场等金融市场利率进行自律管理,维护市场正当竞争秩序,促进

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

市场规范健康发展。2013 年 9 月 24 日，自律机制成立会议召开。首批自律机制成员包括中国工商银行等 10 家银行。自律机制下设合格审慎及综合实力评估、LPR、同业存单、上海银行间同业拆放利率四个专门工作小组，已在建立 LPR 报价机制、发行同业存单中发挥了积极作用。2014 年，新增 93 家金融机构作为自律机制成员，进一步发挥自律机制的激励约束作用。2015 年，全国性自律机制成员已扩大至 643 家。同时，我国积极推动各地区建立健全省级自律机制，加强对中小金融机构利率定价的行业自律和指导，维护各地区公平有序的市场竞争秩序。2019 年 8 月，中国人民银行开始指导自律机制，加强对 LPR 的监督管理，对报价行的报价质量进行考核，督促各银行运用 LPR 定价，严肃处理银行协同设定贷款利率隐性下限等扰乱市场秩序的违规行为。中国人民银行将银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估体系（macro prudential assessment，MPA）。为健全市场化利率形成和传导机制，完善自律机制，促进金融机构提高自主定价能力，维护市场竞争秩序，根据《金融机构合格审慎评估实施办法（2020 年修订版）》，按照自愿参与原则，自律机制开展了 2021 年合格审慎评估。经评估，自律机制决定将得分排名靠前的中国工商银行等 15 家金融机构遴选为自律机制核心成员，将华夏银行等 1574 家金融机构吸收为自律机制基础成员，将安徽岳西农村商业银行等 478 家金融机构吸收为自律机制观察成员。上述机构可以相应享有自律机制各级成员的相关权利，同时应履行遵守自律机制各项规章制度、执行自律机制决议、完成自律机制交办的工作等义务。

（3）有序推进金融产品创新。逐步扩大存单发行主体范围，推进同业存单、大额存单发行交易。同业存单是指由银行业存款类金融机构法人在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，是一种货币市场工具。2013 年 12 月，中国人民银行发布实施《同业存单管理暂行办法》（已于 2017 年 8 月 30 日被修改）。2013 年 12 月，中国银行、中国建设银行、国家开发银行等 10 家金融机构分别发行了首批同业存单产品，在此后陆续开展了二级市场交易，并初步建立同业存单双边报价做市制度。同业存单以市场化方式定价，具有电子化、标准化、流动性强、透明度高等特点，可以为中长端 Shibor 提供更透明、市场化的报价参考，对于提高中长端 Shibor 的基准性、拓宽银行业存款类金融机构融资渠道、促进规范同业业务发展具有积极意义，同时可为发行面向企业及个人的大额存单积累经验，探索稳妥有序推进存款利率市场化的有效途径。2014 年，89 家金融机构在银行间市场发行同业存单 998 只，发行总量为 8986 亿元，二级市场交易总量为 4231 亿元。同业存单发行交易全部参照 Shibor 定价，同业存单市场的较快发展，为提高中长端 Shibor 的基准性奠定了基础。为规范大额存单业务发展，拓宽存款类金融机构负债产品市场化定价范围，有序推进利率市场化改革，2015 年 6 月，中国人民银行发布《大额存单管理暂行办法》。2016 年 6 月，中国人民银行发布关于修改《大额存单管理暂行办法》的公告，将个人投资人认购大额存单的起点金额由不低于 30 万元调整至不低于 20 万元。同时，中国人民银行在积极推进大额存单二级市场转让交易。大额存单发行交易的有序推进，进一步扩大了金融机构负债产品市场化定价范围，有利于培养金融机构的自主定价能力，健全市场化利率形成和传导机制。

（4）完善中央银行利率调控体系，货币政策的预见性、针对性和灵活性不断提高。以利率调控为重点的货币政策调控是金融宏观调控的重要手段和内容。自 1998 年起，我国货币政策调控逐步由直接调控向间接调控转变。2012 年《金融业发展和改革“十二五”规划》明确要求“完善市场化的间接调控机制，逐步增强利率、汇率等价格杠杆的作用，推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型”。近年来，中国人民银行积极创新，陆续推出了常

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信[illegible]

备借贷便利、中期借贷便利、抵押补充贷款等新型货币政策工具，并探索常备借贷便利利率发挥利率走廊上限的作用，加快建设适应市场需求的利率形成和调控机制。2019 年 9 月 25 日，中国人民银行完善再贷款和常备借贷便利质押品管理，按信用等级和流动性对质押品进行分类，根据货币政策操作需要设置差异化质押品要求，切实维护中央银行资金安全。与此同时，中国人民银行还不断完善公开市场操作目标体系、工具组合和操作方式，增强公开市场操作引导货币市场利率的能力，改革再贷款、再贴现利率形成机制，优化存款准备金利率结构，加强存款准备金工具与公开市场工具的协调配合，以不断完善货币政策调控框架，疏通货币政策传导渠道，更好地发挥利率价格工具在调控中的作用，深化和提高金融体系的流动性和管理水平。

（三）我国利率市场化改革的方向

多年来，我国利率市场化改革虽然稳步推进并取得显著成效，但改革的目标并未完全实现，利率市场化改革任务依然艰巨，其中最主要的任务是破解贷款“利率双轨”并存（贷款基准利率和市场利率并存）的局面。贷款“利率双轨”对市场利率向实体经济传导形成阻碍，成为当前需要解决的核心问题。我国利率市场化改革急需突破的“临门一脚”，就是实现利率并轨，这是利率市场化改革最后的攻坚战。

为深化利率市场化改革，促进贷款利率“两轨合一轨”（指信贷利率的参考定价标准转向以市场化利率为主、贷款基准利率逐渐较少乃至不再应用的过程），以此提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本。2019 年 8 月，中国人民银行用改革的办法疏通货币政策传导，改革完善 LPR 形成机制，提高 LPR 的市场化程度，将 LPR 作为银行发放贷款的主要参考和定价基准，打破贷款利率隐性下限，千方百计降低企业融资成本，利率市场化改革再次迈出重要一步。LPR 改革取得以下重要成效。一是 LPR 充分体现了市场化特征。LPR 报价逐步下行，发挥了方向性和指导性作用。二是 LPR 已经成为银行贷款利率的定价基准。金融机构绝大部分新发放贷款已将 LPR 作为定价基准，存量浮动利率贷款定价基准转换已于 2020 年 8 月末顺利完成，转换率超过 92%。三是中央银行货币政策操作向贷款利率传导的效率明显增强。贷款利率隐性下限被完全打破，银行内部定价和传导机制的市场化程度显著提高。四是以改革的办法促进降低贷款利率成效显著。企业贷款利率明显下行，银行对中小微企业的支持力度持续加大，金融结构进一步优化。五是 LPR 利率衍生品市场迅速发展，金融机构利率风险管理手段不断丰富。六是促进存款利率的市场化，推动存款利率与市场利率开始逐步并轨。

下一步，我国利率市场化改革的主要方向和任务是继续深化利率市场化改革，完善 LPR 形成机制，做好 LPR 报价和运用工作，通过 MPA 考核等方式推动银行更多地运用 LPR，引导和督促金融机构合理定价，坚决打破银行通过协同行为设定贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导，稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，以市场化改革办法促进实际利率水平明显降低；健全中央银行政策利率体系，增强利率调控能力；发挥好自律机制作用，维护公平定价秩序。

第二节 汇 率

一、汇率的概念

汇率又称汇价，是指一种货币用另一种货币所表示的价格，反映的是两种货币之间的兑换或折算比率。

汇率有直接标价法和间接标价法两种标价方法。直接标价法又称应付标价法，是以一

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

定整数单位(1、100、10000等)的外国货币为标准,折算为若干单位的本国货币,这种标价法是以本国货币表示外国货币的价格,因此可以称为外汇汇率。目前,我国和世界其他绝大多数国家和地区都采用直接标价法。间接标价法又称应收标价法,是以一定整数单位(1、100、10000等)的本国货币为标准,折算为若干单位的外国货币,这种标价法是以外国货币表示本国货币的价格,因此可以称为本币汇率。目前,世界上只有英国、美国等少数几个国家采用间接标价法。

汇率可以从不同的角度划分为不同的种类:根据汇率的制定方法,汇率可以分为基本汇率与套算汇率;根据商业银行对外汇的买卖,汇率可以分为买入汇率与卖出汇率;根据外汇交易的交割期限,汇率可以分为即期汇率与远期汇率;根据汇率形成的机制,汇率可以分为官方汇率与市场汇率;根据商业银行报出汇率的时间,汇率可以分为开盘汇率与收盘汇率;根据外汇交易的支付通知方式,汇率可以分为电汇汇率、信汇汇率与票汇汇率;根据汇率制度的性质,汇率可以分为固定汇率与浮动汇率;根据衡量货币价值的需要,汇率可以分为名义汇率、实际汇率和有效汇率。

二、汇率的决定与变动

(一)汇率的决定基础

(1)金本位制下汇率的决定基础。在金本位制下,各国以金币作为本位货币,黄金是价值的"天然实体",单位金币都有含金量,黄金可以自由输出和输入。这种货币制度下汇率的决定基础,从本质上看,是各国单位货币所具有的价值量;从现象上看,是各国单位货币的含金量。

汇率决定的标准是铸币平价,即两国单位货币的含金量之比。市场汇率受供求关系变动的影响而围绕铸币平价波动,波动的范围被限制在由黄金输出点和黄金输入点构成的黄金输送点内。

(2)纸币制度下汇率的决定基础。在纸币制度下,各国以纸币作为本位货币,纸币是本身没有价值的价值符号,单位纸币所代表的价值量往往以国家规定的法定含金量表示。这种货币制度下汇率的决定基础,从本质上来说是各国单位货币所代表的价值量,从现象上看是各国单位货币的法定含金量或购买力。

在第二次世界大战以后建立的布雷顿森林货币体系下,按照《国际货币基金协定》的要求,均衡汇率就是法定平价,即一国单位货币的法定含金量与另一国单位货币的法定含金量之比。根据购买力平价理论,均衡汇率就是购买力平价。市场汇率的波动在布雷顿森林货币体系下受制于《国际货币基金协定》规定的上下限,而在该货币体系崩溃以后则没有统一的界限。

(二)汇率变动的形式

(1)官方汇率的变动:法定升值(revaluation)与法定贬值(devaluation)。法定升值是指一国货币当局以法令的形式公开宣布提高本国货币的法定含金量或币值,降低外汇汇率。法定贬值是指一国货币当局以法令的形式公开宣布降低本国货币的法定含金量或币值,提高外汇汇率。

(2)市场汇率的变动:升值(appreciation)与贬值(depreciation)。升值是指在外汇市场上,受供求关系影响,一定量的一国货币可以兑换到比以前更多的外汇,相应是外汇汇率下跌。贬值是指在外汇市场上,受供求关系影响,一定量的一国货币只能兑换到比以前更少的外汇,相应是外汇汇率上涨。

(三)汇率变动的影响因素

(1)物价水平的相对变动。根据购买力平价理论,反映货币购买力的物价水平变动是决

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信[illegible]

定汇率长期变动的根本因素。如果一国的物价水平与其他国家的物价水平相比相对上涨，即该国相对通货膨胀，则该国货币对其他国家货币贬值；反之，如果一国的物价水平与其他国家的物价水平相比相对下跌，即该国相对通货紧缩，则该国货币对其他国家货币升值。

长期来说，物价水平变动最终导致汇率变动是通过国际商品和劳务的套购机制实现的，是通过国际收支中经常项目收支变化传导的。

（2）国际收支差额的变化。市场汇率的变动直接取决于外汇的市场供求状况。如果外汇供不应求，则外汇汇率上升，本币贬值；反之，如果外汇供过于求，则外汇汇率下跌，本币升值。

外汇市场上的外汇供求关系基本是由国际收支决定的，国际收支差额的变动决定外汇供求的变动。如果国际收支逆差，则外汇供不应求，外汇汇率上升；反之，如果国际收支顺差，则外汇供过于求，外汇汇率下跌。

进一步来说，国际收支又是由物价、国民收入、利率等因素决定的。如果一国与其他国家相比，物价水平相对上涨，则会限制出口，刺激进口；国民收入相对增长，则会扩大进口；利率水平相对下降，则会刺激资本流出，阻碍资本流入。这些都是导致该国国际收支出现逆差，从而造成外汇供不应求、外汇汇率上升的原因。反之，如果一国与其他国家相比，物价水平相对下降，则会刺激出口，限制进口；国民收入相对萎缩，则会减少进口；利率水平相对上升，则会限制资本流出，刺激资本流入。这些都是导致该国国际收支出现顺差，造成外汇供过于求、外汇汇率下跌的原因。

（3）市场预期的变化。市场预期变化是导致市场汇率短期变动的主要因素。市场预期变化决定市场汇率变动的基本机理是：如果人们预期未来本币贬值，就会在外汇市场上抛售本币，导致本币现在的实际贬值；反之，如果人们预期未来本币升值，就会在外汇市场上抢购本币，导致本币现在的实际升值。

（4）政府干预汇率。出于宏观调控的需要，各国政府往往会对外汇市场进行干预，将汇率波动限制在特定范围内。当市场因外汇供不应求，外汇汇率上涨幅度超出政策目标范围时，货币当局往往会向市场投放外汇，收购本币，使外汇汇率下调；当市场外汇供过于求，外汇汇率下跌幅度超出政策目标范围时，货币当局则会向市场投放本币，回收外汇，从而使外汇汇率上调。在某些极端情况下，当通过上述外汇市场干预措施难以达到预期效果时，货币当局还会直接采用行政手段，实行外汇管制，维护汇率稳定。

（四）汇率变动的经济影响

1. 汇率变动的直接经济影响

汇率变动的直接经济影响体现在以下两个方面。

（1）汇率变动影响国际收支。第一，汇率变动会直接影响经常项目收支。当本币贬值以后，以外币计价的本国出口商品与劳务的价格下降，而以本币计价的本国进口商品与劳务的价格上涨，从而刺激出口，限制进口，增加经常项目收入，减少经常项目支出。反之，当本币升值时，则影响正好相反，最终会减少经常项目收入，增加经常项目支出。第二，汇率变动会直接影响资本与金融项目收支。如果本币贬值，会加重偿还外债的本币负担，减轻外国债务人偿还本币债务的负担，从而减少借贷资本流入，增加借贷资本流出；会提高国外直接投资和证券投资的本币利润，降低外国在本国直接投资和证券投资的外国货币利润，从而刺激直接投资和证券投资项下的资本流出，限制直接投资和证券投资项下的资本流入。反之，如果本币升值，则其影响正好相反。

（2）汇率变动影响外汇储备。汇率变动对外汇储备的影响集中在对外汇储备价值影响的

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

评价上,需具体情况具体分析。

如果汇率变动发生在本币与外币之间,汇率变动不会影响通常以外币计值的外汇储备价值。只有当外汇储备被国家以某种机制或形式结成本币用于国内时,如果本币升值,则用外汇储备结成本币的金额会减少,折射出外汇储备价值缩水。

如果汇率变动发生在不同储备货币之间,例如,在美元与欧元之间,由于通常以美元计量外汇储备价值,所以在美元对欧元升值时,欧元外汇储备的美元价值会缩水;反之,在美元对欧元贬值时,欧元外汇储备的美元价值反而会膨胀。

2. 汇率变动的间接经济影响

汇率变动的间接经济影响主要通过国际收支传导,体现在以下两个方面。

(1)汇率变动影响经济增长。从贸易收支视角看,在本币贬值时,由于刺激了商品和劳务的出口,限制了商品和劳务的进口,在推动出口部门和进口替代部门经济增长的同时,还会通过"外贸乘数"作用带动所有经济部门的增长。本币升值对经济增长的影响正好与此相反,是负面的。从资本流动视角看,在本币升值时,由于刺激了借贷资本、直接投资和证券投资项下资本的流入,限制了这些资本的流出,如果宏观管理和金融监管得当,则会推动实体经济和金融经济的增长。而本币贬值对实体经济和金融经济的影响则恰好相反,是负面的。

(2)汇率变动影响产业竞争力和产业结构。由于本币贬值首先刺激了出口部门和进口替代部门的经济增长,也就提升了这两类产业部门的产业竞争力。国内其他产业部门的增长会滞后和落后于这两类产业部门的增长,产业竞争力的提升也会相应滞后和落后。因此,这两类产业部门在整个产业中的占比和地位就得到有力提升,使产业结构发生变化。

三、汇率制度

汇率制度是指国家货币当局对本国货币汇率确定与变动的基本模式所做的一系列安排。这些制度性安排包括中心汇率水平、汇率的波动幅度、影响和干预汇率变动的机制和方式等。

(一)固定汇率制与浮动汇率制

一般而言,按照汇率变动的幅度,汇率制度分为两大类型:固定汇率制与浮动汇率制。

(1)固定汇率制。固定汇率制是指汇率平价保持基本不变,市场汇率波动被约束在一个狭小的界限内的汇率制度。历史上,固定汇率制曾分别出现在国际金本位制和布雷顿森林体系两种国家货币制度下。

国际金本位制下的汇率制度是典型的固定汇率制,其基本结构如下。①使汇率保持固定的基础是各国货币具有含金量,两国单位货币含金量之比的铸币平价是汇率标准,只要两国单位货币含金量不变,铸币平价就不变。②约束市场汇率变动的界限是客观存在的黄金输送点,由黄金输出点(上限)和黄金输入点(下限)构成。由于两国之间单位黄金的运费比较低廉,相对稳定,因此黄金输送点的区间也比较狭小和稳定。③稳定汇率的机制是没有人为干预的市场机制,即债务人或债权人通过直接输出或输入黄金而改变外汇供求,使汇率稳定在黄金输送点内。

第二次世界大战后布雷顿森林体系下的汇率制度是以美元为中心的固定汇率制,其基本结构如下。①使汇率保持固定的基础是美元同黄金挂钩,国际货币基金组织各成员方的货币同美元挂钩。各成员方根据美元的法定含金量和本币的法定含金量之比制定出本币对美元的法定平价,如果本币没有法定含金量,就直接制定出对美元的法定平价。法定平价一经确认,便不得随意变动。②约束市场汇率变动的界限是国际货币基金组织人为规定的上下限,在1971年年底之前为法定平价的上下各1%,之后调整为2.25%。③稳定汇率的机制是人为干

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 www.cpa6206.com

预的市场机制，即各成员方的货币当局负有干预外汇市场、稳定汇率的义务，当市场汇率因外汇供求严重失衡而突破规定的界限时，货币当局必须通过在外汇市场上投放或收购外汇来扭转外汇供求失衡，保持汇率的稳定。

（2）浮动汇率制。浮动汇率制是指没有汇率平价和波动幅度约束，市场汇率可以随外汇市场供求关系的变化而自由波动的汇率制度。

根据官方是否干预，浮动汇率制分为自由浮动与管理浮动。自由浮动是指官方不干预外汇市场，完全听凭市场汇率在外汇供求关系的自发作用下波动的汇率制度；管理浮动是指官方或明或暗地干预外汇市场，使市场汇率在经过操纵的外汇供求关系作用下相对平稳波动的汇率制度。

根据汇率浮动是否结成国际联合，浮动汇率制分为单独浮动与联合浮动。单独浮动是指本币不与任何外币建立固定联系，其汇率单独进行浮动的汇率制度；联合浮动是若干国家的货币彼此建立固定联系，对此外其他国家货币的汇率共同进行浮动的汇率制度。

（二）国际货币基金组织对现行汇率制度的划分

在现行国际货币体系下，各国可以自行安排其汇率制度，从而形成了多种汇率制度并存的格局。根据国际货币基金组织的划分，按照汇率弹性由小到大，目前的汇率制度安排主要有以下七种。①货币局制。官方通过立法明确规定本币与某一关键货币保持固定汇率，同时对本币发行做特殊限制，以确保履行法定义务。②传统的钉住汇率制。官方将本币实际或公开地按照固定汇率钉住一种主要国际货币或一篮子货币，汇率波动幅度不超过 ±1%。③水平区间内钉住汇率制。它类似于传统的钉住汇率制，不同的是汇率波动幅度大于 ±1%。④爬行钉住汇率制。官方按照预先宣布的固定汇率，根据若干量化指标的变动，定期小幅度调整汇率。⑤爬行区间内钉住汇率制。它是水平区间内钉住汇率制与爬行钉住汇率制的结合，与爬行钉住汇率制不同的是汇率波动的幅度要大。⑥事先不公布汇率目标的管理浮动。官方在不特别指明或事先承诺汇率目标的情况下，通过积极干预外汇市场来影响汇率变动。⑦单独浮动。汇率由市场决定，官方即使干预外汇市场，目的也只是缩小汇率的波动幅度，防止汇率过度波动，而不是确立一个汇率水平。

（三）影响汇率制度选择的主要因素

对汇率制度的选择应当主要根据何种因素的研究分析，国际社会出现了“经济论”和“依附论”两种理论观点。

汇率制度选择的“经济论”认为，国家汇率制度的选择主要由经济因素决定。这些经济因素如下。①经济开放程度。②经济规模。③进出口贸易的商品结构和地域分布。④国内金融市场的发展程度及其与国际金融市场的一体化程度。⑤相对的通货膨胀率。这些经济因素与汇率制度选择的具体关系是：经济开放程度低，经济规模小，进出口集中在某几种商品或某一国家的国家，一般倾向于实行固定汇率制或钉住汇率制；而经济开放程度高，进出口商品多样化或地域分布分散化，同国际金融市场联系密切，资本流出入较为可观和频繁，或国内通货膨胀率与其他主要国家不一致的国家，则倾向于实行浮动汇率制或弹性汇率制。

汇率制度选择的“依附论”认为，国家汇率制度的选择主要取决于其对外经济、政治、军事等方面的特征。该理论集中探讨的是发展中国家的汇率制度选择问题，认为发展中国家在实行钉住汇率制时，采用哪一种货币作为参考货币，即被钉住货币，取决于该国对外经济、政治关系的“集中”程度，以及该国经济、政治、军事等方面的对外依附关系。从美国的进口在其进口总额中占有很大比例的国家，或者从美国得到大量军事赠予以及从美国大量购买军需物资的

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

国家,还有同美国有复杂的条约关系的国家,往往将本国货币钉住美元。而同美国等主要工业国的政治经济关系较为“温和”的国家,则往往选择钉住一篮子货币。这一理论同时还指出,选择哪一种货币作为参考货币,反过来又会影响国家对外贸易等经济关系和其他各方面关系的发展。

四、人民币汇率制度

改革开放后,为鼓励企业出口创汇,改变计划经济体制下人民币汇率长期高估的状况,我国于1981年起实行官方汇率与贸易体系内部结算汇率并存的双重汇率制度。官方汇率适用于非贸易部门,人民币对美元的官方汇率维持在按一篮子货币计算的1.5左右;贸易体系内部结算汇率适用于贸易部门结算。1985年,我国取消贸易体系内部结算汇率,实施外汇留成制度,企业或个人可以将自己保留的外汇在外汇调剂市场进行交易,价格由双方商定,官方汇率与外汇调剂市场汇率并存。随着外汇调剂市场交易规模和影响力的扩大,外汇调剂市场汇率与官方汇率的汇差也日益扩大,形成了巨大的寻租套利空间。

1994年我国对外汇管理体制进行了重大改革,内容主要涉及三个方面。①人民币官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。人民币对美元汇率从之前的5.7贬值至8.7,并在之后长期维持在8.3左右的水平。②取消外汇留成和外汇上缴制度,全面实行银行结售汇制度。③建立全国统一的、规范性的外汇市场。

进入21世纪,特别是加入世界贸易组织以来,我国经济持续快速增长,国际收支双顺差使外汇储备规模不断扩大,人民币面临较大的升值压力。鉴于此,2005年7月21日,中国人民银行启动新一轮人民币汇率形成机制改革,其主要内容包括以下三个方面。①实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元,而是根据我国对外经济发展状况参考一篮子货币进行汇率调节。②人民币汇率中间价的形成参考上一交易日的收盘价,人民币对其他货币的买卖价格围绕中间价在一定幅度内浮动。③增加外汇交易品种,扩大外汇交易主体,改进人民币汇率中间价形成机制,引入询价模式和做市商制度,人民币汇率弹性和市场化水平进一步提高。

2014年以来,随着国内外经济环境的变化,市场对人民币由升值预期转向贬值预期,人民币汇率中间价与交易价差距不断扩大。2015年8月11日,中国人民银行宣布完善人民币对美元汇率中间价报价机制,做市商在进行人民币对美元中间价报价时主要参考上一交易日的汇率收盘价,8月11日当天中国人民银行一次性将人民币对美元汇率中间价贬值1136个基点。为了稳定市场波动,中国人民银行于2016年2月正式明确了人民币中间价定价公式,即“中间价=上一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化”。这要求做市商在进行人民币对美元中间价报价时,既要考虑上一日人民币对美元的收盘汇率,反映外汇市场供求状况,又要保持人民币对一篮子货币汇率的基本稳定,将人民币对美元的双边汇率进行适度调整。

2017年5月,中国人民银行进一步完善人民币对美元汇率中间价报价机制,在报价模型中加入“逆周期因子”,适度对冲市场的顺周期波动,至此形成了“上一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”共同决定的人民币对美元汇率中间价形成机制。在该机制下,人民币汇率形成机制更加优化,人民币对美元双边汇率弹性进一步增强,双向浮动特征更加明显,有力地保证了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wcf68206

第三节 数理基础

一、收益率

(一)名义收益率

名义收益率又称票面收益率,是债券票面收益与债券面值之比。

$$r=\frac{C}{F} \tag{1-14}$$

其中,r 为名义收益率,C 为债券票面收益(年利息),F 为债券面值。

(二)实际收益率

名义收益率是用名义货币收入表示的收益率,实际收益率是剔除通货膨胀因素后的收益率。

$$\text{实际收益率}=\text{名义收益率}-\text{通货膨胀率} \tag{1-15}$$

(三)本期收益率

本期收益率也称当前收益率,是指本期获得的债券利息与债券本期市场价格的比率。计算公式为:

$$\text{本期收益率}=\frac{\text{本期获得的债券利息}}{\text{债券本期市场价格}} \tag{1-16}$$

即

$$r=\frac{C}{P} \tag{1-17}$$

其中,r 为本期收益率,C 为本期获得的债券利息(年利息),P 为债券本期市场价格。

(四)到期收益率

到期收益是指将债券持有到偿还期所获得的收益。到期收益率又称最终收益率,是使从债券上获得的未来现金流的现值等于债券当前市场价格的贴现率。

1. 零息债券的到期收益率

零息债券不支付利息,折价出售,到期按债券面值兑现。如果按年复利计算,则到期收益率的计算公式为:

因为
$$P=\frac{F}{(1+r)^n} \tag{1-18}$$

所以
$$r=\left(\frac{F}{P}\right)^{\frac{1}{n}}-1 \tag{1-19}$$

其中,P 为债券市场价格,F 为债券面值,r 为到期收益率,n 是债券期限。

例如,一年期的零息债券,票面额 100 元,如果现在的购买价格为 90 元,则到期收益率的计算公式为:

$$r=\left(\frac{F}{P}\right)^{\frac{1}{n}}-1=\left(\frac{100}{90}\right)^{1}-1$$

解得 $r\approx 11.1\%$。

如果按半年复利计算,则零息债券到期收益率的计算公式为:

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

$$P=\frac{F}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^{2n}} \tag{1-20}$$

假设某公司发行的折价债券面值是100元,期限是10年,这种债券的价格为30元,则可以根据:

$$30=\frac{100}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^{20}}$$

解出其按半年复利计算的到期收益率 $r\approx 12.41\%$。投资者今天出30元,获得了10年后得到100元的保证。

2. 附息债券的到期收益率

如果按年复利计算,附息债券到期收益率的计算公式为:

$$P=\sum_{t=1}^{n}\frac{C}{(1+r)^t}+\frac{F}{(1+r)^n} \tag{1-21}$$

其中,P 为债券市场价格,C 为债券票面收益(年利息),F 为债券面值,r 为到期收益率,n 为债券期限。

现实中,许多债券并不是一年支付一次利息,而是每半年支付一次利息,到期归还全部本金。如果按半年复利计算,这种债券到期收益率的计算公式如下:

$$P=\sum_{t=1}^{2n}\frac{\frac{C}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^t}+\frac{F}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^{2n}} \tag{1-22}$$

例如,某公司以12%的利率发行5年期的附息债券,每半年支付一次利息,发行价格为93元,票面面值为100元,则上式变为:

$$93=\frac{\frac{12}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)}+\frac{\frac{12}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^2}+\frac{\frac{12}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^3}+\cdots+\frac{\frac{12}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^{10}}+\frac{100}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^{10}}$$

解得 $r\approx 14\%$。

已知债券的市场价格、面值、票面利率和期限,便可以求出它的到期收益率;反之,已知债券的到期收益率,就可以求出债券的市场价格。从中不难看出,债券的市场价格越高,到期收益率就越低;反之,债券的到期收益率越高,其市场价格就越低。由此可以得出一个结论,债券的市场价格与到期收益率负相关。市场利率上升时,到期收益率低于市场利率的债券将会被抛售,从而导致债券价格下降,直到到期收益率等于市场利率。这就是债券的价格随市场利率的上升而下降的原因。

(五)持有期收益率

持有期收益率是指投资者从买入到卖出这段持有期限里得到的收益率。持有期收益率和到期收益率的区别在于将来值不同。债券持有期收益率是指债券持有人在持有期间获得的收益率,能综合反映债券持有期间的利息收入情况和资本损益水平。

持有时间较短(不超过1年)的债券,直接按债券持有期间的收益额除以买入价计算持有期收益率。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wgc68206

$$r=\frac{P_n-P_0+C}{P_0} \tag{1-23}$$

其中，r 为持有期收益率，C 为债券票面收益（年利息），P_n 为债券的卖出价格，P_0 为债券的买入价格。

如果投资者持有债券的期限较长，或者在持有期内需要按复利计息，则计算持有期收益率时需要考虑货币的时间价值。

二、金融资产定价

（一）利率与金融资产定价

不同信用工具，其价格确定方式各不相同。有价证券的价格实际上是以一定市场利率和预期收益为基础计算得出的现值。

1. 债券定价

有价证券交易价格主要依据货币的时间价值，即未来收益的现值确定。利率与债券的价格负相关，这一关系适用于所有的债券。利率上升，债券价格就会下降；利率下降，债券价格就会上升。

债券价格分为债券发行价格和流通转让价格。债券的发行价格由票面金额决定，也可采取折价或溢价的方式发行。债券在二级市场上的流通转让价格依不同的经济环境决定，但有一个基本的“理论价格”决定公式，该公式由债券的票面金额、票面利率和实际持有期限三个因素决定。

（1）到期一次还本付息的债券定价：

$$P_0=\frac{F}{(1+r)^n} \tag{1-24}$$

其中，P_0 为债券交易价格，r 为市场利率，n 为偿还期限，F 为到期日本金与利息之和。

假如面额为 100 元一张的债券，贴现出售，期限 1 年，收益率为 3%，到期一次还本付息。则该债券的交易价格为：

$$P_0=\frac{100}{1+3\%}\approx 97.09(\text{元})$$

（2）分期付息到期归还本金的债券定价：

$$P_0=\sum_{t=1}^{n}\frac{C_t}{(1+r)^t}+\frac{F}{(1+r)^n} \tag{1-25}$$

其中，F 为债券面额，即 n 年到期所归还的本金；C_t 为第 t 时期债券收益或息票利息；r 为市场利率或债券预期收益率；n 为偿还期限。

假如某债券面值 100 元，票面利率为 4%，当前市场利率为 5%，每年付息一次，满 3 年后归还本金，则其发行价格应为：

第 1 年后收入 4 元的现值：$4\div(1+5\%)\approx 3.81$（元）

第 2 年后收入 4 元的现值：$4\div(1+5\%)^2\approx 3.63$（元）

第 3 年后收入 4 元的现值：$4\div(1+5\%)^3\approx 3.46$（元）

第 3 年后收入 100 元的现值：$100\div(1+5\%)^3\approx 86.38$（元）

总现值：$3.81+3.63+3.46+86.38=97.28$（元）

该债券发行时，其未来票面收益的现值为 10.9（3.81 + 3.63 + 3.46）元，100 元的偿还价的现值为 86.38 元，因此该债券的发行价格为 97.28 元。实际上，债券定价就是根据市场利率以

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

及债券未来的现金流来计算未来的现金流现值,并据此确定该债券当时的理论交易价格。

这样一来,投资者就可以计算出任何时点上该债券的理论价格,并能计算出其持有期收益率和持有到期的到期收益率。在债券发行以后的交易中,该债券的发行价格对该债券的交易价格没有影响,该债券的交易时点、剩余到期时间以及预期市场利率和投资者期望达到的必要收益率等因素,决定了债券的交易价格。

如果市场利率(或债券预期收益率)高于债券收益率(息票利率)时,债券的市场价格(购买价)低于债券面值,即债券为折价发行;如果市场利率(或债券预期收益率)低于债券收益率(息票利率)时,债券的市场价格(购买价)高于债券面值,即债券为溢价发行;如果市场利率(或债券预期收益率)等于债券收益率(息票利率)时,债券的市场价格(购买价)等于债券面值,即债券为平价发行,也称等价发行。

如果债券期限为永久性的,其价格确定与股票价格计算相同。

(3)全价与净价。债券报价时,由于票面收益的支付会导致债券价格跳跃式波动,所以,为了避免债券价格的跳跃式波动,一般债券报价的时候会扣除应计利息。扣除应计利息的债券报价称为净价或者干净价格,包含应计利息的价格为全价或者肮脏价格。投资者实际收付的价格为全价。

$$净价 = 全价 - 应计利息 \tag{1-26}$$

2. 股票定价

股票的理论价格由其预期股息收入和当时的市场利率两个因素决定。其计算公式为:

$$股票的理论价格 = \frac{预期股息收入}{市场利率} \tag{1-27}$$

例如,当某种股票预期年股息为每股1元,市场利率为10%时,其理论价格为10(1÷10%)元。如果预期股息收入为2元,市场利率不变,则其理论价格为20(2÷10%)元。如果预期股息收入为2元,市场利率只有5%,则其理论价格可达40(2÷5%)元。

某种股票,年末每股税后利润(Y)为0.40元,市场利率(r)为5%,则该股票的理论价格(P_0)为:

$$P_0 = \frac{Y}{r} = \frac{0.40}{5\%} = 8(元)$$

从理论上讲,当该种股票市场价格小于P_0时,投资者可买进或继续持有;当该种股票市场价格大于P_0时,投资者可卖出;当该种股票市场价格等于P_0时,投资者可继续持有或抛出。

市盈率是常用来评估股价水平是否合理的指标之一,由股价除以每股盈余(earning per share,EPS,也称每股税后利润)得出。

$$市盈率 = 普通股每股市场价格 \div 普通股每年每股盈余 \tag{1-28}$$

股票理论价格亦可通过市盈率推算得出,即

$$股票理论价格 = 预计每股税后利润 \times 市场所在地平均市盈率 \tag{1-29}$$

如上例中,若平均市盈率为20倍,则股票理论价格为:$P_0 = 0.40 \times 20 = 8$(元)。

(二)资产定价理论

1. 资本资产定价理论

现代资产组合理论基于马科维茨的研究理论,对于一个资产组合,应主要关注其期望收益率与资产组合的价格波动率,即方差或标准差。投资者偏好具有高的期望收益率与低的价格

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信:cf68206

波动率的资产组合。在相等期望收益率的情况下优先选择低价格波动率组合，在相等价格波动率情况下优先选择高期望收益率组合。资产组合的风险由构成组合的资产自身的波动率、方差、与资产之间的联动关系和协方差决定。基金经理衡量基金业绩最重要的指标之一是夏普比率（Sharpe ratio，SR），计算公式为：

$$SR=\frac{E(r_p)-r_f}{\delta} \tag{1-30}$$

其中，$E(r_p)$为资产组合的预期收益率，r_f为无风险收益率，δ为资产组合的标准差。夏普比率越高，意味着所选资产组合表现越好。

夏普（Sharpe）与林特尔（Linter）分别提出经典资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）。该模型假定：①投资者根据投资组合在单一投资期内的预期收益率和标准差来评价其投资组合；②投资者总是追求效用的最大化，当面临其他条件相同的两种选择时，将选择收益最大化的那一种；③投资者是厌恶风险的，当面临其他条件相同的两种选择时，他们将选择具有较小标准差的那一种；④市场上存在一种无风险资产，投资者可以按无风险利率借进或借出任意数额的无风险资产；⑤税收和交易费用均忽略不计。

（1）资本市场线（capital market line，CML）。在预期收益率$E(r_p)$和标准差σ_p组成的坐标系中，从无风险收益率（r_f）开始，做有效边界的切线，切点为M，这条直线称为资本市场线，如图1-3所示。市场组合是指由所有证券构成的组合，在这个组合中，每一种证券的构成比例等于该证券的相对市值。资本市场线上的每一点都对应着某种由无风险资产和市场组合M构成的新组合。

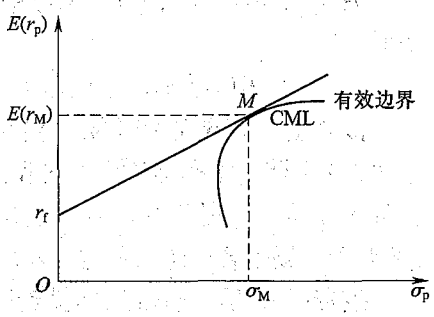


图1-3 资本市场线

在均衡状态下，资本市场线表示对所有投资者而言是最好的风险收益组合，任何不利用全市场组合，或者不进行无风险借贷的其他投资组合都位于资本市场线的下方。

资本市场线的公式为：

$$E(r_p)=r_f+\frac{E(r_M)-r_f}{\sigma_M}\sigma_p \tag{1-31}$$

其中，$E(r_p)$和σ_p分别表示任一有效投资组合的预期收益率和标准差；r_f为无风险收益率；$E(r_M)$和σ_M分别表示市场组合的预期收益率和标准差；$E(r_M)-r_f$为市场组合的风险报酬，以补偿其承担的风险；$\frac{E(r_M)-r_f}{\sigma_M}$是对单位风险的补偿，即单位风险的报酬，所以也被称为风险的价格。

由于$E(r_p)$和σ_p正相关，因此，要谋求更高的投资收益，只能通过承担更大的风险来实现。由式（1-31）可得风险溢价的决定公式：

$$E(r_p)-r_f=\frac{E(r_M)-r_f}{\sigma_M}\sigma_p \tag{1-32}$$

例如，假定市场组合的预期收益率为9%，市场组合的标准差是20%，投资组合的标准差是22%，无风险收益率为3%，则市场组合的风险报酬是6%（9%－3%），投资组合的预期收益率为9.6%（3%＋6%÷20%×22%），投资组合的风险溢价是6.6%（6%÷20%×22%）。

（2）证券市场线（securities market line，SML）。资本市场线反映了有效投资组合预期收益

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

率和标准差之间的均衡关系。任何单个风险证券都不是有效投资组合,因此一定位于资本市场线的下方。但资本市场线并不能说明单个风险证券的预期收益率和风险之间的关系。证券市场线在资本市场线基础上,进一步说明了单个风险证券的预期收益率与风险之间的关系。

在考虑市场组合的风险时,重要的不是各种证券自身的整体风险,而是其与市场组合的协方差。由于市场组合的预期收益率 $E(r_M)$ 是各种证券预期收益率 $E(r_i)$ 的加权平均,市场组合的标准差 σ_M 是各种证券与全市场组合的协方差 σ_{iM} 的加权平均数的平方根,其权数都等于各种证券在全市场组合中的比例,因此可以得出如下结论:单个证券的预期收益率应与其和市场组合的协方差成比例。在均衡状态下,单个证券风险和收益的关系为:

$$E(r_i)=r_f+\frac{E(r_M)-r_f}{\sigma_M^2}\sigma_{iM} \tag{1-33}$$

证券市场线如图 1-4 所示,它反映了单个证券与市场组合的协方差和其预期收益率之间的均衡关系。

通常,用于衡量单个证券风险的是它的 β 值,证券 i 的 β 值公式为:

$$\beta_i=\frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \tag{1-34}$$

把式(1-34)代入式(1-33)中,则式(1-33)还可以变形为:

$$E(r_i)=r_f+[E(r_M)-r_f]\beta_i \tag{1-35}$$

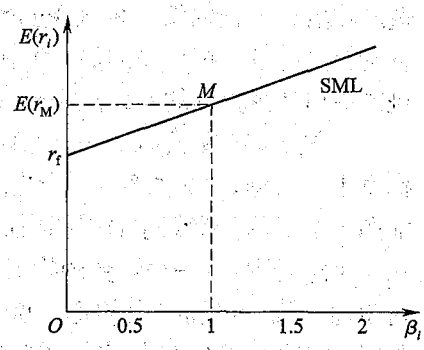


图 1-4 证券市场线

该式就是著名的资本资产定价模型。它表明,单个证券 i 的预期收益率等于两项的和:一项是无风险资产的收益率 r_f,另一项是 $[E(r_M)-r_f]\beta_i$,其中 $E(r_M)-r_f$ 是市场组合的风险报酬,β_i 则衡量了证券 i 相对于市场组合的绝对风险大小。

投资组合的市场风险,即投资组合的 β 系数是个别股票的 β 系数的加权平均数,其权数都等于各种证券在投资组合中的比例。同样,投资组合的预期收益率是各组合证券预期收益率的加权平均数。

某证券公司拟进行股票投资,计划购买甲、乙、丙三种股票,已知三种股票的 β 系数分别为 1.6、1.0 和 0.5,某投资组合的投资比重分别为 50%、20% 和 30%,则该投资组合的 β 系数为 1.15(1.6×50%+1.0×20%+0.5×30%)。

若某公司股票的 β 系数为 1.5,全市场组合的收益率为 8%,当前国债的利率(无风险收益率)是 3%,则该公司股票的预期收益率为:

$$E(r_i)=1.5\times(8\%-3\%)+3\%=10.5\%$$

也就是说,投资人在承担了该公司股票的风险之后,希望能够有 10.5% 的预期收益率。许多公司就把公司股票的预期收益率作为衡量公司任何一项重大投资时所要求的最低收益率或必要收益率。

(3)系统性风险和非系统性风险。资产风险分为两类:一类是系统性风险,由那些影响整个市场的风险因素引起,这些因素包括宏观经济形势的变动、国家经济政策的变化、税制改革、政治因素等。它们在市场上永远存在,不可能通过资产组合来消除,属于不可分散风险。另一类是非系统性风险,是指包括公司财务风险、经营风险等在内的特有风险。它们可由不同的资产组合予以降低或消除,属于可分散风险。资本资产定价模型提供了测度系统性风险的指标,

即风险系数 β。

β值还衡量了证券的实际收益率对市场投资组合的实际收益率的敏感程度。如果市场投资组合的实际收益率比预期收益率大 $Y\%$，则证券 i 的实际收益率比预期大 $\beta_i \times Y\%$。因此，β值高（大于 1）的证券被称为“激进型”证券，因为它们的收益率趋向于放大全市场的收益率，β值低（小于 1）的证券被称为“防卫型”证券。市场组合的 β为 1，因此 β为 1 的证券具有“平均风险”。

如果 β为 1，则市场上涨 10% 时，股票上涨 10%；市场下滑 10% 时，股票相应下滑 10%。如果 β为 1.1，则市场上涨 10% 时，股票上涨 11%；市场下滑 10% 时，股票下滑 11%。如果 β为 0.9，则市场上涨 10% 时，股票上涨 9%；市场下滑 10% 时，股票下滑 9%。值得注意的是，即使 $\beta=0$，也并不一定代表证券无风险，有可能是证券价格波动与市场价格波动无关，但可以确定的是，如果证券无风险，β一定为零。

2. 期权定价理论

期权价格的决定因素主要有期权执行价格、期权期限、标的资产的风险度及无风险利率等。期权定价问题一直是理论界研究的焦点，但长期以来一直未能出现令人满意的定价模型。直到 1973 年，布莱克和斯科尔斯根据股价波动遵从几何布朗运动的假定，成功解决了期权定价的问题，推导出了无现金股利的欧式看涨期权定价公式。

（1）布莱克－斯科尔斯模型在推导前做了如下假定。

1）无风险利率 r 为常数。

2）没有交易成本、税收和卖空限制，不存在无风险套利机会。

3）标的资产在期权到期之前不支付股息和红利。

4）市场交易是连续的，不存在跳跃式或间断式变化。

5）标的资产价格波动率为常数。

6）标的资产价格变化遵从几何布朗运动。

（2）根据布莱克－斯科尔斯模型，欧式看涨期权初始的套利均衡价格 C 为：

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2) \tag{1-36}$$

其中：

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \tag{1-37}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T} \tag{1-38}$$

其中，S 为股票价格，X 为期权的执行价格，T 为期权期限，r 为无风险利率，e 为自然对数的底，σ 为股票价格波动率，d_1 和 d_2 为纯数值，$N(d_1)$ 和 $N(d_2)$ 分别为标准正态分布取值为 d_1 和 d_2 的累积概率。

式（1-36）中有两点需要说明：①模型中无风险利率 r 必须是连续复利形式。简单的或不连续的无风险利率须转化为连续复利才能够代入式（1-36）中计算。②期权期限 T 须用相对数表示，即期权有效天数与一年 365 天的比值。

根据布莱克－斯科尔斯模型，欧式期权的价格由五个因素决定：标的资产的初始价格、期权执行价格、期权期限、无风险利率以及标的资产的波动率，而与投资者的预期收益率无关。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

第二章 金融市场与金融工具

第一节 金融市场与金融工具概述

一、金融市场的含义与构成要素

(一)金融市场的含义

金融市场是以金融资产为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和。这个表述包含三层含义。①金融市场是进行金融资产交易的场所。这个场所有时是有形的,如证券交易所;有时则是无形的,如很多交易都是通过电信网络构成的看不见的市场进行的。②金融市场反映金融资产的供给者与需求者之间的供求关系,揭示资金的归集与传递过程。③金融市场包含金融资产交易过程中所产生的各种运行机制,包括价格机制、供求机制、竞争机制、风险机制等。金融市场为家庭、企业以及政府机构的融资和投资活动提供了便利。

(二)金融市场的构成要素

尽管各国各地区金融市场的组织形式和发展程度有所不同,但都包含三个基本的构成要素,即金融市场主体、金融市场客体和金融市场价格。

1. 金融市场主体

金融市场主体是指在金融市场上交易的参与者。在这些参与者中,既有资金的供给者,又有资金的需求者,或兼具资金的供给和需求。资金的供需关系使得市场上资金的融通成为可能,从而促进了金融市场的形成。在金融市场上,市场主体具有决定性意义。金融市场主体的数量决定着金融工具的数量和种类,进而决定了金融市场的规模和发展程度。同时,金融市场主体的数量与交易的频繁程度也影响着金融市场的深度、广度与弹性。

一般来说,金融市场主体包括家庭、企业、政府、金融机构、金融监管机构和服务中介。

(1)家庭。家庭是金融市场上主要的资金供给者。家庭以购买债券、股票、基金等金融工具的方式,将手中的闲置资金投入市场,实现资金的保值和增值。家庭也会成为金融市场的资金需求者。例如,家庭通常需要为购房、购买汽车和家具等贷款融资,产生分期偿还的债务。

(2)企业。企业是金融市场运行的基础,是重要的资金需求者和供给者。一方面,为了扩大生产规模或弥补暂时的资金不足,企业通过向银行借款、发行债券或股票等方式筹集资金,成为金融市场上的资金需求者;另一方面,由于企业的资金收入和支出在时间上往往是不对称的,因此在生产经营过程中会有部分暂时闲置的货币资金,为了实现资金的保值和增值,企业会将其投入金融市场,成为金融市场上的资金供给者。除此之外,企业还是金融衍生品市场上重要的套期保值主体。

(3)政府。政府是国家金融市场主要的资金需求者。不管是中央政府还是地方政府,为了调节收支、建设公共工程、干预经济运行或弥补财政赤字,一般都需要通过发行公债来筹集资金。政府也会储蓄短期盈余资金,如在税款集中收进还未产生支出时。此时,政府成为暂时的资金供给者。

(4)金融机构。金融机构是金融市场上最活跃的交易者,扮演着多重角色。第一,它是金融市场上最重要的中介机构,是储蓄转化为投资的重要渠道。第二,金融机构在金融市场上充

当资金供给者、需求者和中介者等多重角色，它既发行、创造金融工具，又在市场上购买各类金融工具；既是金融市场的中介者，又是金融市场的投资者、货币政策的传递者和承受者。因此，金融机构作为机构投资者在金融市场上具有支配性的作用。

（5）金融监管机构。从参与金融市场交易的角度来看，中央银行作为银行的银行，充当最后的贷款人，从而成为金融市场资金供给者。此外，为了执行货币政策，调节货币供应量，中央银行通过公开市场操作（也称公开市场业务）参与金融市场交易。中央银行的公开市场操作不以营利为目的，但会影响金融市场上资金供求双方的行为和金融工具的价格。同时，中央银行还与其他监管机构一起，代表政府对金融市场上交易者的行为进行监督和管理，以防范金融风险，确保金融市场平稳运行。

（6）服务中介。服务中介虽然不是金融机构，但却是金融市场上不可或缺的服务机构，如会计师事务所、律师事务所和证券评级机构等。

2. 金融市场客体

金融市场客体即金融工具，是指金融市场上的交易对象或交易标的物。

（1）金融工具的分类。根据期限、性质以及与实际金融活动关系的不同，金融工具可以进行以下三种分类。

1）按期限的不同，金融工具可分为货币市场工具和资本市场工具。货币市场工具是指期限在一年以内的金融工具，包括商业票据、短期政府债券、银行承兑汇票、大额可转让定期存单、同业拆借和回购协议等。资本市场工具是指期限在一年以上、代表债权或股权关系的金融工具，包括中长期国债、企业债券和股票等。

2）按性质的不同，金融工具可分为债权凭证与所有权凭证。债权凭证是发行人依法定程序发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券，它反映了证券持有人与发行人之间的债权债务关系。所有权凭证主要指股票，是股份有限公司发行的、用以证明投资者的股东身份和权益并据以取得股息红利的有价证券，它反映的是股票持有人对公司的所有权。

3）按与实际金融活动关系的不同，金融工具可分为基础金融工具和金融衍生工具。前者是指商业票据、股票、债券、基金等金融工具。后者则是指一种金融交易合约，这种合约的价值是从前者的价值中派生出来的，包括期货合约、期权合约和互换合约等。投资者可以利用金融衍生工具进行投机和风险管理。

（2）金融工具的性质。金融工具的性质包括期限性、流动性、收益性和风险性。

1）期限性。期限性是指金融工具中的债权凭证一般有约定的偿还期，规定发行人到期必须履行还本付息义务。债券一般有明确的还本付息期限，以满足不同筹资者和投资者对融资期限和收益率的要求。债券的期限具有法律约束力，是对融资双方权利的保障和责任的约束。

2）流动性。流动性是指金融工具在金融市场上能够转化为现金的能力。它主要通过买卖、承兑、贴现与再贴现等交易来实现。金融工具的收益率高低和发行人的资信程度是决定流动性强弱的重要因素。

3）收益性。收益性是指金融工具的持有者可以获得一定的报酬和价值增值。它包括两个方面：一是金融工具定期的股息或利息收益，二是投资者出售金融工具时获得的价差收益。

4）风险性。风险性是指金融工具的持有人面临的预定收益甚至本金遭受损失的可能性。金融工具的风险一般来源于两个方面：一是信用风险，是指因一方不能履行责任而导致另一方发生损失的风险；二是市场风险，是指金融工具的价值因汇率、利率或股价等因素变化而发生变动的风险。

金融工具的四个性质之间存在着一定的联系。一般而言，金融工具的期限性与收益性、风

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

险性正相关,与流动性负相关。而流动性与收益性负相关,即流动性越强的金融工具,越容易在金融市场上迅速变现,所要求的风险溢价就越小,其收益水平往往也就越低。同时,收益性与风险性正相关,高收益的金融工具往往风险也高,低收益的金融工具往往风险也低。

3. 金融市场价格

金融市场价格是金融市场的基本构成要素之一,它通常表现为各种金融工具的价格。由于金融市场价格与投资者的利益密切相关,因而受到广泛关注。不同的金融工具有不同的价格,且影响其变动的因素十分广泛,这也使金融市场价格的形成变得更加复杂。

价格机制在金融市场中发挥着极为关键的作用,是金融市场高速运行的基础。在一个有效的金融市场中,金融工具的价格能及时、准确、全面地体现该工具所反映的资产价值,反映各种公开信息,引导市场资金的流向。

金融市场的三个构成要素相互联系、相互影响。其中,金融市场主体和金融市场客体是构成金融市场最基本的要素,是金融市场形成的基础。金融市场价格则是伴随金融市场交易产生的,也是金融市场中不可或缺的构成要素。

二、金融市场的类型

金融市场是一个由许多子市场构成的庞大的市场体系,种类繁多。各种类型的子市场的组成和关系就是金融市场结构。研究金融市场的类型及其结构,对于判断一个国家金融市场的发展程度,确定金融市场的发展特点,以及完善对金融市场的管理都具有重要的现实意义。金融市场可从交易标的物、融资方式、交易性质、交易场所、交易期限、地域范围、成交与定价方式、交易交割时间等多个维度进行分类。

(一)按交易标的物划分

按照市场中交易标的物的不同,金融市场可划分为货币市场、债券市场、股票市场、外汇市场、衍生品市场和商品市场等。

(二)按融资方式划分

按照融资方式的不同,金融市场可以划分为直接融资市场和间接融资市场。直接融资市场是指资金需求者直接向资金供给者融通资金的市场,主要是指政府、企业等通过发行债券或股票的方式在金融市场上筹集资金。而间接融资市场则是指以银行等信用中介机构作为媒介来进行资金融通的市场。在间接融资市场上,资金供给者将闲置资金贷放给银行等信用中介机构,再由这些信用中介机构转贷给资金需求者。

(三)按交易性质划分

按照交易性质的不同,金融市场可以划分为发行市场和流通市场。发行市场又称为一级市场或初级市场,是指新发行的证券或票据等金融工具最初从发行者手中出售到投资者手中的市场,包括筹资规划、创设证券及推销证券等一系列活动。在一级市场中,投资银行、经纪人等作为经营者,承担政府和公司企业新发行债券的承购发行业务。流通市场又称为二级市场,是指对已经发行的证券或票据等金融工具进行转让交易的市场。流通市场具有两种形态:一是有固定场所,集中进行竞价交易的证券交易所;二是分散的场外市场。其中,证券交易所因其独特的交易特征成为流通市场的核心,而场外市场通过广泛运用计算机网络及通信技术,呈现出极为活跃的发展趋势。

发行市场是流通市场的前提和基础,流通市场为金融资产提供了良好的流动性,与发行市场相互依存。流通市场上的交易情况影响着发行市场上的金融工具价格,金融工具价格变动也反映着国家宏观经济的运行态势。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

（四）按交易有无固定场所划分

按照交易是否有固定场所，金融市场可划分为场内市场和场外市场。场内市场又称为证券交易所市场。证券交易所是证券买卖双方公开交易的场所，是一个高度组织化、集中进行证券交易的市场，是整个证券市场的核心。证券交易所本身并不买卖证券，也不决定证券价格。场外市场又称为柜台市场（over-the-counter，OTC）或店头市场，是指在证券交易所市场外由证券买卖双方当面议价成交的市场。场外市场是最原始的金融市场，后来人们发现场外市场的交易成本很高，信息披露不充分，才开始组建场内市场。但场内市场的发展不能取代场外市场。随着金融交易电子化、网络化、无纸化的特征日趋明显，场内市场与场外市场的界限已经越来越模糊。

（五）按交易期限划分

按照交易期限的不同，金融市场可划分为货币市场和资本市场。货币市场是指期限在一年以内、以短期金融工具为媒介进行资金融通和借贷的金融市场。资本市场是指期限在一年以上、以中长期金融资产为交易标的物进行资金融通和借贷的金融市场。

（六）按地域范围划分

按照地域范围的不同，金融市场可分为国内金融市场和国际金融市场。国内金融市场是指金融交易的范围仅限于本国之内的市场。它在本国内部，交易以本币计价，受本国法律制度的规范和保护。国内金融市场又包括全国性金融市场和地区性金融市场。国际金融市场是金融工具在全球范围内进行交易并引起资本在国际流动的市场。大多数国际金融市场没有固定的交易场所，属于无形市场。

（七）按成交与定价方式划分

按照成交与定价方式的不同，金融市场可分为公开市场和议价市场。公开市场是指众多的买主和卖主通过公开竞价而形成金融资产交易价格的市场，金融资产在到期偿付之前可以自由交易，一般在有组织的证券交易所进行。议价市场是指买卖双方通过协商而形成金融资产交易价格的市场，该市场没有固定场所，相对分散。

（八）按交易交割时间划分

按照交易交割时间的不同，金融市场可分为即期市场和远期市场。即期市场是指交易双方在成交后即时进行清算交割的市场。远期市场是指交易双方达成成交协议后，不立即交割，而是约定在一定时期后，按照合同约定的数量和价格进行清算和交割的市场。

三、金融市场基础设施

金融市场基础设施（也称金融基础设施）是指为各类金融活动提供基础性公共服务的系统及制度安排，在金融市场运行中居于枢纽地位，是金融市场稳健高效运行的基础性保障，是实施宏观审慎管理和强化风险防控的重要抓手。金融产品的发行创设与流通转让离不开金融市场基础设施的支持，金融市场基础设施可为金融资产交易提供支付、结算、清算、存管以及记录等服务，能有效提高交易效率、降低参与成本、防范系统性风险。

加强金融市场基础设施统筹监管是2008年全球金融危机后国际金融监管改革的重要内容之一，国际监管组织出台了相关准则，要求各国遵照执行。2012年，支付结算体系委员会与国际证监会组织技术委员会联合发布《金融市场基础设施原则》（principles for financial market infrastructures，PFMI），正式形成目前全球公认的规范金融市场基础设施的系统化标准，为金融产品及相关交易活动提供了有力保障。近年来，随着各国对标准化的场外衍生品实行强制集中清算，中央对手方在金融体系中的重要性越来越凸显。为此，PFMI越来越重视对中央对

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

手方的考量。2015年2月,支付与市场基础设施委员会、国际证监会组织基于PFMI专门发布《中央对手方公开量化披露准则》,提出中央对手方应满足的披露数据最低要求,进一步完善PFMI的标准体系。2017年7月,支付与市场基础设施委员会和国际证监会组织发布中央对手方韧性方面的PFMI指引报告,完善细化PFMI中的原则及要点,促进各金融市场基础设施更好地关注中央对手方风险管理框架的建设,提高中央对手方的韧性和恢复抗压能力。

我国金融市场基础设施统筹监管范围包括金融资产登记托管系统、清算结算系统(包括开展集中清算业务的中央对手方)、交易设施、交易报告库、重要支付系统、基础征信系统等六类设施及其运营机构。金融资产登记托管系统方面,中央国债登记结算有限责任公司、上海清算所、中国证券登记结算有限责任公司等是我国负责债券、股票等证券集中登记托管的金融机构。清算结算系统方面,我国形成了以大额支付系统、小额支付系统、人民币跨境支付系统、全国支票影像交换系统等为核心的清算结算系统。中央对手方方面,中国证券登记结算有限责任公司在交易所债券质押式回购中充当中央对手方,中国金融期货交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所则在相应的期货交易中充当中央对手方。

为加强我国金融基础设施统筹监管与建设规划,2022年12月,中国人民银行会同有关部门起草的《金融基础设施监督管理办法(征求意见稿)》面向社会公开征求意见。该办法在完善金融基础设施准入安排、强化金融基础设施运营要求与风险管理等方面提出了规范性要求,并明确了金融基础设施监督管理原则,以及金融基础设施相关主体的法律责任。

第二节 货币市场及其工具

一、货币市场及其构成

货币市场是专门服务于短期资金融通的金融市场,主要包括同业拆借市场、回购协议市场、商业票据市场、银行承兑汇票市场、短期政府债券市场和大额可转让定期存单市场等。货币市场中交易的金融工具一般都具有期限短、流动性强、对利率敏感等特点,具有“准货币”特性。货币市场活动的主要目的是保持资金的流动性。一方面,满足资金需求者的短期资金需求;另一方面,为资金充裕者的闲置资金提供短期盈利机会。

(一)同业拆借市场

同业拆借市场是指具有法人资格的金融机构或经过法人授权的金融分支机构之间进行短期资金头寸调节、融通的市场。

同业拆借市场有以下三个特点。①期限短。同业拆借市场融通资金的期限最长不得超过一年。②参与者广泛。现代同业拆借市场的参与者相当广泛,商业银行、非银行金融机构等都是同业拆借市场的主要参与者。③信用拆借。同业拆借活动都是在金融机构之间进行的,市场准入条件比较严格,金融机构主要以其信誉参加拆借活动,也就是说,同业拆借基本上都是信用拆借。

同业拆借市场有以下三个功能。①调剂金融机构间资金,提高资金使用效率。同业拆借市场使具有闲置资金的金融机构可以及时拆出资金,减少闲置资金,提高资金使用效率和盈利水平。同时,也为准备金不足的金融机构提供了高效率、低成本获取资金的途径。②同业拆借市场是中央银行实施货币政策、进行金融宏观调控的重要载体。③同业拆借市场可及时反映资金供求变化及货币市场的利率变化。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wc68206

（二）回购协议市场

回购协议市场又称证券购回协议市场，是指通过回购协议进行短期资金融通交易的市场，市场活动由正回购与逆回购组成。回购协议是指资金融入方在出售或出质证券的同时，和资金融出方签订的、在一定期限内按约定价格购回所出售或出质证券的协议。

在回购协议中，作为标的物的主要是国债等政府债券或其他可质押债券，也可以是银行承兑汇票、大额可转让定期存单等金融工具。

回购协议作为一种重要的短期融资工具，在货币市场中发挥着以下重要作用。①回购交易增加了证券的运用途径和闲置资金的灵活性。②回购协议是中央银行进行公开市场操作的重要工具。③回购交易有助于降低交易者的交易成本。④发展回购协议市场有助于推动银行间同业拆借行为规范化，提高货币市场活跃度及证券的流动性。

（三）商业票据市场

商业票据是公司为了筹措资金，以贴现的方式出售给投资者的一种短期无担保的信用凭证。由于商业票据没有担保，完全依靠公司的信用发行，因此，其发行者一般都是规模较大、信誉良好的公司。商业票据市场就是这些公司发行商业票据并进行交易的市场。

一般来说，商业票据的发行期限较短，面额较大，具有融资成本低、融资方式灵活等特点。

商业票据的发行一般采用贴现方式，其发行价格可用公式表示为：

$$\text{发行价格} = \text{票面金额} - \text{贴现金额} \tag{2-1}$$

$$\text{贴现金额} = \text{票面金额} \times \text{年贴现率} \times \text{期限} \div 360 \tag{2-2}$$

例如，某公司拟发行票面金额为 100000 美元、年贴现率为 6%、期限为 60 天的商业票据，则该商业票据的发行价格为：发行价格 $=100000-100000\times6\%\times60\div360=99000$（美元）。

（四）银行承兑汇票市场

银行承兑汇票是商业汇票的一种。由银行作为汇票的承兑人，承诺在汇票到期日支付汇票金额的票据称为银行承兑汇票，以此为交易对象的市场就是银行承兑汇票市场。

银行承兑汇票市场主要由一级市场和二级市场构成。一级市场即发行市场，主要涉及汇票的出票和承兑行为；二级市场相当于流通市场，涉及汇票的贴现与再贴现过程。

银行承兑汇票具有以下特点。①安全性高。由于银行承兑汇票的主债务人是银行，因此相对于商业票据而言，银行承兑汇票的信用度较高，投资者的收益能够得到更好的保障。②流动性强。银行承兑汇票以银行信用为付款保证，在市场上易于转让或贴现，变现能力强。③灵活性强。银行承兑汇票的持有人既可以选择在二级市场上出售票据或办理贴现，也可以持有银行承兑汇票到期获得收益。

（五）短期政府债券市场

短期政府债券是指国家政府部门为满足短期资金需求而发行的一种期限在一年以内的债权凭证。狭义的短期政府债券主要是指一年以内到期的国债，广义的短期政府债券还包括地方政府及政府代理机构发行的债券。

短期政府债券以国家信用为担保，几乎不存在违约风险，也极易在市场上变现，具有较高的流动性。同时，短期政府债券的收益免缴所得税，这也是短期政府债券吸引投资者的一个重要因素。

政府发行短期政府债券，通常是为了满足短期资金周转的需要。除此之外，它也为中央银行的公开市场业务提供了一种可操作的工具。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

(六)大额可转让定期存单市场

大额可转让定期存单是银行发行的有固定面额、可流通转让的定期存款凭证。它产生于美国,由花旗银行首先推出。

与传统定期存单相比,大额可转让定期存单具有以下四个特点。①传统定期存单记名且不可流通转让,大额可转让定期存单不记名且可在市场上流通并转让。②传统定期存单的金额是不固定的,由存款人意愿决定;大额可转让定期存单一般面额固定且较大。③传统定期存单可提前支取,但会损失一些利息收入;大额可转让定期存单不可提前支取,只能在二级市场上流通转让。④定期存款依照期限长短有不同的固定利率;大额可转让定期存单的利率既有固定的,也有浮动的,一般高于同期限的传统定期存款利率。

二、我国的货币市场及其工具

(一)同业拆借市场

我国同业拆借市场的发展始于20世纪80年代。1984年10月,国家对信贷资金管理体制实行了重大改革,允许各专业银行互相拆借资金。新的信贷资金管理体制实施后不久,各专业银行之间、同一专业银行各分支机构之间即开办了同业拆借业务。1993年前后,金融机构之间出现了拆借混乱的局面,主要表现为信托投资公司等非银行金融机构从商业银行拆入资金,并将拆入的短期资金进行证券投资和房地产投资。面对此种情况,中国人民银行开始规范同业拆借市场。1996年1月3日,经过中国人民银行长时间的筹备,全国统一的银行间同业拆借市场正式建立。1998年10月,保险公司进入同业拆借市场。1999年8月,证券公司进入同业拆借市场。2002年6月,中国外汇交易中心开始为金融机构办理外币拆借业务,统一的国内外币同业拆借市场正式启动。2007年8月,中国人民银行制定的《同业拆借管理办法》正式施行,规定16类金融机构可以申请进入同业拆借市场。

我国同业拆借市场主体日益多元化,满足了金融市场中调剂资金余缺、资产负债管理等多种交易需求。同业拆借市场的参与机构包括政策性银行、中资商业银行、外商独资银行、中外合资银行、证券公司、保险公司、金融租赁公司、中资商业银行授权的一级分支机构以及中国人民银行确定的其他机构等。同业拆借期限最短为1天,最长为1年。全国银行间同业拆借中心按1天、7天、14天、21天、1个月、2个月、3个月、4个月、6个月、9个月、1年期等品种计算和公布加权平均利率。

(二)回购协议市场

我国回购协议市场的发展是从1991年国债回购开始的。自1993年起,随着证券市场规模的扩大,国债回购交易得到迅速发展,回购协议市场成为一个重要的短期资金融通市场。1997年6月前,债券回购主要集中于上海证券交易所。1997年6月,为了防止银行资金流入股票市场,中国人民银行决定商业银行退出证券交易所的回购交易,并在银行间债券市场开展回购交易。自2000年起,证券公司、基金管理公司等金融机构只要满足一定的条件,也可以进入这一市场参与回购交易。目前,具有债券交易资格的商业银行及其授权分支机构、农村信用合作社县级联合社、城市信用合作社等存款类金融机构,保险公司、证券公司、基金管理公司、财务公司等非银行金融机构,以及经营人民币业务的外资金融机构,均可进入回购协议市场进行交易。

回购主要分为质押式回购和买断式回购。质押式回购是交易双方进行的以证券为权利质押的一种短期资金融通业务,指资金融入方(正回购方)在将证券出质给资金融出方(逆回购方)融入资金的同时,双方约定在未来某一日期由正回购方按约定回购利率计算的资金

初级 中级 注会 课程 讲义 押题微信18823

额向逆回购方返还资金，逆回购方解除出质证券质权的融资行为。质押式回购的期限为1天到365天。买断式回购是指证券持有人（正回购方）将证券卖给证券购买方（逆回购方）的同时，交易双方约定在未来某一日期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回相等数量同种证券的交易行为。买断式回购的期限为1天到365天。质押式回购与买断式回购的主要区别在于标的物的所有权是否转移。对于质押式回购，融券方（逆回购方）不拥有质押标的物的所有权，在回购期内无权对标的物进行处置；对于买断式回购，在回购期内，融券方（逆回购方）拥有标的物的所有权。

我国回购协议市场已经成为市场参与者进行短期融资、流动性管理的主要场所，也是中央银行进行公开市场操作、实现货币政策传导的重要平台。银行间回购利率也已成为货币市场资金价格的重要指标，为货币政策的决策提供了重要依据，在利率市场化进程中扮演重要角色。

除银行间债券市场外，上海证券交易所、深圳证券交易所也提供质押式回购业务，个人投资者可以通过国债逆回购参与回购协议市场。目前，我国证券交易所国债逆回购的标准期限为1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天、182天等。

（三）商业票据市场

按照《中华人民共和国票据法》，我国的票据包括支票、本票和汇票。支票是出票人签发的，委托办理支票存款业务的银行或者其他金融机构在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。本票是出票人签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。《中华人民共和国票据法》所称本票是指银行本票。汇票是出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。汇票按出票人不同可分为银行汇票和商业汇票。银行汇票是汇款人将款项交给银行，由银行签发给汇款人持往异地，由指定银行办理转账或向指定银行兑取款项的票据。商业汇票是出票人签发的，要求付款人于一定时间内无条件支付一定金额给收款人或持票人的一种书面凭证。根据我国现行规定，商业汇票也可由付款人或承兑申请人签发，于到期日向收款人支付款项。

我国的商业票据业务于20世纪80年代初在上海产生。2000年11月9日，经中国人民银行批准，我国在上海开办了内地第一家专业化票据经营机构——中国工商银行票据营业部，标志着我国商业票据市场的发展进入了专业化、规模化和规范化的新阶段。2016年12月8日，中国人民银行批准设立的全国统一的票据交易平台——上海票据交易所正式开业。该交易所是我国金融市场的重要基础设施，具备票据报价交易、登记托管、清算结算、信息服务等功能，承担中央银行货币政策再贴现操作等政策职能，是我国票据领域的登记托管中心、业务交易中心、创新发展中心、风险防控中心、数据分析中心、信息服务中心。上海票据交易所的设立，提高了票据市场的安全性、透明度和交易效率，激发了票据市场活力，有利于更好地防范票据业务风险。

为适应票据市场发展需要，规范商业汇票业务，服务实体经济发展，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会于2022年11月发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》。该办法规定，电子商业汇票的出票、承兑、贴现、贴现前的背书、质押、保证、提示付款和追索等业务，应当通过中国人民银行认可的票据市场基础设施办理；银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的15%，保证金余额不得超过该承兑人吸收存款规模的10%；商业汇票的付款期限应当与真实交易的履行期限相匹配，自出票日起至到期日止，最长不得超过6个月；银行承兑汇票承兑人应当披露承兑人信用信息；中国人民银行、中国银行

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

保险监督管理委员会按照法定职责对商业汇票的承兑、贴现、风险控制和信息披露进行监督管理。中国人民银行对再贴现进行监督管理。

(四)短期融资券市场

1987年,为了支持企业的发展,拓宽企业合理的资金融通渠道,《中国人民银行关于发行企业短期融资券有关问题的通知》发布,以文件形式肯定了各地发行企业短期融资券的做法。

2005年5月,中国人民银行公布《短期融资券管理办法》,为我国非金融企业提供了一个新的融资渠道,我国货币市场又增添了一个高效的货币市场工具。短期融资券是指中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业,依照《短期融资券管理办法》规定的条件和程序,在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券,最长期限不超过365天。短期融资券具有以下特点。①发行主体是企业法人,因此短期融资券具有促进储蓄向投资转化的融资功能。②具有债券性质,是发行企业的一项负债,必须还本付息。③限定在银行间债券市场发行和交易,向银行间市场机构投资人发行,因此对货币市场体系具有一定结构调整作用。④期限较短,本质上是一种融资性商业票据,对企业短期流动性资金管理意义较为重大。2008年4月15日,为进一步完善银行间债券市场管理,促进非金融企业直接债务融资发展,中国人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》开始施行(《短期融资券管理办法》同时终止执行),该办法所称非金融企业债务融资工具,是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券。短期融资券纳入该办法管理。

2010年12月,中国银行间市场交易商协会推出了一种新型短期直接债务融资产品——超短期融资券。超短期融资券是指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的,期限在270天以内的短期融资券。超短期融资券属于货币市场工具范畴,具有信息披露简洁、注册效率高、发行方式高效、资金使用灵活等特点,满足了投资者多元化的投资需求。

2021年7月,中国人民银行颁布修订后的《证券公司短期融资券管理办法》,以规范证券公司短期融资券发行和交易,保护投资者合法权益,促进货币市场平稳健康发展。

(五)同业存单市场

同业存单是指由银行业存款类金融机构法人在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证。2013年12月,中国人民银行发布《同业存单管理暂行办法》。此后,中国银行、中国建设银行、国家开发银行等10家金融机构分别发行首批同业存单产品,并陆续开展二级市场交易,初步建立了同业存单双边报价做市制度。根据中国人民银行有关规定,同业存单的期限不超过1年。

同业存单作为存款类金融机构以规范的市场化方式进行同业融资的金融工具,具有以下四个特点。①投资和交易主体均为银行间市场成员。同业存单的发行主体为银行业存款类金融机构,投资和交易对象包括银行间拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品等。②市场化的定价原则。同业存单的发行价格以市场化方式来确定,可按固定利率或浮动利率计息,并参考同期限Shibor定价。③发行方式标准化、透明化。同业存单发行采取电子化方式,在银行间市场上公开或定向发行。年度发行计划、发行公告等相关信息均通过中国货币网和上海清算所官方网站予以披露。④具有较好的二级市场流动性。公开发行的同业存单可进行交易流通,并可作为回购交易标的物。同业存单的推出,有利于进一步拓宽银行业存款类金融机构的融资渠道,改善金融机构的流动性管理;有利于提高同业业务定价透明度,引导和规范同业业

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 18920

务发展，促进银行间市场平稳运行；有利于扩大 Shibor 运用的市场基础，进一步健全金融市场基准利率体系。

第三节 资本市场及其工具

一、资本市场及其构成

资本市场是指以期限在一年以上的金融资产为交易标的物的金融市场。通常，资本市场主要是指债券市场、股票市场和证券投资基金市场。

（一）债券市场

1. 债券的概念与特征

债券是债务人依照法定程序发行，承诺按约定的利率和日期支付利息，并在约定日期偿还本金的书面债务凭证。它反映了筹资者和投资者之间的债权债务关系。

根据发行主体、利息支付方式和性质等的不同，债券存在多种分类方式。根据发行主体的不同，债券可分为政府债券、公司债券和金融债券等。根据偿还期限的不同，债券可分为短期债券、中期债券和长期债券。根据利率是否固定，债券可分为固定利率债券和浮动利率债券。根据利息支付方式的不同，债券可分为附息债券、贴现债券和息票累积债券。根据信用结构的不同，债券可分为信用债券、抵押债券和担保债券等。根据募集方式的不同，债券可分为公募债券和私募债券。根据债券券面形态的不同，债券可分为实物债券、凭证式债券和记账式债券。根据是否可以转换，债券可分为可转换债券和不可转换债券。

债券具有以下四个特征。①偿还性。债券有规定的偿还期限，债务人必须按期向债权人支付利息和偿还本金。②流动性。在到期日之前，债券一般都可在流通市场上自由转让变现，具有较强的流动性。一般来说，债券市场越发达，债券发行人的信用程度越高，债券期限越短时，债券的流动性就越强。③收益性。债券能够为投资者带来一定的收入，这种收入主要包括投资者获得的利息以及在二级市场上出售债券时获得的买卖价差。④优先受偿性。在融资企业破产时，债券持有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的索取权。

2. 债券市场的含义及功能

债券市场是发行和买卖债券的市场。根据债券的运行过程和市场的基本功能，债券市场可分为发行市场和流通市场。债券发行市场又称一级市场，是发行单位初次出售新债券的市场。债券发行市场的作用是将政府、金融机构以及工商企业等为筹集资金向社会发行的债券，销售到投资者手中。债券流通市场又称二级市场，是指已发行债券买卖转让的市场。债券一经认购，即确立了一定期限的债权债务关系，但通过债券流通市场，投资者可以转让债权，把债权变现。根据市场组织形式的不同，债券流通市场可进一步分为场内市场和场外市场。场内市场是指在证券交易所内买卖债券所形成的市场。场外市场是指在证券交易所以外进行证券交易的市场。

债券市场包括四个功能。①债券市场作为金融市场的一个重要组成部分，具有调剂闲散资金、为资金不足者筹集资金的功能。②债券是资本市场上不可或缺的金融工具，吸引了众多的投资者。③债券市场能够较准确地反映发行企业的经营实力和财务状况。同时，债券市场上的国债利率通常被视为无风险资产的利率，是其他资产和衍生产品定价的基础。④债券市场是中央银行实施货币政策的重要载体。中央银行通过在证券市场上买卖国债或发行中央银行票据进行公开市场操作，对经济进行宏观调控。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

(二)股票市场

股票是由股份公司签发的用以证明股东所持股份的凭证,是一种有价证券。股份公司将其资本划分为金额相等的股份,公司股份采取股票的形式体现。《中华人民共和国公司法》规定,股票采用纸面形式或者国务院证券监督管理机构规定的其他形式。股票是一种所有权凭证,实质上代表了股东对股份公司净资产的所有权,股东依法享有资产收益、重大决策、选择管理者等权利,同时也承担相应的责任与风险。

股票有普通股和优先股之分。普通股是最常见的一种股票,其持有者享有股东的基本权利和义务。通常,只有普通股股东有权参与投票决定公司的重大事务,如参与董事会的选举、批准发行新股、修改公司章程以及采纳新的公司章程等。普通股的股利完全随公司盈利的高低而变化,普通股股东在公司盈利和剩余财产的分配顺序上列在公司债权人和优先股股东之后,故其承担的风险也相应较高。优先股是指股东享有某些优先权利(如优先分配公司盈利和剩余财产)的股票。优先股股东享有公司的股息,但通常没有投票权。优先股股东与普通股股东一样分享公司所有权,但只有在公司有收益时才能得到补偿。因此,如果公司没有足够的收益去支付优先股股息,可暂缓股息的分发而不必担忧破产。通常优先股股东不参与超过原定股息之外的利润分配,所有超出支付优先股股息之外的利润属于普通股股东。

根据记名与否,股票可分为记名股票与不记名股票。记名股票是指在股东名册上登记了持有人的姓名或名称及住址,并在股票上同时注明持有人姓名或名称的股票。不记名股票是指股票和股份公司股东名册上均不记载股东姓名或名称的股票。

根据是否在股票上标明金额,股票可分为有面额股票与无面额股票。有面额股票是指在股票票面上记载一定金额的股票。无面额股票是指股票票面上不记载金额的股票。

股票市场是股票发行和流通的市场,可分为一级市场和二级市场。一级市场就是股票的发行市场,是股份公司发行新股票筹集资本的市场。二级市场即股票的流通市场,是指对已发行的股票进行买卖和转让的市场。股票的发行是流通的基础,流通市场的存在又保证了股票的流动性,为投资者提供了交易变现的途径,保证了股票发行市场的正常运行。

(三)证券投资基金市场

证券投资基金(也称基金)是指一种利益共享、风险共担的集合投资方式,即通过发行基金产品集中投资者的资金,由基金托管人托管,基金管理人管理和运用资金从事股票、债券等金融工具投资的方式。证券投资基金是通过基金合同或公司制的形式,借助发行受益凭证或入股凭证的方式,将社会上的闲散资金集中起来,委托给专门的投资机构按资产组合原理进行分散投资,获得的收益由投资者按出资比例分享,同时也承担相应风险的一种资产管理制度。证券投资基金本质上是股票、债券和其他证券投资的组合化管理。

由于基金产品的不断创新,基金的分类也日益复杂。根据不同标准可将基金划分为不同的种类。

(1)根据基金运作方式的不同,基金可分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金设立后,投资者可以在开放期内随时申购或赎回基金份额,因此基金规模不固定。封闭式基金的份额在发行前已确定,在发行完毕后的规定期限内,基金份额固定不变。

(2)根据组织形式的不同,基金主要分为公司型基金和契约型基金。公司型基金依据公司章程设立,基金投资者是公司的股东,按照其所持股份分享投资收益,承担有限责任。公司型基金具有独立的“法人”地位,一般设有董事会,代表投资者的利益行使职权。公司型基金虽在形式上类似于一般的股份公司,但不设经营管理层,而委托投资顾问(基金管理公司)管

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 QQ

理基金资产。契约型基金依据投资者、基金管理人、基金托管人之间所签署的基金合同而设立，投资者的权利主要体现在基金合同的条款上。

（3）根据投资对象的不同，基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金等。股票基金是指主要以股票为投资对象的基金。债券基金是指主要以债券为投资对象的基金。货币市场基金是指以现金、期限在1年以内（含1年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单、剩余期限在397天以内（含397天）的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券等货币市场短期有价证券为投资对象的基金。混合基金是指同时投资股票、债券或其他投资品种且每一品种均未超过80%的基金。根据资产配置比例的不同，混合基金可进一步分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金和灵活配置型基金四类。偏股型基金指的是股票配置的比例比较高，债券配置的比例相对较低的基金。一般偏股型基金股票配置比例为50%~70%，债券配置比例为20%~40%。偏债型基金指的是债券的配置比例较高，股票的配置比例则相对较低的基金。股债平衡型基金指的是股票与债券的配置比例较为平衡的基金，通常分别为40%~60%。灵活配置型基金指的是股票、债券的配置比例会根据市场状况进行调整的基金。

（4）根据投资理念的不同，基金可分为主动型基金和被动型基金。主动型基金是力图超过业绩比较基准的基金；被动型基金则不主动寻求超越市场的表现，一般选取特定的指数作为跟踪对象，通过试图复制指数来跟踪市场的表现，因此，通常也被称为指数型基金。

（5）根据基金的资金来源和用途不同，基金可分为在岸基金和离岸基金。在岸基金是指在本国募集资金并投资于本国证券市场的基金，在岸基金的投资人、基金管理人、基金托管人及其他当事人均在本国境内，因此监管比较容易；离岸基金是指在一国发行基金，并将募集的资金投资于其他国家市场的基金。

（6）根据募集方式不同，基金可分为公募基金和私募基金。公募基金是指面向社会公众公开发售的基金，私募基金是指以非公开方式向特定投资者募集资金设立的基金。

证券投资基金体现了基金持有人与管理人之间的一种信托关系，是一种间接投资工具。具体来看，它有以下五个特征。①集合理财，专业管理。证券投资基金集合了众多投资者的小额资金，通过统一经营，可以显著地降低交易成本，实现规模效益。②组合投资，分散风险。证券投资基金将巨额的资金分散投资到多个市场，构造有效的资产组合，最大限度地降低投资的非系统性风险。③利益共享，风险共担。证券投资基金实行的是利益共享、风险共担的原则。④严格监管，信息透明。为保护投资者的利益，各国（地区）基金监管机构都对基金业实行严格监管，要求及时、准确、充分地披露各种信息。⑤独立托管，保障安全。基金管理人负责基金的投资操作，其本身不参与基金财产的保管，基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责，这种制衡机制可以保障投资者的利益。

二、我国的资本市场及其工具

（一）债券市场

我国的债券市场首先是从国债市场产生并逐渐发展起来的。1981年我国重新恢复国债发行，但当时不是市场化发行。1996年年末建立债券中央托管机构后，我国债券市场进入快速发展阶段。1997年银行间债券市场形成后，我国逐渐形成了以银行间债券市场为主，交易所债券市场和商业银行柜台债券市场为辅的多层次债券市场。

银行间债券市场是债券市场的主体，债券存量和债券交易量占整个市场的90%左右。银行间债券市场的交易品种主要有现券交易、质押式回购、买断式回购、债券借贷、远期交易等。

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

银行间债券市场的债券发行机构包括财政部、政策性银行、中国国家铁路集团有限公司、商业银行、非银行金融机构、国际开发机构和非金融企业等。随着银行间债券市场创新产品的推出和基础设施的完善，市场层次更加丰富，运行效率进一步提高，银行间债券市场的影响力日益扩大，吸引了越来越多境内外机构积极参与市场活动。

交易所债券市场是机构投资者与个人投资者共同参与的交易市场，由中国证券登记结算有限责任公司负责交易结算。交易所债券市场的交易品种主要有现券交易、质押式回购和融资融券等。2010年9月，中国人民银行、中国证券监督管理委员会等监管部门批准启动上市商业银行进入证券交易所债券市场进行交易，上市商业银行时隔13年后重返交易所债券市场。

商业银行柜台债券市场是债券市场的补充，也属于零售市场。商业银行柜台债券市场是指银行通过营业网点（含电子银行系统）与投资人进行债券买卖，并办理相关托管与结算等业务的市场。与交易所债券市场不同的是，承办银行日终需将余额变动数据传给中央国债登记结算有限责任公司，由中央国债登记结算有限责任公司为柜台投资人提供余额查询服务，这是保护投资人权益的重要途径。商业银行柜台债券市场的交易品种是现券交易。2014年3月，《中国人民银行公告〔2014〕第3号》发布，将商业银行柜台债券业务品种由记账式国债扩大至国家开发银行债券、政策性银行债券和中国铁路总公司等政府支持机构债券，进一步丰富了居民的投资选择，推动了多层次债券市场建设。

银行间债券市场、交易所债券市场和商业银行柜台债券市场的比较见表2-1。

表2-1　　银行间债券市场、交易所债券市场和商业银行柜台债券市场的比较

债券市场	银行间债券市场		交易所债券市场		商业银行柜台债券市场
	中央国债登记结算有限责任公司	上海清算所	上海证券交易所	深圳证券交易所	
市场性质	场外交易	场外交易	场内交易		场外交易
债券产品	国债、地方政府债券、政策性银行债券、中央银行票据、金融债、企业债等	短期融资券、中期票据、同业存单、私募债、资产证券化产品等	国债、地方政府债券、政策性银行债券、公司债、可转换债券、中小企业私募债等		记账式国债、国家开发银行债券、政策性银行债券等
投资人	银行、农村信用社、证券、保险、基金及各类资管产品、财务公司、企业、境外机构等		银行、证券、保险、基金及各类资管产品、个人、非金融企业、合格的境外机构投资者等		个人
交易方式	询价交易、点击成交、请求报价		自动撮合交易、大宗交易、固定收益平台		银行柜台报价
交易类型	借贷、现券、回购、远期、互换等		现券、回购		现券
债券托管机构	中央国债登记结算有限责任公司	上海清算所	中国证券登记结算有限责任公司		商业银行

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信 [illegible]

据中国人民银行统计，2021 年，债券市场共发行各类债券 61.9 万亿元。其中，银行间债券市场发行债券 53.1 万亿元，交易所债券市场发行 8.7 万亿元。分类来看，2021 年，国债发行 6.7 万亿元，地方政府债券发行 7.5 万亿元，金融债券发行 9.6 万亿元，公司信用类债券发行 14.8 万亿元，信贷资产支持证券发行 8815.3 亿元，同业存单发行 21.8 万亿元。

从存量数据来看，截至 2021 年年底，债券市场托管余额为 133.5 万亿元，同比增长 16.5 万亿元，其中银行间债券市场托管余额为 114.7 万亿元，交易所债券市场托管余额为 18.8 万亿元，商业银行柜台债券市场托管余额为 599.9 亿元，如图 2-1 所示。

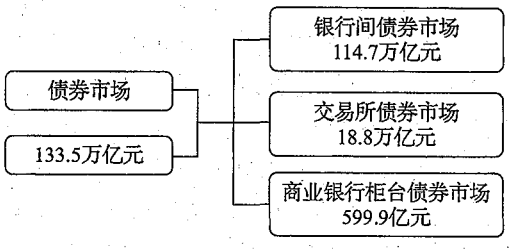


图 2-1 2021 年年底债券市场托管余额

需要新版纸质
教材同步训练
历年真题
请加微信
13691453053

（二）股票市场

我国股票市场上可交易的股票包括 A 股和 B 股。A 股，即人民币普通股票，是指在我国境内公开发行并上市流通，以人民币认购和交易的股票。B 股，即人民币特种股票，是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内证券交易所上市交易的外资股。自 2001 年 2 月起，中国证券监督管理委员会开始允许境内居民个人投资 B 股，境内投资者逐渐成为 B 股市场的重要投资主体。

我国上市公司的股票按投资主体性质可以分为国有股、法人股、社会公众股和外资股等。国有股是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份，包括以公司现有国有资产折算成的股份。法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向公司投资所形成的股份。社会公众股是指我国境内个人和机构，以其合法财产向公司投资所形成的股份。外资股是指股份公司向外国和我国港澳台地区投资者发行的股票。

改革开放以来，我国的股票市场迅速发展。20 世纪 80 年代初期，部分企业以股份制形式集资开发项目或组建新企业，这时股票的认购对象主要是内部职工和部分法人单位，之后逐渐向社会公开发行，但是股票的规范化程度不高。随着上海证券交易所和深圳证券交易所的营运，股票市场得到了迅速发展。1993 年以后，股票市场试点由点及面，扩大到全国，同时不断探索股票发行方式，新股发行逐渐向市场化和公开化方式演进。

1. 多层次资本市场建设情况

目前，我国的股票交易所包括上海证券交易所、深圳证券交易所和北京证券交易所，包括主板市场、创业板市场和科创板市场等。其中，上海证券交易所、深圳证券交易所的组织形式均为会员制，北京证券交易所是我国第一家公司制证券交易所。据统计，截至 2021 年年底，上海证券交易所上市公司数量达 2079 家，总市值约 51.97 万亿元，其中主板 A、主板 B、科创板上市公司数量分别达 1655 家、47 家、377 家，市值分别达 46.28 万亿元、898.2 亿元、5.63 万亿元；深圳证券交易所上市公司数量达 2578 家，总市值约 39.64 万亿元，其中主板、创业板上市公司数量分别达 1488 家、1090 家，市值分别达 25.61 万亿元、14.02 万亿元；北京证券交易所上市

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

公司数量为82家,总市值2722.75亿元。

主板市场是我国股票市场最重要的组成部分,以沪、深两市为代表。在主板市场上市的企业一般来自具有发展前途的传统产业,有较高的资产规模和相对稳定的业绩回报。我国的主板市场发展迅速,极大地拓宽了企业的融资渠道,促进了我国经济的发展。

2004年5月,中国证券监督管理委员会正式批准深圳证券交易所设立中小企业板市场,这对于促进中小企业及民营企业的发展、实现资本与技术的结合、调整国民经济结构等具有重要意义。经过十多年的发展,中小企业板上市公司总体不断发展壮大,在市值规模、业绩表现、交易特征等方面与主板趋同。因此,2021年4月,深圳证券交易所主板与中小企业板合并正式实施。在保持原有发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变的情况下,统一了主板与中小企业板的业务规则、运行监管模式。

在运行中小企业板市场取得丰富经验后,我国开始着手设立服务于高新技术或新兴经济企业的创业板市场。2009年3月31日,中国证券监督管理委员会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(已失效)。2009年10月23日,我国创业板举行开板启动仪式,首批28家企业获准在深圳证券交易所上市。2009年10月30日,我国创业板正式推出。创业板的推出是对我国证券市场体系的重要补充,也拓宽了投资者的投资渠道,对证券市场的完整性有着积极的意义,除此之外,对支持企业自主创新、科技成果转化和产业化、推动经济转型、调整产业结构、培育战略性新兴产业和落实国家自主创新战略都具有重要意义。

为加快我国多层次资本市场建设发展,2013年1月16日,全国中小企业股份转让系统(简称股转系统,俗称新三板)正式揭牌运营。股转系统是经国务院批准设立的全国性证券交易场所,该系统的设立有利于不断改善中小企业金融环境,推动我国场外市场的发展。2013年6月19日,国务院常务会议决定将股转系统试点扩大至全国。12月13日,《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》发布,对股转系统的功能定位、转板制度建立、行政许可制度简化、投资者适当性管理及监管协作等方面做了规定。股转系统的推出,有利于进一步发挥资本市场支持经济转型升级的重要作用,标志着多层次资本市场建设取得新的进展。

2021年9月3日,为支持中小企业创新发展,深化新三板改革,经国务院审批同意,北京证券交易所正式成立。北京证券交易所的发展目标是培育一批“专精特新”的中小企业,构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排,补足多层次资本市场发展普惠金融的短板。北京证券交易所第一批上市的公司主要来自新三板精选层。

为支持符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业,2018年11月,习近平在首届中国国际进口博览会上宣布设立科创板并试点注册制。设立科创板是提升服务科技创新企业能力、增强市场包容性、强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板,是资本市场的增量改革,将在盈利状况、股权结构等方面作出更为妥善的差异化安排,增强对创新企业的包容性和适应性。2019年6月13日,上海证券交易所科创板正式开板。2019年7月22日,科创板首批25家公司在上海证券交易所挂牌上市交易。截至2022年年末,科创板上市企业数已达501家,市值总和6.36万亿元。

2. 资本市场改革情况

2005年4月29日,经过国务院批准,《中国证券监督管理委员会关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(已失效)发布,股权分置改革试点宣告启动。2005年9月4日,中

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

国证券监督管理委员会发布《上市公司股权分置改革管理办法》,意味着股权分置改革转入全面铺开的新阶段。股权分置是指因为特殊的历史原因和在特殊的发展演变中,我国A股市场的上市公司内部普遍形成了两种不同性质的股票——流通股和非流通股。社会公众购买的公开发行的股票可以在证券交易所挂牌交易,称为流通股;而上市公司公开发行前股东所持股份暂不上市交易,只能通过协议方式转让,称为非流通股。这两类股票形成了“不同股不同价不同权”的市场制度与结构。股权分置改革不仅解决了我国股票市场的历史遗留问题,还完善了我国资本市场的基础制度和运行机制。

2010年3月31日,我国股票市场融资融券交易正式启动。融资融券交易具有价格发现功能、市场稳定功能、增强流动性功能和风险管理功能,优化了股票市场的交易结构,对我国股票市场的发展与完善有着重要的意义。

中国证券监督管理委员会发布的《优先股试点管理办法》规定,上市公司向不特定对象发行优先股,应当符合以下情形之一:①其普通股为上证50指数成份股;②以向不特定对象发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司;③以减少注册资本为目的回购普通股的,可以向不特定对象发行优先股作为支付手段,或者在回购方案实施完毕后,可向不特定对象发行不超过回购减资总额的优先股。中国证券监督管理委员会同意向不特定对象发行优先股注册后不再符合①情形的,上市公司仍可实施本次发行。

为推动新一轮高水平对外开放,特别是资本市场对外开放,中国证券监督管理委员会和我国香港证券及期货事务监察委员会研究建立上海与香港股票市场交易互联互通机制,进一步促进内地与香港股票市场双向开放和健康发展。2014年11月17日,连接沪港股票市场的沪港通正式启动。沪港通是沪港股票市场交易互联互通机制的简称,即上海证券交易所和香港联合交易所有限公司允许两地投资者通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票,它包括沪股通和港股通两部分。沪港通不仅加强了两地资本市场联系,也对内地和香港资本市场的发展和人民币国际化进程起到了积极的推动作用。

在沪港通成功的基础上,深港通经过两年多的准备,于2016年12月5日正式启动。深港通是深港股票市场交易互联互通机制的简称,是指深圳证券交易所和香港联合交易所有限公司建立技术连接,使内地和香港投资者通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票,包括深股通和港股通两个部分。

股票发行机制方面,我国股市发展初期采用的是核准制,2018年设立的科创板首次试点注册制,2019年创业板改革并试点注册制,2021年北京证券交易所揭牌开市并同步试点注册制。经过多年的试点,市场各方对注册制的基本架构、制度规则总体认同,资本市场服务实体经济特别是科技创新的功能作用明显提升。2023年2月17日,中国证券监督管理委员会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则,自公布之日起施行。

(三)证券投资基金市场

我国基金业起步于20世纪80年代中后期,依据主管机关管辖权力的过渡时期分为以下三个发展阶段。

第一阶段是1992年至1997年11月13日,该阶段是中国人民银行作为基金管理主管机关的阶段。在沪、深两市证券交易所上市的基金有25只,在大连、武汉、天津证券交易中心联网交易的基金数量有28只,但此时基金规模很小,运作模式也很不规范,被称为“老基金”。此时的专业性基金管理公司很少,不足10家。

第二阶段是1997年11月14日至2004年5月底,《证券投资基金管理暂行办法》(已失

初级 中级 注会 课程 讲义 押题 微信wg68206

效)公布后,中国证券监督管理委员会成为基金管理的主管机关。在《证券投资基金管理暂行办法》的指引下发行的基金被称为“新基金”。2001年9月,我国开始发行开放式基金。在证券投资基金市场规模扩大的同时,证券投资基金的品种也开始呈现多样化格局,平衡型、成长型、稳健型等基金相继出现,证券投资基金的品种不断推陈出新,令人目不暇接。2002年6月,中国证券监督管理委员会发布《外资参股基金管理公司设立规则》(已失效)。外资参股基金管理行业的准入,有利于我国基金业规模的扩大,有利于基金业的规范发展和基金管理公司管理水平的提高。

第三个阶段是2004年6月1日至今,《中华人民共和国证券投资基金法》正式实施,标志着我国基金业进入了以法治业的新时代。近年来,证券投资基金市场的发展很快,证券投资基金已成为许多居民重要的理财投资工具。2013年6月1日,修订后的《中华人民共和国证券投资基金法》正式实施,立法机关对法律的调整范围、私募基金监管和公募基金规范等问题做了补充、修改和完善,为基金业的规范化发展和有效监管提供了强有力的法律保障。2015年4月24日,第十二届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议通过修正后的《中华人民共和国证券投资基金法》,基金行业迎来新的一轮发展。

据统计,截至2021年年底,我国境内共管理各类基金产品9288只,总规模约25.56万亿元。2021年年底我国公募基金数据见表2-2。

表2-2　　2021年年底我国公募基金数据

类别	基金数量/只	份额/亿份	净值/亿元
封闭式基金	1185	29005.26	31249.55
开放式基金	8103	188824.80	224375.50
其中:股票基金	1772	15995.96	25816.73
其中:混合基金	3972	40870.51	60511.48
其中:债券基金	1827	35593.58	40985.49
其中:货币市场基金	333	94574.47	94677.67
其中:QDII基金	199	1790.27	2384.13
合计	9288	217830.06	255625.05

注:表中“封闭式基金”包含申报为封闭运作和定期开放的基金。由于四舍五入原因,可能存在分项之和不等于合计的情形。自2021年4月起,基金数量统计不含已向中国证券监督管理委员会报送清盘的基金。数据来源于中国证券监督管理委员会。数据统计截至2021年12月31日。

专栏:关于规范金融机构资产管理业务的指导意见

随着国民经济增长,居民收入水平日益提高,理财意识不断增强,我国资产管理行业近年来快速发展,银行理财、公募基金、券商资管、信托产品等资产管理产品呈现百花齐放的局面。为规范金融机构资产管理业务,统一同类资产管理产品监管标准,有效防控金融风

险，更好地支持经济结构调整和转型升级，2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》）。《资管新规》主要包括以下内容。

（一）明确资产管理业务范畴

资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。金融机构不得在表内开展资产管理业务。

（二）确立资产管理产品的分类

资产管理产品按照募集方式的不同，分为公募产品和私募产品。公募产品面向不特定社会公众公开发行，私募产品面向合格投资者通过非公开方式发行。

资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。

（三）明确标准化债权类资产的认定标准

标准化债权类资产应当同时符合以下条件：等分化，可交易；信息披露充分；集中登记，独立托管；公允定价，流动性机制完善；在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

（四）禁止资金池，强化流动性管理

一是金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。二是金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品期限不得低于90天。三是金融机构应当控制资产管理产品所投资资产的集中度。

（五）打破刚性兑付

一是金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理。二是金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。三是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期等情况，可以采用摊余成本进行计量。

（六）强化资产管理产品风险控制

一是控制杠杆水平。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%，每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的200%。二是限制产品分级。公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级，分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。三是限制多层嵌套。资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

第四节 金融衍生品市场及其工具

一、金融衍生品市场概述

（一）金融衍生品的概念与特征

金融衍生品又称金融衍生工具，是指建立在基础产品或基础变量之上，其价格取决于基础产品价格（或数值）变动的派生金融产品。作为一个相对的概念，基础产品不仅包括现货金融

产品(如股票、债券、存单、货币等),也包括金融衍生工具。金融衍生工具的基础变量种类繁多,主要有利率、汇率、通货膨胀率、价格指数、各类资产价格及信用等级等。金融衍生品在形式上表现为一系列的合约,合约中载明交易品种、价格、数量、交割时间及地点等。

金融衍生品具有以下五个基本特征。①跨期性。金融衍生品是交易双方通过对利率、汇率、股价等因素变动趋势的预测,约定在未来某一时间按照一定条件进行交易或选择是否交易的合约。金融衍生品会影响交易者在未来某一段时间内或某一时点上的现金流,体现跨期交易特点。②杠杆性。金融衍生品交易一般只需要支付少量的保证金或权利金就可签订远期大额合约或互换不同的金融工具。同时,交易者承担的风险与损失也会成倍放大,基础工具的轻微变动也许就会带来交易者的大盈大亏。③联动性。金融衍生品的价值与基础产品或基础变量紧密联系。通常金融衍生品与基础变量相联系的支付特征由金融衍生品合约规定,其联动关系既可以是简单的线性关系,也可以表达为非线性函数或分段函数。④高风险性。金融衍生品交易的后果取决于交易者对基础工具未来价格的预测和判断的准确程度。基础工具价格的变幻莫测决定了金融衍生品交易盈亏的不稳定性。⑤零和性。金融衍生品交易双方盈亏完全负相关,且净损益为零。

(二)金融衍生品市场的交易机制

金融衍生品市场也是资本市场的重要组成部分。近年来,由于场外交易的便捷性和规则相对简单,场外交易逐渐成为金融衍生品交易的主要形式。

根据交易目的的不同,金融衍生品市场上的交易主体分为四类:套期保值者、投机者、套利者和经纪人。套期保值者又称风险对冲者,他们从事金融衍生品交易是为了减少未来的不确定性,降低甚至消除风险。投机者是利用不同市场上的定价差异,同时在两个或两个以上的市场中进行交易,以获取利润的投资者。套利者利用不同市场的价格差异,同时在两个或两个以上市场进行金融衍生品交易,以获取无风险收益。经纪人作为交易的中介,以促成交易、收取佣金为目的。

二、主要的金融衍生品

按照金融衍生品合约类型的不同,目前市场中最为常见的金融衍生品有金融远期、金融期货、金融期权、金融互换等。各类金融衍生品具有不同的标的资产,其交易形式和特征也有很大差别。

(一)金融远期

金融远期合约(金融远期)是指交易双方约定在未来某一确定时间,按照事先商定的价格(如汇率、利率或股票价格等),以预先确定的条件买入或卖出一定数量的某种金融资产的合约。在合约有效期内,合约的价值随标的资产市场价格的波动而变化。金融远期合约是一种非标准化的合约类型,没有固定的交易场所。这既使得金融远期合约拥有自由灵活的优点,同时又降低了金融远期合约的流动性,加大了投资者的交易风险。目前比较常见的金融远期合约主要有远期利率协议、远期外汇合约和远期股票合约。远期利率协议是指买卖双方同意在未来一定时间内,以商定的名义本金和期限为基础,由一方将协定利率与参照利率之间差额的贴现额度付给另一方的协议。远期外汇合约是指约定未来按照预先约定的汇率进行外汇交割的合约。远期股票合约是指在将来某一特定日期按照特定价格交付一定数量单个股票或一篮子股票的协议。

(二)金融期货

金融期货合约(金融期货)就是协议双方同意在未来某一约定日期,按约定的条件买入或

卖出一定数量的金融工具的具有约束力的标准化协议。金融期货合约的买者按既定价格买入金融工具,而金融期货合约的卖者则按既定价格卖出金融工具。

金融期货交易可用来进行投机或对冲价格波动风险。投机者在金融期货市场上根据对一定时期内金融期货合约价格变化的预期进行金融期货交易以获取利润;套期保值者通过金融期货交易控制由于汇率、利率和股票价格等变动带来的风险。

主要的金融期货有货币期货、利率期货、股指期货等。货币期货是依赖于外汇或本币的金融期货合约,标的资产为外汇或本币;利率期货是依赖于债务证券的金融期货合约,标的资产主要为国债;股指期货依赖于股票价格指数,标的资产为股票价格指数,这种合约允许交易双方在约定日期以约定价格买入或卖出股票价格指数。

(三)金融期权

金融期权是20世纪70年代以来国际金融创新发展的最主要产品。金融期权合约(金融期权)是指合约买方向卖方支付一定费用(称为期权费),在约定日期内享有按事先确定的价格向合约卖方买入或卖出某种金融工具的权利的契约。

按照金融期权标的物不同,金融期权分为货币期权、利率期权和股指期权等。

按照买方权利的不同,金融期权可分为看涨期权和看跌期权。看涨期权的买方有权在某一确定的时间或确定的时间之内,以确定的价格购买相关资产;看跌期权的买方则有权在某一确定的时间或确定的时间之内,以确定的价格出售相关资产。

对于看涨期权的买方来说,当市场价格高于合约的执行价格时,他会行使期权,取得收益;当市场价格低于执行价格时,他会放弃期权,亏损金额即为期权费。对于看跌期权的买方来说,情况则恰好相反。因此,金融期权的买方可以实现有限的损失和无限的收益。

购买金融期权与购买金融期货之间主要有两点区别。①购买期权时,除支付标的产品价格外还须支付期权费。②期权的持有者在到期日可以选择放弃执行期权。看涨期权赋予持有者买入金融工具的权利。如果期权持有者执行期权,看涨期权的卖方必须按照合约确定的价格提供指定的金融工具。如果期权持有者不执行期权,期权的卖方则可以从买方手中得到一笔期权费作为补偿。

(四)金融互换

金融互换是指两个或两个以上的交易者,按事先商定的条件,在约定的时间内交换一系列现金流的交易形式。一般情况下,金融互换分为货币互换、利率互换和交叉互换三种类型。

货币互换是一种以约定的价格将一种货币定期兑换为另一种货币的协议,其本质上代表一系列远期合约。商业银行作为中介,通过为供求双方服务使货币互换更为便利,有时商业银行也会为了促成另一方的交易而持有相反的头寸。因此,除非商业银行持有足以规避风险的头寸,否则它们自身也将面临较大的汇率风险。

利率互换是指交易双方同意交换利息支付的协议。最普遍的利率互换有普通互换、远期互换、可赎回互换、可退卖互换、可延期互换、零息互换、利率上限互换和股权互换等。普通互换是指固定利率支付与浮动利率支付之间的定期互换,有时也被称为固定-浮动利率互换。远期互换是指以未来某一确定的时点作为起始时点的互换交易,它适用于在未来某时点面临利率风险的金融机构或者其他公司。可赎回互换规定支付固定利率的一方有权在到期日前终止互换,如果固定利率的支付者愿意,可以避免未来利率的互换支付。可退卖互换给予浮动利率支付的一方终止合约的权利。可延期互换具有可延期的特征,允许固定-浮动利率互换双方延长互换期限。零息互换是指固定利率支付方在互换协议的到期日一次性支付,而浮动利

率的支付方可以在互换期间内进行定期支付。利率上限互换是指固定利率支付与浮动利率支付设定上限的互换。股权互换是指将利息支付与股票指数变动的程度联系起来的一种互换。每种互换分别可以满足金融机构或公司面临不同利率风险时的管理需要。

交叉互换是利率互换和货币互换的结合,是指在一笔交易中既有不同货币支付的互换,又有不同种类利率的互换。

金融互换实质上可以分解为一系列金融远期合约组合。例如,在最常见的利率互换中,交易双方约定一方按期根据本金额和某一固定利率计算的金额向对方支付,另一方按期根据本金额和浮动利率计算的金额向对方支付。当交易终止时,只需交易的一方支付差额即可。

三、我国的金融衍生品市场

相对于其他种类的金融市场来说,我国的金融衍生品市场起步最晚,发展速度也较为缓慢。20世纪90年代初,我国开展金融期货交易试点,金融衍生品开始在我国出现。

我国的外汇衍生品市场始于1997年,最初以银行对客户的远期外汇产品为主,由于当时汇率水平较为稳定,因此交易并不活跃。随着人民币汇率形成机制改革启动,人民币出现升值趋势,而且汇率波动幅度逐渐增大。为了满足市场主体对冲汇率风险的需要,同时深入推进汇率形成机制改革,中国人民银行和国家外汇管理局于2005年8月开放了银行间远期外汇交易市场,此后又陆续推出了外汇掉期、外汇期权、货币掉期等业务。在我国银行间外汇市场上,外汇掉期交易量远高于外汇远期、货币掉期和外汇期权。2014年外汇掉期在整个人民币外汇市场占比已经超过60%。因此,从交易量和市场流动性等方面看,外汇掉期市场已具备推出标准化交易功能的市场条件,中国外汇交易中心于2015年2月16日在银行间外汇市场推出标准化人民币外汇掉期交易。这不仅为银行间外汇掉期市场提供了一种崭新的成交渠道,而且标志着银行间外汇市场产品和交易机制不断创新,有助于促进我国银行间外汇衍生品市场健康发展。

2005年以来,我国利率衍生品市场不断发展,债券远期、利率互换和远期利率协议在2005年6月、2006年2月和2007年9月相继推出。2008年1月18日,《中国人民银行关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》发布,人民币利率互换交易开始正式全面推进。自此,交易量逐年放大,2010年、2011年、2012年利率互换市场更是稳步上升。为促进场外金融衍生品市场规范发展,2014年1月28日,《中国人民银行关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》发布,规定人民币利率互换交易应当通过全国银行间同业拆借中心交易系统确认。据中国人民银行统计,2021年,银行间本币衍生品市场共成交21.4万亿元。其中,利率互换名义本金总额21.1万亿元,标准债券远期成交2614.8亿元,信用风险缓释凭证创设名义本金295.2亿元,信用违约互换名义本金36.3亿元。

2006年9月8日,中国金融期货交易所在上海挂牌成立。作为中国内地成立的首家金融衍生品交易所,中国金融期货交易所的成立正式拉开了我国金融衍生品市场发展的大幕。2010年2月22日,股指期货开户正式启动。2010年4月16日,中国金融期货交易所推出了沪深300股指期货,现已成为金融投资领域不可或缺的风险管理工具,对抑制单边市、减缓过度涨跌、提高股市内在稳定性具有重要作用。2015年1月9日,中国证券监督管理委员会正式批准上海证券交易所开展上证50ETF期权的交易试点。经中国证券监督管理委员会批准,上海证券交易所于2015年2月9日上市交易上证50ETF期权合约品种。

2013年9月6日,国债期货正式上市交易。国债期货的推出,有利于完善国债发行体制,引导资源优化配置,增强金融机构服务实体经济的能力。目前已经推出的品种包括2年期、5年期和10年期国债期货。据中国人民银行统计,2021年,国债期货共成交27.5万亿元。

第三章　金融机构与金融制度体系

第一节　金 融 机 构

一、金融机构的含义与职能

（一）金融机构的含义

金融机构有狭义和广义之分。狭义的金融机构是指金融活动的中介机构，即在间接融资领域中作为资金余缺双方交易的媒介，专门从事货币、信贷活动的机构，主要是指银行和其他从事存贷款业务的金融机构。广义的金融机构则是指所有从事金融活动的机构，包括直接融资领域中的金融机构、间接融资领域中的金融机构和各种提供金融服务的机构。直接融资领域中金融机构的主要任务是充当投资者和筹资者之间的经纪人，即代理买卖证券，有时金融机构本身也参加证券交易，如证券公司。

（二）金融机构的职能

金融机构的职能是由其性质决定的。金融机构主要具有以下五种职能。

1. 促进资金融通

间接金融机构借助于信用，一方面通过负债业务，动员和集中社会闲散货币资金；另一方面则通过资产业务把这些资金投向有关经济部门，实现资金盈余方和资金短缺方的资金融通，从而使资金得到有效利用，在不改变社会资本总量的条件下，推动扩大再生产的规模，提高生产率。直接金融机构的职能则体现在为投融资提供各种服务。

2. 便利支付结算

金融机构通过一定的技术手段和设计流程，为客户之间完成货币收付或清偿因交易引起的债权债务关系提供服务，实现货币资金转移。金融机构在为客户开立存款账户吸收存款的基础上，提供办理存款在账户上的资金转移、代理客户支付以及在存款的基础上为客户兑付现款等服务。金融机构成为社会支付的中介，是由于它具有较高的信誉和众多的分支机构。金融机构发挥支付中介职能，大大减少了现金的使用，节约了社会流通费用，加速了结算过程和货币资本的周转，促进了社会再生产的扩大。

3. 降低交易成本和风险

金融机构具有规模化经营的特点，可以通过专业化、规模化、集中化的优势，为借贷双方牵线搭桥，从而有效地降低交易成本。同时也可以通过各种业务、技术来管理、分散、转移、控制、减轻各种风险。例如，利用各种金融风险合约的有效组合，以最低成本在不同参与者之间重新分配风险，达到管理风险的目的。

4. 减少信息成本

在做出金融交易决策时，时常存在因不了解交易的对方而导致的信息不对称。在交易之前这种信息不对称会导致逆向选择，在交易之后这种信息不对称会导致道德风险。金融机构有专门的信息处理能力，具有信息搜集和核实优势，可以有效解决信息生产中的可信度问题，可以降低道德风险中的监督成本，从而减少投资者和筹资者之间由信息不对称导致的逆向选择和道德风险，降低信息成本。

5. 反映和调节经济活动

由于企业和单位的货币收付大部分通过金融机构特别是银行来完成,因而金融机构可以通过信贷、结算、出纳以及有价证券的买卖等业务活动反映国民经济各部门的情况,使人们掌握社会经济态势。另外,银行业金融机构也为政府、企业和个人开立账户,办理货币收付、工资发放等信用业务,成为社会的总账房。金融机构可以通过信贷、利率、汇率和结算等经济杠杆来调节经济。银行信贷规模的扩张与收缩,可直接影响生产和流通,进而影响社会总供求的平衡,调节货币的稳定;通过对不同行业、部门贷款数量及利率的调整,调节其生产能力,从而调节产业结构,保持经济稳定。

二、金融机构的分类

按照不同的标准,金融机构有以下五种分类方式。

(一)按融资方式划分

金融机构按融资方式不同,可分为直接金融机构和间接金融机构。直接金融机构是指主要活动于金融市场,为投资者和融资者牵线搭桥,提供顾问、咨询、承销、经纪、登记、保管、清算、资信评级等一系列相关或配套金融服务的中介机构。证券公司等属于直接金融机构。间接金融机构是指在最初的资金提供者(存款人)和最终资金使用者(借款人)之间进行债权债务关系转换活动的中介机构。商业银行是典型的间接金融机构。

(二)按职能作用划分

金融机构按职能作用不同可以分为金融中介机构和金融监管机构。金融中介机构是指进行商业化经营,以获取利润为主要目标,通过向社会提供金融产品和金融服务取得收入的金融机构。金融监管机构是指中央银行及其他一些专门针对金融领域的监管机构,如中国证券监督管理委员会等。这些机构承担着宏观调控、金融监管、维持金融秩序的重任,且所提供的服务都是公益性的,是不以营利为目的的。

(三)按业务特征划分

金融机构按业务特征不同可以分为银行业金融机构和非银行金融机构。银行业金融机构是以存款、放款、结算、汇兑等业务为主要经营内容的金融机构。非银行金融机构一般不经营存款、放款、结算、汇兑业务,而专注于证券投资、资本市场的重组、并购及相关的金融服务等业务。需要注意的是,一些金融机构的名称中虽然没有“银行”字样,但按照其业务范围依然属于银行业金融机构,如我国的农村信用合作社;而另一些金融机构虽然有“银行”字样,但实际上并不属于银行业金融机构,如西方国家的投资银行。

(四)按是否承担政策性业务划分

金融机构按是否承担政策性业务可以分为政策性金融机构和商业性金融机构。政策性金融机构通常是一个国家为加强政府对经济的干预能力,实现政府的产业政策,保证宏观经济协调发展而设立,不以营利为目的,但可以获得政府资金或税收方面支持的金融机构。商业性金融机构是一般性金融业务的经营机构,其目标是利润最大化。

(五)按资金来源方式划分

金融机构按资金来源方式不同可以分为存款类金融机构、契约型储蓄机构和投资性中介机构。存款类金融机构是指接受个人和机构存款并可发放贷款的金融机构,如商业银行、储蓄贷款协会、互助储蓄银行、信用合作社等。契约型储蓄机构是以契约的方式在一定期限内从持约人手中吸收资金的金融机构,如人寿保险公司、养老基金等。投资性中介机构是以投资活动为主要目的的筹集资金中介,如金融公司、共同基金、货币市场基金等。

2014年9月，中国人民银行正式发布了《金融机构编码规范》行业标准，金融机构的一级分类包括货币当局、监管当局、银行业存款类金融机构、银行业非存款类金融机构、证券业金融机构、保险业金融机构、交易及结算类金融机构、金融控股公司、新兴金融企业。该分类从宏观层面统一了我国金融机构分类标准，明确了我国金融机构涵盖范围，界定了各类金融机构具体组成，规范了金融机构统计编码方式与方法，成为我国实施金融标准化战略的重要基础资源。《金融机构编码规范》的发布和实施，为跨部门、跨业务、跨市场的金融数据共享奠定基础，进一步促进金融业互联互通，实现信息共享，对提高跨领域主体识别能力，整合分业监管和多头监管模式下的金融监管资源，提升监管效率，有效防止金融风险的传染与蔓延具有重要意义。

三、金融机构体系的构成

近年来，在商业银行信贷业务和投资银行业务日益融合的条件下，对金融机构进行严格分类成为困难的事情。但不同的金融机构仍具有其鲜明的特点，以下按照存款类金融机构、投资性金融机构、契约型金融机构、开发性金融机构和政策性金融机构的划分进行阐述。

（一）存款类金融机构

存款类金融机构是吸收个人或机构存款，并发放贷款的金融机构，主要包括商业银行、储蓄银行、信用合作社和财务公司等。

1. 商业银行

商业银行是以吸收存款、发放贷款、办理结算和金融服务为主要业务，以营利为经营目标的金融企业。

与其他金融机构相比，吸收活期存款、创造信用货币是商业银行最明显的特征。正是这一特征使得商业银行具有了特殊的职能，它们的活期存款构成货币供给或交换媒介的重要组成部分，也是信用扩张的重要源泉。因此，通常人们又称商业银行为存款货币银行。在所有的金融机构中，商业银行是历史最悠久、资本最雄厚、体系最庞大、业务范围最广、掌握金融资源最多的金融机构，因而对经济生活的影响也最大。

2. 储蓄银行

储蓄银行是专门吸收居民储蓄存款，将资金主要投资于政府债券和公司股票、债券等金融工具，并为居民提供其他金融服务的金融机构。

储蓄银行汇集起来的储蓄存款余额较为稳定，所以主要用于长期投资，如发放不动产抵押贷款，投资于政府债券和公司股票、债券等，以获得贷款利息和投资收益；或者转存于商业银行，以赚取利息差额。储蓄银行的具体名称在各国有所差异，如互助储蓄银行、住房储蓄银行、国民储蓄银行、储蓄贷款协会、邮政储汇局等。

3. 信用合作社

信用合作社是城乡居民集资合股而组成的合作金融组织，是为合作社社员办理存贷款业务的金融机构，其资金主要来源于社员缴纳的股金和存入的存款，放款的对象主要是本社的社员。

信用合作社于19世纪50年代始于德国，后来在世界各国普遍建立，以农村信用合作社（也称农村信用社）形式居多，到20世纪初已经发展为一支重要的金融力量。中华人民共和国成立后在农村普遍建立信用合作社，在城市也曾普遍建立起城市信用合作社（也称城市信用社），但目前城市信用合作社已经改革为城市商业银行，农村信用合作社有的也已转变为农村合作银行或者农村商业银行。

4. 财务公司

财务公司是20世纪初兴起的，别称为“注册接受存款公司”。它最初的业务范围主要是

对个人或家庭提供分期付款类的消费信贷和对出售耐用消费品的商店提供融资。财务公司模式分为美国式和英国式,美国式的财务公司通常依附于制造厂商,是以促进商品销售为特色的非银行金融机构,它提供的金融服务涉及家用电器、汽车、住房等行业,有力地促进了商品流通,德国、加拿大也采用这一模式;英国式的财务公司通常依附于商业银行,其成立的目的是规避政府对商业银行业务经营范围的监管,日本、我国香港也采用这类模式。我国的财务公司是由企业集团建立的,它的特点是为集团内部成员提供金融服务。

(二)投资性金融机构

投资性金融机构是在直接金融领域内为投资活动提供中介服务或直接参与投资活动的金融机构,主要包括投资银行和证券投资基金等。这些机构服务或经营的业务内容都以证券投资活动为核心。

1. 投资银行

投资银行是以从事证券投资业务为主要业务内容的金融机构。投资银行是典型的投资性金融机构,与其他只经营某一方面证券业务的金融机构相比,投资银行的基本特征是其综合性强,即投资银行业务几乎包括了全部资本市场业务。

投资银行与商业银行不同,其资金来源主要依靠发行自己的股票和债券,为了维护金融稳定,大多数国家限制投资银行吸收活期存款,有的国家投资银行被允许吸收定期存款。其主要业务有:对公司股票和债券进行直接投资,提供中长期贷款,为公司代办发行或包销股票与债券,参与公司的创建、重组和并购活动,提供投资和财务咨询服务等。

2. 证券投资基金

证券投资基金是指通过向投资者发行股份或受益凭证募集资金,再以适度分散的组合方式投资于各类金融产品,为投资者以分红的方式分配收益,并从中谋取自身利润的金融机构。证券投资基金是一种重要的投资性金融机构,投资者通过购买基金股份把资金投入基金,而基金的份额可以随时买进卖出,其交易的差价也是投资者获取收益的来源之一。

证券投资基金的优势有投资组合、分散风险、专家理财和规模经济。证券投资基金在不同的国家称谓有所不同,如在美国被称为共同基金,在英国被称为单位信托投资基金,在日本则被称为证券投资信托基金。

(三)契约型金融机构

契约型金融机构是以契约方式吸收持约人的资金,而后按契约规定承担向持约人履行赔付或资金返还义务的金融机构。这类机构的特点是资金来源可靠稳定,资金运用主要是投资,资金的流动性较弱。

1. 保险公司

保险公司是主要依靠投保人交纳保险费的形式建立起保险基金,对那些因发生自然灾害或意外事故而造成经济损失的投保人予以经济补偿的金融机构。保险公司所筹集的资金除保留一部分应付赔偿所需外,其余部分则作为长期性资金主要投资于政府债券和公司股票、债券,以及发放不动产抵押贷款、保单贷款等。

2. 养老基金

养老基金是以契约形式组织预交资金,再以年金形式向参加养老金计划者提供退休收入的金融组织形式。这类基金的资金主要来自劳资双方的积聚,即雇主缴款和从雇员工资中扣除或雇员自愿缴纳,以及运用积聚资金的收益,如投资于公司债券、股票以及政府债券的收益等。

养老基金是第二次世界大战结束后在西方国家迅速发展起来的金融形式。西方国家政府关

于要求建立养老金计划的立法以及纳税优惠，对这类基金的建立与发展起了推动作用。在英国等一些国家，养老基金业务相当大的部分由保险公司经办。近年来，我国养老基金取得了长足发展。

（四）开发性金融机构和政策性金融机构

1. 开发性金融机构

开发性金融机构是专门为经济开发提供长期投资或贷款的金融机构，这类机构多以配合国家经济发展振兴计划或产业振兴战略为目的设立，贷款和投资方向主要是基础设施、基础产业、支柱产业的大中型基本建设项目和重点企业。

开发性投资具有投资量大、时间长、见效慢及风险较大的特点，一般的商业性金融机构往往不愿承担，有时也无力承担。然而开发性投资对一个国家的经济发展具有重要作用，因此，通常由政府创办不以营利为目的的开发银行来从事这类业务。

开发银行分为国际性开发银行、区域性开发银行和本国性开发银行三种。

（1）国际性开发银行以联合国下属的世界银行集团为代表，世界银行集团由国际复兴开发银行（以下简称世界银行）、国际开发协会、国际金融公司、多边投资担保机构和国际投资争端解决中心等组成。世界银行的宗旨是对用于生产目的的投资提供贷款或贷款担保，以协助成员方的复兴与开发，鼓励不发达国家的生产和资源开发；鼓励国际投资，促进成员方国际贸易的平衡发展等。其资金主要由成员方缴纳的股金、借款、出让债权及净收益构成。其贷款主要用于各种基础设施工程项目。国际开发协会向符合条件的低收入国家提供长期优惠性贷款，帮助这些国家加速经济发展，达到提高劳动生产率和改善人民生活的目的。国际金融公司的宗旨是为发展中国家的私人企业提供没有政府机构担保的各种投资，以促进成员方的经济发展，促进外国私人资本在发展中国家的投资，促进发展中国家资本市场的发展。多边投资担保机构主要通过向外国私人投资者提供包括征收风险、货币转移限制、违约风险、战争和内乱风险等在内的政治风险担保，并通过向成员方政府提供投资促进服务，加强其吸引外资的能力，从而促使外国直接投资流入发展中国家。国际投资争端解决中心主要通过调停或仲裁的方式协助解决外国投资者与东道国之间的投资争端，以促进国际投资的发展。

（2）区域性开发银行的宗旨、业务与世界银行集团基本相同，只是服务对象限于某一区域的成员方。如亚洲开发银行是面向亚洲及太平洋地区，旨在促进该地区经济发展的政府间多边开发银行机构。其业务的开展是为参加该组织的成员方提供金融服务，推动本地区经济运行。非洲开发银行和美洲开发银行等也属于区域性开发银行。

（3）本国性开发银行主要针对国内企业和建设项目提供长期性贷款支持。国家开发银行是我国的开发银行。

2. 政策性金融机构

政策性金融机构是指为贯彻实施政府的政策意图，由政府或政府机构发起、出资设立、参股或保证，不以营利为目的，在特定的业务领域内从事政策性金融活动的金融机构。政策性金融机构主要包括以下三种类型。

（1）农业政策性金融机构。农业政策性金融机构是专门向农业提供中长期低息贷款，以配合贯彻国家农业扶持和保护政策的金融机构。

农业受自然因素影响大，农村地域广阔，农户分散。农业部门对资金的需求具有季节性强、单笔资金需求数额小、期限长、利息负担能力低等特征，这就决定了经营农业信贷具有风险大、期限长、收益低等特点，商业银行和其他商业性金融机构一般都不愿意承做这方面的业务。为此，许多国家专设了以支持农业发展为主要职责的政策性金融机构，如中国农业发展银行等。

农业政策性金融机构一般以政府拨款、发行债券、吸收特定存款和借款为资金来源,向农业发放贷款的范围包括农业机器设备购置,种子、化肥、农药等的购买等。有的国家政府对农业政策性金融机构的某些贷款给予利息补贴和税收优惠等。

(2)进出口政策性金融机构。进出口政策性金融机构是一国为促进对外贸易发展,改善该国国际收支状况,由政府支持设置的向外贸部门提供优惠出口信贷或信用保险的政策性金融机构。该机构旨在配合政府的产业政策和外贸政策,支持和推动本国出口。中国进出口银行和中国出口信用保险公司是我国成立的进出口政策性金融机构。

(3)住房政策性金融机构。住房政策性金融机构是为配合和贯彻政府住房发展政策和房地产市场调控政策,由政府出资设立,专门扶持住房消费,尤其是扶持低收入者进入住房消费市场的金融机构,如美国的房利美和房地美。这类机构的资金来源主要是政府出资、发行债券、吸收住房储蓄存款等,资金主要用于与住房消费贷款等相关的信贷业务。

第二节 金融制度

一、金融制度的概念

金融制度是指一个国家以法律形式所确定的金融体系结构,以及组成该体系的各类金融机构的职责分工和相互关系的总和。

从广义上说,金融制度包括金融机构、金融市场和金融监管制度等方面的内容:①各类金融机构的地位、作用、职能和相互关系;②金融市场的结构和运行机制;③金融监管制度,包括金融调控、金融监管的法律法规,金融调控、金融监管的组织形式、运作体制等。

金融制度的构建与发展取决于不同国家、不同社会制度下的生产力水平及其生产方式的发展状况,因此,金融制度是一个动态演进变化的过程。随着经济全球化的快速发展和我国经济改革体制进程的不断深入,金融制度也处在不断整合与发展的过程中。

二、中央银行制度

中央银行是国家赋予其制定和执行货币政策,监督管理金融业和规范金融秩序,防范金融风险和维护金融稳定,为商业银行等普通金融机构和政府提供金融服务,调控金融和经济运行的宏观管理机构。中央银行制度的内涵主要包括组织形式、资本构成、组织结构和职能构成等方面。关于中央银行的组织结构和职能构成在第九章有论述,这里只就其组织形式和资本构成加以介绍。

(一)中央银行的组织形式

中央银行的组织形式即中央银行的存在形式或组成形式。中央银行的组织形式主要有四种类型。

1.一元式中央银行制度

一元式中央银行制度就是一个国家只设立一家统一的中央银行执行中央银行职能的制度形式。这类中央银行的机构设置一般采取总分行制,逐级垂直隶属。中央银行设立多少分支机构,主要取决于国土面积、经济结构以及金融的发展程度等。

一元式中央银行制度是比较完善、成熟的制度形式,具有组织完善、机构健全、权力集中、职能齐全的特点。一般是在总行之下,在国内设置中央银行分支行或代表处。随着经济全球化的发展,一些国家的中央银行还在国外设立代表处,以加强中央银行在宏观调控和金融监管等方面的国际交流与合作。目前世界上绝大部分国家的中央银行都实行这种制度,如日本、印

度等，我国也是如此。

2. 二元式中央银行制度

二元式中央银行制度又称为二元复合式的中央银行制度，是指一个国家建立中央与地方两级相对独立的中央银行机构，分别行使金融调控和管理职能，不同等级的中央银行共同组成一个复合式统一的中央银行体系。一般来说，地方级中央银行是按照当地经济特点、特定的法规和历史条件而设立，它们要受到中央级中央银行的监督与指导，但它们与中央级中央银行并非一般意义上的总分行关系，地方级中央银行在其辖区内有一定的独立性，中央级中央银行和地方级中央银行按照法律规定分别行使其职能。

二元式中央银行制度具有权力与职能相对分散、分支机构较少等特点，一般被实行联邦制的国家采用，如美国、德国等。

3. 跨国的中央银行制度

跨国的中央银行制度就是由若干国家联合组建一家中央银行，由这家中央银行在其成员方范围内行使全部或部分中央银行职能的中央银行制度。这种中央银行制度一般与区域性多国经济的相对一致性和货币联盟体制相对应。跨国的中央银行不属于任何一个国家，而是成员方共同的中央银行，对成员方发行共同的货币，制定和执行统一的货币政策，开展金融宏观调控等。

1998 年成立的欧洲中央银行是典型的跨国的中央银行。欧洲中央银行作为欧洲中央银行体系的决策机构，具有法人资格，在欧元区内发行欧洲统一货币——欧元，制定和实施统一的货币政策。欧洲中央银行独立于欧盟各成员方的政府，独立于欧盟各个机构，是欧盟各成员方共有的中央银行。此外，西非经济货币联盟、中非货币联盟、东加勒比中央银行也都属于跨国中央银行的组织形式。

4. 准中央银行制度

准中央银行制度就是在一个国家或地区不设置真正专业化、具备完全职能的中央银行，而设立若干类似中央银行的金融管理机构执行部分中央银行的职能，并授权若干商业银行也执行部分中央银行职能的中央银行制度形式。

在准中央银行制度下，中央银行的职能是由不同的机构从不同的角度分别执行，具有中央银行的权力分散、职能分解的特点。实行准中央银行制度的国家和地区主要有新加坡、我国香港以及利比里亚、莱索托、斯威士兰等。在新加坡，中央银行的职能由金融管理局、货币委员会和政府投资公司等政府机构，以及大型商业银行共同承担与行使。在我国香港，中央银行的职能由香港金融管理局和若干商业银行共同执行。香港金融管理局负责管理外汇基金，制定货币与汇率政策等。汇丰银行、渣打银行和中国银行香港分行三家商业银行承担货币发行、保管政府存款、在必要时充当“最后贷款人”的职能。此外，汇丰银行作为香港银行公会票据交换所的管理银行，负责集中和管理其他银行与金融机构的清算准备金，执行“中央结算银行”的职能。

（二）中央银行的资本构成

中央银行的资本一般由实收资本、在经营活动中的留存利润、财政拨款等构成。中央银行资本构成的结构形式主要有五种类型。

1. 全部资本为国家所有的资本结构

这是指中央银行的资本由政府拨款形成，或是政府通过收购股份的方式将私营商业银行改组成为中央银行，因而中央银行的资本全部为国家所有。这种资本结构的中央银行是国有

化性质的中央银行。目前大多数国家中央银行的资本结构都是国有形式,如英国、法国、德国、加拿大、中国、印度、俄罗斯、印度尼西亚等。

一般来说,形成历史较长的中央银行多由私营银行或股份银行转变而来,它们最初的资本为私人投资或股份合作资本。随着中央银行作用的增强和地位的上升,为了更好地发挥中央银行职能,许多国家通过购买私人股本的办法实行中央银行的国有化,如英国中央银行——英格兰银行最初于1694年由威廉·佩特森等创办,是世界上第一家典型的股份制商业银行,后逐渐放弃商业银行业务,成为中央银行,1946年由英国工党政府收归国有。鉴于中央银行的地位与职能作用,第二次世界大战结束之后新建立的中央银行大多数都由国家财政直接拨款投资创建。全部资本为国家所有的资本结构形式成为中央银行资本结构的主要形式。

2. 国家和民间股份混合所有的资本结构

这是指中央银行的资本由两部分共同构成,一部分是由国家投资所形成的国家资本,另一部分是由私人投资所形成的私人资本。法律规定国家资本一般应占资本总额的50%以上,有的国家则实行国家资本和民间资本各占50%的资本构成,国家拥有中央银行的经营管理权和决策权。私人股东则一般没有经营管理权和决策权,而只具有分取红利的权利,并且其股权转让也必须经中央银行同意后方可进行,所以私人股份对中央银行的政策一般没有影响。采用这种中央银行资本结构的国家有日本、墨西哥、巴基斯坦、比利时、卡塔尔等。

3. 全部资本非国家所有的资本结构

这是指中央银行的资本全部由民间资本形成,国家政府不持有股份的中央银行资本构成形式。美国、意大利、瑞士等少数国家的中央银行实行此类资本结构。美国联邦储备银行的股本全部由参加联邦储备体系的会员银行所持有,会员银行按自己实收资本和公积金的6%认购所参加的联邦储备银行的股份。会员银行按实缴股本享受一定年率的股息。

4. 无资本金的资本结构

这是指中央银行自身无资本金,中央银行的运行是由政府授权,依照国家法律履行中央银行各项职责的资本构成形式。韩国的中央银行是目前唯一没有资本金的中央银行。1950年韩国银行成立时注册资本为15亿韩元,全部由政府出资。1962年修改后的《韩国银行法》确定韩国银行为“无资本的特殊法人”。该行每年的净利润按规定留存准备之后,全部汇入政府的总收入账户。如发生亏损,首先用提存的留存准备弥补,不足部分由政府的支出账户拨补。

5. 资本为多国共有的资本结构

这是指在跨国的中央银行制度下,中央银行的资本由货币联盟成员方共同出资构成的形式。货币联盟各成员方一般按商定的比例认缴资本,并以认缴比例占有对中央银行的所有权。

三、商业银行制度

从商业银行的产生和发展历史过程看,商业银行是以获取利润为目标,能够吸收存款,以经营金融资产和金融负债为对象,从事经营活动的金融企业。商业银行是各国金融体系的主体。

(一)商业银行的组织制度

从各国情况看,商业银行的组织制度主要有四种类型。

1. 单一银行制度

单一银行制度又称为单元银行制或独家银行制,是指银行业务完全由各自独立的商业银行经营,不设或者不允许设分支机构。采取单一银行制度的商业银行,银行业务只有一家独立的银行机构经营,没有分支机构存在,风险独自承担,利润独自分享。

单一银行制度作为商业银行的一种组织形式,既有优点,也有缺点,主要表现在以下方面。

①防止银行业的集中和垄断，但限制了竞争。商业银行的独家经营，不设立分支机构，防止了银行网络过于庞大造成银行业的过分集中和垄断。但这样也限制了银行业的竞争，不利于银行业的发展。②降低营业成本，但限制了业务创新与发展。单一银行没有庞大的分支机构的费用开支，能够降低经营成本。但此类银行采用最新技术的单位成本比较高，限制了银行对最新管理手段与工具的采用，以及银行业务的扩大和创新。③强化地方服务，但限制了规模效益。独家商业银行经营的地域性特征较强，有利于银行与地方政府的协调，更能适合本地区的需要，集中全力为本地区服务。但地域和业务规模的限制，不利于银行规模效益的提高。④独立性、自主性强，但抵御风险的能力差。由于管理层次少，银行具有较强的独立性和自主性，业务经营的灵活性大。但由于服务地域的相对狭小和资金实力较弱，难以有效抵御风险。

由于美国是各州独立性较强的联邦制国家，单一银行制度在美国曾经比较普遍。自20世纪90年代以来，为满足经济发展的需要，美国关于银行开设分支机构的限制逐渐放宽。

2. 分支银行制度

分支银行制度又称为总分行制，是指法律上允许在总行（或总管理处）之下，在国内外各地普遍设立分支机构，形成以总机构为中心庞大的银行网络系统。它是各国商业银行普遍采用的组织形式。

分支银行制度作为商业银行的一种组织形式，也具有优缺点。

其优点主要有以下几方面。①规模效益高。分支机构、营业网点的广泛设置，有利于银行吸收存款，扩大银行资本总额与经营规模，易于实现规模效益。②竞争力强。广泛的分支机构网络便于现代化管理手段和设备的采用与推广，可加速资金的调剂与周转，分散风险，提高金融服务质量和银行的竞争力。③易于监管。实行分支银行制度的商业银行规模较大，但总行的数量一般较少，有利于监管部门的监督与管理。

其缺点主要有以下几方面。①加速银行业的垄断与集中。由于拥有庞大的分支机构体系，规模较大、实力较强，容易形成对中小银行的兼并、收购，会加速金融垄断。②管理难度大。由于分支机构分布广、内部层级多，加大了银行管理控制的难度，要求总行或总管理处具有有效的管理控制手段和先进的通信系统等，否则会使银行经营效益下降。

3. 持股公司制度

持股公司制度又称为集团银行制度，是由某一集团成立持股公司，由该公司控制或收购两家以上的若干银行的组织制度。这些被收购或被控制的银行在法律上仍然是独立的，但它们的经营策略和业务受持股公司的控制。

持股公司制度是规避法律限制开设分支机构的一种策略，其优点是可以弥补单一银行制度的不足，能够有效扩大银行资本总量，增强经营实力，提高竞争和抵御风险的能力。但其缺点是易于形成垄断和集中，不利于银行间的适度竞争；在一定程度上限制银行经营的自主性和灵活性，不利于增强银行业务的活力和创新能力。

4. 连锁银行制度

连锁银行制度又称为联合银行制度，是指两家或更多的银行由某一个人或某一集团通过购买多数股票的形式，形成联合经营的组织制度。这些被控制的银行在法律上仍然保持其独立性，各自具备独立的法人地位，但其经营策略与业务要受到控股方的控制。

连锁银行制度没有持股公司的存在，而是由某一控股方直接控制若干银行，确定银行的发展策略和业务模式。这种制度在美国西部实行较多，也是为了弥补单一银行制度的不足，回避对设立分支机构的限制而形成的。

(二)商业银行的业务经营制度

1. 分业经营银行制度

分业经营银行制度也称为专业化银行制度或分离银行制度,是指商业银行业务与证券、保险等业务相分离,商业银行只能从事存贷款及结算等银行业务,不得经营证券、保险等其他金融业务的制度安排。

分业经营银行制度的优点主要有以下几方面。①保护存款人利益,有利于商业银行稳健经营与经济的稳定发展。由于商业银行与企业在制度上被隔离,且商业银行收益被限于主要获取利差,这有利于商业银行以稳健经营为原则,把安全性放在第一位。②有利于金融监管达到预期效果。因为商业银行和投资银行的风险各有其特点和规律,两业分开经营、分别管理,可各自有针对性地制定和实施风险防范措施。

该模式的缺点主要有以下几方面。①不利于加强金融业的竞争。②不利于通过各类金融业务的互补性分散经营风险。③不利于商业银行通过持有彼此的股票而结成利益同盟。

2. 综合性银行制度

综合性银行制度也称为全能银行制度或混业经营银行制度,是指商业银行能够向客户提供存款、贷款、证券投资、结算,甚至信托、租赁、保险等全面金融服务的银行制度。

综合性银行制度的优点主要有以下几方面。①能加强金融业的竞争,有利于优胜劣汰和提高效益,促进社会总效用的上升。②使并购后的金融行业可拓展规模边界,更好地发挥技术优势,扩大同质性产品或服务的提供,实现规模效益。③可以整合利用商业银行、投资银行、保险公司等的有限资源,形成信息共享、损益互补机制。④业务的综合化能够分散经营风险;通过业务的互补性保证银行的利润收入和稳定经营。⑤使客户得到综合性金融服务的便利,面对一个窗口就可以获得银行集团内部包括存贷款、证券、保险、资产管理、咨询和电子服务等内容的"一条龙"服务。

这种制度的缺点有以下几方面。①利益的引诱和竞争的压力,使商业银行短期资金流入资本市场,银行因收益和风险不对称,以及信息的不对称而引发道德风险等,由此易带来信用链断裂的金融危机。②混业经营下形成的更大范围的行业垄断,易使金融业的不稳定因素危及产业的安全,对国民经济的发展产生消极影响。③若缺乏相应配套的严格管理和风险控制制度,加之金融监管体系的不健全和金融法律制度的不完善,混业经营可能会给整个金融体制带来很大的风险,使撤去"防火墙"的金融业在不完善的管理之下形成金融业的系统性风险。

四、政策性金融制度

政策性金融是一种特殊的金融活动,具有政策性和金融性双重特征。政策性表现在由政府出资,其业务活动对国家经济政策的贯彻支持配合上,表现在融资的非营利性,对产业政策需要"倾斜"支持的行业、领域的贷款实行低息或无息的补贴性,以及经营风险的硬担保性上。金融性则表现在资金运动坚持遵循信贷资金的运动规律,体现有偿性、效益性和安全性。

(一)政策性金融机构的职能

政策性金融机构既具有与商业性金融机构类似的职能,又具备其自身特有的职能,这些职能体现出其紧密配合政府经济政策意图的性质。政策性金融机构的职能主要有以下四个方面。

1. 倡导性职能

倡导性职能又称诱导性职能,是指政策性金融机构以直接或间接的资金投放,吸引商业性金融机构或民间资金从事符合经济政策意图的投资和贷款,以发挥其首倡、引导功能,引导资

金的流向。政策性金融机构通过对某些产业提供贷款融资，反映经济发展的长远目标，表明政府对不同部门的扶持意愿，从而引导其他金融机构加大对政府需要扶持的产业进行投资。当某一原来政策支持产业的投资热情高涨时，政策性金融机构就可以减少对该产业的投资份额，转而扶持其他产业发展，从而体现其政策意图的倡导性，形成对民间资金运用方向的引导机制，促使政府政策目标的实现。

2. 选择性职能

该职能是指政策性金融机构具有通过主动选择融资领域或部门以实现其融资意图的职能。政策性金融机构对融资领域或部门的选择是以政府的政策意图为导向，并参考市场机制选择情况而确定的，如对某些重要的基础产业，如果市场机制能够选择它，那么依靠市场机制的作用它会得到相应的资源配置，政府干预则是不必要的。而在市场机制不予选择时，政策性金融机构则根据政策要求予以选择，给予融资支持。随着时间的推移，当客观情况发生变化，市场机制的选择也随之不断变化时，政策性金融机构活动的领域也必须做出相应的调整，不断进行新的选择。

3. 补充性职能

补充性职能又称弥补性职能，是指政策性金融机构以政策性融资补充商业性融资在一些领域或部门的不足，完善以商业性金融机构为主体的金融体系整体功能的职能。对于一些商业性金融机构不愿或无力选择的产业、项目，以及技术、市场风险较高的领域等，政策性金融机构进行倡导性投资，以直接投资或提供担保等方式引导资金流向，进行融资补充，有利于弥补商业性金融机构融资面的不足，促进国民经济各产业、各部门的协调发展。

4. 服务性职能

该职能是指政策性金融机构依据长期从事政策性专业融资业务所积累的实践经验和专业技能，为业务对象和政府提供各方面服务的职能。作为专业性融资机构，政策性银行可利用自身丰富的专业知识，为企业提供相关金融和非金融服务，或充当政府经济政策或产业政策的参谋。例如，为企业分析财务结构，诊断经营情况，提供经济信息，沟通外部联系；为有关重大投资项目提供经济及社会效益评估；参与政府有关产业或部门发展计划的制订，或代表政府组织实施该方面的政策计划或产业计划，成为政府在这些领域的助手或顾问。

（二）政策性金融机构的经营原则

政策性金融的政策性和金融性的双重特征，决定了政策性金融机构具有不同于商业性金融机构的经营原则。

1. 政策性原则

政策性原则是指政策性金融机构的经营活动必须贯彻国家的社会经济政策、区域政策和产业政策，对政策要支持的区域、产业和部门开展政策性金融业务，提供政策性投资和贷款。政策性金融机构通过贷款投向、期限、利率的安排来体现政府的国家经济政策并积极参与项目的决策，使信贷政策与国家经济政策得到衔接。坚持政策性原则有利于政策性金融机构把握经营方向，避免与商业性金融机构在业务领域上产生交叉、发生业务竞争，有利于保持自身的经营特征。

2. 安全性原则

安全性原则是指政策性金融机构在经营活动中要注重资产安全。由于政策性金融机构的经营活动范围主要是商业性金融机构不愿涉及的低利润、高风险的领域，如果不注重安全性，一是无法确保政策性资金的良性循环；二是政策性资金若被挤占挪用，使信贷资产下降，政策

性金融机构将失去金融企业的特征。

3. 保本微利原则

作为金融企业,政策性金融机构经营的是信贷资金,而非财政资金,信贷资金的本质要求是运动、回流和增值。因此,政策性金融机构必须加强经营管理,讲求经济核算,实现保本微利,以保持政策性金融机构的生存与持续发展。

五、金融监管制度

(一)机构监管、功能监管和目标监管

按照监管思路的不同,世界各国现有金融监管机制可以分为三类,即机构监管、功能监管和目标监管。

机构监管是指不同类型的金融机构(通常指商业银行、证券公司和基金管理公司、保险公司)的所有业务由不同的监管机构按照不同的标准和体系进行监管。功能监管是指各类金融机构的不同类型业务由不同监管机构分别监管。目标监管则按照金融监管的不同目标分别设立监管部门,对各种类型金融机构统一监管。

1. 机构监管

机构监管的主要潜在问题是不同监管机构对于不同金融机构相类似的金融业务可能采取不同的监管体制和标准,造成监管重叠或监管缺位现象,并导致监管套利的出现。同时,随着混业经营的日益普遍,机构监管与金融市场和金融机构的发展产生明显差距,造成金融监管与金融市场发展脱节,不利于金融市场的稳定发展。

2. 功能监管

功能监管可能产生的主要问题包括混业经营的金融机构(尤其是金融控股公司)的不同类型的业务受到不同监管机构的监管,但公司作为一个整体,还缺少必要的监管。同时,一个金融机构通常由一个监管部门作为主要监管机构牵头监管,不同牵头部门对混业经营的金融机构可能采取的监管思路、监管侧重各不相同,产生不同的监管成本。

3. 目标监管

目标监管是按照不同监管目标(如审慎监管、市场行为监管、市场竞争监管等)对金融机构从各个角度进行监管。与功能监管类似,目标监管会导致一个金融机构需要同时接受几个监管部门的监管,容易造成监管成本的上升和监管效率的下降。

(二)分业监管、统一监管和超级监管

目前世界各国的金融监管模式主要分为三类:分业监管、统一监管和超级监管。

1. 分业监管

分业监管主要参照机构监管的思路,对不同金融机构按照所属行业进行划分,由不同的监管部门分别监管,早期的金融市场多采用这一监管模式。随着混业经营的日益普及,部分国家的分业监管逐步由机构监管向功能监管过渡,或两者兼而有之。例如,美国在混业经营的限制取消后,在分业监管总体框架保持不变的情况下,对以金融控股公司为代表的混业经营的金融机构主要采取了功能监管的方式,同时赋予中央银行监督金融控股公司整体运行稳定的职责,加强了对混业经营金融机构的监管措施。

2. 统一监管

统一监管是指按照监管目标的不同,将一项或几项监管目标赋予统一监管机构进行监管。统一监管的典型案例是澳大利亚采取的双峰式监管模式。为了提高澳大利亚金融监管的效率,降低监管成本,提高金融市场的整体竞争力,澳大利亚政府对金融市场的监管体制做了大

幅度调整。按照监管目标的不同，分别设立了澳大利亚审慎监管局和澳大利亚证券和投资委员会，分别对各类金融机构的审慎经营以及市场行为（包括保护投资者利益）进行监管。目前，采取统一监管模式的国家和地区越来越多，但基于各国不同的文化背景、金融市场发展路径和阶段，统一监管的方式和程度各不相同。例如，有的国家将银行和证券市场的审慎监管统一交给一个监管机构负责，有的国家将证券和保险市场的审慎监管统一交给一个监管机构负责，还有的国家将银行和保险市场的审慎监管统一交给一个监管机构负责。

3. 超级监管

超级监管模式是统一监管模式的一种极端方式，即将不同金融机构的所有监管均交给一个监管机构统一负责。目前英国、新加坡、韩国等国家和地区采取这一模式，这些国家和地区的主要特点是金融市场和金融机构相对集中，有利于超级监管模式的建立和运行。

不同的监管模式各有利弊，关键是要与本国金融体系的发展相适应，使金融体系在稳健性与效率性之间取得良好平衡，使金融服务更好地促进实体经济发展。

（三）中央银行与金融监管的关系

20 世纪 90 年代，以英国和北欧等国家和地区为代表，曾出现了金融监管与中央银行分离的潮流。但 2008 年全球金融危机后，各国逐渐意识到，宏观审慎政策的缺失、系统性风险评估和应对不足是危机爆发的重要原因。越来越多的国家明确了中央银行宏观审慎管理在防范和化解系统性金融风险中的地位。同时，微观审慎监管职能也有向中央银行集中的趋势。例如，2008 年全球金融危机后，美国联邦储备系统负责对资产超过 500 亿美元的银行业金融机构、所有具有系统重要性非银行金融机构，以及系统重要性金融基础设施进行监管，同时保留对小银行的监管权。再如，英格兰银行负责宏观审慎管理，并重新负责微观审慎监管。

第三节　我国的金融机构与金融制度体系

一、我国的金融机构及其制度安排

目前，我国的金融机构主要包括商业银行、政策性银行和开发性金融机构、证券机构、保险公司、金融资产管理公司、农村信用合作社、信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、货币经纪公司等。

（一）商业银行

在我国的金融机构中，商业银行是主体。截至 2022 年年末，我国商业银行资产规模为 319.81 万亿元，占我国银行业金融机构总资产规模比重为 84.3%。目前，我国的商业银行分为以下六种。

1. 国有大型商业银行

国有大型商业银行最早仅指从国家专业银行演变而来的四家大型银行，包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行。其原来的分工是：中国工商银行主要承担城市工商信贷业务，中国农业银行以开办农村信贷业务为主，中国银行主要经营外汇业务，中国建设银行主要承担中长期投资信贷业务。随着金融改革的不断深化，这四家银行的传统分工已被逐步打破。1994 年，原国家专业银行的政策性业务被划分出去，由几家政策性银行负责经营，国家专业银行专营商业性业务，开始成为国有独资商业银行。从 1999 年开始，四家国有独资商业银行的不良资产剥离给四家国有金融资产管理公司，为国有独资商业银行建立现代商业银行经营体制、进行股份制改造创造了条件。

从2003年起，中国建设银行、中国银行、中国工商银行先后进行股份制改造，并引进海外战略投资者，成功地实现上市融资。中国农业银行的股份制改革由于横跨国有商业银行和农村金融两个领域，改革的涉及面广，复杂性和难度很高，因此成为最后一家进行股份制改革的国有大型商业银行。2009年1月，中国农业银行股份有限公司成立，并于2010年7月成功上市融资。与上述四家由国家专业银行演变而来的商业银行一样，交通银行和中国邮政储蓄银行同样是改革发展的产物。交通银行最早于1908年创办，几经变革，作为金融改革的试点于1987年4月重新组建，成为当时我国第一家全国性国有股份制商业银行；中国邮政储蓄银行则是在改革原邮政储蓄管理体制基础上组建的商业银行，承继了国家邮政局、中国邮政集团公司经营的邮政金融业务及由此而形成的资产和负债，于2007年3月正式挂牌成立。交通银行、中国邮政储蓄银行分别于2007年5月和2019年12月在上海证券交易所上市。根据相关银行的经营发展状况，交通银行和中国邮政储蓄银行目前均被监管部门列入“国有大型商业银行”的范畴，与前述的四家银行并称为“六大行”。截至2022年年底，国有大型商业银行资产规模超过150万亿元，占银行业金融机构总资产规模比重为41.2%。

目前，上述“六大行”的国有股份均占大多数，采取的都是一级法人的总分行制，分支机构不是独立法人。

2. 股份制商业银行

随着金融体制改革的不断深化，我国陆续恢复、组建了一批新型股份制商业银行。自1987年4月招商银行在深圳成立以来，经过不断发展，我国目前已有12家全国性股份制商业银行，具体包括招商银行、浦发银行、中信银行、中国光大银行、华夏银行、中国民生银行、广发银行、兴业银行、平安银行、浙商银行、恒丰银行和渤海银行。股份制商业银行在组建开始就按照商业银行的运行机制开展经营，呈现出较强的经营和发展势头，截至2022年年底，股份制商业银行的总资产规模达到了66.46万亿元，占银行业金融机构总资产规模比重为17.5%。

股份制商业银行的资本除部分来自国家投资外，主要来自境内外企业法人投资和社会公众投资。

3. 城市商业银行

城市商业银行的前身是城市合作银行。1995年，国务院决定在中心城市及发达地区城市信用社清产核资的基础上，通过吸收地方财政、企业入股组建城市合作银行。其服务领域是，依照商业银行经营原则为地方经济发展服务，为中小企业发展服务。1998年，城市合作银行全部改名为城市商业银行。截至2022年6月底，我国共有城市商业银行125家。

城市商业银行在发展初期按城市划分而设立，不得在不同城市设立分支机构。近年来，随着我国经济发展的需要，以北京银行、南京银行、宁波银行等为代表的城市商业银行开始突破原有地域，到其他城市设置分支机构，拓展发展空间，并陆续开始迈出引入境外战略投资者、实现上市融资的步伐。截至2022年年末，城市商业银行总资产规模达到了49.89万亿元，占银行业金融机构总资产规模比重为13.1%。

4. 农村银行机构

目前，我国的农村银行机构主要包括农村商业银行、农村合作银行和村镇银行三种形式。农村商业银行和农村合作银行是在农村信用社产权制度及经营机制改革基础上成立的农村银行机构。随着农村金融体制改革的不断深化和农村经济发展的需要，2001年我国首批三家股份制农村商业银行在江苏省的张家港、常熟、江阴组建成立。在农村信用社基础上改制组建股

份制商业银行，是我国农村金融体系改革的一大突破。

农村商业银行是由辖内农民、农村工商户、企业法人和其他经济组织共同发起成立的股份制地方性金融机构。农村商业银行主要任务是为当地农民、农业和农村经济发展提供金融服务，促进城乡经济协调发展。截至2022年6月底，我国共有农村商业银行1600家。

农村合作银行是由辖内农民、农村工商户、企业法人和其他经济组织入股组成的股份合作制社区性地方金融机构。股份合作制是在合作制的基础上，吸收股份制运作机制的一种企业组织形式。农村合作银行的主要任务也是为当地农民、农业和农村经济发展提供金融服务，促进城乡经济协调发展。截至2022年6月底，我国共有农村合作银行23家。

村镇银行是指依据有关法律规定，由境内外金融机构、境内非金融机构企业法人、境内自然人出资，在农村地区设立的主要为当地农民、农业和农村经济发展提供金融服务的银行业金融机构。村镇银行主要业务为支农支小，应至少有一家符合监管条件、管理规范、经营效益好的商业银行作为主要发起银行。在乡（镇）设立的，其注册资本不低于100万元，在县（市）设立的，注册资本不低于300万元。根据国务院提出关于加大农村金融改革和扶持力度，有效解决农村地区银行业金融机构网点覆盖率低、金融供给不足和竞争不充分等问题，切实提高农村金融服务充分性的要求，2007年3月，经中国银行业监督管理委员会批准的我国第一家村镇银行——四川仪陇惠民村镇银行开业，这标志着一类崭新的农村金融机构正式诞生。经过10多年的快速发展，截至2022年6月底，我国共有村镇银行1649家，广泛分布于全国31个省、自治区、直辖市。

截至2022年年末，我国农村金融机构总资产规模为50.01万亿元，占银行业金融机构总资产规模比重为13.2%。

5. 外资银行

外资银行是指依照中华人民共和国有关法律法规，经批准在中华人民共和国境内设立的下列机构：一家外国银行单独出资或者一家外国银行与其他外国金融机构共同出资设立的外商独资银行，外国金融机构与中国的公司、企业共同出资设立的中外合资银行，外国银行分行，外国银行代表处。外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行统称外资银行营业性机构。

1979年日本输出入银行在北京设立了我国第一家外资银行代表处，目前外资银行已成为我国金融体系中的一支重要力量和我国引进外资的一条重要渠道。

2006年12月11日，我国加入世界贸易组织（world trade organization，WTO）满5周年。为履行加入世界贸易组织五年保护期结束后全面开放银行业的承诺，适应对外开放和经济发展的需要，实施银行业的审慎监管，促进银行业的稳健运行，我国开始实施《中华人民共和国外资银行管理条例》（以下简称《外资银行管理条例》），对在我国的外资银行实现国民待遇做出相关法律规定。2007年我国开始试点外资法人银行，首批试点名单为汇丰银行（中国）有限公司、东亚银行（中国）有限公司、渣打银行（中国）有限公司、花旗银行（中国）有限公司等4家外资银行。

2014年，国务院发布修订的《外资银行管理条例》，根据外资银行在我国设立运营的实际情况，在确保有效监管的前提下，对外资银行实施进一步开放措施，适当放宽外资银行准入和经营人民币业务条件。2019年9月30日，国务院发布修订后的《外资银行管理条例》。2019年12月18日，中国银行保险监督管理委员会公布修订后的《中华人民共和国外资银行管理条例实施细则》。这次修订包括扩大外国银行商业存在形式选择范围、取消来华设立机构的

外国银行总资产要求、取消人民币业务审批、降低外国银行分行吸收人民币零售存款门槛至50万元等。这次修订是中国银行业扩大对外开放迈出的关键一步。截至2022年5月末,外资银行在华共设立41家外资法人银行、116家外国银行分行和134家代表处,营业性机构总数达到919家。

6. 民营银行

为引导和扩大民间资本进入银行业,党的十八届三中全会提出,在加强监管的前提下,允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。经报请国务院同意,中国银行业监督管理委员会于2014年启动了民营银行试点工作,首批5家试点开业,分别是深圳前海微众银行、温州民商银行、天津金城银行、上海华瑞银行和浙江网商银行。2015年6月,《关于促进民营银行发展的指导意见》出台后,民营银行组建由试点转为常态化。2016年审批了12家民营银行,2019年审批了2家民营银行。在民营银行注册地点上,四大直辖市各1家,广东、浙江、江苏各2家,另有福建、安徽、湖北、湖南、江西、山东、四川、辽宁、吉林各1家。截至2022年年末,我国共有19家民营银行,分布于全国16个省、市。这些民营银行在我国商业银行体系中发挥着其特有的作用。

(二)政策性银行和开发性金融机构

传统上我国政策性银行有中国进出口银行、中国农业发展银行、国家开发银行(已转型为开发性金融机构)。自成立以来,它们在支持国家重点建设、促进对外经济贸易和推动农业农村发展等方面发挥了积极作用。随着我国社会主义市场经济的发展,政策性银行面临的市场环境、任务和经营条件,都在迅速发生变化。因此,我国以国家开发银行先行试点,对政策性银行进行改革。即要逐步改革政策性金融的运作机制和方式,对政策性金融业务要实行公开透明的招标制,由财政给予必要的贴息等风险补偿,各家银行都要按照竞争原则承担政策性金融业务,通过优质服务和良好的管理提高竞争能力。但是,多年来我国对政策性银行和开发性金融机构的监管,是参照商业银行相关的监管规则实施的,这种监管方式难以适应政策性银行和开发性金融机构的改革和发展要求。因此,2017年11月,中国银行业监督管理委员会发布了《国家开发银行监督管理办法》《中国进出口银行监督管理办法》《中国农业发展银行监督管理办法》三个办法,在资本约束机制、内控机制,以及完善公司治理方面都有明确的规定,目的是要建立健全以资本充足率为核心的资本约束机制,提升风险抵御能力,更好地支持和服务我国国民经济的重点领域和薄弱环节。

1. 中国进出口银行

中国进出口银行成立于1994年,是直属国务院领导的、政府全资拥有的国家银行,其国际信用评级与国家主权评级一致。中国进出口银行总部设在北京。截至2020年年末,在境内设有32家分行,在境外设有巴黎分行、东南非代表处、西北非代表处、圣彼得堡代表处、中国香港代表处等,与1000多家银行的总分支机构建立了代理行关系。中国进出口银行在“一带一路”沿线国家贷款余额超过1万亿元。有贷款余额的“一带一路”项目1000多个,分布于沿线60个国家,涵盖公路、铁路、港口、电力、通信等多个领域。中国进出口银行是中国外经贸支持体系的重要力量和金融体系的重要组成部分。

中国进出口银行实行自主、保本经营和企业化管理的经营方针,主要任务是贯彻执行国家产业政策和外贸政策,为扩大我国机电产品、成套设备和高新技术产品进出口,推动有比较优势的企业开展对外承包工程和境外投资,促进对外关系发展和为国际经贸合作提供政策性金融支持。

中国进出口银行的业务范围主要是办理出口信贷和进口信贷，办理对外承包工程和境外投资贷款，提供对外担保，转贷外国政府和金融机构提供的贷款，办理中国政府对外优惠贷款等。

2. 中国农业发展银行

中国农业发展银行成立于1994年，总行设在北京。中国农业发展银行的注册资本为200亿元，由国家财政全额拨付。

中国农业发展银行实行独立核算，自主、保本经营，企业化管理的经营方针，主要任务是按照国家有关法律、法规、方针、政策，以国家信用为基础，筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性金融业务，代理财政性支农资金的拨付。

2004年以来，随着我国农业发展的需求变化，中国农业发展银行的业务范围也在逐步扩大。

3. 国家开发银行

国家开发银行是1994年3月经国务院批准成立的政策性银行。2008年12月，国家开发银行转制为国家开发银行股份有限公司，成为第一家由政策性银行转型而来的开发性金融机构，标志着我国政策性银行改革取得重大进展。

国家开发银行主要通过开展中长期信贷与投资等金融业务，为国民经济重大中长期发展战略服务。国家开发银行贯彻国家宏观经济政策，筹集和引导社会资金，缓解经济社会发展的瓶颈制约和薄弱环节，致力于以融资推动市场建设和规划先行，支持国家基础设施、基础产业、支柱产业以及战略性新兴产业等领域发展和国家重点项目建设，促进区域协调发展和城镇化建设，支持保障性安居工程、中小企业、“三农”、教育、医疗卫生以及环境保护等领域的发展，支持国家“走出去”战略，拓展国际合作业务。

2015年3月，《国务院关于同意国家开发银行深化改革方案的批复》发布。国家开发银行改革的目标是紧紧围绕服务国家经济重大中长期发展战略，建立市场化运行、约束机制，努力建设成为资本充足、治理规范、内控严密、运营安全、服务优质、资产优良的开发性金融机构，进一步发挥开发性金融在重点领域、薄弱环节、关键时期的功能和作用，促进国民经济持续健康发展。

（三）证券机构

我国证券机构主要包括证券公司、证券交易所、证券登记结算公司、证券投资基金管理公司、证券投资咨询公司等。

1. 证券公司

证券公司又称券商，是经由证券主管部门批准设立的在证券市场上经营证券业务的非银行金融机构。证券公司的主要职能是：推销政府债券、企业债券和股票，代理买卖和自营买卖已上市流通的各类有价证券，参与企业收购、兼并，充当企业财务顾问等。

我国证券公司的前期发展大多是集证券承销、经纪、自营三种业务于一身的综合性经营机构。1999年7月以后，根据相关法律法规，对证券公司实行分类管理，分为综合类证券公司和经纪类证券公司，综合类证券公司可从事证券承销、经纪、自营三种业务，而经纪类证券公司只能从事证券经纪业务，即它只能充当证券交易的中介，不得从事证券的承销和自营买卖业务。2022年前9个月，证券行业140家证券公司实现营业收入3042.42亿元，实现净利润1167.63亿元。

2. 证券交易所

根据有关规定，证券交易所是指依法设立的，不以营利为目的，为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施，并履行相关职责，实行自律性管理的会员制事业法人。

目前,我国经国务院批准设立的证券交易所有三家,即上海证券交易所、深圳证券交易所以及于2021年11月15日开市的北京证券交易所。证券交易所的职能是:提供证券交易的场所和设施,制定证券交易所的业务规则,接受上市申请、安排证券上市,组织、监督证券交易,对会员和上市公司进行监督,设立证券登记结算公司,管理和公布市场信息及中国证券监督管理委员会许可的其他职能。

3. 证券登记结算公司

证券登记结算公司是为证券交易提供集中登记,存管与结算服务,不以营利为目的的法人。中国证券登记结算有限责任公司于2001年3月30日成立,总部在北京。证券登记结算公司的具体职能是对证券和资金进行清算、交收和过户,使买入者得到证券,卖出者得到资金。我国上海证券交易所和深圳证券交易所已实现了无纸化和电子化交易,建立了高效、快捷、安全的结算系统,每日的结算和交收于次日上午开市前即可完成,即目前上海证券交易所和深圳证券交易所均实行"T+1"的交割方式完成清算交易。

4. 证券投资基金管理公司

证券投资基金管理公司是指经中国证券监督管理委员会批准,在中国境内设立,采用有限责任公司或股份有限公司形式从事证券投资基金管理业务的企业法人。证券投资基金管理公司的注册资本不能低于1亿元。

(四)保险公司

1949年10月,中国人民保险公司宣告成立。中华人民共和国成立初期,登记复业的华商保险公司有63家,外商保险公司有41家。1958年以后,保险业陷入停顿状态。改革开放后,中国人民保险公司于1980年恢复营业,保险事业进入新的发展阶段。

1993年以来,保险业改革步伐进一步加快。太平洋保险公司与交通银行脱钩,改制为独立的股份制商业保险公司。平安保险公司将六家子公司的独立法人地位取消,将其改为直属分公司。与此同时,我国还批准设立了一批新的股份制保险公司,如大众、天安、华泰、永安、华安、泰康、新华等保险公司。截至2022年年末,我国保险公司总资产为27.1万亿元。

随着我国改革进程的不断加快和经济实力的不断增强,外资保险公司也纷纷进入我国保险市场。尤其是我国加入世界贸易组织以来,外资保险公司在我国得到迅猛发展。截至2022年5月末,境外保险机构在华共设立67家外资保险机构、80家代表处。

(五)其他金融机构

1. 金融资产管理公司

金融资产管理公司是在特定时期,政府为解决银行业不良资产,由政府出资设立专门收购和集中处置银行业不良资产的机构。

我国经济体制改革以来,受计划经济与市场经济双轨经济体制长期并存、金融法制不够健全、金融监管相对薄弱、社会信用观念还比较淡薄等历史和现实原因的影响,积累了大量不良贷款。1995年《中华人民共和国商业银行法》(现行法为2015年版本,以下简称《商业银行法》)颁布实施后,中国工商银行等四家银行在建立现代银行制度中,自身难以化解历年积累的不良资产。在此背景下,借鉴国际经验,国务院于1999年批准组建了中国信达资产管理股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司和中国东方资产管理股份有限公司,分别收购和处置从中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行和中国银行剥离出来的不良资产,专责回收、搞活,以化解潜在风险。目前,全国性的金融资产管理公司共有5家,除前述的4家外,还包括于2020年3月成立的中国银河资产管理有限责任公司。

此外，各地也相应成立了59家地方金融资产管理公司和10家民营资产管理公司。截至2022年年末，全行业资产规模超5万亿元，其中90%集中在中国信达资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司以及中国长城资产管理股份有限公司。59家地方金融资产管理公司中，最早的是上海国有资产经营有限公司，成立于1999年，最年轻的是大连国新资产管理有限责任公司，成立于2021年9月，资产规模最大的是山东省金融资产管理股份有限公司，业务规模最大的是浙江省浙商资产管理股份有限公司。此外还有一家港资控股的金融资产管理公司——海南新创建资产管理股份有限公司。

金融资产管理公司以最大限度地保全被剥离资产、尽可能减少资产处置过程中的损失为主要经营目标，依法独立承担民事责任。

2. 农村信用合作社

农村信用合作社是指经中国人民银行批准设立，由社员入股组成，实行民主管理、自主经营、独立核算、自负盈亏，主要为社员提供金融服务的农村合作金融机构。农村信用合作社是独立的企业法人，以其全部资产对债务承担责任，依法享有民事权利。其财产、合法权益和依法开展的业务活动受国家法律保护。其主要任务是筹集农村闲散资金，为农业、农民和农村经济发展提供金融服务；依照国家法律和金融政策规定，组织和调节农村基金，支持农业生产和农村综合发展，支持各种形式的合作经济和社员家庭经济，限制和打击高利贷。

2003年以来，我国的农村信用合作社先是以三种模式开展改革。①在经济发达地区，对于金融环境特别好、经营绩效优的信用合作社，建立股份制的农村商业银行或农村合作银行。②在经济较发达的地区，撤销原来的农村信用合作社法人资格，成立具有县级统一法人资格的农村信用联社。③在经济不发达、经营绩效欠佳的县市，继续维持原有体制不变。在此框架基础上，国务院决定信用合作社与中国人民银行脱钩，各省、自治区、直辖市组建省级信用联社，统一管理辖区内信用合作社，并承担农村信用合作社的风险处置责任。截至2022年6月底，我国共有农村信用合作社572家。

近年来，为了帮助消化农村信用合作社的历史包袱，促进改革的顺利推进，国家对于农村信用合作社给予了资金、财税和利率等多方面的扶持政策。

3. 信托公司

信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，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，对信托财产进行管理或者处分的行为。信托是随着商品经济的发展而出现的一种财产管理形式，其本质是“受人之托，代人理财”。截至2022年年底，我国境内信托公司共有68家，信托资产规模超过21万亿元，资产管理规模仅次于银行理财、公募基金，是国内理财市场规模第三大支柱。近两年，随着《资管新规》的出台，信托行业转型调整，回归本源业务，信托行业的业务规模增长缓慢。

4. 财务公司

我国的财务公司也称为企业集团财务公司，是以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构。财务公司是我国金融体系的重要组成部分。

我国第一家企业集团财务公司——东风汽车工业财务公司于1987年经监督管理机构批准设立。其后，企业集团财务公司蓬勃发展，业务规模不断扩大。财务公司行业整体上发展稳健，在加强资金集中管理、降低财务费用及促进我国大型企业发展方面做出了很大贡献。

中国银行保险监督管理委员会于2022年10月公布的《企业集团财务公司管理办法》规定,企业集团财务公司可以经营下列部分或者全部本外币业务:①吸收成员单位存款;②办理成员单位贷款;③办理成员单位票据贴现;④办理成员单位资金结算与收付;⑤提供成员单位委托贷款、债券承销、非融资性保函、财务顾问、信用鉴证及咨询代理业务。符合条件的财务公司,可以向中国银行保险监督管理委员会及其派出机构申请经营下列本外币业务:①从事同业拆借;②办理成员单位票据承兑;③办理成员单位产品买方信贷和消费信贷;④从事固定收益类有价证券投资;⑤从事套期保值类衍生产品交易;⑥中国银行保险监督管理委员会批准的其他业务。

截至2022年6月末,我国共有财务公司254家。

5. 金融租赁公司

金融租赁公司是专门承办融资租赁业务的非银行金融机构。融资租赁是指出租人根据承租人对租赁物和供货人的选择或认可,将其从供货人处取得的租赁物按合同约定出租给承租人占有、使用,向承租人收取租金的交易活动。适用于融资租赁交易的租赁物为固定资产。截至2022年6月末,我国境内共有金融租赁公司71家,总资产规模超3万亿元,行业两极分化现象比较严重。

6. 汽车金融公司

汽车金融公司是指经国务院银行业监督管理机构批准设立的,为中国境内的汽车购买者及销售者提供金融服务的非银行金融机构。2003年,中国银行业监督管理委员会公布《汽车金融公司管理办法》。为加强对汽车金融公司的监督管理,促进我国汽车金融业的健康发展,2008年,中国银行业监督管理委员会发布了新的《汽车金融公司管理办法》。汽车金融公司现已成长为我国汽车金融市场的主要力量之一,对推动汽车消费升级、支持汽车产业发展和促进金融服务水平提升发挥着积极作用。截至2021年年末,我国汽车金融公司为25家,资产规模达到10068.94亿元,较上年末增加294.1亿元,同比增长3.01%,首次突破万亿元大关。汽车金融公司的主营业务为零售贷款和库存融资。

7. 消费金融公司

消费金融公司是指经监督管理机构批准,在中华人民共和国境内设立的,不吸收公众存款,以小额、分散为原则,为中国境内居民个人提供以消费为目的的贷款的非银行金融机构。2010年,北银消费金融有限公司、四川锦程消费金融有限责任公司、中银消费金融有限公司、捷信消费金融有限公司相继成立。截至2022年年末,我国已有30家持牌消费金融公司,其中20家消费金融公司的主要出资人为商业银行,故称之为银行系消费金融公司,非银行系消费金融公司共10家,以产业机构、电商为主要出资人。截至2021年年末,我国消费金融公司资产总额为7529.82亿元,较上年年末增长43.52%,该行业资产总额中位数约为128.20亿元。该行业头部效应比较明显,也存在比较明显的两极分化现象。我国消费金融公司主营业务为消费信贷业务。

消费金融公司有利于更好地满足合理的消费信贷需求,对于丰富我国的金融机构类型,促进金融产品创新具有重要的意义。针对近年来在消费金融领域出现的一些问题,我国先后发布了办理消费金融公司消费信贷的风险提示,以更好地保护消费者并进行风险防范。

8. 货币经纪公司

货币经纪公司是指经批准在中国境内设立的,通过电子技术或其他手段,专门从事促进金融机构间资金融通和外汇交易等经纪服务,并从中收取佣金的非银行金融机构。货币经纪公

司是金融市场的交易中介，最早起源于英国外汇市场，它从事的业务包括境内外的外汇市场交易、境内外货币市场交易、境内外债券市场交易和境内外衍生产品交易等。

货币经纪是金融行业小而精的领域，是金融基础设施中不可或缺的一部分。作为市场的润滑剂，货币经纪已经覆盖了货币、债券等市场，有效整合了市场需求，降低交易成本，提高交易效益。

自2005年以来，我国已经审批并开业了6家货币经纪公司，两家位于上海，两家位于北京，一家位于深圳，一家位于天津。其中，位于北京的上田八木货币经纪（中国）有限公司是国内开业的首家外商独资货币经纪公司。

二、我国金融监管机构及其制度安排

为保证金融安全和金融稳定发展，促进社会资源优化配置，各国政府都成立了专门的金融监管机构，对金融业和金融市场进行宏观调控监管。

（一）中国人民银行

中国人民银行于1948年12月1日在石家庄由华北银行、北海银行、西北农民银行合并组建而成。1949年2月中国人民银行总行迁至北京。

1983年9月，国务院决定由中国人民银行从1984年1月1日起专门行使中央银行职能。此前，中国人民银行既行使中央银行职能，又办理商业银行的经营性业务。

1. 中国人民银行的性质与地位

2003年12月修正的《中华人民共和国中国人民银行法》（以下简称《中国人民银行法》）规定：中国人民银行是中华人民共和国的中央银行。中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定。

中国人民银行作为我国的中央银行，享有人民币发行的垄断权，管理人民币流通，是发行的银行；中国人民银行代表政府进行金融宏观调控，维护国家金融稳定与安全，经理国库，是政府的银行；中国人民银行负责全国支付、清算系统的正常运行，承担最后贷款人的责任，是银行的银行。

中国人民银行的性质决定了它的特殊地位。根据法律规定，它在国务院的领导下依法独立执行货币政策，履行职责，开展业务，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉。按照法律规定，中国人民银行具有相对独立性：财政不得向中国人民银行透支，中国人民银行不得直接认购、包销国债和其他政府债券，不得向地方政府、各级政府部门提供贷款。

2. 中国人民银行的职责

根据2019年年初出台的《中国人民银行职能配置、内设机构和人员编制规定》，中国人民银行的主要职责包括以下内容。

（1）拟订金融业改革、开放和发展规划，承担综合研究并协调解决金融运行中的重大问题、促进金融业协调健康发展的责任。牵头国家金融安全工作协调机制，维护国家金融安全。

（2）牵头建立宏观审慎管理框架，拟订金融业重大法律法规和其他有关法律法规草案，制定审慎监管基本制度，建立健全金融消费者保护基本制度。

（3）制定和执行货币政策、信贷政策，完善货币政策调控体系，负责宏观审慎管理。

（4）牵头负责系统性金融风险防范和应急处置，负责金融控股公司等金融集团和系统重要性金融机构基本规则制定、监测分析和并表监管，视情责成有关监管部门采取相应监管措施，并在必要时经国务院批准对金融机构进行检查监督，牵头组织制定实施系统重要性金融机

最新课程讲解讲义扫码

构恢复和处置计划。

(5)承担最后贷款人责任,负责对因化解金融风险而使用中央银行资金机构的行为进行检查监督。

(6)监督管理银行间债券市场、货币市场、外汇市场、票据市场、黄金市场及上述市场有关场外衍生产品;牵头负责跨市场跨业态跨区域金融风险识别、预警和处置,负责交叉性金融业务的监测评估,会同有关部门制定统一的资产管理产品和公司信用类债券市场及其衍生产品市场基本规则。

(7)负责制定和实施人民币汇率政策,推动人民币跨境使用和国际使用,维护国际收支平衡,实施外汇管理,负责国际国内金融市场跟踪监测和风险预警,监测和管理跨境资本流动,持有、管理和经营国家外汇储备和黄金储备。

(8)牵头负责重要金融基础设施建设规划并统筹实施监管,推进金融基础设施改革与互联互通,统筹互联网金融监管工作。

(9)统筹金融业综合统计,牵头制定统一的金融业综合统计基础标准和工作机制,建设国家金融基础数据库,履行金融统计调查相关工作职责。

(10)组织制定金融业信息化发展规划,负责金融标准化组织管理协调和金融科技相关工作,指导金融业网络安全和信息化工作。

(11)发行人民币,管理人民币流通。

(12)统筹国家支付体系建设并实施监督管理。会同有关部门制定支付结算业务规则,负责全国支付、清算系统的安全稳定高效运行。

(13)经理国库。

(14)承担全国反洗钱和反恐怖融资工作的组织协调和监督管理责任,负责涉嫌洗钱及恐怖活动的资金监测。

(15)管理征信业,推动建立社会信用体系。

(16)参与和中国人民银行业务有关的全球经济金融治理,开展国际金融合作。

(17)按照有关规定从事金融业务活动。

(18)管理国家外汇管理局。

(19)完成党中央、国务院交办的其他任务。

(20)职能转变。完善宏观调控体系,创新调控方式,构建发展规划、财政、金融等政策协调和工作协同机制,强化经济监测预测预警能力,建立健全重大问题研究和政策储备工作机制,增强宏观调控的前瞻性、针对性、协同性。围绕党和国家金融工作的指导方针和任务,加强和优化金融管理职能,增强货币政策、宏观审慎政策、金融监管政策的协调性,强化宏观审慎管理和系统性金融风险防范职责,守住不发生系统性金融风险的底线。按照简政放权、放管结合、优化服务、职能转变的工作要求,进一步深化行政审批制度改革和金融市场改革,着力规范和改进行政审批行为,提高行政审批效率。加快推进“互联网+政务服务”,加强事中事后监管,切实提高政府服务质量和效果。继续完善金融法律制度体系,做好“放管服”改革的制度保障,为稳增长、促改革、调结构、惠民生提供有力支撑,促进经济社会持续平稳健康发展。

2023年3月,中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》提出,将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责划入国家金融监督管理总局;我国将统筹推进中国人民银行分支机构改革。相关内容参见本书第九章第四节。

（二）中国银行保险监督管理委员会

1984年以前，我国没有专门的金融监管法律法规，严格来讲没有现代意义上的金融监管。随着经济体制改革的深入，金融机构数量和种类的迅速增加，相应产生了金融业的无序竞争与违规经营问题，要求建立相应的监管机构以保持金融稳定。至此，中国人民银行受国务院委托肩负起监管任务，并多次实施监管体制的改革，建立金融监管责任制。1998年11月设立中国保险监督管理委员会，2003年3月设立中国银行业监督管理委员会。

2018年3月，国务院机构改革方案公布，将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留中国银行业监督管理委员会、中国保险监督管理委员会。中国银行保险监督管理委员会承担对中国银行业、保险业的监管职责，但不再履行“拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度”的职责，该职责划入中国人民银行。2018年4月8日，中国银行保险监督管理委员会正式挂牌运行。

中国银行保险监督管理委员会的主要职责包括以下内容。

（1）依法依规对全国银行业和保险业实行统一监督管理，维护银行业和保险业合法、稳健运行，对派出机构实行垂直领导。

（2）对银行业和保险业改革开放和监管有效性开展系统性研究。参与拟订金融业改革发展战略规划，参与起草银行业和保险业重要法律法规草案以及审慎监管和金融消费者保护基本制度。起草银行业和保险业其他法律法规草案，提出制定和修改建议。

（3）依据审慎监管和金融消费者保护基本制度，制定银行业和保险业审慎监管与行为监管规则。制定小额贷款公司、融资性担保公司、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司等其他类型机构的经营规则和监管规则。制定网络借贷信息中介机构业务活动的监管制度。

（4）依法依规对银行业和保险业机构及其业务范围实行准入管理，审查高级管理人员任职资格。制定银行业和保险业从业人员行为管理规范。

（5）对银行业和保险业机构的公司治理、风险管理、内部控制、资本充足状况、偿付能力、经营行为和信息披露等实施监管。

（6）对银行业和保险业机构实行现场检查与非现场监管，开展风险与合规评估，保护金融消费者合法权益，依法查处违法违规行为。

（7）负责统一编制全国银行业和保险业监管数据报表，按照国家有关规定予以发布，履行金融业综合统计相关工作职责。

（8）建立银行业和保险业风险监控、评价和预警体系，跟踪分析、监测、预测银行业和保险业运行状况。

（9）会同有关部门提出存款类金融机构和保险业机构紧急风险处置的意见和建议并组织实施。

（10）依法依规打击非法金融活动，负责非法集资的认定、查处和取缔以及相关组织协调工作。

（11）根据职责分工，负责指导和监督地方金融监管部门相关业务工作。

（12）参加银行业和保险业国际组织与国际监管规则制定，开展银行业和保险业的对外交流与国际合作事务。

（13）负责国有重点银行业金融机构监事会的日常管理工作。

（14）完成党中央、国务院交办的其他任务。

(15)职能转变。围绕国家金融工作的指导方针和任务,进一步明确职能定位,强化监管职责,加强微观审慎监管、行为监管与金融消费者保护,守住不发生系统性金融风险的底线。按照简政放权要求,逐步减少并依法规范事前审批,加强事中事后监管,优化金融服务,向派出机构适当转移监管和服务职能,推动银行业和保险业机构业务和服务下沉,更好地发挥金融服务实体经济功能。

2023年3月,中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》提出,国家金融监督管理总局在中国银行保险监督管理委员会基础上组建,不再保留中国银行保险监督管理委员会。相关内容参见本书第九章第四节。

(三)中国证券监督管理委员会

1992年10月,国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会成立。1998年4月,根据国务院机构改革方案,决定将国务院证券委员会与中国证券监督管理委员会合并。

依据有关法律法规,中国证券监督管理委员会在对证券市场实施监督管理中履行下列职责。

(1)研究和拟订证券期货市场的方针政策、发展规划,起草证券期货市场的有关法律、法规,提出制定和修改的建议,制定有关证券期货市场监管的规章、规则和办法。

(2)垂直领导全国证券期货监管机构,对证券期货市场实行集中统一监管;管理有关证券公司的领导班子和领导成员。

(3)监管股票、可转换债券、证券公司债券和国务院确定由中国证券监督管理委员会负责的债券及其他证券的发行、上市、交易、托管和结算,监管证券投资基金活动,批准企业债券的上市,监管上市国债和企业债券的交易活动。

(4)监管上市公司及其按法律法规必须履行有关义务的股东的证券市场行为。

(5)监管境内期货合约的上市、交易和结算,按规定监管境内机构从事境外期货业务。

(6)管理证券期货交易所,按规定管理证券期货交易所的高级管理人员,归口管理证券业、期货业协会。

(7)监管证券期货经营机构、证券投资基金管理公司、证券登记结算公司、期货结算机构、证券期货投资咨询机构、证券资信评级机构,审批基金托管机构的资格并监管其基金托管业务,制定有关机构高级管理人员任职资格的管理办法并组织实施,指导中国证券业、期货业协会开展证券期货从业人员资格管理工作。

(8)监管境内企业直接或间接到境外发行股票、上市以及在境外上市的公司到境外发行可转换债券;监管境内证券、期货经营机构到境外设立证券、期货机构;监管境外机构到境内设立证券、期货机构,从事证券、期货业务。

(9)监管证券期货信息传播活动,负责证券期货市场的统计与信息资源管理。

(10)会同有关部门审批会计师事务所、资产评估机构及其成员从事证券期货中介业务的资格,并监管律师事务所、律师及有资格的会计师事务所、资产评估机构及其成员从事证券期货相关业务的活动。

(11)依法对证券期货违法违规行为进行调查、处罚。

(12)归口管理证券期货行业的对外交往和国际合作事务。

(13)承办国务院交办的其他事项。

2023年3月,中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》提出,中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构,将中国证券监督管理委员会的投资者保护职责划入国家金

融监督管理总局。相关内容参见本书第九章第四节。

（四）国家外汇管理局

国家外汇管理局组建于1979年3月，总局设在北京，为国务院直属单位，由中国人民银行归口管理。

依据有关法律法规，国家外汇管理局的基本职能如下。

（1）研究提出外汇管理体制改革和防范国际收支风险、促进国际收支平衡的政策建议；研究逐步推进人民币资本项目可兑换、培育和发展外汇市场的政策措施，向中国人民银行提供制定人民币汇率政策的建议和依据。

（2）参与起草外汇管理有关法律法规和部门规章草案，发布与履行职责有关的规范性文件。

（3）负责国际收支、对外债权债务的统计和监测，按规定发布相关信息，承担跨境资金流动监测的有关工作。

（4）负责全国外汇市场的监督管理工作，承担结售汇业务监督管理的责任，培育和发展外汇市场。

（5）负责依法监督检查经常项目外汇收支的真实性、合法性；负责依法实施资本项目外汇管理，并根据人民币资本项目可兑换进程不断完善管理工作；规范境内外外汇账户管理。

（6）负责依法实施外汇监督检查，对违反外汇管理的行为进行处罚。

（7）承担国家外汇储备、黄金储备和其他外汇资产经营管理的责任。

（8）拟订外汇管理信息化发展规划和标准、规范并组织实施，依法与相关管理部门实施监管信息共享。

（9）参与有关国际金融活动。

（10）承办国务院及中国人民银行交办的其他事宜。

（五）金融行业自律组织

金融行业自律，是指金融机构设立行业自律组织，通过制定同业公约、提供行业服务、加强相互监督等方式，实现金融行业的自我约束、自我管理，以规范、协调同业经营行为，保护行业的共同利益，促进各家会员企业按照国家经济、金融政策的要求，努力提高管理水平，优化业务品种，完善金融服务。我国的金融行业自律组织包括行业协会和交易所等。

1. 中国银行业协会

中国银行业协会成立于2000年5月，是由银行业金融机构自愿组成、为实现会员共同意愿、按照其章程开展活动的银行业自律组织，是经中国人民银行和民政部批准成立的，并在民政部登记注册的非营利性社会团体。凡经业务主管单位批准设立的、具有独立法人资格的银行业金融机构以及在华外资银行业金融机构均可自愿加入协会。各省（自治区、直辖市及计划单列市）银行业金融机构可自愿结成地方性银行业自律组织，地级及以下行政区原则上不设立银行业自律组织。

中国银行业协会以促进会员单位实现共同利益为宗旨，遵守国家宪法、法律、法规和经济金融方针政策，依据《商业银行法》《中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律法规，认真履行自律、维权、协调、服务职能，维护银行业合法权益，维护银行业市场秩序，提高银行业从业人员素质，提高为会员服务的水平，促进银行业的健康发展。

2. 中国证券业协会

中国证券业协会成立于1991年8月28日，是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登

记管理条例》的有关规定设立的证券业自律组织,接受中国证券监督管理委员会、民政部的业务指导和监督管理。中国证券业协会会员包括证券公司、基金管理公司、投资咨询公司、证券交易所、登记结算机构以及符合条件的证券营业机构地方性社团等。

中国证券业协会的宗旨:在国家对证券业实行集中统一监督管理的前提下,进行证券业自律管理;发挥政府与证券行业间的桥梁和纽带作用;为会员服务,维护会员的合法权益;维持证券业的正当竞争秩序,促进证券市场的公开、公平、公正,推动证券市场的健康稳定发展。

3. 中国保险行业协会

中国保险行业协会成立于2001年2月23日,是中国保险业的全国性自律组织,是自愿结成的非营利性社会团体法人。

中国保险行业协会的宗旨:深入贯彻毛泽东思想、邓小平理论、"三个代表"重要思想、科学发展观、习近平新时代中国特色社会主义思想,依据《中华人民共和国保险法》,督促会员自律,维护行业利益,促进行业发展,为会员提供服务,促进市场公开、公平、公正,全面提高保险业服务社会主义经济社会的能力。

4. 中国证券投资基金业协会

中国证券投资基金业协会成立于2012年6月6日,是证券投资基金行业自律组织,属于非营利性社会团体法人,接受中国证券监督管理委员会和民政部的业务指导和监督管理。会员包括基金管理公司、基金托管银行、基金销售机构、基金评级机构及其他资产管理机构、相关服务机构等。

中国证券投资基金业协会的宗旨:提供行业服务,促进行业交流和创新,提升行业执业素质,提高行业竞争力;发挥行业与政府间桥梁与纽带作用,维护行业合法权益,促进公众对行业的理解,提升行业声誉;履行行业自律管理,促进会员合规经营,维持行业的正当经营秩序;促进会员忠实履行受托义务和社会责任,推动行业持续稳定健康发展。

5. 中国期货业协会

中国期货业协会成立于2000年12月29日,是根据《社会团体登记管理条例》设立的全国期货行业自律组织,为非营利性社会团体法人。协会注册地和常设机构在北京。协会接受中国证券监督管理委员会和国家社会团体登记管理机关的业务指导和管理。协会由期货公司等从事期货业务的会员、期货交易所特别会员和地方期货业协会联系会员组成。

中国期货业协会的宗旨:在国家对期货业实行集中统一监督管理的前提下,进行期货业自律管理;发挥政府与期货行业间的桥梁和纽带作用,为会员服务,维护会员的合法权益;坚持期货市场的公开、公平、公正,维护期货业的正当竞争秩序,保护投资者利益,推动期货市场的健康稳定发展。

6. 中国银行间市场交易商协会

中国银行间市场交易商协会成立于2007年9月3日,是由市场参与者自愿组成的,包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织,是经国务院同意、民政部批准成立的全国性非营利性社会团体法人,其业务主管部门为中国人民银行。

中国银行间市场交易商协会的宗旨:自律(对银行间市场进行自律管理,维持银行间市场正当竞争秩序)、创新(推动金融产品创新,促进市场健康快速发展)、服务(为会员服务,组织会员交流,依法维护会员的合法权益;为政府服务,贯彻政府政策意图,更好促进政府和市场的双向沟通)。

7. 中国支付清算协会

中国支付清算协会成立于2011年5月23日，是经国务院同意、民政部批准成立，并在民政部登记注册的全国性非营利性社会团体法人，是中国支付清算服务行业自律组织。协会业务主管单位为中国人民银行。

中国支付清算协会的宗旨：遵守宪法、法律、法规和经济金融方针政策，遵守社会道德风尚，对支付清算行业进行自律管理，维护支付清算服务市场的竞争秩序和会员的合法权益，防范支付清算风险，促进支付清算服务行业健康发展。

8. 证券交易所

证券交易所也是证券行业自律组织的一种，证券交易所是依据国家有关法律，经政府证券主管机关批准设立的集中进行证券交易的有形场所。上海证券交易所和深圳证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人，由中国证券监督管理委员会直接监督管理。北京证券交易所成立于2021年，是我国第一家公司制证券交易所，受中国证券监督管理委员会监督管理。三家证券交易所致力于创造透明、开放、安全、高效的市场环境，切实保护投资者权益，其主要职能包括：提供证券交易的场所和设施；制定证券交易所的业务规则；接受上市申请，安排证券上市；组织、监督证券交易；对会员、上市公司进行监管；管理和公布市场信息以及中国证券监督管理委员会许可的其他职能。

9. 中国财务公司协会

中国财务公司协会于1994年正式成立，其前身是成立于1988年4月的全国财务公司联合会。中国财务公司协会是企业集团财务公司的行业自律组织，其业务主管是国务院银行业监督管理机构，社团登记机关是民政部。

中国财务公司协会的宗旨：遵守宪法、法律、法规和国家政策，遵守社会道德风尚；接受主管机关委托，组织财务公司贯彻执行国家的金融方针政策和法律法规，对财务公司进行同业自律管理，发挥财务公司与主管机关之间的桥梁纽带作用，维护财务公司的合法利益，促进财务公司的健康发展，服务我国经济建设。

10. 中国信托业协会

中国信托业协会成立于2005年5月，是全国性信托业自律组织，是非营利性社会团体法人。

中国信托业协会的宗旨：协会以促进会员单位实现共同利益为宗旨，遵守宪法、法律、法规和国家政策，依据《中华人民共和国信托法》《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律法规，认真履行自律、维权、协调、服务职能，发挥相关管理部门与信托业间的桥梁和纽带作用，维护信托业合法权益，维护信托业市场秩序，提高信托业从业人员素质，提高为会员服务的水平，促进信托业的健康发展。

11. 中国互联网金融协会

中国互联网金融协会是按照《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》的要求，由中国人民银行会同中国证券监督管理委员会等国家有关部门组织建立的国家级互联网金融行业自律组织。

中国互联网金融协会的成立得到了党中央、国务院的高度重视，是我国行业协会脱钩改革后第一个承担特殊职能的全国性行业协会，为建立全国性行业协会商会登记体制做了有益的探索。协会旨在通过自律管理和会员服务，规范从业机构市场行为，保护行业合法权益，推动从业机构更好地服务社会经济发展，引导行业规范健康运行。

协会单位会员包括银行、证券、保险、基金、期货、信托、资产管理、消费金融、征信服务以及互联网支付、投资、理财、借贷等机构，还包括一些承担金融基础设施和金融研究教育职能的机构，基本覆盖了互联网金融的主流业态和新兴业态。

12. 中国融资租赁企业协会

中国融资租赁企业协会于 2014 年 1 月 10 日在北京成立。该协会是由在中国境内注册的融资租赁企业、相关组织和人员组成的全国性、行业性、非营利性的社会组织，是该行业目前唯一的国家一级行业协会。协会业务主管单位为商务部。

融资租赁是一种集融资与融物为一体的新兴服务模式。近年来，我国融资租赁行业发展迅猛，规模逐步扩大，服务领域日益广泛，企业竞争力不断增强，在服务中小企业和促进实体经济发展方面发挥着积极作用。

协会的主要职责：提供政策咨询，建立信用体系，调解融资租赁业务纠纷，加强行业自律，维护企业的合法权益，促进我国融资租赁行业健康发展。

需要各种考试视频讲义、教材
请添加微信 13691453053

第四章　商业银行经营与管理

第一节　商业银行经营与管理概述

商业银行是以货币和信用为经营对象的金融中介机构。从法律规定上看，《商业银行法》定义商业银行是指依照该法和《中华人民共和国公司法》设立的吸收公众存款、发放贷款、办理结算等业务的企业法人。该定义界定了商业银行性质上为企业，其业务主要为吸收公众存款、发放贷款、办理结算。从金融理论上看，商业银行属于典型的间接融资主体，在金融体系中发挥着关键性作用，主要通过提供支付、储蓄、现金管理、信贷等，实现动员资金、管理风险、配置资源的金融功能。商业银行在金融体系中最大特点是可以通过吸收公众存款的形式动员资金资源，主要通过信贷形式承担金融风险。商业银行的特点主要体现为：①募集公众资金、高负债经营。银行的负债不视为外部融资，而是银行业务的一部分。②通过经营风险、提供金融服务获取利润。商业银行使资金从资金盈余方流向资金短缺方，将储蓄资金转化为实体经济的投资，通过承担风险获取风险溢价。③特许性和严格监管。《商业银行法》规定，未经国务院银行业监督管理机构批准，任何单位和个人不得从事吸收公众存款等商业银行业务，任何单位不得在名称中使用“银行”字样。商业银行依法接受国务院银行业监督管理机构的监管。

商业银行的经营是指商业银行对所开展的各种业务活动的组织和营销。商业银行的业务范围一直在发生变化，除吸收公众存款、发放贷款、办理结算等传统业务之外，金融创新日新月异。商业银行业务分类有多种角度，按照业务性质，可以分为负债业务、资产业务、中间业务和表外业务；按照客户类型，可以分为公司金融业务、零售金融和财富管理业务、资产管理业务、金融市场业务。本书从业务性质角度讲述，将商业银行业务分为负债业务、资产业务、中间业务和表外业务。

商业银行的管理是商业银行对所开展的各种业务活动的控制与监督。商业银行管理的内容主要包括：①资产负债管理；②资本管理；③风险管理与内部控制；④财务管理；⑤人力资源开发与管理。

一、商业银行经营与管理的原则

商业银行经营具有高负债率、高风险性以及受到严格监管等特点，这决定了其经营与管理原则不能是单一的，而是几个方面的统一。通常认为，商业银行经营与管理的原则就是在保证资金安全、保证资金流动的前提下，争取最大的盈利。1995 年颁布实施、2015 年修正后的《商业银行法》第四条规定，商业银行以安全性、流动性、效益性为经营原则。“三性原则”是商业银行经营与管理必须遵循的行为准则，在商业银行的各项业务活动中都要体现出来。

（一）安全性原则

安全性原则即要求银行在经营活动中必须保持足够的清偿能力，经得起重大风险和损失，能够随时应付客户提取，使客户对银行保持坚定的信心。和一般企业不同，商业银行负债经营的特点决定了其安全性原则在很大程度上取决于资产的规模、资产的结构以及资产的风险度和现金储备的数量。所以，为实现安全性目标，商业银行应该做到以下三点：①筹措足够的

自有资本，提高自有资本在全部资产中的比重；②合理安排资产规模和结构，提高资产质量；③遵纪守法，合法经营。

（二）流动性原则

流动性原则是指商业银行在业务运营过程中必须始终保持所必需的一定量的现金或变现能力强的资产，以备客户提取，防止出现兑付不了的情况。银行的流动性体现在资产和负债两个方面：资产的流动性，即银行资产在不受损失的条件下能够迅速变现的能力；负债的流动性，即银行在需要时能够及时以较低的成本获得所需资金的能力。为满足流动性要求，商业银行要做到以下三点：①调整资产结构，维持流动性较好资产的适度比例；②加强负债管理，注重从负债方面来满足银行经营的流动性要求；③加强流动性管理，实现流动性管理目标。

（三）效益性原则

效益性原则又称为盈利性原则，要求商业银行经营管理者在允许的情况下，尽可能地追求利润最大化。较高的盈利水平既为商业银行扩大规模、开拓业务提供资金支持，又给予股东较高的回报，带动商业银行股价上升，从而有利于商业银行资金的筹集。此外，较高的盈利水平还能够使商业银行提高声誉，增加公众对商业银行的信任，从而有利于保持商业银行同社会各界的良好关系，降低运营成本。商业银行追求效益的提高要做到以下三点：①减少非盈利资产，提高盈利资产的比重；②以尽可能低的成本，取得更多资金；③减少贷款和投资损失。

商业银行经营与管理的基本要求决定了商业银行在经营过程中必须遵循安全性、流动性和效益性“三性原则”。从本质上说，“三性原则”是对立统一的，它们共同保障了商业银行正常有效的经营活动。安全性是前提，流动性是条件，效益性是目的。只有安全性得到保障，才能够获得效益；只有资金能够正常流动，才能确立银行中立的地位，各项业务才能正常运转。所以安全性和流动性是保证银行获得效益的前提和条件。但是“三性原则”之间也存在矛盾，安全系数大的项目，通常盈利水平低；而安全系数小、风险大的项目，往往盈利水平高。所以安全性和流动性的提高必然削弱效益性；要提高效益性，安全性和流动性就会受到影响。对于商业银行管理者来说，一个重要的指导思想就是设法在这些互有冲突的原则之间寻求平衡，在保证资金的安全性和流动性的前提下，追求尽可能多的盈利。

二、我国商业银行经营与管理原则的发展变迁

随着社会主义计划经济向社会主义市场经济的转变和金融体制的不断改革，我国银行经营与管理原则大体经历了四个阶段。

（一）单一的贷款“三原则”阶段

中华人民共和国成立后至20世纪80年代初期，我国在计划经济体制下，国民经济实行高度集中管理、单一的计划调节和单一的银行信用，银行借鉴苏联经验，实行贷款“三原则”：①贷款必须按计划发放和使用；②贷款必须有适用适销的物资作为保证；③贷款必须按期归还。

（二）专业银行的贷款管理原则阶段

20世纪80年代初期至90年代中期，我国银行的二级银行体系逐步形成，各专业银行根据经济发展和改革的需要，对过去的贷款“三原则”进行了修订，制定新的贷款管理原则：①区别对待，择优扶持；②贷款按计划发放和使用；③贷款按期归还，分别计息。在计划调节中加入了市场调节的内容，增加了银行择优选择的自主性，并开始注重银行效益。

（三）商业银行经营与管理“三性原则”的初步确定阶段

20世纪90年代中期至21世纪初期，伴随着金融体制改革、金融结构变化以及金融业务

的发展，在1995年6月召开的全国银行业经营管理工作会议上，国家提出把银行工作的重点转移到加强经营管理和提高资金使用效益上来，尽快把我国专业银行办成具有国际先进经营管理水平的商业银行；要求各家银行认真执行金融方针、政策，在提高资金使用流动性、安全性的基础上，努力提高盈利水平。1995年7月1日起施行的《商业银行法》第四条规定，商业银行以效益性、安全性、流动性为经营原则，实行自主经营，自担风险，自负盈亏，自我约束。至此，统揽商业银行整个经营活动的经营与管理原则在我国初步得到确立。

（四）商业银行经营与管理“三性原则”的调整阶段

经过几十年的实践，特别是经历了1997年亚洲金融危机、2008年全球金融危机，人们对银行的安全性给予了更高的重视。在我国经济市场化程度不断提高的情况下，银行安全成为经济稳定发展的前提；同时，银行资产的流动性也显得日益重要，流动性是安全性的重要条件，也是效益性的保证。因此，2003年12月27日，第十届全国人民代表大会常务委员会第六次会议决定第一次修正《商业银行法》，将原来的“商业银行以效益性、安全性、流动性为经营原则，实行自主经营，自担风险，自负盈亏，自我约束”修改为“商业银行以安全性、流动性、效益性为经营原则，实行自主经营，自担风险，自负盈亏，自我约束”，这种调整更加符合我国市场经济发展和银行改革与经营的实际。2015年8月29日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十六次会议决定第二次修正《商业银行法》时，也继续使用上述表述。

三、我国商业银行的审慎经营规则

商业银行的经营过程必然包含内在的风险，这些风险无法避免和根除，只能加以管理和控制。因此，商业银行必须坚持审慎经营，使所从事业务的性质、规模及所承担的风险水平与其风险管理能力相匹配，将风险控制在可承受的范围内。《中华人民共和国银行业监督管理法》规定，银行业金融机构应当严格遵守审慎经营规则。

审慎经营规则又称审慎性经营规则，包括风险管理、内部控制、资本充足率、资产质量、损失准备金、风险集中、关联交易、资产流动性等内容。审慎性源于会计概念，是指企业的会计核算应当尽可能建立在稳妥可靠的基础上，尽可能减少经营者的风险负担，办法是尽可能低估企业的资产与收益，对可能发生的损失和费用则给予充分估计。商业银行的审慎经营是审慎性会计原则在金融业务经营活动中的具体运用，是指以审慎性会计原则为基础，真实、客观、全面地反映商业银行的资产价值和资产风险，负债价值和负债成本，财务盈亏和资产净值以及资本充足率等情况，真实、客观、全面地判断和评估商业银行的实际风险，及时监测、预警和控制商业银行的风险，从而有效地防范和化解金融风险，维护金融体系安全、稳定。

四、商业银行分业经营的原则

商业银行是实行分业经营还是混业经营，在理论和实践上一直存在争论，在全球范围内既存在分业经营又存在混业经营模式。金融业主要有银行业、信托业、证券业、保险业等子行业，如果金融业内的经营者只在单个行业内经营称为分业经营，如果同一金融机构跨银行业、证券业、保险业、信托业经营，其业务之间相互渗透、交叉，则属于混业经营。

我国商业银行实行分业经营原则，《商业银行法》规定，商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。

近年来，我国一些大型金融机构开展跨行业投资，形成了金融集团；还有部分非金融企业投资控股多家多类金融机构，成为事实上的金融控股公司。根据2020年发布的《金融控股公司监督管理试行办法》，金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类

型金融机构,自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。上述所称金融机构包括以下类型:①商业银行(不含村镇银行)、金融租赁公司;②信托公司;③金融资产管理公司;④证券公司、公募基金管理公司、期货公司;⑤人身保险公司、财产保险公司、再保险公司、保险资产管理公司;⑥国务院金融管理部门认定的其他机构。

五、商业银行金融创新原则

创新是商业银行业务发展的主线,我国商业银行虽然实行分业经营,但商业银行的业务随着市场发展、科技进步和监管政策的变化也在不断演变和创新。

按照2006年发布的《商业银行金融创新指引》,金融创新是商业银行为适应实体经济发展的要求,通过引入新技术、采用新方法、开辟新市场、构建新组织,在战略决策、制度安排、机构设置、人员准备、管理模式、业务流程和金融产品等方面开展的各项活动,最终体现在银行风险管理能力的不断提高,以及为客户提供的服务产品和服务方式的创造与更新。

①商业银行开展金融创新活动,应坚持合法合规的原则,遵守法律、行政法规和规章的规定。商业银行不得以金融创新为名,违反法律规定或变相逃避监管。②商业银行开展金融创新活动,应坚持公平竞争原则,不得以排挤竞争对手为目的,进行低价倾销、恶性竞争或其他不正当竞争。③商业银行开展金融创新活动,应充分尊重他人的知识产权,不得侵犯他人的知识产权和商业秘密;商业银行应制定有效的知识产权保护战略,保护自主创新的金融产品和服务。④商业银行开展金融创新活动,应坚持成本可算、风险可控、信息充分披露的原则。

第二节 商业银行经营

商业银行的经营是对其所开展的各种业务活动的组织和营销。各种业务包括负债业务、资产业务、中间业务和表外业务等。业务的组织就是经营活动在机构、人员、设施等方面的组合、构成,其表现形式就是业务的运营,更多地表现为物质方面的组合。而业务的营销则是在开拓市场,创造、推销新产品,开发新客户等方面经营活动的体现,更多地表现为脑力活动和无形资产的创造。

一、商业银行业务运营模式

(一)传统以网点为单位的业务运营模式

传统的业务运营模式是以层级管理为特征,以层级中的每一个业务单位(网点)为基础,以业务前中后台一体为核心的方式。前台是直接业务部门,主要包括客户部门和产品部门,直接面对、服务客户,负责设计和营销产品,赚取利润。中台包括风险管理部门、法律合规部门等,独立于前台,制定风险政策,提供风险和合规管理工具,既支持前台业务发展,又对前台进行管理和监控。后台一般包括信息技术部门、运营部门、人力资源部门等支持服务和具体操作部门。

(二)新型中后台集中式的业务运营模式

新型的业务运营模式在信息技术的有效支持下,将前台与中后台分离。前台的营业网点从会计核算型向服务营销型转变,其主要职责是产品营销、柜台服务;中后台主要职责是风险管理、合规管理、核心业务系统运行维护、集中处理非实时业务批量交易、财务核算以及业务稽核监督,包括集中运行、集中录入、集中交易、集中核算、集中金库和集中监督等事项。

新型的业务运营模式改变了过去每一网点都有后台的状况,将几个甚至十几个网点的后台集中在一起,形成一个后台中心。与传统的业务运营模式相比,新型业务运营模式具有实现

营业网点业务操作规范化和工序化、实现业务处理集约化和专业化、实现服务质量提高、实现运营效率有效提升、实现风险防范能力提高以及实现成本大幅降低等优点。

（三）商业银行业务运营模式的最新发展

随着互联网技术的发展，互联网技术在商业银行的运用逐渐深入，覆盖面也逐步扩大。在“互联网+”的浪潮下，商业银行不断探索通过在线业务平台，利用互联网或移动终端，实现资产端、交易端、支付端、资金端等业务的互联互通。在财富管理领域，理财产品线上销售、理财顾问智能评测的技术创新步伐不断加快；在中小企业和个人信贷领域，策略化、自动化的业务流程持续完善；在交易银行领域，基于电商技术的供应链金融、跨境金融不断发展；在资产证券化领域，简单、透明的资产证券化产品保持着较快增长，互联网金融交易所等创新交易方式、区块链等创新交易技术持续取得新的突破。

同时需要注意到，互联网与金融的融合，虽然对金融产品、业务、组织和服务等方面产生了深刻的影响，但其本质仍属于金融，并没有改变金融风险隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点。

（四）商业银行运营模式的未来发展

随着以第五代移动通信技术（5G）、区块链、物联网、大数据、云计算、人工智能等数字科技为引领的第四次工业革命的兴起，商业银行必须以有限的人力、物力等资源，以创新的金融服务快速响应客户不确定的金融需求。商业银行数字化转型的根本动机，是以数据流动的自动化来化解复杂环境的不确定性。

2022年，《中国银保监会办公厅关于银行业保险业数字化转型的指导意见》发布，要求银行保险机构从发展产业数字金融，推进个人金融服务数字化转型，提升金融市场交易业务数字化水平，建设数字化运营服务体系，构建安全高效、合作共赢的金融服务生态和加强数字化风控能力建设等方面推进业务经营管理数字化转型，同时要从健全数据治理体系、增强数据管理能力、加强数据质量控制、提高数据应用能力等方面全面提升数据治理与应用能力。

未来在“数据+算法”定义的世界中，商业银行以数据流动的自动化化解复杂系统的不确定性，对外部环境变化作出高效响应，最终提高资源配置的效率。

二、商业银行市场营销策略

市场营销是指商业银行以金融市场为导向，利用自己的资源优势，通过运用各种营销手段，把可盈利的金融产品和服务销售给客户，以满足客户的需求并实现盈利最大化目标的一系列活动。商业银行是以货币和信用为经营对象的金融中介机构，其业务的特殊性导致与一般工商企业的市场营销相比，它的市场营销更多地表现为一种服务营销。因此，商业银行市场营销的中心是客户，金融产品、价格、渠道和促销等的最终目标是能够满足客户的需求，并使商业银行获得盈利和发展。

（一）“4P”营销策略

20世纪70年代之前，金融市场竞争远没有现在激烈，当时商业银行市场营销还只是比较传统的营销方式，营销策略重视以金融产品为导向，而非以客户为导向。在这一时期，商业银行采取了“4P”营销策略，即产品（product）、价格（price）、渠道（place）和促销（promotion），主要是从供给方出发来研究市场的需求及变化。但是，随着产品、价格和促销等手段在银行间相互模仿，这种营销策略在实际运用中很难起到出奇制胜的作用。

（二）“4C”营销策略

20世纪70年代之后，随着信息技术的快速发展、金融管制的放松、金融风险的加大，新

的金融产品和金融机构不断涌现,商业银行面临的竞争日益激烈。竞争的加剧要求商业银行进一步走向市场,为客户提供更多、更全面的服务。在这一时期,商业银行采取了以追求客户满意为目标的"4C"营销策略,即消费者(consumer)、成本(cost)、便利(convenience)和沟通(communication)。商业银行建立了以客户需求为导向的市场营销模式,注重了解客户的金融服务需求、客户愿意为满足需求支付服务成本、客户使用所需服务的便利性,并能兼顾客户与商业银行的双重利益。

(三)"4R"营销策略

21世纪以来,随着经济全球化和金融自由化的深入,银行业的竞争更加激烈,如何与客户建立长期合作、积极互动、共同发展的稳定关系,成为银行应对竞争的重要手段。在这一时期,关系营销成为商业银行营销中备受重视的一种新的观念和做法。关系营销就是将商业银行与客户关系的建立、培养、发展作为营销的对象,不断发现和满足客户的需求,帮助客户实现和扩大其价值,并建成一种长期良好的关系基础。在这种情况下,商业银行采取了以竞争为导向的"4R"营销策略,即关联(relevance)、反应(reaction)、关系(relationship)和回报(reward)。这种营销策略的最大特点是以竞争为导向,根据市场不断成熟和竞争日趋激烈的形势,着眼于银行与客户互动与双赢,不仅积极地适应客户的需求,还要积极主动地创造需求,通过关联、关系、反应等形式与客户形成独特的关系,把企业与客户联系在一起,形成竞争优势。

三、商业银行负债业务

负债业务是商业银行形成资金来源的业务,是商业银行开展各项经营活动的重要基础。商业银行的负债主要包括存款和借款,其中最主要的是存款。在一定的金融法规监管条件下,存款经营是指充分组织银行的人力、物力来创造吸引存款的金融产品并将其销售出去的过程。因此,商业银行必须不断创新金融产品,开拓客户服务领域。

(一)存款经营的影响因素

影响存款经营的因素很多,主要有以下三个方面。

1. 支付机制的创新

支付机制是指用于资金转账,进行支付和债务结算的系统。支付机制的创新对商业银行的存款经营方式以及银行之间的竞争关系产生了重大影响。例如,美国在20世纪70年代至80年代出现了电子资金转账系统。这一支付机制的创新,使商业银行的存款经营由过去的三类存款方式向可转让提款指令账户、自动转账服务账户、超级可转让支付指令账户、货币市场账户和个人退休金账户等多种类型转化。活期存款与定期存款之间,以及银行与储蓄机构之间的传统差异,在很大程度上被支付体系的革新和银行法律方面的变化消除。支付机制的创新使商业银行的服务领域也大大拓展,如信用卡、储蓄卡发行的巨大增长,网上银行、电子银行的兴起等,极大地改变了我国商业银行存款经营的方式和内容。

2. 存款创造的调控

中央银行调控对商业银行存款资金影响巨大。商业银行能够通过贷款进行存款的创造,即以倍数扩张的方式来创造活期存款。而中央银行通过公开市场操作、调整存款准备金率等,能够影响商业银行的放贷能力,调节商业银行派生存款创造,进而影响其存款的增减。

3. 政府的监管措施

政府的监管对于存款经营具有重要的影响。政府通过相关的机构对银行进行监管是为了维护银行体系的稳定,促进银行业的竞争以及保护银行的所有权人、管理人和消费者的利益。由于涉及公众利益,政府对存款业务的监管尤为严格,主要包括中央银行对利率的规定、存款

保险制度的约束、数字货币的管理、电子资金转账系统等清算系统的法律责任规定等。

（二）存款经营的衍生服务：现金管理

现金管理服务包括商业银行向存款人提供告知其账户中的可用资金情况、投资选择建议、整合存款人的各个账户余额以实现其利息收益的最大化等方面的服务。具体而言，商业银行提供的现金管理服务，是将收款、付款、账户管理、信息服务、投资、融资等产品进行有效组合，为客户提供全面的现金流出、流入、留存管理，协助客户提高资金使用效率，降低资金成本，增加资金收益。现金管理服务是商业银行吸引优质客户、拓展市场份额，直至获取利润的一种重要手段。需要这种服务的客户多是大型的国内公司、跨国企业、政府机构及其他存款人。当前，越来越多的大型企业特别是集团型企业更加注重现金管理对其经营发展的重要性，由此也要求为其服务的商业银行提供更加周到的现金管理服务。

四、商业银行贷款业务

贷款业务是商业银行传统业务之一。贷款业务的全过程包括：不断创新贷款产品及相关产品，使之适应客户需要；选择和准入贷款客户；贷款发放后持续与客户合作开展贷后管理，直至最终收回所发放贷款；对无法全额回收的贷款还需要开展清收处置。

（一）创新产品和结构安排

从营销的角度来说，贷款业务需要不断有新产品。贷款产品的品种相对稳定，但这并不妨碍商业银行根据客户的需要灵活安排贷款，甚至为客户量身定做适合的贷款（如抵押品贷款、资金偿还计划等），在此过程中就会产生一些新的贷款产品。

进行合理贷款结构安排的重要性并不亚于创新贷款产品，根据客户现金流合理安排贷款结构，对于贷款客户能够按期偿还贷款是十分必要的。

（二）选择和准入贷款客户

从贷款经营的角度看，选择贷款客户的实质是选择市场和开拓市场。商业银行要具有战略眼光，在选择客户上要善于发展和培养那些潜在的优质客户。

具体贷款客户的选择主要从以下两个方面着手。

（1）客户所在的行业。按照产业发展理论，在一定时期内各行业发展的前景是不同的，因此，选择良好的客户首先要注意其所在行业的前景，客户所在的行业是属于朝阳行业还是属于夕阳行业。同时也要注意，由于行业发展变化有其自身的规律，故在行业选择上不能绝对化。

（2）客户自身情况及贷款用途方面。①客户的资信状况。个人客户、企业客户的信用记录，乃至企业的领导者品德是否优良都将决定贷款最终能否回收。②客户的财务状况。这决定其日后的现金流能否支撑按时归还贷款。③客户所要投资项目的优劣、市场前景如何等。

要完成对客户本身及项目的了解，银行的信贷人员通常要完成三个步骤。①贷款面谈，即有效鉴别客户身份，了解借款的真实用途，调查客户的信用状况和还款能力，确保所提供的贷款信息的真实性，从而有效防范贷款风险。②信用调查，即确定客户的贷款申请是否符合本银行的信贷政策，以及客户的信用状况。对客户进行信用调查通常采用信用的“5C”标准，即品格（character）、偿还能力（capacity）、资本（capital）、经营环境（condition）和担保品（collateral）。③财务分析，包括获取企业的会计核算和报表资料及其他相关资料，采用一系列专门的分析技术和方法，对企业过去和现在的盈利水平、营运能力、偿债能力和增长能力状况等进行分析与评价。

(三)交叉销售银行的其他产品

在如今竞争日益激烈的金融服务市场上,交叉销售银行其他产品和服务显得十分重要。与客户进行的贷款谈判,为银行提供了创造更多交叉销售的机会。贷款谈判可能形成两类交叉销售机会。①由贷款发放本身所引起的。例如,银行发放贷款时要求客户维持一定账户余额,以此作为某项贷款定价的条件。那么,这就等于向客户销售了另外一项银行产品。②通过贷款谈判了解到客户新的需求或另外的客户。例如,在谈判中,客户可能提到自己正打算开发新的项目,而这可能导致一种对定期贷款或长期性流动资金贷款的需求。

(四)贷后管理

贷后管理是指客户实际使用授信到本息收回或该授信完全终止前的各种检查工作。检查对象包括借款人及其主要关联企业、担保人以及抵(质)押物、项目贷款对应的项目等。

正常授信项目的贷后管理主要包括信贷资金监控、客户回访以及其他检查等方式。信贷资金监控既包括监控资金流向、确保资金用途符合授信要求,也包括还款资金回流监控、确保资金按照封闭管理要求回流监管账户。客户回访阶段,客户经理要积极收集掌握财务资料和有关信息,检查企业生产经营及变化情况,对重大变化要及时进行调查和核实,分析对授信风险的影响,并将核实、分析的情况反映在授信后客户回访报告中。对于在生产经营中出现明显风险信号的关注类、问题类客户,要进行专项回访。其他检查包括检查担保人财务及变动状况,检查同业授信变化情况等。

问题授信项目贷后管理的重点在于了解客户的还款意愿、还款资金来源情况、经营情况是否好转、拥有的有价值资产情况等方面,对业务的风险状况及时进行估计调整,提出控制和降低风险的具体措施等。

(五)不良金融资产处置

根据2005年发布的《不良金融资产处置尽职指引》,不良金融资产指银行业金融机构和金融资产管理公司经营中形成、通过购买或其他方式取得的不良信贷资产和非信贷资产,如不良债权、股权和实物类资产等。不良金融资产处置指银行业金融机构和金融资产管理公司对不良金融资产开展的资产处置前期调查、资产处置方式选择、资产定价、资产处置方案制定、审核审批和执行等各项活动。

传统不良资产处置方式包括清收、不良贷款重组、转让卖断、债转股等。此外,自2016年年初国务院批准开展不良资产证券化试点以来,试点进程持续推进,通过市场化手段提高不良资产价格发现能力和透明度,对拓宽不良资产处置渠道,有效盘活信贷存量,提升服务实体经济质效有积极意义。采取必要措施和实施必要程序之后,金融企业可根据财政部发布的《金融企业呆账核销管理办法》实施呆账核销,将认定的呆账冲销已计提的资产减值准备或直接调整损益,并将资产冲减至资产负债表外。

五、商业银行中间业务和表外业务

中间业务是指不构成银行表内资产、表内负债,形成银行非利息收入的业务,包括收取服务费和代客买卖业务,如理财业务、咨询顾问、基金和债券的代理买卖、代客买卖资金产品、代理收费、托管和支付结算等。表外业务按照现行的会计准则不计入资产负债表,不形成表内资产负债,但有可能引起损益变动,如担保承诺、代理投融资服务等。

(一)商业银行中间业务经营观念的变化

在西方发达国家由分业经营转向混业经营的过程中,商业银行中间业务的地位日益提高,逐渐成为商业银行收入的重要来源之一。这与其经营观念的不断更新与发展有直接关系。西

方发达国家商业银行中间业务经营观念的变化经历了三个阶段。

第一阶段是20世纪50年代至70年代末，当时流行资产负债综合管理，各商业银行为了寻找利润增长新途径而开展中间业务，没有对中间业务加以战略性思考。此时仅限于开办诸如承兑担保、信用证、外汇买卖等中间业务。

第二阶段是20世纪70年代末至80年代末，中间业务大规模兴起。相关资料显示，美国花旗银行等28家大银行1989年的中间业务额占其资产总额的58.5%。

第三阶段是20世纪80年代末以来，中间业务收入进入快速增长阶段。一些发达国家银行的中间业务收入对银行总收入的占比在30%以上，有的超过50%，甚至在70%以上。

我国商业银行在改革开放之前，以经营传统的存贷款业务为主，中间业务没有受到重视，业务发展严重滞后。自改革开放至1994年，我国商业银行陆续开展中间业务，但总体发展较慢，仍然局限在传统的中间业务范围内。自1994年以来，各家商业银行逐渐认识到发展中间业务的重要性，并将其视为拓展生存与发展空间、提高综合竞争力、应对外资银行大量进入所带来挑战的重要举措。这期间我国商业银行的中间业务得到了很大发展。

随着我国市场经济和金融体制改革的深入发展，商业银行以经济资本为核心的风险与效益约束机制，以及以价值最大化为目标的综合经营发展模式正在逐步形成。虽然长期以来，巨额的存贷利差一直是我国商业银行盈利的基础，但随着我国利率市场化进程的逐步推进，银行业竞争愈加激烈，商业银行已经意识到仅靠获得传统的存贷利差收入很难保持长期竞争力，在较长一段时间内，发展中间业务将是商业银行提高盈利水平、改善客户结构、增强核心竞争能力的重要手段。

（二）发展中间业务的主要原则

1. 不断提升中间业务的金融创新能力

中间业务发展的基础是中间业务创新。我国商业银行要在竞争中求生存、求发展，就必须加大产品的研发和创新力度。要以市场为导向，分析市场发展趋势，积极研发能够满足市场需求、发展潜力大、风险小、成本低、收益高的中间业务品种。除在传统存款、贷款、票据、投资、结算、担保等基础上进行创新外，还应该创新技术含量高、不易模仿的金融产品及组合。

2. 不断提升中间业务的金融科技化、信息化和数字化水平

中间业务的大力发展离不开金融科技的支持，与金融信息化、数字化水平息息相关。因此，商业银行应当积极发展和利用信息网络技术，全面提升中间业务的软硬件环境，为客户提供快捷优质的金融产品与服务。

3. 重视开展关系营销，与客户建立更加稳定的关系

要做好中间业务经营，还要特别注意加强市场调查，开拓和发展客户，与客户建立更稳定的关系，适应市场和客户的实际需要。要实现这一点，做好关系营销十分重要。

4. 注重人才培养，提高专业人员素质

中间业务经营对专业人员素质有着较高的要求，因此，商业银行要加强对业务人员的培训，提高服务水平，确保消费者的合法权益得到保护，并使商业银行自身最大限度地防范业务开展过程中的信用风险、市场风险、操作风险、法律风险、声誉风险等各类风险。

（三）表外业务与中间业务的联系和区别

表外业务和中间业务两者均不构成表内资产和负债，但中间业务主要以客户委托为前提、由商业银行为客户办理支付和其他委托事项而收取手续费；表外业务则是可能影响银行当期损益，改变银行资产报酬率的经营活动。相对传统业务而言，中间业务具有以下特点：不运用

或不直接运用银行的自有资金;不承担或不直接承担市场风险;以接受客户委托为前提,为客户办理业务;以收取服务费(手续费、管理费等)、赚取差价的方式获得收益;种类多、范围广,在商业银行营业收入中所占的比重日益上升。

六、商业银行理财业务

2018年9月,中国银行保险监督管理委员会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》(以下简称《办法》)是中国银行保险监督管理委员会落实《资管新规》的重要举措,有利于细化银行理财监管要求,消除市场不确定性,稳定市场预期,加快新产品研发,推动银行理财业务规范转型,实现可持续发展。

《办法》对商业银行理财业务和理财产品做了严格界定。理财业务是指商业银行接受投资者委托,按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担和收益分配方式,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。理财产品是指商业银行按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的非保本理财产品。

(一)商业银行理财业务的发展历程

截至2021年年底,我国银行理财市场规模达到29万亿元。根据我国投资理财服务市场兴起与发展的背景特点,我国商业银行理财业务的发展可分为以下五个阶段。

1. 萌芽起步阶段(1996—2001年)

从1996年下半年到2001年,中国人民银行将存款利率累计下调了5.73%,并从1999年起开征20%的利息税。这导致储蓄资金开始在市场中寻找新的投资产品,以获取更高收益。在此期间,国内少数银行尝试开展了个人理财业务,但由于居民对理财产品的需求尚未形成、理财市场制度平台存在缺失,该业务并未大规模开展,仅处于萌芽起步阶段。

2. 创新拓展阶段(2002—2005年)

自2001年年底我国加入世界贸易组织之后,金融业改革开放进程快速推进,逐步取消对金融创新活动的管制,各领域的市场竞争日趋激烈,这为金融机构的创新和发展提供了良好的环境,为理财市场的发展和壮大提供了动力。在这段时期,尽管我国银行理财产品起步晚,但发展势头良好,多家银行纷纷推出了自己的外汇和人民币理财产品。

3. 加速发展阶段(2006—2009年)

当社会财富达到一定水平后,以存款为主的单一财富结构已不能满足居民日益丰富的理财需求,财富结构多元化势在必行。2006年正是这一转型期的开端,理财产品发售规模和数量开始高速增长、产品种类日益丰富。同时,经过萌芽起步阶段和创新拓展阶段的理财市场,在理财产品设计和发行、机构的经营和运作等方面都具备了比较完善的制度规范。

4. 规模扩充阶段(2010—2013年)

在利率市场化稳步推进的背景下,商业银行开始更加重视发展理财业务,并意识到理财业务是商业银行转型的方向之一,大力发展理财业务已成为各商业银行的共识。在这个阶段,参与发行理财产品的银行数量、银行种类明显增加,产品发行数量、规模高速增长。2013年,《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(已失效)发布,开始对理财业务投资运作、防范化解理财业务风险提出规范化要求。

5. 转型规范阶段(2014年至今)

随着理财产品发行数量和资金规模的急剧膨胀,银行理财业务的结构性问题日益凸显,理财业务的风险不断积聚,防范理财业务风险已成为当务之急。与此同时,推动理财业务向资管转型成为行业不断凝聚的共识。在《资管新规》引导下,理财产品不断向净值化转型,理财

业务通过转换产品形态、转变收费模式及规范信息披露等方式回归“代客理财”的本质。截至2021年年底，保本理财产品规模已由《资管新规》发布时的4万亿元压降至零。商业银行有望与基金、保险、券商等泛资管机构良性竞合，共同构建资管行业新格局。2022年受债务市场调整影响，银行理财规模出现明显下滑。

（二）商业银行理财业务的经营原则

银行理财业务在丰富金融产品供给、满足投资者资金配置需求、推动利率市场化等方面发挥了积极作用，坚持科学合理的经营原则是规范理财业务运行、保护投资者合法权益和促进理财业务健康发展的保障。为了解决理财业务快速发展过程中的业务运作不够规范、投资者适当性管理不到位、信息披露不够充分、尚未真正实现“卖者有责”基础上的“买者自负”等问题，《办法》提出，商业银行开展理财业务，应当诚实守信、勤勉尽职地履行“受人之托、代人理财”职责，投资者自担投资风险并获得收益。商业银行开展理财业务，应当遵守成本可算、风险可控、信息充分披露的原则，严格遵守投资者适当性管理要求，保护投资者合法权益。

（三）商业银行理财产品的分类

商业银行理财产品财产独立于管理人、托管机构和其他参与方的固有财产，因理财产品财产的管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产，均归入银行理财产品财产。

1. 根据募集方式分类

根据募集方式的不同，理财产品可分为公募理财产品和私募理财产品。公募理财产品是指商业银行面向不特定社会公众公开发行的理财产品。私募理财产品是指商业银行面向合格投资者非公开发行的理财产品。

合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只理财产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人、法人或者依法成立的其他组织：①具有2年以上投资经历，且满足家庭金融净资产不低于300万元人民币，或者家庭金融资产不低于500万元人民币，或者近3年本人年均收入不低于40万元人民币；②最近1年年末净资产不低于1000万元人民币的法人或者依法成立的其他组织；③国务院银行业监督管理机构规定的其他情形。

私募理财产品的投资范围由合同约定，可以投资于债权类资产和权益类资产等。权益类资产是指上市交易的股票、未上市企业股权及其受（收）益权。

2. 根据投资标的分类

根据投资标的的不同，理财产品可分为固定收益类理财产品、权益类理财产品、商品及金融衍生品类理财产品和混合类理财产品。固定收益类理财产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%；权益类理财产品投资于权益类资产的比例不低于80%；商品及金融衍生品类理财产品投资于商品及金融衍生品类资产的比例不低于80%；混合类理财产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产，且任一资产的投资比例未达到前三类理财产品标准。

3. 根据运作方式分类

根据运作方式的不同，理财产品可分为封闭式理财产品和开放式理财产品。封闭式理财产品是指有确定到期日，且自产品成立日至终止日期间，投资者不得进行认购或者赎回的理财产品。开放式理财产品是指自产品成立日至终止日期间，理财产品份额总额不固定，投资者可以按照协议约定，在开放日和相应场所进行认购或者赎回的理财产品。

商业银行发行投资衍生产品的理财产品的，应当具有衍生产品交易资格；商业银行开展理财业务涉及外汇业务的，应当具有开办相应外汇业务的资格。

(四)商业银行理财产品的管理

1. 管理体系与管理制度

商业银行总行应按照要求,在全国银行业理财信息登记系统对理财产品进行集中登记,商业银行应当确保本行理财产品登记信息的真实性、准确性、完整性和及时性。信息登记不齐全或者不符合要求的,应当进行补充或者重新登记。

商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务。暂不具备条件的,商业银行总行应当设立理财业务专营部门,对理财业务实行集中统一经营管理。商业银行开展理财业务,应当确保理财业务与其他业务相分离,理财产品与其代销的金融产品相分离,理财产品之间相分离,理财业务操作与其他业务操作相分离。

商业银行开展理财业务,应当确保每只理财产品与所投资资产相对应,做到每只理财产品单独管理、单独建账和单独核算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池理财业务。商业银行开展理财业务,应当遵守市场交易和公平交易原则,不得在理财产品之间、理财产品投资者之间或者理财产品投资者与其他市场主体之间进行利益输送。

2. 销售管理

商业银行理财产品销售是指商业银行将本行发行的理财产品向投资者进行宣传推介和办理认购、赎回等业务活动。商业银行销售理财产品,应当加强投资者适当性管理,向投资者充分披露信息和揭示风险,不得宣传或承诺保本保收益,不得误导投资者购买与其风险承受能力不相匹配的理财产品。商业银行理财产品宣传销售文本应当全面、如实、客观地反映理财产品的重要特性,充分披露理财产品类型、投资组合、估值方法、托管安排、风险和收费等重要信息,所使用的语言表述必须真实、准确和清晰。

商业银行发行理财产品,不得宣传理财产品预期收益率,在理财产品宣传销售文本中只能登载该理财产品或者本行同类理财产品的过往平均业绩和最好、最差业绩,并以醒目文字提醒投资者“理财产品过往业绩不代表其未来表现,不等于理财产品实际收益,投资须谨慎”。

商业银行应当采用科学合理的方法,根据理财产品的投资组合、同类产品过往业绩和风险水平等因素,对拟销售的理财产品进行风险评级。理财产品风险评级结果应当以风险等级体现,由低到高至少包括一级至五级,并可以根据实际情况进一步细分。

商业银行应当对非机构投资者的风险承受能力进行评估,确定投资者风险承受能力等级,由低到高至少包括一级至五级。商业银行不得在风险承受能力评估过程中误导投资者或者代为操作,确保风险承受能力评估结果的真实性和有效性。商业银行只能向投资者销售风险等级等于或低于其风险承受能力等级的理财产品,并在销售文件中明确提示产品适合销售的投资者范围,在销售系统中设置销售限制措施。

商业银行应当根据理财产品的性质和风险特征,设置适当的期限和销售起点金额。

商业银行发行公募理财产品的,单一投资者销售起点金额不得低于1万元。

商业银行发行私募理财产品的,合格投资者投资于单只固定收益类理财产品的金额不得低于30万元,投资于单只混合类理财产品的金额不得低于40万元,投资于单只权益类理财产品、单只商品及金融衍生品类理财产品的金额不得低于100万元。

商业银行只能通过本行渠道(含营业网点和电子渠道)销售理财产品,或者通过其他商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构代理销售理财产品。商业银行通过营业场所向非机构投资者销售理财产品的,应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定实施理财产品销售专区管理,并在销售专区内对每只理财产品销售

过程进行录音录像。

3. 投资运作管理

商业银行理财产品可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。

商业银行理财产品不得直接投资于信贷资产,不得直接或间接投资于本行信贷资产,不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品,不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券。

商业银行面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券。

商业银行不得发行分级理财产品。

理财产品销售文件应当载明产品类型、投资范围、投资资产种类及其投资比例,并确保在理财产品成立后至到期日前,投资比例按照销售文件约定合理浮动,不得擅自改变理财产品类型。

4. 信息披露

商业银行应当在本行营业网点或官方网站建立理财产品信息查询平台,收录全部在售及存续期内公募理财产品的基本信息。

商业银行应当及时、准确、完整地向理财产品投资者披露理财产品的募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。

(五)我国商业银行理财业务的发展趋势

随着我国社会财富的快速增长、社会融资结构的深刻变化、利率市场化的持续推进、大资管时代的到来,商业银行理财业务也面临着前所未有的发展机遇和挑战。

1. 理财业务加速转型

随着利率市场化的加快推进,以及互联网金融等新技术的冲击,传统理财业务赖以生存和发展的客观基础发生了根本性转变,理财业务面临着巨大的转型压力。从目前的趋势看,商业银行理财业务转型的方向体现出以下八个特征:①从存款替代型理财向真正的代客理财回归;②理财服务范围从单一理财服务向全面财富管理转变;③理财产品形态从预期收益型向净值收益型转变;④理财投资类型从债务型向权益型转变;⑤理财投资范围从在岸向离岸与在岸并驱转变;⑥理财投资策略从被动投资组合向主动投资组合转变、从持有资产向交易资产转变;⑦从静态流动性管理向动态流动性管理转变;⑧理财业务风险控制从信贷模式向综合模式转变。

2. 理财投资工具推陈出新

资产证券化和理财直接融资工具的加速推出,将明显改变理财资金的运用形态。我国资产证券化正在快速推进,非标资产标准化进程也在加速,再加上市政债券等新型金融工具的推出,标准化债务工具品种将大大丰富。2013 年,中国银行业监督管理委员会推出了理财直接融资工具,这是一种由商业银行设立、直接以单一企业的债权类融资项目为投资方向、在中央结算公司统一托管、在银行间公开交易、在指定渠道进行公开信息披露的标准化投资工具。商业银行理财资金运用将更加多元化、标准化,资金运用形态也将随之发生较大变化,资产配置的灵活性、多样性将显著增强。

3. 客户群体加速迁移

理财客户群将加速向高净值个人客户与机构投资者迁移。随着利率市场化的推进,低风险、低收益理财产品大量回归存款后,普通个人理财客户规模将明显减少。高净值个人客户与机构投资者的资产管理需求,将成为银行资产管理业务发展的主要动力。

4. 渠道体验持续提升

未来电子渠道理财业务的发展,将更加注重客户体验的提升。近年来,随着互联网理财的迅猛发展和银行理财产品同质化的加剧,提升客户体验引发广泛关注。互联网理财呈现的趋势是"谁的产品好用,客户就用谁的产品"。作为理财销售的主渠道,电子渠道在加快完善理财功能的同时,更要专注打造细节,不断优化业务流程,持续提升客户体验。

第三节 商业银行管理

一、资产负债管理

资产负债管理是现代商业银行管理的基础和核心,其理论始终围绕商业银行的"三性原则"(安全性、流动性和效益性)展开。我国商业银行资产负债管理制度是随着经济体制改革、金融体制改革的深化而演变发展的。1994 年以来,商业银行开始全面推行资产负债比例管理制度,按照资金来源制约资金运用、资产与负债总量平衡的原则,运用目标管理和资产负债比例体系,对银行所经营的各类资产和负债进行规范化、科学化的管理,使之在总量上和结构上保持合理优化配置,最终实现资金的安全性、流动性、效益性的有机统一,从而提高银行综合运筹资金的能力和经营管理水平。

(一)商业银行资产负债管理理论

资产负债管理是商业银行对其资金运用和资金来源的综合管理,是现代商业银行的基本管理制度。西方商业银行的资产负债管理理论经历了以下三个主要发展阶段。

1. 资产管理理论

资产管理理论是以商业银行资产的安全性和流动性为重点的经营管理理论。这一理论的核心是认为商业银行的利润主要来源于资产业务,负债主要取决于客户的存款意愿,商业银行只能被动接受。因此,商业银行经营管理的重点是资产业务。资产管理理论产生于商业银行经营的初级阶段,是在"商业性贷款理论""资产转移理论"和"预期收入理论"基础上形成的。由于这一理论有利于防止、减少贷款投资的盲目性,增强商业银行资产的安全性和流动性,因而在西方发达国家商业银行长期盛行至 20 世纪 60 年代,有力地推动了商业银行资产业务的发展。

2. 负债管理理论

负债管理理论是以负债为经营重点来保证流动性的经营管理理论。这一理论认为,商业银行在保持流动性方面,没有必要完全依赖建立分层次的流动性储备资产,一旦需要资金周转,可以向外举借,只要市场上能借到资金,就可以大胆放款争取高盈利。由于这一理论弥补了资产管理理论只能在既定负债规模内经营资产业务,难以满足经济迅速发展对资金需求扩大的局限性,负债管理理论在 20 世纪 60 年代至 70 年代初期很快风靡西方各国,除传统存款业务以外,商业银行可以以发行大额可转让定期存单的方式来弥补活期存款和定期存款的局限性,从而保持资金的流动性;同时还可积极向中央银行办理再贴现借款,发展同业拆借,利用各种金融债券向公众借款;此外,还可以通过其代理银行或代理人向国外银行或国际金融市场借款。根据负债管理理论,商业银行不用储存大量的流动性资金,这样商业银行就能把更多的

资金投放在效益更好的贷款或其他方面。

3. 资产负债管理理论

资产负债管理理论认为,在商业银行经营管理中,不能偏重资产和负债的某一方,高效的商业银行应该是资产和负债管理双方并重的。这一理论的基本要求是,通过资产、负债结构的共同调整,协调资产、负债项目在利率、期限、风险和流动性方面的合理搭配,以实现安全性、流动性、效益性的最佳组合。

资产负债管理理论是在20世纪70年代末产生的。无论是资产管理理论还是负债管理理论,在保证安全性、流动性和效益性的均衡方面,都存在一些不足。资产管理理论过于偏重安全性与流动性,不利于鼓励银行家的进取精神,在效益方面没有突破性进展。负债管理理论能够比较好地解决流动性和效益性的矛盾,能够鼓励银行家不断开拓与创新,但往往给经营带来很大风险,使流动性、安全性与效益性之间不能很好地协调。而资产负债管理理论则把资产、负债作为一个整体的、科学的管理体系来研究,所以这一理论是目前现代商业银行最为流行的经营管理理论。

(二)商业银行资产负债管理的基本原理

1. 规模对称原理

规模对称原理是指商业银行资产运用的规模必须与负债来源的规模相互对称、相互平衡。这种平衡并非简单的对等,而是一种建立在合理效益增长基础上的动态平衡。

2. 结构对称原理

结构对称原理与规模对称原理一样,是一种动态资产结构与负债结构的相互对称和相互平衡。商业银行可以根据经济条件和经营环境的变化来调整资产结构,从而保证安全性、流动性和效益性的最佳平衡。

3. 速度对称原理

速度对称原理即偿还期对称原理,是指商业银行资产分配应根据资金来源的流转速度来决定,商业银行资产与负债偿还期应保持一定程度的对称关系。作为对称原理的具体运用,这种原理提供了一个计算方法:用资产的平均到期日和负债的平均到期日相比,得出平均流动率,如果平均流动率大于1,表示资产运用过度;反之则表示资产运用不足。

4. 目标互补原理

目标互补原理是指商业银行经营目标中的安全性、流动性和效益性三方面的均衡不是绝对的平衡,而是可以互相补充的。流动性和安全性的降低,可以通过效益性的提高来补偿,但这种补偿是有条件的,即要在一定的经济条件下和经营环境中,才不至于影响总目标的实现,这要视不同历史条件下商业银行经营的不同要求来决定。

5. 利率管理原理

利率管理原理有两个方面。

(1)差额管理。差额管理是使固定利率负债大于固定利率资产的差额,与变动利率负债小于变动利率资产的差额相适应,从而不断保持商业银行安全性、流动性和效益性的均衡。

(2)利率敏感性资产与负债管理。它是指由于市场利率的频繁变动,商业银行为了减少因利率变动造成的损失,并能够在利率变动情况下增加盈利,就要在利率敏感性资产和负债两方面进行比较,根据对市场利率变动的预测,相应地对敏感性资产和负债进行调整,以取得较多的盈利。

6. 比例管理原理

比例管理通过各类比例指标体系约束资金运营。比例指标一般分为三类,即安全性指标、流动性指标和效益性指标。据此对资产和负债实行综合管理、分类控制。

(三)商业银行资产负债管理的基本内容

1. 资产管理

商业银行资产管理主要由以下三部分组成。

(1)贷款管理。贷款是商业银行最主要的资产和最主要的资金运用,贷款管理是商业银行资产管理的重点,其主要内容有贷款风险管理、贷款利率管理、贷款期限结构管理、信用贷款和抵押贷款比例管理、关联交易管理等。目前,我国商业银行信贷管理一般实行集中授权管理(总行统一制定信贷政策)、统一授信管理(控制融资总量及不同行业、不同企业的融资额度)、审贷分离、分级审批、贷款管理责任制相结合,以切实防范、控制和化解贷款业务风险。

(2)债券投资管理。随着债券市场的迅速发展,债券投资已成为我国商业银行的一种重要资产形式。与贷款相比,债券的流动性要强得多;与现金资产相比,债券的效益性要高得多。因此,债券投资是商业银行平衡银行流动性和效益性的重要工具。我国商业银行债券投资的对象主要包括国债、地方政府债券、金融债券、中央银行票据、资产支持证券、企业债券和公司债券等。

(3)现金资产管理。现金资产是指商业银行持有的库存现金,以及与现金等同的可随时用于支付的银行资产。我国商业银行的现金资产主要包括三项。①库存现金。这是指商业银行保存在金库中的现钞和硬币,用来支付客户提现和商业银行本身的日常零星开支。②存放中央银行款项。这是指商业银行存放在中央银行的资金,即存款准备金(包括法定存款准备金和超额存款准备金)。③存放同业及其他金融机构款项。这是指商业银行存放在其他银行和非银行金融机构的存款,用于在同业之间开展代理业务和结算收付。

2. 负债管理

商业银行负债管理主要包括存款管理和借入款管理。

(1)存款管理。存款是银行对存款人的负债,是银行最主要的资金来源。存款管理是商业银行负债管理的重点,主要内容有三个方面。①对吸收存款方式的管理,其目的是扩大存款来源,优化存款结构,使存款与相应的资产相匹配。②存款利率管理,其目的是在吸引存款客户与降低吸收存款成本之间寻求一个最佳均衡点。③存款保险管理,商业银行参加存款保险,可以在破产时,及时清偿债务,从而保护存款人的利益和维护金融秩序的稳定。

(2)借入款管理。商业银行的借入款包括短期借款和长期借款两种:前者是指期限在一年或一年以内的借款,主要包括同业拆借、证券回购和向中央银行借款等;后者是指期限在一年以上的借款,一般采用发行金融债券的形式,主要包括发行普通金融债券、次级金融债券、混合资本债券和可转换债券等。借入款管理的管理内容是:严格控制特定目的的借入款;分散借入款的偿还期和偿还金额,以减轻流动性过于集中的压力;借入款应控制适当的规模和比例,并以增加短期债券为主,增强借入款的流动性;在保证信誉的前提下,努力扩大借入款的渠道或后备渠道,以保证必要时能扩大资金来源。

(四)资产负债管理的指标体系

为了增强商业银行自我约束和自我发展能力,中国人民银行于1994年开始对商业银行的资本充足率、存贷比等资产负债指标实施比例管理。1996年,中国人民银行印发了《商业银行资产负债比例管理监控、监测指标和考核办法》,将考核指标分为监控性指标和监测性指标,并

把外币业务、表外项目纳入考核体系。2003年，中国银行业监督管理委员会提出了“管风险、管法人、管内控、提高透明度”的监管新理念，强调坚持以风险为核心的监管内容。自2006年1月1日起，《商业银行风险监管核心指标（试行）》实施（《商业银行资产负债比例管理监控、监测指标和考核办法》同时废止），建立了风险水平、风险迁徙和风险抵补三方面的指标体系。2008年全球金融危机发生之后，巴塞尔银行监管委员会及各国监管当局对金融监管制度和监管工具进行了系统反思，并进行了一系列监管制度变革。为体现新形势下大型银行的改革发展和风险特征，提高大型银行监管的针对性和有效性，中国银行业监督管理委员会于2010年年初探索创立了“腕骨”（CARPALS）监管指标体系。该体系由资本充足性（capital adequacy）、贷款质量（asset quality）、风险集中度（risk concentration）、拨备覆盖（provisioning coverage）、附属机构（affiliated institutions）、流动性（liquidity）、案件防控（swindle prevention and control）七大类十三项指标构成，它将2008年全球金融危机后国际关注较多的杠杆率、流动性覆盖率、净稳定融资比例等资产负债指标纳入监管，进一步丰富了资产负债管理的指标体系。

（五）资产负债管理的方法和工具

现代商业银行的资产负债管理体系是一个复杂的系统，它必须以科学的分析方法、先进的管理工具和有效的管理手段为支持。目前，国际银行业较为通行的资产负债管理方法主要包括三种基础管理方法（缺口分析、久期分析、外汇敞口与敏感性分析）和两种前瞻性动态管理方法（情景模拟和流动性压力测试）。

缺口分析是商业银行衡量资产与负债之间重新定价期限和现金流量到期期限匹配情况的一种方法，主要用于利率敏感性缺口和流动性期限缺口分析。前者衡量一定时期内到期或需重新定价的资产与负债之间的差额，后者用于定期计算和监测同期限内到期的资产与负债差额。以利率敏感性缺口为例，如果某一时期内到期或需重新定价的资产大于负债，则为正缺口，反之则为负缺口。在利率上升的环境中，保持正缺口对商业银行是有利的，因为资产收益的增长要快于资金成本的增加，利差自然就会增加；而在利率下降的环境中，正缺口会减少利差，对商业银行是不利的。负缺口的情况正好与此相反。

久期分析是商业银行衡量利率变动对全行经济价值影响的一种方法。商业银行通过改变资产、负债的久期，实现资产负债组合的利率免疫，提高全行的市场价值和收益水平。

外汇敞口与敏感性分析是商业银行衡量汇率变动对全行财务状况影响的一种方法。商业银行采用敞口限额管理和资产负债币种结构管理等方式控制外汇敞口产生的汇率风险。

情景模拟是指商业银行结合设定的各种可能情景的发生概率，研究多种因素同时作用可能产生的影响。商业银行在现有头寸数据的基础上，结合对未来业务规模和利率变化的预测，以及对客户行为的分析和假设，进行多种不同情景的动态分析。

流动性压力测试是一种以定量分析为主的流动性风险分析方法，商业银行通过流动性压力测试测算全行在遇到小概率事件等极端不利情况下可能发生的损失，从而对银行流动性管理体系的脆弱性做出评估和判断，进而采取必要措施。

二、资本管理

（一）商业银行资本的含义与类型

资本是商业银行从事经营活动必须注入的资金，可以用来吸收商业银行的经营亏损，缓冲意外损失，保护商业银行的正常经营，为商业银行的注册、组织营业以及存款进入前的经营提供启动资金。从保护存款人的利益和提高商业银行体系安全性的角度看，商业银行资本的核心功能是吸收损失。在现代商业银行经营管理中，有三种意义上的资本。

1. 会计资本

会计资本又称为账面资本,是根据会计准则反映在银行资产负债表上的资本。由于会计资本是银行全部资产减全部负债以后的余额,它代表银行所有者享有的剩余权益,因此又被称为所有者权益或股东权益。现行的《企业会计准则》规定,所有者权益的来源包括所有者投入的资本、直接计入所有者权益的利得和损失、留存收益等。会计资本由实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润、一般准备、直接计入所有者权益的利得和损失、少数股东权益七部分组成。

2. 监管资本

监管资本是监管机构为了促进银行审慎经营,维持金融体系稳定而规定的商业银行必须持有的资本。监管者最关心的是银行是否有足够的资本以保证存款者和其他债权人不受损失,从而确保金融体系的安全性、稳定性和公平性。在这种情况下,监管者负责制定计算资本充足程度的标准方法,根据风险状况判断银行的资本充足性,采取相应的监管措施使银行持有充足的资本。《商业银行资本管理办法(试行)》规定,商业银行总资本包括核心一级资本、其他一级资本和二级资本。

3. 经济资本

经济资本又称为风险资本,是指商业银行在一定的置信水平下,为了应对未来一定期限内的非预期损失而应该持有的资本。经济资本是一种"虚拟"资本,它并不存在于资产负债表的某一个或几个科目中。经济资本并不必然等于银行的会计资本,可能大于会计资本,也可能小于会计资本。

(二)监管资本要求与管理

1. 巴塞尔协议与资本管理要求

(1)巴塞尔协议的演进。1988 年巴塞尔协议由国际清算银行成员方,包括英国、美国、法国、德国、意大利、日本、荷兰、比利时、瑞典、瑞士 10 国集团和卢森堡、加拿大 12 国的中央银行于 1988 年 7 月在瑞士巴塞尔达成。2004 年,为了更准确地反映银行实际承受的风险水平,实现保障银行稳健、安全运营的目标,巴塞尔银行监管委员会推出巴塞尔新资本协议,又称巴塞尔协议Ⅱ。全球金融危机爆发后,2010 年年底,巴塞尔银行监管委员会正式公布了巴塞尔协议Ⅲ。其进一步强化了银行资本充足率监管要求,提高了资本质量、一致性和透明度,扩大了风险覆盖范围,引入了杠杆率要求,建立了流动性标准,并成为国际金融监管领域的新标准。2017 年 12 月,巴塞尔协议Ⅲ修订完成,对银行业风险计量方法、银行业资本充足率指标等内容进行了调整,自 2022 年 1 月 1 日起逐步实施。

(2)巴塞尔协议对资本管理的要求。根据巴塞尔协议Ⅲ,商业银行的一级资本充足率下限为 6%,核心一级资本充足率下限为 4.5%;系统重要性银行的附加资本要求为风险加权资产的 1%~3.5%;商业银行要设立储备资本,要求为风险加权资产的 2.5%;各国可根据情况要求银行提取风险加权资产的 0~2.5% 逆周期资本缓冲,以便银行可以在经济下行周期吸收损失。

2. 我国实施巴塞尔协议Ⅲ新监管标准的安排

2011 年 4 月,《中国银行业监督管理委员会关于中国银行业实施新监管标准的指导意见》(以下简称《指导意见》)发布,按照宏观审慎管理与微观审慎监管有机结合、监管标准统一性和分类指导统筹兼顾的总体要求,明确了资本充足率、杠杆率、流动性、贷款损失准备监管标准,并合理确定监管要求,以体现逆周期宏观审慎管理要求,充分反映出银行业金融机构面临的单体风险和系统性风险。

根据《指导意见》,中国银行业监督管理委员会在综合考虑外部环境以及银行业发展实际

情况的基础上，从2011年起陆续发布了《商业银行贷款损失准备管理办法》《商业银行资本管理办法（试行）》《商业银行杠杆率管理办法》以及《商业银行流动性风险管理办法》，初步构建了以资本充足水平、拨备、杠杆率、流动性指标为一体的新四大监管工具，奠定了宏观审慎管理框架的基础。其中，2012年6月中国银行业监督管理委员会发布的《商业银行资本管理办法（试行）》，建立了与巴塞尔协议Ⅲ接轨且符合我国银行业实际的资本监管制度。

3. 我国的监管资本与资本充足率要求

（1）监管资本的构成。根据《商业银行资本管理办法（试行）》，我国商业银行总资本由核心一级资本、其他一级资本和二级资本组成。核心一级资本是指在银行持续经营条件下无条件用来吸收损失的资本工具，具有永久性、清偿顺序排在所有其他融资工具之后的特征，包括实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润、少数股东资本可计入部分。其他一级资本是指非累积性的、永久性的、不带有利率跳升及其他赎回条款，本金和收益都应在银行持续经营条件下参与吸收损失的资本工具，包括其他一级资本工具及其溢价（如优先股及其溢价）、少数股东资本可计入部分。二级资本是指在破产清算条件下可以用于吸收损失的资本工具，二级资本的受偿顺序列在普通股之前、在一般债权人之后，不带赎回机制，不允许设定利率跳升条款，收益不具有信用敏感性特征，必须含有减记或转股条款。二级资本包括二级资本工具及其溢价、超额贷款损失准备、少数股东资本可计入部分。此外，商业银行在计算资本充足率时，应当从核心一级资本中全额扣除以下项目：商誉、其他无形资产（土地使用权除外）、由经营亏损引起的净递延税资产、贷款损失准备缺口、资产证券化销售利得、确定受益类的养老金资产净额、直接或间接持有本银行的股票、对资产负债表中未按公允价值计量的项目进行套期形成的现金流储备和商业银行自身信用风险变化导致其负债公允价值变化带来的未实现损益。

（2）资本充足率的计算及监管要求。资本充足率是指商业银行持有的符合监管规定的资本与风险加权资产的比率。根据《商业银行资本管理办法（试行）》，我国商业银行资本充足率的计算公式如下：

$$\text{资本充足率}=\frac{\text{总资本}-\text{对应资本扣减项}}{\text{风险加权资产}}\times 100\% \tag{4-1}$$

$$\text{一级资本充足率}=\frac{\text{一级资本}-\text{对应资本扣减项}}{\text{风险加权资产}}\times 100\% \tag{4-2}$$

$$\text{核心一级资本充足率}=\frac{\text{核心一级资本}-\text{对应资本扣减项}}{\text{风险加权资产}}\times 100\% \tag{4-3}$$

商业银行风险加权资产包括信用风险加权资产、市场风险加权资产和操作风险加权资产。

（三）经济资本管理的内容

经济资本是银行为了承担风险、应对非预期损失而真正需要的资本数量。经济资本不仅是一个数字，同时还是银行计量风险、衡量业绩、制定战略和配置资本的管理系统，渗透到银行管理的各个层次和方面。

商业银行经济资本管理主要包括三项内容。①经济资本计量。经济资本计量是指运用风险计量技术和组合计量技术，将各类风险量化为资本占用的过程。经济资本计量的核心是对信用风险、市场风险和操作风险三类风险的量化。②经济资本分配。经济资本分配是指根据银行风险偏好和发展战略，通过年度计划、限额管理、参数设置等方式将经济资本科学分解到分支机构、业务部门和产品中，并通过资本约束风险、资本要求回报的协调管理机制提高各分

支机构、业务部门和产品等维度的风险管理水平。③经济资本评价。经济资本评价是指建立以风险调整后资本回报率为核心的指标体系，对各分支机构、业务部门和产品维度的经营绩效进行考核评价，属于银行绩效考核的范畴。

经济资本管理在实际运作中体现出以下优点：①保证一定的资本水平以避免灾难并满足监管要求；②保证风险已被适当地加以管理，同时保证风险管理政策和风险监控手段的有效性；③保证资本得以最有效地运用以获得最佳收益，同时可以用于评价银行战略和支持决策。

三、风险管理与内部控制

商业银行作为一类特殊的企业类型，既要遵循银行业监管部门以资本和风险管理规则为主线的监管，也要遵循财政部门以有关内控框架为主线的监管。

商业银行风险是指商业银行在经营过程中，由于各种不确定性因素的影响，其实际收益和预期收益产生背离，从而导致商业银行蒙受经济损失或少获取额外收益的可能性。风险的产生有其客观存在的必然性，也有在经营管理上失误的主观原因。客观原因在于，现代银行是经济活动的核心和枢纽，受外部客观环境制约程度高，任何客观环境的变化都会对商业银行经营产生一定影响，造成银行经营困难，形成银行风险。主观原因在于，商业银行的每项业务都有一个为确定未来行为目标选择最优方案而进行决策、实施管理的过程，在这个过程中任何一个环节出现问题都可能会形成银行风险，包括决策环节、管理环节和风险控制环节。

可以从不确定性因素的成因来考虑风险管理与内部控制的区别，就风险管理而言，其不确定性源于内外部环境的客观因素对业务经营活动和运营行为的影响，管理工具偏重于计量技术；而就内部控制而言，其不确定性源于道德风险的治理、运行层面的各种负面影响，管理工具偏重于监督检查等非量化的管理方法。全面风险管理必须同时包含风险管理范式和内部控制范式，才能对主观、客观因素形成的各类不确定性进行全面管理。

（一）商业银行风险的特征与类型

与一般的工商企业相比，商业银行属于高负债经营，其自有资本占总资产的比例很低，因此，其风险具有一定的杠杆性；商业银行的经营对象是货币，具有信用创造功能，而且与经济联系非常密切，一旦出现危机，容易传递给其他经济体，形成连锁反应，产生很大的负外部效应。

商业银行面临的风险包括信用风险、国别风险、市场风险、利率风险、流动性风险、操作风险、法律风险、声誉风险、战略风险等。其中，与业务经营密切相关的风险，包括信用风险、市场风险、利率风险和流动性风险等，称为金融类风险；与企业的组织管理、外部环境更加相关的风险，包括操作风险、声誉风险、法律风险和战略风险等，称为非金融风险。为了有效识别、计量、监测和控制风险，还可以对商业银行所面临的风险进行进一步分类。例如，按风险发生的范围不同，风险可划分为系统性风险和非系统性风险；按风险的来源不同，风险可划分为外部风险和内部风险等。

（二）商业银行风险管理的内容与策略

1. 商业银行风险管理的内容

商业银行风险管理是运用风险控制手段和方法，对在经营过程中所承受的风险进行识别、计量、监测和控制的行为过程。我国商业银行的风险管理流程主要包括以下四个环节。

（1）风险识别。风险识别是商业银行根据外部形势变化和自身发展战略及经营状况，识别出可能影响其战略实施或经营活动目标的潜在风险，并分析引起风险事件原因的过程。风险识别包括识别、分析两个环节。识别风险是指通过系统化的方法发现银行所面临的风险种类、性质，分析风险是指深入理解导致风险产生的内在因素。风险识别有助于银行了解自身面

临的风险及其严重程度，从而为风险计量和控制奠定基础。

（2）风险计量。风险计量是指在风险识别的基础上，对各种风险进行定量分析，计算损失发生的概率和损失的大小，是全面风险管理、资本监管和经济资本配置得以有效实施的基础和关键环节。商业银行应根据不同的业务性质、规模和复杂性，对各类风险选择适当的计量方法，基于合理的假设前提和参数，计量承担的所有风险。风险计量有助于商业银行分析和评估风险发生的可能性、风险将导致的后果及严重程度，从而准确确定风险水平。随着《商业银行资本管理办法（试行）》从2013年开始实施，我国商业银行开始逐步采用资本计量高级方法，不断提高风险计量的科学性和准确性。

（3）风险监测。风险监测是指商业银行通过各种监控技术，动态捕捉风险指标的异常变动，判断其是否已达到引起关注的水平或已超过阈值。风险监测包括两个方面：一是监测各种可量化的关键风险指标（key risk indicators，KRI）以及不可量化的风险因素的变化和发展趋势，确保在风险进一步恶化之前识别出来；二是报告商业银行所有风险的定性、定量评估结果，以及所采取风险管理、控制措施及其质量和效果。风险监测和报告过程看似简单，但要满足不同风险层级和不同职能部门对于风险发展状况的多样化需求是一项极为艰巨的任务。

（4）风险控制。风险控制是对经过识别和计量的风险采取分散、对冲、转移、规避、控制等策略和措施，进行有效管理和控制的过程。商业银行风险控制可以分为事前控制和事后控制。事前控制是指银行在开展经营活动之前制定一定的标准或方案，避免风险超过自身承受能力或提前采取一定的风险防范措施，主要方法包括限额管理、风险定价和制定应急预案等；事后控制是指银行根据所承担的风险水平和风险变化趋势，采取一系列风险转移或缓释工具来降低风险，主要方法包括风险缓释或风险转移、重新分配风险资本、提高风险资本水平等。

2. 商业银行风险管理的主要策略

商业银行常用的风险管理策略主要包括以下六种。

（1）风险预防。风险预防是指商业银行针对面临的风险，事先设置多层预防措施，防患于未然。风险预防包括两个措施。①充足的自有资本。商业银行抵御风险的最终防线是保持充足的自有资本。②适当的准备金。商业银行的自有资本很少，单靠自有资本来防范风险往往不现实。因此，商业银行需要在资产中保持一定的准备金以抵御风险，其中法定存款准备金和超额存款准备金是基本的准备金。

（2）风险分散。风险分散是指商业银行通过实现资产结构多样化，尽可能选择多样的、彼此不相关或负相关的资产进行搭配，以降低整个资产组合的风险程度。根据这一策略，商业银行的信贷业务应是全面的、分散的，对单一客户的授信额度要控制在一定范围之内，将单项资产在总资产中的份额限制在极小的比例之内。风险分散只能减少或消除非系统性风险，并不能减少系统性风险。

（3）风险转移。风险转移是指商业银行通过购买某种金融产品或采取其他合法的经济措施将风险转移给其他经济主体的一种策略选择。风险转移分为保险转移和非保险转移两类。出口信贷保险是典型的保险转移策略，银行办理信贷业务时要求用信人提供保证担保就属于典型的非保险转移策略。

（4）风险对冲。风险对冲是指商业银行通过投资或购买与标的资产收益波动负相关的某种资产或衍生品，来冲销标的资产潜在损失的一种风险管理策略。风险对冲对管理市场风险非常有效。近年来，随着信用衍生品的不断创新和发展，风险对冲策略也被广泛应用于信用风险管理领域。

(5)风险抑制。风险抑制是指商业银行在承担风险之后,通过加强对风险的监测,及时发现问题,并采取相应措施,以便在风险事件实际发生之前阻止情况恶化,或者在风险事件发生之后尽可能减少风险造成的损失。商业银行面临的绝大多数风险都有一个逐渐发展的过程,在损失实际发生之前的一段时间中都会有很多预兆,因此,商业银行应当建立健全风险预警系统,密切关注各种风险的动态和趋势,并及时采取措施。

(6)风险补偿。风险补偿是指商业银行采取各种措施对风险可能造成的损失加以弥补。银行常用的风险补偿方法有:合同补偿,即在订立合同时将风险因素考虑在内,如将风险可能造成的损失计入价格之中;保险补偿,即通过存款保险制度来减少银行风险;法律补偿,即利用法律手段对造成银行风险损失的法律责任者提起诉讼,尽可能挽回损失。

(三)内部控制机制的特征、原则和内容

根据2014年9月中国银行业监督管理委员会印发的《商业银行内部控制指引》,内部控制是商业银行董事会、监事会、高级管理层和全体员工参与的,通过制定和实施系统化的制度、流程和方法,实现控制目标的动态过程和机制。内部控制机制的建立和完善对于商业银行实现其经营与管理目标是十分重要的。

1. 内部控制机制的特征

商业银行内部控制应当与其管理模式、业务规模和风险状况等相适应,以合理的成本实现内部控制的目标。从内部控制的角度看,成功的银行一般具有以下共同的特征:①审慎经营的理念和内部控制的文化氛围;②职责分离、相互制约的部门和岗位设置;③纵向的授权与审批制度;④系统内部控制和业务活动融为一体的控制活动;⑤完善的信息系统等。

2. 内部控制机制的原则

商业银行内部控制应当贯彻以下四项基本原则。

(1)全覆盖原则。商业银行内部控制应当贯穿决策、执行和监督全过程,覆盖各项业务流程和管理活动,覆盖所有的部门、岗位和人员。

(2)制衡性原则。商业银行内部控制应当在治理结构、机构设置及权责分配、业务流程等方面形成相互制约、相互监督的机制。

(3)审慎性原则。商业银行内部控制应当坚持风险为本、审慎经营的理念,设立机构或开办业务均应坚持内控优先。

(4)相匹配原则。商业银行内部控制应当与管理模式、业务规模、产品复杂程度、风险状况等相适应,并根据情况变化及时进行调整。

3. 建立和完善内部控制机制的内容

建立和完善我国商业银行的内部控制机制,重点要从以下四个方面入手。

(1)建立合理的组织结构。合理确定管理层次、部门设置和职权的划分,使银行各层次、各部门的职责、任务及相互关系明确。

(2)建立完善的内部控制体制。内部控制体制必须科学、独立、权威,否则很难得到彻底执行。内部控制体制包括建立总分行分级管理,并实行垂直审计制度,从而加大总行对分行直接审计的力度;建立全面、系统的业务与非业务内部控制制度体系。同时,还需制定出增强整体控制能力、防止系统失控的切实可行的管理控制措施,形成一套环环相扣、科学严密的内部控制体系。

(3)完善内部审计制度。内部审计可以及时发现内部控制的薄弱环节和不完善之处,及时以审计报告形式将信息反馈,使内部控制机制不断健全和完善。要逐步使内部审计从单纯

以查处经营违规为重点，转变到以防范风险为重点上来；建立内部审计监督指标体系，量化考核指标，统一检查定量评价标准；完善内部审计操作规程；不断提高内部审计人员素质等。另外，还必须提高审计部门的地位，使其直接向上级银行负责，在业务上由总行统一垂直领导，各级审计人员实行派驻制，下审一级，从组织上保证审计工作的独立性、权威性和超脱地位。

（4）建立健全各项内部管理机制。内部管理机制是实行内部控制的基础，必须建立和完善。例如，要建立以资产负债管理为前提的自我调控机制；建立内部授信授权制度，实行统一授信和分级审批；建立对集团性大客户实行统一授信管理的制度等。

四、财务管理

（一）财务管理概述

财务管理是商业银行经营管理的重要组成部分，是对财务活动进行计划组织、调节控制等一系列管理工作的总称。现代商业银行的财务管理贯穿于商业银行经营活动和资金运动的全过程，与传统意义上的财务会计核算及报告职能有着根本性的区别。财务管理是基于价值形式，对银行经营活动和资金运动进行的综合管理。价值是指股东的投资价值，其计算方法有多种模型，主要包括经济增加值模型、现金增加值模型和投资的现金流收益模型等。其中，经济增加值模型已经被国内银行广泛采用。

1. 财务管理的核心：基于价值的管理

银行业外部经营环境的变化促使银行业的产品、经营方式进行调整，使之与外部经营环境相适应。这样银行的经营目标也就发生了改变，由传统意义上的增加市场份额和增加盈利逐步演化为增加股东的价值并力求使股东价值最大化。而经营目标的改变又促使财务管理职能随之改变，于是基于价值的管理走上前台，逐步成为现代商业银行财务管理的核心内容。

2. 财务管理的目标：银行价值最大化

现代商业银行的财务管理就是在价值最大化这一财务管理目标前提下，实施以创造价值为核心的一系列财务活动。

3. 财务管理的层次

商业银行财务管理分为三个层次。

（1）传统的会计。银行要遵守信息公开披露要求，同时还要为管理者及时提供信息以监控、管理银行业绩。而会计的职能又可分解为三部分：①监督控制，即监督及控制银行的经营运作；②反映信息，即通过会计数据充分反映银行的运营情况；③规范反映信息，规范不仅指会计报表，而是指银行整个运营的实际反映，包括各部门费用、利润来源等，会计所反映的信息应该是真正的企业管理信息，而非简单的财务报表。

（2）财务。其主要体现在为计划制订、决策选择和资源配置提供支持。可以说，财务是资本预算、业务计划和激励机制等银行关键管理制度的纽带。

（3）公司财务。其着眼点在于企业的价值、股权的价值，是通过业务经营和股权交易来实现银行价值的最大化。先进的财务管理经常被用来评估创新方法，为银行创造价值。

在商业银行财务管理的三个层次中，如何管好钱、用好钱是现代职业经理人所应具备的基本素质，而公司财务部分则是专业财务人员需要掌握的基本知识。好银行与差银行的根本区别在于能否让资本在经营过程中增值，增加收入、扩大市场份额和产品创新等行为都为创造企业价值这个最终目标服务。

4. 财务管理的原则

财务管理必须坚持科学、统一、审慎、规范的管理原则。

(二)财务管理的内容

商业银行财务管理包括成本管理、利润管理、财产管理、财务报告与财务分析、绩效评价等方面。

1. 成本管理

(1)成本的概念。商业银行成本是指商业银行在从事业务经营活动中所发生的各项支出,包括商业银行在筹集资金、运用资金、回收资金及其他经营活动中所发生的耗费。这实际上是运营成本的范畴。就商业银行而言,全部成本涵盖的内容还应包括资金成本、风险成本和资本成本。

商业银行的成本主要包括五个方面:①利息支出;②经营管理费用,它是指商业银行为组织和管理业务经营活动而发生的各种费用,包括员工工资、电子设备运转费、保险费等经营管理费用;③税费支出,它包括随业务量的变化而变化的手续费、业务招待费、业务宣传费及相关税费;④补偿性支出,它包括固定资产折旧、无形资产摊销、递延资产摊销等;⑤营业外支出,它是指与商业银行的业务经营活动没有直接关系,但需从商业银行实现的利润总额中扣除的支出。

(2)成本管理的基本原则。成本管理是商业银行财务管理的核心内容,而成本核算又是银行经济核算的重要环节。在成本管理中要遵守以下基本原则:成本最低化原则、全面成本管理原则、成本责任制原则、成本管理科学化原则。

2. 利润管理

(1)利润的概念。商业银行利润是在一定时期内业务经营中所取得的最终财务成果,是衡量商业银行经营管理成效大小的重要综合指标。

商业银行利润总额由两部分构成。①营业利润。它是反映银行在一定时期内获利能力的重要财务指标,是在一定营业周期内提供劳务所获收入超过提供劳务所发生成本的差额部分。具体为营业收入减去营业支出后的净额。②营业外收支净额。它是银行发生的非正常项目收支净额,由于是在正常业务经营活动以外发生的、偶然的事项所产生的盈利和损失,这部分收支不能计入营业收支,而是计入营业外收支。营业外收入内容包括:固定资产盘盈、固定资产出售净收益、抵债资产处置超过抵债金额部分、罚没收入、出纳长款收入、证券交易差错收入、教育费附加返还款以及因债权人的特殊原因确实无法支付的应付款项等。营业外支出内容包括:固定资产盘亏和毁损报损的净损失、抵债资产处置发生的损失额及处置费用、出纳短款、赔偿金、违约金、证券交易差错损失、非正常损失、公益救济性捐赠等。

(2)利润分配。商业银行实现的利润总额按照国家规定进行调整后,首先依法缴纳所得税。税后利润再按以下顺序进行分配:①抵补已缴纳的、在成本和营业外支出中无法列支的有关惩罚性或赞助性支出;②弥补以前年度亏损;③按照税后净利润的10%提取法定盈余公积金,法定盈余公积金已达注册资本的50%时可不再提取,法定盈余公积金除可用于弥补亏损外,还可用于转增资本金,但法定盈余公积金弥补亏损和转增资本金后的剩余部分不得低于注册资本的25%;④提取公益金,公益金是指商业银行用于集体福利事业的资金,主要用于职工集体福利设施的支出;⑤向投资者分配利润。

(3)增加利润的途径。商业银行增加利润有五个途径。①扩大资产规模,增加资产收益。银行利润主要来自资产收益,提高银行资产中盈利资产的比重,收益将会增加。②降低成本。在银行收入一定的情况下,需千方百计降低成本,银行成本越小,取得的盈利就越大。③加强经营管理,健全和完善内部经营机制,提高银行的工作效率,以较少投入取得较多产出。④灵

活地调度资金。在其他条件一定的情况下,银行盈利多少,取决于资金利用率的高低,灵活调度资金,也是增加盈利的途径。⑤提高资产质量,减少资产风险损失。

3. 财产管理

财产管理主要是指固定资产和低值易耗品管理。对财产要进行分类管理,分别计算,正确计提折旧,严格控制基本建设,加强在建工程管理。

4. 财务报告与财务分析

为了全面、真实、综合地反映商业银行的财务状况与经营成果,为经营决策者和管理者提供有用的信息,商业银行必须定期编制财务报告。财务报告主要由会计报表与财务状况说明书组成。

会计报表按其经济内容可分为资产负债表、利润表、现金流量表,按主从关系可分为主表、附表,按时点不同可分为月报、季报、年报。年报反映的种类和揭示的信息最为完整。资产负债表是综合反映商业银行某一特定时点全部资产、负债与所有者权益情况的财务报表。利润表是总括反映银行在一定期间内所取得的一切经营成果的财务会计报表。现金流量表是综合反映银行在一定期间内现金注入和流出的会计报表。

财务分析是财务管理的重要组成部分,是提示矛盾、探索规律、改善管理的重要途径。财务分析分为资金分析、财务指标分析两大部分,两部分应并重。资金分析应着重对资产负债比例管理的各项指标的执行情况进行分析,了解资产、负债的结构变化,分析比例关系是否符合管理办法和考核指标的要求,分析安全性、流动性、效益性原则是否体现在资金营运之中,进而发现问题,提出改进措施。

财务指标分析主要是对经营收支和利润及其分配做出分析,包括盈利能力、经营增长、资产质量和偿付能力四个方面。反映商业银行盈利能力的指标有资本利润率、资产利润率、成本收入比、收入利润率、支出利润率和加权平均净资产收益率等,反映商业银行经营增长的指标包括利润增长率和经济利润率等,反映商业银行资产质量的指标包括不良贷款率、拨备覆盖率和杠杆率等,反映商业银行偿付能力的指标主要包括资本充足率和核心一级资本充足率等。

5. 绩效评价

商业银行需要建立科学合理的绩效评价和考核机制,对各级机构、业务单元、部门、岗位和人员等的经营绩效和管理状况进行客观公正的考核和评价,并建立相应的激励约束机制,充分调动各方积极性、主动性和创造性。现代商业银行绩效考核体系以引导提高价值创造能力和核心竞争力为目标,以经济增加值(economic value added, EVA)为核心业绩指标,从效益、风险、竞争力等多方面进行考核评价,落实经营主体责任,客观衡量分支机构等的经营管理绩效,引导科学发展,增强可持续发展能力。

五、人力资源开发与管理

人力资源是指具有为社会创造物质财富和精神财富的能力并从事智力劳动和体力劳动的人们的总称。

人力资源开发与管理是指为了实现组织目标,由具体的管理主体根据人力资源的生理和心理特点,运用现代化的科学方法,对与一定物质相结合的人力进行培训、配置、使用、评价等诸多环节的总和。其目的是充分挖掘人力资源的潜力,使人力、物力保持最佳比例,力求做到人尽其才,人事相宜,实现劳动投入和经济产出的高效率。它在现代化管理中居于核心地位。

(一)人力资源开发与管理的必要性和内容

1. 商业银行人力资源开发与管理的必要性

(1)人力资源开发与管理是商业银行业务经营的需要。商业银行经营具有负债性、风险性、盈利性和竞争性的特点,要求商业银行对人力资源开发与管理予以重视,一家商业银行要安全运营并获得盈利,就需要有一支能力与素质都相适应的员工队伍。

(2)人力资源开发与管理是商业银行适应不断变化的外部环境,求得自身发展的需要。自20世纪70年代以来,金融创新在发达国家高潮迭起,并扩展到全球。金融创新对商业银行的员工提出了新的要求,商业银行在金融创新中首先需要的就是富有创新精神和创新能力的员工队伍,这就必然要求银行对人力资源持续地进行科学开发和管理,时刻拥有一支生机勃勃、技能超群的员工队伍。

2. 商业银行人力资源开发与管理的主要内容

人力资源开发与管理既是有机联系的统一体,又是侧重点不同的两个方面。商业银行人力资源开发与管理的主要内容包括:①人力资源规划;②员工的考核和任用;③人力资源的激励制度;④员工绩效评价;⑤人力资源的心理及智能开发;⑥人力资源的环境开发。

(二)人力资源开发与管理的科学化

我国要不断学习和借鉴人力资源开发与管理方面的经验,提高人力资源管理科学化水平。

1. 改革人事制度,建立激励约束机制

(1)实行全员劳动合同制,以契约形式明确用人单位和职工双方各自的权利与义务,在完全平等自愿、协商一致的基础上签订劳动合同,实现人尽其才,才尽其用。

(2)实行专业技术职务聘任制,完善适应商业银行改革与发展需要的专业技术人员管理制度。

2. 强化"一把手"负责制和干部监督机制

为了增强银行自身的应变能力、适应能力和竞争能力,要建立行长全面负责的经营管理领导指挥系统。同时要强化对领导干部的监督,严格任职条件的审查,健全定期述职、考核制度,实行离任审计制度和交流制度,以加强组织和群众对领导的监督与管理,提高领导班子的整体素质。

3. 加强员工培养和教育

把精神文明建设,主要是思想、道德、文化建设,作为银行思想政治工作的主要内容,提高人才队伍的整体素质。以科学的理论武装人,加强理论学习教育,坚持不懈地组织员工特别是领导干部学好马列主义、毛泽东思想、邓小平理论、"三个代表"重要思想、科学发展观和习近平新时代中国特色社会主义思想。抓好对员工爱国主义、社会主义道德观、人生观、世界观、价值观的教育,金融职业道德教育,金融企业文化教育,廉政建设教育,金融政策法规教育,促进员工树立社会主义理想、信念和道德风尚。

第四节 商业银行公司治理

一、公司治理机制

有效的公司治理机制是商业银行健康可持续发展的基石。良好的公司治理机制至少应包括以下内容:①清晰的股权结构;②健全的组织架构;③明确的职责边界;④科学的发展战略;⑤高标准的职业道德准则;⑥有效的风险管理与内部控制;⑦健全的信息披露机制;⑧合理的

激励约束机制；⑨良好的利益相关者保护机制；⑩较强的社会责任意识。

近年来，我国金融机构初步建立了符合行业特点的公司治理机制，公司治理制度不断完善，公司治理水平显著提高，公司治理有效性逐步增强。

但是，商业银行公司治理的完善是一个长期的过程，任重道远。从我国商业银行公司治理情况来看，各地分支机构的客户服务、风险内控和战略执行的实际水平参差不齐，制度和决策的执行随意性较大，制衡机制不能同等落实，距离真正意义上的公司治理结构还有一定差距。必须坚持把公司治理建设作为中国银行业改革发展的核心要务，做到决策科学、战略明晰、执行高效、经营稳健、激励有效、监督有力，使新机制、新体制在银行内部有效运行。

要进一步完善治理结构，主要应抓好以下四项工作。

（1）要进一步提高各银行董事会的战略把握能力和决策水平，加大监事会的监督职能，强化高管层对全行经营工作的领导、协调、管理职能。充分发挥公司治理各方机构之间的制衡作用，同时降低不必要的协调成本。在工作中，要妥善处理好与政府部门，特别是与监管部门的关系，在完善现代银行公司治理制度上，既要依法合规，又要勇于探索和创新。

（2）银行上下要进一步增强统一法人意识。各级分支机构都要认识到全行是一个不可分割的有机整体，要把公司治理结构的内在要求传导到全行各个机构，渗透到各个环节，形成银行上下员工的共同观念和自觉行动。

（3）要加大各业务线的管理力度。只有加大各业务线的管理力度，才能加快信息在系统内的流转传递，降低信息衰减和失真。要完善风险、审计、会计营运等中后台集中管理、垂直管理的工作，逐步加强纪检监察、法律服务、信息技术、人力资源等方面的统一领导、统一管理。对各项工作的操作流程，要逐步建立统一的标准，实行统一的要求，对内加强控制力，对外提供统一规范的服务。

（4）完善激励约束机制。提高一体化经营水平，对相应的领导体制、报告路线、考核和激励机制进行改革。特别是考核和激励机制，关系到员工的切身利益，要使改革真正起到提高员工积极性，提高银行整体竞争力和管理水平的作用。

二、激励约束机制

激励约束机制是商业银行对员工实行的一种管理制度，这种制度可以使员工勤奋工作、提高素质、勇于创新、提高业绩；同时，又对员工的行为产生约束作用，使其自觉遵守银行的规章制度，杜绝不良行为。激励约束机制在不同的银行可以有不同的形式，但其主要目的是相同的。

建立科学的激励约束机制最核心的是建立科学的薪酬制度。我国商业银行股份制改造，特别是上市后，可以更加充分地借鉴领先商业银行薪酬制度中的经验。一般来说，商业银行员工的薪酬结构分为三个部分：①工资和奖金制度；②各种福利计划；③长效激励机制，如高级经理层的年薪制、经理人员股票期权制度、内部职工持股制度等，这些都可以结合实际情况加以借鉴和采用。在借鉴和实施薪酬激励机制的同时，也要注重采取其有价值的约束机制。

需要新版纸质教材、视频、考前押题
请加微信 13691543053

第五章　证券公司与基金管理公司

第一节　证券公司概述

一、证券公司与资本市场

在我国，证券公司是指在资本市场上从事与股票、债券等证券经济相关联的一切金融服务活动（如证券发行、承销、交易及相关的金融创新和开发等活动），为长期资金盈余者和赤字者双方或者投融资双方提供金融服务的直接金融机构。

证券公司是中国和日本的叫法，而在欧美被称为投资银行，在英国被称为商人银行。虽然名称有所差别，但其实质是一样的，都是资本市场领域的直接金融机构。

投资银行一般有四层含义：①机构层次，是指作为资本市场的直接金融机构的金融企业；②行业层次，是指投资银行的整个行业；③业务层次，是指投资银行所经营的业务；④学科层次，是关于投资银行的理论和实务的学科。可分别用投资银行、投资银行业、投资银行业务和投资银行学来表示这四层含义。

1999 年，美国以《金融服务现代化法案》废除《格拉斯－斯蒂格尔法案》，允许商业银行以金融控股公司形式从事包括证券和保险业务在内的全面金融服务，投资银行业随之发生了重大变化。一些投资银行，如摩根大通集团、花旗集团等，已成为从事广泛商业银行业务的金融控股公司的一部分。2008 年全球金融危机再次对投资银行业产生了深远的影响。高盛、摩根士丹利等一些独立的投资银行，由于大多依靠机构投资者和其他金融公司的短期借款来为长期投资提供资金，在证券价格暴跌、危机日益加剧后，被迫以低价出售资产。由于它们不是商业银行，很难得到政府、中央银行等的救助，在此次金融危机之后，美国等一些国家的投资银行没能作为仅从事投资银行业务的独立公司幸存下来。

为了适应我国的表述习惯，本章以下均以证券公司、证券公司业务分别指代投资银行、投资银行业务。

二、证券公司与商业银行经营机制的区别

从本质上来讲，证券公司和商业银行都是资金盈余者与资金赤字者之间的中介，都致力于解决经济活动中最终资金盈余者和赤字者的跨期资源配置矛盾。但是，作为直接金融机构代表的证券公司和作为间接金融机构代表的商业银行存在经营机制上的根本区别。

证券公司作为直接融资的中介，不直接与融资者和投资者发生融资契约关系，它不作为资金转移的载体，而仅充当中介人的角色，帮助融资方寻找投资方或向投资方介绍适当的融资工具。证券公司在完成这种中介作用后收取一定的佣金和服务费。有关融资双方的财产权利义务由双方各自承担，证券公司并不承担其中的权利和义务。另外，证券公司通过提供交易机制和价格信号机制等金融服务以解决跨期资源配置矛盾。证券公司经营机制如图 5-1 所示。

商业银行作为间接融资中介，同时具有资金需求者和资金供给者的双重身份。对于存款人来说，商业银行是资金的需求者，存款人是资金的供给者；对于借款人来说，商业银行是资金

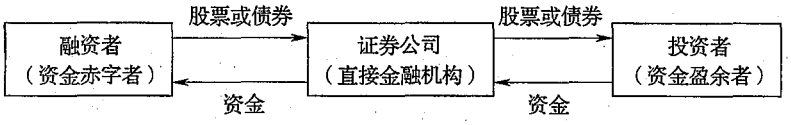


图 5-1　证券公司经营机制

供给者，借款人是资金的需求者。在这种情况下，资金存款人与借款人之间并不直接产生权利与义务关系，而是通过商业银行间接发生关系，双方不存在直接的金融合同约束，商业银行分别与最终资金盈余者和资金赤字者之间有债务借贷关系。因此，社会最终资金盈余者和资金赤字者之间通过两次金融合约完成了资金融通过程。商业银行用资产转移机制将社会上所有资金盈余者的资产转化为自己的资产来解决跨期资源配置矛盾。商业银行经营机制如图 5-2 所示。

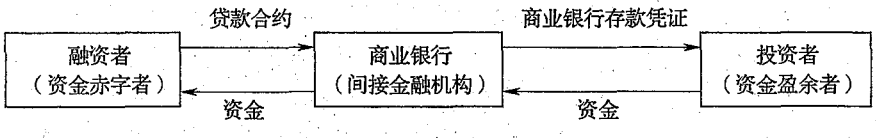


图 5-2　商业银行经营机制

三、证券公司的功能

一般来说，作为资本市场的直接金融机构，证券公司有四个基本功能：资金供求媒介，构造证券市场，优化资源配置，促进产业集中。

（一）资金供求媒介

与商业银行相似，证券公司也是沟通资金供求两方面的桥梁。证券公司以直接金融机制发挥资金供求媒介作用。此外，同样是资金供求媒介，商业银行侧重于短期资金市场，而证券公司则为企业筹措中长期资金服务。

证券公司通过以下四个中介作用来发挥其资金供求媒介功能。

（1）期限中介。证券公司通过对其接触的各种不同期限的资金进行期限转换，实现了短期和长期资金之间的期限中介作用。期限转换使得资金运用灵活机动，同时化解了资金被锁定的风险。

（2）风险中介。证券公司不仅为投资者和融资者提供了资金融通渠道，而且为投资者和融资者降低了投资和融资风险。风险中介通过多样化的组合投资为投资者降低了风险。同时，证券公司利用其对金融市场的深刻了解，为融资者提供了关于资金需求、融资成本等多方面的信息，并通过各种证券的承销大大降低了融资者的风险。

（3）信息中介。证券公司作为金融市场的核心机构之一，是各种金融信息交汇的场所，因此，它有能力为资金供求双方提供信息中介服务。证券公司还可以通过雇佣经济、金融、会计、审计、法律等各方面的专家来完成这些工作。因此，证券公司通过规模效应、专业化分工有效降低了信息加工及合约成本。

（4）流动性中介。证券公司为客户提供各种票据、证券以及现金之间的互换机制。当一个持有股票的客户临时需要现金时，充当做市商的证券公司可以购进客户持有的股票，从而满足客户的流动性需求。而在保证金交易中，证券公司可以以客户的证券作为抵押，贷款给客户购进股票。通过这些方式，证券公司为金融市场的交易者提供了流动性中介。

(二)构造证券市场

证券市场既是证券发行、流通、交易的市场,又是资金供求的中心。证券市场可以分为证券发行市场和证券交易市场。证券发行市场是证券发行人以发行证券的方式筹集资金的市场,又称为一级市场、初级市场。证券发行市场通常没有固定场所,是一个无形市场。证券交易市场是买卖已发行证券的市场,又称为二级市场。证券交易市场一般是一个有组织、有固定地点、集中进行证券交易的市场。概括起来,证券市场由证券发行人、证券投资人、证券中介机构、自律组织和证券监管机构等构成。

从证券发行市场来看,由于证券发行是一项涉及众多投资者利益和金融市场稳定的工作,证券发行者必须准备各种信息披露资料,接受国家证券监管机构的监管。因此,证券发行尤其是公开发行必须由证券公司作为中介才能顺利完成。具体来说,在发行市场中,证券公司以承销商身份,通过咨询、信息披露、定价和证券销售等参与构建证券发行市场。

我国证券发行制度先后历经了审批制、核准制和注册制三个阶段。自20世纪90年代开始,我国证券发行最初采取审批制。1993年4月22日,国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》,标志着股票发行审批制的正式确立。在审批制下,股票发行通过行政计划分配指标和额度,再由地方或行业主管部门推荐企业发行股票。1999年7月1日正式实施的《中华人民共和国证券法》,明确公开发行证券核准制的法律地位。依照核准制的要求,证券的发行不仅要以真实状况的充分公开为条件,而且必须符合证券管理机构制定的若干适用于发行的实质条件。这一制度的目的在于禁止质量差的证券公开发行。2019年12月修订并于2020年3月1日施行的《中华人民共和国证券法》,明确公开发行证券注册制的法律地位。在注册制下,证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。全面实行注册制是涉及我国资本市场全局的重大改革。2023年2月17日,中国证券监督管理委员会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则,自公布之日起施行。这次全面实行注册制制度规则的发布实施,标志着注册制的制度安排基本定型,标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为,在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义。

在证券交易市场中,证券公司扮演着证券经纪商、证券做市商和证券自营商三重角色。①证券公司以证券经纪商的身份接受客户委托,进行证券买卖,提高了交易效率,稳定了交易秩序,使交易活动得以顺利进行。②证券公司在证券发行完成以后的一段时间内,为了使该证券具备良好的流通性,常常以证券做市商的身份买卖证券,以维持其承销的证券上市流通后的价格稳定。③证券公司以证券自营商和做市商的身份活跃于交易市场,维护市场秩序,收集市场信息,进行市场预测,吞吐大量证券,发挥价格发现的功能,从而起到了活跃并稳定交易市场的作用。

在证券市场上,证券公司所从事的多种证券业务创新,为市场创造了多样化的金融衍生工具,极大地便利了交易的进行。当今投资活动对投资品的期限、变现性、报酬率、风险及组合有了更多要求,对投资的安全性也日益重视。这使证券公司有强大的动力显示其创新精神和开拓能力。本着分散风险、保持最佳流动性的追求和最大利益的原则,证券公司面对客户的需求,不断推出新的金融工具,大大拓宽了证券市场的交易领域,不断激发出新的活力。

(三)优化资源配置

在市场经济条件下,资源总是向效益高的部门流动,而证券公司正是通过在资本市场的运作,促进了社会资源的合理流动,提高了国民经济的整体效益。

(1)证券公司在一级市场中承销证券,将企业的经营状况和发展前景向广大投资者做充

分的宣传介绍，同时设计了较为合理的证券发行价格。证券发行以后，通过二级市场的流动形成了投资者认可的交易价格。社会经济资源依照这种价格信号的导向作用进行配置，促进效益高的部门获得更快的发展。

（2）证券公司的兼并收购业务使社会资本存量资源重新优化配置。通过企业并购，被低效率配置的存量资本调整到效率更高的优势企业，或者通过本企业资产的重组发挥出更高的效能。

（3）证券公司为企业向社会公开筹资，加速了企业所有权和经营权的分离，有利于股权人和债权人对企业的监督，从而强化企业的经营管理，使原有的企业资源效率进一步提高。

总之，证券公司能够有效地动员社会资源投入经济建设，同时对社会资源进行优化配置，使得所筹集资本的使用效率大幅提升。

（四）促进产业集中

在经济发展过程中，生产的高度社会化必然会导致产业的集中和垄断，而产业的集中和垄断又反过来促进生产社会化向更高层次发展，进一步推动经济的发展。产业集中的进程，在资本市场出现之前是通过企业自身成长的内在动力以及企业之间的优胜劣汰缓慢进行的。在资本市场出现之后，与以银行等信用中介机构为媒介的间接融资市场相比，资本市场能够提供更为广泛、及时的信息，为资金流向提供清晰、敏锐的信号，引导资金更多地流向效率较高的企业，有利于促进产业的集中。

第二节　证券公司的主要业务

一、证券公司业务概述

为发行新证券提供建议、承销新证券以及为并购提供建议和融资，是证券公司的三项传统业务。近年来，证券公司逐步突破了传统业务，开发新的金融证券和投资策略、发布研究报告、提供投资建议、自营交易和做市等，已成为证券公司业务的重要方向。

根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》），经国务院证券监督管理机构核准，取得经营证券业务许可证，证券公司可以经营下列部分或者全部证券业务：证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券融资融券，证券做市交易，证券自营，其他证券业务。

二、证券经纪业务

证券经纪业务又称为代理买卖证券业务，是指证券公司开展证券交易营销，接受投资者委托开立账户、处理交易指令、办理清算交收等经营性活动。从事上述部分或全部业务环节，均属于开展证券经纪业务。在证券经纪业务中，证券公司只收取一定比例的佣金作为业务收入。证券经纪业务分为柜台代理买卖证券业务和通过证券交易所代理买卖证券业务。目前，我国公开发行并上市的股票、公司债券及中国存托凭证（Chinese depository receipt，CDR）等证券，在证券交易所以公开的集中交易方式进行买卖，因此，我国证券公司从事的经纪业务以通过证券交易所代理买卖证券业务为主。证券公司的柜台代理买卖证券业务主要为在代办股份转让系统进行交易的证券代理买卖。

在证券经纪业务中，业务关系的建立表现为开户和委托两个环节。按照相关规定，投资者应先在证券登记结算公司或者其代理点开立证券账户；然后，投资者与证券公司签署风险揭示书、客户须知，签订证券交易委托代理协议，开立客户交易结算资金第三方存管协议中的资金

最新课程押题讲义扫码

账户等。

经纪关系的建立只是确立了投资者和证券公司直接的代理关系,还没有形成实质上的委托关系。当投资者办理了具体的委托手续之后,即投资者填写了委托单或自助委托及证券公司受理了委托,两者才建立了受法律保护和约束的委托关系。经纪业务中的委托单,性质上相当于委托合同,不仅具有委托合同应具备的主要内容,还明确了证券公司作为受托人的代理业务。

根据2014年修订的《证券公司监督管理条例》,证券公司从事证券经纪业务,可以委托证券公司以外的人员作为证券经纪人,代理其进行客户招揽、客户服务等活动。证券经纪人应当具有证券从业资格。证券公司应当与接受委托的证券经纪人签订委托合同,颁发证券经纪人证书、明确对证券经纪人的授权范围,并对证券经纪人的执业行为进行监督。证券经纪人应当在证券公司的授权范围内从事业务,并应当向客户出示证券经纪人证书。

根据《证券法》,证券公司接受证券买卖的委托,应当根据委托书载明的证券名称、买卖数量、出价方式、价格幅度等,按照交易规则代理买卖证券,如实进行交易记录;买卖成交后,应当按照规定制作买卖成交报告单交付客户。证券交易中确认交易行为及其交易结果的对账单必须真实,保证账面证券余额与实际持有的证券相一致。证券公司办理经纪业务,不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。证券公司不得允许他人以证券公司的名义直接参与证券的集中交易。证券公司不得对客户证券买卖的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺。证券公司的从业人员不得私下接受客户委托买卖证券,其在证券交易活动中,执行所属的证券公司的指令或者利用职务违反交易规则的,由所属的证券公司承担全部责任。

三、证券投资咨询业务

根据《证券、期货投资咨询管理暂行办法》,证券投资咨询业务是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动:①接受投资人或者客户委托,提供证券投资咨询服务;②举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等;③在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告,以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务;④通过电话、传真、互联网等电信设备系统,提供证券投资咨询服务;⑤中国证券监督管理委员会认定的其他形式。

2010年,《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》的发布,进一步确立了证券投资咨询的两种基本业务形式。根据2020年10月修正的《证券投资顾问业务暂行规定》,证券投资顾问业务是指证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托,按照约定,向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务,辅助客户作出投资决策,并直接或者间接获取经济利益的经营活动。投资建议服务内容包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。根据2020年修正的《发布证券研究报告暂行规定》,发布证券研究报告是指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向客户发布的行为。证券研究报告主要包括涉及证券及证券相关产品的价值分析报告、行业研究报告、投资策略报告等。证券研究报告可以采用书面或者电子文件形式。

四、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务

财务顾问业务,是指与证券交易、证券投资活动有关的咨询、建议、策划业务。财务顾问业

务具体包括：①为企业申请证券发行和上市提供改制改组、资产重组、前期辅导等方面的咨询服务；②为上市公司重大投资、收购兼并、关联交易等业务提供咨询服务；③为法人、自然人及其他组织收购上市公司及相关的资产重组、债务重组等提供咨询服务；④为上市公司完善法人治理结构、设计经理层股票期权、职工持股计划、投资者关系管理等提供咨询服务；⑤为上市公司再融资、资产重组、债务重组等资本营运提供融资策划、方案设计、推介路演等方面的咨询服务；⑥为上市公司的债权人、债务人对上市公司进行债务重组、资产重组、相关的股权重组等提供咨询服务；⑦中国证券监督管理委员会认定的其他业务形式。

企业并购通常被称为兼并与收购（merger and acquisition）。在狭义上，兼并与收购是两个概念，其区别主要表现在两者的法律后果不同。兼并是一家企业对另一家企业的合并或吸收行为，至少一家企业法人资格丧失。企业兼并是指在市场竞争机制的作用下，被兼并企业将企业产权有偿让渡给兼并企业，兼并企业实现资产一体化，同时取消被兼并企业法人资格的一种经济行为。收购是企业控制权的转移，收购企业与被收购企业只形成控制与被控制的关系，两者仍然是各自独立的企业法人。由于在运作中它们的联系远远超过其区别，因此兼并与收购常作为同义词一起使用，统称为“并购”，泛指在市场机制作用下企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。从广义看，并购实际上是通过资本市场对企业进行一切有关资本经营和资产重组的代称，主要有扩张（expansion）、售出（sell-offs）、公司控制（corporate control）、所有权结构变更（changes in ownership structure）等。

企业并购是一项极其复杂的交易过程，这其中会涉及诸如并购价格的确定、并购方案的设计、条件谈判、协议执行以及配套的融资安排、重组规划等问题。因此，必须依靠证券公司等专业性的中介机构及专家去完成对目标企业的前期调查、项目评估、方案设计、条件谈判、重组规划等高度专业化的工作。证券公司参与这项工作需要有良好的业务能力，一般包括：①良好的产业分析能力；②强大的金融产品配销能力；③敏锐的经济、社会与政治动向研判能力；④丰富的金融知识和应变能力；⑤正确的设计及执行投资计划的能力；⑥专业的会计、税务与法律方面的知识等。

五、证券承销与保荐业务

证券承销，是指证券公司代理证券发行人发行证券的行为。发行人向不特定对象公开发行的证券，法律、行政法规规定应当由证券公司承销的，发行人应当同证券公司签订承销协议。

证券承销业务可以采取代销或者包销方式。①证券包销，是指证券公司将发行人的证券按照协议全部购入或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式，前者为全额包销，后者为余额包销。②证券代销，是指证券公司代发行人发售证券，在承销期结束时，将未售出的证券全部退还给发行人的承销方式。《证券法》规定了承销团的承销方式。现行《证券法》取消了旧版向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币五千万元时需要强制组建承销团的规定，证券公司可以自行选择是否组建承销团。发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐机构。证券公司履行保荐职责，应按规定注册登记为保荐机构。保荐机构负责证券发行的主承销工作，负有对发行人进行尽职调查的义务，对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查，向中国证券监督管理委员会出具保荐意见，并根据市场情况与发行人协商确定发行价格。

证券发行人是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的发行主体，主要包括政府及其机构、公司（企业）和金融机构。

目前政府发行的证券品种一般仅限于债券。中央政府发行的证券,如我国的国债,被视为无风险证券,相对应的证券收益率被称为无风险利率,是金融市场上最重要的价格指标。另外,以地方政府为发债主体发行的债券,称为地方政府债券。《中华人民共和国预算法》实施后,财政部批准地方政府以"自发自还"方式,发行类似市政债券的一般债券和专项债券。2020年11月、12月财政部分别印发的《财政部关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》《地方政府债券发行管理办法》明确,地方财政部门应当按照市场化、规范化原则做好地方政府债券发行工作。地方财政部门应当按照公开、公平、公正的原则组建地方政府债券承销团,根据市场环境和债券发行任务等因素,合理确定承销团成员和主承销商的数量、选择方式、组建流程等。地方政府债券发行可以采用承销、招标等方式。

中央银行作为重要的政府机构,主要发行两类证券:①中央银行股票,如日本、瑞士的中央银行股票;②出于调控货币供应量目的而发行的特殊债券,如中国人民银行从2003年开始发行的中央银行票据,期限从3个月到3年不等,主要用于调节金融体系中的流动性问题。

公司(企业)的直接融资活动主要有股权融资和债权融资两种方式。其中发行股票和长期债券是公司(企业)筹措长期资本的主要途径,发行短期融资券则是补充流动性资金的重要手段。政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券,即信用类债券,主要包括企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具等。

金融债券是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。我国发行金融债券的机构包括政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构。我国金融债券主要在全国银行间债券市场公开发行或定向发行,主要采用协议承销、招标承销等方式,同时应由具有债券评级能力的信用评级机构进行信用评级。

六、融资融券业务

融资融券业务是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出,并收取担保物的经营活动。由融资融券业务产生的证券交易被称为融资融券交易。融资融券交易分为融资交易和融券交易两类,客户向证券公司借资金买证券为融资交易,客户向证券公司借证券卖出为融券交易。

自2008年中国证券监督管理委员会启动融资融券业务试点以来,融资融券业务已经成为证券公司的重要收入来源之一。2019年修订的《证券法》将该业务正式列入证券公司业务范围。根据《证券公司融资融券业务管理办法》,证券公司申请融资融券业务资格,应当具备下列条件:①具有证券经纪业务资格;②公司治理健全,内部控制有效,能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险;③公司最近2年内不存在因涉嫌违法违规正被中国证券监督管理委员会立案调查或者正处于整改期间的情形;④财务状况良好,最近2年各项风险控制指标持续符合规定,注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定;⑤客户资产安全、完整,客户交易结算资金第三方存管有效实施,客户资料完整真实;⑥已建立完善的客户投诉处理机制,能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷;⑦已建立符合监管规定和自律要求的客户适当性制度,实现客户与产品的适当性匹配管理;⑧信息系统安全稳定运行,最近1年未发生因公司管理问题导致的重大事件,融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试;⑨有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员;⑩中国证券监督管理委员会规定的其他条件。

证券公司开展融资融券业务须经批准。证券公司经营融资融券业务,应当以自己的名义,

在证券登记结算机构分别开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、信用交易证券交收账户和信用交易资金交收账户；以自己的名义，在商业银行分别开立融资专用资金账户和客户信用交易担保资金账户。

证券公司在向客户融资、融券前，应当办理客户征信，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好、诚信合规记录等情况，做好客户适当性管理工作，并以书面形式或电子方式予以记载、保存。

证券公司在向客户融资、融券前，应当与其签订载有中国证券业协会规定的必备条款的融资融券合同，明确约定融资、融券的额度、期限、利率（费率）、利息（费用）的计算方式，保证金比例、维持担保比例、可充抵保证金的证券的种类及折算率、担保债权范围，追加保证金的通知方式、追加保证金的期限，客户清偿债务的方式及证券公司对担保物的处分权利，融资买入证券和融券卖出证券的权益处理等有关事项。

证券公司向客户融资、融券，应当向客户收取一定比例的保证金。保证金可以证券充抵。证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资、融券所生债权的担保物。证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与其所欠债务的比例，当该比例低于约定的维持担保比例时，应当通知客户在约定的期限内补交担保物。客户未能按期交足担保物或者到期未偿还债务的，证券公司可以按照约定处分其担保物。

七、证券做市交易业务

证券做市业务是一种以做市商为中介的证券交易业务。做市商制度是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商，在其愿意的水平上不断向交易者报出某些特定证券的买入价和卖出价，并在所报价位上接受机构投资者或者其他交易商的买卖要求，保证及时成交的证券交易方式。在做市商制度下，买卖双方不需要等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。做市商制度有助于提高股票的流动性，促进证券市场稳定和平衡。对于证券公司而言，做市交易业务开启了全新的业务模式，促进证券公司在推荐业务中更加注重从投资者的视角去谨慎推荐企业，更加注重通过整合业务链条，形成与企业共同成长的良性合作关系。

做市商制度在我国的探索和运用始于债券市场，并随着我国资本市场的不断发展，逐渐应用到我国多层次金融市场领域。2004 年 7 月，中国人民银行将银行间债券市场中双边报价商更名为做市商，初步确立了我国银行间债券市场做市商制度。2014 年 6 月，《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》发布实施，与《全国中小企业股份转让系统股票转让细则（试行）》（已失效）一起，构成了全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票做市专业业务的基本框架。2014 年 8 月，做市商制度被正式引入新三板市场。2019 年 1 月，《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》修订，新增了“做市商在取得做市库存股时，可与挂牌公司股东就一定条件下回售或转售做市库存股作出约定”，进一步完善了做市商制度，降低了做市商库存股处置风险，提高了做市商做市的积极性，进而为市场提供了更多的流动性。现行文件为《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理细则（试行）》。2022 年 5 月，《证券公司科创板股票做市业务交易试点规定》出台。2022 年 7 月，《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》《上海证券交易所证券交易业务指南第 8 号——科创板股票做市》发布施行，做市商制度被引入科创板，由符合试点资格的证券公司为科创板股票、存托凭证提供双边报价，进一步扩大了证券做市业务的应用领域，也提升了科创板股票的

流动性。

八、证券自营业务

证券自营业务是指证券公司以自有资金和合法筹集的资金,用自己名义开设的证券账户,限于买卖依法公开发行的或者证券监管机构认可的证券,以赚取证券买卖差价,为公司自身获利的证券交易行为。

证券自营活动有利于活跃证券市场,维护交易的连续性。证券公司在交易成本、资金实力、获取信息以及交易的便利条件等方面都比投资大众占有优势,因此,在自营活动中要防范操纵市场和内幕交易等不正当行为,加之证券市场的高收益性和高风险性特征,许多国家都针对证券经营机构的自营业务制定了法律法规,进行严格管理。

2011 年 4 月,中国证券监督管理委员会发布《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》,后分别于 2012 年 11 月修订、2020 年 3 月修正。根据该规定,我国证券公司从事证券自营投资品种清单如下。

(1)已经和依法可以在境内证券交易所上市交易和转让的证券。

(2)已经在全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券。

(3)已经和依法可以在符合规定的区域性股权交易市场挂牌转让的私募债券,已经在符合规定的区域性股权交易市场挂牌转让的股票。

(4)已经和依法可以在境内银行间市场交易的证券。

(5)经国家金融监管部门或者其授权机构依法批准或备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券。

证券公司可以设立子公司进行上述品种以外的金融产品投资。注册资本不低于 1 亿元人民币,净资本不低于 5000 万元人民币,并经中国证券监督管理委员会批准经营证券自营的证券公司才能从事证券自营业务。

2013 年 8 月,中国证券监督管理委员会发布《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》,后于 2022 年 8 月修正。该指引规定不具备证券自营业务资格的证券公司,其自有资金只能以套期保值为目的,参与国债期货交易。证券公司以自有资金参与股指期货、国债期货交易的,应当符合以下要求。①证券公司应当按照中国金融期货交易所有关规定申请交易编码。②证券公司应当根据《证券公司风险控制指标管理办法》等规定,对已被股指期货、国债期货合约占用的交易保证金按 100% 比例扣减净资本。③证券公司应当对已进行风险对冲的股指期货、国债期货分别按交易规模的 5% 计算风险资本准备(5% 为基准标准,不同类别公司按规定实施不同的风险资本准备计算比例,下同);证券公司应当对未进行风险对冲的股指期货、国债期货分别按交易规模的 20% 计算风险资本准备。④自营权益类证券及证券衍生品(包括股指期货、国债期货等)的合计额不得超过净资本的 100%,其中股指期货以股指期货合约价值总额的 15% 计算,国债期货以国债期货合约价值总额的 5% 计算。

九、证券资产管理业务

证券公司经营证券资产管理业务的,应当符合《证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》等法律、行政法规的规定。根据 2018 年 4 月发布的《资管新规》,证券公司可以接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理。

(一)资产管理产品和资产管理计划

资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品,资金信托,证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产

管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。资产管理产品按照募集方式的不同，分为公募产品和私募产品。公募产品面向不特定社会公众公开发行。公开发行的认定标准依照《证券法》执行。私募产品面向合格投资者通过非公开方式发行。

资产管理计划应当具有明确、合法的投资方向，具备清晰的风险收益特征，并区分最终投向资产类别。一般按照下列规定确定资产管理计划所属类别。

（1）投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于资产管理计划总资产80%的为固定收益类。

（2）投资于股票、未上市企业股权等股权类资产的比例不低于资产管理计划总资产80%的，为权益类。

（3）投资于期货及衍生品的持仓合约价值的比例不低于资产管理计划总资产80%，且期货和衍生品账户权益超过资产管理计划总资产20%的，为期货及衍生品类。

（4）投资于债权类、股权类、期货及衍生品类资产的比例未达到前三类产品标准的，为混合类。

根据资产管理计划的类别、投向资产的流动性及期限特点、投资者需求等因素，证券公司可以设立存续期间办理参与、退出的开放式资产管理计划，或者存续期间不办理参与和退出的封闭式资产管理计划。开放式资产管理计划应当明确投资者参与、退出的时间、次数、程序及限制事项。开放式集合资产管理计划每三个月至多开放一次计划份额的参与、退出，中国证券监督管理委员会另有规定的除外。

（二）资产管理计划可投资的资产

资产管理计划可以投资于以下资产。

（1）银行存款、同业存单，以及符合《资管新规》规定的标准化债权类资产，包括但不限于在证券交易所、银行间市场等国务院同意设立的交易场所交易的可以划分为均等份额、具有合理公允价值和完善流动性机制的债券、中央银行票据、资产支持证券、非金融企业债务融资工具等。

（2）上市公司股票、存托凭证，以及中国证券监督管理委员会认可的其他标准化股权类资产。

（3）在证券期货交易所依法设立的交易场所集中交易清算的期货及期权合约等标准化期货及衍生品类资产。

（4）公开募集证券投资基金以及中国证券监督管理委员会认可的比照公开募集证券投资基金管理的资产管理产品。

（5）第（1）至第（3）项规定以外的非标准化债权类资产、股权类资产、期货及衍生品类资产。

（6）第（4）项规定以外的其他受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品。

（7）中国证券监督管理委员会认可的其他资产。

其中第（1）项至第（4）项为标准化资产，第（5）项、第（6）项为非标准化资产。

（三）证券公司资产管理业务的相关审慎监管要求

（1）证券公司开展资产管理业务，应当具备与资产管理业务发展相适应的管理体系和管理制度，公司治理良好，风险管理、内部控制和问责机制健全。

（2）证券公司为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，杜绝“明股实债”等违规行为，委托人自担投资风险、获得收益。证券公司可以与委托人在合同中

事先约定收取合理的业绩报酬,业绩报酬计入管理费,须与产品一一对应并逐个结算,不同产品之间不得相互串用。

(3)资产管理计划应当以非公开方式向合格投资者募集。证券经营机构、销售机构不得公开或变相公开募集资产管理计划,不得通过报刊、电台、电视、互联网等传播媒体或者讲座、报告会、传单、布告、自媒体等方式向不特定对象宣传具体资产管理计划。证券经营机构不得设立多个资产管理计划,同时投资于同一非标准化资产,以变相突破投资者人数限制或者其他监管要求。单一主体及其关联方的非标准化资产,视为同一非标准化资产。任何单位和个人不得以拆分份额或者转让份额收(受)益权等方式,变相突破合格投资者标准或人数限制。

(4)按照中国证券监督管理委员会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》,证券公司从事私募资产管理业务,应当实行集中运营管理,建立健全内部控制和合规管理制度,采取有效措施,将私募资产管理业务与公司其他业务分开管理,控制敏感信息的不当流动和使用,防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益冲突和利益输送。证券公司可以为单一投资者设立单一资产管理计划,也可以为多个投资者设立集合资产管理计划。集合资产管理计划的投资者人数不少于二人,不得超过二百人。单一资产管理计划可以接受货币资金出资,或者接受投资者合法持有的股票、债券或中国证券监督管理委员会认可的其他金融资产出资。集合资产管理计划原则上应当接受货币资金出资,中国证券监督管理委员会认可的情形除外。

(四)证券公司参与股指期货、国债期货交易相关规定

根据《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》,证券公司以受托管理资金参与股指期货、国债期货交易的,应当选择适当的客户开展参与股指期货、国债期货交易的资产管理业务,审慎进行股指期货、国债期货交易。在与客户签订资产管理合同前,证券公司应当按照规定程序了解客户的情况,审慎评估客户的诚信状况、客户对产品的认知水平和风险承受能力,向客户进行充分的风险揭示,并将风险揭示书交客户签字确认。

证券公司应当在资产管理合同中明确约定参与股指期货、国债期货交易的目的、比例限制、估值方法、信息披露、风险控制、责任承担等事项。证券公司应当在资产管理合同中明确约定股指期货、国债期货保证金的流动性应急处理机制,包括应急触发条件、保证金补充机制、损失责任承担等。

《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》实施前,证券公司已签署的资产管理合同未约定可参与股指期货、国债期货交易的,原则上不得交易股指期货、国债期货。拟变更合同交易股指期货、国债期货的,应当按照资产管理合同约定的方式及有关规定取得客户、资产托管机构的同意并履行有关报批或报备手续。

证券公司定向资产管理业务参与股指期货、国债期货交易的,应当按合同约定的方式向客户充分披露资产管理业务参与股指期货、国债期货交易的有关情况,包括交易目的、持仓情况、损益情况等,并在定向资产管理业务年度报告中披露相应内容。

证券公司应当在集合资产管理报告中充分披露集合资产管理计划参与股指期货、国债期货交易的有关情况,包括交易目的、持仓情况、损益情况等,并充分说明交易股指期货、国债期货对集合资产管理计划总体风险的影响以及是否符合既定的交易目的。

证券公司、资产托管机构应当根据中国金融期货交易所的相关规定,确定资产管理业务参与股指期货、国债期货交易的交易结算模式,明确交易执行、资金划拨、资金清算、会计核算、保证金存管等业务中的权利和义务,建立资金安全保障机制。

十、证券公司中间介绍业务

证券公司中间介绍业务，是指证券公司接受期货经纪商的委托，为期货经纪商介绍客户参与期货交易并提供其他相关服务的业务活动。介绍经纪商（introducing broker，IB）制度是指机构或者个人接受期货经纪商的委托，介绍客户给期货经纪商并收取一定佣金的业务模式。IB 制度起源于美国，目前在金融期货交易发达的国家和地区（美国、英国、韩国、我国台湾地区等）得到了普遍推广，并取得了成功。

中国证券监督管理委员会于 2022 年 8 月发布修正后的《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》，对证券公司从事中间介绍业务的资格条件、业务范围及业务规则等作出了具体规定。

（一）证券公司中间介绍业务的资格条件

证券公司申请中间介绍业务资格，应当符合下列条件：①申请日前 6 个月各项风险控制指标符合规定标准；②已按规定建立客户交易结算资金第三方存管制度；③全资拥有或者控股一家期货公司，或者与一家期货公司被同一机构控制，且该期货公司具有实行会员分级结算制度期货交易所的会员资格、申请日前 2 个月的风险监管指标持续符合规定的标准；④配备必要的业务人员，公司总部至少有 5 名、拟开展中间介绍业务的营业部至少有 2 名符合期货从业人员条件的业务人员；⑤已按规定建立健全与中间介绍业务相关的业务规则、内部控制、风险隔离及合规检查等制度；⑥具有满足业务需要的技术系统；⑦中国证券监督管理委员会根据市场发展情况和审慎监管原则规定的其他条件。

证券公司申请中间介绍业务，应当向中国证券监督管理委员会提交中间介绍业务资格申请书等规定的申请材料。

（二）证券公司中间介绍业务的业务范围

证券公司受期货公司委托从事中间介绍业务，应当提供的服务包括：①协助办理开户手续；②提供期货行情信息、交易设施；③中国证券监督管理委员会规定的其他服务。

证券公司不得代理客户进行期货交易、结算或者交割，不得代期货公司、客户收付期货保证金，不得利用证券资金账户为客户存取、划转期货保证金。

证券公司从事中间介绍业务，应当与期货公司签订书面委托协议。委托协议应当载明下列事项：①中间介绍业务的范围；②执行期货保证金安全存管制度的措施；③中间介绍业务对接规则；④客户投诉的接待处理方式；⑤报酬支付及相关费用的分担方式；⑥违约责任；⑦中国证券监督管理委员会规定的其他事项。

（三）证券公司中间介绍业务的业务规则

证券公司只能接受其全资拥有或者控股的，或者被同一机构控制的期货公司的委托从事中间介绍业务，不能接受其他期货公司的委托从事中间介绍业务。证券公司应当按照合规、审慎经营的原则，制定并有效执行中间介绍业务规则、内部控制、合规检查等制度，确保有效防范和隔离中间介绍业务与其他业务的风险。期货公司与证券公司应当建立中间介绍业务的对接规则，明确办理开户、行情和交易系统的安装维护、客户投诉的接待处理等业务的协作程序和规则。证券公司与期货公司应当独立经营，保持财务、人员、经营场所等分开隔离。

证券公司为期货公司介绍客户时，应当向客户明示其与期货公司的中间介绍业务委托关系，解释期货交易的方式、流程及风险，不得作获利保证、共担风险等承诺，不得虚假宣传、误导客户。

证券公司应当建立完备的协助开户制度，对客户的开户资料和身份真实性等进行审查，向

客户充分揭示期货交易风险,解释期货公司、客户、证券公司三者之间的权利义务关系,告知期货保证金安全存管要求。

证券公司不得代客户下达交易指令,不得利用客户的交易编码、资金账号或者期货结算账户进行期货交易,不得代客户接收、保管或者修改交易密码。

证券公司不得直接或者间接为客户从事期货交易提供融资或者担保。

十一、私募投资基金业务和另类投资业务

中国证券业协会于2016年12月发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及《证券公司另类投资子公司管理规范》,并同时废止了《证券公司直接投资业务规范》。根据上述规范,证券公司可以通过设立私募投资基金子公司从事私募投资基金业务,通过设立另类投资子公司从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务。

(一)设立要求

《证券公司私募投资基金子公司管理规范》规定,证券公司设立私募投资基金子公司,应当符合以下要求。

(1)具有健全的公司治理结构,完善有效的内部控制机制、风险管理制度和合规管理制度,防范与私募投资基金子公司之间出现风险传递和利益冲突;

(2)最近六个月各项风险控制指标符合中国证券监督管理委员会及中国证券业协会的相关要求,且设立私募投资基金子公司后,各项风险控制指标仍持续符合规定;

(3)最近一年未因重大违法违规行为受到刑事或行政处罚,且不存在因涉嫌重大违法违规正受到监管部门和有关机关调查的情形;

(4)公司章程有关对外投资条款中明确规定公司可以设立私募投资基金子公司,并经注册地中国证券监督管理委员会派出机构审批;

(5)中国证券监督管理委员会及中国证券业协会规定的其他条件。

《证券公司另类投资子公司管理规范》规定,证券公司设立另类投资子公司,应当符合以下要求。

(1)具有健全的公司治理结构,完善有效的内部控制机制、风险管理制度和合规管理制度,防范与另类投资子公司之间出现风险传递和利益冲突;

(2)具备中国证券监督管理委员会核准的证券自营业务资格;

(3)最近六个月内各项风险控制指标符合中国证券监督管理委员会及协会的相关要求,且设立另类投资子公司后,各项风险控制指标仍持续符合规定;

(4)最近一年未因重大违法违规行为受到刑事或行政处罚,且不存在因涉嫌重大违法违规正受到监管部门和有关机关调查的情形;

(5)公司章程有关条款中明确规定公司可以设立另类投资子公司,并经注册地中国证券监督管理委员会派出机构审批;

(6)中国证券监督管理委员会及中国证券业协会规定的其他条件。

(二)业务范围

根据《证券公司私募投资基金子公司管理规范》,私募投资基金子公司不得从事与私募投资基金无关的业务。私募投资基金子公司及其下设特殊目的机构可以以现金管理为目的管理闲置资金,但应当坚持有效控制风险、保持流动性的原则,且只能投资于依法公开发行的国债、央行票据、短期融资券、投资级公司债、货币市场基金及保本型银行理财产品等风险较低、流动

性较强的证券。

根据《证券公司另类投资子公司管理规范》,证券公司另类投资子公司从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务,应当符合法律法规、监管要求和《证券公司另类投资子公司管理规范》规定。另类子公司不得从事投资业务之外的业务。

第三节　证券投资基金概述

一、证券投资基金的概念和特点

(一)证券投资基金的概念

证券投资基金简称基金,是指通过发售基金份额,将众多投资者的资金集中起来,形成独立财产,由基金托管人托管,基金管理人管理,以投资组合的方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。

证券投资基金通过发行基金份额的方式募集资金,个人投资者或机构投资者通过购买一定数量的基金份额参与基金投资。基金所募集的资金在法律上具有独立性,由选定的基金托管人保管,并委托基金管理人进行股票、债券等分散化组合投资。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有,并依据各个投资者所购买基金份额的多少在投资者之间进行分配。

与直接投资股票或债券不同,证券投资基金是一种间接投资工具。一方面,证券投资基金以股票、债券等金融证券为投资对象;另一方面,基金投资者通过购买基金份额的方式间接进行证券投资。

世界上不同国家和地区对证券投资基金的称谓有所不同。证券投资基金在美国主要指共同基金,在英国和我国香港被称为单位信托投资基金,在欧洲一些国家被称为集合投资基金或集合投资计划,在日本和我国台湾被称为证券投资信托基金等。

(二)证券投资基金的特点

1. 集合理财,专业管理

基金将众多投资者的资金汇集起来,委托基金管理人进行共同投资,表现出一种集合理财的特点。基金由基金管理人进行投资管理和运作,使中小投资者也能享受到专业化的投资管理服务。

2. 组合投资,分散风险

为降低投资风险,一些国家的法律法规通常规定基金必须以组合投资的方式进行投资运作。中小投资者由于资金量小,一般无法通过购买数量众多的股票分散投资风险。由于基金通常会购买几十种甚至上百种股票,投资者购买基金就相当于用很少的资金购买了一篮子股票,从而起到组合投资、分散风险的作用。

3. 利益共享,风险共担

基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有,并依据各投资者所持有的基金份额比例进行分配。为基金提供服务的基金托管人、基金管理人只能按规定收取一定比例的托管费、管理费,并不参与基金收益的分配。

4. 严格监管,信息透明

为切实保护投资者的利益,增强投资者对基金投资的信心,基金监管机构一般都对基金业

实行严格监管,强制基金进行及时、准确、充分的信息披露。

5. 独立托管,保障安全

基金管理人负责基金的投资操作,其本身并不参与基金财产的保管,基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责。这种相互制约、相互监督的制衡机制能够为投资者利益提供重要保障。

二、证券投资基金的参与主体

基金市场的参与主体分为基金当事人、基金市场服务机构、基金监管机构和自律组织三大类。

(一)基金当事人

我国的证券投资基金依据基金合同设立,基金份额持有人、基金管理人与基金托管人是基金合同的当事人,简称基金当事人。

1. 基金份额持有人

基金份额持有人即基金投资者,是基金的出资人、基金财产的所有者和基金投资回报的受益人。

2. 基金管理人

基金管理人是基金产品的募集者和管理者,其最主要的职责就是按照基金合同的约定,负责基金的投资运作,在有效控制风险的基础上为基金投资者争取最大的投资收益。在我国,基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。

3. 基金托管人

为了保证基金财产的安全,基金财产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管,从而使基金托管人成为基金的当事人之一。基金托管人的职责主要体现在财产保管、资金清算、会计复核以及对基金投资运作的监督等方面。在我国,基金托管人由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构担任。

(二)基金市场服务机构

基金管理人、基金托管人既是基金的当事人,又是基金的主要服务机构。除基金管理人与基金托管人外,基金市场还有许多面向基金提供各类服务的其他机构,主要包括基金销售机构、基金注册登记机构、律师事务所、会计师事务所、基金投资咨询机构、基金评级机构等。

1. 基金销售机构

基金销售机构是指基金管理人以及经中国证券监督管理委员会认定的可以从事基金销售的其他机构。目前可申请从事基金销售的机构主要包括商业银行、证券公司、证券投资咨询机构、独立基金销售机构。

2. 基金注册登记机构

基金注册登记机构是指办理基金份额的登记过户、存管和结算业务的机构。基金注册登记机构可办理投资人基金账户的建立和管理基金份额注册登记、基金销售业务的确认、清算和结算、代理发放红利、建立并保管基金份额持有人名册等业务。

3. 律师事务所和会计师事务所

律师事务所和会计师事务所作为专业、独立的中介服务机构,为基金提供法律、审计服务。

4. 基金投资咨询机构和基金评级机构

基金投资咨询机构是向基金投资者提供基金投资咨询建议的中介机构。基金评级机构则是向基金投资者以及其他市场参与主体提供基金评价业务、基金资料与数据服务的机构。

（三）基金监管机构和自律组织

1. 基金监管机构

为了保护基金投资者的利益，世界上不同国家和地区都对基金活动进行严格的监督管理。基金监管机构通过依法行使审批或核准权，依法办理基金备案，对基金管理人、基金托管人及其他从事基金活动的中介机构进行监督管理，对违法违规行为进行查处。

2. 基金行业自律组织

证券交易所是基金的自律管理机构之一。封闭式基金、上市型开放式基金和交易型开放式指数基金等需要通过证券交易所交易，必须遵守证券交易所的规则；同时，经中国证券监督管理委员会授权，证券交易所对基金的投资交易行为还承担着重要的一线监控和服务职能。基金行业自律组织是由基金管理人、基金托管人和基金销售机构等组织成立的同业协会。同业协会在促进同业交流、提高从业人员素质、加强行业自律管理、促进行业规范发展等方面具有重要的作用。

三、证券投资基金的类别

基金构成要素有多种，因此可以依据不同的标准对基金进行分类。

（一）根据组织形式的不同，基金可分为契约型基金和公司型基金

1. 契约型基金

契约型基金是依据基金合同成立的基金。契约型基金并不需要设立公司组织。这种基金包括三方当事人，即基金管理人、基金托管人和投资人。三方当事人权利、义务在基金合同中约定。基金管理人负责基金的日常管理和操作，基金托管人接受管理人的委托，以自己的名义为基金注册、开立独立的账户，并负责基金财产的保管、处分及对基金管理人的监督。英国的单位信托、日本和我国台湾的证券投资信托均为契约型基金。

2. 公司型基金

公司型基金是指基金本身为一家公司，通过发行股票的方式筹集资金以进行分散性的证券投资，并向投资者定期派发股票和红利。这种公司通常被称为“投资公司”。公司型基金与一般的股份有限公司有很多类似之处，而主要的不同是投资公司的业务往往集中于证券投资领域。公司型基金包括以下四个主要当事人：基金投资者、投资公司、基金管理人和基金托管人。其中，基金投资者因购买基金份额成为投资公司的股东；投资公司作为一个具有独立法人资格的组织与基金管理人和基金托管人签订委托协议，由基金管理人运作管理基金，基金托管人保管基金财产。实践中，还存在一种与公司型基金相类似的合伙型基金，即以进行证券投资活动为目的设立的合伙企业。

3. 两者区别

契约型基金与公司型基金的区别主要表现在三个方面。

（1）法律主体资格不同。契约型基金不具有法人资格，公司型基金具有法人资格。

（2）投资者的地位不同。契约型基金依据基金合同成立。基金投资者尽管也可以通过持有人大会表达意见，但与公司型基金的股东大会相比，契约型基金持有人大会赋予基金投资者的权利相对较小。

（3）基金营运依据不同。契约型基金依据基金合同营运基金，公司型基金依据基金管理公司章程营运基金。公司型基金的优点是法律关系明确清晰，监督约束机制较为完善；但契约型基金在设立上更为简单易行。两者之间的区别主要表现在法律形式的不同，并无优劣之分。

(二)根据基金运作方式的不同,基金可分为开放式基金、封闭式基金

1. 开放式基金

开放式基金又称追加型基金,是指证券投资基金设立后,投资者可以随时申购或者赎回基金份额,基金也可以随时追加、卖出或者发行基金份额,基金份额与基金规模不固定,基金存续期限也不固定的一种基金类型。开放式基金追加发行基金份额,投资者申购或者赎回基金份额,不是以面值,而是以基金份额资产净值为基础计算的。

2. 封闭式基金

封闭式基金也称为固定型基金,是指在基金发行前就已经确定基金资本总额、发行数量和存续期限,在基金存续期内基金资本总额以及发行数量都保持固定不变的基金类型。封闭式基金的基金份额不能被追加认购或者赎回,投资者只能通过证券经纪商在依法设立的证券交易所交易。基金收益以股利、利息和可实现的资本利得等形式支付给投资者。封闭式基金的价格更多地反映证券市场供求关系。

采用其他运作方式的基金的基金份额发售、交易、申购、赎回的办法,由证券监管机构另行规定。

3. 两者区别

封闭式基金与开放式基金的区别主要表现在五个方面。

(1)期限不同。封闭式基金一般有一个固定的存续期,而开放式基金一般是无期限的。根据有关规定,封闭式基金的存续期应在5年以上,封闭式基金期满后可以通过一定的法定程序延期。目前,我国封闭式基金的存续期大多在15年。

(2)份额限制不同。封闭式基金的基金份额是固定的,在封闭期限内未经法定程序认可不能增减;开放式基金规模不固定,投资者可随时提出申购或赎回申请,基金份额会随之增加或减少。

(3)交易场所不同。封闭式基金份额固定,在完成募集后,基金份额在证券交易所上市交易。投资者买卖封闭式基金份额,只能委托证券公司在证券交易所按市价买卖,交易在投资者之间完成。开放式基金份额不固定,投资者可以按照基金管理人确定的时间和地点,向基金管理人或其销售代理人提出申购、赎回申请,交易在投资者与基金管理人之间完成。

(4)价格形成方式不同。封闭式基金的交易价格主要受二级市场供求关系的影响。当需求旺盛时,封闭式基金二级市场的交易价格会超过基金份额净值,出现溢价交易现象;反之,当需求低迷时,交易价格会低于基金份额净值,出现折价交易现象。开放式基金的买卖价格以基金份额净值为基础,不受市场供求关系的影响。

(5)激励约束机制与投资策略不同。封闭式基金份额固定,即使基金业绩好,其扩展能力也受到较大的限制。如果业绩不尽如人意,由于投资者无法赎回投资,基金经理通常也不会在经营与流动性管理上面临直接的压力。与此不同,如果开放式基金的业绩好,通常会吸引新的投资,基金管理人的管理费收入也会随之增加;如果基金业绩差,开放式基金则会面临来自投资者要求赎回投资的压力。因此,与封闭式基金相比,开放式基金向基金管理人提供了更好的激励约束机制。

(三)根据投资对象的不同,基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金等

1. 股票基金

股票基金是指以股票为主要投资对象的基金。股票基金在各类基金中历史最为悠久,也是世界上各个国家和地区广泛采用的一种基金类型。根据中国证券监督管理委员会对基金类

别的分类标准，基金资产80%以上投资于股票的为股票基金。

（1）股票基金以追求长期的资本增值为目标，比较适合长期投资。与其他类型的基金相比，股票基金的风险较高，但预期收益率也较高。股票基金与单一股票之间有四个不同点。①股票价格在每一交易日内始终处于变动之中；股票基金份额净值的计算每天只进行一次，因此每一交易日股票基金只有一个价格。②股票价格会由于投资者买卖股票数量的多少和强弱的对比而受到影响，股票基金份额净值不会由于买卖数量或申购、赎回数量的多少而受到影响。③人们在投资股票时，一般会根据上市公司的基本情况，如财务状况、产品的市场竞争力、盈利预期等方面的信息对股票价格高低的合理性做出判断，但却不能对股票基金份额净值进行合理与否的评判。④单一股票的投资风险较为集中，投资风险较大；股票基金由于分散投资，投资风险低于单一股票的投资风险。但从风险来源看，股票基金增加了基金经理投资的委托代理风险。

（2）股票基金的投资风险。股票基金所面临的投资风险主要包括系统性风险、非系统性风险以及管理运作风险。系统性风险是指整体政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响。这种风险不能通过分散投资加以消除，因此又称为不可分散风险。非系统性风险是指个别证券特有的风险，包括企业的信用风险、经营风险、财务风险等。非系统性风险可以通过分散投资加以规避，因此又称为可分散风险。管理运作风险是指基于基金经理对基金的主动性操作行为而导致的风险，例如，基金经理不适当地对某一行业或个股的集中投资给基金带来的风险。股票基金通过分散投资可以大大降低个股投资的非系统性风险，但却不能回避系统性风险，而管理运作风险则因基金而异。

2. 债券基金

债券基金主要以债券为投资对象。根据中国证券监督管理委员会对基金类别的分类标准，基金资产80%以上投资于债券的为债券基金。

（1）债券基金与债券的差异。债券基金对追求稳定收入的投资者具有较强的吸引力，常常被投资者认为是收益、风险适中的投资工具。债券基金与债券的区别表现在四个方面。①债券基金的收益不如债券的利息固定。投资者购买固定利率性质的债券，在购买后会定期得到固定的利息收入，并可在债券到期时收回本金。债券基金作为不同债券的组合，尽管也会定期将收益分配给投资者，但债券基金分配的收益有升有降，不如债券的利息固定。②债券基金没有确定的到期日。与一般债券会有一个确定的到期日不同，债券基金由一组具有不同到期日的债券组成，因此并没有一个确定的到期日。不过为分析债券基金的特性，仍可以对债券基金所持有的所有债券计算出一个平均到期日。③债券基金的收益率比买入并持有到期的单个债券的收益率更难以预测。单一债券的收益率可以根据购买价格、现金流以及到期收回的本金计算其投资收益率。但债券基金由一组不同的债券组成，收益率较难计算和预测。④投资风险不同。单一债券随着到期日的临近，所承担的利率风险会下降。债券基金没有固定到期日，所承担的利率风险将取决于所持有的债券的平均到期日。债券基金的平均到期日常常会相对固定，债券基金所承受的利率风险通常也会保持在一定的水平。单一债券的信用风险比较集中，而债券基金通过分散投资可以有效避免单一债券可能面临的较高的信用风险。

（2）债券基金的投资风险。债券基金主要的投资风险包括利率风险、信用风险、提前赎回风险以及通货膨胀风险。①利率风险。债券的价格与市场利率变动密切相关，且呈反方向变动。当市场利率上升时，大部分债券的价格会下降；当市场利率降低时，债券的价格通常会上升。通常，债券的到期日越长，债券价格受市场利率的影响就越大。与此相类似，债券

基金的价值会受到市场利率变动的影响。债券基金的平均到期日越长,债券基金的利率风险越高。②信用风险。信用风险是指债券发行人没有能力按时支付利息、到期归还本金的风险。如果债券发行人不能按时支付利息或偿还本金,该债券就面临很高的信用风险。投资者为弥补低等级信用债券可能面临的较高信用风险,往往会要求较高的收益补偿。一些债券评级机构会对债券的信用进行评级,如果某债券的信用等级下降,将会导致该债券的价格下跌,持有这种债券的基金资产净值也会随之下降。③提前赎回风险。提前赎回风险是指债券发行人有可能在债券到期日之前回购债券的风险。当市场利率下降时,债券发行人能够以更低的利率融资,因此可以提前偿还高息债券。持有附有提前赎回权债券的基金将不仅不能获得高息收益,还会面临再投资风险。④通货膨胀风险。通货膨胀会吞噬固定收益所形成的购买力,因此债券基金的投资者不能忽视这种风险,应当考虑组合投资,适当地购买一些股票基金。

3. 货币市场基金

货币市场基金是以货币市场工具为投资对象的基金。货币市场基金是厌恶风险、对资产流动性和安全性要求较高的投资者进行短期投资的理想工具,或是暂时存放现金的理想场所。货币市场基金具有风险低、流动性好的特点,但长期收益率较低,并不适合长期投资。货币市场基金同样会面临利率风险、购买力风险、信用风险、流动性风险等。与银行存款不同,货币市场基金并不保证收益水平。

按照《货币市场基金监督管理办法》以及其他有关规定,货币市场基金应当投资于以下金融工具:①现金;②期限在1年以内(含1年)的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单;③剩余期限在397天以内(含397天)的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券;④中国证券监督管理委员会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

货币市场基金不得投资于以下金融工具:①股票;②可转换债券、可交换债券;③以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券,已进入最后一个利率调整期的除外;④信用等级在AA+以下的债券与非金融企业债务融资工具;⑤中国证券监督管理委员会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。

货币市场基金投资于相关金融工具的比例应当符合下列规定:①同一机构发行的债券、非金融企业债务融资工具及其作为原始权益人的资产支持证券占基金资产净值的比例合计不得超过10%,国债、中央银行票据、政策性金融债券除外。②货币市场基金投资于有固定期限银行存款的比例,不得超过基金资产净值的30%,但投资于有存款期限,根据协议可提前支取的银行存款不受上述比例限制;货币市场基金投资于具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过20%,投资于不具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过5%。

货币市场基金应当保持足够比例的流动性资产以应对潜在的赎回要求,其投资组合应当符合下列规定:①现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券占基金资产净值的比例合计不得低于5%;②现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及5个交易日内到期的其他金融工具占基金资产净值的比例合计不得低于10%;③到期日在10个交易日以上的逆回购、银行定期存款等流动性受限资产投资占基金资产净值的比例合计不得超过30%;④除发生巨额赎回、连续3个交易日累计赎回20%以上或者连续5个交易日累计赎回30%以上的情形外,债券正回购的资金余额占基金资产净值的比例不得超过20%。

4. 混合基金

混合基金的风险低于股票基金，预期收益率则要高于债券基金。它为投资者提供了一种在不同资产类别之间进行分散投资的工具，比较适合较为保守的投资者。

混合基金尽管会同时投资于股票、债券等，但常常会依据基金投资目标的不同而进行股票与债券的不同配比。因此，通常可以依据资产配置的不同将混合基金分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金等。

混合基金的投资风险主要取决于股票与债券配置的比例大小。一般而言，偏股型基金、灵活配置型基金的风险较高，但预期收益率也较高；偏债型基金的风险较低，预期收益率也较低；股债平衡型基金的风险与预期收益率则较为适中。

（四）根据投资目标的不同，基金可分为增长型基金、收入型基金和平衡型基金

1. 增长型基金

增长型基金是指以追求资本增值为基本目标，较少考虑当期收入的基金，主要以具有良好增长潜力的股票为投资对象。增长型基金是基金中最常见的一种，它追求的是基金资产的长期增值。

2. 收入型基金

收入型基金是指以追求稳定的经常性收入为基本目标的基金，主要以大盘蓝筹股、公司债券、政府债券等稳定收益证券为投资对象。收入型基金资产成长的潜力较小，但损失本金的风险也相对较低。

3. 平衡型基金

平衡型基金是指把资金分散投资于两种特性的证券上，并在以取得收入为目的的债券、优先股和以取得资本增值为目的的普通股之间平衡。平衡型基金的特点是风险比较低，缺点是成长潜力不大。

（五）根据募集方式的不同，基金可分为公募基金和私募基金

1. 公募基金

公募基金是指可以面向社会公众公开发售的一类基金。公募基金主要具有如下特征：可以面向社会公众公开发售基金份额和宣传推广，基金募集对象不固定；投资金额要求低，适宜中小投资者参与；必须遵守基金法律和法规的约束，并接受监管部门的严格监管。

2. 私募基金

私募基金又称非公开募集基金，是向特定合格投资者发售基金份额、募集资金而设立的基金。私募基金不能进行公开发售和宣传推广，只能采取非公开方式发行。私募基金的投资范围较广、金额较大、风险较高，监管机构对投资者的资格和人数会加以限制。

我国 2003 年颁布的《中华人民共和国证券投资基金法》主要规范的是基金管理人以公开募集方式设立的基金，对采用非公开募集方式设立的基金未作规定。《中华人民共和国证券投资基金法》2012 年 12 月修订后，将非公开募集方式设立的基金纳入调整范围，从法律上确立其法定地位，对非公开募集方式设立的基金的募集、运作、管理等作了具体规定，加强了投资者权益保护，也对资本市场的长期健康发展提供了制度支持。

（六）特殊类型基金

除上述分类之外，还有一些特殊类型的基金，它们在金融市场体系中也发挥着越来越重要的作用，如不动产投资信托基金（REITs）、对冲基金（hedge fund）、交易型开放式指数基金（ETF）、上市型开放式基金（LOF）、基金中基金（FOF）、管理人中管理人（MOM）基金、合格境内

机构投资者(QDII)基金等。限于篇幅,本书仅对不动产投资信托基金和对冲基金做简要介绍。

1. 不动产投资信托基金

不动产投资信托基金(real estate investment trusts, REITs),是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。与我国信托纯粹属于私募性质所不同的是,国际意义上的REITs在性质上等同于基金,少数属于私募,绝大多数属于公募。REITs既可以封闭运行,也可以上市交易流通,类似于我国的开放式基金与封闭式基金。

REITs自20世纪60年代在美国推出以来,已有40多个国家和地区发行了该类产品,其投资的领域由最初的房地产市场拓展到酒店商场、工业地产、基础设施等,已成为专门投资不动产的成熟金融产品。REITs的特点在于:①收益主要来源于租金收入和房地产升值;②收益的大部分用于发放分红;③长期回报率较高(不同时间、不同国家和地区的情况并不相同)。针对我国目前的实际情况,REITs能有效盘活存量资产,形成良性投资循环,提升直接融资比重,降低企业杠杆率;同时,REITs作为中等收益、中等风险的金融工具,具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点,有利于丰富资本市场投资品种,拓宽社会资本投资渠道。

2009年年初,中国人民银行会同有关部门形成了REITs初步试点的总体构架。2011年,国内首个REITs专户,国投瑞银主投亚太地区REITs产品,完成合同备案,成为国内基金业首个REITs专户产品。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出,推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)健康发展,有效盘活存量资产,形成存量资产和新增投资的良性循环。2020年4月,《中国证监会 国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》发布;2021年12月,《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》发布。我国REITs试点项目具有三个特点。一是聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。二是聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。三是聚焦优质项目。试点项目具有如下要求。①项目权属清晰,已按规定履行项目投资管理,以及规划、环评和用地等相关手续,已通过竣工验收。PPP项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定,收入来源以使用者付费为主,未出现重大问题和合同纠纷。②具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、较好的增长潜力。③发起人(原始权益人)及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全,具有持续经营能力,最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

2. 对冲基金

采用对冲交易手段的基金称为对冲基金,也称避险基金或套期保值基金。对冲基金起源于20世纪50年代初的美国。对冲基金经常做空可能会下跌的证券,即从交易商那里借入证券并在市场上出售,并计划在价格下跌后赎回。早期对冲基金的典型策略是将证券的空头头寸与多头头寸(如购买该证券的期货合约)配对,以使该基金可以从证券价格的上涨或下跌中受益。随着时间的推移,现代对冲基金通常从事投机而不再是对冲的投资,因此它的名称不再是对其策略的准确描述。现在人们普遍认为,对冲基金实际是基于最新的投资理论和极其复

杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。

对冲基金的主要运作特点是：投资策略高度保密，高杠杆操作，主要投资于金融衍生品市场，专门从事各种买空、卖空交易，操作手法多样，更多地呈现全球化特征。许多经济学家认为，对冲基金在金融体系中起着重要作用。由于对冲基金能够动员大量资金并在购买证券时杠杆化使用这些资金，所以能够迅速地迫使价格发生变化，纠正市场效率低下等问题。

四、证券投资基金的费用

基金管理人管理基金财产，运用基金财产进行证券投资活动，需要对基金进行估值，需要对管理和投资过程中发生的成本、费用和收益等进行会计核算，还要考量税收等问题。本部分仅介绍费用问题。

（一）基金费用的种类

在基金运作过程中涉及的费用可以分为两类：①基金销售过程中发生的由基金投资者承担的费用，主要包括申购费（认购费）、赎回费及基金转换费等；②基金管理过程中发生的费用，主要包括基金管理费、基金托管费、持有人大会费用和信息披露费等，这些费用由基金财产承担。

上述两类费用的性质是不同的。第一类费用并不参与基金的会计核算，第二类费用则需要直接从基金财产中列支，其种类及计提标准需在基金合同及基金招募说明书中明确规定。

根据有关规定，下列与基金有关的费用可以从基金财产中列支：基金管理人的管理费、基金托管人的托管费、基金合同生效后的会计师费和律师费、基金份额持有人大会费用、基金的证券交易费用、按照国家有关规定和基金合同约定可以在基金财产中列支的其他费用等。

（二）各种费用的计提标准及计提方式

1. 基金管理费、基金托管费和基金销售服务费

基金管理费是指基金管理人管理基金财产而向基金收取的费用。基金托管费是指基金托管人为基金提供托管服务而向基金收取的费用。基金销售服务费是用于基金的持续销售和为基金份额持有人提供服务而收取的费用。我国的基金管理费、基金托管费及基金销售服务费均按照前一日基金资产净值的一定比例逐日计提，按月支付。

基金管理费率通常与基金规模成反比，与风险成正比。基金规模越大，风险程度越低，基金管理费率越低。我国管理的股票基金一般按照年管理费率1.5%的比例计提管理费，指数基金和债券基金的年管理费率一般为0.3%~1.0%，货币市场基金的年管理费率一般为0.15%~0.33%。股票基金的年托管费率一般为0.25%，指数基金和债券基金的年托管费率一般为0.1%~0.25%，货币市场基金的年托管费率一般为0.05%~0.1%。此外，基金销售服务费可以从基金财产中列支，其年费率一般不高于0.8%。

基金管理人可以按照法律法规及基金合同的约定，将与侧袋账户有关的费用从侧袋账户资产中列支，但应待特定资产变现后方可列支，且不得收取管理费及业绩报酬。

基金每日管理费计算方法如下：

$$H=E\times R/\text{当年实际天数} \tag{5-1}$$

其中，H表示每日需计提的费用；E表示前一日的基金资产净值；R表示年管理费率。

2. 基金交易费

基金交易费是指基金在进行证券买卖交易时所发生的相关交易费用。我国基金的交易费主要包括印花税、佣金、过户费、经手费、证管费等。佣金由证券公司按成交金额的一定比例向

基金收取,印花税、过户费、经手费、证管费等则由登记公司或交易所按有关规定收取。参与银行间债券交易的,还需向中央国债登记结算有限责任公司支付银行间账户服务费,向全国银行间同业拆借中心支付交易手续费等服务费用。

3. 基金运作费

基金运作费是指为保证基金正常运作而发生的可以由基金承担的费用,包括审计费、律师费、上市年费、信息披露费、分红手续费、持有人大会费、开户费和银行汇划手续费等。

(三)不列入基金管理过程中发生费用的项目

下列费用不列入基金管理过程中发生费用:

(1)基金管理人和基金托管人因未履行或未完全履行义务导致的费用支出或基金财产的损失;

(2)基金管理人和基金托管人处理与基金运作无关的事项发生的费用;

(3)基金合同生效前的相关费用,包括但不限于验资费、会计师费和律师费、信息披露费等费用。

第四节 基金管理公司的经营与管理

一、基金管理公司的职责

基金管理公司(基金管理人)在基金的经营与管理中处于中心地位。基金管理人、基金托管人"受人之托,代人理财",在依法取得报酬的同时,必须履行忠实、勤勉、尽责等义务,并应当对由于自己的过错给基金财产或者基金份额持有人造成的损害,依法承担赔偿责任。根据有关规定,基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。基金管理人是基金的组织者和管理者,它不仅负责基金的投资管理,还承担着产品设计、基金营销、基金注册登记、基金估值、会计核算以及客户服务等多方面的职责,基金份额持有人利益的保护也与基金管理人的行为密切相关。基金管理费是基金管理人的主要收入来源。

基金管理人的主要职责:

(1)依法募集基金,基金份额的发售和登记事宜;

(2)办理基金备案手续;

(3)对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账,进行证券投资;

(4)按照基金合同的约定确定基金收益分配方案,及时向基金份额持有人分配收益;

(5)进行基金会计核算并编制基金财务会计报告;

(6)编制中期和年度基金报告;

(7)计算并公告基金资产净值,确定基金份额申购、赎回价格;

(8)办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项;

(9)召集基金份额持有人大会;

(10)保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料;

(11)以基金管理人名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者其他法律行为;

(12)国务院证券监督管理机构规定的其他职责。

基金投资者投资基金最主要的目的就是实现资产的保值、增值,基金管理人对此负有重大责任。基金管理人的投资管理能力与风险管控能力的强弱直接关系到投资者投资回报高低与投资目标能否实现。基金管理人必须以投资者的利益为最高利益,严加防范利益冲突与利益输送。

二、基金管理公司的主要业务

目前除证券投资基金的募集与管理业务外，我国基金管理公司已被允许从事其他资产管理业务和提供投资咨询服务。基金管理公司已有向综合资产管理机构发展的趋势。

（一）证券投资基金业务

证券投资基金业务主要包括基金募集与销售、基金的投资管理和基金运营服务。

（1）基金募集与销售。能否将基金成功推向市场并不断扩大基金规模，对基金管理公司的经营有着重要的意义。为成功进行基金的募集与销售，基金管理公司必须在市场调查的基础上进行基金产品的开发，设计出满足不同投资者需要的基金产品。

（2）基金的投资管理。投资管理业务是基金管理公司最核心的一项业务。基金管理公司之间的竞争成败在很大程度上取决于其投资管理能力的强弱。因此，努力为投资者提供与市场上同类产品相比具有竞争力的投资回报，就成为基金管理公司工作首要和重要的任务。

（3）基金运营服务。基金运营服务是基金投资管理与市场营销工作的后台保障，通常包括基金注册登记、核算与估值、基金清算和信息披露等业务。基金运营服务保障在很大程度上反映了基金管理公司对投资者服务的质量，对基金管理公司整个业务的发展起着重要的支持作用。

（二）基金管理公司专户业务

基金管理公司专户业务（即私募资产管理业务）是指基金管理公司非公开募集资金或者接受财产委托，设立私募资产管理计划并担任管理人，依照法律法规和资产管理合同的约定，为投资者的利益进行投资活动。中国证券监督管理委员会发布并施行的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》对相关业务做了规范。

（1）资产管理计划应当向合格投资者非公开募集。合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只资产管理计划不低于一定金额且符合下列条件的自然人、法人或者其他组织。①具有2年以上投资经历，且满足下列三项条件之一的自然人：家庭金融净资产不低于300万元，家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元。②最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。③依法设立并接受国务院金融监督管理机构监管的机构，包括证券公司及其子公司、基金管理公司及其子公司、期货公司及其子公司、在中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人、商业银行、商业银行理财子公司、金融资产投资公司、信托公司、保险公司、保险资产管理机构、财务公司及中国证券监督管理委员会认定的其他机构。④接受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品。⑤基本养老金、社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者。⑥中国证券监督管理委员会视为合格投资者的其他情形。

（2）合格投资者投资于单只固定收益类资产管理计划的金额不低于30万元，投资于单只混合类资产管理计划的金额不低于40万元，投资于单只权益类、期货和衍生品类资产管理计划的金额不低于100万元。资产管理计划投资于非标准化资产的，接受单个合格投资者委托资金的金额不低于100万元。资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。

（3）资产管理计划的初始募集规模不得低于1000万元。集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过60天，专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过12个月。

封闭式资产管理计划的投资者可以分期缴付参与资金，但应当在资产管理合同中事先明

确约定分期缴付资金的有关安排,并明确相应的违约责任。

(4)募集资产管理计划,应当制作风险揭示书。风险揭示书的内容应当具有针对性,表述应当清晰、明确、易懂,并以醒目方式充分揭示资产管理计划的市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、关联交易的风险、聘请投资顾问的特定风险等各类风险。

(5)基金管理公司自有资金参与集合资产管理计划的,持有期限不得少于6个月。参与、退出时,应当提前5个工作日告知投资者和托管人。基金管理公司及其子公司以自有资金参与其自身或其子公司管理的单个集合资产管理计划的份额不得超过该资产管理计划总份额的50%。因集合资产管理计划规模变动等客观因素导致前述比例被动超标的,基金管理公司应当依照中国证券监督管理委员会规定及资产管理合同的约定及时调整达标。

份额登记机构应当妥善保存登记数据,并将集合资产管理计划投资者名称、身份信息以及集合资产管理计划份额明细等数据备份至中国证券监督管理委员会认定的机构。其保存期限自集合资产管理计划账户销户之日起不得少于20年。

(6)资产管理合同应当明确约定资产管理计划的建仓期。集合资产管理计划的建仓期自产品成立之日起不得超过6个月,专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划除外。建仓期的投资活动,应当符合资产管理合同约定的投向和资产管理计划的风险收益特征。以现金管理为目的,投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债券、地方政府债券、货币市场基金等中国证券监督管理委员会认可的投资品种的除外。建仓期结束后,资产管理计划的资产组合应当符合法律、行政法规、中国证券监督管理委员会规定和合同约定的投向和比例。

(7)一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该计划资产净值的25%。除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业股权的资产管理计划外,同一基金管理公司管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债券、地方政府债券等中国证券监督管理委员会认可的投资品种除外。

全部投资者均为符合中国证券监督管理委员会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元的封闭式集合资产管理计划,以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证券监督管理委员会认可的其他集合资产管理计划,不受前款规定限制。

同一基金管理公司管理的全部资产管理计划及公开募集证券投资基金合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的30%。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划、公开募集证券投资基金,以及中国证券监督管理委员会认定的其他投资组合可不受前述比例限制。

(8)同一基金管理公司管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过其管理的全部资产管理计划净资产的35%。因证券市场波动、资产管理计划规模变动等客观因素导致前述比例被动超标的,基金管理公司应当及时报告中国证券监督管理委员会相关派出机构,且在调整达标前不得新增投资于非标准化债权类资产。

同一基金管理公司管理的全部资产管理计划投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过300亿元。

(9)基金管理公司应当加强资产管理计划的久期管理,不得设立不设存续期限的资产管理计划。封闭式资产管理计划的期限不得低于90天。

（10）全部资产投资于标准化资产的集合资产管理计划和中国证券监督管理委员会认可的其他资产管理计划，可以按照合同约定每季度多次开放，其主动投资于流动性受限资产的市值在开放退出期内合计不得超过该资产管理计划资产净值的20%。

前款规定的资产管理计划每个交易日开放的，其投资范围、投资比例、投资限制、参与和退出管理应当比照适用公开募集证券投资基金投资运作有关规则。

（11）基金管理公司应当确保集合资产管理计划开放退出期内，其资产组合中7个工作日可变现资产的价值，不低于该计划资产净值的10%。

（12）固定收益类、权益类、期货和衍生品类资产管理计划存续期间，为规避特定风险并经全体投资者同意的，投资于对应类别资产的比例可以低于计划总资产80%，但不得持续6个月低于计划总资产80%。

（13）固定收益类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过3∶1，权益类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过1∶1，期货和衍生品类、混合类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过2∶1。分级资产管理计划若存在中间级份额，中间级份额应当计入优先级份额。

（14）基金管理公司可以与投资者在资产管理合同中约定提取业绩报酬，业绩报酬应当计入管理费。

（15）基金管理公司应当针对私募资产管理业务的主要业务人员和相关管理人员建立收入递延支付机制，合理确定收入递延支付标准、递延支付年限和比例。递延支付年限原则上不少于3年，递延支付的收入金额原则上不少于40%。

三、基金托管人概述

（一）基金托管人及基金托管业务

证券投资基金托管是指由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构担任托管人，按照法律法规的规定及基金合同的约定，对基金履行安全保管基金财产、办理清算交割、复核审查净值信息、开展投资监督、召集基金份额持有人大会等职责的行为。根据我国法律法规的要求，基金托管业务或者托管人承担的职责主要包括财产保管、资金清算、资产核算、投资运作监督等。

（1）财产保管，即基金托管人按规定为基金财产设立独立的账户，保证基金全部财产的安全完整。

（2）资金清算，即执行基金管理人的投资指令，办理基金名下的资金往来。

（3）资产核算，即建立基金账册并进行会计核算，复核审查基金管理人计算的基金资产净值和份额净值。

（4）投资运作监督，即监督基金管理人的投资运作行为是否符合法律法规及基金合同的约定。

基金托管人的具体职责或业务内容，因各个国家和地区法律法规的不同而存在差异。

基金托管人主要通过托管业务获取托管费作为其主要收入来源，托管费与托管规模正相关。在一些国家和地区，托管人也通过提供绩效评估、核算等增值性服务来扩大收入来源。

（二）基金托管人的职责

根据《中华人民共和国证券投资基金法》，基金托管人应当履行下列职责：

（1）安全保管基金财产；

（2）按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；

(3)对所托管的不同基金财产分别设置账户,确保基金财产的完整与独立;

(4)保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料;

(5)按照基金合同的约定,根据基金管理人的投资指令,及时办理清算、交割事宜;

(6)办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项;

(7)对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见;

(8)复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格;

(9)按照规定召集基金份额持有人大会;

(10)按照规定监督基金管理人的投资运作;

(11)国务院证券监督管理机构规定的其他职责。

(三)基金托管人的市场准入条件

《中华人民共和国证券投资基金法》修改之前的基金托管人,只能由依法设立并取得基金托管资格的商业银行担任。自2012年该法修改之后;商业银行和其他金融机构都可以担任基金托管人。根据《证券投资基金托管业务管理办法》的规定,担任基金托管人,应当具备下列条件:

(1)净资产不低于200亿元人民币,风险控制指标符合监管部门的有关规定;

(2)设有专门的基金托管部门,部门设置能够保证托管业务运营的完整与独立;

(3)基金托管部门拟任高级管理人员符合法定条件;取得基金从业资格的人员不低于该部门员工人数的1/2;拟从事基金清算、核算、投资监督、信息披露、内部稽核监控等业务的执业人员不少于8人,并具有基金从业资格,其中,核算、监督等核心业务岗位人员应当具备2年以上托管业务从业经验;

(4)有安全保管基金财产、确保基金财产完整与独立的条件;

(5)有安全高效的清算、交割系统;

(6)基金托管部门有满足营业需要的固定场所、配备独立的安全监控系统;

(7)基金托管部门配备独立的托管业务技术系统,包括网络系统、应用系统、安全防护系统、数据备份系统;

(8)有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度;

(9)最近3年无重大违法违规记录;

(10)法律、行政法规规定的和经国务院批准的中国证券监督管理委员会规定的其他条件。

外国银行分行申请基金托管资格,净资产等财务指标可按境外总行计算;其境外总行应当具有完善的内部控制机制,具备良好的国际声誉和经营业绩,近3年基金托管业务规模、收入、利润、市场占有率等指标居于国际前列,近3年长期信用均保持在高水平;所在国家或者地区具有完善的证券法律和监管制度,相关金融监管机构已与中国证券监督管理委员会或者中国证券监督管理委员会认可的机构签订证券监管合作谅解备忘录,并保持着有效的监管合作关系。

第六章　信托公司与金融租赁公司

第一节　信 托 概 述

一、信托的概念与功能

（一）信托的定义

信托（trust）是一种以资产为核心、以信任为基础、以委托为方式的财产管理制度与法律行为。同时，信托也是一种金融制度，与银行、证券、保险等一起构成了现代金融体系的重要支柱，其核心内容是“受人之托，代人理财”。《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）对信托的定义是：信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，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。具体来看，《信托法》对信托的定义包括四个方面的含义。

1. 信任和诚信是信托成立的前提和基础

信托立足于信任和诚信的基础之上，委托人必须给予受托人绝对的信任，这是信托得以创设的条件；同时，受托人也必须恪守最高的诚信，一旦受托人接受信托，就应当忠诚、谨慎、尽职地处理信托事务，管理和处分信托财产，不得利用该权利为自己或受益人之外的第三人谋取不正当利益。

2. 信托财产是信托关系的核心

信托是一种以信托财产为中心的法律关系。信托财产是受托人因承诺信托而取得的财产，没有独立可辨识的信托财产，信托就无法成立。因此，委托人在信任受托人的基础上，必须将其财产权委托给受托人，使受托人取得该信托财产的财产权，并为受益人的利益或特定目的而管理、处分信托财产。

3. 受托人以自己的名义管理或者处分信托财产

委托人将信托财产委托给受托人之后，就失去了对信托财产的直接控制权，信托财产的权利在法律上属于受托人，受托人完全以自己的名义对信托财产进行管理或者处分，并以实现委托人创设的信托目的为宗旨。这是信托区别于一般委托代理关系的重要特征。

4. 受托人按委托人的意愿为受益人的利益或者特定目的管理信托事务

根据信托的定义，受托人以自己的名义管理或处分信托财产需要两个前提：一是必须按照委托人的意愿进行管理或者处分，不得违背委托人的愿望；二是管理或者处分信托财产的目的，必须是为了受益人的利益或特定目的，不能是为了自己或其他第三人的利益。受托人违背这两个前提管理或处分信托财产，属于违反信托义务，应当承担相应的责任。

（二）信托的基本特征

1. 信托财产权利与利益相分离

信托财产拥有特殊的所有权性质，表现在所有权在受托人与受益人之间的分离。一方面，受托人可以享有信托财产的所有权，并以此为基础管理或处分信托财产，而与之进行交易的第三人将受托人作为信托财产的权利主体和法律行为的当事人来对待；另一方面，这种财产所有权是严格受限的，绝不允许受托人从自己的利益出发管理或处分信托财产。这种分离使受益

人无须承担管理之责就能享受信托财产的利益,这是信托成为一种优良的财产管理制度的奥秘所在。

2. 信托财产的独立性

一旦信托成立,信托财产就从委托人、受托人和受益人的固有财产中分离出来,成为一种独立的财产。信托财产的独立性使信托超然于各方当事人的固有财产,其出发点是维护信托财产安全,确保信托目的得以实现。具体来看,这种独立性表现为:信托财产独立于委托人未设立信托的其他财产、独立于受托人的固有财产、独立于受益人的固有财产,原则上对信托财产不得强制执行。

3. 信托的有限责任

在信托关系中,受托人因处理信托事务所发生的财产责任,原则上仅以信托财产为限承担有限清偿责任。《信托法》也明确规定,受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务。

4. 信托管理的连续性

信托的管理具有连续性的特点,不会因为意外事件的出现而终止。信托管理的这种连续性安排,使信托成为一种具有长期性和稳定性的财产转移与财产管理制度。

(三)信托的构成要素

信托的设立通常需要信托当事人、信托行为、信托财产和信托目的四个基本要素。

1. 信托当事人

信托当事人是指与信托有直接利害关系或权利义务关系的人,包括委托人、受托人和受益人,他们是信托活动的主体。委托人是以一定目的将其财产以信托的方式,委托给受托人经营的人,应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人或者依法成立的其他组织;受托人是接受信托财产,按约定的信托合同,对信托财产进行经营的人,应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人;受益人是在信托中享有信托受益权的人,可以是自然人、法人或者依法成立的其他组织。

2. 信托行为

信托行为是指合法地设定信托的一种复合法律行为,既包括委托人和受托人设立信托的意思表示行为,也包括委托人将信托财产转移给受托人的行为。信托行为首先是信托当事人通过意思表示而实施的、产生信托权利义务后果的行为。委托人为实现一定的目的而创设信托,需要就其特定的财产做出设立信托的意思表示,并且该意思表示必须包含法律规定的有关事项。

3. 信托财产

信托财产是指委托人通过信托行为转移给受托人并由受托人按照一定的信托目的进行管理或处分的财产。信托财产是信托的对象物或信托的客体,也是信托关系得以创立的载体。信托财产需要具备四个条件:一是合法性,在设立信托时信托财产必须属于委托人合法所有,这是信托设立行为的有效要件;二是确定性,设立信托的财产需要现实存在并且可以确定,一般应能够计算其价值;三是积极性,信托财产应当是积极财产,如果以消极财产(如债务等)设立信托,有可能成为委托人逃避或转嫁债务的一种手段;四是流通性,信托财产应当是可以合法转让或流通的财产。此外,根据有关规定,委托人及其受赡养人的生活必需品等不能作为信托财产设立信托。

4. 信托目的

信托目的是指委托人希望通过信托所要实现的目的,是信托行为意欲实现的具体内容。

在信托存续过程中，受托人管理或者处分信托财产，必须依照信托目的行事。信托目的决定了信托的框架，明确了受托人权限的外延，是衡量受托人是否忠实、谨慎、圆满地尽到了受托人义务的依据和标准。按受益对象划分，信托目的包括三类：一是在自益信托的情形下，信托目的是委托人的利益；二是在他益信托的情形下，信托目的是委托人以外的特定人的利益；三是在公益信托的情形下，信托目的是公共利益。

（四）信托的种类

根据分类标准和方法不同，信托可从多个维度划分为不同的种类。

1. 根据受托人身份划分

根据受托人身份的不同，信托可分为民事信托和商事信托。民事信托是由不以营利为目的的人担任受托人的信托；商事信托也称营业信托，是由以营利为目的、将信托作为业务经营活动的机构担任受托人的信托。

2. 根据信托利益归属划分

根据信托利益归属的不同，信托可分为自益信托和他益信托。自益信托是指由委托人本人作为受益人享受信托利益的信托，他益信托是指由委托人以外的人作为受益人享受信托利益的信托。

3. 根据信托设立目的划分

根据信托设立目的的不同，信托可分为私益信托和公益信托。私益信托是委托人以实现本人或其他特定人的利益为目的而设立的信托；公益信托又称慈善信托，是指为了某种公共利益而设立的信托。

4. 根据委托人人数划分

根据委托人人数的不同，信托可分为单一信托与集合信托。单一信托是指受托人对所受托的不同委托人的信托财产分别、独立地予以管理或者处分的信托，它是委托人与受托人一对一协商的结果；集合信托是指受托人把所受托的众多委托人的信托财产集中成一个整体加以管理或者处分的信托。

5. 根据信托关系设立法律基础划分

根据信托关系设立法律基础的不同，信托可分为自由信托和法定信托。自由信托又称为任意信托或明示信托，是指信托当事人依照信托法规，按照自己的意愿通过自由协商而设立的信托，又可分为契约信托和遗嘱信托两种；法定信托是指由司法机关依其权力指派确定当事人之间的信托关系而设立的信托，又可分为鉴定信托和强制信托两种。

6. 根据委托人性质划分

根据委托人性质的不同，信托可分为个人信托、法人信托和个人与法人通用信托。个人信托是指以个人（自然人）为委托人而设立的信托，又可分为生前信托和身后信托；法人信托是指由具有法人资格的企业、公司、社团等作为委托人而设立的信托；个人与法人通用信托是指既可以由个人作委托人也可以由法人作委托人而设立的信托。

7. 根据信托涉及的地理区域划分

根据信托涉及的地理区域的不同，信托可分为国内信托和国际信托。国内信托是指业务范围或财产运用只限于一国之内的信托；国际信托是指信托业务所涉及的事项超出了一国范围，引起了信托财产在国与国之间运用的信托。

（五）信托的功能

信托是一种财产转移和管理制度，信托业的本质是财产管理。从信托业发展历程看，信托

的功能体现为以财产管理功能为主,以融通资金、社会投资、风险隔离和社会公益服务等功能为辅。

1. 财产管理功能

信托是一种财产管理的制度安排,财产管理功能是信托业首要和基本的功能。委托人通过信托方式将信托财产委托给信托公司,信托公司通过开办信托业务、提供专项服务,发挥为财产所有者经营、管理、运作、处理信托财产的作用,以此实现信托财产的保值、增值,进而实现社会财富的增长。

2. 融通资金功能

在货币信用经济条件下,社会财产多以货币形态出现,因此,信托实施财产管理的过程必然伴随着货币资金的融通。这一功能表面上与银行信贷相似,但有本质上的区别:信托在融资对象上既融资又融物,在信用关系上体现了委托人、受托人和受益人多边关系,在融资形式上实现了直接融资与间接融资相结合,在信用形式上成为银行信用与商业信用的结合点,因此,在许多方面信托融资比银行信贷融资有显著优势。

3. 社会投资功能

通过开办信托业务参与社会投资是信托业的一项重要功能。信托业务的开拓和延伸,必然伴随着投资行为的出现,信托机构也只有在享有投资权和具有灵活的投资方式的条件下,其财产管理功能的发挥才具有可靠的基础。信托的投资功能可以通过各类信托投资业务得到体现。

4. 风险隔离功能

信托产品具有财产独立性的特点,因此,信托业务可通过基础资产真实出售来实现风险隔离。当委托人将合法拥有的财产交付给信托公司,且事前不是以逃债为目的时,该财产就可以过户到信托公司名下成为信托财产,在法律层面上不再属于委托人,无论今后委托人是否破产或有债务纠纷,都不涉及该信托财产,该财产会在独立空间下正常运营。

5. 社会公益服务功能

信托业可以为欲捐款或资助社会公益事业的委托人服务,以实现其社会公益服务的功能。

二、信托的起源与发展

(一)信托起源及其在国外的发展

现代信托制度起源于中世纪的英国,用益制通常被认为是最初的信托形态。用益制是一种为他人持有财产权并代其管理产业的制度,其最初目的是维护宗教利益,规避法令限制,对象也局限于土地。后来,这种原理被广泛运用于其他领域,财产内容扩展到物品、货币等诸多方面。用益制逐渐由无偿的道德行为发展为一种经济利益关系,演变为具有营利目的的现代信托制度。

现代信托起源于英国、繁荣于美国、创新于日本。18 世纪末,美国从英国引进民事信托,并把信托以公司的组织形式作为一种事业来经营。随着美国国内股份公司的创立,股票、债券等有价证券大量涌现,同时为突破国内法律对银行业、证券业的限制,最具创新性和个性化服务的信托业在美国获得了空前的发展和繁荣。相比之下,日本信托业的发展注重根据国情进行创新,赋予信托新的含义。日本坚持信托的综合服务职能和长期融资职能,受托经营的信托财产扩大到货币、不动产以及股权、债权等领域,受托的业务从对财产、资金的经营管理扩大到对人的监护和赡养,以及咨询、中介服务等方面。这些创新使信托业集资金融通、代

人理财、经济咨询等多项经济功能于一身。随着社会经济的发展，现代信托制度逐渐在各国发展起来，信托业已经成为各国联结货币市场、资本市场和产业市场的纽带，有效促进了经济发展。

（二）信托业在我国的发展

20世纪初，信托业传入中国。最早的信托机构由外国人创办。1917年，上海商业储蓄银行设立保管部，开启了中国人自主经营信托业务的历史；1918年，浙江兴业银行开办具有信托性质的出租保管箱业务；1919年，重庆聚兴诚银行上海分行成立信托部。它们是我国最早经营信托业务的三家银行，也是我国现代信托业务的始创。1921年，中国通商信托公司在上海成立，这是我国历史上第一家专业信托机构。继民营信托机构之后，官办信托机构也得到发展。1933年成立的上海市兴业信托社，是中华人民共和国成立前第一家地方性官办专营信托机构；1935年，国民政府创办中央信托局，这是当时最大的官办信托机构。

中华人民共和国成立后，1949年11月1日成立了自己的信托机构——中国人民银行上海市分行信托部，开办信托业务。同时，对中华人民共和国成立前官办信托机构予以没收和接管，对中华人民共和国成立前民营信托机构进行社会主义改造。1951年9月以后，信托业务逐渐收缩，至20世纪50年代中期全部停办。至此，信托业在我国的发展告一段落。

1979年中国国际信托投资公司成立，信托业在我国得到恢复和发展。改革开放以来，信托业规模逐步扩大，发展基础逐步夯实，风险控制能力不断增强，服务水平持续提升，为我国经济建设做出了重要贡献。但是在其发展过程中，由于存在社会信用体系缺乏、立法滞后、功能错位等问题，信托公司曾一度偏离信托业的发展本源。为此，我国信托业先后经历了几次重大的清理整顿：1982年，我国对非银行设立的信托机构进行清理，要求信托投资业务全部由银行来办理，信托机构过多过乱的局面得以控制；1985年，我国进一步明确信托业的性质、作用、业务范围和经营方向，要求银行暂停办理新的信托贷款和信托投资业务，对已经办理的业务加以清理；1988—1989年，国务院对信托投资公司为专业银行超规模放款，助长固定资产投资失控以及信托投资公司发展过快、管理较乱等问题进行清理整顿；1993年，国务院全面清理各级人民银行越权批设的信托投资公司，要求国有商业银行与所办的信托投资公司脱钩，以法律形式确立了银行与信托分业经营的原则，同时对信托投资机构贷款规模加以限制；1999年，中国人民银行重新规范信托投资业务范围，令信托业务回归本源，同时制定了严格的信托投资公司设立条件，采取撤销、改组、合并、移交等措施，对信托投资公司进行全面整顿、撤并和重新登记；2007年，我国将“信托投资公司”的称谓规范为“信托公司”，对信托业实施分类监管，对信托公司开展以压缩固有业务、清理实业投资、整改存续业务、突出信托主业、更换金融牌照等为主要内容的清理整顿，进一步强化了信托公司的本源属性，明确了信托公司的发展方向。此后，我国信托业逐渐步入了规范发展时期。

在进行多次整顿的同时，我国不断加强信托业的法律制度建设和市场机制建设，为信托业的发展营造良好的制度环境和市场环境。2001—2002年，被业界称为“一法两规”的《信托法》及《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》（以下简称“旧两规”）相继颁布，奠定了我国信托业发展的法律基础，为我国信托业回归信托本源业务提供了制度保障，使我国信托业从此走上了有法可依的规范化发展之路。2007年，针对“旧两规”的不完善之处，中国银行业监督管理委员会颁布实施了“新两规”，即《信托公司管理办法》（自2007年3月1日起施行，《信托投资公司管理办法》不再适用）和《信托公司集合资金信托计划管理办法》（自2007年3月1日起施行，《信托投资公司资金信托管理暂行办法》不再适

用;2009年2月4日,修订版发布并施行),进一步明确了信托公司作为财富管理机构的功能定位,为信托业实现彻底改造和科学发展奠定了基础,极大地促进了信托功能在我国的发挥和应用。2010年,中国银行业监督管理委员会颁布《信托公司净资本管理办法》,我国信托业监管制度进一步完善。2013年,中国银行业监督管理委员会提出信托业要以机制建设为核心,着力完善机制建设,信托业进入了加强治理体系和治理能力建设的转型期。此后,2014年中国信托业保障基金创立,2015年中国银行业监督管理委员会信托监督管理部单独设立,2016年中国信托登记有限责任公司成立。我国信托业形成了以监管部门为监管主体,以行业自律、市场约束、安全保障为补充的多层次、多维度的风险防控体系。而2016年9月1日《中华人民共和国慈善法》的正式施行和2017年7月《慈善信托管理办法》的发布,则为信托公司开展公益慈善信托业务提供了法律保障。《资管新规》发布以来,信托业进入艰难转型阶段,信托资产规模从2017年4季度末的高点持续滑落。随着《资管新规》正式落地,信托资产规模渐趋平稳。截至2022年年末,信托资产规模为21.14万亿元。

三、信托的设立及管理

(一)信托的设立

1. 设立信托的条件

设立信托应当具备以下四个条件。①合法的信托目的,这是信托能否成立的前提条件。②信托财产应当明确合法,这是信托能否设立的基本条件之一。③信托文件应当采用书面形式。根据《信托法》,设立信托,应当采用书面形式。书面形式包括合同书、信件和数据电文等可以有形地表现所载内容的形式,其中数据电文又具体包括电报、电传、传真、电子数据交换和电子邮件等。④要依法办理信托登记。

2. 信托的设立方式

以书面形式设立信托有两种常见的方式:信托合同和遗嘱信托。信托合同是信托设立最常见的方式,在我国,信托合同是指由委托人与受托人签订的,以设立、变更和终止信托关系为内容的书面协议。信托合同具体体现着信托当事人的信托意思,是信托当事人意思表示的载体。遗嘱信托是另外一种常见的信托设立方式,是指由立遗嘱人(即委托人)将其遗产通过信托遗嘱行为而设立的信托。遗嘱信托是委托人的一种单方行为,在个人财富的积累和传承中,其财产管理功能受到了社会公众的普遍重视。

3. 信托登记

在我国,信托登记是指中国信托登记有限责任公司(以下简称信托登记公司)对信托机构的信托产品及其受益权信息、国务院银行业监督管理机构规定的其他信息及其变动情况予以记录的行为。根据《信托法》《信托登记管理办法》等,信托机构开展信托业务,应当办理信托登记;否则,该信托不产生效力。信托登记由信托机构提出申请,信托登记公司接受信托机构提出的信托登记申请,依法办理信托登记业务。信托登记信息包括信托产品名称、信托类别、信托目的、信托期限、信托当事人、信托财产、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况。信托登记的类型包括信托预登记、信托初始登记、信托变更登记、信托终止登记和信托更正登记等。

4. 信托文件的内容

信托文件应当载明的事项是设立信托所必须具备的要件,一旦有所欠缺可能导致信托不成立。根据有关规定,信托文件必须载明的事项包括:信托目的,委托人、受托人的姓名或者名称、住所,受益人或者受益人范围,信托财产的范围、种类及状况,受益人取得信托利益的方式、

方法。此外，信托文件可以选择载明信托期限、信托财产的管理方式、受托人的报酬、新受托人的选任方式、信托终止事由等内容。

（二）信托的管理

1. 信托财产的管理

由于信托财产是信托存在的基础，因此，信托管理最重要的是对信托财产的管理。信托生效后，受托人可以按照信托文件的约定，采取投资、租赁、贷款等方式对信托财产进行合理运用。信托财产的运用方法很多，最常见的是利用信托财产进行投资以获取收益。

受托人对信托财产的管理必然涉及信托财产的处分。信托财产的处分包括事实上的处分和法律上的处分，前者是指对信托财产进行消费（包括生产和生活的消费），后者是指对信托财产进行转让。在实践中，法律上的处分既包括各种处分财产所有权的行为，如买卖等，也包括处分债权和其他财产权的行为，如转让债权、免除债务等，还包括对财产权做出限制或设定负担的行为，如在某些财产上设立抵押、质押等。

2. 委托人、受托人和受益人的权利和义务

在信托三方当事人中，受托人处于掌握、管理和处分信托财产的中心位置。在信托管理中，受托人的权利主要有：①按照信托文件规定，对信托财产进行管理运用和处分的权利；②为信托财产的管理运用、处分获取相应报酬的权利；③因处理信托事务所支出的费用和负担的债务，要求从信托财产中优先受偿的权利，但因受托人违背管理职责或处理信托事务不当造成的损失除外。受托人的义务主要有：①遵守信托文件的规定，为受益人最大利益处理信托事务；②管理信托财产必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务；③将固有财产与信托财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。

委托人是信托财产的原始所有者，其拥有的最主要权利是信托财产的授予权，此外，还拥有以下权利：了解信托财产的管理运用、处分及收支情况，并要求受托人做出说明的权利；要求变更信托财产管理办法、对信托财产的强制执行提出异议的权利；准许受托人辞任及选任新受托人的权利；当委托人是信托利益的唯一受益人时，有解除信托的权利；变更受益人或处分信托受益权的权利等。相关法律法规没有明确规定委托人的义务，但委托人地位的确立和权利的获得，其先决条件就是将其合法所有的财产委托给受托人管理或处分，并签订相应的契约或合同。

受益人是在信托关系中享有信托受益权的人，其权利主要包括：承享委托人所享有的各种权利；依法转让和继承信托受益权；将信托受益权用于清偿到期不能偿还的债务；信托终止时，信托文件未规定信托财产归属的，受益人最先取得信托财产；当信托结束时，有承认最终决算的权利，只有当受益人承认信托业务的最终决算后，受托人的责任才算完成。在义务方面，一般认为，当受托人在处理信托业务的过程中，非因自己的过失而蒙受损失时，受益人有义务接受受托人提出的合理费用要求或补偿损失的要求，在信托收益中予以扣除。但是，如果受益人放弃收益权利，就可以不履行这个义务。

四、信托市场及其体系

（一）信托市场的法律体系

2001 年 10 月 1 日，《信托法》生效实施，标志着我国开始建立真正意义的信托制度。在此基础上，中国银行业监督管理委员会于 2007 年又相继颁布了《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》两个部门规章。以上“一法两规”从信托关系、信托机构和信托业务等方面对信托业进行了规范，确立了我国信托活动的基本法律框架。

1. 信托基本法：《信托法》

《信托法》是调整信托市场信托关系的最基本法律，涉及信托市场的各个方面，包括自然人、法人和其他组织等各种信托主体，涵盖民事信托、商事信托、公益信托等各种信托行为，并明确了设立信托后各当事人之间的信托关系及权利义务关系。根据《信托法》，信托具有所有权与收益权相分离、信托财产独立性、受托人有限责任、受益人保护、信托管理连续性等有别于其他法律关系的显著特征，赋予信托公司经营范围的广泛性、金融功能的综合性以及产品开发的灵活性。同时，《信托法》也是制定其他信托行业法律法规的基础和依据。

2. 行业管理法规

行业管理法规是指由信托业管理机构制定发布，用以确保信托行业规范、高效运行的法律法规。信托行业管理法规以《信托法》为基础，主要包括《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司净资本管理办法》《慈善信托管理办法》《信托登记管理办法》《信托公司股权管理暂行办法》等。

2007 年 3 月，中国银行业监督管理委员会发布的《信托公司管理办法》施行，对信托公司市场准入、机构管理、经营规则和监督管理等做出基本规定，并对信托公司的性质和经营提出新要求，主要表现在：一是参考国际信托机构的一般做法，去掉信托投资公司中的“投资”两字，引导信托公司突出信托主业；二是为实现受托人为受益人最大利益服务的宗旨，《信托公司管理办法》强调“压缩固有业务，突出信托主业”，并从制度上割断信托业务与固有业务之间的利益输送纽带，督促信托公司专注服务于受益人的最大利益；三是强调“限制关联交易，防止利益输送”，确保受益人利益不受损害。

2010 年 8 月，中国银行业监督管理委员会发布了《信托公司净资本管理办法》，建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，加强信托公司风险监管。该办法标志着我国信托业的监管模式在经历了准入监管、业务监管两个阶段后，进入资本监管的新阶段，行业监管将从原先的窗口指导和行政调控转变为市场调控。该办法的出台将引导信托公司从被动接受监管，向主动适应各项调控政策的主动接受监管模式转变，从而减少监管部门与信托公司间的摩擦，降低整个行业的监管成本。同时，按照该办法的相关规定，银信合作理财类业务须按照与集合资金信托业务同样的标准计算风险资本，而且信托贷款、信贷资产转让和票据资产转让类的银信合作理财类业务还被要求计提较高的附加风险资本，信托公司大规模开展此类业务已无利可图，这将促使信托公司自主开发收益、风险和净资本消耗相匹配的主动管理型信托业务，通过业务结构调整，实现风险防范。

2017 年 7 月，中国银行业监督管理委员会、民政部联合印发《慈善信托管理办法》，对慈善信托的设立、备案、财产的管理与处分、变更和终止、法律责任等方面进行了详细的界定和规范。

2017 年 8 月，中国银行业监督管理委员会发布《信托登记管理办法》，明确要遵循“集中登记、依法操作、规范管理、有效监督”的原则，建立全国统一的信托登记制度，完善信托行业信息披露，保护信托当事人合法权益，促进信托业务更加规范地开展。

2020 年 2 月，中国银行保险监督管理委员会发布《信托公司股权管理暂行办法》，加强信托公司股权管理，规范信托公司股东行为，保护信托公司、信托当事人等合法权益，维护股东的合法利益，促进信托公司持续健康发展。《信托公司股权管理暂行办法》借鉴并沿用了《商业银行股权管理暂行办法》中关于股东穿透监管、股东分类管理等良好制度实践，以问题为导向、“三位一体”股权管理体系为主线，明确信托公司股东、信托公司、监管部门三方主体从股

权进入到退出各阶段的股权管理职责。《信托公司股权管理暂行办法》主要内容包括：①明确信托公司股东责任，包括信托公司股东资质条件，以及股东在股权取得、股权持有、股权退出各个阶段应承担的责任和义务；②明确信托公司职责，包括信托公司在股权变更期间应履行的职责、应承担的股权事务管理责任、应履行的股东行为管理职责；③加强对信托公司股权的监督管理，包括明确监管部门股权穿透监管措施和手段、对信托公司股东或信托公司股权管理违法违规行为可采取的监管措施等。

3. 业务管理规定

近年来，为适应信托业快速发展的需要，监管部门制定了一系列业务管理规定，不断强化对信托业各个方面的监管。

针对信托公司的经营运作，我国制定了《信托公司治理指引》（2007 年）、《信托公司监管评级与分类监管指引》（2008 年，2010 年修订）、《中国银监会关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（2009 年，部分失效）、《中国银行业监督管理委员会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》（2010 年）、《中国银行业监督管理委员会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》（2011 年）、《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》（2020 年）等。

针对房地产信托业务，我国制定了《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》（2008 年）、《中国银监会关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》（2009 年）、《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》（2010 年）、《中国银监会办公厅关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》（2010 年）、《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（2015 年）等。

针对证券业务，我国制定了《中国银行业监督管理委员会　中国证券监督管理委员会关于信托投资公司开设信托专用证券账户和信托专用资金账户有关问题的通知》（2004 年）、《关于信托公司在全国银行间债券市场开立信托专用债券账户有关事项的公告》（已失效）、《信托公司证券投资信托业务操作指引》（2009 年）、《信托公司参与股指期货交易业务指引》（2011 年）等。

针对资产证券化合作业务，我国制定了《财政部　国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》（2006 年，部分失效）、《中国银监会办公厅关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知》（2008 年）、《中国银行业监督管理委员会关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》（2010 年）、《中国人民银行　中国银行业监督管理委员会　财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》（2012 年）等。

此外，《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》（2008 年）、《企业年金基金管理办法》（2011 年，2015 年修订）、《信托业保障基金管理办法》（2014 年）、《全国社会保障基金信托贷款投资管理暂行办法》（2014 年，2016 年修订）、《中国银行保险监督管理委员会信托监督管理部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（2018 年）等，均是信托业市场运作的重要制度规范。这些制度规范的不断完善，有效确保了我国信托业的快速稳健发展。

（二）信托市场的监管体系

中国银行业监督管理委员会成立前，我国信托业的监管职责由中国人民银行承担。2003 年，中国银行业监督管理委员会成立后，根据规定，信托业接受中国银行业监督管理委员会的监督管理。2015 年，中国银行业监督管理委员会专门设立信托监督管理部。2018 年 4 月，在

整合中国银行业监督管理委员会、中国保险监督管理委员会职责的基础上,中国银行保险监督管理委员会正式成立,履行对中国信托业的监管职责。2023 年 3 月,国家金融监督管理总局在中国银行保险监督管理委员会基础上组建,不再保留中国银行保险监督管理委员会。

信托市场监管集中体现在对信托公司的监管。从监管内容看,主要突出对信托公司的风险监管,即通过识别信托公司固有的风险种类,进而对其经营管理所涉及的各类风险进行评估,以便系统、全面、持续地评价信托公司经营管理状况。2014 年,《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》发布,首次以正式文件的形式单独针对信托公司的风险监管提出指导意见。该指导意见以严防风险为目的,强调了信托公司在风险监管中应负的责任,要求信托公司建立流动性支持和资本补充机制。

从监管方式看,信托市场监管的手段有非现场监管和现场检查两类。非现场监管又称非现场检查,是监管人员按照风险为本的监管理念,全面、持续地收集、监测和分析信托公司的风险信息,针对信托公司主要风险隐患制订监管计划,并结合信托公司风险水平的高低和针对影响金融体系稳定的程度,合理配置监管资源,实施一系列分类监管措施的过程。现场检查是指监管当局派出监管人员对信托公司进行实地检查,通过查阅信托公司经营活动的账表、信托文件、管理报告等各种资料和座谈询问等方法,对信托公司经营管理情况进行分析、检查、评价和处理,督促信托公司合法稳健经营,提高经营管理水平,维护信托公司及金融体系安全,保护委托人及受益人的合法权益。

(三)信托市场的运行体系

1. 信托市场的需求主体

信托市场的需求主体是需要通过信托方式进行财产转移和财产管理的人,即信托的委托人,主要包括个人和机构两大类。个人的信托需求主要包括个人财产管理信托、婚姻家庭信托、子女保障信托、遗产管理信托和养老保障信托等。机构的信托需求主要包括资产管理信托、股权代持信托、表决选举权信托等。

2. 信托市场的供给主体

信托市场的供给主体是能够接受委托人委托,以信托方式管理委托人财产的信托受托人。在我国,可以担任受托人提供系统服务的主体包括个人、普通机构和信托机构。个人、普通机构担任受托人,不以营利为目的,属于民事信托受托人;信托机构则以营利为目的,属于营业信托受托人。其中,信托机构主要包括信托公司和基金管理公司。

3. 信托资金的运用主体

信托资金的运用主体是指信托资金的需求者和使用者。从信托资金运用体系看,信托资金需求者主要包括政府、金融机构和工商企业。从政府部门看,资金信托是政府主导的基础设施建设的重要融资渠道之一。从金融机构看,信托融资方式主要体现为信托公司通过资金信托募集资金后购买银行的信贷资产,以满足银行减少不良资产、缓解流动性压力、调整资产结构等的需要。

第二节 信托公司的经营与管理

一、信托公司的设立、变更与终止

(一)信托公司设立的形式、条件和程序

根据 2007 年发布的《信托公司管理办法》和 2020 年发布的《中国银保监会信托公司行

政许可事项实施办法》,我国设立信托公司需要经中国银行保险监督管理委员会的批准。

根据《信托公司管理办法》和《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》,信托公司的设立应当具备下列条件:有符合《中华人民共和国公司法》和中国银行保险监督管理委员会规定的公司章程;有符合规定条件的出资人;注册资本为一次性实缴货币资本,最低限额为3亿元人民币或等值的可自由兑换货币;有符合任职资格条件的董事、高级管理人员和与其业务相适应的信托从业人员;具有健全的公司治理结构、组织机构、管理制度、风险控制机制和投资者保护机制;有符合要求的营业场所、安全防范措施和其他设施;建立了与业务经营和监管要求相适应的信息科技架构,具有支撑业务经营的必要、安全且合规的信息系统,具备保障业务持续运营的技术与措施;中国银行保险监督管理委员会规章规定的其他审慎性条件等。

信托公司设立须经筹建和开业两个阶段。其中,信托公司的筹建期为批准决定之日起6个月;未能按期筹建的,可申请延期1次,延长期限不得超过3个月。同时,信托公司应当自领取营业执照之日起6个月内开业;不能按期开业的,可申请延期1次,延长期限不得超过3个月。

(二)信托公司的变更与终止

信托公司的变更包括变更名称、变更股权或调整股权结构、变更注册资本、变更公司住所、改变组织形式、修改公司章程、合并或者分立等。信托公司终止是指公司法律主体资格丧失、组织上解体并终止经营活动的行为或事实。信托公司的终止可分为任意终止和强制终止两类。信托公司终止时,其管理信托事务的职责同时终止。

二、信托公司的业务运营

根据《信托公司管理办法》,信托公司可以申请经营下列部分或者全部本外币业务:①资金信托;②动产信托;③不动产信托;④有价证券信托;⑤其他财产或财产权信托;⑥作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务;⑦经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务;⑧受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务;⑨办理居间、咨询、资信调查等业务;⑩代保管及保管箱业务等。此外,信托公司可以根据《信托法》开展公益信托活动。在上述业务范围内,信托公司可以根据市场需要,按照信托目的、信托财产的种类或者对信托财产管理方式的不同设置信托业务品种,接受委托人的资金或财产进行管理。信托公司管理运用或处分信托财产时,可以依照信托文件的约定,采取投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等方式进行,但不得以对外借款为目的将信托财产用于质押。

目前,我国信托公司的业务可以分为信托业务、固有业务和特别许可业务三大类。

(一)信托业务

信托业务是指信托公司以营业和收取报酬为目的,以受托人身份承诺信托和处理信托事务的经营行为。在实践中,我国信托公司主要从事基础设施信托业务、房地产信托业务、证券投资信托业务等主流信托业务。

1. 基础设施信托业务

基础设施信托业务是指信托公司接受委托人的委托,发起设立信托计划,将委托人合法拥有的资金用于投资大型公共基础设施项目建设,为受益人获取信托收益的业务模式。募集资金主要用于参与投资市政工程、公共设施、水务系统、道路交通或者能源通信等基础设施项目,一般采用信托贷款、应收账款投资等方式。融资主体多是评级较高的公开发债主体或拥有政府背景的大型企业集团,所投资项目也多为投资者较为熟知的、服务社会的重点市政工程。

基础设施信托业务常见的两种运作方式:一种是应收账款类基础设施信托,即信托公司

接受委托人的委托,发起设立信托计划,将信托资金用于受让政府融资平台公司因代建基础设施项目而享有的对政府的应收账款债权。政府融资平台公司将应收账款债权转让给信托公司,以平台公司后续通过应收账款回购或地方政府直接向信托公司偿还债权等资金流入为信托的收益来源。另一种是贷款类基础设施信托,即信托公司接受委托人的委托,发起设立信托计划,将委托人合法拥有的资金通过贷款方式用于交通运输、城市公共设施或能源领域等基础设施建设项目,以信托贷款产生的利息作为信托收益来源。

2. 房地产信托业务

房地产信托业务可划分为投资和融资两种类型:前者是指信托公司作为受托人发挥投资管理功能,将信托资产投资运用于房地产领域,信托资产的收益水平主要取决于信托期限内市场的盈利状况;后者是指信托公司根据资金需求方的融资需求开展的房地产信托业务,在信托设立前,信托资产的运用方式和收益水平均可事先确定。

房地产信托业务常见的两种运作方式:一类是不动产信托,是指不动产所有人(委托人)为受益人的利益或特定目的,将所有权转移给受托人,由受托人依照信托合同来管理运用不动产的一种法律关系;另一类是房地产资金信托,是指委托人基于对信托公司的信任,将自己合法拥有的资金委托给信托公司,由信托公司按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或特定目的,将资金投向房地产业并对其进行管理和处分的行为,这也是我国普遍采用的房地产融资方式。

3. 证券投资信托业务

证券投资信托业务是指信托公司将集合信托计划或者单独管理的信托产品项下资金,投资于依法公开发行并在符合法律规定的交易场所公开交易的证券的经营行为。目前,我国证券投资信托业务的投资范围主要包括国内证券交易所挂牌交易的 A 股股票、封闭式证券投资基金、开放式证券投资基金[含交易型开放式指数基金(exchange traded funds, ETF)和上市型开放式基金(listed open-ended fund, LOF)]、企业债、国债、可转换公司债券(含分离式可转换债券)、1 天和 7 天国债逆回购、银行存款以及中国证券监督管理委员会核准发行的基金可以投资的其他投资品种。2011 年,中国银行业监督管理委员会发布了《信托公司参与股指期货交易业务指引》,规定信托公司可直接或间接参与股指期货交易。其中,信托公司固有业务不得参与股指期货交易,集合信托业务可以以套期保值和套利为目的参与股指期货交易,信托公司单一信托业务可以以套期保值、套利和投机为目的开展股指期货交易。

证券投资信托的业务模式主要有三大类:一是以投资者为导向,着重宏观资产类别配置的财富管理业务;二是证券化与证券融资业务;三是以市场投资机会为导向,着重微观资产类别配置的资产管理业务。

(二)固有业务

信托公司除按照信托计划管理委托人的财产外,还要管理自己的固有资产。信托公司运用固有财产经营的业务称为固有业务,它是与信托业务相对应的信托公司业务组成部分。固有资产状况和流动性良好、符合监管要求,是开展各类信托业务的前提条件。

根据《信托公司管理办法》,信托公司在固有业务项下可以开展贷款、租赁、投资等活动,其中投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。为实现受托人为受益人最大利益服务的宗旨,该办法强调“压缩固有业务,突出信托主业”,规定信托公司不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务,且同业拆入余额不得超过其净资产的 20%,固有财产原则上不得进行实业投资。同时,为了限制关联交易,防止利益输送,该办法还规定信

托公司不得以固有财产向关联方融出资金或转移财产、为关联方提供担保或以股东持有的本公司股权作为质押进行融资。

在实践中，信托公司以贷款、金融股权投资、金融产品投资等固有资产投资业务模式为主。固有资产投资的金融产品包括股票、债券、信托产品、证券投资基金及其他金融产品。固有融资类业务主要包括贷款、同业拆借、担保业务以及租赁业务。

（三）特别许可业务

在信托公司的业务中，有些创新资格类业务在开展之前必须取得国家相关部门的行政许可，该类业务通常被称为特别许可业务。目前这类业务主要有私人股权投资信托业务、信贷资产证券化业务、企业年金信托业务等。

1. 私人股权投资信托业务

私人股权投资信托业务是指信托公司将信托计划项下资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或经批准可以投资的其他股权的信托业务。根据中国银行业监督管理委员会于2008年发布的《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》，信托公司以信托资金投资于境外未上市企业股权的，应经中国银行业监督管理委员会及相关监管部门批准；私人股权投资信托投资于金融机构和拟上市公司股权的，应遵守相关金融监管部门的规定。信托公司以固有资金参与私人股权投资信托计划的，应当遵守信托公司净资本管理的有关规定，且在信托存续期间不转让受益权，也不得直接或间接以该受益权为标的进行融资。信托公司管理私人股权投资信托时，应按照信托文件约定将信托资金运用于股权投资，未进行股权投资的资金只能投资于债券、货币型基金和中央银行票据等低风险高流动性金融产品，并可以通过股权上市、协议转让、被投资企业回购、股权分配等方式，实现投资退出。

2. 信贷资产证券化业务

信托公司开展信贷资产证券化的前提是构建有效的风险隔离机制，并融入信用增级，以满足投资者对安全性的需求。《信托法》明确规定了信托财产的独立性与破产隔离保护机制，这使得信托公司具有作为特殊目的机构的先天制度优势。在资产证券化业务中，信托公司的职能包括：从发行金融机构处接受待证券化的信贷资产，组建隔离资产池，与信用增级机构、信用评级机构、证券承销商、会计师事务所等中介机构签订相关合同，完成证券化信贷资产的尽职调查、证券分层、评级、会计、税收等相关工作。信托公司参与信贷资产证券化业务不仅可以获取较为丰厚的佣金回报，增强盈利能力，还有利于提高创新业务占比，实现转型与创新发展。

3. 企业年金信托业务

企业年金信托是指以信托方式管理企业年金的制度。《企业年金基金管理办法》确定我国企业年金基金管理以信托为基本模式，这为信托公司开展企业年金业务带来历史机遇。我国信托型企业年金的运作架构是以受托人为责任中心，实行独立的财产托管。从我国当前的法律制度和金融业分业经营的现状看，在法律意义上，信托公司是最规范的企业年金法人受托机构主体。信托制度的信托财产独立性和破产隔离保护机制、信托财产所有权与利益分离特性，使得信托公司在开展企业年金信托业务上独具优势。

三、信托产品管理与客户关系管理

（一）信托产品的设立与管理

1. 信托产品的设立

信托产品的设立是一个严密、审慎、系统的过程，是信托关系成立的核心，其总体流程包括产品立项、尽职调查、内部评审、文件制作与事前报告、产品推介及募集等工作。

2. 信托产品的管理

信托产品管理是信托公司对信托业务中后端集中运营服务的管理,主要承担对信托资产存续期内的运营处理、核算估值、运营分析和监督控制等职责。信托产品的管理方式主要有信托产品的现场检查、受益人大会和外派人员管理等。

当信托产品因期限届满、信托目的已经实现或信托文件约定的终止事由发生时,信托当事人之间的信托关系即结束,信托产品也就终止。信托产品终止并完成信托财产清算后,信托公司需要按照信托文件的约定,将剩余财产返还受益人或权利归属人。信托财产交付的方式可以采取现金方式、维持信托终止时财产原状方式或者两者的混合方式。

(二)信托公司客户关系管理

信托公司客户关系管理是指信托公司通过不断强化与客户之间的沟通与交流,把握客户需求,并不断改进信托产品和服务以持续满足客户需求的过程。客户是维持信托公司生存和发展的重要资源,信托公司客户关系管理的核心是客户需求的管理,因此,了解、分析和满足客户的需求应始终作为信托公司客户关系管理的重中之重。

近年来,信托公司积累和拓展了一大批客户。要建立长期稳定的客户关系,信托公司应该利用自身不同于其他金融企业的独特性,尤其要注重利用信托综合牌照的优势,以资源配置作为资产管理的主要手段,为客户提供全方位的金融服务,从而锁定自己的特定客户群,提高客户的忠诚度,为客户提供个性化的特色服务。

四、信托公司的财务管理、资本管理与会计核算

(一)信托公司的财务管理

财务管理是信托公司企业管理的重要组成部分。信托公司需要建立健全内部财务管理制度,设置财务管理职能部门,配备专业财务管理人员,综合运用规划、预测、计划、预算、控制、监督、考核、评价和分析等方法,筹集资金,营运资产,控制成本,分配收益,配置资源,反映经营状况,防范和化解财务风险,实现持续经营和价值最大化。

信托公司财务管理的内容主要包括资产管理、资金管理、成本费用管理、利润及其分配管理、财务会计报告管理等。总体而言,这些管理内容与一般金融企业的财务管理差别不大,但基于信托业自身的特点,信托公司在财务管理过程中也有不同于其他金融企业的专属原则:一是信托财产与固有财产分别管理、分别记账的原则。根据《信托法》和《信托公司管理办法》,信托公司应该将信托财产与固有财产分别管理、分别记账,并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账;对信托业务和非信托业务分别核算,并对每项信托业务单独核算。二是固有财务部门与信托财务部门相互独立的原则。信托公司自营业务与信托业务应分别建账、分别核算,信托公司应该分别设立固有财务部门和信托财务部门,分别负责固有财产和信托财产的财务管理工作。

(二)信托公司的资本管理

信托公司的资本管理主要包括注册资本管理、净资本管理和风险资本管理等。

按照要求,经批准设立的信托公司,必须具有最低限额的实收资本金。《信托公司管理办法》和《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》规定,信托公司注册资本为一次性实缴货币资本,最低限额为3亿元人民币或等值的可自由兑换货币。国务院银行业监督管理机构根据信托公司行业发展的需要,可以调整信托公司注册资本最低限额。随着信托业务的不断发展,信托公司还要随时补充资本金。2014年4月发布的《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》及2016年3月发布的《中国银监会办公厅关于进一

步加强信托公司风险监管工作的意见》,明确提出信托公司要强化资本管理,建立资本补充机制、资本补仓制度,强化资本约束,提升风险抵补能力。信托公司补充资本的方式通常有增强自身资本积累、股东增资、引进外部战略投资者、实施员工持股计划以及通过资本市场发行股票、金融债券、次级债券融资等。

《信托公司管理办法》明确规定要对信托公司实行净资本管理。2010年,中国银行业监督管理委员会发布了《信托公司净资本管理办法》,建立了以净资本为核心的风险控制指标体系,确保信托公司固有资产充足并保持必要的流动性,以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。2011年,《中国银行业监督管理委员会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》发布,对信托公司净资本、风险资本计算标准和监管指标做出了明确规定。信托公司净资本管理的本质是以净资本为核心,通过与风险资本等指标的比较,衡量公司业务规模、整体风险、流动性和兑付能力,据此建立各项业务规模与净资本水平之间的动态挂钩机制。

根据《信托公司净资本管理办法》,信托公司净资本不得低于人民币2亿元,净资本不得低于各项风险资本之和的100%,净资本不得低于净资产的40%。信托公司净资本等相关风险控制指标不符合规定标准的,国务院银行业监督管理机构可以视情况采取下列措施:要求信托公司制订切实可行的整改计划、方案,明确整改期限;要求信托公司采取措施调整业务和资产结构或补充资本,提高净资本水平;限制信托公司信托业务增长速度。对未按要求完成整改的信托公司,国务院银行业监督管理机构可以进一步采取下列措施:限制分配红利,限制信托公司开办新业务,责令暂停部分或全部业务。对信托公司净资本等风险控制指标继续恶化,严重危及该信托公司稳健运行的,国务院银行业监督管理机构还可以采取下列措施:责令调整董事、监事及高级管理人员;责令控股股东转让股权或限制有关股东行使股东权利;责令停业整顿;依法对信托公司实行接管或督促机构重组,直至予以撤销。

与净资本衡量流动性不同,风险资本衡量各项业务所承担的综合风险程度。由于信托公司开展的各项业务存在一定风险性并可能导致资本损失,所以应当按照各项业务规模的一定比例计算风险资本并与净资本建立对应关系,确保各项业务的风险资本有相应的净资本支撑。

(三)信托公司的会计核算

信托业务会计核算是指收集、整理、加工信托项目投资运用的会计信息,准确记录信托资产变化情况,及时向相关各方提供财务数据和财务报表的过程。信托公司是信托业务会计核算的责任主体,对所管理的信托业务应该以每个信托项目为会计核算主体,独立建账、独立核算,保证不同的信托项目在名册登记、账户设置、资金划拨、账簿记录等方面相互独立。信托公司对信托业务的会计核算内容主要包括信托项目募集期的核算、信托项目存续期的核算和信托项目终止后的核算。

为提高信托业务会计信息的质量和可比性,加强信托业务风险管理,国务院银行业监督管理机构自2010年起,对信托公司信托业务的会计核算执行新会计准则。与其他金融企业相比,信托公司会计核算的特点主要体现在:一是按照会计信息质量的实质重于形式原则,信托公司只是形式上的会计主体,委托人才是真正的会计主体。二是信托公司信托业务以信托项目为会计核算主体。信托项目应作为独立的会计核算主体,以持续经营为前提,独立核算信托财产的管理运用和处分情况。各个信托项目应单独建账,独立核算,单独编制财务会计报告。

五、信托公司的业务风险与风险控制

(一)信托公司的业务风险

信托公司的业务风险主要包括以下四个方面。

1. 信用风险

它主要是指交易对手（项目）或债务人不能或不愿按时履约的风险。信托公司面临的信用风险主要来自借款、对外担保、投资等业务，主要表现为客户交易违约或借款人信用等级下降等所造成的风险。

2. 市场风险

它是指信托公司在业务开展过程中所面临的市场的整体风险，主要包括宏观经济风险（如财政货币政策风险、利率风险、经济周期风险等）、政策风险（突出体现在政府各种经济和非经济政策的变化给业务带来的风险）、市场供求风险等。

3. 操作风险

它是指在信托业务开展过程中，由制度和操作流程缺失以及操作不审慎，或者现有制度和流程不能得到有效执行而可能引起的经营风险和损失。

4. 合规与法律风险

它是指信托公司因未遵循法律、法规、规则和准则造成可能遭受法律制裁、监管处罚、重大财务损失和声誉损失的风险，以及公司在业务经营过程中由于不当的法律文书、违约行为或怠于行使自身法律权利等造成的风险。

根据信托行业特征和信托公司自身特点，除以上一般性风险外，近年来信托公司在开展信托业务时还经常面临流动性风险和声誉风险。

（二）信托公司的风险控制

信托公司的风险控制可分为两个层面：一是信托业务风险控制的核心要点，即持续完善全面风险管理体系；二是信托业务风险控制的具体策略。

1. 信托业务风险控制的核心要点

信托业务风险控制的核心在于建立符合公司战略定位和发展方向的全面风险管理体系。信托公司的风险管理体系包括风险管理的理念、架构、制度、流程、方法和工具等，具体内容包括持续倡导全面风险管理理念、完善风险管理架构、健全风险管理制度和流程、丰富风险管理方法和工具等。

2. 信托业务风险控制的具体策略

（1）信用风险管理策略：严格按照业务流程、制度规定和相应程序开展信托业务，确保决策者充分了解业务涉及的信用风险；对交易对手进行全面、深入的信用调查与分析，形成客观、翔实的尽职调查报告；严格落实担保等措施，注意对抵（质）押物权属有效性、合法性进行审查，客观、公正评估抵（质）押物；提取信托赔偿准备金和计提资产损失准备金。

（2）市场风险管理策略：制定与信托业务性质、规模和风险特征相适应的，与公司业务发展战略、管理能力、资本实力和能够承担的风险水平相一致的市场风险管理原则和程序，对信托业务和产品中的市场风险因素进行分析，准确识别业务中的市场风险类别和性质。

（3）操作风险管理策略：加强内控制度建设和落实，合理设置体现制衡原则的岗位职责，建立完善的授权制度，按照公司相关管理制度，对违规人员进行问责。

（4）合规与法律风险管理策略：对信托公司所有拟开展的业务进行法律风险及合规风险审查，并严格按照规定程序实施法律文件的审核、签约等；同时确保信托业务的开展，符合国家相关法律法规和监管政策的规定。

第三节　租赁概述

一、租赁的概念与功能

（一）租赁的定义

租赁是以商品形态与货币形态相结合的方式提供的信用活动，具有信用和贸易双重性质。由于所处的角度不同，不同的部门对租赁的含义有不同的解释。根据我国财政部《企业会计准则第21号——租赁》的定义，租赁是指在一定期间内，出租人将资产的使用权让与承租人以获取对价的合同；根据《中华人民共和国民法典》的定义，租赁合同是出租人将租赁物交付承租人使用、收益，承租人支付租金的合同。虽然租赁的定义有不同的描述方式和角度，但这些定义都强调了租赁交易只形成物权中用益物权的转移，而不是像买卖交易那样形成物权的整体转移，即在租赁期内，租赁转移的是资产的使用权，而不是资产的所有权，而且这种转移是有偿的，取得使用权需要以支付租金为代价。

（二）租赁的种类

租赁分类比较复杂，因为租赁业务种类繁多，可从不同角度进行分类。例如，《中华人民共和国民法典》将租赁分为“租赁”和“融资租赁”两类，《企业会计准则第21号——租赁》则将租赁分为“经营租赁”和“融资租赁”两类。为了方便理解，本书将租赁行业分为租赁服务和融资租赁两大类。

1. 租赁服务

租赁服务包括各种有形资产、非金融类无形资产的短期租赁和长期租赁。其中，短期租赁包括机动车、休闲体育设施、个人和家庭用品的租赁，长期租赁包括商业经营常用的机械设备、运输设备、知识产权资产及类似产品的租赁。

租赁服务是一种涉及出租人和承租人两方的简单交易，其流程通常是由承租人对出租人已有的物件交付某种质押（居民身份证、押金等）和租金后，取回使用，租赁期满后将物件完好地退还给出租人，并取回质押物或者押金。在实践中，租赁服务中最主要的是经营租赁，它是指出租人不仅要向承租人提供设备的使用权，还要向承租人提供设备的保养、保险、维修和其他专门性技术服务的一种租赁形式，又称服务性租赁。

2. 融资租赁

根据我国商务部于2013年9月18日公布的《融资租赁企业监督管理办法》，融资租赁业务是指出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的交易活动。融资租赁是一种具有融资、融物双重职能的交易，涉及出租人、承租人、出卖人三方当事人，包括租赁合同、供货合同等两个或两个以上合同。出租人根据承租人的要求和选择，与出卖人订立供货合同支付货款，与承租人订立租赁合同，将购买的设备租给承租人使用，租赁期大部分相当于设备寿命期。在租赁期间内，承租人按合同约定分期向出租人交付租金。租赁设备的所有权属于出租人，承租人在租赁期内享有设备的使用权。租赁期满，设备可由承租人留购、续租或退回出租人。融资租赁与经营租赁的根本区别在于：融资租赁的出租人通常不承担租赁物的余值风险，而经营租赁的出租人一定要承担租赁物的余值风险。由上可见，融资租赁实质上是一种转移与一项资产所有权有关的全部风险和报酬的租赁，是以融通资金为直接目的，以技术设备等动产为租赁对象，以经济法人（企业）为承租人，具有非常浓厚的金融色彩。因此，本书在讨论租赁业务时，也以融资租赁为主要内容。

(三)租赁的特点

1. 所有权与使用权相分离

租赁资产的所有权与使用权分离是租赁的主要特点之一。银行信用虽然也是所有权与使用权相分离,但载体是货币资金,租赁则是资金与实物相结合基础上的分离。

2. 融资与融物相结合

租赁是以商品形态与货币形态相结合提供的信用活动,出租人在向企业出租资产的同时,解决了企业的资金需求,具有信用和贸易双重性质。这不同于借钱还钱、借物还物的常见信用形式,而是借物还钱,并以分期支付租金的方式来体现。租赁的这一特点将银行信贷和财产信贷融合在一起,成为企业融资的一种新形式。

3. 租金分期支付

与银行信用大多采用到期还本付息的支付方式不同,租金的偿还一般采取分期回流的方式。出租人的资金一次投入,分期收回。对于承租人而言,通过租赁可以提前获得资产的使用价值,分期支付租金便于分期规划未来的现金流出量。

(四)租赁的功能

1. 融资与投资是融资租赁的基本功能

融资租赁产生之初主要是作为一种融资方式,重点是为那些难以获得银行贷款的中小企业融资。融资租赁是以融物方式提供融资,融资上的便利必然会带来投资的扩大,这一方面表现在承租企业可以通过融资租赁扩大设备投资,另一方面社会资金也可以顺利地进入这些投资领域。这两项功能使融资租赁在投融资领域具备了其他融资形式所没有的特殊作用,成为推动租赁业发展的驱动力。

2. 产品促销与资产管理是融资租赁的扩展功能

产品促销功能与融资租赁的特殊业务形式有直接关系,由于每一笔融资租赁业务都与设备紧紧地捆绑在一起,出租人将设备出租的同时也实现了设备的销售和使用。因此,融资租赁既是融资活动,也是销售的过程,在许多国家,生产企业已成为主要的租赁机构。

资产管理功能建立在租赁业务不断创新的基础上,具体表现在以下几个方面:一是通过经营性融资租赁达到表外融资的目的。在经营性融资租赁中,租赁资产不记入承租人的资产负债表,不影响承租人的举债能力,承租人也不必承担设备残值的处理,优化了承租人的财务安排。二是通过售后回租,实现资产转换,使企业固定资产变现,减少了固定资产占用,提高了企业收益率。在企业重组并购等活动中售后回租成为企业融资的重要方式。三是通过融资租赁可以使承租人更有效地使用设备,减少设备闲置浪费,提高资产使用效率。资产管理功能使融资租赁突破了单一融资功能的局限,极大地扩展了融资租赁的发展空间。

二、租赁的产生与发展

(一)租赁起源及其在国外的发展

租赁是一个古老的经济范畴,始于物品所有权与使用权的分离。随着商品生产和交换规模的扩大,社会中会存在一方闲置不用而另一方急需使用的物品,在承租人不愿或无力购买的情况下,出租人可以以收取租金为条件供承租人短期使用其租赁物。租赁最早的记载可以追溯到公元前1400年,居住在地中海沿岸的腓尼基人发明了租赁这种新的商业贸易模式。后来,土地、房屋、农具、马匹等农用生产资料都曾成为租赁对象,租赁被广泛应用于农业经济活动中。

近代租赁业始于18世纪的工业革命。工业革命使社会生产从以农业、手工业经济为主,转向以机器制造业为主。为了适应社会化生产方式和产业结构的变化,租赁业发展进入了新

阶段，租赁对象也发生了明显变化。这一时期的租赁业通常被称为近代设备租赁业，具有如下特征：一是工业机器设备成为主要的租赁对象，租赁成为企业普遍采用的设备销售方式；二是租赁期限较长；三是从事租赁业务的主体是设备制造商，租赁对象主要是其生产的设备，租赁交易在设备制造商（出租人）和用户（承租人）两者之间进行，用户把租赁作为代替购买的手段，设备制造商以此促进设备销售。

现代融资租赁始于20世纪50年代，以1952年美国租赁公司的成立为标志。现代融资租赁与传统租赁的本质区别在于：传统租赁按承租人租赁物件的时间计算租金，而融资租赁按承租人占用融资成本的时间计算租金。现代融资租赁是市场经济条件下更大规模的社会化生产分工和市场经济自由竞争的结果，具有鲜明的特征：①现代融资租赁是以融资租赁为重要标志的租赁信用形式，承租人不仅取得物品的使用权，更重要的是将租赁信用作为一种融资手段，具有信用和贸易的双重功能；②租赁公司以租赁信用中介机构的形式出现，这种专业化运作使租赁信用形式有了质的飞跃；③租赁的功能更完善、经济关系更广泛，现代融资租赁的信用、贸易功能，尤其是金融功能被充分发挥和利用，企业普遍通过租赁设备来解决资金短缺、技术改造问题。随着用户多元化服务需求的增加，当前融资租赁业的功能还进一步扩展到财政金融、经营管理、销售网络、咨询策划等很多领域。

（二）我国的融资租赁发展历程及现状

我国融资租赁的发展始于改革开放之初。1980年年初，中国国际信托投资公司试办了第一批融资租赁业务，并取得了良好的经济效益。1981年，中国东方国际租赁公司和中国租赁有限公司两家融资租赁公司先后成立，标志着我国融资租赁业的创立。在改革开放初期，融资租赁作为一种新的交易方式，充分适应了为我国当时国有企业技术改造服务的投资需求，为我国吸引外资、引进国外先进设备、支持国内企业技术改造等做出了突出贡献。

在经历了诞生初期的快速发展后，到20世纪90年代，受管理制度缺失等因素的影响，融资租赁业欠租违约事件屡有发生，导致许多租赁公司业务停滞、经营困难，甚至陷入破产、清算的困局。针对存在的问题，1999年至今，我国采取了一系列措施，不断优化和完善融资租赁法律政策环境，推动融资租赁业健康有序发展。

在法律制度建设方面，1999年颁布实施的《中华人民共和国合同法》（《中华人民共和国民法典》自2021年1月1日起施行，《中华人民共和国合同法》同时废止）辟专章对租赁和融资租赁做出规定，使租赁业的法律环境初步得到改善。此后，《金融租赁公司管理办法》（中国人民银行，2000年；中国银行业监督管理委员会，2014年修订）、《外商投资租赁公司审批管理暂行办法》（已失效）、《外商投资租赁业管理办法》（已失效）、《企业会计准则第21号——租赁》（2006年，2018年修订）、《融资租赁企业监督管理办法》（2013年）、《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》（2014年）、《中国银监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》（已失效）等一大批法规、规定和准则公布施行，为我国融资租赁业的规范发展奠定了坚实的基础。

在完善法律环境的同时，近年来，我国也不断加强对融资租赁业的政策引导与支持。2011年12月，《商务部关于“十二五”期间促进融资租赁业发展的指导意见》发布，提出“十二五”期间将创新融资租赁企业经营模式，优化融资租赁业发展布局，拓宽企业融资渠道，进一步促进融资租赁业的发展。2015年5月，国务院发布《中国制造2025》，明确提出支持符合条件的制造业企业建立金融租赁公司等金融机构，推广大型制造设备、生产线等融资租赁服务，并鼓励对符合相关条件的制造业信贷租赁资产进行资产证券化试点。2015年8月，国务院常务会议确定了加快融资租赁和金融租赁行业发展的四大措施。2015年，《国务院办公厅关于加快

融资租赁业发展的指导意见》《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》先后发布,进一步打破制约融资租赁发展的体制机制障碍,为我国融资租赁业的发展指明了方向。2015年12月,国务院常务会议做出决定,支持广东、天津、福建自由贸易试验区分别以深化粤港澳合作、发展融资租赁、推进两岸金融合作为重点,在扩大人民币跨境使用、资本项目可兑换、跨境投融资等方面开展金融开放创新试点。2016年3月17日,《商务部 国家税务总局关于天津等4个自由贸易试验区内资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》发布,支持自贸试验区融资租赁行业积极探索、先行先试,促进融资租赁业加快发展。与此同时,以上海、天津、广东为代表的国内发达城市和地区,也纷纷出台促进融资租赁业发展的区域优惠政策,加速推动租赁行业实现集群式创新发展。

随着立法的不断完善和政策的强力推动与支持,近年来,我国融资租赁行业的发展速度明显加快,以交通运输设备、通用机械设备、工业装备、建筑工程设备和基础设施及不动产五大行业为代表的各个领域的租赁业务都得到了快速发展。

与此同时,经国务院批准,自2007年我国启动商业银行设立金融租赁公司试点工作以来,金融租赁行业也得到快速发展,金融租赁服务实体经济取得积极成效。一是金融租赁行业积极发挥"融资与融物"相结合的特色功能,通过直租推动企业加快先进设备技术升级,通过售后回租帮助企业盘活存量资产,通过经营性租赁降低企业资产负债率,助推相关产业转型发展。二是金融租赁行业积极响应国家重大战略,围绕重点领域加大金融服务力度,服务范围不但覆盖电力、制造、交通运输、采矿、水利等国民经济主要传统行业,更涉及高端装备制造、节能环保、新能源等战略性新兴产业;租赁物不但包括飞机、船舶、钻井平台、生产线等大型设备,还包括工程机械、计算机、农机等中小型设备。三是金融租赁行业创新"中国制造+金融租赁"模式,从国内采购设备出租至国际市场,有效扩大国内装备出口,促进国际产能合作,推动中国制造走向世界。四是金融租赁公司发挥融资便利、期限灵活、财务优化等优势,创新厂商租赁、农机租赁等业务模式,为缓解"三农"、中小微企业等融资难问题发挥了积极作用。

三、租金管理

(一)租金的构成要素和支付方式

租金是出租人因转让某种资产的使用权而获得的补偿和收益,即承租人因使用租赁物而支付给出租人的费用。租金直接关系到租赁业务各方的经济利益,因此,确定租金的金额和支付方式是融资租赁交易的关键问题之一。

租金的确定以耗费在租赁资产上的价值为基础,取决于租赁市场的供求关系。融资租赁每期租金的多少,一般取决于以下三个因素:①设备原价及预计残值,包括设备购买价、运输费、安装调试费、保险费以及设备租赁期满后出售可得的收入;②资金成本,即租赁公司为承租企业购置设备垫付资金所应支付的利息;③租赁手续费,即租赁公司承办租赁设备所发生的业务费用和必要的利润。通常,租金总额等于上述三个因素的总和。

支付方式也是影响租金水平的重要因素。租金的支付通常有以下三种分类方式:①按支付间隔期的长短,分为年付、半年付、季付和月付;②按在期初或期末支付,分为先付和后付;③按每次支付额的大小,分为等额支付和不等额支付。在融资租赁实践中,承租企业与租赁公司商定的租金支付方式,大多为后付等额年金支付。

(二)租金的计算方法

租金的计算方法有很多种,常见的有年金法、附加率法、成本回收法、浮动利率租金计算

法、不规则租金计算法等。在我国融资租赁实务中，租金的计算大多采用等额年金法。年金法是以现值理论为基础的租金计算方法，即将一项租赁资产在未来各租赁期内的租金按一定的利率换算成现值，使其现值总和等于租赁资产成本的租金计算方法。而等额年金法是以现值理论为基础，从租赁开始的那个年份起，每隔一段时间向出租人支付等额租金的一种租金支付方式。承租人定期支付等额租金，租赁期满，出租人收取的租金现值总额应等于租赁设备的本利之和。

需要考前押题请加微信
Xiaojiu3053

（三）租金的影响因素

影响租金的因素一般有以下八种。

1. 租赁期限

租赁期的长短决定了租金支付年限的长短。租赁期越长，承租人占用出租人资金的时间就越长，出租人承受的利息负担就越重，因此，在出租人通过租金形式回收利息的情况下，租赁期越长，租金总额会越大。

2. 计算方法

同一笔租赁交易，不同的租金计算方法会直接影响租金总额的大小。

3. 利率

在租赁设备总成本一定的情况下，利率是影响租金总额最重要的因素。在固定利率条件下，若其他因素不变，利率越高，租金总额越大，反之则相反；在浮动利率条件下，若其他因素不变，基准利率加上利差之和越高，当期的租金越大，反之则相反。

4. 付租间隔期

一般情况下，租金支付的间隔期越长，承租人占用出租人资金的时间就越长，应支付给出租人的利息就越多，从而租金总额将越大。

5. 保证金的支付数量和方式

保证金是出租人为了减少出租资产的风险而向承租人预收的一笔资金。承租人在租赁开始日按租赁资产价款的一定比例支付保证金。一般情况下，支付的保证金越多，租金总额越小；反之则越大。

6. 营业费用

对于经营租赁，由于出租人能从规模经济中得到好处，从而可以用比承租人更低的成本来维修和保养租赁资产，所以一般由出租人承担营业费用，以促成租赁交易；对于融资租赁，承租人一开始就将租入的设备作为自己的资产，相应的也要负担设备的维修、保养费用，这可以防止出租人将营业费用作为较高的租金全部转嫁给承租人，减轻承租人不合理的经济负担。

7. 付租方式

付租方式有期初付租和期末付租之分。在期初付租情况下，承租人占用出租人资金的时间相对缩短，租金总额较少；相比之下，期末付租的租金要相对较高。

8. 计息日和起租日

由于计息日和起租日的确定方法不同，两者之间的时间间隔也不同，利息累积将存在差异，进而对租金总额将产生影响。

此外，税收、支付币种及汇率的变动等因素也会对租金的计算产生一定的影响。

四、融资租赁合同

（一）融资租赁合同及其特征

融资租赁合同是融信贷与租赁为一体的一种租赁合同，是现代商品经济发展的产物。根

据《中华人民共和国民法典》的定义，融资租赁合同是出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的合同。融资租赁合同主要有以下三种特征。

1. 融资租赁合同是诺成、要式合同

诺成合同是指融资租赁合同经当事人意思表示一致即成立，而非以租赁物或租金的实际交付为要件。另外，《中华人民共和国民法典》规定融资租赁合同应当采用书面形式；在实践中，由于融资租赁合同的订立和履行均较复杂，且涉及金额往往比较巨大，当事人未采用书面形式的，该合同应确定为无效，因此，融资租赁合同为要式合同。

2. 融资租赁合同是双务、有偿合同

双务合同是指双方当事人相互享有权利、承担义务的合同，有偿合同是指一方当事人取得权利是以偿付代价为前提的合同。

3. 融资租赁合同是不可单方解除的合同

融资租赁合同一般都含有承租人不得中途解约的约定，即承租人在租赁期限内不得以任何理由解除合同，即使在发生不可抗力的情况下。此外，在融资租赁合同成立之时，承租人应支付的租金总额就已经确定，不管承租人是否提出解除合同的主张，都应该无条件地支付给出租人既定的租金。

（二）融资租赁合同的主要内容

融资租赁合同的内容包括租赁物名称、数量、规格、技术性能、检验方法，租赁期限，租金构成及其支付期限和方式、币种，租赁期间届满租赁物的归属等条款。由于融资租赁合同集买卖合同与租赁合同于一体，因此，融资租赁合同的内容包括租赁和买卖两部分。其中，租赁部分包括以下条款：租赁关系的当事人、租赁标的物、租赁标的物的出卖人及其制造厂家、租赁标的物的交付与验收、出租人购买标的物的成本、租赁期限、租金及支付方式、租赁物的保险等。买卖部分包括以下条款：买卖关系的当事人、租赁合同中约定的标的物、标的物的交付、标的物的担保责任和索赔、标的物的价款及支付方式、承租人对买卖合同的确认等。

融资租赁合同涉及三方当事人：为租赁交易提供资金融通的出租人，选择租赁物并支付租金的承租人，为出租人提供租赁物的供应商（出卖人）。其中，出租人的权利与义务包括：购买租赁物的义务；在租赁期内享有租赁物的所有权；按合同约定收取租金的权利；合同期满，若承租人不续租或留购，有收回租赁资产的权利；根据合同及时支付货款；保证租赁期内承租人对租赁物的充分使用权。承租人的权利与义务包括：对租赁标的物及供货方有选择权，在租赁期内享有租赁物的使用权，租赁期满取得租赁物所有权的权利，依合同约定支付租金的义务，按照正常方式使用并负责租赁物的维护与保养的义务。供应商（出卖人）的权利与义务包括：收取货款；出卖人应当按照约定向承租人交付标的物；出卖人对租赁物的质量有保证责任；租赁物不符合合同约定条件，出卖人应按约定承担责任。

（三）融资租赁合同的签订、变更和解除

融资租赁合同的成立是指承租人和出租人就租赁物的名称、数量、用途等主要合同条款达成一致的法律行为。融资租赁合同主要是解决承租人对租赁物的需求问题，因此，融资租赁合同的订立一般由承租人发起，其具体步骤分为：①承租人选择租赁物的出卖人（供应商），并与出卖人协商约定买卖合同的条款；②承租人选择出租人（租赁公司），并与其签订融资租赁合同；③承租人与出租人订立委托协议，委托出租人按照自己确定的出卖人和商定的条件与出卖人订立买卖合同；④出租人以自己的名义与出卖人订立买卖合同，同时，承租人必须在买卖合

同上签名盖章。

与其他合同一样，融资租赁合同一经合法成立，便具有了法律效力，此时任何一方当事人都不得随意变更或解除合同，否则就要承担相应的违约责任。按照有关规定，融资租赁合同的变更和解除应注意以下六点：①融资租赁合同中的双方当事人经协商一致，可以变更或解除合同，但不得因此损害国家利益和社会公共利益；②双方当事人协商变更融资租赁合同，应征得担保人的同意或事先通知担保人，担保人表示不同意的，如果融资租赁合同双方仍协商变更合同，则担保人的担保责任因此免除；③未经出租人同意，承租人擅自转租租赁物的，其转租合同无效，出租人有权解除融资租赁合同，因此造成出租人损失的，承租人应负责赔偿损失；④变更或解除融资租赁合同，应采用书面形式；⑤融资租赁合同订立后，不得因承办人或法定代表人的变动而变更或解除；⑥融资租赁合同解除，不影响当事人因其所受损失向有过错的对方当事人要求赔偿的权利。

五、我国融资租赁市场体系

（一）融资租赁市场的法律体系

在我国融资租赁业初期发展的十多年里，相关法律制度一直近乎空白。直至1996年，最高人民法院针对审判实践中出现的融资租赁案例，印发了《关于审理融资租赁合同纠纷案件若干问题的规定》（已失效），我国才有了专门的融资租赁发展规范。此后，随着融资租赁业务的迅速发展，我国融资租赁发展的法律环境一直在改善。从1999年开始，对我国租赁业发展具有重要影响的三部法律法规相继颁布。1999年3月，第九届全国人民代表大会第二次会议通过了《中华人民共和国合同法》，其中的“融资租赁合同”部分全面规定了融资租赁交易的性质、交易当事人的权利责任等，改善了我国融资租赁业发展的法律环境。2006年，财政部发布了《企业会计准则第21号——租赁》，参照国际惯例，将租赁会计划分为融资租赁会计和经营租赁会计，确定了出租人和承租人在不同交易条件下会计处理、信息披露的基本原则和方法，为我国租赁业的发展和交易形式的创新创造了条件。2014年3月，中国银行业监督管理委员会发布了《金融租赁公司管理办法》，对金融租赁公司的准入条件、业务范围、经营规则和监督管理等内容进行了规定和完善，对规范金融租赁公司的经营与发展具有重要作用。

另外，《国家税务总局关于融资租赁业务征收流转税问题的通知》（2000年）、《商务部　国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》（2004年）、《融资租赁船舶出口退税管理办法》（2010年）、《商务部关于“十二五”期间促进融资租赁业发展的指导意见》（2011年）、《关于融资租赁船舶运力认定政策的公告》（已失效）与《融资租赁企业监督管理办法》（2013年）等部门法规，也对融资租赁业务的有序、健康发展起到重要的规范和引导作用。

（二）融资租赁市场的监管体系

我国融资租赁市场的监管经历了由“多头监管”到统一监管的演变。长期以来，我国融资租赁市场呈现“多头监管”的状况，即金融租赁公司由中国银行业监督管理委员会审批、监管，内资试点融资租赁公司由商务部和国家税务总局共同审批、监管，外商融资租赁公司由商务部审批、监管。随着商务部于2013年发布《融资租赁企业监督管理办法》、中国银行业监督管理委员会于2014年发布《金融租赁公司管理办法》，我国融资租赁市场迈出了统一监管的重要一步。《融资租赁企业监督管理办法》规定由商务部对根据商务部有关规定从事融资租赁业务的企业实施监督管理。《金融租赁公司管理办法》指出金融租赁公司属于非银行金融机构，由中国银行业监督管理委员会及其派出机构负责实施监督管理。2018年5月8日，《商务

部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》发布,提出将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。自此,我国租赁行业告别"多头监管",迈入统一监管时代。为规范融资租赁公司经营行为,完善融资租赁业务经营和监管规则,促进融资租赁行业规范有序发展,中国银行保险监督管理委员会于2020年5月26日印发了《融资租赁公司监督管理暂行办法》。为健全和完善金融租赁公司业务监管规制,规范金融租赁公司以项目公司形式开展融资租赁业务,强化风险防范,促进业务持续稳健发展,中国银行保险监督管理委员会于2022年1月发布《金融租赁公司项目公司管理办法》。

(三)融资租赁市场的运行体系

1. 融资租赁市场的供给主体

目前,我国融资租赁市场的供给主体主要是融资租赁公司。根据股东背景和运营主体的不同,我国融资租赁公司可分为银行系金融租赁公司、厂商系融资租赁公司和独立第三方融资租赁公司三类。其中,银行系金融租赁公司的定位是服务特大型企业和项目,优势在于资金实力雄厚、融资成本低、客户资源丰富、企业信用信息量大等,劣势在于受监管制约较多、缺少灵活性;厂商系融资租赁公司的定位是服务母公司的特定销售对象,优势在于具有较高的设备制造和维修的专业能力、完善的市场营销网络、广泛的客户群体和了解客户的经营能力等,劣势在于融资成本相对较高;独立第三方融资租赁公司以为中小企业服务为主,优势在于受监管约束少、灵活性高、创新能力强等,劣势在于融资成本相对较高、企业信用信息量较少。

2. 融资租赁市场的资金运用

从融资租赁市场资金的运用看,政府部门和工商企业是重要的资金运用者。从政府部门看,融资租赁是政府主导的基础设施建设的重要融资渠道。从工商企业看,航空、船舶、工程机械、医疗设备等行业具有较高的融资租赁业务渗透率(年租赁交易额占固定资产投资总额的比率)。

第四节 金融租赁公司的经营与管理

一、金融租赁公司与融资租赁公司的区别

我国融资租赁公司主要包括一般融资租赁公司(含内资与外资)与金融租赁公司两种类型。实际上,融资租赁和金融租赁都源于英文单词"financial lease",从法律角度看,两者都属于《中华人民共和国民法典》中的融资租赁,法理上的相同导致两者在业务操作原理、会计定义和处理等方面都基本一致。然而,由于金融监管体系的特性及对租赁内涵认识的不同,两类公司在以下方面仍存在显著的差异。

(一)行业划分不同

按照国家有关规定,金融租赁公司属于金融业中的其他金融业,而融资租赁公司属于租赁和商务服务业中的租赁业。因此,金融租赁公司是非银行金融机构,而融资租赁公司是非金融机构。

(二)业务内容不同

金融租赁公司可以发行金融债券融资,可以吸收非银行股东3个月(含)以上定期存款,经营正常后可进入同业拆借市场;融资租赁公司只能从股东处借款,不能吸收股东存款,也不能进入银行间同业拆借市场。2013年印发的《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题

的通知》明确要求，融资租赁等非金融机构要严格界定业务范围。融资租赁公司要依托适宜的租赁物开展业务，不得转借银行贷款和相应资产。

（三）租赁标的物范围不同

金融租赁公司的租赁物为“固定资产”，在实际监管中还面临窗口指导，需适时调整固定资产的经营范围。融资租赁公司开展融资租赁业务以权属清晰、真实存在且能够产生收益权的租赁物为载体。

（四）风险管理指标不同

金融租赁公司按照金融机构的资本充足率进行风险控制，资本净额与风险加权资产的比例不得低于国务院银行业监督管理机构的最低监管要求。融资租赁公司按照“风险资产不得超过净资产总额的10倍”的要求进行风险管理，在实际运作中，这个指标通常由出资人按照市场风险来考虑和确定。

二、金融租赁公司的设立、变更与终止

（一）金融租赁公司的设立形式、条件和程序

金融租赁公司是指经国务院银行业监督管理机构批准，以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构，在公司名称中应当标明“金融租赁”字样。

根据《金融租赁公司管理办法》，在我国申请设立金融租赁公司应当具备以下条件：有符合《中华人民共和国公司法》和国务院银行业监督管理机构规定的公司章程；有符合规定条件的发起人；注册资本为一次性实缴货币资本，最低限额为1亿元人民币或等值的可自由兑换货币；有符合任职资格条件的董事、高级管理人员，并且从业人员中具有金融或融资租赁工作经历3年以上的人员应当不低于总人数的50%；建立了有效的公司治理、内部控制和风险管理体系；建立了与业务经营和监管要求相适应的信息科技架构，具有支撑业务经营的必要、安全且合规的信息系统，具备保障业务持续运营的技术与措施；有与业务经营相适应的营业场所、安全防范措施和其他设施；国务院银行业监督管理机构规定的其他审慎性条件。金融租赁公司的发起人包括在中国境内外注册的具有独立法人资格的商业银行，在中国境内注册的、主营业务为制造适合融资租赁交易产品的大型企业，在中国境外注册的融资租赁公司以及国务院银行业监督管理机构认可的其他发起人。

根据中国银行业监督管理委员会于2014年发布的《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》，金融租赁公司可依照相关法律法规在中国境内自由贸易区、保税地区及境外，为从事特定领域融资租赁业务而设立专业化租赁子公司。其中，特定领域是指金融租赁公司已开展且运营相对成熟的融资租赁业务领域，包括飞机、船舶以及经国务院银行业监督管理机构认可的其他租赁业务领域。

根据《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》，金融租赁公司的设立需经过筹建和开业两个阶段。

（二）金融租赁公司的变更与终止

金融租赁公司对公司名称、组织形式、注册资本、业务范围、股权结构、公司住所或营业场所等的变更必须报经国务院银行业监督管理机构或其派出机构批准。金融租赁公司的终止主要在解散和破产两种情况下发生。其中，可以导致金融租赁公司解散的情况包括：公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现，股东决定或股东（大）会决议解散，因公司合并或者分立需要解散，依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销等。可以导致金融租赁公司申请破产的情况包括：不能支付到期债务，自愿或债权人要求申请破产的；因解

散或被撤销而清算,清算组发现财产不足以清偿债务,应当申请破产的等。

三、金融租赁公司的业务运营

(一)业务范围

金融租赁公司的业务许可不只局限于融资租赁,还可围绕融资租赁开展相关业务。根据《金融租赁公司管理办法》,我国金融租赁公司可申请经营融资租赁业务、转让和受让融资租赁资产、固定收益类证券投资业务、接受承租人的租赁保证金、吸收非银行股东3个月(含)以上定期存款、同业拆借、向金融机构借款、境外借款、租赁物变卖及处理业务、经济咨询等基本业务。此外,对于经营状况良好、风险管控能力较强的金融租赁公司,经国务院银行业监督管理机构批准,还可申请经营发行债券、在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务、资产证券化、为控股子公司和项目公司对外融资提供担保等升级业务。

(二)业务种类

金融租赁公司的主营业务是融资租赁业务。金融租赁公司主营的融资租赁业务可进一步分为公司自担风险的融资租赁业务、公司同其他机构分担风险的融资租赁业务以及公司不担风险的融资租赁业务三类。

1. 公司自担风险的融资租赁业务

金融租赁公司自担风险的融资租赁业务包括典型的融资租赁业务(以下简称直接租赁)、转租式融资租赁业务(以下简称转租赁)和售后回租式融资租赁业务(以下简称回租)三个类别。

直接租赁是指金融租赁公司以收取租金为条件,按照用户企业确认的具体要求,向该用户企业指定的出卖人购买固定资产,并出租给该用户企业使用的业务。直接租赁的购买方式分为直接购买和委托购买两种。

转租赁是指以同一固定资产为租赁物的多层次的融资租赁业务。在转租赁交易中,上一层次的融资租赁合同的承租人同时是下一层次的融资租赁合同的出租人,在整个交易中被称为转租人。各个层次的融资租赁合同的租赁物和租赁期限必须完全一致。转租赁的购买方式分为直接购买和委托购买两种。

回租是指出卖人和承租人是同一人的融资租赁。在回租交易中,金融租赁公司以买受人的身份,与作为出卖人的用户企业订立以用户企业的自有固定资产为标的物的买卖合同或所有权转让协议。同时,金融租赁公司又以出租人的身份,与作为承租人的该用户企业订立融资租赁合同。

2. 公司同其他机构分担风险的融资租赁业务

金融租赁公司同其他机构分担风险的融资租赁业务包括联合租赁和杠杆租赁两类。

联合租赁是指多家有融资租赁资质的金融租赁公司对同一个融资租赁项目提供融资租赁服务,并由其中一家金融租赁公司作为牵头人;无论是相关的买卖合同还是融资租赁合同,都由牵头人出面订立,各家金融租赁公司按照所提供的融资额的比例,承担该融资租赁项目的风险和享有该融资租赁项目的收益。

杠杆租赁是指融资租赁项目中大部分融资由其他金融机构以银团贷款的形式提供,但是,这些金融机构对承办该融资租赁项目的金融租赁公司无追索权,同时,这些金融机构按所提供的资金在该项目的融资额中所占的比例,直接享有回收租金中所含的租赁收益。

3. 公司不担风险的融资租赁业务

金融租赁公司不担风险的融资租赁业务主要是委托租赁。委托租赁是指融资租赁项目中的租赁物或用于购买租赁物的资金是一个或多个法人机构提供的信托财产。金融租赁公司以

受托人的身份，同作为委托人的这些法人机构，订立由后者将自己的财产作为信托财产委托给金融租赁公司，以融资租赁方式运用和处分的信托合同。该融资租赁项目的风险和收益全部归委托人，金融租赁公司则依据该信托合同的约定获取由委托人支付的报酬。

四、金融租赁公司的资金筹集与盈利模式

（一）金融租赁公司的资金筹集

资金筹集是金融租赁公司经营与发展的前提。与其他融资租赁公司一样，金融租赁公司也可以通过自有资金（公司的注册资本、公积金和未分配利润等）、银行信贷资金、委托租赁资金、信托资金、上市等方式进行资金筹措，满足业务发展需要。同时，金融租赁公司可以发行金融债券融资，可以吸收非银行股东3个月（含）以上的定期存款，还可进入银行间同业拆借市场，通过同业拆借等方式来解决资金头寸，应对不时之需。金融租赁公司通过银行间同业拆借可以获得较低价格的资金，因此，与其他融资租赁企业相比，金融租赁公司的融资成本较低，但同业拆入资金余额不得高于公司的资本净额。

（二）金融租赁公司的盈利模式

1. 债权收益

债权收益是指金融租赁公司通过自有资金或外部融资采购设备后，向承租人租赁设备获得的租金收益与资金成本之间的利差收益。金融租赁是以物为载体的融资服务，获取利差和租息收益是金融租赁公司最主要的盈利模式。利差和租金收益的高低与面临的风险密切相关，金融租赁公司通常通过对中小企业提高利率或租赁费率来控制风险，同时对低风险的优质客户则可适当降低利率。

2. 余值收益

余值收益是指金融租赁公司通过设备回收再出售或者再次租赁获得的价差收入。金融租赁公司往往对租赁设备使用较高的折旧率，在账面保持较低的设备净值，因此，当客户提前终止合同选择购买设备时，或金融租赁公司按照市场价格转卖或者再次租赁设备时，金融租赁公司就能获得高于账面价值的交易价格，产生余值收益。与厂商系融资租赁公司相比，金融租赁公司在设备估值、管理能力方面仍存在一定差距，因此，金融租赁公司将承担余值风险的设备限定于少数市场透明度较高的大型通用设备，如飞机、铁路设备等。

3. 服务收益

服务收益是指出租人为承租人提供租赁服务时收取的租赁手续费、财务咨询费、贸易佣金等费用。其中，租赁手续费是出租人给承租人的报价中常见的一种费用，其标准取决于租赁业务的金额多少、风险大小、期限长短、交易结构和出租人的风险偏好等；财务咨询费是金融租赁公司在一些大型项目或设备融资中，为客户提供全面的融资解决方案所收取的费用；贸易佣金是指金融租赁公司作为设备的购买方和投资方，促进了设备的流通，使生产厂家和供应商扩大了市场规模，金融租赁公司可收取贸易环节中的各类佣金，如销售佣金、规模采购折扣等。

4. 运营收益

运营收益是指金融租赁公司通过资金统筹、财务杠杆运用、金融产品组合和规模经营等运营方式获得的收益。金融租赁公司营运资金的来源可以是多渠道的，自有资金在运作时通常可获取高于同期贷款利率的收益率；如果一个项目部分运用自有资金，部分源自银行借款，金融租赁公司即可获得财务杠杆效应，不仅自有资金可以获取略高于同期贷款的租息收益，借款部分也可以获取息差收益。此外，金融租赁公司还可加强与其他金融机构合作，在资金筹措、

风险管理等方面开发不同的产品组合,获得合理的收益。

五、金融租赁公司的风险与监管

(一)金融租赁公司面临的风险及管理

金融租赁公司所面临的风险主要有信用风险、操作风险、市场风险、流动性风险、政策风险和技术风险等。其中,信用风险、操作风险和市场风险是金融租赁公司面临的最主要风险类型,这三类风险的含义及其防范措施如下。

1. 信用风险

信用风险是指融资租赁合同的一方不履行义务的可能性,即租赁业务中的交易对手违约带来损失的风险。金融租赁公司可以通过加强风险管理控制,要求交易对手保持足够的抵押品、支付保证金和在合同中规定净额结算条款等程序,最大限度降低信用风险。

2. 操作风险

操作风险是指因交易或管理系统操作不当导致损失的风险,包括因金融租赁公司内部失控而产生的风险。公司内部失控的表现包括超过风险限额而未经察觉、越权交易、交易或后台部门的欺诈(包括账簿和交易记录不完整、缺乏基本的内部会计控制)等。操作风险可以通过正确的管理程序得到控制,如完整的账簿和交易记录、基本的内部控制和独立的风险管理、独立的内部审计部门、清晰的人事限制和风险管理及控制政策等。

3. 市场风险

金融租赁公司面临的市场风险主要包括利率风险和汇率风险。利率风险来自资产负债利率及市场利率的变动。按照目前通行的做法,金融租赁公司的资产方(主要是应收融资租赁款)的利率定价与中央银行确定的贷款基准利率挂钩,而负债方(主要是银行借款)的利率定价则是基于 Shibor 加点确定。由于 Shibor 波动幅度远高于贷款基准利率,因此,资产方、负债方资金利率变动的不同步使金融租赁公司盈利面临不确定性。此外,随着对境外租赁项目管制的逐步放松,金融租赁公司的外币业务还面临汇率风险。对于利率风险和汇率风险的防范,金融租赁公司关键是要加强对宏观经济形势、货币政策走向、利率和汇率变化的研判,特别要认真研究和应对利率、汇率市场化改革对风险管理的影响。

(二)金融租赁公司的监管要求

目前,国务院银行业监督管理机构已经对金融租赁公司建立起以资本监管为核心、适应金融租赁行业特点的监管体系。根据《金融租赁公司管理办法》,金融租赁公司应遵守以下监管指标的规定。①资本充足率。金融租赁公司资本净额与风险加权资产的比例不得低于国务院银行业监督管理机构的最低监管要求。②单一客户融资集中度。金融租赁公司对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 30%。③单一集团客户融资集中度。金融租赁公司对单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 50%。④单一客户关联度。金融租赁公司对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 30%。⑤全部关联度。金融租赁公司对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 50%。⑥单一股东关联度。对单一股东及其全部关联方的融资余额不得超过该股东在金融租赁公司的出资额,且应同时满足《金融租赁公司管理办法》对单一客户关联度的规定。⑦同业拆借比例。金融租赁公司同业拆入资金余额不得超过资本净额的 100%。

第七章　金融工程与风险管理

第一节　金 融 工 程

一、金融工程概述

（一）金融工程的含义

金融工程的含义分为狭义和广义两个方面。狭义的金融工程就是金融风险管理的技术和方法。广义的金融工程，目前普遍认可的是约翰·芬尼迪在1988年给出的定义：金融工程包括创新型金融工具与金融过程的设计、开发与实施以及针对金融问题的创造性解决方案。金融工程可以分为三个方面的内容：一是创新型金融工具的设计和创造，包括新型银行账户、新型基金、新的保险品种、新的住宅抵押形式等针对普通消费者的金融产品，也包括新的债权工具、股权工具、风险控制工具等基于企业需要而设计出的金融产品。二是创新型金融过程的设计和开发，如运用新技术降低金融运作的成本，根据金融管制的变更改变金融运作的方式，市场套利机会的发掘和利用，发行、交易和清算系统的改进等。三是针对企业整体金融问题的创造性解决方案，如创造性的现金管理策略、债务管理策略、企业融资结构、杠杆收购、项目融资等。

（二）金融工程的产生与发展

1. 金融工程的发展历程

金融工程学是出现于20世纪80年代，兴起于20世纪90年代的一门综合性的交叉学科。其产生的背景是信息科技在金融领域的应用、普及和深化，金融管制的放松，金融市场竞争的加剧。

20世纪50年代以前，金融学作为经济学的一个分支，研究方法大多依赖于经验分析，也没有在分析中引入系统的数量分析方法。但在这一阶段，美国经济学家欧文·费雪提出的净现值法及冯·诺依曼、摩根斯坦提出的效用理论为后来的金融工程学打下了坚实的基础，这是金融学的描述性阶段。

20世纪50年代初，哈里·马科维茨提出证券投资组合理论被看作分析金融学的发端，同时对后来的现代证券组合理论研究产生了重大影响。不久，金融学在研究方法上从经济学中独立出来。其后，“无套利”分析、现代套期保值理论、资本资产定价理论等相继出现，直到1971年费希尔·布莱克和迈伦·斯科尔斯做出期权定价模型，首开金融衍生工具定价的先河，标志着分析型的现代金融理论开始走向成熟，布莱克和斯科尔斯也成为金融工程学的开拓者。

20世纪80年代，达雷尔·达菲等在不完全市场一般均衡理论方面的经济学研究为金融创新和金融工程的发展提供了重要的理论支持，实现了现代金融理论从分析性科学向工程化科学的过渡。

金融工程学非常强调金融创新，同时，金融创新也日益工程化，这就是当今时代的特征，这也使得金融工程和金融创新的界限越来越模糊。可以说，金融工程学是研究金融工具及其组合方式、制定金融机构的组织结构以提高金融中介及其客户盈利性的一门学科，是在金融创新活动中非常活跃、应用性极强的背景理论，而金融创新则为金融工程学提供了用武之地，促进

金融工程学不断发展。

2. 金融工程的常用概念

投资者借入资金买入标的资产,称为买空。当预测标的资产价格会上涨时,执行买空操作:借入资金以低价买入标的资产,标的资产价格上涨后,用卖出标的资产的资金平仓,可以达到盈利的目的。但是,如果预测与实际结果不符,标的资产价格下跌,则买空者将出现亏损。

投资者借入标的资产卖出,称为卖空。当预测标的资产价格会下跌时,执行卖空操作:借入标的资产以现价卖出,标的资产价格下跌后,以低价买入标的资产进行平仓,可以实现盈利。但是,如果实际情况与预期相反,标的资产价格上涨,则卖空者会出现亏损。

利用买空卖空机制,可以在不需要太多资金的情况下实现盈利的目的。

(三)金融工程的应用领域

金融工程的应用领域包括金融产品创新、资产定价、金融风险管理、投融资策略设计、套利等。同时需要说明的是,金融工程并不是金融机构的专利,其应用主体既包括金融机构也包括个人投资者和实体企业。

1. 金融产品创新

金融产品创新是金融工程的一个重要内容,运用创新金融产品的方式解决金融问题,例如,货币互换解决了外汇管制带来的换汇困难,次级债的发行保证了并购所需的资金,期货的推出降低了远期合约的交易成本,利率衍生品提供了管理利率风险的工具等。

2. 资产定价

资产定价为创新的金融产品给出合理的估值,挖掘金融产品价值变化的内部规律,这是金融工程的核心任务,也是了解产品风险的第一步,为此金融工程开发出了多种解决定价问题的分析方法,如套利定价法、风险中性定价法、状态价格定价法等。

3. 金融风险管理

金融风险管理是金融工程最主要的应用领域,具体包括风险识别方法的开发、风险度量方法的探索和风险管理技术的创新,运用衍生品套期保值就是金融风险管理的一种重要方法。

4. 投融资策略设计

金融工程师在公司的主要任务之一就是根据公司需求制定合适的融资策略,而在金融机构就是设计各种资产管理策略。其实,策略和金融产品很难分割开来,策略的规模化应用被称为金融产品,如各种债券、基金、理财产品的发行,而小范围应用的定制策略通常被称为策略,如组合期权策略、价差期权策略、量化投资策略、过渡性融资策略等。

5. 套利

套利机会的发现和套利策略的设计是金融工程的一个重要内容,通过建立更精确的定价模型,结合统计分析、数据挖掘手段来寻找市场上的套利机会,利用市场的短期非有效性实施套利行为,获取无风险利润。目前,金融工程已经开发出了多种套利方式,如跨期套利、跨市场套利、跨品种套利、基差套利、期现套利、统计套利、阿尔法套利、高频套利等。

(四)金融工程与风险管理

1. 金融工程管理风险的方式

规避风险是金融工程师开发的品种繁多的金融工具的主要功能。风险管理在金融工程中居于核心地位。金融工程管理风险的方式主要有两种:分散风险和转移风险。

分散风险的方式就是运用马科维茨的证券投资组合理论,在相关性较低的资产上建立组合,从而降低非系统性风险。可以利用证券投资组合理论的数学模型,计算资产组合中各证券

种类的选择标准和组合占比。通过分散化投资，投资者可以分散掉一部分风险，即个体风险，但无法分散掉证券组合中的系统性风险。

对于无法分散的风险，金融工程给出了转移风险的方式，通过设计新产品，将风险转移给其他愿意承担风险的市场参与者，这就是衍生品开发的初衷。例如，股指期货最大的功能是将股市系统性风险转移至期货市场。

2. 金融工程相比传统风险管理的优势

金融工程利用衍生品进行风险管理，与传统的风险管理手段相比在三个方面具有比较明显的优势。

（1）更高的准确性和时效性。因为衍生品与其标的资产的价格之间存在强相关性，所以，金融工程通过对衍生品的精确定价和交易匹配可以准确地抵销相当一部分非系统性风险。通过信用违约互换（credit default swap，CDS）可以直接抵销公司违约带来的债券损失，针对性非常强。另外，成熟衍生品市场流动性较高，可以对市场价格变化做出更快速的反应，较好地解决了传统风险管理工具处理风险时的时滞问题。

（2）低成本。衍生品交易操作时多采用财务杠杆方式，付出少量资金就可控制大额交易，一定时期后进行差额结算，动用的资金相对于保值的对象而言比例很低，可以减少交易者管理风险的成本。对于在场内交易的衍生品而言，由于创造了一个风险转移市场，可以集中处理风险，大大降低了寻找交易对手的信息成本。

（3）灵活性。场内的衍生品交易可以方便交易者随时根据需要进行买卖，不存在现货市场的卖空限制问题；场外衍生品交易可以随时根据客户需要为其“量身定制”新的金融产品，这种灵活性是传统金融工具无法相比的。

（五）金融工程的基本分析方法

金融工程的基本分析方法包括积木分析法、套利定价法、风险中性定价法以及状态价格定价法。

1. 积木分析法

积木分析法是金融工程中的一种常用分析方法，主要是将各种金融产品进行分解组合以辅助金融问题的解决和产品创新。由于金融产品和方案是由基础产品和衍生产品构造组合而成，金融工程师运用“金融积木箱”中的积木（即各种金融工具）来解决金融中的现实问题，显然是一种非常适合金融工程的分析方法。

2. 套利定价法

套利定价法是定价理论中最基本的原则之一，严格意义上的套利是在某项金融资产的交易过程中，交易者可以在不需要期初投资支出的条件下获得无风险报酬，这一点通常需要以金融市场可以无限制卖空为前提。无套利模型的核心思想是市场不允许套利机会的存在，即市场价格将调整到使投资者无法在市场上通过套利活动获得超额利润。例如，期初两项投资A和B，期末可以获得相同的利润，如果这两项投资所需的维持成本也相同，由无套利模型可知，这两项投资在期初的投资成本时（即期初定价）应该相同。如果期初定价不一致，就会产生套利机会。

3. 风险中性定价法

风险中性定价法是指在对衍生品进行定价时，可以做出一个有助于大大简化工作的简单假设：所有投资者对于标的资产所蕴含风险的态度都是中性的，既不偏好，也不厌恶。在此条件下，所有证券的预期收益率都等于无风险利率，因此对风险中性的投资者并不需要额外的收

益来吸引他们承担风险。同样,在风险中性条件下,所有现金流都应该使用无风险利率进行贴现求得现值。

4. 状态价格定价法

状态价格是指一种有价证券在经过一段时间以后,其价值会出现两种可能:一种可能是向上,另一种可能是向下。如何为这种证券确定当前的价格,就是状态价格定价法所要研究的问题。从本质上说,状态价格定价法运用的是无套利的分析方法。

(六)金融产品定价的基本假设

为了分析简便,在定价时通常给出一些市场的简化假设,以剔除非本质因素的影响。具体包括如下内容。

(1)市场不存在摩擦,即没有交易费用和税收。

(2)市场参与者能以相同的无风险利率借入和贷出资金。

(3)不考虑对手违约风险。

(4)允许现货卖空行为。

(5)市场不存在套利机会,算出的理论价格就是无套利均衡价格。

(6)可以买卖任意数量的资产。

二、金融远期

(一)远期价格

远期合约签订时,如果信息是对称的,而且合约双方对未来的预期相同,那么合约双方所选择的交割价格应使合约的价值在签署合约时等于零,这意味着双方不需要交换任何现金流就可以处于远期合约的多头或空头状态。使远期合约价值为零的交割价格被称为远期价格。远期价格不但可用于确定远期合约的交割价格,还可用于计算远期合约的价值,同时也是期货价格的参考。

远期价格通常通过持有成本模型进行计算。

无红利股票的远期价格:

$$F_t = S_t e^{r(T-t)} \tag{7-1}$$

其中,F_t 是远期价格,S_t 是股票当前的价格,r 是无风险连续复利,e 为自然对数的底,t 为当前时间,T 是远期合约的到期日,式(7-1)表示的是股票在$[t, T]$时间段的远期价格。例如,假设一支无红利支付的股票当前股价为 20 元,无风险连续复利为 0.05,则该股票 1 年期的远期价格为 $F_t = 20e^{0.05} \approx 21.025$(元)。

有现金收益资产的远期价格:

$$F_t = (S_t - I_t) e^{r(T-t)} \tag{7-2}$$

其中,I_t 是在$[t, T]$时间段内持有资产获得现金收益的折现值,如债券的票息、股票的现金红利的折现。

有红利资产的远期价格:

$$F_t = S_t e^{(r-q)(T-t)} \tag{7-3}$$

其中,q 表示标的资产的红利率,如外汇远期合约中外币的存款利率、股票的股息率、股指的红利率等。式(7-3)用于远期外汇合约时,计算出的外汇远期价格被称为远期汇率。

远期价格的公式表明资产的远期价格仅与当前的现货价格有关,与未来的资产价格(即期货价格)无关,因此远期价格并不是对未来资产价格的预期。

（二）远期合约的价值

远期合约的价值即买卖双方在交易远期合约时买方应向卖方支付的现金，即产品本身的价值。远期价格与远期合约价值是两个不同的概念。远期价格与标的资产的现货价格息息相关，而远期合约价值则是由远期交割价格与远期理论价格的价差决定的。合约签署时，交易双方会选择以当时现货价格为基础的远期理论价格为交割价格，此时合约价值为零。随着时间的流逝，标的资产价格变化会带来远期价格的变化，但原有的交割价格则不可能改变，导致已有的远期合约价值不再为零，故在合约有效期期间，远期合约的价值可以是正的，也可以是负的。

远期合约在任意时点 t 的价值：

$$f_t = (F_t - K)e^{-r(T-t)} \tag{7-4}$$

其中，f_t 是远期合约在 t 时点的价值，F_t 是标的资产在 $[t, T]$ 时间段的远期价格，K 是远期合约的交割价格，T 是远期合约的到期日。式（7-4）结合式（7-1）可以看出，当标的资产价格增加时，远期价格增大，因此远期合约价值增大，而当标的资产价格下跌时，远期价格减小，此时远期合约价值变小，甚至可能为负值。

（三）远期利率协议的交割与估值

1. 远期利率协议的交割

远期利率协议（forward rate agreements，FRA）是指买卖双方同意从未来某一时刻开始在后续的一定时期内按协议利率借贷一笔数额确定、以具体货币表示的名义本金的协议。远期利率协议的买方是名义借款人，其订立远期利率协议的目的是规避利率上升的风险。远期利率协议的卖方是名义贷款人，其订立远期利率协议的目的是规避利率下降的风险。之所以称为“名义”，是因为借贷双方不必交换本金，并不发生实际上的借贷行为，只是在交割日根据协议利率和参考利率之间的差额，交割利息差的折现值。FRA 中涉及三个时间点（如图 7-1 所示），一个是协议生效日；一个是名义贷款起息日，即交割日；一个是名义贷款到期日，即到期日。远期利率协议通常用交割日 × 到期日来表示，如 3×9 的远期利率协议表示 3 个月之后开始的期限为 6 个月贷款的远期利率。

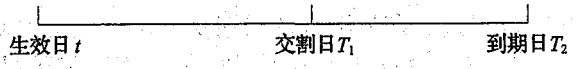


图 7-1 FRA 中涉及的三个时间点

由于 FRA 的交割日是在名义贷款期初，而不是在名义贷款期末，因此交割额的计算需要将利息差进行贴现，具体以 FRA 买方损益为例，计算公式如下：

$$\text{交割额} = \frac{(\text{参考利率} - \text{协议利率}) \times \text{协议本金数额} \times \dfrac{\text{协议期限天数}}{\text{年基准天数}}}{1 + \text{参考利率} \times \dfrac{\text{协议期限天数}}{\text{年基准天数}}} \tag{7-5}$$

一般美元的年基准天数取 360 天，英镑的年基准天数取 365 天。参考利率一般选取被广泛接受的市场利率，如美国是担保隔夜融资利率（secured overnight financing rate，SOFR）。若参考利率大于协议利率，交割额为正，卖方向买方支付交割额；若参考利率小于协议利率，交割额为负，买方向卖方支付交割额。

2. 远期利率协议的估值

远期利率协议与其他远期合约一样，在签订时理论价值为零，因此其协议利率等于远期利率（i_F），计算公式为：

$$i_F = \frac{i_L D_L - i_S D_S}{D_F(1 + i_S D_S/\text{Basis})} \tag{7-6}$$

其中，$D_L = T_2 - t$，$D_S = T_1 - t$，$D_F = T_1 - T_2$；Basis 为年基准天数；i_L 为 D_L 期的即期利率；i_S 为 D_S 期的即期利率。若期初协议利率不等于远期利率，则可以通过构造套利策略获取无风险利润，在现实生活中，银行通常以远期利率为基准，将报出的买(卖)价格下浮(上浮)一定数量的基点。

(四)远期合约的套期保值

由于远期合约是由银行提供的场外交易产品，合约不规范，流动性较差，因此，远期合约用于套期保值主要是静态套期保值。在期初签订的远期合约，通过到期交割的方式完成套期保值，目的是完全消除套期保值期间价格波动的风险。根据买卖方向不同分为多头套期保值和空头套期保值。多头套期保值是指买入远期合约的套期保值，空头套期保值是指卖出远期合约的套期保值。

1. 基于远期利率协议的套期保值

当投资者担心利率上升给自己造成损失时，可以通过购买远期利率协议进行套期保值，其结果是将未来的借款利率固定在某一水平上。它适用于打算在未来融资的公司，以及打算在未来某一时间出售已持有债券的投资者。

例如，某公司计划在 3 个月之后借入一笔为期 6 个月的 1000 万美元的浮动利率债务。根据该公司的信用状况，该公司能以 6 个月期的 Libor 借入资金，目前 6 个月期的 Libor 为 6%，但该公司担心 3 个月后 Libor 将上升。为此，他可以买入一份名义本金为 1000 万美元的 3×9 远期利率协议。假设现在银行挂出的 3×9 以 Libor 为参照利率的远期利率协议的报价为 6.25%，那么该借款者就可以把借款利率锁定在 6.25% 的水平上。

相反，当投资者担心利率下降给自己造成损失时，可以通过卖出远期利率协议进行套期保值，其结果是将未来投资的收益固定在某一水平上。它适用于打算在未来进行投资的公司或者未来要发行短期债券的金融机构。

2. 基于远期外汇合约的套期保值

多头套期保值就是通过买入远期外汇合约来避免汇率上升的风险，它适用于在未来某日期将支出外汇的机构和个人，如进口商品、出国旅游、到期偿还外债、计划进行外汇投资等。空头套期保值就是通过卖出远期外汇合约来避免汇率下降的风险，它适用于在未来某日期将收到外汇的机构和个人，如出口商品、提供劳务、现有的对外投资、到期收回贷款等。

当两种货币之间(如日元和加元之间)没有合适的远期合约时，套期保值者可利用第三种货币(如美元)来进行交叉套期保值。如一家加拿大公司要对一笔 3 个月后收到的日元款项进行保值，它可买进加元远期(即用美元买加元)，同时卖出日元远期(即用日元买美元)，来进行交叉套期保值。

三、金融期货

(一)金融期货的价格

金融期货主要包括股指期货、货币期货和利率期货等。类似于远期合约，期货合约中，期货价格定义为使期货合约价值为零的理论交割价格。因此，期货价格与远期价格的概念非常相似，但由于期货是在场内进行的标准化交易，其逐日盯市制度、每日结清浮动盈亏的制度决定了期货在每日收盘后理论价值归为零，即期货的报价相当于远期合约的协议价格，故期货的报价理论上等于标的资产的远期价格。事实上由于交易制度的规定，理论报价在

最新课程押题讲义扫码

远期价格的基础上需要进行一定的调整。利率期货分为短期利率期货和中长期利率期货，短期利率期货通常以协议存款为标的资产，在美国比较活跃的是欧洲美元期货，标的资产为3个月期欧洲美元存款，其报价为100－协议利率。中长期利率期货通常以政府债券作为标的资产，以净价方式报价，且为了防止期货交割对单个债券的价格影响，中长期利率期货通常选定一个虚拟债券作为标的资产进行报价，最终从满足一定条件的实际债券中选择一个进行交割。例如，我国2013年开始交易的5年期国债期货合约标的是息票率为3%、到期期限为5年的虚拟国债，而到期可以用于交割的债券是剩余期限在4年到7年的固定利率的记账式付息国债。这些交易制度导致利率期货的报价需要在远期价格的基础上进行调整。

（二）金融期货的套期保值

金融期货的套期保值原理上与金融远期是相同的，同样分为多头套期保值和空头套期保值，但由于交易制度不同以及期货市场的高流动性，期货合约相比远期合约具有更灵活、品种更丰富的套期保值策略设计。

1. 完全套期保值

类似远期合约，如果投资者希望套期保值的现货资产的种类和规模能够与市场上交易的期货的标的资产种类以及期货规模相匹配，可以进行类似远期合约的完全套期保值。例如，一家美国公司想为2022年12月15日要支付的2500万欧元进行套期保值，已知12月份交割的欧元期货合约规模为12.5万欧元，则公司可以通过买入200份欧元期货合约进行完全套期保值。

但在实际运用中，套期保值的效果会受到以下三个因素的影响：①需要避险的资产与期货标的资产不完全一致；②套期保值者不能确切地知道未来拟出售或购买资产的时间，因此不容易找到时间完全匹配的期货；③需要避险的期限与避险工具的期限不一致。

在这些情况下，必须考虑基差风险、合约的选择和最优套期保值比率等问题。

2. 基差风险与套期保值工具的选择

$$\text{基差(Basis)} = \text{待保值资产的现货价格} - \text{用于保值的期货价格} \tag{7-7}$$

如果打算进行套期保值的资产与期货的标的资产一致，在期货到期日时，期货价格将收敛到现货价格，因此基差会趋于0，但在到期日之前，基差可正可负。基差变动带来的风险称为基差风险。为了降低基差风险，就要选择合适的期货合约，它包括两个方面：①选择合适的标的资产；②选择合约的交割月份。

选择标的资产的标准是标的资产价格与保值资产价格的相关性。相关性越好，基差风险就越小。因此选择标的资产时，最好选择保值资产本身，若保值资产没有期货合约，则选择与保值资产价格相关性最好的资产的期货合约。

在选择期货合约的交割月份时，要考虑是否打算实物交割。对于大多数金融期货而言，实物交割的成本并不高，在这种情况下，通常应尽量选择与套期保值到期日相一致的交割月份，从而使基差风险最小。若套期保值者不能确切地知道套期保值的到期日，也应选择交割月份靠后的期货合约。

3. 最优套期保值比率的确定

确定了用何种期货合约作为套期保值工具之后，还必须确定套期保值所需的期货合约数量。套期保值比率是指期货合约的总价值与套期保值资产现货总价值之间的比率，即一单位现货头寸保值者所建立的期货合约单位。若Q_F表示一份期货合约的价格，N表示期货的份

数,N_S表示待保值资产的价值,则:

$$套期保值比率(h)=N\frac{Q_F}{N_S} \tag{7-8}$$

当套期保值资产价格与标的资产的期货价格相关系数等于1时,为了使套期保值后的风险最小,套期保值比率应等于1。而当相关系数不等于1时,套期保值比率就可能不等于1。

(1)最优套期保值比率的理解。在1单位现货空头用N单位期货多头进行套期保值的情形下,投资者的整个套期保值组合的价值变动(ΔH)可以表达为:

$$\Delta H=N\Delta Q_F-\Delta N_S \tag{7-9}$$

对现货来说,价格就是价值,现货价格的变动ΔN_S就是现货头寸价值的变动。对期货来说,尽管价格不等于价值,但1单位期货价格的变动ΔQ_F也反映了1单位期货头寸价值的变动。

最优套期保值比率就是使套期保值组合的价值变动对被套期保值的资产价值的变化敏感性为零的套期保值比率,也就是完全消除了现货资产价值变动带来的具有风险的套期保值比率,即得出如下套期保值比率:

$$\frac{\partial(\Delta H)}{\partial(\Delta N_S)}=0 \tag{7-10}$$

简单计算即可得到,无论多头套期保值还是空头套期保值,都有:

$$N=\frac{\partial(\Delta N_S)}{\partial(\Delta Q_F)} \tag{7-11}$$

这个公式体现了期货最优套期保值比率的本质含义:期货到期时,期货价格每变动1单位时,被套期保值的现货价格变动的量就是最优套期保值比率应确定的期货份数。反过来也就意味着1单位的现货需要N单位的期货头寸对其进行套期保值,才能达到最优的消除风险的效果。

(2)货币期货的最优套期保值比率。货币期货的套期保值方向选择与外汇远期是相同的,当面临外币汇率上升带来的损失时,可以买入该外币的期货;相反则卖出该外币的期货。到目前为止,学术界和实务界已经提出了多种估计最优套期保值比率的方法,如最小方差法、最小二乘法、历史数据估值法等。最常见也比较具有一般性的是“最小方差套期保值比率”,即使得整个套期保值组合收益的波动最小化的套期保值比率,具体体现为套期保值收益的方差最小化。货币期货在方差最小的情况下,其最优套期保值比率为:

$$h=\rho\frac{\sigma_S}{\sigma_F} \tag{7-12}$$

其中,σ_S代表ΔS的标准差,σ_F代表ΔF的标准差,ΔS和ΔF分别代表套期保值期内即期汇率S的变化和外汇期货价格F的变化,ρ表示ΔS和ΔF之间的相关系数。当两者完全相关时,$h=1$,否则h不等于1。用上述比率配置外汇期货进行套期保值,可以使组合价值变动最小,即在方差意义下风险最小,此时期货的最佳数量为:

$$N=\rho\frac{\sigma_S N_S}{\sigma_F Q_F} \tag{7-13}$$

(3)股指期货最佳套期保值数量。当用股指期货为股票组合套期保值时,股指期货最佳套期保值数量(N)为:

$$N = \beta \frac{V_S}{V_F} \tag{7-14}$$

其中，V_S 为股票组合的价值，V_F 为单位股指期货合约的价值（等于期货价格乘以合约大小），β 为该股票组合的 β 值。因为股票组合没有单位价格，所以很少使用套期保值比率，直接计算套期保值需要的期货数量即可。

例如，某公司打算运用6个月期的S&P500股价指数期货为其价值500万美元的股票组合套期保值，该组合的 β 值为1.8，当时的期货价格为400。由于一份该期货合约的价值为 $400 \times 500 = 20$ 万美元，因此该公司应卖出的期货合约的数量为：

$$N = 1.8 \times \frac{500}{20} = 45(\text{份})$$

（4）利率期货与久期套期保值。利用利率期货进行套期保值方向与远期利率协议是完全相反的，因为利率期货以债券或者短期存款为标的资产，当利率上升时，债券价格或者短期存款的价格是下跌的。因此投资者担心利率上升带来的损失时，要卖出利率期货，这样当利率上升时，利率期货价格下跌，利率期货空头可以获益，用以弥补利率上升带来的损失。相反，当投资者担心利率下降带来的损失时，要买入利率期货。

由于当市场利率变动时，债券价格的变动幅度取决于该债券的久期，而利率期货价格的变动幅度也取决于利率期货标的债券的久期，因此可以根据保值债券与标的债券的久期来计算套期保值比率。令 S 和 D_S 分别表示需进行套期保值资产的价格和久期，F 表示利率期货的价格，D_F 表示期货合约标的债券的久期。则为了对冲收益率变动对保值债券价值的影响，所需要的期货合约数（N）为：

$$N = \frac{SD_S}{FD_F} \tag{7-15}$$

例如，2003年11月20日，某基金管理者持有2000万美元的美国政府债券，他担心市场利率在未来6个月内将剧烈波动，因此他希望卖空2004年6月到期的长期国债期货合约，该合约目前市价为94.1875美元，该合约规模为10万美元面值的长期国债（合约面值的1%为1个点），因此每份合约价值94187.50美元。假设需保值的债券平均久期为8年，长期国债期货合约的平均久期为10.3年。则为进行套期保值，他应卖空的期货合约数为：

$$N = \frac{20000000}{94187.50} \times \frac{8}{10.30} \approx 164.93 \approx 165(\text{份})$$

应该注意的是，基于久期的套期保值是不完美的，存在着较多的局限性，它没有考虑债券价格与收益率关系曲线的凸度问题，而且它是建立在收益率曲线平移的假定上，因此在实际运用时要多加注意。

4. 滚动套期保值

由于期货合约的有效期通常不超过1年，而套期保值的期限有时又长于1年，在这种情况下，就必须采取滚动的套期保值策略，即建立一个期货头寸，待这个期货合约到期前将其平仓，再建立另一个到期日较晚的期货头寸直至套期保值期限届满。如果交易者通过几次平仓才能实现最终的套期保值目的，则交易者将面临几个基差风险。

（三）金融期货的套利

金融期货与远期合约的套利策略有相似之处，但由于期货合约的标准化和灵活性，在实际应用中使用金融期货进行的套利活动更多。金融期货可以利用基差的变动规律进行期现套利、跨期套利和跨市场套利，其中跨市场套利主要在外汇期货市场进行，跨期套利通常在同一

期货品种不同期限的期货间进行,而期现套利指的是现货与期货反向操作进行套利的方式,这种方式在利率期货和股指期货市场应用较多。

1. 期现套利

它是利用期货价格与标的资产现货价格的差异进行套利的交易,即在现货市场买入(卖出)现货的同时,按同一标的资产,以同样的规模在期货市场上卖出(买入)该资产的某种期货合约,并在未来一段时间后同时平仓的交易。由于期货价格理论近似于远期价格,而远期价格又决定于标的资产的现货价格,因此期货价格与现货价格存在着强相关性,当期货价格与现货价格偏离超过理论差距时就会产生套利机会,可以通过期货和现货方向相反、头寸相同的方式进行套利。

例如,股价指数可以近似看作支付连续收益率的资产,股指期货价格(F_t)与股指现货价格 $S_t e^{(r-q)(T-t)}$ 之间必须保持如下关系,否则就存在套利机会:

$$F_t = S_t e^{(r-q)(T-t)} \tag{7-16}$$

如果 $F_t > S_t e^{(r-q)(T-t)}$,投资者就可以通过购买股价指数中的成分股,同时卖出股指期货合约来获得无风险套利利润。相反,如果 $F_t < S_t e^{(r-q)(T-t)}$,投资者就可以通过卖空股价指数中的成分股,同时买入股指期货合约来获得无风险套利利润。现实中由于买卖成分股需要花费较长的时间,而市场行情是瞬间万变的,因此在实践中人们大多利用计算机程序进行自动交易。即一旦股指现货与期货的平价关系被打破,计算机就会根据事先设计好的程序进行套利交易。

2. 跨期套利

跨期套利是指在同一期货市场(如股指期货)的不同到期期限的期货合约之间进行的套利交易,具体来说,就是买入(卖出)某一较短期限的期货合约的同时,卖出(买入)另一相同标的资产的较长期限的期货合约,在较短期限的期货合约到期时或到期前同时将两个期货合约对冲平仓的交易。由于期现套利存在较多的限制,如现货市场的卖空限制、现货交易成本较高、期货和现货属于不同的账户和市场、交易时间可能不同步等,因此很多时候无法灵活实现。而跨期套利在同一市场进行,且期货市场没有卖空限制,因此跨期套利是套利交易中使用较多的策略。跨期套利依赖的指标就是基差,当基于同一标的资产的不同期限的期货合约报价产生的基差差异超出正常范围时,可以通过跨期套利获取无风险利润。

3. 跨市场套利

跨市场套利是指利用同一种期货合约在不同交易所之间的价差而进行的套利交易。具体来说,就是在买入(卖出)某一交易所的某一期货合约的同时,按同一数量、同一到期期限卖出(买入)另一交易所的同一期货合约,并在未来某一时间同时将两种期货合约对冲平仓的交易。由于股指期货和利率期货在不同市场进行相同产品交易的情况较少,因此这种套利方式在股指期货和利率期货中使用也较少,而在货币期货中使用较多。

四、金融互换

(一)利率互换的定价

利率互换(interest rate swap)是指买卖双方同意在未来的一定期限内根据同种货币的同样的名义本金交换现金流,其中一方的现金流根据浮动利率计算,而另一方的现金流根据固定利率计算,通常双方只交换利息差,不交换本金。互换的期限通常在 1 年以上,有时甚至在 15 年以上。

普通利率互换可以由一组远期利率协议复制,也可以由固定利率债券和浮动利率债券的

组合复制，因此利率互换的价值等于债券组合的价值，可以运用债券组合对互换进行定价。以利率互换的买方为例，利率互换的买方支付固定利率，获得浮动利率，因此可以将买方的收益等价于其发行了一个固定利率的债券，购买了一个浮动利率的债券，故其价值（$V_{互换}$）为：

$$V_{互换} = V_{fl} - V_{fix} \tag{7-17}$$

$$V_{fix} = \sum_{i=1}^{n} k e^{-r_i t_i} + L e^{-r_n t_n} \tag{7-18}$$

$$V_{fl} = (L + k^*) e^{-r_1 t_1} \tag{7-19}$$

其中，V_{fix}是利率互换合约中分解出的固定利率债券的价值，V_{fl}是利率互换合约中分解出的浮动利率债券的价值，t_i是距第i次现金流交换的时间（$1 \leqslant i \leqslant n$），$L$是利率互换合约中的名义本金额，$r_i$是到期日为$t_i$的零息票债券利率，$k$是支付日支付的固定利息额，$k^*$是下一支付日应支付的浮动利息额。

在浮动利率债券的定价中假设：在任意付息日，浮动利率债券价格在支付利息后会回归面值。

（二）货币互换的定价

货币互换（currency swap）是买卖双方将一种货币的本金和利息与另一种货币的等价本金和利息进行交换的协议。货币互换的买方在期初获得外币，并将等值的本币借给卖方；在合约期限内买方支付外币利息，获取本币利息；合约到期时买方向卖方偿还外币本金，同时获得本币的本金。由此可见，货币互换与利率互换在结构和运作机制上相似，但它们是两种不同的互换合约，其主要不同在于以下三个方面。

（1）利率互换只涉及一种货币，而货币互换要涉及两种货币。

（2）在协议开始和到期时，货币互换双方常常交换本金，而利率互换不涉及本金的交换。

（3）货币互换双方的利息支付可以均为固定利率，也可以均为浮动利率，或者固定利率与浮动利率互换，而标准利率互换多见于固定利率与浮动利率互换。

定义$V_{互换}$为货币互换买方的价值，那么：

$$V_{互换} = B_D - S_0 B_F \tag{7-20}$$

其中，B_F是用外币表示的从互换中分解出来的外币债券的价值，B_D是从互换中分解出来的本币债券的价值，S_0是即期汇率（外币兑本币，如人民币为本币，美元为外币，1美元=6.2人民币元，则$S_0=6.2$）。对于付出本币利息，收入外币利息的那一方，即卖方，其价值为：

$$-V_{互换} = S_0 B_F - B_D \tag{7-21}$$

（三）金融互换的套利

金融互换的套利运用的是比较优势原理。比较优势理论指出，在两国都能生产两种产品，且一国在这两种产品的生产上均处于有利地位，而另一国均处于不利地位的条件下，如果前者专门生产优势较大的产品，后者专门生产劣势较小（即具有比较优势）的产品，那么通过专业化分工和国际贸易，双方均能从中获益。互换是比较优势理论在金融领域最生动的运用。根据比较优势理论，只要满足以下两个条件，就可以通过互换进行套利：①双方对对方的资产或负债均有需求；②双方在两种资产或负债上存在比较优势。

1. 利率互换的套利

假设A、B公司都想借入5年期的1000万美元借款，A公司想借入与6个月期相关的浮动利率借款，B公司想借入固定利率借款。因两家公司信用等级不同，故市场向它们提供的利率也不同。市场提供给A、B两家公司的借款利率见表7-1。

表 7-1　　市场提供给 A、B 两家公司的借款利率

	固定利率	浮动利率
A 公司	6.00%	6 个月期 Libor+0.30%
B 公司	7.20%	6 个月期 Libor+1.00%

注：表中的利率均为一年计一次复利的年利率。

此时 A 公司在固定利率市场上存在比较优势，因为 A 公司在固定利率市场上比 B 公司的融资成本低 1.2%，而在浮动利率市场比 B 公司的融资成本低 0.7%，因此 A 公司在固定利率市场上比在浮动利率市场上相对 B 公司融资成本优势更大，这里存在 0.5%（即 1.2% - 0.7%）的套利利润。A 公司和 B 公司可以通过如下互换分享无风险利润，降低双方的融资成本：A 公司作为利率互换的卖方，按 Libor 变动支付 B 公司浮动利率，获得 B 公司支付的 6% 的固定利率，同时在市场上按 6% 的固定利率借入借款；B 公司作为利率互换的买方，向 A 公司支付 6% 的固定利率，获得 A 公司支付的 Libor 浮动利率，同时在市场上按 Libor + 1% 借入浮动利率的借款。A、B 两家公司通过利率互换套利如图 7-2 所示。

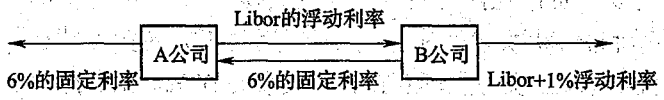


图 7-2　A、B 两家公司通过利率互换套利

在这种情况下，A 公司最终的融资成本应为 Libor + 6% - 6% = Libor，达到了浮动利率借款的目的；B 公司最终融资成本应为 6% + Libor + 1% - Libor = 7%，达到了固定利率借款的目的。相比直接在市场上融资，A 公司节约成本 Libor + 0.3% - Libor = 0.3%，B 公司节约成本 7.2% - 7% = 0.2%，即 A、B 公司通过利率互换分别获利 0.3% 和 0.2%。

2. 货币互换的套利

假设英镑和美元汇率为 1 英镑 = 1.5 美元。A 公司想借入 5 年期的 1000 万英镑借款，B 公司想借入 5 年期的 1500 万美元借款。市场向 A、B 两家公司提供的借款利率见表 7-2。

表 7-2　　市场向 A、B 两家公司提供的借款利率

	美元	英镑
A 公司	8.00%	11.6%
B 公司	10.00%	12%
A - B	-2%	-0.40%

此时 A 公司在美元市场上存在比较优势，因为 A 公司在美元市场上比 B 公司的融资成本低 2%，而在英镑市场上比 B 公司的融资成本低 0.4%，因此 A 公司在美元市场上比在英镑市场上相对 B 公司融资成本优势更大，这里存在 1.6%（即 2% - 0.4%）的套利利润。A 公司和 B 公司可以通过如下货币互换分享无风险利润，降低双方的融资成本：A 公司在货币互换中支付英镑利息，获得美元利息，同时在市场上借入美元借款；B 公司在货币互换中支付美元利息，获得英镑利息，同时在市场上借入英镑借款。A、B 两家公司通过货币互换套利如图 7-3 所示。

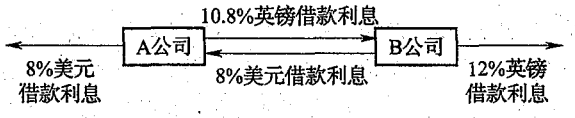


图 7-3 A、B 两家公司通过货币互换套利

在这种情况下，A 公司最终融资英镑的成本为 8% + 10.8% - 8% = 10.8%，达到了借英镑的目的；B 公司最终融资美元成本为 8% + 12% - 10.8% = 9.2%，达到了美元借款的目的。同时相比直接在市场上融资，A、B 两家公司均节约了 0.8% 的成本。

（四）运用利率互换管理利率风险

利用利率互换来转换资产或者负债的利率性质，管理资产或者负债中利率风险，如固定利率的资产（或者负债）通过互换可以转换为浮动利率的资产（或者负债）。利用利率互换来调整债务时，一般是为了使债务与利率敏感性资产相匹配、降低筹资成本，或者增加负债能力；利用利率互换来调整资产时，一般是为了提高收益率。

（1）匹配资产和负债的利率风险。在 2005 年 2 月 10 日国家开发银行与中国光大银行进行了首笔人民币利率互换交易，名义本金为 50 亿元人民币，期限为 10 年。中国光大银行支付 2.95% 的固定利率，国家开发银行支付浮动利率（1 年期定期存款利率）。国家开发银行的资产主要为长期浮动利率贷款，负债以固定利率长期债券为主，资产和债务的期限结构不匹配，造成了很大的利率风险敞口。通过利率互换，国家开发银行填平了利率风险敞口，可以赚取稳定的利息差。与此同时，中国光大银行的资产负债情况与国家开发银行恰恰相反，其负债主要由短期存款构成，而资产主要是长期固定利率按揭贷款。通过利率互换，中国光大银行支付固定利率就可以与固定利率贷款相匹配，填平利率风险敞口。国家开发银行与中国光大银行利率互换匹配结果如图 7-4 所示。

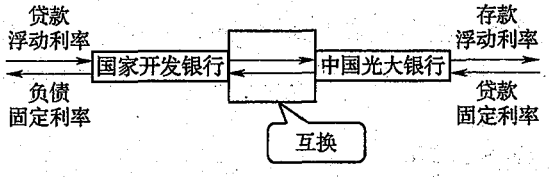


图 7-4 国家开发银行与中国光大银行利率互换匹配结果

（2）降低负债成本或者提高资产收益。结合利率环境的变化，可以灵活地通过利率互换降低负债成本。假设某公司于 2 年前发行了 7 年期的固定利率债券，每年支付 9.75% 的利息。现实环境利率已经大幅下跌，公司现转换成浮动利率负债，以利用当前低利率的好处，公司根据当前市场报价签订了 5 年期每年以 Libor 交换 7.05% 利率的年度互换协议，通过互换，公司的融资成本变为 Libor + 2.7%（即 9.75% - 7.05%）的浮动利率，当时 Libor 为 4.5%，故当年支付的息票率变为 7.2%，比原来的 9.75% 节省了 2.55 个百分点。

（五）运用货币互换管理汇率风险

货币互换可以用来转换资产或债务组合的货币构成，在全球各市场之间进行套利，从而一方面降低筹资者的融资成本或提高投资者的资产收益，另一方面促进全球金融市场的一体化。

例如，1981 年国际商业机器公司（international business machines corporation，IBM 公司）和世界银行进行了一笔瑞士法郎和德国马克与美元之间的货币互换交易。当时，世界银行在

欧洲美元市场上能够以较为有利的条件筹集到美元资金,但是实际需要的却是瑞士法郎和德国马克。此时持有瑞士法郎和德国马克资金的IBM公司,正好希望将这两种货币形式的资金换成美元资金,以回避汇率风险。通过互换,世界银行将以低息筹集到的美元资金提供给IBM公司,IBM公司将自己持有的瑞士法郎和德国马克资金提供给世界银行。通过这种互换交易,世界银行和IBM公司在没有改变与原来债权人之间的法律关系的情况下,以低成本筹集到了自身所需的资金。

五、金融期权

(一)金融期权的价值结构

期权费也可称为期权价格、期权的权利金,指的是期权交易中的价格,即购买期权的一方为自己获得的买入标的资产或卖出标的资产的权利预先支付给期权卖方的费用。期权费由两部分构成:内在价值和时间价值。

1. 内在价值

内在价值指期权按执行价格立即行使时所具有的价值,一般大于零。对于看涨期权来说,内在价值相当于标的资产现价与执行价格的差;而对于看跌期权来说,内在价值相当于执行价格与标的资产现价的差。

2. 时间价值

时间价值指的是期权费减去内在价值部分以后的余值。在实务中,所有期权的出售方都无一例外地要求买方支付的期权费高于期权的内在价值。

期权费高于内在价值的主要原因在于,期权的非对称性表明期权卖方具有亏损的无限性和盈利的有限性特征,需要对卖方所承担的风险予以补偿。

期限越长的期权,基础资产价格发生变化的可能性越大,因而期权的时间价值越大。在执行价格既定时,期权费大小与期权的期限长短正相关。期权越临近到期日,时间价值就越小,这种现象被称为时间价值衰减。当期权临近到期日时,在其他条件不变的情况下,其时间价值下降速度加快,并逐渐趋向于零,一旦到达到期日,期权的时间价值将为零。

(二)金融期权价格的合理范围

1. 欧式看涨期权价格的合理范围

由于看涨期权赋予的是买入标的资产的权利,因此其价格不会超过标的资产自身的价格,否则,套利者可以通过购买标的资产并出售买权,轻易获得无风险利润。同时由于期权时间价值是非负的,因此其价格也不会低于内在价值,故欧式看涨期权的期权费取值的合理范围为:

$$\max[S_t - Xe^{-r(T-t)},0] \leqslant c \leqslant S_t$$

这里S_t为标的资产的现价;X为期权的执行价格;e为自然对数的底,约等于2.71828;r为无风险利率;t为当前时间;T为期权到期时间;c为欧式看涨期权的期权费。由于欧式期权不能提前执行,因此,其内在价值通过折现进行了调整。注意这里没有考虑标的资产支付红利、付息或者外币资产的情况。

2. 欧式看跌期权价格的合理范围

由于看跌期权赋予的是以固定价格X卖出标的资产的权利,X是执行看跌期权带来的最高收益,故看跌期权的价格应低于执行价格,而欧式看跌期权无法提前执行,因此其价格要低于最高收益的折现值;否则,套利者可以通过出售卖权并将所得收入以无风险利率进行投资,获得无风险收益。同时看跌期权的时间价值也是非负的,故其期权费也不会低于其内在价值。综合上述分析,欧式看跌期权的期权费取值的合理范围为:

$$\max[Xe^{-r(T-t)} - S_t, 0] \leqslant p \leqslant Xe^{-r(T-t)}$$

这里，p 为欧式看跌期权的期权费。

3. 美式看涨期权价格的合理范围

在标的资产没有红利支付时，美式看涨期权虽然可以提前执行，但提前执行获得的资产不产生红利，而货币可以产生时间价值，因此提前执行美式看涨期权是不合理的，其价值的合理范围与欧式看涨期权相同。不过当标的资产有红利或者利息支付时，美式看涨期权是可能提前执行的。

4. 美式看跌期权价格的合理范围

由于提前执行看跌期权相当于提前卖出资产，获得现金，而现金可以产生无风险收益，因此直观上看，美式看跌期权可能提前执行，故美式看跌期权的价格通常大于欧式看跌期权，而其取值范围也相应扩大为：

$$\max(X - S_t, 0) \leqslant p \leqslant X$$

否则，套利者可以以低于期权内在价值的价格购入期权，然后马上行使期权来获得无风险利润。这里，p 为美式看跌期权的期权费。

（三）金融期权的套期保值

1. 利用期权为现货资产套期保值

当未来需要买入现货资产，但却担心未来价格上涨增加购买成本时，可以买入看涨期权进行套期保值；当未来需要卖出现货资产，但却担心未来价格下跌降低资产收益时，可以买入看跌期权进行套期保值。

2. 期权的动态套期保值

由于金融期权合约到期损益的不对称性，期权价格与其影响因素之间产生了非线性关系，因此如果投资者的资产组合中包含了售出的期权，为了控制无限的亏损可能，需要对期权产品进行动态套期保值，当影响因素如标的资产价格发生变化时需要及时调整标的资产的头寸，以达到更好的套期保值的目的。影响期权价格的因素主要包括标的资产价格、标的资产的波动率、无风险利率、到期期限、执行价格五个因素，除执行价格外其他因素都是变动的，故期权套期保值需要考虑各个因素的变动。每个因素的影响程度可以通过期权价格关于各因素的偏导数来体现，这些偏导数使用希腊字母来标识，故期权的套期保值也被称为希腊字母套期保值。

（四）金融期权的套利

1. 看涨期权与看跌期权之间的套利

由前文所述，看涨和看跌期权合理的价格范围可知，当看涨期权和看跌期权价格在上述价格范围之外时，就会存在套利机会，可以通过买卖标的资产和期权设计套利策略赚取无风险利润。除此以外，相同标的资产、相同到期日以及相同执行价格的欧式看涨期权和欧式看跌期权之间还应该满足平价关系：

$$c + Xe^{-r(T-t)} = S_t + p \tag{7-22}$$

其中，c 为欧式看涨期权价格；p 为欧式看跌期权价格。如果不能满足上述等式，就可以设计套利策略获取无风险利润。如 $c + Xe^{-r(T-t)} > S_t + p$，则以 1 单位标的资产为例，可以在期初卖出 1 单位看涨期权，同时借入 $Xe^{-r(T-t)}$ 的资金，买入 1 单位的看跌期权和 1 单位标的资产，剩余金额 $[c + Xe^{-r(T-t)}] - (S_t + p)$ 即为净获利利润，到期平仓所有头寸即可。

假设某投资者认为某一股票的价格在以后的 3 个月中将发生重大变化，该股票的现行市场价格为 69 美元，该投资者可以通过同时购买到期期限为 3 个月，执行价格为 70 美元的一个看涨期权和一个看跌期权来进行套利。假定看涨期权的成本为 4 美元，看跌期权的成本为 3

美元。如果到期时股票价格保持69美元不变,则该策略的成本为6美元(初始投资7美元,此时看涨期权到期价值为0,看跌期权到期价值为1美元)。如果到期时股票价格为70美元,则会有7美元的损失(这是可能发生的最坏情况)。但是,如果股票价格跳跃到90美元,则该策略可获利13美元;如果股票价格跌到55美元,可获利8美元。

2. 垂直价差套利

相同标的资产、相同期限、不同协议价格的看涨期权的价格或看跌期权的价格之间存在一定的不等关系,一旦在市场交易中存在合理的不等关系被打破,则存在套利机会,这种套利被称为垂直价差套利,包括蝶式价差套利、盒式价差套利、鹰式价差套利等。

以蝶式价差套利为例。为简便起见,考虑三种协议价格 X_1、X_2 和 X_3,相同标的资产,相同到期日的看涨期权,$X_2=(X_1+X_3)\div 2$,利用套利定价原理可以推导出三者的期权应该满足:$2c_2<c_1+c_3$,当该关系不满足时,可以通过买入执行价格为 X_1 和 X_3 的期权,卖出执行价格为 X_2 的期权进行套利。

假定某一股票的现价为61美元,如果某个投资者认为在以后的6个月中股票价格不可能发生重大变化。6个月期看涨期权的市场价格见表7-3。

表7-3　　6个月期看涨期权的市场价格　　单位:美元

执行价格	看涨期权的价格
55	10
60	7
65	5

通过购买一个执行价格为55美元的看涨期权,购买一个执行价格为65美元的看涨期权,同时出售两个执行价格为60美元的看涨期权,投资者就可以构造一个蝶式价差期权。构造这个期权组合的成本为 $10+5-2\times 7=1$(美元)。如果在6个月后,股票价格高于65美元或低于55美元,该策略的收益为0,投资者的净损失为1美元。如果股票价格为56~64美元,运用该策略就可以获利。当6个月后股票价格为60美元时,会得到最大利润4美元。

3. 水平价差套利

水平价差套利是利用相同标的资产、相同协议价格、不同期限的看涨期权或看跌期权价格之间的差异来赚取无风险利润。一般来说,虽然欧式期权只能在有效期结束时执行,但期限较长的期权价格仍应高于期限较短的期权价格,否则就存在无风险套利机会。典型的如日历价差交易策略,即买入期限较长的期权,同时卖出期限较短具有相同标的资产、相同行使价格的期权进行套利。

4. 波动率交易套利

标的资产的波动率是期权定价中最难以确定的因素,如果知道期权的价格,通过期权定价公式反向求解,可以计算出标的资产的波动率,称为期权的隐含波动率。隐含波动率过高则意味着期权相对昂贵,如果过低,期权就会相对便宜。由于波动率具有可预测性,因此可以通过预测波动率与隐含波动率的比较确定期权价值的涨跌,如果预测波动率高于隐含波动率,则未来期权价值应该增加,反之应该降低。由于看涨期权和看跌期权价值均与波动率正相关,且相同执行价格的看涨、看跌期权的隐含波动率应该相等。因此一般可以通过看涨和看跌期权的组合进行套利,即跨式组合套利。如果预测波动率高于隐含波动率,可通过买入看涨期权和看

跌期权进行套利，即跨式组合多头套利，否则可以通过卖出看涨期权和看跌期权进行套利，即跨式组合空头套利。

第二节 金融风险管理

一、金融风险概述

（一）金融风险的理论解释

1. 金融不稳定理论

金融不稳定理论认为，以商业银行为代表的信用创造机构和借款人相关的特征使金融体系具有天然的内在不稳定性，即不稳定性是现代金融制度的基本特征。海曼·明斯基和查尔斯·金德尔伯格从周期性视角解释了金融体系不稳定的孕育和发展；弗里德曼和施瓦茨则认为货币的过度供给造成了金融体系的动荡，货币政策的失误产生和积累了金融的不稳定性。

2. 信息不对称理论

信息不对称理论是指在市场经济活动中，各类人员对有关信息的了解是有差异的，市场中的人因获得信息渠道的不同、信息量的多寡而承担不同的风险。信息不对称会产生逆向选择和道德风险。逆向选择是交易之前的信息不对称，阿克洛夫 1970 年提出的旧车市场模型开创了逆向选择理论，随后斯蒂格利茨和韦斯将这一模型引入金融市场。道德风险是交易之后的信息不对称。借贷市场上通常表现为下列三种情况：一是违反借款协议，私自改变资金用途；二是借款人隐瞒投资收益，逃避偿付义务；三是借款人对借入资金的使用效益漠不关心，不负责任，不努力工作，致使借入资金发生损失。

3. 金融资产价格的剧烈波动理论

许多金融风险都与金融资产价格的剧烈波动有关，金融资产价格的剧烈波动是金融风险的一个重要来源。金融资产价格波动的原因主要有：①过度投机的存在；②大量信用和杠杆交易；③宏观经济的不稳定性；④市场操纵机制的作用。

4. 金融风险的国际传播理论

金融全球化条件下，通过贸易渠道或者金融渠道，大规模的资本能够在全球范围内自由流动，为国际金融风险传播提供了重要载体。同时，金融交易电子化、网络化使国际巨额投机资本能够迅速地从一国转移到另一国，为风险的国际传播提供了技术支撑。金融衍生品的快速发展使国际投机资本可运用的工具更多，以杠杆作用利用其他金融资本进行投机活动，放大了国际投机资本的冲击效应。各国宏观经济政策出现“溢入溢出效应”，国外的货币政策会影响国内，或国内货币政策没有或只有一小部分作用于国内经济变量，对本国的金融风险的作用弱化，一国的金融风险会影响另一国的经济变量和金融市场环境，从而引致国际金融风险。

（二）金融风险的类型

从不同的角度划分，金融风险可分为不同的类型。按金融风险的成因分类，金融风险可分为信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、法律风险与合规风险、国别风险、战略风险和声誉风险。

1. 信用风险

信用风险是指债务人或交易对手未能履行合约所规定的义务，或信用质量发生改变而影响金融产品价值，从而给债权人或金融产品持有人造成经济损失的风险。狭义的信用风险是

指因交易对手无力履行合约而造成经济损失的风险，即违约风险。广义的信用风险则是指由于信用因素，金融机构的实际收益结果与预期目标发生背离，金融机构在经营活动中遭受损失或获取额外收益的一种可能性。

2. 市场风险

市场风险是指金融机构在金融市场的交易头寸由于市场价格因素的不利变动而可能遭受的损失。

市场风险包括汇率风险、利率风险、股票风险和商品风险四种类型。

（1）汇率风险。汇率风险是指有关主体在不同币别货币的相互兑换或折算中，因汇率在一定时间内发生意外变动而蒙受经济损失的可能性。

汇率风险细分为以下三种类型。

1）交易风险。交易风险是指有关主体在因实质性经济交易而引致的不同货币的相互兑换中，因汇率在一定时间内发生意外变动而蒙受实际经济损失的可能性。例如，在以外币结算的对外贸易中，如果外币对本币升值，进口商会多支付本币；如果外币对本币贬值，出口商会少收入本币。在外币借贷中，如果外币对本币升值，外币债务人会多支付本币；如果外币对本币贬值，外币债权人会少收入本币。在外币投资中，如果外币对本币贬值，投资者会少收入本币。在外汇买卖中，如果外币对本币升值，空头方会在补进外汇时多支付本币；如果外币对本币贬值，多头方会在抛出外汇时少收入本币。这里的多支付本币或少收入本币都是在货币兑换中实实在在发生的，是实际的经济损失。

2）折算风险，有时称为会计风险。折算风险是指为了合并母子公司的财务报表，在用外币记账的外国子公司的财务报表转变为用母公司所在国货币重新做账时，账户上股东权益项目的潜在变化所造成的风险。例如，跨国公司在将海外分公司或子公司的资产负债表同母公司的资产负债表合并时，如果东道国货币对母国货币贬值，折算出的资产、负债金额都会减少；如果东道国货币对母国货币升值，折算出的资产、负债金额都会增多。在将海外分公司或子公司的损益表同母公司的损益表合并时，如果东道国货币对母国货币贬值，折算出的收入、支出金额都会减少；如果东道国货币对母国货币升值，折算出的收入、支出金额都会增多。这里的金额减少或增多，只发生于会计上的货币折算，跨国公司并未将以东道国货币表示的资产或负债、收入或支出与母国货币发生实际兑现或交换，因此相应的经济损失只是账面上的经济损失。

3）经济风险，又称经营风险，是指意料之外的汇率变动引起公司或企业未来一定时期的收益或现金流量变化的一种潜在风险。当汇率发生始料未及的变动时，企业可能会蒙受以本币计量的未来现金收入流减少或现金支出流增多的经济损失。这种情形就是经济风险。

（2）利率风险。利率风险是指有关主体在货币资金借贷中，因利率在借贷有效期中发生意外变动，而蒙受经济损失的可能性。

在货币资金借贷中，利率是借方的成本、贷方的收益。如果利率发生意外变动，借方的可能损失是借入资金的成本提高，贷方的可能损失是贷出资金的收益减少。下面分别从借方、贷方和借贷双方组合体三个角度来具体认识利率风险。

借方的利率风险有三种情形：①以固定利率的条件借入长期资金后利率下降，借方蒙受相对于下降后的利率水平而多付利息的经济损失；②以浮动利率的条件借入长期资金后利率上升，借方蒙受相对于期初的利率水平而多付利息的经济损失；③连续不断地借入短期资金，而利率不断上升，借方蒙受不断多付利息的经济损失。

贷方的利率风险也有三种情形：①以固定利率的条件贷出长期资金后利率上升，贷方蒙受相对于上升后的利率水平而少收利息的经济损失；②以浮动利率的条件贷出长期资金后利率下降，贷方蒙受相对于期初的利率水平而少收利息的经济损失；③连续不断地贷出短期资金，而利率不断下降，贷方蒙受不断少收利息的经济损失。

借贷双方组合体（如商业银行）的利率风险主要有两种情形。①利率不匹配的组合利率风险，即贷出资金采用固定利率而借入资金采用浮动利率，此时利率不断上升；或贷出资金采用浮动利率而借入资金采用固定利率，此时利率不断下降，有关主体的利差收益会因此而不断减少，甚至可能出现利息倒挂的亏损。②期限不匹配的组合利率风险，即借短放长（依靠借入短期资金支撑贷出长期资金，而贷出的长期资金采用固定利率）的不匹配，此时利率不断上升；或借长放短（依靠借入长期资金支撑贷出短期资金，而借入的长期资金采用固定利率）的不匹配，此时利率不断下降，有关主体的利差收益会因此而不断减少，甚至可能出现利息倒挂的亏损。

（3）股票风险。股票风险是指由于股票价格发生不利变动而给银行带来损失的风险。所有包含股票因素的金融工具都会面临此类风险。对于商业银行，其子公司的股票产品、银行代售的基金，以及部分理财产品都与股票挂钩，再加上股票质押的贷款，股票风险对银行的影响越来越大。

（4）商品风险。商品风险是指商业银行所持有的各类商品及其衍生头寸由于商品价格发生不利变动而给商业银行造成经济损失的风险。这里所述的商品主要是指可以在场内自由交易的农产品、矿产品（包括石油）和贵金属等，以商品期货的形式为主。商品价格波动取决于国家的经济形势、商品市场的供求状况和国际炒家的投机行为等。值得注意的是，商品风险中所述的商品不包括黄金，根据现行的国际和国内监管规则，黄金价格波动被纳入商业银行的汇率风险范畴。

3. 操作风险

巴塞尔新资本协议将操作风险定义为，由不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件所造成直接或间接损失的风险。2007 年 5 月发布的《商业银行操作风险管理指引》对操作风险的定义为，操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、员工和信息科技系统，以及外部事件所造成损失的风险。国内外监管文件均认为操作风险包括法律风险，但不包括策略风险和声誉风险。

（1）操作风险发生频率和损失的关系。从一个极端看，操作风险包括那些发生频率高，但可能造成的损失相对较低的日常业务流程处理上的小错误；从另外一个极端看，操作风险包括那些发生频率低，但可能导致的损失相对高的自然灾害、大规模舞弊等。

（2）操作风险损失事件类型。操作风险可进一步分为以下七大类。①内部欺诈事件。它是指故意骗取、盗用财产或违反监管规章、法律或公司政策导致的损失事件，此类事件至少涉及内部一方，但不包括歧视及差别待遇事件。②外部欺诈事件。它是指第三方故意骗取、盗用、抢劫财产，伪造要件，攻击商业银行信息科技系统或逃避法律监管导致的损失事件。③就业制度和工作场所安全事件。它是指违反就业、健康或安全方面的法律或协议，个人工伤赔付或者因歧视及差别待遇导致的损失事件。④客户、产品和业务活动事件。它是指因未按有关规定造成未对特定客户履行分内义务（如诚信责任和适当性要求）或产品性质或设计缺陷导致的损失事件。⑤实物资产的损坏事件。它是指因自然灾害或其他事件（如恐怖袭击）导致实物资产丢失或毁坏的损失事件。⑥信息科技系统事件。它是指因信息科技系统生产运行、

应用开发、安全管理以及由于软件产品、硬件设备、服务提供商等第三方因素,造成系统无法正常办理业务或系统速度异常所导致的损失事件。⑦执行、交割和流程管理事件。它是指因交易处理或流程管理失败,以及与交易对手方、外部供应商及销售商发生纠纷导致的损失事件。

4. 流动性风险

2018 年 5 月,中国银行保险监督管理委员会发布《商业银行流动性风险管理办法》,对流动性风险的定义为,流动性风险是指商业银行无法以合理成本及时获得充足资金,用于偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的其他资金需求的风险。

流动性风险表现为流动性短缺,主要现象是金融机构所持有的现金资产不足、其他资产不能在不蒙受损失的情况下迅速变现、不能以合理成本迅速借入资金等。在这种情况下,金融机构不能正常履行已存在的对外支付义务或满足新增的客户资金需求,从而导致违约或信誉下降,蒙受财务损失。

5. 法律风险与合规风险

法律风险是指金融机构因日常经营和业务活动无法满足或违反法律规定,导致不能履行合同,发生争议、诉讼或其他法律纠纷而造成经济损失的风险。法律风险是一种特殊类型的操作风险,包括但不限于因监管措施和解决民商事争议而支付的罚款、罚金或者惩罚性赔偿所导致的风险敞口。在开拓新业务或交易对象的法律权利未能界定时,银行尤其会受到法律风险的影响。

2005 年 4 月,巴塞尔银行监管委员会发布了《合规与银行内部合规部门》。该文件提出了合规风险的定义,合规风险是指银行因未能遵循法律、监管要求、规则、自律性组织制定的有关准则,以及适用于银行自身业务活动的行为准则,而可能遭受法律制裁或监管处罚、重大财务损失或声誉损失的风险。

2006 年 10 月,中国银行业监督管理委员会发布了《商业银行合规风险管理指引》。该指引指出合规管理是商业银行一项核心的风险管理活动,合规是商业银行所有员工的共同责任,并应从商业银行高层做起;要求商业银行建立与其经营范围、组织结构和业务规模相适应的合规风险管理体系,并建立合规绩效考核制度、合规问责制度和诚信举报制度等三项基本制度。

2022 年 9 月,国务院国有资产监督管理委员会发布了《中央企业合规管理办法》,通过部门规章对中央企业进一步深化合规管理提出明确要求:一是明确合规管理相关主体职责,二是建立健全合规管理制度体系,三是全面规范合规管理流程,四是积极培育合规文化,五是加快推进合规管理信息化建设。

6. 国别风险

国别风险是指由于某一国家或地区经济、政治、社会变化及事件,导致该国家或地区借款人或债务人没有能力或者拒绝偿付金融机构债务,或使金融机构在该国家或地区的商业存在遭受损失,或使金融机构遭受其他损失的风险。

国别风险可能由某一国家或地区经济状况恶化、政治和社会动荡、资产被国有化或被征用、政府拒付对外债务、外汇管制或货币贬值等情况引发。转移风险是国别风险的主要类型之一,是指借款人或债务人由于本国外汇储备不足或外汇管制等,无法获得所需外汇偿还其境外债务的风险。

国别风险有两个特征:①国别风险发生在国际经济金融活动中,在同一个国家范围内的经济金融活动不存在国别风险;②在国际经济金融活动中,经济中的每一个主体都有可能遭受国别风险带来的损失。国别风险典型的情况如 1998 年,俄罗斯债务违约导致美国长期资本管

理公司倒闭。在欧洲债务危机之后，国别风险越来越受到金融监管当局和金融机构的重视。

国别风险是与国际经济金融交易伴生的。从不同的角度认识，国别风险也呈现出不同的形态。

（1）主权风险与转移风险。如果与一国居民发生经济金融交易的他国居民为政府或货币当局，政府或货币当局为债务人，不能如期足额清偿债务，而使该国居民蒙受经济损失，这种可能性就是主权风险。如果与一国居民发生经济金融交易的他国居民为民间主体，国家通过外汇管制、罚没或国有化等政策法规限制民间主体的资金转移，使之不能正常履行其商业职能，从而使该国居民蒙受经济损失，这种可能性就是转移风险。

（2）经济风险、政治风险与社会风险。经济风险在于他国因经济状况、国际收支状况、国际储备状况、外债状况等经济因素恶化，出现外汇短缺，而实行外汇管制，限制对外支付等。政治风险在于他国因政权更迭、政局动荡、战争等政治因素恶化，而拒绝或无力对外支付等。社会风险在于他国因社会矛盾、民族矛盾、宗教矛盾等社会环境恶化，而不能正常实施经济政策，导致无力或拒绝对外支付等。

7. 战略风险

战略风险是指金融机构在追求短期商业目的和长期发展目标的过程中，不适当的发展规划和战略决策给金融机构造成损失或不利影响的风险。战略风险主要体现在四个方面：①金融机构战略目标缺乏整体兼容性；②为实现战略目标而制定的经营策略存在缺陷；③为实现战略目标所需要的资源匮乏；④整个战略实施过程的质量难以保证。

8. 声誉风险

声誉风险是指由于金融机构行为、从业人员行为或外部事件等，导致利益相关方、社会公众、媒体等对银行保险机构形成负面评价，从而损害其品牌价值，不利于其正常经营，甚至影响到市场稳定和社会稳定的风险。

声誉风险一般是受其他风险影响所产生的风险，它对金融机构的影响是巨大而深远的。巴塞尔银行监管委员会在巴塞尔新资本协议中明确将声誉风险列入第二支柱，指出银行应将声誉风险纳入其风险管理程序中，并应在内部资本充足评估程序和流动性应急预案中适当涵盖声誉风险。

此外，按金融风险能否分散分类，金融风险分为系统性风险和非系统性风险。其中，系统性风险是指金融机构从事金融活动或交易所在的整个系统（机构系统或市场系统）因外部性因素的冲击或内部性因素的牵连而发生剧烈波动、危机或瘫痪，使单个金融机构不能幸免，从而蒙受经济损失的可能性。系统性风险主要表现为本国政府政策、法律或法规发生变化，本国出现经济危机或金融危机，本国个别银行或其他金融机构违约或破产产生多米诺骨牌效应和连锁反应，外国的经济危机或金融危机向本国传递等。

二、金融风险的管理

（一）全面风险管理

1. 全面风险管理诞生的历史

回顾全球银行发展的历史，全面风险管理并非一开始就存在，而是随着银行业务的发展与外部环境的变化逐步建立、逐步完善的，成为银行最终的历史选择。一部银行发展史，也是风险管理的演进史。

从资产负债管理的角度来划分，风险管理经历了以下四个阶段。①资产风险管理阶段。在这个阶段，商业银行的风险管理主要侧重于资产业务，强调保持商业银行资产的流动性。

②负债风险管理阶段。为扩大资金来源,满足流动性需求,同时合理避开金融监管的限制,商业银行变被动负债为主动负债,由此风险管理的重点转向了负债风险管理。③资产负债风险管理阶段。这个阶段同时考虑资产负债两端的风险。④全面风险管理阶段。随着银行业务的多元化,风险管理也从资产负债风险管理向全面风险管理转变。

从风险管理覆盖范围的角度来划分,也分为四个阶段:①信用风险阶段,以信用风险为主;②加入市场风险;③加入操作风险;④全面风险管理阶段。全面风险管理体系提出的深刻背景在于风险管理日渐限于狭小的技术领域,而对战略失误、内控失效、巨额损失难以控制。因此,需要跳出风险看风险、管理风险,从文化战略、体制机制、技术工具多维度多层次加以管控,尤其是将银行的业务战略与风险战略整合,这是全面风险管理的根本。

2. 全面风险管理及其架构

进入21世纪以后,世界各国更加关注风险管理,迫切需要一个能够有效识别、评估和控制风险的强有力框架问世。特别是国际上发生了一系列令人瞩目的企业丑闻和失败事件以后,这种迫切性更为凸显。为此,美国反虚假财务报告委员会下属的发起人委员会(the committee of sponsoring organizations of the treadway commission, COSO)开始着力开发一个便于管理层评价和改进其所在企业的风险管理的框架,并于2004年发布了《企业风险管理——整合框架》文件,这标志着含有并拓展内部控制体系的全面风险管理模式的问世。

巴塞尔银行监管委员会重点关注和推行商业银行的全面风险管理,在2004年6月公布的巴塞尔协议Ⅱ中就融入了全面风险管理的理念和要求,标志着商业银行的风险管理出现了显著的变化,由以前单纯的信用风险管理模式转向信用风险、市场风险和操作风险管理并举,信贷资产管理与非信贷资产管理并举,组织流程再造与技术手段创新并举的全面风险管理模式。

(1)全面风险管理的含义。COSO在《企业风险管理——整合框架》文件中认为:全面风险管理是一个过程,它由一个主体的董事会、管理层和其他人员实施,应用于战略制定并贯穿于主体之中,用于识别那些可能影响主体的潜在事件,管理风险以使其在该主体的风险偏好之内,并为主体目标的实现提供合理的保证。

(2)全面风险管理的架构。COSO在《企业风险管理——整合框架》文件中认为:全面风险管理是以下三个维度的立体系统。①企业目标,包括战略目标、经营目标、报告目标和合规目标等四个目标。②风险管理的要素,包括内部环境、目标设定、事件识别、风险评估、风险对策、控制活动、信息与沟通和监控八个要素。③企业层级,包括整个企业、各职能部门、各条业务线及下属子公司。全面风险管理的八个要素都为实现目标服务,八个要素的管理活动在每个层级上展开。

随着风险类型和复杂程度的不断演变,为了进一步满足风险管理实践的需求,COSO对2004年《企业风险管理——整合框架》进行了更新升级,于2017年9月发布《企业风险管理——战略与绩效的结合》,修订包括以下方面。①重新定义了企业风险管理,认为企业风险管理是一种与战略制定及实施相整合的文化、能力和实践,旨在创造、维护和实现价值过程中管理风险。②改用价值创造链条描述风险管理要素与企业使命、愿景和核心价值观的关系,以及如何通过战略制定和具体的业务目标影响企业绩效。③整合风险管理基本要素,采用原则为导向的框架帮助董事会和管理层制定和评价风险管理绩效。

按照全面风险管理的内在逻辑,可以将其归纳为"有没有-做没做-效果好不好"三个层次。①有没有。有没有全面风险管理的框架、要素和制度,在风险管理组织架构上有没有首席风险官、全面风险管理的理念和职能部门,有没有风险文化、风险策略、风险偏好、风险限额、

风险政策和流程、压力测试、应急安排等。②做没做。有没有按照全面风险管理的体系去行动。③效果好不好。这是关键,有没有真正意义上的全面风险管理,风险管理与业务管理、资本管理是否融合等,所有银行都面临着实施效果问题。全面风险管理代表了国际先进银行风险管理的最佳实践,符合巴塞尔协议和各国监管机构的监管要求,已成为现代商业银行谋求业务发展和保持竞争优势的重要基石。

3. 金融风险管理的流程

(1)风险识别。风险识别就是要辨明所面临的风险属于何种类型。风险识别的方法主要是筛选 - 监测 - 诊断法和风险树搜寻法等。

(2)风险评估。风险评估就是采用有关定量分析的方法,对风险进行量化,度量和评价所面临的风险在量上的大小。风险评估的内容包括估计经济损失发生的频率和测算经济损失的严重程度。

1)信用风险的评估方法主要有专家判断法、信用评分模型、违约概率模型等。其中,具有代表性的违约概率模型包括逻辑回归模型、KMV 模型、Z 评分模型、credit metrics 模型和 credit risk+ 模型等。

2)市场风险的评估方法主要有风险累积与聚集法、概率法、灵敏度法、波动性法、风险价值法、极限测试法和情景分析法等。

3)操作风险的评估方法主要是风险与控制自评估(risk and control self-assessment, RCSA)。

(3)风险分类。风险分类就是根据风险识别和评估的结果,按照所面临的每种风险发生的频率和严重性,将其分别归入不同的"风险级别"。

风险分类可以采用图像法,如图 7-5 所示。

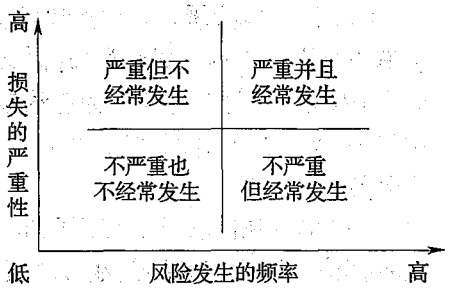


图 7-5 风险分类

(4)风险控制。风险控制就是根据风险分类的结果、风险策略和对收益与成本的权衡,针对确需管理的风险,在诸多的风险管理政策措施中做出选择,并具体实施与之相应的管理方法。

(5)风险监测。风险监测就是按照风险政策和程序,对风险控制的运作进行监测和控制,具体包括对风险政策的建议、对是否超过风险限额的监测、对违反风险政策的调查、对风险政策是否适当适时的监测和确认等。

(6)风险报告。风险报告是金融机构实施全面风险管理的媒介,贯穿于整个流程和各个层面。可信度高的风险报告能够为董事会和高级管理层提供全面、及时和精确的信息,辅助管理决策,并为监控日常经营活动和合理的绩效考评提供有效支持。

(二)信用风险的管理

1. 机制管理

机制管理就是建立起针对信用风险的管理机制。对商业银行而言,信用风险的管理机制主要有以下内容。①审贷分离机制,即在内部控制机制的框架下建立起贷款的审查与贷款的决策相分离机制,避免将贷款的审查与决策集中于一个职能部门或人员。②授权管理机制,即总行对所属的职能部门、下属的分支机构,根据层级和管理水平的高低等因素,分别授予具体的最高信贷权限。③额度管理机制,即总行对全行系统给予某一特定客户在某一特定时期的

授信规定最高限额。

2. 过程管理

过程管理就是针对信用由提供到收回的全过程，在不同的阶段采取不同的管理方法。对商业银行而言，主要有以下三个方面。

（1）事前管理。事前管理在于商业银行在贷款的审查与决策阶段的管理。在此阶段，商业银行审查的核心是借款人的信用状况，决策的核心是贷与不贷、以什么利率水平贷。

要分析借款人的信用状况，商业银行一方面可以直接利用社会上独立评级机构对借款人的信用评级结果，另一方面可以自己单独对借款人进行信用的“5C”“3C”分析。“5C”“3C”分析主要围绕两个方面，即借款人的还款意愿和还款能力。“5C”分析是分析借款人的 capacity、capital、character、collateral 和 condition，即偿还能力、资本、品格、担保品和经营环境。“3C”分析是分析借款人的 cash、control 和 continuity，即现金流、管理和业务连续性。

（2）事中管理。事中管理在于商业银行在贷款的发放与回收阶段的管理。在此阶段，商业银行关注的重点是贷款是否被挪用、贷款是否被有效使用、跟踪借款人信用状况的变化、出现异常及时采取应对措施。

在事中管理阶段，商业银行要进行贷款风险分类。目前一般采用贷款五级分类方法，把已经发放的贷款分为正常、关注、次级、可疑和损失五个等级。

（3）事后管理。事后管理在于商业银行在贷款完全回收以后的管理。在此阶段，商业银行要回顾与反思贷款过程中的经验教训，固化经验，融入制度，形成长效机制；吸取教训，亡羊补牢，加强制度中的薄弱环节。如此循环往复，螺旋式上升，不断提高信用风险的管理水平。

3. 风险控制方法

（1）信用风险缓释。信用风险缓释是指商业银行运用合格的抵押质押品、净额结算、保证和信用衍生工具等方式转移或降低信用风险。商业银行采用内部评级法计量信用风险监管资本，信用风险缓释功能体现为违约概率、违约损失率或违约风险敞口的下降。在巴塞尔新资本协议下，实施内部评级法时，抵押质押交易、表内净额结算、保证与担保、信用衍生工具等可作为风险缓释工具。

（2）信用风险转移。信用风险转移是指金融机构，一般是指商业银行，通过使用各种金融工具把信用风险转移到其他金融机构。在信用风险转移市场出现以前，商业银行在发放贷款以后只能持有至贷款违约或到期日，信用风险管理方式主要是贷前审查、贷后监督和降低信贷集中度，而信用风险转移市场的出现使得商业银行可以根据自身资产组合管理的需要对信用风险进行转移，从而更加主动灵活地进行信用风险管理。

（三）市场风险的管理

市场风险控制的基本方法包括限额管理、市场风险对冲及经济资本配置。

常用的市场风险限额包括交易限额，即对总交易头寸或净交易头寸设定的限额；风险限额，即对按照一定的计量方法所计量的市场风险设定的限额；止损限额，即允许的最大损失额；敏感度限额，即在保持其他条件不变的前提下，对单个市场风险要素（利率、汇率、股票价格和商品价格）的微小变化对金融工具和资产组合收益或经济价值影响程度所设定的限额。

除运用限额管理来控制市场风险外，金融机构还可以有效地使用相关金融工具，在一定程度上实现对冲市场风险，即当原风险敞口出现亏损时，新风险敞口能够盈利，并且尽量使盈利能够弥补全部亏损，使金融机构处于一种免疫状态。市场风险对冲有两种方法：表内对冲——

配对管理、表外对冲——利用金融衍生品对冲。表内对冲通过资产负债结构的有效搭配，使金融机构处于风险免疫状态（表内套期保值）。表外对冲也可理解为市场对冲。

经济资本配置通常采取自上而下法或自下而上法。前者通常用于制定市场风险管理的策略，后者通常用于当期绩效考核。

1. 利率风险的管理

利率风险的管理方法主要有以下内容。①选择有利的利率，即基于对利率未来走势的预测，债权人或债务人选择有利于自己的固定利率或浮动利率。②调整借贷期限，即当预测到利率正朝着不利于自己的方向变动时，债权人或债务人可以选择提前收回债权或提前偿还债务。③缺口管理，即商业银行在资产与负债中分别区分出利率敏感性资产与利率敏感性负债，并计算出利率敏感性资产减去利率敏感性负债后的缺口，在预测到利率上升或下降时，将缺口调为正值或负值，以提高或稳定银行的净利息收益。④久期管理，即商业银行分别计算和预测出利率敏感性资产和利率敏感性负债的久期，再计算出利率敏感性资产的久期减去利率敏感性负债的久期后的久期缺口，当利率上升或下降时，将久期缺口调为负值或正值，以增加或稳定银行净值。⑤利用利率衍生品交易，即通过做利率期货交易或利率期权交易进行套期保值，通过做利率互换交易把不利于自己的固定利率或浮动利率转换为对自己有利的浮动利率或固定利率，通过买入或卖出远期利率协议提前锁定自己的借款利率水平或未来投资收益。

2. 汇率风险的管理

汇率风险的管理方法主要有以下内容。①选择有利的货币，即基于对汇率未来走势的预测，外币债权人或债务人选择有利于自己的货币组合。②提前或推迟收付外币，即当预测到汇率正朝着不利于或有利于自己的方向变动时，外币债权人提前或推迟收入外币，外币债务人提前或推迟偿付外币。③进行结构性套期保值，即对方向相反的风险敞口进行货币的匹配和对冲，例如，针对交易风险将同种货币的收入和支出相抵，针对折算风险将同种货币的资产和负债相抵，针对经济风险在收入的货币和支出的货币之间建立长期的匹配关系。④做远期外汇交易，提前锁定外币兑换为本币的收入或本币兑换为外币的成本。⑤做货币衍生品交易，例如，通过做货币期货交易或货币期权交易进行套期保值，通过做货币互换交易把不利于自己的货币转换为对自己有利的货币。

3. 股票风险的管理

股票风险的管理方法主要有以下内容。①根据对股票价格未来走势的预测，买入价格即将上涨的股票或卖出价格即将下跌的股票。②根据风险分散原理，按照行业分散、地区分散、市场分散、币种分散等因素，进行股票的分散投资，建立起相应的投资组合，并根据行业、地区与市场发展的动态和不同货币的汇率走势，不断调整投资组合。③根据风险分散原理，在存在知识与经验、时间或资金等投资瓶颈的情况下，不进行个股投资，而是购买股票基金。④同样根据风险分散原理，做股指期货交易或股指期权交易，作为个股投资的替代，以规避个股投资相对集中的风险。

4. 商品风险的管理

在商品风险管理方面，通常采用各类商品期货对冲未来商品价格波动风险的方式。在操作上，风险对冲是通过投资或购买与标的资产收益波动负相关的某种资产或衍生产品，来抵销标的资产潜在损失的一种策略性选择，风险对冲对商品风险管理非常有效。

（四）操作风险的管理

“为了进行操作风险的有效管理，必须建立起操作风险管理框架”，这已成为国际银行界的

共识。2010 年 12 月 10 日，巴塞尔银行监管委员会发布的《操作风险管理和监管的良好作法》中指出监管机构应建立适当的机制，对银行涉及操作风险的政策、程序和系统进行直接或间接的定期独立评估，并掌握银行操作风险管理的发展情况。监管机构对操作风险的监管评估应覆盖理论上涉及操作风险管理的所有领域。监管机构可以通过一系列的监管措施矫正在监管评估过程中发现的银行操作风险管理的缺陷。监管机构可以在监测和评估银行操作风险管理发展情况的基础上，分析影响其有效性的原因，并在与其他银行的情况进行对比后进行反馈，帮助银行了解和改善自身的管理状况。

中国银行业监督管理委员会于 2007 年印发的《商业银行操作风险管理指引》中要求，操作风险管理体系至少应包括以下基本要素：董事会的监督控制，高级管理层的职责，适当的组织架构，操作风险管理政策、方法和程序以及计提操作风险所需资本的规定。

操作风险管理应当在风险管理战略的指引下进行，风险管理战略为银行设定了包括业务目标、风险容忍度和操作风险管理政策在内的最终目标和基本方法。银行的风险管理战略与业务目标应是一致的。风险容忍度是风险管理战略的核心内容，它是银行的风险承受水平。操作风险管理政策则是在坚持遵循商业银行总体目标的前提下，对操作风险管理过程中各相关部门所负有的职责、所采用的技术和方法等问题的具体规定。操作风险管理政策是商业银行操作风险管理的总纲领，主要内容应包括：操作风险的定义；适当的操作风险管理组织架构、权限和责任；操作风险的识别、评估、监测和控制 / 缓释程序；操作风险报告程序，其中包括报告的责任、路径、频率以及对各部门的其他具体要求；应针对现有的和新推出的重要产品、业务活动、业务创新、信息科技系统、人员管理、外部因素及其变动，及时评估操作风险的各项要求。

（五）其他风险的管理

1. 流动性风险的管理

流动性风险管理的主要着眼点如下。①保持资产的流动性，如建立现金资产的一级准备和短期证券的二级准备；提高存量资产的流动性，将抵押贷款、信用卡应收账款等资产证券化，出售固定资产再回租等。②保持负债的流动性，如增加大额存单、债券、拆借、回购、转贴现、再贴现等主动型负债，创新存款品种，通过开展其他业务带动存款等。③进行资产和负债流动性的综合管理，实现资产与负债在期限或流动性上的匹配。

2. 法律风险与合规风险的管理

金融机构应建立与其经营范围、组织结构和业务规模相适应的合规风险管理体系。在全面风险管理体系下，完整的合规风险管理体系应包括合规风险管理环境、合规风险管理目标与政策制定、合规风险监测与识别、合规风险评估、合规风险应对、内部控制与管理、合规风险信息处理与报告、评价与持续改进八个互相联系的要素。

法律风险与合规风险管理的办法包括：政策层面确立合规基调，建立合规文化，识别、评估、报告合规风险，建立合规风险预警与整改机制，将合规纳入考核范畴并实行问责机制，持续改进等。

3. 国别风险的管理

（1）国家层面的管理方法。由于国别风险牵涉到其他国家，因此，国家层面应当运用经济、政治、外交等多种手段，为本国居民管理其所承受的国别风险创造良好的条件和环境。例如，与他国签订双边投资促进与保护协定；设立官方的保险或担保公司对国别风险提供保险或担保；积极参与各国际组织、区域性组织的多边投资保护协定的谈判活动，将对外投资保护工

作纳入国际保护体系；加强外交对对外经贸活动的支持；金融监管机构要求商业银行对有关国家的债权保持最低准备金等。

（2）企业层面的管理方法。金融机构及其他企业管理国别风险的主要方法有：将国别风险管理纳入全面风险管理体系；建立国别风险评级与报告制度；建立国别风险预警机制；设定科学的国际贷款审贷程序，在贷款决策中必须评估借款人的国别风险；对国际贷款实行国别限额管理、国别差异化的信贷政策、辛迪加形式的联合贷款和寻求第三者保证等；在二级市场上转让国际债权；实行经济金融交易的国别多样化；与东道国政府签订“特许协定”；投保国别风险保险；实行跨国联合的股份化投资，发展当地举足轻重的战略投资者或合作者等。

4. 战略风险的管理

战略风险涵盖了商业银行的发展愿景、战略目标以及当前和未来的资源制约等诸多方面的内容。因此，有效的战略风险管理应当定期采取从上至下的方式，全面评估商业银行的愿景、短期目标以及长期目标，并据此制定切实可行的实施方案，体现在商业银行的日常风险管理活动中。传统上，商业银行战略管理的做法是根据既定的长期战略和发展目标，制定相关政策和流程来逐步实现。战略风险管理则是在战略管理的基础上，进一步考虑商业银行的战略规划和战略实施方案中的潜在风险，预测这些风险可能造成的影响并提前做好准备。在整个管理过程中，保持风险管理、战略规划和实施方案相互促进、统一协调，在实现战略发展目标的同时，将风险损失降到最低。

5. 声誉风险的管理

有效的声誉风险管理是具备资质的管理人员、高效的风险管理流程以及先进的信息系统共同作用的结果。国内外金融机构普遍认为，声誉风险管理的最佳实践操作是推行全面风险管理理念、改善公司治理结构，并预先做好防范危机的准备，确保各类风险被正确识别、有效排序，并得到有效管理，具体包括：强化声誉风险管理培训；加强操作风险、合规风险管理，增强对客户、公众的透明度，减少操作失误及违规违纪行为；制定危机管理规划，保持与媒体的良好接触，确保及时处理投诉和批评，应对声誉危机事件发生；尽量保持大多数利益持有者的期望与金融机构的发展战略相一致，将金融机构社会责任感和经营目标结合起来等。

三、金融风险管理的国际规则

（一）内部控制框架

1. 内部控制的含义

1985 年，美国注册会计师协会、美国会计学会、财务经理人协会、国际内部审计师协会和美国管理会计师协会共同成立了 COSO。COSO 于 1992 年发布了著名的《内部控制——整合框架》，并多次对其进行局部修订，使其成为企业内部控制领域的权威文件。该文件将内部控制定义为：内部控制是由企业董事会、管理人员和其他职员实施的一个过程。其目的是为提高经营活动的效率、确保财务报告的可靠性、促使与可适用的法律相符合提供一种合理的保证。

巴塞尔银行监管委员会在其发布的《有效银行监管核心原则》中，将内部控制定义为：内部控制的目的是确保一家银行的业务能根据银行董事会指定的政策以谨慎的方式经营。只有经过适当的审批方可进行交易，资产得到保护而负债受到控制，会计及其他记录能提供全面、准确和及时的信息，而且管理层能够发现、评估、管理和控制业务的风险。

中国银行业监督管理委员会在 2014 年 9 月印发修订后的《商业银行内部控制指引》中，将内部控制定义为：内部控制是商业银行董事会、监事会、高级管理层和全体员工参与的，通过

制定和实施系统化的制度、流程和方法,实现控制目标的动态过程和机制。

2. 内部控制的要素

COSO 在其《内部控制——整合框架》中正式提出内部控制由五项要素构成。①控制环境。它确定了一个组织的基调,影响着整个组织内工作人员的控制意识,并且是其他内部控制要素的基础。②风险评估。它发现和分析与实现组织目标相关的风险及其损失的程度,是整个风险管理决策的基础。③控制活动。它就是确定一系列具有控制功能的政策和相关的实施程序,以确保管理层的指令、为应对影响组织目标实现的风险而采取的行动得以实施。④信息与沟通。它贯穿于内部控制的过程之中。⑤监督。通过监督,保证内部控制沿着正确的轨迹运行,如果出现偏差,予以合理校正。

巴塞尔银行监管委员会发布的《银行内部控制系统的框架》提出,商业银行的内部控制系统包括:①管理监督与控制文化;②风险识别与评估;③控制活动与职责划分;④信息与沟通;⑤监管活动与错误纠正五项要素。

《商业银行内部控制指引》指出,商业银行内部控制的目标是:保证国家有关法律法规及规章的贯彻执行,保证商业银行发展战略和经营目标的实现,保证商业银行风险管理的有效性,保证商业银行业务记录、会计信息、财务信息和其他管理信息的真实、准确、完整和及时。商业银行内部控制应当遵循全覆盖、制衡性、审慎性和相匹配等基本原则。

(二)有效银行监管核心原则

《有效银行监管核心原则》是巴塞尔银行监管委员会发布的旨在指导和推动各国、各地区提高银行业监管有效性的一系列基本要求。1997 年 10 月,《有效银行监管核心原则》在国际货币基金组织和世界银行香港年会上通过,正式成为银行业监管的国际标准。自首次发布以来,经过了 2006 年和 2012 年两次修订。

2012 年 9 月,巴塞尔银行监管委员会发布新版《有效银行监管核心原则》。这次修订主要借鉴了 2007—2008 年金融危机以来国际金融领域新的经验和银行监管实践的最新发展,包括 29 条原则,第一部分原则 1 至 13 是针对监管者的权力、责任和职能的内容,第二部分原则 14 至 29 则是针对银行的审慎监管法规和要求。

2012 年版《有效银行监管核心原则》新增“风险管理体系”,确定了银行建立与其风险状况以及系统重要性相匹配的全面风险管理体系,对风险进行有效管理,确保资本、流动性能够充分抵御风险。“风险管理体系”的主要内容如下。①建立全面风险管理的公司治理与组织架构,包括董事会、高管层的责任与履职,首席风险官的设立、责任与保护,风险管理职能部门的授权、资源配置、独立性,风险管理的三道防线,银行的自我约束自我纠错机制。②构建全面风险管理的基本要素框架,包括风险文化、风险策略、风险偏好、风险限额、风险政策和流程、压力测试、应急安排、管理信息系统。③风险管理的实际应用,风险管理的结果应用于日常管理,与流动性、资本挂钩,在新业务的审批、内部定价、绩效考评等重要管理活动中考虑风险。

需要说明的是,《有效银行监管核心原则》是巴塞尔银行监管委员会在总结国际银行监管实践经验的基础上,归纳提出有效银行监管的最低标准,而不是最高要求或规范做法。同时,它也是国际货币基金组织和世界银行评估各成员方金融体系稳健程度的重要依据。

(三)巴塞尔协议

为使国际活跃银行公平竞争,十国集团于 20 世纪 70 年代初成立了巴塞尔银行监管委员会,专门研究对国际活跃银行的监管问题,巴塞尔银行监管委员会先后发布了三版巴塞尔协议,从资本覆盖风险的角度,对各类风险予以管理,尤其是 2004 年巴塞尔新资本协议,将信用

风险、市场风险、操作风险纳入第一支柱管理；将第一支柱涉及但没有完全覆盖的风险，如集中度风险、剩余操作风险等，以及第一支柱未涉及的风险，包括银行账户利率风险、流动性风险、声誉风险、战略风险和对商业银行有实质性影响的其他风险均纳入第二支柱管理。

1. 巴塞尔协议Ⅰ

1988年，巴塞尔银行监管委员会发布《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议》（以下简称巴塞尔协议Ⅰ）。巴塞尔协议Ⅰ强调银行必须拥有足以覆盖其风险资产的充足的资本，确定了监管资本的概念和范围，将监管资本分为核心资本和附属资本两大类；提出了风险加权资产的概念，替代了资产的账面价值，体现了风险为本的监管原则；明确了统一的最低资本充足率要求，即核心资本充足率不得低于4%，总资本充足率不得低于8%。

2. 巴塞尔协议Ⅱ

1988年实施巴塞尔协议Ⅰ后，为了适应国际金融和金融风险管理领域出现的新变化、新挑战和新要求，巴塞尔银行监管委员会在2004年6月通过并公布了《统一资本计量和资本标准的国际协议：修订框架》（以下简称巴塞尔协议Ⅱ）。巴塞尔协议Ⅱ的核心在于全面提高商业银行的风险管理水平，准确识别、计量和控制风险。

巴塞尔协议Ⅱ的内容体现在三大支柱上。①最低资本要求。商业银行最低资本充足率要达到8%，核心资本充足率最低要求为4%，并将最低资本要求由涵盖信用风险拓展到全面涵盖信用风险、市场风险和操作风险。对信用风险的计量提出了标准法（权重法）和内部评级法，对市场风险的计量提出了标准法和内部模型法，对操作风险的计量提出了基本指标法、标准法和高级计量法。②监管部门的监督检查。明确和强化了各国金融监管机构的三大职责：全面监管银行资本充足状况，培育银行的内部信用评估体系，加快制度化进程。监管方法是现场检查与非现场检查并用。③市场约束。对银行提出信息披露要求，信息披露的内容包括资本结构、资本充足率、信用风险、市场风险和操作风险等，使市场参与者更好地了解银行的财务状况和风险管理状况，从而能对银行施以更为有效的外部监督。

3. 巴塞尔协议Ⅲ

2008年爆发的金融危机暴露了巴塞尔协议Ⅱ的诸多不足，在银行监管的核心价值观上，安全超越了效率，进一步强化银行的资本监管成为国际社会的共识。巴塞尔银行监管委员会于2010年公布了《巴塞尔协议Ⅲ：流动性风险计量、标准和监测的国际框架》和《巴塞尔协议Ⅲ：增强银行及银行体系稳健性的全球监管框架》（以下简称巴塞尔协议Ⅲ）。

2010年版巴塞尔协议Ⅲ是对巴塞尔协议Ⅱ的发展和完善，主要体现在以下六个方面。

（1）重新界定监管资本。巴塞尔协议Ⅲ将原来的核心资本和附属资本重新界定，并区分为核心一级资本（主要包括普通股及留存收益）、其他一级资本和二级资本；限定一级资本只包括普通股和永久优先股。核心资本要求被大大提升，原来的附属资本概念被弱化。

（2）提高资本充足率。巴塞尔协议Ⅲ规定，全球各商业银行必须将一级资本充足率的下限由4%提高到6%；要求普通股权益资本最低比例由2%提升至4.5%。另外，巴塞尔协议Ⅲ维持巴塞尔协议Ⅱ最低资本充足率8%不变。巴塞尔协议Ⅱ强调对分母——风险加权资产的计量，而巴塞尔协议Ⅲ则更加强调分子——资本的质量和数量。

（3）提出“资本缓冲”要求。巴塞尔协议Ⅲ规定，建立风险加权资产2.5%的储备资本和0~2.5%的逆周期资本缓冲；要求资本充足率加资本缓冲比率在2019年以前从8%逐步升至10.5%，普通股最低比例加资本留存缓冲比率在2019年以前由3.5%逐步升至7%。

（4）引入杠杆率监管指标。2008年的金融危机之前，金融工具创新以及低利率的市场环

境导致银行体系积累了过高的杠杆率,使资本充足率与杠杆率的背离程度不断扩大。金融危机期间商业银行的去杠杆化过程显著放大了金融体系脆弱性的负面影响。为此,巴塞尔协议Ⅲ引入基于规模、与具体资产风险无关的杠杆率监管指标,作为资本充足率的补充。杠杆率监管指标相对简单易懂,不涉及风险模型参数估计,因此能够有效避免模型套利和模型风险问题。

(5)增加流动性监管要求。巴塞尔协议Ⅲ引入流动性覆盖率(liquidity coverage ratio,LCR)和净稳定融资比例(net stable funding ratio,NSFR),以强化对银行流动性的监管。其中,流动性覆盖率用来计量在短期极端压力情景下,银行所持有的无变现障碍的、优质的流动性资产的数量,以衡量其是否足以应对此情景下的资金净流出;净稳定融资比例用来计量银行是否具有与其流动性风险状况相匹配的、确保各项资产和业务融资要求的稳定资金来源。

(6)安排充裕的过渡期。根据巴塞尔协议Ⅲ,所有成员方实施时间从2013年1月1日开始,且须在该日期前将巴塞尔协议Ⅲ规则转化为国家或地区法规。巴塞尔协议Ⅲ的各项要求将于不同的过渡期分阶段执行。各项要求最终达成一致的落实期限虽然有所不同,但最晚至2019年1月1日。

巴塞尔协议Ⅲ突出体现了风险敏感性的资本要求与非风险敏感性的杠杆率要求相结合,资本监管与流动性监管相结合,同时拓宽了监管范畴,将微观审慎监管与宏观审慎管理相结合,其目的在于确保银行经营的稳健性,进而保障整个金融体系的安全。

2017年12月,巴塞尔银行监管委员会发布《巴塞尔协议Ⅲ:危机后改革的最终方案》,其核心是重新构造风险加权资产计量监管框架,标志着巴塞尔银行监管委员会完成了资本充足率监管的三个基本要素——资本工具合格标准、风险加权资产计量方法和资本充足率监管要求的改革。与2010年版的巴塞尔协议Ⅲ相比,2017年版巴塞尔协议Ⅲ致力于提升风险计量框架的可信度,加强各家银行使用内部模型法测算出的风险加权资产的可比性,同时还设定了风险加权资产的最低测算值,以减少银行通过使用内部模型法降低资本计提的行为。此外,2017年版的巴塞尔协议Ⅲ对全球系统重要性银行提出了更高的杠杆率缓冲资本要求。

四、我国的金融风险管理

(一)我国金融风险管理的演进与阶段性特征

我国在20世纪80年代中期以后开始关注和研究金融风险管理问题。最初的关注来源于人民币的几次贬值所带来的汇率风险问题。当时的主要举措是中国银行为客户推出了代做不同外币之间远期交易的中间业务。

进入20世纪90年代中期以后,伴随我国经济金融改革的全面深化,各种金融风险逐步全面显现和突出,在金融机构和一般企业层面逐步建立和强化了金融风险管理意识,开始着手构建金融风险管理的基本框架;从国家层面开始制定和出台有关金融风险监管的法规,要求金融机构和企业加强风险管理,吸收内部控制的理念,建立内部控制制度,建立资本充足率管理机制。

进入21世纪以来,我国不同层面、不同部门共同跟踪国际金融风险管理的最新进展,共同推进金融风险的定性分析和定量分析,按照巴塞尔协议Ⅱ和巴塞尔协议Ⅲ的要求开展银行业和国有大中型企业全面风险管理体系的建设,按照全面风险管理理念推出新的风险监管法规。

2017年7月召开的全国金融工作会议强调,防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置,科学防范,早识别、早预警、早

发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。

2018年，中国人民银行牵头制定了防范化解重大风险攻坚战三年行动方案。目前我国面临的金融风险主要包括：地方政府债券期限错配、投融资脱节，僵尸企业不能及时退出、不良资产处置不力，股票市场违规成本低、违规行为多，上市企业“退市难”“优胜劣汰”机制不通畅，企业间“三角债”（尤其是大型企业、国有企业拖欠中小企业、民营企业款项）问题尤为突出等。

2019年12月中央经济工作会议指出，必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。2020年1月中国人民银行工作会议进一步细化了中央经济工作会议的要求，指出坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战，要厘清各方职责边界，压实各方责任，压实金融机构的主体责任、地方政府属地风险处置责任和维稳第一责任、金融监管部门监管责任和中国人民银行最后贷款人责任，坚决防范道德风险；建立健全金融机构恢复处置机制、损失分担机制和激励约束机制；突出重点，继续依法依规做好重点金融机构风险处置工作；持续开展互联网金融风险专项整治，基本化解互联网金融存量风险，建立健全监管长效机制；加快建立房地产金融长效管理机制；进一步发挥存款保险机构在风险处置中的作用；加快建立国务院金融稳定发展委员会办公室地方协调机制。

按照党中央、国务院的决策部署，在国务院金融稳定发展委员会统筹指挥下，在金融系统共同努力下，防范化解重大金融风险攻坚战取得重要阶段性成果。《中国金融稳定报告（2021）》指出，我国系统性金融风险上升势头得到遏制，金融业脱实向虚、盲目扩张态势得到根本扭转，金融风险整体收敛、总体可控，金融业平稳健康发展，为全面建成小康社会创造了良好的金融环境。

2022年中央经济工作会议提出，有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强党中央对金融工作集中统一领导。要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。

（二）我国金融风险管理的主要举措

1. 金融风险管理顶层设计和制度安排

2017年，经党中央、国务院批准，国务院金融稳定发展委员会成立，国务院副总理兼任国务院金融稳定发展委员会主任，旨在加强金融监管协调、补齐监管短板。

2019年，中国人民银行为加强对金融行业风险监测与预警、监管协调的牵头和统筹作用，细化设在中国人民银行的国务院金融稳定发展委员会办公室的职责，新设国务院金融稳定发展委员会办公室秘书局；明确设立宏观审慎管理局，牵头建立宏观审慎政策框架和基本制度，以及系统重要性金融机构评估、识别和处置机制。

在金融风险管理的制度层面，我国做出了在金融机构和一般企业建立科学的公司治理结构的制度安排；在金融机构和一般企业组织结构的再造中要求有机融入风险管理组织体系的构建；在金融机构和一般企业建立内部控制制度。

2. 金融风险管理技术方法

在金融风险管理的技术层面，主要举措如下。①在信用风险管理上，借鉴西方商业银行的

科学做法，结合我国实际，推出了贷款的五级分类和相应的不良资产管理机制；建立了综合授信制度；建立了贷前、贷中和贷后管理的信用风险管理流程；建立了审贷分离的内部控制机制；进行了国有商业银行不良资产的剥离和集中处置。②在市场风险管理上，对突出的汇率风险和投资风险加强了管理，通过创新，推出了远期外汇交易、掉期交易和互换交易，以及股指期货交易；金融监管机构对金融机构的市场风险敞口提出了若干指标、比例性要求。③在操作风险管理上，集中推出了系统内部控制措施。④在其他风险管理上，目前已经推出了对合规风险的管理要求。

在金融风险的量化管理上，注重引进西方国家先进的风险量化模型，并对引进的模型予以本土化，同时也注重独立开发适合我国国情的风险量化模型；在巴塞尔协议Ⅱ公布以后，我国金融监管机构和金融企业积极研究和推进有关信用风险、市场风险和操作风险量化模型在我国的应用。

3. 金融风险的监管

一是实施有关风险监管的法规和政策。在金融风险的监管上，从中央银行到各金融监管机构，都非常注重制定和实施有关风险监管的法规和政策，根据巴塞尔协议要求，结合我国国情和银行业的具体情况，对三个巴塞尔协议提出的各项比率要求进行了充分的测算和实证研究，并对银行业提出了资本监管的总体框架和路线图。2004 年 2 月，中国银行业监督管理委员会发布《商业银行资本充足率管理办法》（已失效），要求国内商业银行的资本充足率在 2007 年 1 月 1 日前达到 8%。2007 年，中国银行业监督管理委员会发布《中国银行业实施新资本协议的指导意见》（已失效），提出了国内银行业实施新资本协议的基本规划。

2012 年 6 月，中国银行业监督管理委员会发布《商业银行资本管理办法（试行）》，建立了与巴塞尔协议Ⅲ接轨的资本与风险监管制度，扩大了资本对风险的覆盖范围，构建了更完善的风险防控体系，进一步增强了银行体系应对外部冲击的能力。2016 年 9 月，中国银行业监督管理委员会发布《银行业金融机构全面风险管理指引》，提出了银行业金融机构全面风险管理体系的五个要素，包括风险治理架构，风险管理策略、风险偏好和风险限额，风险管理政策和程序，管理信息系统和数据质量控制机制，内部控制和审计体系。

二是强化中央银行宏观审慎管理职能。2008 年全球金融危机爆发后，各国及国际组织及时采取措施弥补监管部门微观审慎监管的不足，相关监管改革建议及改革方案都不约而同地强调应强化中央银行在宏观审慎管理中的作用。2017 年 7 月召开的全国金融工作会议强调，要强化中国人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，落实金融监管部门监管职责，并强化监管问责。宏观审慎管理的核心是从宏观的、逆周期的视角采取措施，防范由金融体系顺周期波动和跨部门传染导致的系统性风险，维护货币和金融体系的稳定。宏观审慎管理是与微观审慎监管相对应的一个概念，是对微观审慎监管的升华。微观审慎监管更关注个体金融机构的安全与稳定，宏观审慎管理则更关注整个金融系统的稳定。宏观审慎管理要考虑不同机构间相互影响导致的系统性风险，通过加强对具有系统重要性金融机构的监管、改进对交易对手的风险计量和控制等来维护金融体系的整体稳定。

三是建立宏观审慎评估体系（MPA）。为进一步完善宏观审慎政策框架，使之更有弹性、更加全面、更有效地发挥逆周期调节和防范系统性风险的作用，2016 年，中国人民银行将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA），对金融机构行为进行多维度引导；将全口径跨境融资宏观审慎管理扩大至全国范围的金融机构和企业；按照“因城施策”原则对房地产信贷市场实施调控，强化住房金融宏观审慎管理。与差别准备金动态调整机制相比，

MPA将对狭义贷款的关注拓展为对广义信贷的关注。MPA将单一指标拓展为资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量情况、跨境融资风险情况、信贷政策执行情况七个方面的十多项指标，兼顾量和价、间接融资和直接融资，以更加全面地对风险进行综合评估，引导银行业金融机构加强自我约束和自律管理。

四是完善双支柱框架。《2016年第四季度中国货币政策执行报告》中首次提出“货币政策+宏观审慎政策”双支柱框架，2017年一季度中国人民银行于评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围，以合理引导金融机构加强对表外业务风险的管理；2018年中国人民银行把同业存单纳入MPA同业负债占比指标考核；2019年中国人民银行将使用降准资金发放民营小微企业贷款情况纳入MPA考核，引导中小银行回归基层，服务实体。MPA测算范围不断扩大。2020年9月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》，明确建立逆周期资本缓冲机制，同时明确逆周期资本缓冲比率初始设定为0。2020年12月，《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》发布，建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以健全我国宏观审慎管理制度，完善房地产金融管理长效机制。

2023年版全国经济专业技术资格考试用书防伪标识鉴别方法：

1. 防伪印刷：防伪标识中的“RSKS”采用特殊烫金工艺，内含微缩文字。紫外光源下观察，防伪标识中可见红色的“RS”（自然光下不可见）。

2. 网站防伪查询及增值服务获取：刮开防伪标识中的涂层，获取防伪码。登录中国人事考试图书网（http://rsks.class.com.cn），即可按照提示查询真伪。也可以用微信扫一扫防伪标识上的二维码验证真伪并获取出版单位提供的免费增值服务。

3. 粘贴位置：封面左下方。

第八章　货币供求与货币均衡

第一节　货币需求

一、货币需求概述

货币需求是指在一定时间内，社会各经济主体为满足各种经济活动需要而应该保留或占有一定货币的动机或行为。货币需求发端于商品交换，随着商品经济以及信用的发展而发展。个人购买商品和服务，企业支付生产和流通费用，银行开展信用活动，社会进行各种方式的积累，政府调节经济，都需要货币这一价值量工具。在产品经济以及半货币化经济条件下，货币需求强度（货币在经济社会中的作用程度，以及社会经济主体对持有货币的要求程度）较低，在市场经济条件下，货币需求强度较高。

二、货币需求理论

货币需求理论主要研究影响货币需求量的因素、这些影响因素与货币需求量之间的关系、货币需求量变化的规律以及货币需求的动机等内容。

（一）货币数量论的货币需求理论

美国经济学家欧文·费雪于1911年出版的《货币的购买力》一书是货币数量论的代表作，在该书中，费雪提出了著名的交易方程式，也被称为费雪方程式，表示为：

$$MV = PT \tag{8-1}$$

其中，M是一定时期内流通货币的平均数量；V是货币平均流通速度，即单位时间内货币的平均周转次数；P为平均价格水平；T为商品和服务的交易总量。交易方程式将产出销售值和用于交易的货币量联系起来。它表明在交易中发生的货币支付总额（MV）等于被交易的商品和服务总价值（PT）。

上式还可以表示为：

$$P = \frac{MV}{T} \tag{8-2}$$

按照西方学者的解释，V是由一些“如公众的支付习惯，使用信用范围的大小，交通和通信的方便与否等制度上的因素”决定的，而这些因素在短期内不会有大的变化，因而在短期内V不会迅速变化。T取决于资源、技术条件，而在充分就业的状态下，不可能发生大的变化，短期内V和T保持不变，所以M的变化决定了平均价格水平。

费雪方程式没有考虑微观主体的动机对货币需求的影响，以马歇尔和庇古为代表的剑桥学派，在研究货币需求时，将其理解为人们愿意以货币形式持有的财富量，这与费雪方程式对货币需求的理解是不同的。每个人决定持有货币的多少，有种种原因，但在名义货币需求量与名义收入水平之间总是保持一个较为稳定的比例关系。因此有：

$$M_d = kPY \tag{8-3}$$

其中，M_d为名义货币需求量，Y代表总收入，P代表一般价格水平，k为以货币形式拥有的财富占名义总收入的比例。式（8-3）即为剑桥方程式。

费雪方程式和剑桥方程式存在以下三点差异。

（1）对货币需求分析的侧重点不同。费雪方程式强调货币交易媒介的功能，侧重于考查支撑社会商品和服务的交易量，需要多少货币；而剑桥方程式强调货币作为财富的持有形式。

（2）费雪方程式把货币需求和支出流量联系在一起，重视货币支出的数量和速度，侧重于货币流量分析；而剑桥方程式则从用货币形式保有资产存量的角度考虑货币需求，重视存量占收入的比例。所以费雪方程式也被称为现金交易说，而剑桥方程式则被称为现金余额说。

（3）两个方程式对货币需求的分析角度和所强调的决定货币需求因素有所不同。费雪方程式是对货币需求的宏观分析，而剑桥方程式则从微观角度进行分析。

（二）凯恩斯的货币需求函数

1936年，凯恩斯发表《就业、利息和货币通论》，分析了资本主义社会存在有效需求不足的各种原因，提出了流动性偏好即灵活偏好的概念。凯恩斯用流动性偏好解释人们持有货币的需求，他认为货币流动性偏好是人们喜欢以货币形式保持一部分财富的愿望或动机。流动性偏好实际上表示了在不同利率下，人们对货币需求量的大小。

凯恩斯认为，人们的货币需求行为往往是由交易动机、预防动机和投机动机三种动机决定的，基于交易动机和预防动机的货币需求取决于收入水平；基于投机动机的货币需求则取决于利率水平。

凯恩斯以灵活偏好为基础提出的货币需求函数为：

$$M_d = M_1 + M_2 = L_1(\overset{+}{Y}) + L_2(\overset{-}{r}) \qquad (8\text{-}4)$$

其中，M_d 为货币需求总量，M_1 为消费性货币需求量，M_2 为投机性货币需求量，L_1、L_2 为“流动性偏好”函数，Y 为国民收入水平，r 为利率水平，+、- 分别代表正相关和负相关。西方经济学家认为，凯恩斯的货币需求函数，特别是其中的货币投机需求，发展了庇古的思想观点。因为庇古的剑桥方程式虽然暗含着关注利率的想法，但是利率一般只是对货币需求发生影响，而凯恩斯的货币需求函数则由于明确指出投机动机而突出了利率的作用。

凯恩斯主义把可用于储存财富的资产分为货币与债券，认为货币是不能产生收入的资产，债券是能产生收入的资产，把人们持有货币的三个动机划分为两类需求：①交易动机与预防动机构成对消费品的需求，人们对消费品的需求取决于“边际消费倾向”；②投机动机构成对投资品的需求，主要由利率水平决定，是指人们为抓住购买生利资产的有利机会而持有一部分货币的动机。生利资产如债券等有价证券的价格随利率升降而向相反方向变化，因此，利率低，人们对货币的需求量大；利率高，人们对货币的需求量小。

凯恩斯认为，在利率极高时，投机动机引起的货币需求量等于零；而当利率极低时，投机动机引起的货币需求量将是无限的。也就是说，由于利息是人们在一定时期放弃手中货币流动性的报酬，所以利率不能过低，否则人们宁愿持有货币而不再储蓄，也不愿再去买有价证券，以免证券价格下跌时遭受损失。当利率极低，人们会认为这种利率不大可能上升而只会跌落时，人们不管有多少货币都愿意持在手中。这种情况被称为“凯恩斯陷阱”或“流动性陷阱”。

（三）弗里德曼的货币需求函数

弗里德曼是沿着剑桥方程式来表达他的货币需求思想的，同时，吸收和修正了凯恩斯主义灵活偏好论的思想，被誉为现代货币主义。他认为，在剑桥方程式 $M_d = kPY$ 中，P、Y 是影响货币需求众多变量中的两个变量，k 代表其他变量，实际上是货币流通速度的倒数 $\frac{1}{V}$。而影响货

币流通速度的因素是相当复杂的，如财产总量、财产构成、各种财产所得在总收入中的比例，以及各种金融资产的预期收益率等。人们的资产选择范围并不限于凯恩斯主义货币需求理论中的二元资产选择即货币与债券，人们对财富的持有量也是决定货币需求的重要因素。基于上述认识，弗里德曼提出了自己的货币需求函数模型：

$$M_d = f\left(y, w, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P}\cdot\frac{dp}{dt}, u\right)P \tag{8-5}$$

其中，M_d 为名义货币需求量；y 为恒久性收入，w 为非人力财富占个人总财富的比例，r_m 为货币的预期收益率，r_b 为债券的预期收益率，r_e 为股票的预期收益率，$\frac{1}{P}\cdot\frac{dp}{dt}$ 为价格的预期变动率，u 为影响货币需求的其他变量，P 为一般价格水平。

如果上式两边同除以 P，则得：

$$\frac{M_d}{P} = f\left(y, w, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P}\cdot\frac{dp}{dt}, u\right) \tag{8-6}$$

其中，$\frac{M_d}{P}$ 为实际货币需求量。

弗里德曼不仅关心名义货币需求量，而且特别关心实际货币需求量。他把影响货币需求量的诸多因素分为三组。

第一组，y 和 w 代表收入及其构成。其中 y 表示恒久性收入。恒久性收入是弗里德曼分析货币需求量时提出的一个概念，可以理解为预期平均长期收入。货币需求量与恒久性收入正相关。

w 代表非人力财富占个人总财富的比例。弗里德曼把财富分为人力财富和非人力财富两类。一个人的总财富是人力财富和非人力财富的总和。非人力财富指有形财富，包括货币持有量、债券、股票、资本品、不动产、耐用消费品等；人力财富指个人谋生能力，又称无形财富。弗里德曼认为，这两种财富的形式是可以相互转换的，但是由于受到制度上的限制，这种转换有一定的困难，主要是人力财富转为非人力财富比较困难。人力财富的流动性较低，不像债券、股票那样随时可以出售，因此，人力财富在个人总财富中占较大比例的持有者试图通过持有较多的货币（流动性最高的资产）来增加其资产的流动性。弗里德曼认为，大多数人持有的财富主要是人力财富。在个人总财富中，人力财富所占比重越大，货币需求就越多；而非人力财富所占比例越大，货币需求则相对较少。所以，货币需求量与非人力财富占个人总财富的比例负相关。

第二组，r_m，r_b，r_e 和 $\frac{1}{P}\cdot\frac{dp}{dt}$ 被统称为机会成本变量，即能从这几个变量的相互关系中衡量出持有货币的潜在收益或损失。弗里德曼货币需求函数中定义的货币口径是 M2，持有这类货币是有预期收益的。货币需求量与货币的预期收益率正相关。而其他资产如债券、股票以及不动产的预期收益率主要取决于利率和市场供求状况。在其他条件不变时，货币以外其他资产的预期收益率越高，货币需求量就越小。弗里德曼认为，货币和其他资产的预期收益率不同，决定了这些资产之间存在相互替代的关系。

$\frac{1}{P}\cdot\frac{dp}{dt}$ 代表价格的预期变动率，也就是保存实物的预期名义报酬率，即在价格上升的条件下，人们会放弃货币购买商品，减少对货币的需求量。因此，在其他条件不变时，货币需求量与价格的预期变动率负相关。

第三组，u 代表影响货币需求的其他因素，包括资本品的转手量、人们的主观偏好以及客观技术与制度等，是一个代表多种因素的综合变量，可能从不同方向对货币需求产生影响。

弗里德曼的货币需求理论认为货币需求函数是稳定的，这是因为：在货币需求中，利率的影响很小，因为利率变化后，各类资产的预期收益和机会成本发生相应的变动，相互之间有抵销作用，或者说，货币需求函数中的恒久性收入是货币需求的决定性因素。弗里德曼提出“恒久性收入假说”，认为消费者的消费支出主要不是由他的现期收入决定的，而是由他的恒久性收入决定。恒久性收入意指预期未来年度的平均收入，它是一个相对稳定的变量，在很大程度上不受短期经济周期波动的影响。因此，弗里德曼认为货币需求函数也是相对稳定的。

弗里德曼的货币需求函数与凯恩斯的货币需求函数主要区别在于以下三个方面。

（1）两者强调的侧重点不同。凯恩斯的货币需求函数非常重视利率的主导作用。凯恩斯认为，利率的变动直接影响就业和国民收入的变动，最终必然影响货币需求量。而弗里德曼则强调恒久性收入对货币需求量的重要影响，认为利率对货币需求量的影响是微不足道的。

（2）上述分歧导致凯恩斯主义与现代货币主义在货币政策传导变量的选择上产生分歧。凯恩斯主义认为应是利率，现代货币主义坚持是货币供应量。

（3）凯恩斯认为货币需求量受未来利率不确定性的影响，因而不稳定，货币政策应“相机行事”。而弗里德曼认为，货币需求量是稳定的，可以预测的，因而“单一规则”可行。以货币供应量作为货币政策的唯一控制指标，而排除利率、信贷流量、准备金等因素的政策建议被称为单一货币政策规则（单一规则）。

第二节 货币供给

一、货币供给过程

货币供给是指在一个时点上经济中的货币存量。货币供给是相对于货币需求而言的，它包括货币供给行为和货币供应量两个方面。货币供给行为是指银行体系通过自己的业务活动向社会生产生活领域提供货币的全过程，包括商业银行通过派生存款机制向流通领域供给货币的过程和中央银行通过调节基础货币量而影响货币供给的过程，研究的是货币供给的原理和机制。货币供应量是指金融系统根据货币需求量，通过其资金运用，注入流通中的货币量，它研究金融系统向流通中供应了多少货币，货币流通与商品流通是否相适应等问题。

决定货币供给的因素包括中央银行增加货币发行量、中央银行调节商业银行的可运用资金量、商业银行派生资金能力以及经济发展状况、企业和居民的货币需求状况等因素。货币供给过程中的参与者包括中央银行、存款机构和储户。中央银行负责发行货币、制定和实施货币政策；存款机构是从个人和机构手中吸收存款并发放贷款的金融中介机构，包括商业银行、储蓄机构、信用合作社；储户是持有存款的机构和个人。

在货币供给过程中，中央银行的作用最重要，中央银行的货币政策操作会影响其资产负债表。中央银行改变基础货币主要有三种途径：①变动其储备资产，在外汇市场买卖外汇或贵金属；②变动对政府的债权，进行公开市场操作，买卖政府债券；③变动对商业银行的债权，对商业银行办理再贴现业务或发放再贷款。表 8-1 是一个简化的中央银行资产负债表，当中央银行买入政府债券、发放贴现贷款或买入外汇时，其资产会相应增加；反之则相反。

表 8-1 简化的中央银行资产负债表

资　产	负　债
政府债券	流通中现金
贴现贷款	准备金

基础货币又称高能货币,是非银行公众所持有的通货与银行的准备金之和。流通中现金和准备金是货币供给的重要组成部分,因为其中任何一个科目的变化,都会引起基础货币的变化。其中,准备金又可分为两类:①中央银行要求银行必须持有的准备金,称为法定存款准备金;②银行自愿持有的额外的准备金,称为超额存款准备金。之所以称基础货币为高能货币,是因为一定量的这类货币被银行作为准备金而持有后可引致数倍的存款货币。弗里德曼和施瓦茨认为,高能货币的一个典型特征就是能随时转化为准备金,不具备这一特征就不是高能货币。

基础货币是整个银行体系借以创造存款货币的基础,是整个银行体系的存款得以倍数扩张的源泉。从本质上看,基础货币具有四个最基本的特征:①基础货币是中央银行的货币性负债,而不是中央银行资产或非货币性负债,是中央银行通过自身的资产业务供给出来的;②通过由中央银行直接控制和调节的变量对它的影响,达到调节和控制供应量的目的;③它是支撑商业银行负债的基础,商业银行不持有基础货币就不能创造信用;④在实行部分准备金制度下,基础货币被整个银行体系运用能产生数倍于它自身的量。从来源上看,基础货币是中央银行通过其资产业务供给产生的。

基础货币量、银行存款与其准备金的比率、存款与通货的比率都会引起货币存量的同方向变化。一般来说,公众、银行、货币当局三个经济主体的行为决定货币存量的变化。在信用货币制度下,基础货币量取决于中央银行的行为;银行存款与其准备金的比率取决于银行体系;存款与通货的比率既取决于公众的行为,同时也受到银行存款服务水平和利率的影响。

如果用 R 表示准备金,用 C 表示流通中现金,基础货币 B 可表示为:$B = C + R$ = 流通中的现金 + 准备金,而 R 又包括活期存款准备金 R_r、定期存款准备金 R_t 和超额存款准备金 R_e。所以,全部基础货币方程式可表示为:

$$B = C + R_r + R_t + R_e \tag{8-7}$$

基础货币的构成虽然比较复杂,但都是由中央银行的资产业务创造的,可以由中央银行直接控制。中央银行投放基础货币的渠道主要包括:①对商业银行等金融机构的再贷款和再贴现;②收购黄金、外汇等储备资产投放货币;③通过公开市场业务等投放货币。如果中央银行能够有效控制基础货币 B 的投放量,那么,控制货币供应量的关键,就在于中央银行能否准确测定和调控货币乘数。

二、货币层次

虽然现金、存款货币和各种有价证券均属于货币范畴,但由于各种货币转化为现实购买力的能力不同,从而对商品流通和经济活动的影响有别。西方学者在长期研究中,一直主张把流动性原则作为划分货币层次的主要依据。流动性是指某种金融资产转化为现金或现实购买力的能力。流动性好的金融资产,价格稳定,变现能力强,可随时在金融市场上转让、出售。

各国中央银行在确定货币供给的统计口径时，以金融资产流动性的大小作为标准，并根据自身政策目的的特点和需要，划分货币层次。货币层次的划分有利于中央银行进行宏观经济运行监测和货币政策操作。

（一）国际货币基金组织的货币层次划分

在国际货币基金组织编制的《货币与金融统计手册》中，各层次货币的构成如下所示。

M0 = 流通中的现金

M1 = M0 + 可转让本币存款和在国内可直接支付的外币存款

M2 = M1 + 单位定期存款和储蓄存款 + 外汇存款 + 大额可转让定期存单

M3 = M2 + 外汇定期存款 + 商业票据 + 互助金存款 + 旅行支票

（二）我国的货币层次划分

1994 年 10 月，中国人民银行正式编制并向社会公布“货币供应量统计表”，将我国的货币供应量划分为以下层次。

M0 = 流通中的现金

M1 = M0 + 单位活期存款

M2 = M1 + 储蓄存款 + 单位定期存款 + 单位其他存款

M3 = M2 + 金融债券 + 商业票据 + 大额可转让定期存单等

2001 年 6 月，中国人民银行修订货币供应量口径，将证券公司客户保证金计入 M2。

2002 年年初，中国人民银行对货币供应量口径进行技术性完善，将外资、合资金融机构的人民币存款，分别计入不同层次的货币供应量。

2006 年，中国人民银行对货币供应量口径进行技术性完善，将信托投资公司和金融租赁公司的存款不计入相应层次的货币供应量。

2011 年 10 月，中国人民银行对货币供应量口径进行技术性完善，将住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款计入 M2。

2018 年 1 月，中国人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）。

三、存款创造

当中央银行向银行体系供给 1 元准备金时，存款的增加是准备金的数倍，这是银行运用中央银行发放的货币和准备金使货币供应量增加的行为，这个过程被称为存款创造。存款创造需要具备两个基本条件：部分准备金制度和非现金结算制度。

存款创造主要是商业银行通过吸收存款、发放贷款、办理结算等业务活动的开展，为社会提供更多的支付手段和交易媒介的一种功能。具体表现为商业银行以原始存款为基础、在银行体系中繁衍出数倍于原始存款的派生存款。

（1）原始存款。原始存款是指商业银行吸收的、能增加其准备金的存款，可以理解成从银行体系之外进入商业银行的存款。它包括商业银行吸收的现金存款或中央银行投放基础货币所形成的存款。

（2）派生存款。派生存款是相对于原始存款而言的。它是指由商业银行以原始存款为基础、运用信用流通工具和转账结算的方式发放贷款或进行其他资产业务时所衍生出来的存款，也可以理解成是从商业银行到商业银行的存款，而非从银行体系外进入的存款。

将存款划分为原始存款和派生存款，只是从理论上说明两种存款在商业银行经营中的地位和作用的不同。事实上，在商业银行的存款总额中难以严格区分出原始存款与派生存款。

但是,可以肯定的是,派生存款必须以一定数量的原始存款为基础,原始存款量的大小,对于派生存款量的大小有直接的影响,任何一笔存款都不可能被凭空创造出来。另外,派生存款只能在银行体系的信用活动中,通过信用流通工具的使用,以及在转账结算的条件下才能形成。派生存款的产生,是银行体系业务经营过程整体运行的结果,仅仅从单一的任何一笔存贷款业务来看,都是有实实在在的货币资金内容的经济行为,没有任何"创造"的痕迹。也就是说,就单个银行来讲,它们并不认为自己通过这种行为创造了货币。但把单个银行不认可的行为贯穿成一个系统之后,却可看到质的改变。这就形成了存款创造的机制,也正是现代银行体系的奥秘之处。

(3)存款创造。存款创造的基本原理对各类存款来说都是成立的,但是通过支票存款(即活期存款)的创造来说明这一原理则最为简洁明了。为了能够清楚地说明存款货币的创造与消减过程,下面将详细分析商业银行存款货币的扩张与收缩过程。为了简便起见,拟作如下假设。

1)商业银行只保留法定存款准备金,超额存款准备金全部用于放款或投资;

2)商业银行的客户(包括存款人和借款人)将其一切收入均存入银行,并使用支票结算方式,不提取现金;

3)法定的存款准备金率为10%,原始存款为100万元。

假定甲银行吸收到100万元的原始存款,然后贷放给客户甲,客户甲将此100万元以支票形式存入他的开户行银行A银行。

A银行先缴存100万元的10%,即10万元的法定存款准备金,然后将其余的90万元贷放给客户乙,客户乙以支票形式存入其开户行B银行。

B银行按90万元的10%,即9万元缴存法定存款准备金,然后将其余的81万元贷放出去。

……

以此类推,该笔原始存款创造过程见表8-2。

表8-2 原始存款创造过程 单位:万元

	存款增加	准备金增加	贷款增加	银行客户
甲银行	0.00	0.00	100.00	客户甲
A银行	100.00	10.00	90.00	客户乙
B银行	90.00	9.00	81.00	客户丙
C银行	81.00	8.10	72.90	客户丁
D银行	72.90	7.29	65.61	客户戊
E银行	65.61	6.56	59.05	客户己
F银行	59.05	5.90	53.15	客户庚
……	……	……	……	……
所有银行总计	1000.00	100.00	1000.00	

由此可以看出，各银行的存款增加额，构成了一个递减的等比数列，经过银行系统的反复使用，100 万元变成了 1000 万元，存款货币的创造、扩展过程为：

$$\begin{aligned}&100+100\times(1-10\%)+100\times(1-10\%)^2+100\times(1-10\%)^3+\cdots\\&=100\times\frac{1}{1-(1-10\%)}\\&=100\times\frac{1}{10\%}\\&=1000(\text{万元})\end{aligned}$$

由此表明，在部分准备金制度和非现金结算制度下，一笔原始存款在整个银行体系存款扩张原理的作用下，可以产生出大于原始存款若干倍的派生存款。这个派生存款的大小，主要取决于两个因素：一个是原始存款数量的大小，另一个是法定存款准备金率的高低。派生出来的存款同原始存款的数量成正比，同法定存款准备金率成反比。若用 ΔD 代表存款货币的最大扩张额，ΔB 代表原始存款额，r 代表法定存款准备金率，则公式为：

$$\Delta D=\Delta B\cdot\frac{1}{r} \tag{8-8}$$

将上例的数字代入该公式，则可得出：

$$\Delta D=100\times\frac{1}{10\%}=1000(\text{万元})$$

很明显，$\frac{1}{r}=10$，它表示派生存款是原始存款的 10 倍，表示存款可扩张至 10 倍，若 r 为 20%，则存款可扩张至 5 倍；若 r 为 25%，则存款只可扩张 4 倍。$\frac{1}{r}$就叫作存款乘数。

存款乘数是指在银行存款创造机制下存款最大扩张的倍数（也称派生倍数），是法定存款准备金率的倒数，即$\frac{1}{r}$，其含义为每一元法定存款准备金的变动，所能引起的存款变动。如果排除其他影响存款创造的因素，设 K 为银行体系创造存款的存款乘数（扩张乘数），则 $K=\frac{1}{r}$。由此可见，整个银行体系创造存款货币的数量会受到法定存款准备金率的限制，其倍数同法定存款准备金率呈现一种倒数关系。但是，这是一个简单的、需要修正的存款乘数。

如果用 ΔB 代表原始存款额，r 代表法定存款准备金率，e 代表超额存款准备金率，c 代表现金漏损率，则存款货币的最大扩张额 ΔD 可用公式表示为：

$$\Delta D=\Delta B\cdot\frac{1}{r+e+c} \tag{8-9}$$

某商业银行吸收到 100 万元的原始存款，然后贷放给客户，假定在以后的贷放过程中，法定存款准备金率为 10%，超额存款准备金率为 5%，现金漏损率为 5%，则存款乘数为 5，该笔原始存款创造的派生存款数为 500 万元。值得注意的是，这里的 ΔB 是原始存款，是从银行体系之外进入商业银行的存款，不是基础货币。

存款货币的创造过程也可以反方向作用。

上述存款创造的实现要基于两个假设：一是部分准备金制度，如果是全额准备金，银行就没有可贷放的资金，存款创造就无法进行；二是非现金结算制度，如果商业银行与储户之间实行全额现金结算，存款创造也无法进行。因此，部分准备金制度和非现金结算制度，是存

款创造的两个前提条件。现金漏损率、存款准备金率以及存款结构等,也是影响存款创造的重要因素。

四、货币乘数

现代信用制度下货币供应量的决定因素主要有两个:一是基础货币(MB),二是货币乘数(m)。它们之间的关系可用公式表示为:$M_s = m \cdot MB$,即货币供应量(M_s)等于基础货币与货币乘数的乘积。货币乘数是指在货币供给过程中,中央银行的基础货币供应量与社会货币最终形成量之间的扩张倍数。

假定储户愿意持有的现金水平和超额存款准备金与支票存款(D)呈同比例增长,假定这些项目与存款的比率在均衡状态下不变:

现金漏损率(现金比率)$c = \frac{C}{D}$

超额存款准备金率 $e = \frac{ER}{D}$

法定存款准备金率 $r = \frac{RR}{D}$

基础货币 $MB = C + RR + ER$

其中,C 为现金漏损,RR 为法定存款准备金,ER 为超额存款准备金。

则有 $MB = cD + rD + eD = (c + r + e)D$

$D = MB \cdot \frac{1}{c + r + e}$

上式说明,基础货币 MB 增加一个单位,存款增加 $\left(\frac{1}{c + r + e}\right)$ 个单位。

由 M2 定义可得

$M2 = C + D$

$M2 = cD + D$

$M2 = (c + 1)D$

因为:$D = MB \cdot \frac{1}{c + r + e}$

所以:$M2 = MB \cdot \frac{1 + c}{c + r + e}$

可以看出,货币乘数反映了基础货币(高能货币)的变动所引起的货币供给变动的倍数。货币乘数的大小决定了货币供给扩张能力的大小。M2 的货币乘数 m 可表示为:

$$m = \frac{1 + c}{c + r + e} \tag{8-10}$$

上式表示基础货币增加一个单位,货币供给 M2 增加 m 个单位,即 $\frac{1 + c}{c + r + e}$ 个单位。

假定 r = 法定存款准备金率 = 0.10,流通中的现金为 400 亿元,存款为 8000 亿元,超额存款准备金为 160 亿元。

根据这些数值,可以计算出现金比率 c 和超额存款准备金率 e:

$$c = 400 \div 8000 = 0.05$$

$$e = 160 \div 8000 = 0.02$$

则货币乘数 $m = (1 + 0.05) \div (0.05 + 0.1 + 0.02) \approx 6.18$。货币乘数等于 6.18 说明,基础货币增长 1 元所引起的货币供给(M2)增量为 6.18 元。

值得注意的是，这里的 MB 是基础货币，即流通中的现金和准备金，而不是原始存款，应特别注意与上述计算存款乘数时的原始存款区别开来。

中央银行不但可以通过再贴现政策、公开市场业务、法定存款准备金率等政策手段，有效调控基础货币和货币乘数，改变货币供应量，而且可以利用差别利率等政策，调节或改变货币供应量在各个层次的分布结构，实现货币流通正常化。

从理论上说，中央银行对基础货币与货币乘数都有相当的控制能力。但是，从货币供应量的形成过程来讲，它是由中央银行、商业银行和非银行经济部门等经济主体的行为共同决定的，他们的行为在不同经济条件下又受各种不同因素的制约。因此，货币供应量并不能由中央银行加以绝对控制。通过对影响货币乘数的诸因素分析，中央银行和商业银行决定存款准备金率。其中，中央银行决定法定存款准备金率 r 和影响超额存款准备金率 e，而商业银行决定超额存款准备金率 e 和储户决定现金漏损率 c。

第三节 货币均衡

一、货币均衡的含义

货币供给与货币需求基本相适应的货币流通状态称为货币均衡。以 M_d 表示货币需求量，M_s 表示货币供应量，货币均衡可用下式表示：

$$M_d = M_s$$

货币均衡是一个动态的过程，指在一定利率水平下的货币供给与货币需求之间相互作用所形成的一种状态。货币均衡的实现具有相对性，并不要求货币供应量与货币需求量完全相等。货币均衡的判断标志是商品市场上的物价稳定和金融市场上的利率稳定。

二、货币均衡的基本原理

（一）*IS* 曲线

IS 曲线上的点表示产品市场达到均衡的状态。产品市场的均衡即产品市场上总供给与总需求相等，在两部门经济中总需求与总供给相等表示为：$C + I = C + S$（C 为消费，I 为投资，S 为储蓄），要求资本的供求相等，即 $S = I$。储蓄构成资本的供给，投资构成资本的需求。由于储蓄是收入（产出）的增函数，投资是利率的减函数。所以，*IS* 曲线表示在不同的利率与收入组合下，经济均衡（$S = I$）点的轨迹。*IS* 曲线如图 8-1 所示。

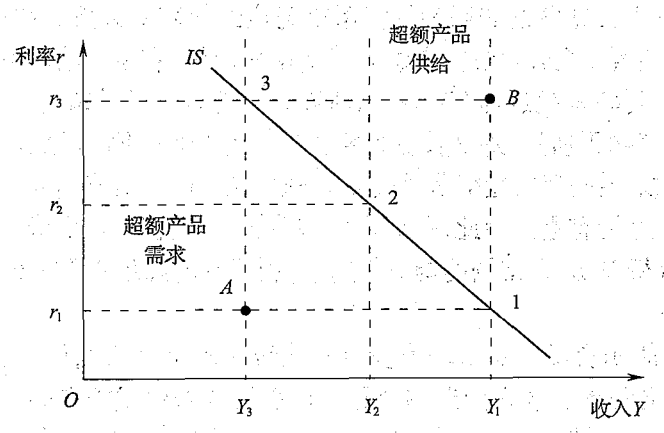


图 8-1 *IS* 曲线

对于给定的利率,*IS* 曲线表明为使产品市场达到均衡所必需的收入。如果经济活动位于 *IS* 曲线右边的区域,说明存在超额的产品供给。例如,在 *B* 点,收入 Y_1 大于 *IS* 曲线上的均衡收入 Y_3。超额的产品供应会导致收入下降到 *IS* 曲线上。如果经济活动处于 *IS* 曲线左边的区域,则说明存在超额的产品需求。例如,在 *A* 点,收入 Y_3 低于 *IS* 曲线上的均衡收入 Y_1。超额的产品需求导致收入回升至 *IS* 曲线上。以上分析表明,收入有向满足经济均衡条件的 *IS* 曲线上各点靠近的趋势。

(二)*LM* 曲线与货币均衡

LM 曲线实际上是从货币的投机需求与利率的关系、货币的交易需求与收入的关系以及货币需求与供给相等的关系中推导出来的。*LM* 曲线上的任意一点都代表一定利率与收入的组合,在这样的组合下,货币需求量(L)等于货币供应量(M),故 *LM* 曲线上的点表示货币市场达到均衡的状态。

货币均衡(货币市场的均衡)要求货币市场上货币的需求与供给相等,即 $L = M$。根据凯恩斯的流动性偏好理论,货币需求 L 取决于收入 Y 和利率 r,并且,货币需求与收入正相关,与利率负相关。所以,*LM* 曲线表示在不同的利率与收入组合下,货币均衡($L = M$)点的轨迹。*LM* 曲线如图 8-2 所示。

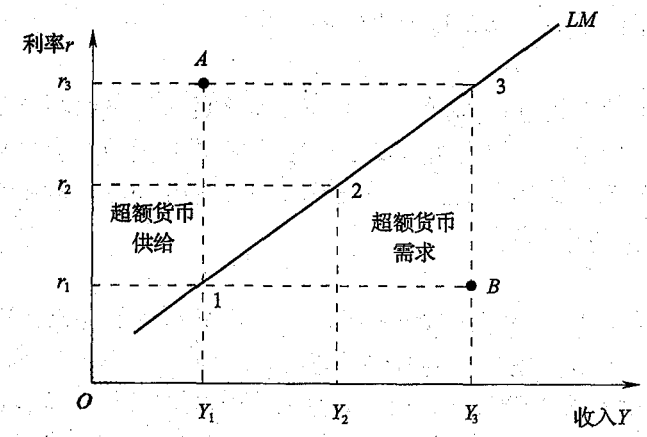


图 8-2 *LM* 曲线

对于给定的收入,*LM* 曲线表明为使货币市场达到均衡所必需的利率。如果经济活动处于 *LM* 曲线的左边区域,表示货币供应量大于货币需求量,存在过度的货币供应。例如,在 *A* 点,收入为 Y_1,由于利率 r_3 超过均衡利率 r_1,所以人们持有的货币超过意愿持有量。为减少超额货币余额,他们将购买债券,那么债券价格上升,债券利率下降。反之,如果经济活动位于 *LM* 曲线的右边区域,说明存在超额货币需求。例如,在 *B* 点,利率 r_1 低于均衡利率 r_3,人们的货币持有量低于意愿持有量。因此,他们将出售债券增持货币,从而降低了债券价格,提高了债券利率。以上分析表明,在市场的调节作用下,利率有向满足货币市场均衡条件的 *LM* 曲线上各点靠近的趋势。

如前所述,*IS* 曲线表示产品市场均衡,*LM* 曲线表示货币市场均衡。由于两大市场是同时存在的,并且都受利率和收入的影响,因此,可以把两条曲线放在同一直角坐标系内,两条曲线的交点 *E* 必然同时满足两个条件:$I = S$,$L = M$。即产品市场与货币市场同时达到均衡。*IS-LM* 曲线如图 8-3 所示。

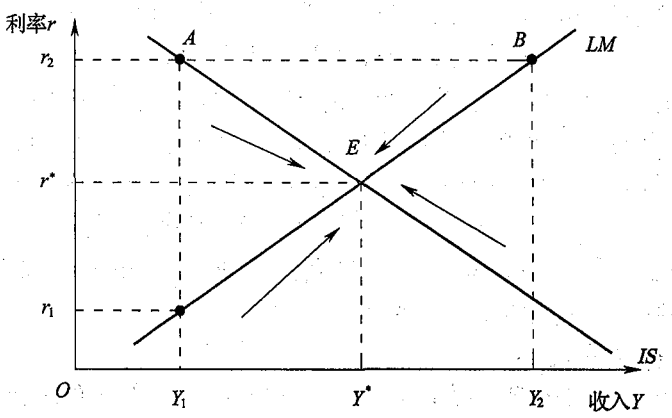


图 8-3 *IS-LM* 曲线

在 *E* 点上，产品总供给等于总需求，货币供应量等于货币需求量。在其他任何点上，两个均衡条件至少有一个不满足，市场力量必然促使经济活动向共同均衡点 *E* 靠近。例如点 *A*，点 *A* 虽然满足了产品市场均衡的条件，但利率高于均衡利率，故货币需求量小于货币供应量。由于人们货币持有量多于意愿持有量，所以，人们将购买债券，引起债券价格上涨，利率下降，这势必增加计划投资支出和总产出。于是经济活动沿着 *IS* 曲线向下移动，直至利率降至 r^*，收入升至 Y^*，经济处于均衡点 *E*。再如点 *B*，点 *B* 表示货币需求量等于货币供应量，但收入高于均衡水平，存在超额的产品供给，会导致收入下降。收入的下降意味着对货币的需求减少，利率下降，于是，经济沿 *LM* 曲线下移，直到均衡点 *E* 为止。*E* 点决定了两个市场同时均衡时的利率水平与收入水平。

（三）*BP* 曲线与国际收支平衡

IS-LM 曲线基本上是对封闭式经济体系的阐述，没有涉及对外贸易和资本流动。在开放经济条件下，如果加入国际收支（*BP* 曲线）的内容，就发展成了 *IS-LM-BP* 模型，即蒙代尔－弗莱明模型。这也是分析开放经济条件下国内外经济均衡的一个重要的经济模型。

BP 曲线是指国际收支平衡时利率和产出（收入）组合的轨迹，即 *BP* 曲线上的任意一点所代表的利率和产出的组合都可以使当期国际收支均衡，这里的 *BP* 指国际收支差额，即净出口与资本净流出的差额。*BP* 曲线的斜率应处于零与无穷大之间。

凡能影响汇率的因素（如利率、实际国民收入、价格水平等）都会使 *BP* 曲线移动。*IS-LM* 曲线和 *BP* 曲线相交于 *E* 点，表明在 *E* 点，产品市场、货币市场和外汇市场同时处于均衡。*IS-LM-BP* 曲线如图 8-4 所示。

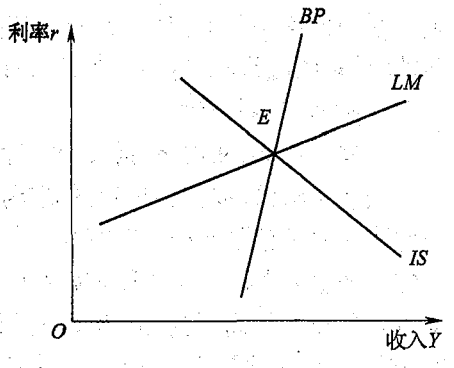


图 8-4 *IS-LM-BP* 曲线

蒙代尔－弗莱明模型解释了小型开放经济的总需求曲线。蒙代尔－弗莱明分析了产品市场、货币市场和外汇市场变动的关系后认为，在固定汇率制和资本完全流动条件下，由于利率和汇率保持相对稳定，货币政策的传递机制，即通过利率变动影响投资，从而影响产出水平的机制，其功能自然会遭到比较严重的削弱，从而货币政策无效；利率稳定可以基本消除财政政策引起的挤出效应，从而实现财政政策的最佳效果。在

浮动汇率制下,货币政策能影响收入,财政政策通常的扩张性影响被通货价值的上升和净出口的下降所抵销。因此,当国家面临的外部冲击主要是国际金融和货币因素的冲击时,固定汇率制应该是较为理想的汇率制度。毕竟在固定汇率制下,国际资本套利活动可以自发化解货币因素的外部冲击,并且使财政政策纠正经济失衡的效果达到最优。货币政策正常潜力的丧失是因为货币供给全部用在了把汇率维持在所宣布的水平上。因此,蒙代尔-弗莱明模型的基本结论是:货币政策与财政政策影响总收入的效力取决于汇率制度。货币政策在固定汇率制下对刺激经济毫无效果,在浮动汇率制下则效果显著;财政政策在固定汇率制下对刺激经济效果显著,在浮动汇率制下效果甚微或毫无效果。

三、货币均衡的实现机制

市场经济条件下货币均衡的实现主要取决于三个条件:①健全的利率机制;②发达的金融市场;③有效的中央银行调控机制。

在市场机制作用下,利率不仅是反映货币供求是否均衡的重要信号,而且对货币供求具有明显的调节功能。因此,货币均衡可以通过利率机制的调节作用而实现。就货币供给而言,当市场利率升高时,一方面,社会公众因持币机会成本加大而减少现金提取,这样会形成现金比率缩小,货币乘数加大,货币供给增加;另一方面,银行因贷款收益增加而减少超额存款准备金来扩大贷款规模,这样会使超额存款准备金率下降,货币乘数变大,相应货币供给增加。所以,利率与货币供应量之间存在着同方向变动关系。就货币需求来说,当市场利率升高时,人们的持币机会成本加大,必然导致人们对金融生息资产需求的增加以及对货币需求的减少。所以利率同货币需求量之间存在反方向的变动关系。

当货币市场上出现均衡利率水平时,货币供应量与货币需求量相等,货币均衡状态便得以实现。当市场均衡利率变化时,货币供应量与货币需求量也会随之变化,最终在新的均衡货币量上实现新的货币均衡。在完全市场经济条件下,货币均衡最主要的实现机制是利率机制。除利率机制之外,还需要有发达的金融市场以及有效的中央银行调控机制。

四、通货膨胀及其治理

通货膨胀通常是指一般物价水平持续普遍的上涨。对于这个定义的理解应包括以下三个方面的内容。①通货膨胀所指的物价水平上涨并非个别商品或劳务价格的上涨,而是指一般物价水平的持续上涨,即全部商品和劳务的加权平均价格的上涨。②在通货膨胀中,一般物价水平的上涨是一定时间内的持续上涨,而不是一次性的、暂时性的上涨。部分商品因季节或自然灾害等原因引起的物价水平上涨和经济萧条后恢复时期的商品价格正常上涨都不能叫作通货膨胀。③通货膨胀所指的物价水平上涨必须超过一定的幅度,轻微的价格波动不是通货膨胀。这个幅度该如何界定,各国有不同的标准,一般说来,物价水平上涨的幅度在2%以内都不被叫作通货膨胀,有些观点则认为只有物价水平上涨幅度超过5%才叫作通货膨胀。

(一)通货膨胀的类型

1. 爬行式、温和式、奔腾式和恶性通货膨胀

按通货膨胀的程度划分,通货膨胀分为爬行式通货膨胀、温和式通货膨胀、奔腾式通货膨胀和恶性通货膨胀四种。爬行式通货膨胀是指一般物价水平年平均上涨率不超过2%~3%,并且在经济生活中没有形成通货膨胀的预期。温和式通货膨胀是一般物价水平年平均上涨率比爬行式通货膨胀高,但发展速度不是很快。奔腾式通货膨胀是一般物价水平年平均上涨率在2位数以上,且发展速度很快。恶性通货膨胀又称超级通货膨胀,是指一般物价水平上涨特别猛烈,且呈加速趋势。此时,货币已完全丧失了价值储藏功能,部分丧失了交易媒介功能,成为

“烫手山芋”,持有者都设法尽快将其花费出去。货币当局如不采取断然措施,货币制度将完全崩溃。

2. 需求拉上型通货膨胀、成本推进型通货膨胀、供求混合推进型和结构型通货膨胀

按通货膨胀的成因划分,通货膨胀分为需求拉上型通货膨胀、成本推进型通货膨胀、供求混合推进型和结构型通货膨胀。在下面分析通货膨胀的成因中具体阐述。

(二)通货膨胀的成因

虽然不同时期发生通货膨胀的原因不同,但从总量上讲,导致通货膨胀的原因主要来自以下四个方面。

(1)需求拉上。需求拉上型通货膨胀是从总需求的角度去解释通货膨胀的,当经济中总需求的扩张超出总供给的增长时,过度总需求就会拉动价格总水平持续上涨,从而引起通货膨胀。由于总需求是经济社会对商品和服务的需求总量,总供给则表现为市场上商品和服务的供给,因此,需求拉上型通货膨胀可以通俗地表述为“过多的货币追求过少的商品”。当出现这种情况时,对商品和服务的需求就超出了现行价格条件下可得到的供给,从而导致一般物价水平的上涨。

(2)成本推进。20世纪70年代后,西方发达国家普遍经历了高失业和高通货膨胀并存的“滞胀”局面。即在经济远未达到充分就业时,一般物价水平就持续上涨,甚至在失业增加的同时,一般物价水平也上升,而需求拉上理论无法解释这种现象。于是许多经济学家转而从供给方面寻找通货膨胀的原因,提出了成本推进理论。

该理论认为,通货膨胀的根源并非总需求过度,而是由总供给方面生产成本上升所引起。在通常情况下,商品的价格是以生产成本为基础加上一定的利润构成的。因此,生产成本上升必然导致一般物价水平上升。

经济学家还进一步分析了促使生产成本上升的原因。在现代经济中有组织的工会对工资成本具有操纵能力。工会要求企业提高工人的工资,迫使工资的增长率超过劳动生产率的增长率,企业则会因人力成本的加大而提高产品价格以转嫁工资成本的上升,而在物价上升后工人又会要求提高工资,再度引起物价上升,形成工资-物价的螺旋上升,从而导致工资成本推进型通货膨胀。垄断性大公司具有对价格的操纵能力,是提高价格水平的重要力量。垄断性大公司为了获取垄断利润会人为地提高产品价格,由此引起利润推进型通货膨胀。在开放经济条件下,汇率变动引起进出口产品和原材料成本上升,以及石油危机、资源枯竭、环境保护政策不当等造成原材料、能源生产成本的提高,这些都是引起成本推进型通货膨胀的原因。

(3)供求混合作用。需求拉上理论撇开供给来分析通货膨胀的成因,而成本推进理论则以总需求给定为前提条件来解释通货膨胀,两者都具有一定的片面性和局限性。尽管理论上可以区分需求拉上型通货膨胀与成本推进型通货膨胀,但在现实生活中,需求拉上的作用与成本推进的作用常常是混合在一起的。因此,人们将这种总供给和总需求共同作用情况下的通货膨胀称为供求混合推进型通货膨胀。实际上,单纯的需求拉上或成本推进往往不可能引起一般物价水平的持续上涨,而总需求和总供给的共同作用往往才会导致一般物价水平持续上涨。

(4)经济结构变化。一些经济学家认为,在没有需求拉上和成本推动的情况下,经济结构、部门结构的因素发生变化,也可能引起一般物价水平的上涨。这种通货膨胀被称为结构型通货膨胀。其基本观点是,由于不同国家的经济部门结构的某些特点,当一些产业和部门在需求方面或成本方面发生变动时,往往会通过部门之间在工资与价格方面相互看齐过程而影响

其他部门,从而导致一般物价水平上涨。

(三)通货膨胀治理的对策

通货膨胀会对社会产生负面影响,如收入分配效应等。大部分人的收入以名义收入,即固定的货币量来衡量,通货膨胀发生时,实际收入降低,产生财富分配效应,即通货膨胀对实物资产和金融资产有不同影响,通货膨胀有利于债务人,而有损于债权人。因此,通货膨胀使生产性投资减少,不利于生产的长期稳定发展,并且破坏社会再生产的正常进行,导致生产过程紊乱。同时,通货膨胀打乱了正常的商品流通秩序。过高的通货膨胀会形成资产价格泡沫,诱发金融危机。综合国内外的一般经验,常见的治理通货膨胀的措施主要有以下四种。

1. 抑制总需求的政策

通货膨胀的一个基本原因在于总需求超过了总供给,因此,政府可以采取抑制总需求的政策来治理通货膨胀。抑制总需求的政策主要包括紧缩性财政政策和紧缩性货币政策。

(1)紧缩性财政政策。紧缩性财政政策直接从限制支出、减少需求等方面来减轻通货膨胀压力,概括地说就是增收节支、减少赤字。一般包括以下三项措施。①减少政府支出。减少政府支出一是削减购买性支出,包括政府投资、行政事业费等;二是削减转移性支出,包括各种福利支出、财政补贴等。减少政府支出可以尽量消除财政赤字,控制总需求的膨胀,消除通货膨胀隐患。②增加税收。增加税收可以直接减少企业和个人的收入,降低投资支出和消费支出,以抑制总需求膨胀。同时,增加税收还可以增加政府收入,减少因财政赤字引起的货币发行。③减少政府转移支付,减少社会福利开支,从而起到抑制个人收入增加的作用。

(2)紧缩性货币政策。通货膨胀是一种货币现象,货币供应量的无限制扩张是引起通货膨胀的重要原因。因此,可以采用紧缩性货币政策来减少社会需求,促使总需求与总供给趋向一致。紧缩性货币政策主要有以下四项措施。①提高法定存款准备金率。中央银行提高法定存款准备金率,降低商业银行创造货币的能力,从而达到紧缩信贷规模、削减投资支出、减少货币供应量的目的。②提高再贷款利率、再贴现率。提高再贷款利率、再贴现率不仅可以抑制商业银行对中央银行的贷款需求,还可以增加商业银行借款成本,迫使商业银行提高贷款利率和贴现率,使企业因贷款成本增加而减少投资,货币供应量也随之减少。提高再贴现率还可以影响公众的预期,达到鼓励增加储蓄、减缓通货膨胀压力的作用。③公开市场卖出业务。公开市场业务是中央银行经常使用的一种货币政策,是指中央银行在公开市场买卖债券以调节货币供应量和利率的一种政策工具。在通货膨胀时期,中央银行一般会在公开市场向商业银行等金融机构出售政府债券,回笼货币,从而达到紧缩信用、减少货币供应量的目的。④直接提高利率。利率的提高会增加信贷资金的使用成本,降低借贷规模,从而达到减少货币供应量的目的。同时,利率的提高还可以增加储蓄存款,减轻通货膨胀压力。

2. 增加供给的政策

通货膨胀通常表现为与货币购买力相比的商品供给不足。因此,在抑制总需求的同时,可以积极运用刺激生产的方法增加供给来治理通货膨胀。倡导这种政策的学派被称为供给学派,这种政策主要包括减税、削减社会福利开支、适当增加货币供给、精简规章制度等。

(1)减税。减税是对某些纳税人、征税对象进行扶持、鼓励或照顾,以减轻其税收负担的一种特殊规定。降低边际税率(指增加的收入中必须向政府纳税的部分所占的百分比),一方面,边际税率的降低提高了人们的工作积极性,增加了劳动供给;另一方面,它提高了储蓄和投资的积极性,增加资本存量。因此,减税可同时降低失业率和增加产量,从而降低和消除由供

给小于需求造成的通货膨胀。

(2)削减社会福利开支。削减社会福利开支是为了激发人们的竞争性和个人创造性,以促进生产的发展,增加有效供给。

(3)适当增加货币供给。适当增加货币供给会降低利率,从而增加投资,增加产量,使价格水平下降,从而抑制通货膨胀。

(4)精简规章制度。精简规章制度就是给企业等微观经济主体松绑,减少政府对企业活动的限制,让企业在市场经济原则下更好地扩大商品和劳务供给。

3. 紧缩性收入政策

确切地说,收入政策应被称为工资-价格政策。紧缩性收入政策主要针对成本推进型通货膨胀,通过对工资和物价的上涨进行直接干预来遏制通货膨胀。从发达国家的经验来看,紧缩性收入政策主要包括工资-物价指导线、以税收为基础的收入政策、工资-价格管制及冻结等。

(1)工资-物价指导线。政府根据长期劳动生产率的平均增长率来确定工资和物价的增长限度,并要求各部门将工资、物价的增长限制在劳动生产率平均增长幅度内。工资-物价指导线是政府估计的货币收入的最大增长限度,每个部门的工资增长率均不得超过这个指导线。只有这样才能维持整个经济中每单位产量的劳动成本的稳定,预定的货币收入增长会使物价水平保持稳定。20世纪60年代美国政府相继实行这种政策,但是由于工资-物价指导线政策以自愿性为原则,仅能进行"说服",而不能以法律强制实行,所以其实际效果并不理想。

(2)以税收为基础的收入政策。政府规定一个恰当的物价和工资增长率,然后运用税收的方式来惩罚物价和工资超过恰当增长率的企业和个人。如果工资和物价的增长保持在规定的幅度内,政府就以减少企业所得税和个人所得税作为奖励。这种形式的收入政策仅仅以最一般的形式被尝试过。例如,1977—1978年,英国工党政府曾经许诺,如果全国的工资适度增长,政府将降低所得税。澳大利亚也于1967—1968年实行过这一政策。

(3)工资-价格管制及冻结。政府颁布法令强行规定工资、物价的上涨幅度,甚至在某些时候暂时将工资和物价加以冻结。这种严厉的管制措施一般在战争时期较为常见,但当通货膨胀非常严重、难以应付时,和平时期的政府也可能求助于它。美国在1971—1974年间就曾实行过工资-价格管制,特别是在1971年,还实行过3个月的工资-价格冻结。

4. 其他治理措施

为治理通货膨胀,一些国家还采取了收入指数化、币制改革等措施。

(1)收入指数化。鉴于通货膨胀现象的普遍性,而遏制通货膨胀又是如此困难,弗里德曼等许多经济学家提出了一种旨在与通货膨胀"和平共处"的适应性政策——收入指数化政策。收入指数化政策是指将工资、利息等各种名义收入部分或全部地与物价指数相联系,使其自动随物价指数的升降而升降。收入指数化政策是针对成本推进型通货膨胀而采取的一种治理通货膨胀的方法,它更大的作用在于降低通货膨胀在收入分配上的影响。

(2)币制改革。为治理通货膨胀而进行的币制改革,是指政府下令废除旧币,发行新币,变更钞票面值,对货币流通秩序采取一系列强硬的保障性措施等。进行币制改革的目的在于增强社会公众对本位币的信心,从而使银行信用得以恢复,存款增加,货币能够重新发挥正常的作用。它一般是针对恶性通货膨胀而采取的措施,当物价上涨已经显示出不可抑制的状态,货币制度和银行体系濒临崩溃时,政府会被迫进行币制改革。历史上,许多国家都曾实行过这

种改革,但这种措施对社会震动较大,须谨慎实行。

五、通货紧缩及其治理

(一)通货紧缩的含义

通货紧缩是与通货膨胀完全相反的一种宏观经济现象。其含义是指一般物价水平的普遍持续下跌,表明单位货币所代表的商品价值在增加,货币在不断地升值。

由于引起通货紧缩的原因不同,通货紧缩还有狭义与广义之分。狭义的通货紧缩是指由于货币供应量的减少或货币供应量的增幅滞后于生产的增幅,对商品和劳务的总需求小于总供给,从而出现一般物价水平的下降。此种通货紧缩出现时,市场银根趋紧,货币流通速度减缓,最终引起经济增长率下降。广义的通货紧缩除包括货币因素外,还包括许多非货币因素,如生产能力过剩、有效需求不足、资产泡沫破坏、新技术的普及和市场开放度的不断加快等,这些因素使商品和劳务价格下降的压力不断增大,从而可能形成一般物价水平的普遍持续下跌。

判断某个时期的物价水平下降是不是通货紧缩,一要看通货膨胀率是否由正变负;二要看这种下降是否持续了一定的时间。在国外,有的观点认为以一年为界,有的观点认为以半年为界。

关于通货紧缩的含义大体有三种观点。第一种观点认为,通货紧缩指一般物价水平的持续下降。第二种观点认为,通货紧缩是一般物价水平持续下跌,货币供应量持续下降,并与经济衰退伴随。第三种观点认为,通货紧缩是经济衰退的货币表现,因而必须具备三个特征:①一般物价水平持续下跌,货币供应量不断下降;②有效需求不足,失业率上升;③经济全面衰退。以上三种观点,尤其是后两种,只是揭示了通货紧缩的程度与后果,但我们不能倒果为因,把经济是否下滑或衰退作为判断通货紧缩是否存在的标准,更不能把通货紧缩当作经济衰退的唯一原因。

(二)通货紧缩的标志

通货紧缩的基本标志应当是一般物价水平的持续下降,但由于物价水平的持续下降有一定时限(一年或半年以上),且通货紧缩还有轻度、中度和严重的程度之分,因此,通货紧缩的标志可以从以下两个方面把握:①价格总水平持续下降。这是通货紧缩的基本标志。②经济增长率持续下降。通货紧缩虽然不是经济衰退的唯一原因,但是,通货紧缩对经济增长的影响是显而易见的。通货紧缩使商品和劳务价格变得越来越便宜,但由于这种价格下降并非源于生产效率的提高以及生产成本的降低,因此,势必减少企业的收入;企业被迫压缩生产规模,又会导致失业;由于通货紧缩,人们对经济前景看淡,反过来又影响投资;投资消费缩减最终导致经济陷入衰退。

(三)治理通货紧缩的政策措施

(1)扩张性财政政策。扩张性财政政策主要包括减税和增加财政支出。减税涉及税法和税收制度的改变,不是一种经常性的调控手段,但在对付较严重的通货紧缩时会被采用。财政支出是指在市场经济条件下,政府为提供公共产品和服务,满足社会共同需要而进行的财政资金的支付。财政支出是总需求的重要组成部分,因此,增加财政支出可以直接增加总需求。同时,增加财政支出还可能通过投资的乘数效应带动私人投资的增加。政府既可增加基础设施的投资和加强技术改造投资,以扩大投资需求,又可通过增发国家机关和企事业单位职工及退休人员的工资,以扩大消费需求。

当然,增加财政支出只是弥补总需求缺口的临时性应急措施:一方面,政府举债能力有限,在国民经济中存在闲置资源时,财政支出虽可以扩大,但闲置资源毕竟有限,实行扩张性财政

政策也要适度，否则财政赤字会超过承受能力，引发通货膨胀；另一方面，扩张性财政政策对经济的带动作用也有限。如果通货紧缩的根本原因是缺乏投资的机会，那么用财政赤字政策来对付通货紧缩，也不能从根本上解决问题，长期扩大低效率和无效率的投资，还会导致经济衰退和通货膨胀并存。

（2）扩张性货币政策。扩张性货币政策有多种方式，如扩大中央银行基础货币的投放、增加对中小金融机构的再贷款、加大公开市场操作的力度、适当下调利率和存款准备金率等。适当增加货币供给，促进信用的进一步扩张，从而使货币供给与经济正常增长对货币的客观需求基本平衡。在保持币值稳定的基础上，对经济增长所必需的货币给予足够供给。

（3）加快产业结构的调整。无论是扩张性财政政策还是扩张性货币政策，其作用都是有限的，因为作为需求管理的宏观经济政策工具，它们的着眼点都是短期的。对于因生产能力过剩等长期因素造成的通货紧缩，短期性的需求管理政策难以从根本上解决问题，当供需矛盾突出时，供需矛盾的背后往往存在结构性的矛盾。因此，要治理通货紧缩，必须对产业结构进行调整，主要是推进产业结构的升级，全面提升产业技术水平，培育新的经济增长点，同时形成新的消费热点。对于生产过剩的部门或行业要控制其生产，减少产量。同时，对其他新兴行业或有发展前景的行业应采取措施鼓励其发展，以增加就业机会。政府通过各种宣传手段增加公众对未来经济发展趋势的信心。

（4）其他措施。除以上措施外，对工资和物价的管制政策也是治理通货紧缩的手段之一。例如，可以在通货紧缩时期制订工资增长计划或限制价格下降，这与通货膨胀时期的工资－物价指导线措施的作用方向是相反的，但作用机理是相同的。另外，通过对股票市场的干预也可以起到一定的作用，如果股票市场呈现牛市走势，则有利于形成乐观的未来预期，同时股票价格的上升使居民金融资产的账面价值上升，产生财富增加效应，也有利于提高居民的边际消费倾向。此外，要完善社会保障体系，建立健全社会保障体系，适当改善国民收入的分配格局，提高中下层居民的收入水平和消费水平，以增加消费需求。

第九章　中央银行与金融监管

第一节　中央银行概述

一、中央银行的产生及独立性

（一）中央银行的产生和发展

当今世界上大多数国家实行中央银行制度。从中央银行的起源和大多数国家设立中央银行的情况看，中央银行制度的建立，大致出于四个方面的需要：①集中货币发行权的需要；②经理或代理国库和为政府筹措资金的需要；③管理金融业（如票据清算和银行最后贷款人）的需要；④国家对社会经济发展实行干预的需要。

中央银行的产生经历了一个漫长的过程。世界上最早设立的中央银行是瑞典银行，它原是1656年由私人创办的欧洲第一家发行银行债券的银行，1668年政府出面将其改组为国家银行。但直到1897年瑞典银行才独占货币发行权，开始履行中央银行职责，成为真正的中央银行。英格兰银行成立于1694年，最初主要替政府募集经费。1833年，英国国会通过法案，规定英格兰银行的纸币为全国唯一的法偿货币。1844年以后，英格兰银行机构分为发行部和业务部，同时将发行钞票与银行业务分开，奠定了现代中央银行组织的模式。此后，英格兰银行运用贴现率来调节货币供应量和信贷量以及金本位制下的资本转移。在19世纪的1847年、1857年和1866年金融危机中，英格兰银行逐步成为银行的“最后贷款人”。至19世纪后期，英格兰银行成为中央银行的典范。因此，它虽然晚于瑞典银行成立，但却被公认为是近代中央银行的鼻祖。英格兰银行的演变过程是典型的中央银行的演变过程。

随着中央银行制度在世界各国日渐普及，中央银行各项职能也不断明确和完善。20世纪30年代经济大危机以后，各国开始强调政府对经济的干预作用，而货币政策与财政政策是政府干预经济的主要工具，中央银行作为货币制度的制定者和实施者，其地位不断巩固和提高。与此同时，政府对中央银行的控制也在加强，一些私有股份制的中央银行被收归国有，中央银行不再是一般意义上的银行。

各国中央银行的产生和发展大体上经由三个途径：①由商业银行转化为中央银行，如英国的英格兰银行、法国的法兰西银行、德国的普鲁士银行；②专门设置的中央银行，如美国联邦储备系统、第二次世界大战前后发展中国家和新独立国家的中央银行；③由综合型银行改革为单一职能的中央银行，如我国的中国人民银行。

（二）中央银行的独立性问题

在市场经济体制下，中央银行的独立性问题就是指在货币政策的决策运作方面，中央银行由法律赋予或者实际拥有的自主程度。中央银行的独立性问题主要与货币政策密切相关，集中反映在中央银行与政府的关系上。如何处理这种关系，可概括为两点：一是中央银行对政府保持独立性；二是中央银行对政府的独立性总是相对的。

中央银行之所以应对政府保持独立性，是因为以下两个方面。①中央银行与政府所处的地位、行为目标不尽相同。经济工作是政府的中心工作，社会问题也是政府关注的重点，而当政治矛盾突出时，政府所要解决的目标则压倒一切。中央银行虽然也应根据政治的、经济的、

社会的总体形势调整自己的工作重点，却有其独特之处，即其全部工作所围绕的中心始终是货币政策所要追求的稳定货币币值这一基本原则和目标。这就使中央银行的行为目标与政府目标难以时时保持全面吻合。②中央银行不同于一般的行政管理机构，无论是制定和执行货币政策，还是确定对金融业实施监管的指导方针，都需要具备必要的专业理论素养和长期的经验积累。例如，在货币政策的决策和实施中，形势的判断、时机的掌握、力度的控制等，均为专业性极高的问题。一般的而非专业的理论素养无论如何高深，一般的而非专业的经验积累无论如何丰富，仅凭普遍原理和普遍经验在这一领域都难以做出科学的、充分的判断和决策。世界上大多数经济学家认为，独立的中央银行可以更自由地专注于保持低通货膨胀。

然而，中央银行的独立性又是相对的，通常是指其在国家总体经济发展战略和目标之下，独立制定、执行货币政策的职能与属性。

中央银行相对独立性一般体现在两个方面。①建立独立的货币发行制度，稳定货币。即中央银行根据国家宏观经济政策、经济发展的客观需要，是否以及多大程度上自行决定货币发行的数量、时间、地区分布及面额比例等。②独立制定和实施货币政策。中央银行独立制定和实施货币政策，政府是否充分尊重中央银行的意见，确保中央银行货币政策发挥实效作用。

一般而言，中央银行相对独立性的保持应遵循两个基本原则：①中央银行应以国家宏观经济目标为出发点制定货币政策，开展相应的政策工具操作；②中央银行应按照金融运行规律，制定和实施货币政策，规避政府短期行为的干扰。

一国赋予中央银行的独立性程度最终是一个政治问题。目前国际上中央银行独立性的模式主要有三种。①独立性强的模式。中央银行直接对国会负责，可以独立制定货币政策及采取相应的措施，政府不得直接对它发布命令、指示，不得干涉货币政策。如果政府与中央银行发生矛盾，要通过协商解决。美国联邦储备系统、曾经的德意志联邦银行（1998 年年底德意志联邦银行将货币政策管理权移交给欧洲中央银行）和欧洲中央银行都属于这一模式。②独立性居中的模式。中央银行名义上隶属于政府，而实际上保持着较大的独立性。有些国家法律规定，财政部直辖中央银行，可以发布指令，事实上并不使用这种权力。中央银行可以独立地制定、执行货币政策。英格兰银行、日本银行属于这一模式。③独立性弱的模式。中央银行接受政府的指令，货币政策的制定及采取的措施要经政府批准，政府有权停止、推迟中央银行决议的执行，如意大利银行、法兰西银行等。

二、中央银行的性质与职能

（一）中央银行的性质

中央银行的性质是指中央银行自身所具有的特殊属性。一般认为，中央银行是在国家金融体系中处于主导地位，代表国家制定和执行货币政策，承担最后贷款人责任，对国民经济进行宏观调控和管理的特殊金融机构，是一个国家的最高货币金融管理机构。

中央银行的性质决定了中央银行在经营运作中不能首先考虑其自身的经济利益，而是要考虑国家的宏观经济问题；中央银行的业务目标不是实现盈利（但它有盈利），而是实现国家的宏观经济目标；中央银行不是一个办理货币信用业务的经济实体，不是经营型银行，而是管理型银行。

（二）中央银行的职能

对于中央银行的职能，传统的表述是发行的银行、银行的银行和国家（政府）的银行。基于宏观审慎政策的日趋完善，本书将该职能表述为发行的银行、银行的银行、政府的银行和管

理金融的银行。

1. 发行的银行

发行的银行是指中央银行垄断货币发行,具有货币发行的特权、独占权,是国家唯一的货币发行机构。中央银行作为发行的银行,具有以下基本职能。

(1)中央银行应根据国民经济发展的客观情况,适时适度发行货币,保持货币供给与流通中货币需求的基本一致,为国民经济稳定持续增长提供良好的货币金融环境。

(2)中央银行应从宏观经济角度控制信用规模,调节货币供应量。中央银行应以稳定货币为前提,适时适度增加货币供给,正确处理好货币稳定与经济增长的关系。

(3)中央银行应根据货币流通需要,适时印刷、铸造或销毁票币,调拨库款,调剂地区间货币分布、货币面额比例,满足流通中货币支取的不同要求。

2. 银行的银行

银行的银行是指中央银行通过办理存、放、汇等各项业务,充当商业银行与其他金融机构的最后贷款人,履行以下职责。

(1)集中保管存款准备金。中央银行根据法律赋权,要求商业银行及有关金融机构依法向中央银行缴存存款准备金。其意义在于:集中存款准备金便于商业银行及有关金融机构相互调剂存款准备金,增强清偿能力,保障存款人的资金安全和商业银行及有关金融机构自身稳定;有助于中央银行调节信用规模、控制全社会货币供应量;为商业银行及有关金融机构非现金结算创造条件;强化中央银行的资金实力。

(2)充当最后贷款人。充当最后贷款人是指中央银行为稳定经济金融运行,向那些面临资金周转困难的商业银行及其他金融机构及时提供贷款,帮助它们渡过难关。中央银行作为最后贷款人提供贷款,通常采取两种形式:一是票据再贴现,即商业银行及其他金融机构把自己持有的已贴现但尚未到期的票据卖给中央银行并由此获得一定现金的业务;二是票据再抵押,即商业银行及其他金融机构为应付急迫的资金需求,把自己持有的票据抵押给中央银行并由此获得一定现金的业务。票据再贴现与再抵押业务的办理,最终使中央银行真正成为商业银行及其他金融机构的信贷中心。

(3)组织全国银行间的清算业务。商业银行间因其客户的债权债务关系而产生的债权债务关系可通过中央银行清算系统采用非现金结算办法予以清算。中央银行是银行业的清算中心。

(4)组织外汇头寸抛补业务。中央银行根据外汇供求状况适时买进卖出外汇,即在商业银行外汇头寸过多时买进外汇,在商业银行外汇头寸不足时卖出外汇。中央银行此举既向商业银行提供了外汇头寸管理便利,又可由此调节外汇市场的外汇供求状况,稳定市场汇率。

3. 政府的银行

政府的银行是指中央银行为政府提供服务。中央银行作为政府的银行具有以下基本职责。

(1)经理或代理国库,即经办或代理政府的财政预算收支,充当政府的出纳。具体职能包括:办理政府预算收入的缴纳、划拨和留用,办理预算支出的拨付,向财政部门反映预算收支情况;协助财政、税收部门收缴库款;办理其他有关国库的事务等。

(2)代理政府金融事务。如代理国债的发行及到期国债的还本付息事宜等。

(3)代表政府参加国际金融组织,出席各种国际性会议,从事国际金融活动,进行金融事务的协调、磋商等。

（4）充当政府金融政策顾问，为国家经济政策的制定提供各种资料、数据和方案等。

（5）为政府提供资金融通，以弥补政府在特定时间内的收支差额。

（6）保管外汇和黄金储备，进行外汇、黄金的买卖和管理。

4. 管理金融的银行

中央银行是管理金融的银行，这是指中央银行作为国家金融体系的核心，致力于货币政策、宏观审慎政策的制定和实施，维持金融体系和金融市场的稳定。中央银行作为管理金融的银行，其职责主要表现在以下四个方面。

（1）制定和实施货币政策，在稳定货币的前提下促进经济增长。

（2）作为国家的最高金融管理机构，执行相关金融行政管理职能，拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度。

（3）作为管理者和重要参与者，管理境内金融市场，确保资金往来合法；运用货币政策工具，影响金融市场利率和融资成本，调节资金供求关系。

（4）建立宏观审慎政策框架，强化金融运行宏观审慎管理；健全金融风险防范、化解和处置机制，维护金融稳定，保障国家金融安全，促进经济社会健康发展。

三、中央银行的业务

（一）中央银行的资产负债表

中央银行的业务活动及其主要职能可以从其资产负债表得到反映。由于各个国家在金融制度、信用方式等方面存在着差异，各国中央银行的资产负债表中的项目及包括的内容不尽相同，但总体结构基本一致。中央银行资产负债表所记载的资产、负债的任何变动，均能反映国民经济的变动情况，见表9-1。就货币供应量的调控而言，中央银行可以通过适时适度变动资产负债规模、结构，使货币供应量作出相应的变动，从而实现其调控目标。所以，分析了解中央银行资产负债表，对理解中央银行货币政策变化及其可能产生的结果十分重要。

表9-1　　中央银行资产负债表

资　产	负　债
国外资产（外汇、黄金） 对金融机构债权 政府债券 其他资产（固定资产等）	通货发行 商业银行等金融机构存款 国库及公共机构存款 其他负债 资本项目
资产项目合计	负债及资本项目合计

中央银行的资产是指中央银行在一定时点所拥有的各种债权，包括国外资产、对金融机构债权、政府债券和其他资产等。

国外资产主要包括外汇和黄金，是中央银行代表国家保管外汇和黄金储备，以及进行适当的外汇和黄金买卖所产生的余额。对金融机构债权是中央银行对商业银行和其他金融机构的贴现与贷款余额。政府债券是中央银行购买的各种不同期限的政府债券余额。通常，许多国家的法律，包括我国，禁止中央银行直接对政府提供贷款。中央银行的其他资产包括固定资产等。

中央银行的负债是指金融机构、政府、个人和其他部门持有的对中央银行的债权,主要包括通货发行、商业银行等金融机构存款、国库及公共机构存款、其他负债等。

通货发行,即货币发行,包括流通中现金(即非银行公共所持现金)和商业银行等金融机构库存现金两部分。中央银行一般是国家通货的唯一发行银行,通货发行是中央银行负债的一个主要项目。商业银行等金融机构存款反映了金融机构在中央银行的存款余额,包括法定存款准备金和超额存款准备金。国库及公共机构存款是中央银行经理或代理国库接受的存款余额。通货发行与商业银行等金融机构的存款准备金之和被称为基础货币,对于一个国家的货币供应总量具有重要影响。其他负债包括外国中央银行和金融机构在中央银行的存款等。资本项目包括中央银行的资本、准备金、未分配利润等。

(二)中央银行的负债业务、资产业务和中间业务

1. 中央银行的负债业务

中央银行的负债业务是中央银行资产业务的基础,其主要有以下三项内容。

(1)货币发行。中央银行依据一定的货币发行制度,遵循一定的货币发行原则,经由不同途径从事货币发行业务。中央银行的货币发行是其调控经济金融运行的重要资金来源。中央银行发行的货币即通常所说的钞票或现金,是基础货币的主要构成部分,是中央银行的最大负债项目之一。

(2)经理或代理国库。中央银行凭借财政部开设于中央银行的专门账户代理财政收入支出,履行经理或代理国库职责,财政金库存款即成为中央银行的重要资金来源之一。

(3)集中存款准备金。中央银行集中商业银行与其他金融机构的存款准备金,旨在满足流动性与清偿能力要求,调控信贷规模和货币供应量,便利资金清算以维护金融体系安全与稳定。

2. 中央银行的资产业务

中央银行的资产业务对其制定和实施货币政策、调控金融运行具有重要作用,其主要有以下五项内容。

(1)贷款。中央银行的贷款对象是商业银行及其他金融机构和政府。中央银行为缓解商业银行及其他金融机构短期资产不足的困难、补充其流动性而对商业银行及其他金融机构发放贷款。中央银行对政府发放弥补资金短期缺口的贷款。

(2)再贴现。中央银行着眼于国民经济宏观调控,依照再贴现条件审查商业银行及其他金融机构的再贴现申请,买进符合条件的票据,并按再贴现率对商业银行及其他金融机构投放货币资金。

(3)证券买卖。中央银行为调控货币供应量,适时地开展公开市场业务,采用直接买卖、回购协议等方式买卖政府中长期债券、国库券等有价证券。

(4)管理国际储备。中央银行为稳定币值、稳定汇价、调节国际收支,保管外汇、黄金等储备资产。

(5)其他资产业务。中央银行在其主要资产业务之外还根据具体情况办理其他类型的资产业务。

3. 中央银行的中间业务

资产清算业务是中央银行的主要中间业务,这类业务主要有以下三项内容。

(1)集中办理票据交换。票据交换工作一般在票据交换所进行,参与票据交换所交换票据的银行均是清算银行或交换银行,它们都必须依据票据交换所有关章程的规定承担一定的

义务(缴纳一定交换保证金、在中央银行开立往来存款账户用以结清交换差额、分摊票据交换有关费用)才能拥有入场交换票据的权利。

(2)结清交换差额。在中央银行开立往来存款账户(独立于法定存款准备金账户)的各清算银行,其票据交换的最后差额即由该账户上资金的增减来结清。

(3)办理异地资金转移。中央银行的资金清算工作既通过其分支机构组织同城票据交换与资金清算,也办理全国范围内的异地资金转移。

四、"双支柱"调控框架

1995年3月颁布的《中国人民银行法》明确我国的货币政策目标是"保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长"。2003年12月修正后的《中国人民银行法》指出:"中国人民银行在国务院领导下,制定和执行货币政策,防范和化解金融风险,维护金融稳定。"1997年和2008年两次金融危机后,宏观审慎政策理论从萌芽到重入视野。2011年,我国正式引入差别准备金动态调整机制,其核心内容是金融机构适当的信贷增速取决于经济增长的合理需要及其自身的资本水平。自2016年起,中国人民银行将差别准备金动态调整机制"升级"为宏观审慎评估体系(MPA)。2017年,党的十九大报告明确提出要"健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架"。

MPA从七大方面对金融机构的行为进行多维度的引导。①资本和杠杆情况,主要通过资本约束金融机构的资产扩张行为,加强风险防范。②资产负债情况,适应金融发展和资产多元化的趋势,从以往盯住狭义贷款转为考察广义信贷(包括贷款、证券及投资、回购等),既关注表内外资产的变化,也纳入对金融机构负债结构的稳健性要求。③流动性情况,鼓励金融机构加强流动性管理,使用稳定的资金来源发展资产业务,提高准备金管理水平,提出流动性覆盖率的要求。④定价行为,评估机构利率定价行为是否符合市场竞争秩序等要求,特别是对非理性利率定价行为作出甄别,体现放开存款利率上限初期对利率市场竞争秩序和商业银行定价行为的高度重视。⑤资产质量情况,鼓励金融机构提升资产质量,加强风险防范。其中包括对同地区、同类型机构不良贷款率的考察。⑥跨境融资风险情况,从跨境融资风险加权余额、跨境融资的币种结构和期限结构等方面综合评估,未雨绸缪加强风险监测和防范。⑦信贷政策执行情况,坚持有扶有控的原则,鼓励金融机构支持国民经济的重点领域和薄弱环节,不断优化信贷结构。

此后,中国人民银行对MPA进行了多次补充完善,本书将在以下的章节进行分述。

第二节 货币政策

一、货币政策概述

(一)货币政策的含义及其特征

1. 货币政策的含义

货币政策是中央银行为实现特定的经济目标而采取的各种控制、调节货币供应量或信用量的方针、政策、措施的总称。其构成要素主要有货币政策目标、实现目标所运用的政策工具和预期达到的政策效果等。从确定目标,运用工具,到实现预期的政策效果,这中间还存在着一些作用环节,其中主要有中介目标和政策传导机制等。

2. 货币政策的基本特征

(1)货币政策是宏观经济政策。货币政策一般涉及的是国民经济运行中的货币供应量、

信用总量、利率、汇率等宏观经济总量问题,而不是银行或厂商等微观经济个体问题。

(2)货币政策是调节社会总需求的政策。在市场经济条件下,社会总需求是指有货币支付能力的总需求。货币政策正是通过货币的供给来调节社会总需求中的投资需求、消费需求、出口需求,并间接地影响社会总供给的变动,从而促进社会总需求与总供给的平衡。

(3)货币政策主要是间接调控政策。货币政策一般不采用或少采用直接的行政手段来调控经济,而主要运用经济手段、法律手段调整"经济人"的经济行为,进而调控经济。

(4)货币政策是长期连续的经济政策。货币政策的最终目标一般是稳定物价、经济增长、充分就业和国际收支平衡,这些都是长期性的政策目标。而货币政策的具体操作和调节措施又具有短期性、实效性的特点。因此,货币政策的各种具体措施是短期的,需要连续操作才能逼近或达到货币政策的最终目标。

3. 货币政策的类型

(1)扩张性货币政策。这是指中央银行通过降低利率,扩大信贷,增加货币供给,从而增加投资,扩大总需求,刺激经济增长的货币政策。其主要采用的措施包括:①降低法定存款准备金率,以提高货币乘数,增加货币供应量;②降低再贴现率,以促使商业银行及其他金融机构增加再贴现,增强对客户的贷款和投资能力,增加货币供应量;③公开市场业务,通过购进证券,增加货币供应量。除以上措施外,中央银行还可用"道义劝告"等方式来影响商业银行及其他金融机构增加放款,以增加货币供应量。

(2)紧缩性货币政策。这是指中央银行通过提高利率,紧缩信贷,减少货币供给,从而抑制投资,压缩总需求,防止经济过热的货币政策。紧缩性货币政策一般采用的措施与扩张性货币政策所采用措施是反向操作。

(3)稳健的货币政策。我国稳健的货币政策是在1997年亚洲金融危机爆发、1998年年初出现有效需求不足和通货紧缩趋势的特殊背景下提出并付诸实施的。从实际运作来看,稳健体现的是对货币政策的原则性规定和对总体趋势的把握,是一种指导思想、方针和理念,而不是针对货币政策操作层面的提法。稳健的货币政策所注重和强调的是货币信贷增长要与国民经济增长大体保持协调关系,但在不同的时期和不同的条件下(如出现通货膨胀或通货紧缩)可以有不同的操作特点和操作方式。也就是说,坚持货币政策的稳健,并不排斥根据经济形势的变化在操作层面灵活地采取适时适度放松或收紧银根的货币政策措施。在新发展阶段,我国稳健的货币政策应更好适应经济高质量发展的需要,更加注重金融服务实体经济的质量和效益,提高金融机构长期支持实体经济的积极性。同时,稳健的货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡,更加灵活精准、合理适度。

(二)金融宏观调控机制

1. 金融宏观调控机制的构成要素

金融宏观调控机制是指中央银行在一定市场环境下通过实施相关货币政策,以实现宏观经济目标,促进经济稳定发展的市场机制及其作用过程。这种市场机制有两层含义,即金融宏观调控的传导机制和调控机制。金融宏观调控的传导机制是指中央银行启动调控工具到政策目标实现的自然过程,它是由机制各要素的内在联动关系所决定的;而金融宏观调控机制正是利用传导机制的内在联动关系,由中央银行运用调控工具有意识地变动货币供给,以期影响某些宏观经济变量,从而实现中央银行政策目标的过程。

金融宏观调控机制的框架和构成要素,以及每一构成要素的功能特性如图9-1所示。

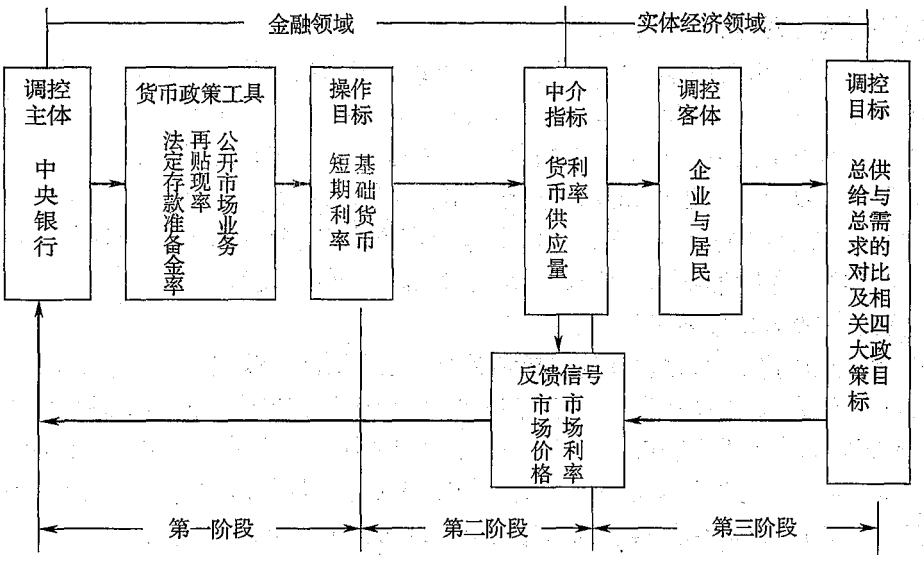


图 9–1 金融宏观调控机制的框架和构成要素

如图 9–1 所示，金融宏观调控机制的构成要素从左至右分述如下。

（1）调控主体：中央银行。现代金融与银行制度是二级体制，其中，中央银行处于国家金融体系的领导和核心地位，其主要任务是制定和实施国家金融政策，并代表国家管理全国金融业。中央银行不是办理货币信用业务的经济实体和经营型银行，而是国家金融管理机构。中央银行的特有职能决定了其在金融宏观调控中处于主体地位。

（2）调控工具：货币政策工具。中央银行通过提高或降低法定存款准备金率、再贴现率，在金融市场上公开卖出或买入证券等来实施紧缩性或扩张性货币政策，调控市场利率或基础货币，影响商业银行和金融市场的行为与态势，间接调控货币供应量，从而改变企业与居民的货币需求预期，调整社会投资与消费的关系，以实现货币政策目标。

（3）操作目标：短期利率与基础货币。短期利率是指资金借贷期限在一年以内的利率，主要表现为货币市场利率，在具体操作中，主要使用银行间同业拆借利率作为操作目标。银行间同业拆借利率的水平和变动情况易受中央银行的控制，并与商业银行信贷行为具有较高的相关性。基础货币是中央银行可以直接控制的影响货币供应量的变量，中央银行通过对基础货币的调整来调控商业银行创造存款货币的能力。

（4）中介指标：利率和货币供应量。利率和货币供应量是中央银行金融宏观调控的间接控制二阶变量，它们会直接影响或形成社会对实际劳务和商品的需求，因此成为中央银行对货币政策最终目标调控的中介指标。中央银行对货币供应量的调控能力，不仅取决于一阶变量基础货币，还取决于商业银行的传导性能、货币乘数机制等。

（5）调控客体：企业与居民。企业与居民是形成社会总需求和总供给对比关系的微观主体，他们不仅决定社会总供求的规模，而且决定总供求的内在结构。中央银行通过调节货币供应量影响社会总供求关系，实际上是在影响企业与居民的投资与消费行为，从而达到金融宏观调控目的。

（6）调控目标：总供给与总需求的对比及相关四大政策目标。中央银行的稳定物价、经济增长、充分就业和国际收支平衡四大政策目标形成于各国长久以来的经济实践。货币政策的宏观调控的实质是间接总量调控政策，中央银行通过调节货币供应量来影响总供求，影响企业

与居民经济行为,间接实现政策目标。

(7)反馈信号:市场利率与市场价格。中央银行将市场利率与市场价格作为观察金融宏观调控实际效应的信号。在产品市场上,总供给大于总需求,产品价格总水平就会下跌;反之,产品价格总水平则会上升。在金融市场上,利率水平也有这样的反应过程。因此,根据市场实际价格对调控预期价格的正负偏离,中央银行就可以采取相应的抑制需求(或增加供给)或刺激需求(或抑制供给)的货币政策。市场利率与市场价格越是能真实反映社会资源的稀缺程度,中央银行对总供求的观察和判断就越准确,决策失误的可能性就越小。

2. 金融宏观调控的领域和阶段

在金融宏观调控中,货币政策的传导和调控过程经历两个领域和三个阶段。

(1)两个领域:金融领域和实体经济领域。货币政策首先改变的是金融领域的货币供给状况,打破原有的货币供求和市场利率状况,按照中央银行货币政策意图建立起新的货币供求状况,是以基础货币变动引起货币供求变动的动态过程。从货币供给变化到实现中央银行的四大政策目标是在实体经济领域实现的,货币供给的变化影响企业与居民的投资与消费,使社会对实际产品的需求和供给发生改变,从旧的均衡走向新的均衡。

(2)三个阶段:第一阶段,中央银行操作货币政策工具对一阶变量基础货币的直接控制;第二阶段,基础货币的变化通过商业银行信贷行为对二阶变量货币供应量产生间接控制作用;第三阶段,再由二阶变量货币供应量变化间接影响实现货币政策最终目标。

二、货币政策的目标与工具

(一)货币政策的最终目标

1. 最终目标体系

制定和实施货币政策的目的是通过调控货币供给来影响社会经济生活,货币政策的作用范围是宏观经济领域,货币政策的目标应该是解决宏观经济问题。一般将货币政策的最终目标确定为以下四个方面。

(1)物价稳定。物价稳定是指在经济运行中物价总水平在短期内不发生显著的波动,进而维持国内币值的稳定。物价总水平能否保持基本稳定,直接关系到国内社会经济生活是否能保持安定这样一个宏观经济问题。因此,物价稳定一般是中央银行货币政策的首要目标,因为没有稳定的物价就意味着没有稳定的市场环境,价格信号失真,经济的不确定性增加,难以做出投资和消费的决策,从而最终影响经济的增长和扩大就业。此外,通货膨胀的再分配效应既会造成收入的不公平分配,也会影响社会的安定。

在现实经济生活中,物价往往随着社会总需求扩大、商品成本的提高以及一些结构性经济因素的影响而呈上涨趋势。因此虽然在理论上还有不同的争论,但从各国货币政策的实际操作来看,基本是以通货膨胀率来衡量物价稳定状态,一般认为物价上涨率在4%以下是比较合理的。

(2)充分就业。充分就业是指有能力并愿意参加工作者,都能在较合理的条件下,随时找到适当的工作。经济学中的充分就业并不等于社会劳动力的100%就业,通常是将两种失业排除在外:一是摩擦性失业,即由短期内劳动力供求失调或季节性因素而造成的失业;二是自愿失业,即工人不愿意接受现行的工资水平而造成的失业。

充分就业作为货币政策最终目标的重要性主要表现在两个方面:一是严重的失业意味着生产资源的闲置和浪费,意味着产出的损失;二是严重的失业是一种社会灾难,必将导致严重的社会不公正,进而危及社会的稳定。

判断中央银行充分就业的政策目标是否实现，一般是以劳动力的失业率来衡量。失业率是指社会的失业人数与愿意就业的劳动力人数之比，失业率的高低反映了充分就业目标的实现与否与实现程度。尽管很难确定失业率低于何种水平才算是充分就业，但西方国家的多数学者认为，失业率在5%以下即为充分就业。近三年来，我国坚持统筹推进疫情防控和经济社会发展，把就业作为最大的民生，2020年年末全国城镇调查失业率为5.2%，2021年年末为5.1%，2022年年末为5.5%。国际劳工组织于2023年1月公布的《世界就业和社会展望：2023年趋势》报告预测，全球失业人数在2023年将小幅上升至2.08亿，全球失业率达到5.8%。

（3）经济增长。经济增长是针对国民经济发展状况而设置的宏观经济目标，其含义是国民生产总值要保持一定的增长速度，不要停滞，更不能出现负增长。这个目标与充分就业目标之间关系密切。因为越接近充分就业，就意味着生产资源越能被充分利用。各国通常将国民生产总值增长率、国民收入增长率、人均国民生产总值增长率、人均国民收入增长率作为衡量经济增长的主要指标。资本量、劳动生产率、投资等因素均会对国家的经济增长产生影响。中央银行作为国家金融管理机构，为实现既定的经济增长目标，可以凭借其所能操纵的各种政策工具，增加货币供给、降低利率水平，以促进投资或者控制通货膨胀，消除不可预测的通货膨胀率变动对投资的影响。

但是，由于世界各国发展阶段及发展条件各不相同，在经济增长的选择上就存在着差异。发展中国家由于经济增长和就业的压力，往往更偏好较高的增长率，对货币政策也会施加支持经济增长的压力。例如，在经济低迷时期，要求中央银行增加货币供应量、降低利率的呼声就会非常高，结果往往造成经济过热、通货膨胀和下一轮的经济萧条的状况。因此，人们对货币政策究竟能在多大程度上促进经济增长一直有争论。目前比较一致的观点是，中央银行的货币政策只能以其所控制的货币政策工具，通过创造和维持一个适宜经济增长的货币金融环境，来促进经济增长。

（4）国际收支平衡。国际收支平衡是国家国际收支中的收入和支出处于基本持平的状态。国际收支平衡可分为静态平衡和动态平衡。静态平衡是指以一个年度周期内的国际收支平衡为目标的平衡，只要年度末的国际收支数额基本持平，就称为平衡。动态平衡是指以一定时期（如3年、5年等）的国际收支平衡为目标的平衡。

在开放型经济中，国际收支是否平衡对一国国内货币供应量与物价产生较大影响。如果出现过大顺差，则会增加国内货币供应量并相对减少该国市场商品供应量，从而使该国市场出现货币供给偏多、商品供应不足的情况，加剧该国商品市场的供求矛盾，导致物价上涨。如果出现过大逆差，则会增多国内商品供应量，在该国国内货币供应量偏少的情况下，就会加剧该国国内商品过剩，可能导致经济增长停滞。因此，在对外贸易额占国民生产总值比重较高的国家，国际收支能否保持平衡也是一个重要的宏观经济问题，需要借助财政政策和货币政策来加以解决。与顺差相比，逆差对经济的不利影响更大，因而各国在调节国际收支的失衡时，重点通常放在减少或清除逆差上。

2. 货币政策最终目标之间的矛盾性

如果能够同时保持物价的稳定、较高的经济增长速度、劳动力充分就业、国际收支基本平衡，当然是宏观经济的最佳状态。但这毕竟只能是一种理想境界，在实际经济生活中难以达到。四个政策目标之间既存在一致性，也存在不协调的方面，政策目标之间的不协调主要表现在以下几个方面。

（1）稳定物价与充分就业之间的矛盾。一般而言，存在较高失业率的国家，中央银行有可

能通过增加货币供应量、扩大信用投放等途径,刺激社会总需求,以减少失业或实现充分就业。但这样往往会在一定程度上导致一般物价水平上涨,诱发或加剧通货膨胀。

新西兰著名经济学家菲利普斯通过研究1861—1957年近百年英国的失业率与物价变动的关系,得出了结论:失业率与通货膨胀率之间存在着一种此消彼长的关系。菲利普斯曲线如图9-2所示。

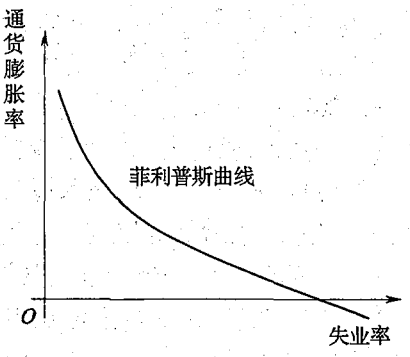


图9-2 菲利普斯曲线

因此,采取减少失业或实现充分就业的政策措施,就可能导致较高的通货膨胀率;反之,为了稳定物价,就往往要以较高的失业率为代价。中央银行在决定货币政策的最终目标时,或者选择失业率较高的稳定物价,或者选择通货膨胀率较高的充分就业,或者在通货膨胀率与失业率的两极间相机抉择,但一般只能在通货膨胀率和失业率的两极间寻求可以接受的平衡点。

(2)稳定物价与经济增长之间的矛盾。经济增长无疑能为稳定物价提供物质基础。但在现实经济生活中,经济增长与稳定物价之间却存在着一定的矛盾:稳定物价要求收紧银根、压缩投资需求、控制货币供应量与信用量;而要使经济有较高的增长速度,则要求增加投资。所以,中央银行难以兼顾经济增长与稳定物价。

(3)稳定物价与国际收支平衡之间的矛盾。在开放经济条件下,一个国家的币值和国际收支都会受到其他国家宏观经济状况的影响。处于通货膨胀中的国家,国内利率往往比较高,容易引起外国资本流入。这样,一方面由于平衡了外汇市场的供求关系,而有利于保持汇率的稳定;另一方面由于资本大量流入弥补了可能发生的贸易逆差,有利于维持国际收支的基本平衡。因此,尽管通货膨胀不利于稳定物价目标,却有利于国际收支平衡目标。

反之,若将抑制通货膨胀、恢复物价的稳定作为货币政策的重点目标,却不一定能够保持国际收支平衡,因为国家的国际收支状况取决于本国与外国两个方面的经济环境。即使本国物价水平维持着较为稳定的状态,但由于外国会发生通货膨胀,将会使本国出口商品的竞争能力减弱,导致本国国际收支逆差问题。

因此,只有在各国保持程度大致相同的物价稳定标准时,稳定物价才有可能与国际收支平衡同时并存,但这样的机会并不常有。

(4)经济增长与国际收支平衡之间的矛盾。由于经济增长带动了进口增加,出口产品面临由于国民收入增加带来的需求,如果进口的增长快于出口的增长,就有可能导致贸易差额的恶化。同时,为了促进经济增长,就需要增加投资,在国内资金来源不足的情况下,外资流入可能会造成资本项目出现顺差。虽然这在一定程度上可以弥补国际收支失衡,但不能确保经济增长与国际收支平衡共存。吸收外资、由资本流入来弥补贸易逆差毕竟是有限的,并且还存在着偿付外债本息的问题。依靠资本流入来弥补经常项目逆差的方式,只能是暂时的,并且所实现的均衡也是非实质性的均衡。

在国际收支发生逆差时,通常要求压制国内的有效需求以减少进口,争取消除逆差,这样有可能会影响国内经济增长速度,导致经济衰退。因此,经济增长与国际收支平衡也很难同时并进。

3. 货币政策目标的组合

中央银行可选择的货币政策目标有三种组合:①侧重于稳定物价目标,期望实现无通货

最新课程押题讲义扫码

膨胀的经济增长；②侧重于经济增长目标，期望实现高通货膨胀率的高经济增长率；③兼顾稳定与增长，期望获得低通货膨胀率的适度经济增长。前两项为政策的单一目标，后一项为政策的双重目标。单一的反通货膨胀政策是以单纯追求物价稳定为目标，为实现物价的稳定可以不惜牺牲经济增长；稳定与增长并重的政策以同时实现较高的经济增长率和稳定的货币环境为目标。

（二）货币政策工具

货币政策工具是指中央银行所采取的、能够通过金融途径影响各经济主体的经济活动，进而实现货币政策目标的经济手段。货币政策工具一般体现为中央银行的业务活动，即作为货币政策工具，一方面应当属于中央银行自身的信用管理业务，另一方面必须能对决定货币供给的主要变量发挥作用。

货币政策工具主要有一般性货币政策工具和其他货币政策工具。一般性货币政策工具也称为货币政策的总量调节工具，是常规性质货币政策工具。它通过调节货币和信贷的供应量影响货币供应量，进而对经济活动的各个方面都产生影响。一般性货币政策工具主要包括被称为中央银行“三大法宝”的存款准备金政策、再贴现政策和公开市场操作。

1. 存款准备金政策

存款准备金政策是指中央银行在法律赋予的权力范围内，规定或调整商业银行及其他金融机构缴存中央银行存款准备金率，以控制商业银行及其他金融机构的信用创造能力，改变货币乘数，间接控制货币供应量的政策。存款准备金政策的主要内容是：①规定存款准备金计提的基础，即需要提交存款准备金的存款的种类和数额；②规定法定存款准备金率，即中央银行依据法律规定对商业银行及其他金融机构的存款提取存款准备金的比例；③规定存款准备金的构成，只能是在中央银行的存款，商业银行及其他金融机构持有的其他资产不能充作存款准备金；④规定存款准备金提取的时间。

存款准备金政策通常被认为是货币政策最猛烈的工具之一。其作用于经济的途径主要有三种。①对货币乘数的影响。货币乘数随法定存款准备金率做反向变化，即法定存款准备金率高，货币乘数则小，银行原始存款创造的派生存款也少；反之则相反。②对超额存款准备金的影响。当降低法定存款准备金率时，即使基础货币和存款准备金总额不发生变化，也等于解冻了一部分存款准备金，转化为超额存款准备金，超额存款准备金的增加使商业银行及其他金融机构的信用扩张能力得到增强；反之则相反。③宣示效果。法定存款准备金率上升，说明信用即将收缩，利率随之上升，公众会自动紧缩对信用的需求；反之则相反。

存款准备金政策作为货币政策工具的优点是：①中央银行具有完全的自主权，在货币政策工具中最易实施；②对货币供应量的作用迅速，一旦确定，各商业银行及其他金融机构必须立即执行；③对松紧信用较公平，一旦变动，能同时影响所有的金融机构。其缺点是：①作用猛烈，缺乏弹性，不宜作为中央银行日常调控货币供给的工具；②政策效果在很大程度上受超额存款准备金的影响。如果商业银行及其他金融机构有大量超额存款准备金，当中央银行提高法定存款准备金率时，商业银行及其他金融机构可将部分超额存款准备金充抵法定存款准备金，而不必收缩信贷。

2. 再贴现政策

再贴现是商业银行及其他金融机构以未到期、合格的客户贴现票据再向中央银行贴现。对中央银行而言，再贴现是买进票据，让渡资金；对商业银行及其他金融机构而言，再贴现是卖出票据，获得资金。再贴现政策是中央银行最早拥有的也是现在主要的一项货币政策工具。

再贴现政策的主要内容有:①调整再贴现率,影响商业银行及其他金融机构借贷中央银行资金的成本;②规定向中央银行申请再贴现的资格,即对再贴现的票据种类和申请机构区别对待,或抑制或扶持,以影响金融机构借入资金的流向。

再贴现作用于经济的途径有三种。①借款成本效果。中央银行通过提高或降低再贴现率来影响金融机构向中央银行借款的成本,从而影响基础货币投放量,进而影响货币供应量和其他经济变量。例如,中央银行认为货币供应量过多时可提高再贴现率,金融机构减少向中央银行借款,中央银行基础货币投放减少,若货币乘数不变,则货币供应量相应减少;金融机构相应提高贷款利率,从而抑制客户对信贷的需求,收缩货币供应量。②宣示效果。中央银行提高再贴现率,表示货币供应量将趋于减少,市场利率将会提高,人们为了避免因利率上升造成的收益减少,可能会自动紧缩所需信用,减少投资和消费需求;反之则相反。③结构调节效果。中央银行不仅可用再贴现影响货币供应量,还可用区别对待的再贴现政策影响信贷结构,贯彻产业政策。例如,中央银行可以规定再贴现票据的种类,以支持或限制不同用途的信贷,促进经济"短线"部门发展,抑制经济"长线"部门扩张;还可以对不同种类的再贴现制定差别再贴现率,以影响各类再贴现的数额,使货币供给结构符合国家产业政策方向。

再贴现作为货币政策工具运用的前提条件包括三个方面。①在金融领域,以票据业务进行融资要成为融资的主要方式之一,这样才能形成一定数量的再贴现票据。没有普遍的客户票据贴现,就不可能有金融机构的再贴现。②金融机构要以再贴现方式向中央银行借款。因为金融机构解决资金短缺的办法不仅是再贴现,还可以出售有价证券、收回贷款、同业拆借等。③再贴现率低于市场利率。再贴现率低于市场利率,则金融机构比较借款成本,愿意向中央银行再贴现。

再贴现政策的优点主要有:①有利于中央银行发挥最后贷款人的作用;②比存款准备金政策的调节更机动、灵活,可调节货币供应量,还可以调节货币供给结构;③以票据融资,风险较小。其缺点主要是,再贴现的主动权在金融机构,而不在中央银行。例如,金融机构可通过其他途径筹资而不依赖于再贴现,这样中央银行就无法运用再贴现来调节货币供应量及其结构。

3. 公开市场操作

公开市场操作指中央银行在金融市场上买卖国债或中央银行票据(也称央行票据)等有价证券,影响基础货币和市场利率的行为。即当金融市场资金缺乏时,中央银行通过公开市场操作买进有价证券,从而投放基础货币,引起货币供应量的增加和利率的下降;当金融市场上资金过多时,中央银行通过公开市场操作卖出有价证券,从而收回基础货币,引起货币供应量的减少和利率的提高。中央银行正是以这种操作来扩张或收缩信用,调节货币供应量,它是目前发达国家运用最多的货币政策工具。

公开市场操作作用于经济的途径有:①通过影响利率来影响经济。中央银行在公开市场上买进证券,形成多头市场,证券价格上升。随之,货币供应扩大,利率下降,刺激投资增加,对经济产生扩张性影响。相反,中央银行在公开市场上卖出证券,则货币供应缩小,利率上升,抑制投资,对经济产生收缩性影响。②通过影响银行存款准备金来影响经济。中央银行若买进银行的证券,则直接增加银行在中央银行的超额存款准备金,银行运用这些超额存款准备金扩大货币供给,刺激经济增长;反之则相反。中央银行若买进一般公众的证券,则增加公众在银行的存款,银行按所增存款计提法定存款准备金后运用剩余部分,货币供给扩大;反之则相反。这两种情况都会导致基础货币增加,从而扩大货币供应量,不过前者作用更大。

运用公开市场操作的前提条件有：①中央银行和银行都须持有相当数量的有价证券；②要有比较发达的金融市场；③信用制度健全。

公开市场操作对买卖证券的时间、地点、种类、数量及对象可以自主、灵活地选择，因此具有以下优点：①主动权在中央银行，不像再贴现政策那样被动；②富有弹性，可对货币进行微调，也可大调，但不会像存款准备金政策那样作用猛烈；③中央银行买卖证券可同时交叉进行，故很容易逆向修正货币政策，可以连续进行，能补充存款准备金、再贴现这两个非连续性政策工具实施前后的效果不足；④根据证券市场供求波动，主动买卖证券，可以起到稳定证券市场的作用。其缺点主要有：①从政策实施到影响最终目标，时滞较长；②干扰其实施效果的因素比存款准备金政策、再贴现政策多，往往带来政策效果的不确定性。

4. 其他货币政策工具

（1）选择性货币政策工具。选择性货币政策工具是中央银行对于某些特殊领域实施调控所采取的措施或手段，可作为一般性货币政策工具的补充，根据需要选择运用。这类工具主要有以下三种。

1）消费者信用控制。这是指中央银行对不动产以外的各种耐用消费品的销售融资予以控制，以抑制或刺激消费需求，进而影响经济。

2）不动产信用控制。这是指中央银行就金融机构对客户购买房地产等方面放款的限制措施，抑制房地产及其他不动产的交易投机。

3）优惠利率。中央银行对国家重点发展的经济部门或产业，如对农业、能源、交通和出口加工业等所采取的优惠措施。

（2）直接信用控制的货币政策工具。直接信用控制是指中央银行以行政命令或其他方式，直接控制金融机构尤其是商业银行的信用活动。具体包括以下四种工具。

1）贷款限额。中央银行可以对各商业银行规定贷款的最高限额，以控制信贷规模和货币供应量；也可规定商业银行某类贷款的最高限额，以控制某些部门发展过热。

2）利率限制。中央银行规定或者影响存款利率的上限、贷款利率的下限，以限制商业银行恶性竞争，避免造成金融混乱、经营不善而破产倒闭。

3）流动性比率。中央银行规定商业银行全部资产中流动性资产所占的比重。商业银行为了达到流动性比率要求，必须缩减长期放款，扩大短期放款和增加应付提现的资产。这样虽然会降低收益率，但提高了安全性，也起到了限制信用扩张、保护存款人利益的作用。

4）直接干预。中央银行直接对商业银行的信贷业务进行合理干预，如限制放款的额度和范围，干涉吸收活期存款，对经营管理不当者拒绝再贴现或采取较高的惩罚性利率等。

（3）间接信用指导的货币政策工具。间接信用指导是指中央银行利用道义劝告、窗口指导等办法间接影响商业银行和其他金融机构的信用创造。间接信用指导的优点是比较灵活，节省费用；但若要充分发挥作用，中央银行必须在金融体系中具有较高的地位、作用和足够的控制信用的法律权力和手段。具体包括以下两种工具。

1）道义劝告。中央银行利用其在金融体系中的特殊地位和作用，以口头或书面的形式对商业银行和其他金融机构发出通告、指示，劝其遵守政策，主动合作。例如，在国际收支出现赤字时劝告金融机构减少对国外贷款，在房地产与证券市场投机盛行时要求商业银行缩减对这两个市场的信贷等。

2）窗口指导。中央银行根据产业行情、物价趋势和金融市场动向，规定商业银行季度贷款的增减额，并“指导”执行。如果商业银行不接受“指导”进行贷款，中央银行可削减对其贷

款的额度,甚至采取停止提供信用等制裁措施。

三、货币政策的传导机制与中介指标

中央银行在确定了货币政策最终目标之后,就要考虑如何运用货币政策工具,最终实现这些目标。这既涉及货币政策传导机制的问题,也与中介指标的选择有关。

(一)货币政策传导机制的理论

货币政策传导机制是指运用货币政策工具或手段影响中介指标,进而对总体经济活动发挥作用的途径和过程。对货币政策传导机制进行分析的理论,主要有凯恩斯学派的货币政策传导机制理论和货币学派的货币政策传导机制理论。

1. 凯恩斯学派的货币政策传导机制理论

该理论最初的思路为:货币政策的作用首先是改变货币市场的均衡,然后改变利率,进而改变实体经济领域的均衡。这个过程可以归纳为:中央银行通过改变货币供应量 M,改变利率 r,而利率的变化则通过资本边际效率的影响使投资 I 以乘数方式变化,而投资的增减则会进一步影响总支出 E 和总收入 Y。这个过程可以直观地用符号表示为:

$$M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow E \rightarrow Y$$

在这个传导机制发挥作用的过程中,关键环节是利率。货币供应量的变动必须首先影响利率的升降,然后通过利率的升降使投资、总支出和总收入发生变化。但上述分析是凯恩斯学派最初的分析,仅仅从局部均衡的角度显示了货币市场对商品市场的初始影响。考虑到货币市场与商品市场的相互作用,凯恩斯学派后来又进行了进一步的分析,即一般均衡分析。其主要内容如下。

(1)假定货币供给增加,如果产出水平不变,利率会相应下降;下降的利率会刺激投资,引起总需求增加,进而推动了产出和收入的相应增加。这是货币市场对商品市场的作用,也是局部均衡分析。

(2)产出和收入的增加,必将引起货币需求的增加,这时如果没有新增加的货币供给,则货币供求中需求相对上升将导致下降的利率回升。这是商品市场对货币市场的作用。

(3)利率的回升,会使总需求减少,产量下降,收入减少。收入的减少引起对货币的需求下降,则利率又会回落。这就是货币市场和商品市场之间往复不断的相互作用。

(4)以上的循环往复最终会逼近一个均衡点,这个点同时满足了货币市场均衡和商品市场均衡两方面的均衡要求。在这个点上,可能是利率较原先的均衡水平低,而产出量较原先的均衡水平高。

凯恩斯学派在货币政策传导机制的问题上,最大的特点就是非常强调利率的作用,认为货币政策在增加国民收入的效果上,主要取决于投资的利率弹性和货币需求的利率弹性。如果投资的利率弹性大,货币需求的利率弹性小,则增加货币供给所能导致的收入增长就会比较大。

2. 货币学派的货币政策传导机制理论

与凯恩斯学派不同,现代货币数量论则强调货币供应量变动直接影响名义收入(y)。用符号表示为:

$$M \rightarrow E \rightarrow I \rightarrow y$$

货币供应量对名义收入的具体影响过程如下所述。

$M \rightarrow E$ 表示货币供应量的变化直接影响支出。其原理如下。

第一,根据货币需求理论,货币需求有其内在的稳定性。

第二,货币需求函数中不包含任何的货币供给因素,因而货币供给的变动不会直接引起货币需求的变化;至于货币供给,在现代货币制度中由中央银行控制,货币学派将其视为外生变量。

第三,当作为外生变量的货币供给改变,例如增大时,由于货币需求并不改变,公众手持货币量会超过他们愿意持有的货币量,即货币供应量大于货币需求量,公众将多余的货币用于购买各种资产,既包括金融资产,也包括实物资产,公众支出增加。

$E \rightarrow I$ 表示的是变化了的支出用于投资的过程,货币学派认为这是对资产结构进行调整的过程。

第一,超过意愿持有的货币即大于既有需求的货币供给,或用于购买金融资产,或用于购买非金融资产,或进行人力资本的投资。这样将改变金融市场、商品市场,乃至人力资本市场的均衡。

第二,货币持有者对金融资产、非金融资产以及人力资本的投资会引起这些资产相对收益率的变动。如果投资金融资产偏多,金融资产市值上涨,收益率相对下降,从而会刺激对非金融资产的需求;如果对非金融资产投资增加,也就是说产业投资增加,那么既可能促使产出增加,也会促使产品价格上涨。

第三,上述过程的结果必然会引起资产结构的调整,而在这一调整过程中,不同资产的收益率又会趋于相对稳定状态。

M 作用于 E,导致资产结构调整,并最终引起名义收入 y 的变动,这一变动究竟能在多大程度上反映实际产量的变化,又有多大比例反映在价格水平上呢?货币学派认为,货币供给在短期内对两方面均可产生影响;但就长期来说,则只会影响物价水平,即货币是中性的。

显然,与凯恩斯学派强调利率在货币政策传导机制中的作用不同,货币学派强调的是货币供应量的作用。货币学派认为,货币政策的影响主要不是通过利率来间接影响投资和收入,而是货币供应量超过了人们的意愿持有量,从而直接影响社会的支出和名义收入。

3. 其他学派的货币政策传导机制理论

西方经济学家对货币政策传导机制的研究,除以上两个学派之外,还有许多不同的理论观点。例如,约翰·格利、爱德华·肖强调金融机构在货币政策传导过程中的作用,认为金融中介机构在信贷供给过程中通过提高储蓄转化为投资的效率而将对整个经济活动产生重大影响。自 20 世纪 80 年代以来,货币政策传导机制研究随信息技术的发展而迅速发展,重新注重金融结构的作用。20 世纪 90 年代以后,对各主要变量的不同看法使西方经济学家在货币政策传导机制的研究中,逐渐形成了新的不同学派。

(二)货币政策的中介目标和操作指标

1. 货币政策的中介目标

(1)货币政策中介目标的含义。货币政策的中介目标又称为货币政策的中介指标、中间目标、中间变量等,它是介于货币政策工具变量(操作目标)和货币政策目标变量(最终目标)之间的变量指标。货币政策目标一经确定,中央银行必须选择相应的中介目标,编制具体贯彻货币政策的中介目标体系,以便实施政策和检查政策的实施效果。

货币政策是实现一定目标的货币供给,其直接作用对象必然是决定货币供给的主要变量。中央银行采取一系列金融宏观调控措施来调控货币供给,改变中央银行能够施以直接影响的中介指标值,进而指导和影响社会经济活动,保证国家的宏观经济目标得以实现。从调控货币供给到影响中介目标的过程则是中央银行调控宏观金融的操作过程。因此,就货币政策的基

本环节而言,工具变量、中间变量和目标变量的设置及相互间的关系,是中央银行金融宏观调控决策的基本内容。

(2)货币政策中介目标选择的标准。理想的货币政策中介目标应符合以下几个要求:必须具有内生性,即必须是反映货币均衡状况或均衡水平的内生变量;必须具有相关性,即它与货币政策最终目标之间密切相关,通过中介目标可作用于最终目标;必须具有可控性,即货币当局通过调控工具,能够对中介目标进行控制或调整;必须具有可测性,即它必须是可计量的因素,并且在金融部门的相关统计资料中,其数量能够及时反映出来。除内生性为货币政策中介目标的内涵要求外,一般将中介目标选择的标准概括为可测性、可控性、相关性。根据上述标准确定的货币政策中介目标通常有两类:一类是总量目标,如货币供应量等;另一类是利率指标,如长期利率等。

2. 货币政策可供选择的中介目标

通常情况下,货币政策的中介目标体系一般包括利率及货币供应量。这些中介目标对货币政策工具的反应和作用于最终目标的过程各不相同,中央银行对它们的控制力度也不一样。

(1)利率。利率作为货币政策的中介目标已经有相当长的历史,因为中央银行能够直接影响利率的变动,而利率变动又能直接、迅速地对经济产生影响,利率资料也容易获取。

利率作为中介目标主要是指中长期利率,这是凯恩斯学派所极力推崇的,20世纪70年代以前被多数西方国家的中央银行采纳。利率作为货币政策中介目标的理由是:①可控性强,中央银行可以直接控制再贴现率,或者通过公开市场业务和再贴现政策调节市场利率;②中央银行在任何时候都能观察到市场利率的水平及结构,可以随时进行分析和调整;③与最终目标的相关性强。凯恩斯学派认为,中长期利率对投资有着显著的影响,对不动产及机器设备的投资尤其如此,因此利率与收入水平直接相关。

凯恩斯学派主张将充分就业作为最终目标,为了达到充分就业,认为货币政策的中介目标应该是利率而不是货币供应量。他们认为,在利率很低的情况下,货币供应量即使很大,也会被公众吸收、储藏,成为休闲货币,掉入"流动性陷阱",对社会经济的影响微不足道。因此,在凯恩斯学派经济思想的影响下,美国等国家过去的传统都是以市场利率为主要的中介目标。

然而,在现实经济生活中,利率具有复杂性、易变性、调整的时滞性,真实利率还具有不易测量的特性,这些都使得利率难以成为理想的中介目标。此外,利率还兼具经济变量和政策变量特性。作为经济变量,利率变动与经济周期顺循环,即经济景气时,利率趋于上升,经济不景气时,利率趋于下降;作为政策变量,利率变动应与社会总需求的变动方向一致,即当社会总需求过高时提高利率,社会总需求不足时降低利率。但是,当前的利率变动是利率作为经济变量的变动,还是作为政策变量的变动,或者在多大程度上是作为经济变量的变动,中央银行对这是很难判断的,这也就决定了中央银行难以知道货币政策的执行效果。总之,以利率作为中介目标,中央银行在实际操作中常常会混淆其政策效果与非政策效果,或者是在政策尚未奏效时就误以为调控成功,或者是难以确定政策是否有效。

(2)货币供应量。货币供应量也称总量目标,这是以弗里德曼为代表的现代货币学派所推崇的中介目标。货币供应量就是流通中的货币量,广义上可分为流通中的现金和银行存款,在世界银行公布的"货币概览"中被分为M0、M1、M2和M3等。货币供应量能够成为货币政策中介目标是因为其符合中介目标的标准。①可测性,它们都分别反映在中央银行、银行业金融机构和非银行金融机构的资产负债表内,可以随时进行量的测算和分析。②可控性,M1和M2虽不由中央银行直接控制,但中央银行可以通过对基础货币的控制、调整存款准备金率及

其他措施间接地对其进行控制。③相关性，在相关性方面货币供应量存在一些问题。因为货币供应量代表当期的社会有效需求总量，对最终目标的实现直接相关。但在M0、M1、M2和M3中，主要是M1和M2中，究竟哪一个指标与最终目标的相关性最强？以货币供应量作为货币政策的中介目标，最大的问题就是指标口径的选择。

现代货币学派认为，利率在货币政策传导机制中并不起重要作用，其更强调货币供应量在整个传导机制中的直接效果，即货币实际余额的变动可直接影响支出和收入，而无须通过利率对投资和收入进行间接传导。鉴于此，现代货币学派以反通货膨胀为货币政策的主要目标。他们提出“单一规则”的货币政策，即将货币供应量M2作为货币政策主要的中介目标，主张把货币供应量增长率与国内生产总值增长率保持在一个固定的比率上。在现代货币学派政策思想影响下，美国联邦储备系统也在1979年以后改为以货币供应量M2为货币政策主要的中介目标。

将货币供应量作为中介目标所面临的问题是：随着金融产品的不断创新，货币的范围在逐渐扩大并有超出中央银行控制的趋势；货币供应量与经济活动之间的稳定关系也在逐渐破裂，例如，金融资产的财富效应会刺激人们的需求欲望，导致总需求的扩大，而这是中央银行无法控制的。

3. 货币政策的操作指标

操作指标也称近期目标、操作目标，介于货币政策工具和中介目标之间。从货币政策发挥作用的全过程来看，操作指标离货币政策工具最近，是货币政策工具直接作用的对象，随工具变量的改变而迅速改变。中央银行正是借助货币政策工具作用于操作指标，进而影响中介目标并实现货币政策的最终目标。

操作指标的选择同样要符合可测性、可控性和相关性三个标准。除此之外，操作指标的选择在很大程度上还取决于中介目标的选择。具体而言，如果以总量指标为中介目标，则操作指标也应该选取总量指标；如果以利率为中介目标，则操作指标的选择就应该以利率指标为宜。从主要工业化国家中央银行的操作实践来看，被选作操作指标的主要有短期利率、基础货币和银行体系的存款准备金率。

（1）短期利率。短期的市场利率是指能够反映市场短期资金供求状况、变动灵活的利率。在具体操作中，主要使用银行间同业拆借利率。中央银行将其作为货币政策的操作指标，是因为银行间同业拆借利率的水平和变动情况很容易就可以得到，因此它的可测性很好。中央银行调控短期利率的手段是公开市场操作和再贴现，具有较强的灵活性。但其作为操作指标存在的最大问题是利率对经济产生作用存在时滞，同时，因为其是顺经济周期的，容易形成货币供给的周期性膨胀和紧缩。

（2）基础货币。基础货币是指处于流通领域为公众所持有的现金和金融机构所持有的准备金总和。从数量关系上说，货币供应量等于基础货币与货币乘数之积。因此，基础货币的增加或减少，是货币供应量倍数伸缩的基础。

基础货币是比较理想的操作指标。①从可测性来看，基础货币为中央银行资产负债表上的负债，其数量大小可随时在中央银行的资产负债表上反映出来，中央银行很容易获得相关数据。②从可控性来看，基础货币中的现金，其数量是由中央银行直接控制的；金融机构的准备金总量则取决于中央银行货币政策工具的操作，因而具有较强的可控性。③从相关性来看，中央银行通过对基础货币的操控，一方面能使金融机构及社会大众调整其资产构成，改变货币乘数；另一方面通过基础货币的变化直接影响货币供应总量，从而影响市场利率、价格以及国民

收入,实现货币政策的最终目标。

(3)存款准备金率。存款准备金率也可以当作货币政策的操作指标,因为存款准备金率的变动一般较容易为中央银行测度、控制,并对货币政策最终目标的实现产生影响。

第一,就可测性而言,无论是法定存款准备金还是超额存款准备金,中央银行从自己的统计报表中就可以很方便地得到或者通过估测得到。

第二,中央银行可以通过公开市场业务、再贷款政策和对存款准备金率的调整,保证准备金的可控性。

第三,关于相关性,因为基础货币由流通中的现金和银行准备金组成,通过调控银行准备金就可以改变基础货币,从而改变货币供应量。

尽管如此,由于准备金中超额存款准备金部分决定着银行体系的信贷扩张能力,而超额存款准备金的大小,取决于银行的贷款意愿,不由中央银行决定。从这个意义上说,中央银行对货币政策目标的控制能力是有限的。

四、我国的货币政策

(一)我国的货币政策目标

在我国金融界,关于货币政策目标选择曾存在单一目标论、双重目标论和多元目标论等多种观点。

1. 单一目标论

单一目标论又分为两派意见:一派主张单一经济增长,一派主张单一稳定币值。但多数学者主张将稳定币值作为货币政策的唯一目标,并且从不同角度对此进行了论证。有的学者从历史的角度论证,认为世界各国的经济历史证明,只有在币值稳定的环境中才能使整个社会经济正常运行并保持经济的长期持续增长,因此货币政策的多重目标向稳定币值的单一目标转变,这已成为当今世界各国的共同趋势。

2. 双重目标论

双重目标论认为,货币政策应同时兼顾经济增长和稳定币值的要求,不能偏废。有学者认为,单一目标在中国目前条件下很难做到,中央银行在以稳定币值为首要目标的同时,不得不兼顾经济增长目标。

3. 多元目标论

多元目标论认为,随着我国改革的深化和开放的扩大,失业问题越来越严重,国际收支对经济的影响也越来越大,因此,货币政策最终目标除物价稳定、经济增长外,还应包括充分就业和国际收支平衡。由于多重目标之间的矛盾是显而易见的,这种理论在学者中响应者极少,反驳者很多。事实上,大部分国家都避免推行多重目标的货币政策,以免影响政策的公信力。

《中国人民银行法》对我国货币政策目标的表述是,保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。在我国多年的金融宏观调控实践中,我国货币政策目标实际上是以防通货膨胀为主的多目标制。在"保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长"的法律规定下有很大的相机抉择的余地。

(二)我国的货币政策工具

《中国人民银行法》规定,中国人民银行为执行货币政策,可以运用下列货币政策工具:①要求银行业金融机构按照规定的比例交存存款准备金;②确定中央银行基准利率;③为在中国人民银行开立账户的银行业金融机构办理再贴现;④向商业银行提供贷款;⑤在公开市场买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇;⑥国务院确定的其他货币政策工具。因此,我国货币政策工具主要有存款准备金、再贴现与再贷款、公开市场操作和利率工具等。除以上

外,我国近年还创设了一些新的货币政策工具。

1.一般性的货币政策工具

(1)存款准备金。存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金,金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。我国建立存款准备金制度是从1984年开始的,当时设置了极高的法定存款准备金率。从1998年3月21日起,中国人民银行对原有存款准备金制度进行改革,主要内容包括:①调整金融机构一般存款范围,将金融机构代理中国人民银行财政性存款中的机关团体存款、财政预算外存款,划为金融机构一般存款;金融机构按规定比例将一般存款的一部分作为法定存款准备金存入中国人民银行;②将各金融机构在中国人民银行的"缴来一般存款"和"备付金存款"两个账户合并,称为"准备金存款"账户;③法定存款准备金率从当时的13%下调到8%,准备金存款账户超额部分的总量及分布由各金融机构自行确定;④对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核。此次改革使我国的存款准备金成为真正意义上的货币政策工具。

从2004年4月25日起,中国人民银行决定实行差别存款准备金率制度。金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。金融机构资本充足率越低、不良贷款比率越高,适用的存款准备金率就越高;反之,金融机构资本充足率越高、不良贷款比率越低,适用的存款准备金率就越低。差别存款准备金率制度主要包括四个方面内容。①确定差别存款准备金率的主要依据。②差别存款准备金率制度的实施对象为存款类金融机构。③确定差别存款准备金率的方法。根据资本充足率等指标对金融机构质量状况进行分类;根据宏观调控的需要,在一定区间内设若干档次,确定各类金融机构所适用的差别存款准备金率。④调整存款准备金率的操作。中国人民银行定期根据国务院银行业监督管理机构统计的金融机构法人上年度平均资本充足率和不良贷款比率等指标,对金融机构存款准备金率进行调整。在个别金融机构出现重大违规、风险问题以及支付清算问题时,中国人民银行会商国务院银行业监督管理机构及时调整其存款准备金率。差别存款准备金率制度的整体框架和扶优限劣的激励机制既为金融企业改革提出明确的方向和可操作的标准,也为完善货币政策传导机制、提高货币政策有效性奠定了基础。

2014年4月起,中国人民银行多次实施"定向降准",定向降低符合相关要求的县域农村商业银行、县域农村合作银行、农村合作社、村镇银行、中国农业发展银行、财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司等金融机构的法定存款准备金率,以降低"三农"、小微企业等的融资成本,鼓励金融机构将更多的资金配置到实体经济中需要支持的行业和领域,促进经济发展、结构调整和转型升级。

为进一步完善存款准备金制度,优化货币政策传导机制,增强金融机构流动性管理的灵活性,中国人民银行自2015年9月起改革存款准备金考核制度,由此前的时点法改为平均法考核。即维持期内,金融机构按法人存入的存款准备金日终余额算术平均值与存款准备金考核基数之比,不得低于法定存款准备金率。同时,为促进金融机构稳健经营,存款准备金考核设每日下限。即维持期内每日营业终了时,金融机构按法人存入的存款准备金日终余额与存款准备金考核基数之比,可以低于法定存款准备金率,但幅度在1个(含)百分点以内。

自2016年1月起,中国人民银行对境外金融机构在境内金融机构存款执行正常存款准备金率政策,这是对我国存款准备金制度的进一步完善。

为进一步完善平均法考核存款准备金,增强金融机构流动性管理的灵活性,中国人民银行自2016年7月15日起,将人民币存款准备金的考核基数由考核期末一般存款时点数调整为

考核期内一般存款日终余额的算术平均值。同时,按季交纳存款准备金的境外人民币业务参加行存放境内代理行人民币存款,其缴存基数也调整为上季度境外参加行人民币存放日终余额的算术平均值。

2019年5月,中国人民银行将服务县域的农村商业银行存款准备金率与农村信用社存款准备金率并档,由此确立了我国存款准备金制度"三档两优"的新框架。其中,"三档"是指根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等,存款准备金率设为三个基准档:第一档是大型银行(包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行和中国邮政储蓄银行6家商业银行)存款准备金率,相对较高,体现防范系统性风险和维护金融稳定的要求;第二档是中型银行(主要包括股份制商业银行和城市商业银行)存款准备金率,较第一档略低;第三档是小型银行(包括农村信用社、农村合作银行、村镇银行和服务县域的农村商业银行)存款准备金率,较第二档又有明显降低。"两优"是指在三个基准档的基础上还有两项优惠:一是第一档和第二档银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的,可享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠;二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的,可享受1个百分点存款准备金率优惠。"三档两优"存款准备金制度框架兼顾了防范金融风险和服务实体经济,特别是服务小微企业的要求,有利于优化结构,对金融机构的引导作用更明确,可操作性更强。

为加强金融机构外汇流动性管理,中国人民银行决定,自2021年12月15日起,上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点,即外汇存款准备金率提高到9%。中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。

尽管调整法定存款准备金率被认为是不宜常用的货币政策工具,但由于我国金融市场发育程度的欠缺,中国人民银行使用这一工具的频率和力度还是较高的,尤其在2005年后,调整法定存款准备金率成为中国人民银行进行流动性对冲管理的重要工具。

(2)再贴现与再贷款。中国人民银行通过适时调整再贴现总量及利率,明确再贴现票据选择,达到吞吐基础货币和实施金融宏观调控的目的,同时发挥调整信贷结构的功能。自1986年中国人民银行在上海等中心城市开始试办再贴现业务以来,再贴现业务经历了试点、推广到规范发展的过程。1995年颁布的《中国人民银行法》明确规定,中国人民银行可以利用再贴现政策进行宏观调控。1998年之后,中国人民银行出台了一系列改革、完善商业汇票和再贴现管理的政策,使再贴现率成为中央银行独立的基准利率,为再贴现率发挥传导货币政策信号的作用创造了条件。2008年之后,为有效发挥再贴现促进结构调整、引导资金流向的作用,中国人民银行进一步完善再贴现管理:适当增加再贴现转授权窗口,以便金融机构尤其是地方中小金融机构法人申请办理再贴现;适当扩大再贴现的对象和机构范围,存款类外资金融机构法人、存款类新型农村金融机构,以及企业集团财务公司等非银行金融机构均可申请再贴现;推广使用商业承兑汇票,促进商业信用票据化;通过票据选择明确再贴现支持的重点,对涉农票据,县域企业和金融机构及中小金融机构签发、承兑、持有的票据优先办理再贴现;进一步明确再贴现可采取回购和买断两种方式,提高业务效率。2020年7月1日,中国人民银行下调再贴现率0.25个百分点,再贴现率保持在2%的水平。

再贷款是中国人民银行对金融机构贷款的基本形式。中国人民银行通过适时调整再贷款的总量及利率,吞吐基础货币,促进实现货币信贷总量调控目标,合理引导资金流向和信贷投向。自1984年中国人民银行专门行使中央银行职能以来,再贷款一直是中国人民银行的重要

货币政策工具。近年来，为适应金融宏观调控方式由直接调控转向间接调控，再贷款占基础货币投放的比重逐步下降，结构和投向发生重要变化。新增再贷款主要用于促进信贷结构调整，引导扩大县域和“三农”信贷投放。2014年4月，中国人民银行创设抵押补充贷款（pledged supplementary lending，PSL），发放对象为国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行，主要服务于棚户区改造、重大水利工程、“走出去”等重点领域。2015年10月，中国人民银行决定在上海等9省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，以信贷资产质押方式发放信贷政策支持再贷款。2015年12月，《中国人民银行支农再贷款管理办法》规范了支农再贷款管理，明确了支农再贷款发放对象、申请、发放与收回、管理、监督等事项，引导地方法人金融机构扩大涉农信贷投放，降低“三农”融资成本。2016年3月，《中国人民银行关于开办扶贫再贷款业务的通知》创设扶贫再贷款，专门用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大贫困地区涉农信贷投放，降低贫困地区融资成本，为打赢脱贫攻坚战提供了有力金融支持。2019年4月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，将支小再贷款政策适用范围扩大到符合条件的中小银行（含新型互联网银行）。2020年1月，《中国人民银行关于发放专项再贷款　支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》发布，专门安排3000亿元专项再贷款，支持金融机构向重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率信贷支持。

（3）公开市场操作。我国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作于1994年3月启动，人民币公开市场操作于1998年5月恢复，规模逐步扩大。1999年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作的重要工具，对调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极的作用。中国人民银行从1998年开始建立公开市场业务一级交易商制度，选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象。近年来，公开市场业务一级交易商制度不断完善，先后建立了一级交易商考评调整机制、信息报告制度等相关管理制度，一级交易商的机构类别也从商业银行扩展至证券公司等其他金融机构。

从交易品种看，中国人民银行公开市场操作债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行央行票据三种。其中回购交易分为正回购和逆回购两种：正回购是指中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，是中国人民银行从市场收回流动性的操作，正回购到期则为向市场投放流动性的操作；逆回购是指中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给原一级交易商的交易行为，为中国人民银行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为从市场收回流动性的操作。现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为中国人民银行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为中国人民银行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。央行票据即中国人民银行发行的短期债券，通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。

央行票据由中国人民银行在银行间市场通过中国人民银行债券发行系统采用价格招标的方式贴现发行，发行的对象是公开市场业务一级交易商。央行票据在不同的历史时期持续发挥着重要作用。2002—2011年，在外汇持续大量流入的背景下，为避免银行体系流动性过于宽松，中国人民银行创设并发行央行票据，配合法定存款准备金率等工具有效回笼过剩流动性，为市场提供了合适的短期限流动性管理工具，促进了中国货币市场、债券市场的发展。2013年之后，随着外汇形势的改变，央行票据暂时退出公开市场操作。2015年10月，

中国人民银行采用簿记建档方式在伦敦成功发行50亿元人民币央行票据,这是中国人民银行首次在中国以外地区发行以人民币计价的央行票据。自2018年11月起,中国人民银行逐步建立起在我国香港发行人民币央行票据的常态机制,以相对稳定的频率,通过香港金融管理局债务工具中央结算系统面向离岸市场投资者招标发行1个月、3个月、6个月和1年等期限品种的央行票据。香港人民币央行票据的稳定持续发行,对丰富香港市场高信用等级人民币投资产品和人民币流动性管理工具、加强离岸人民币流动性管理、满足离岸市场投资者需求、完善离岸人民币收益率曲线、促进离岸人民币货币市场发展、带动其他发行主体在离岸市场发行人民币债券、推动人民币国际化等都具有重要意义。

2. 创新性的货币工具

根据货币调控需要,近年来,中国人民银行不断开展公开市场业务工具创新。2013年,立足现有货币政策操作框架并借鉴国际经验,中国人民银行创设了短期流动性调节工具(short-term liquidity operations, SLO),作为公开市场常规操作的必要补充,在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。这一工具的及时创设,既有利于中央银行有效调节市场短期资金供给,熨平市场资金供求大幅波动,促进金融市场平稳运行,也有助于稳定市场预期和有效防范金融风险。

(1)常备借贷便利。从国际经验看,中央银行通常综合运用常备借贷便利(standing lending facility, SLF)和公开市场操作两大类货币政策工具管理流动性。常备借贷便利的主要特点是:①由金融机构主动发起,金融机构可根据自身流动性需求申请常备借贷便利;②常备借贷便利是中央银行与金融机构"一对一"交易,针对性强;③常备借贷便利的交易对手覆盖面广,通常覆盖存款类金融机构。中国人民银行在2013年年初正式创设常备借贷便利,作为正常的流动性供给渠道,主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求,对象主要为政策性银行和全国性商业银行,期限为1~3个月。

(2)中期借贷便利。为保持银行体系流动性总体平稳适度,支持货币信贷合理增长,中央银行需要根据流动性需求的期限、主体和用途不断丰富和完善工具组合,以进一步提高调控的灵活性、针对性和有效性。2014年9月,中国人民银行创设中期借贷便利(medium-term lending facility, MLF),向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行提供中期基础货币。中期借贷便利以质押方式发放,合格质押品包括国债、央行票据、政策性金融债券、高等级信用债等优质债券。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用,利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。总体来看,在外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓的情况下,中期借贷便利起到了主动补充基础货币的作用,有利于引导货币信贷和社会融资稳定增长。

(3)临时流动性便利。为保障春节前现金投放的集中性需求,促进银行体系流动性和货币市场平稳运行,中国人民银行于2017年1月创设临时流动性便利(temporary liquidity facilities, TLF),为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供临时流动性支持,操作期限28天,资金成本与同期限公开市场操作利率大致相同。这一操作可通过市场机制更有效地实现流动性的传导,实现中央银行应对季节性因素的精准调控。

(4)临时准备金动用安排。为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求,促进货币市场平稳运行,支持金融机构做好春节前后的各项金融服务,2017年12月,中国人民银行决定建立临时准备金动用安排。在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时,可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金,使用期限为

30天。临时准备金动用安排与临时流动性便利相类似，是中央银行提供的临时流动性支持。临时准备金动用安排是通过调整存款准备金率来释放流动性，且操作范围被扩大至全国性商业银行，而临时流动性便利的操作对象仅为在现金投放中占比高的几家大型商业银行。

（5）民营企业债券融资支持工具。为贯彻落实党中央、国务院支持民营经济发展的重要指示精神，2018年10月，按照法治化、市场化原则，中国人民银行引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。民营企业债券融资支持工具由中国人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。同时，中国人民银行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等手段，支持民营企业债券融资。

（6）定向中期借贷便利。为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，2018年12月，中国人民银行决定创设定向中期借贷便利（targeted medium-term lending facility，TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金。支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。定向中期借贷便利资金可使用三年，操作利率比中期借贷便利利率优惠15个基点。

（7）央行票据互换工具。为保障金融支持实体经济的可持续性，提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，2019年1月，中国人民银行宣布创设央行票据互换工具（central bank bills swap，CBS），为银行发行永续债提供流动性支持，并将合格的银行永续债纳入中央银行担保品范围，主体评级不低于AA级的银行永续债可作为中期借贷便利、定向中期借贷便利、常备借贷便利和再贷款的合格担保品。央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互相换回债券。央行票据互换操作的期限原则上不超过3年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易。目前，央行票据互换操作可接受满足以下条件的银行发行的永续债：①最新季度末的资本充足率不低于8%；②最新季度末以逾期90天贷款计算的不良贷款率不高于5%；③最近三年累计不亏损；④最新季度末资产规模不低于2000亿元；⑤补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

（8）普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策及其转换。为贯彻党中央、国务院关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展的决策部署，中国人民银行会同中国银行保险监督管理委员会等有关部门在2020年6月出台普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策，精准缓解小微企业到期还款压力，对稳企业保就业工作提供了有力的金融支持。2020年年末，将普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至2021年3月31日；对于2021年1月1日至3月31日期间到期的普惠小微企业贷款（包括单户授信1000万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款），按市场化原则“应延尽延”，由银行和企业自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。2021年3月，中国人民银行又进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策，实施期限至2021年年底。2021年年末，中国人民银行发布通知，将上述两项货币政策工具转换为市场化政策工具。普惠小微企业贷款延期支持工具由中国人民银行通过货币政策操作，向城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行和民营银行等

6类地方法人银行提供资金,资金金额按照普惠小微贷款余额季度环比增量的1%确定,按季审核发放,以此推动普惠小微贷款余额持续增长。普惠小微企业信用贷款则纳入支农支小再贷款管理,支农支小再贷款是结构性货币政策工具。

(三)近年来我国货币政策的主要实施情况

2008年全球金融危机后,许多国家的经济除总量问题外,结构性问题凸显,特别是2019年年底以后结构性失衡加剧,如金融领域流动性充裕与部分市场主体融资难、融资贵之间的矛盾。为解决这种结构性问题,主要发达经济体先后推出系列结构性货币政策。我国则主要围绕支持普惠金融、绿色发展、科技创新等国民经济重点领域和薄弱环节,服务经济高质量发展,逐步构建了适合我国国情的结构性货币政策工具体系和"金融机构独立放贷、台账管理,中国人民银行事后报销、总量限额,相关部门明确用途、随机抽查"的机制。另外还有碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款等,均属于阶段性工具。目前存续的结构性货币政策工具可从以下三个维度划分。一是长期性工具和阶段性工具。长期性工具主要服务于普惠金融长效机制建设,包括支农支小再贷款和再贴现。阶段性工具有明确的实施期限或退出安排,除支农支小再贷款和再贴现之外的其他结构性货币政策工具均为阶段性工具。二是总行管理的工具和分支行管理的工具。中国人民银行总行管理的主要是阶段性工具,特点是面向全国性金融机构、"快进快出",确保政策高效落地、及时退出。阶段性工具中除普惠小微贷款支持工具之外均为总行管理的工具。分支行管理的主要是长期性工具,如支农支小再贷款和再贴现,也有阶段性工具,如普惠小微贷款支持工具,特点是面向地方法人金融机构,确保政策贴近基层和普惠性。三是提供再贷款资金的工具和提供激励资金的工具。提供再贷款资金的工具要求金融机构先对特定领域和行业提供信贷支持,中国人民银行再根据金融机构的信贷发放量的一定比例予以再贷款资金支持,结构性货币政策工具中除普惠小微贷款支持工具之外均采取这一模式。提供激励资金的工具要求金融机构持续对特定领域和行业提供信贷支持,中国人民银行再根据金融机构的信贷余额增量的一定比例予以激励资金,目前普惠小微贷款支持工具采取这一模式。

另外,为应对2008年全球金融危机,我国在2009年和2010年连续两年实施了适度扩张性货币政策,以保持银行体系流动性充裕,加大金融支持经济发展的力度。从2011年起,我国开始实施稳健的货币政策,并一直延续至今。虽然其间受宏观经济形势变化的影响,货币政策在不同阶段的实际操作中有"稳中偏紧""稳中趋松""稳健中性""松紧适度""灵活适度"等不同取向,但稳健的总基调始终不变。

在具体实践中,中国人民银行根据国内外经济金融形势,瞄准经济运行中的突出问题,围绕宏观调控要求,坚持实施稳健的货币政策,积极推动货币政策从数量型向价格型转型,不断创新和完善货币政策工具,疏通政策传导机制,提升货币政策效能。同时,注重根据形势变化把握好货币政策调控的节奏、力度和工具组合,加强定向调控、区间调控、相机调控,适时适度进行预调微调,着力提高货币政策的前瞻性、针对性、精准性、灵活性和有效性。在实施调控的过程中,注重运用逆周期调节工具,调节好货币闸门,保持金融体系流动性合理充裕,有效引导市场预期,引导金融机构加大对实体经济特别是中小微企业、民营企业、"三农"、科技创新企业、高端制造业、国家重点项目等国民经济重点领域和经济薄弱环节的资金支持,加大金融支持经济发展方式转变、经济结构调整和转型升级、创新发展的力度,抑制资产泡沫,防止资金"脱实向虚",牢牢守住不发生系统性金融风险的底线,对我国经济金融健康发展、保障经济金

融预期目标顺利实现起到了积极的促进作用。

下一阶段，中国人民银行将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，按照党中央、国务院决策部署，立足于“十四五”规划和2035年远景目标，适应新发展阶段，贯彻新发展理念，以创新直达实体经济的货币政策工具为重要抓手，强化金融有效支持实体经济的体制机制，推动构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

第三节 宏观审慎政策

一、宏观审慎政策及其基本内涵

（一）宏观审慎政策的发展演变

在传统的国际金融监管实践中，监管重心长期停留在金融机构的微观审慎经营方面，主要是从微观角度关注个体金融行为的风险而不是整个金融体系总的风险。宏观审慎框架概念由库克委员会于1979年首次提出。国际货币基金组织于2001年提出了金融稳健指标体系的初步方案和框架，并于2003年基本完成了金融稳健指标体系的起草工作，但整体推进依然较为缓慢。

2008年的全球金融危机中断了世界经济持续三十多年的黄金增长期，危机的迅速蔓延及其所产生的巨大危害，使各国货币当局进一步认识到建立宏观审慎政策框架、强化金融运行宏观审慎管理的必要性和重要性。各国在反思金融危机教训时逐步认识到，传统的金融监管由于缺乏从宏观的、逆周期的视角采取有效措施，忽略了风险的跨机构、跨市场传播，导致金融体系和市场剧烈波动，成为触发金融危机的重要原因，而宏观审慎政策则是弥补原有监管体制缺陷与不足的重要选择。因此，要加强对金融机构和金融市场杠杆水平宏观的、逆周期的、跨市场的调节作用，以有效抑制金融风险的产生、暴露和传导，防止金融失衡不断扩大，防范系统性金融风险，维护金融体系稳定，推动金融业良性发展，就需要建立和完善宏观审慎政策框架体系。

可以说，重视并不断强化宏观审慎管理是国际社会对2008年全球金融危机进行深刻反思的一大成果。危机之后，世界各主要经济体的金融监管开始从以微观审慎为主导转向宏观微观审慎相结合，强化宏观审慎日益成为共识，构建和完善宏观审慎政策体系成了不少国家中央银行防范系统性风险、维护金融稳定的工作重心。

（二）宏观审慎政策的基本内涵与主要内容

国际社会对宏观审慎政策的认识和把握有一个逐步深化的过程。2009年，巴塞尔银行监管委员会指出，宏观审慎政策主要用于解决危机中“大而不能倒”、顺周期性、监管不足和标准不高等问题，认为宏观审慎政策的主要目标是解决两个外部性，抑制系统性风险：一是解决金融系统的顺周期性；二是解决金融机构之间相互影响和普遍存在的风险敞口。在2010年11月二十国集团首尔峰会上，各成员方对“宏观审慎”的定义达成共识，认为“宏观审慎政策”主要是指利用审慎性工具防范系统性金融风险，从而避免实体经济遭受冲击的政策。2016年8月，国际货币基金组织、金融稳定理事会和国际清算银行联合发布《有效宏观审慎政策要素：国际经验与教训》政策报告，将宏观审慎政策概括为：利用审慎工具来防范系统性风险，从而降低金融危机发生的频率及其影响程度的政策。该政策报告指出，宏观审慎政策旨在减缓由金融体系顺周期波动和跨机构、跨市场的风险传播对宏观经济和金融稳定造成的冲击，目的是防范系统性风险，维护货币和金融体系的整体稳定。宏观审慎政策目标和范围主要包括三个方面：①通过增加缓冲资本，增强金融体系的弹性和韧性；②通过降低资产价格和信贷投放之

间的顺周期性,控制杠杆、债务等的不可持续增长,防范时间维度上的系统性风险;③降低金融系统的脆弱性,防范由存在高度关联、有共同的风险暴露以及大型机构引起的系统性风险。宏观审慎政策应与货币政策、财政政策、微观审慎政策等相互配合,强化应对经济金融风险冲击的能力。目前,对于宏观审慎政策,国际上普遍使用"macroprudential policy"来表述,这是一个包括宏观审慎管理的政策目标、评估、工具、传导机制与治理架构等一系列政策组合的总称,监管只是宏观审慎政策框架中涉及具体执行的一个环节。与一般意义上的监管相比,宏观审慎政策的内涵远大于监管。与微观审慎监管相比,宏观审慎管理的不同之处在于,它将宏观经济和市场的状况纳入了考量范围。

二、我国宏观审慎政策的构建与完善

我国一直高度重视系统性金融风险的防范工作。作为我国的中央银行,中国人民银行不仅承担着"保证国家货币政策的正确制定和执行"的职责,同时也承担着"建立和完善中央银行宏观调控体系,维护金融稳定"的职责。2008年全球金融危机后,我国积极开展宏观审慎政策的探索与实践,大力推动宏观审慎政策框架在我国落地。

(一)加强宏观审慎的顶层设计

2011年3月出台的我国"十二五"规划纲要提出要"构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架";2012年9月,《金融业发展和改革"十二五"规划》明确提出"建立健全金融宏观审慎政策框架""进一步构建和完善逆周期的宏观审慎政策框架,有效防范系统性金融风险,保持经济金融平稳较快发展"。2016年3月,"十三五"规划纲要进一步明确要"加强金融宏观审慎管理制度建设""构建货币政策与审慎管理相协调的金融管理体制"。

2017年7月召开的全国金融工作会议宣布设立国务院金融稳定发展委员会,其办公室设在中国人民银行,以强化中国人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。2017年10月,党的十九大强调要把主动防范化解系统性金融风险放在更加突出的位置,牢牢守住不发生系统性风险的底线,并明确提出了"健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架"的要求,进一步强化了构建我国宏观审慎政策框架的顶层设计。

(二)健全宏观审慎的组织框架

为加强宏观审慎管理,我国不断深化金融管理体制改革,逐步建立起符合我国国情的宏观审慎管理体制。一是2003年12月,《中国人民银行法》修订,第二条的内容由原来的"制定和实施货币政策,对金融业实施监督管理"调整为"制定和执行货币政策,防范和化解金融风险,维护金融稳定",以国家立法的形式确立了中国人民银行维护金融稳定的职能定位。至此,我国形成了以中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会"一行三会"为主体的金融监管格局。二是2013年8月,国务院批复建立金融监管协调部际联席会议制度,加强金融监管的部际协调;2017年,国务院金融稳定发展委员会的成立,使宏观审慎管理在人事和组织上有了明确的保证。三是2018年,《第十三届全国人民代表大会第一次会议关于国务院机构改革方案的决定》发布,对金融监管组织结构进行调整,对金融监管机构的功能及分工实施改革,合并中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会,成立中国银行保险监督管理委员会,把拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行,确立了更符合我国监管需要的"一行两会"监管体制。四是优化中国人民银行机构设置,2019年2月,专门设立宏观审慎管理局,负责牵头建立宏观审慎管理框架,制定审慎监管基本制度以及落实相关职责,完善监管协调机制,加强对宏观审慎管理的协调和指导。

（三）完善宏观审慎的制度体系

在做好顶层设计和框架搭建的同时，中国人民银行不断加强宏观审慎的制度体系建设，包括推动建立和完善金融业综合统计制度；针对跨行业、跨市场金融风险，牵头制定金融机构开展资产管理业务的指导意见，推进监管标准统一；出台存款保险制度，推动形成市场化的金融风险防范和处置机制；完善系统重要性金融机构监管框架，开展系统重要性银行评估；构建完善金融控股公司监管规则，推动金融控股公司规范发展。

（四）创新宏观审慎的政策工具

在政策工具方面，相继建立起房地产市场宏观审慎管理、金融机构宏观审慎评估体系、外汇外债与跨境资金流动宏观审慎管理以及对清算、支付、托管等金融基础设施的宏观审慎管理等，宏观审慎管理的范围不断拓展，可运用的工具日益丰富。

2009年下半年，针对当时人民币贷款增长过快的情况，中国人民银行提出按照宏观审慎政策框架设计新的逆周期措施来调控经济，防范风险。

2011年，中国人民银行引入差别准备金动态调整机制，将信贷投放与宏观审慎要求的资本充足水平相联系，逆周期调节金融机构的信贷扩张，要求金融机构信贷扩张的速度、规模等要与经济发展的合理需要及自身的资本水平等相匹配。差别准备金动态调整机制的正式实施，标志着我国宏观审慎管理有了具体的指标依托，宏观审慎管理的指标体系初步建立起来。

2015年，中国人民银行将外汇流动性和跨境资本流动纳入了宏观审慎管理范畴，对银行远期售汇以及人民币购售业务采取宏观审慎管理措施，开展外汇流动性逆周期调节；建立了对上海自贸区经济主体跨境融资的宏观审慎管理模式，将金融机构和企业跨境融资与其资本金挂钩，并设置杠杆率和宏观审慎调节参数用以进行调控。

从2016年起，中国人民银行将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”（macro prudential assessment，MPA），以评估为工具促使金融机构强化自我管理和约束，强化稳健经营。MPA改变了原来单一指标的做法，对金融机构的行为进行多维度引导和监管，实施逆周期调节。MPA意味着更多的金融活动、金融扩张行为和全口径跨境融资被纳入宏观审慎管理之列，标志着我国宏观审慎框架体系的构建进入了实质推进期和快速完善期。

2017年，中国人民银行先后将表外理财纳入宏观审慎评估体系广义信贷指标范围，将绿色金融纳入宏观审慎评估体系信贷政策执行情况之列，继续加强房地产市场的宏观审慎管理，形成了以“因城施策”差别化住房信贷政策为主要内容的住房金融宏观审慎政策框架。

2018年，中国人民银行继续调整和完善宏观审慎政策。一是把同业存单纳入宏观审慎评估体系；二是在跨境资本流动和外汇供求基本平衡的背景下，推动前期出台的逆周期宏观审慎资本流动管理政策全部回归中性；三是启动金融机构评级工作，加强对金融机构经营情况和风险状态的监测；四是调整宏观审慎评估体系参数设置，在宏观审慎评估体系中增设小微企业和民营企业融资、债转股情况等专项指标，引导金融机构支持小微企业融资和符合条件的表外资产回表，鼓励金融机构加大对实体经济的支持力度；五是推动实施民营企业债券融资支持工具，为民营企业提供增信支持；六是出台《资管新规》，按照产品类型统一监管标准，弥补了监管短板；七是发挥好宏观审慎政策的逆周期调节作用，适时调整外汇风险准备金率，稳定市场预期，增强人民币汇率弹性。

2019年，中国人民银行进一步完善宏观审慎政策框架。一是发挥好宏观审慎评估体系在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用。在MPA考核中增设民营企业融资、小

微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款专项指标,加大MPA对小微企业、民营企业等领域的鼓励引导;将相关金融机构使用降准资金发放小微企业、民营企业贷款情况纳入MPA考核,引导相关金融机构将降准资金全部用于发放小微企业、民营企业贷款,降低小微企业、民营企业贷款利率;创新和运用结构性货币政策工具,调整普惠金融小微企业贷款考核口径,扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面;创设定向中期借贷便利操作;改革完善LPR形成机制,将LPR运用情况及贷款利率竞争行为纳入MPA的定价行为项目考核。二是创设央行票据互换工具,为银行发行无固定期限资本债补充资本提供流动性支持。三是坚守底线、精准拆弹,依法依规、稳妥有序接管并处置包商银行风险,遏制风险扩散,最大限度地保护客户合法权益;建立完善再贴现、常备借贷便利、存款准备金和流动性再贷款等防范中小银行流动性风险的"四道防线",防范化解重大金融风险,有效维护金融市场稳定。

三、我国宏观审慎政策框架正式确立

历经多年的实践和探索后,2021年年末,中国人民银行正式发布《宏观审慎政策指引(试行)》(以下简称《指引》),我国的宏观审慎政策框架正式确立。《指引》不仅界定了宏观审慎政策框架的主要内容,还明确提出了实施好宏观审慎政策所需的系列要求。

(一)宏观审慎政策及相关概念的界定、主要内容

1. 宏观审慎政策框架

《指引》明确,宏观审慎政策框架包括宏观审慎政策目标、风险评估、政策工具、传导机制与治理机制等,是确保宏观审慎政策有效实施的重要机制。①宏观审慎政策的目标是防范系统性金融风险,尤其是防止系统性金融风险顺周期累积以及跨机构、跨行业、跨市场和跨境传染,提高金融体系韧性和稳健性,降低金融危机发生的可能性和破坏性,促进金融体系的整体健康与稳定。②系统性金融风险评估是指综合运用风险评估工具和监管判断,识别金融体系中系统性金融风险的来源和表现,衡量系统性金融风险的整体态势、发生可能性和潜在危害程度。及时、准确识别系统性金融风险是实施宏观审慎政策的基础。③不断丰富和完善的宏观审慎政策工具,是提升宏观审慎政策执行效果的必要手段,要根据系统性金融风险的特征,结合我国实际并借鉴国际经验,开发和储备适用于我国国情的一系列政策工具,建立健全宏观审慎政策工具箱,同时,针对评估识别出的系统性金融风险,使用适当的宏观审慎政策工具,以实现宏观审慎政策目标。④宏观审慎政策传导机制是指通过运用宏观审慎政策工具,对金融机构、金融基础设施施加影响,从而抑制可能出现的系统性金融风险顺周期累积或传染,最终实现宏观审慎政策目标的过程。⑤宏观审慎政策的治理机制是指为监测识别系统性金融风险、协调和执行宏观审慎政策以及评估政策实施效果等所进行的组织架构设计和工作程序安排。良好的治理机制可以为健全宏观审慎政策框架和实施宏观审慎政策提供制度保障。

2. 系统性金融风险

《指引》对系统性金融风险进行了明确完整的定义,并明确了系统性金融风险的监测重点。根据《指引》,系统性金融风险是指可能对正常开展金融服务产生重大影响,进而对实体经济造成巨大负面冲击的金融风险。系统性金融风险主要来源于时间和结构两个维度。①从时间维度看,系统性金融风险一般由金融活动的一致行为引发并随时间累积,主要表现为金融杠杆的过度扩张或收缩,由此导致的风险顺周期的自我强化、自我放大。②从结构维度看,系统性金融风险一般由特定机构或市场的不稳定引发,通过金融机构、金融市场、金融基础设施间的相互关联等途径扩散,表现为风险跨机构、跨部门、跨市场、跨境传染。系统性金融风险的监测重点包括宏观杠杆率,政府、企业和家庭部门的债务水平和偿还能力,具有系统重要性影

响和较强风险外溢性的金融机构、金融市场、金融产品和金融基础设施等。

3. 宏观审慎管理工作机制

《指引》明确，在国务院金融稳定发展委员会的统筹指导下，中国人民银行作为牵头部门，会同相关部门组织实施宏观审慎管理工作。宏观审慎管理牵头部门建立健全系统性金融风险监测和评估机制，会同相关部门开展监测和评估，定期或不定期公开发布评估结果；针对特定领域系统性金融风险，组织开展专项评估。宏观审慎管理牵头部门根据系统性金融风险的特征，建立健全系统性金融风险监测和评估框架；完善系统性金融风险监测评估指标体系并设定阈值，适时动态调整以反映风险的发展变化；丰富风险监测方法和技术，采取热力图、系统性金融风险指数、金融压力指数、金融条件指数、宏观审慎压力测试、专项调查等多种方法和工具进行监测和评估。

（二）宏观审慎政策工具的具体内容

《指引》划分了宏观审慎政策包含的主要工具，制定了工具启用、校准和调整的流程，完善了治理机制。

1. 宏观审慎政策工具的含义

《指引》明确，宏观审慎政策工具主要用于防范金融体系的整体风险，具有“宏观、逆周期、防传染”的基本属性，这是其有别于主要针对个体机构稳健、合规运行的微观审慎监管的重要特征。宏观审慎政策会运用一些与微观审慎监管类似的工具，但两类工具的视角、针对的问题和采取的调控方式不同，可以相互补充，而不是替代。宏观审慎政策工具用于防范系统性金融风险，主要是在既有微观审慎监管要求之上提出附加要求，以提高金融体系应对顺周期波动和防范风险传染的能力。宏观审慎管理根据系统性金融风险状况动态调整，以起到逆周期调节的作用。

2. 宏观审慎政策工具的具体内容

针对不同类型的系统性金融风险，宏观审慎政策工具可按照时间维度和结构维度两种属性划分，也有部分工具兼具两种属性。时间维度的工具用于逆周期调节，平滑金融体系的顺周期波动；结构维度的工具，通过提高对金融体系关键节点的监管要求，防范系统性金融风险跨机构、跨市场、跨部门和跨境传染。

（1）时间维度的工具主要包括：①资本管理工具，主要通过调整对金融机构资本水平施加的额外监管要求、特定部门资产风险权重等，抑制由资产过度扩张或收缩、资产结构过于集中等导致的顺周期金融风险累积；②流动性管理工具，主要通过调整对金融机构和金融产品的流动性水平、资产可变现性和负债来源等施加的额外监管要求，约束过度依赖批发性融资以及货币、期限严重错配等，增强金融体系应对流动性冲击的韧性和稳健性；③资产负债管理工具，主要通过对金融机构的资产负债构成和增速进行调节，对市场主体的债务水平和结构施加影响，防范金融体系资产过度扩张或收缩、风险敞口集中暴露，以及市场主体债务偏离合理水平等引发的系统性金融风险；④金融市场交易行为工具，主要通过调整对金融机构和金融产品交易活动中的保证金比率、融资杠杆水平等施加的额外监管要求，防范金融市场价格大幅波动等可能引发的系统性金融风险；⑤跨境资本流动管理工具，主要通过对影响跨境资本流动顺周期波动的因素施加约束，防范跨境资本“大进大出”可能引发的系统性金融风险。

（2）结构维度的工具主要包括：①特定机构附加监管规定，通过对系统重要性金融机构提出附加资本和杠杆率、流动性等要求，对金融控股公司提出并表、资本、集中度、关联交易等要求，增强相关机构的稳健性，减轻其发生风险后引发的传染效应；②金融基础设施管理工具，主

要通过强化有关运营及监管要求,增强金融基础设施稳健性;③跨市场金融产品管理工具,主要通过加强对跨市场金融产品的监督和管理,防范系统性金融风险跨机构、跨市场、跨部门和跨境传染;④风险处置等阻断风险传染的管理工具,例如恢复与处置计划,主要通过强化金融机构及金融基础设施风险处置安排,要求相关机构预先制定方案,当发生重大风险时根据预案恢复持续经营能力或实现有序处置,保障关键业务和服务不中断,避免引发系统性金融风险或降低风险发生后的影响。

另外,《指引》还明确,按照对政策实施对象约束力大小,宏观审慎政策工具可分为强约束力工具和引导类工具。强约束力工具是指政策实施对象根据法律法规要求必须执行的工具;引导类工具是指宏观审慎管理牵头部门通过研究报告、信息发布、评级公告、风险提示等方式,提出对系统性金融风险状况的看法和风险防范的建议。

3. 宏观审慎政策工具的启用、校准和调整的流程

在宏观审慎政策工具的使用方面,《指引》明确了启用、校准和调整三个环节。当潜在的系统性金融风险已触及启用宏观审慎政策工具阈值时,宏观审慎管理牵头部门会同相关部门结合监管判断,适时启用应对系统性金融风险的宏观审慎政策工具;在风险未触及启用宏观审慎政策工具阈值时,通过综合分析评估,认为可能出现系统性金融风险时,也可基于监管判断启用宏观审慎政策工具。宏观审慎政策工具启用后,宏观审慎管理牵头部门会同相关部门开展动态评估,综合判断宏观审慎政策工具是否达到预期、是否存在监管套利和未预期后果等,并根据评估结果对宏观审慎政策工具进行校准,以及结合监管判断,适时调整宏观审慎政策工具的具体值。

4. 宏观审慎政策治理机制

《指引》明确,宏观审慎管理牵头部门会同相关部门推动形成适合我国国情的宏观审慎政策治理机制,并根据具体实践不断完善。宏观审慎管理牵头部门可针对特定系统性金融风险,通过组建由宏观审慎管理牵头部门和相关部门组成的跨部门专项工作组等方式,跟踪监测、评估系统性金融风险,并对宏观审慎政策工具的使用提出建议;可以根据系统性金融风险涉及的领域,会同相关部门讨论和制定宏观审慎政策工具的启用、校准和调整;可以会同相关部门根据职责分工,组织实施所辖领域的宏观审慎管理工作,并对宏观审慎政策执行情况进行监督和管理;可以会同相关部门,及时跟踪评估宏观审慎政策工具实施效果,将评估结果以适当形式向社会披露;建立健全宏观审慎政策沟通机制,做好预期引导,定期或不定期与市场进行沟通。国务院金融稳定发展委员会指导建立健全宏观审慎政策监督机制,加强对宏观审慎管理牵头部门及相关部门履行宏观审慎管理职责情况的监督,确保其有效履职。

(三)实施宏观审慎政策的支持保障和政策协调

1. 支持与保障

宏观审慎管理牵头部门推动开展宏观审慎政策相关统计数据的采集与共享;根据防范系统性金融风险的需要,建立、维护和管理宏观审慎相关信息采集和监管系统,实现数据共享;会同相关部门制定和完善宏观审慎管理相关制度规定;会同相关部门建立突发性系统性金融风险应急机制,及时有效防控突发性系统性金融风险,降低次生风险。

2. 政策协调

《指引》强调,宏观审慎管理牵头部门组织会同相关部门建立宏观审慎工作协调机制,宏观审慎政策执行中如遇重大问题,提交国务院金融稳定发展委员会研究决定。一是强化宏观审慎政策与货币政策的协调配合,包括加强经济形势分析、金融风险监测方面的信息沟通与交流;在

宏观审慎政策制定过程中考虑货币政策取向，充分征求货币政策制定部门的意见，评估政策出台可能的溢出效应和叠加效应；在政策执行过程中，会同货币政策制定部门定期评估政策执行效果，适时校准和调整宏观审慎政策。二是强化宏观审慎政策与微观审慎监管的协调配合，包括加强金融风险监测方面的信息沟通与交流；在宏观审慎政策制定过程中综合考虑微观审慎监管环境，充分征求微观监管部门意见，评估政策出台可能的溢出效应和叠加效应，涉及微观监管部门所辖领域时，会同微观监管部门共同制定宏观审慎管理要求；在政策执行过程中，会同微观监管部门定期评估政策执行效果，适时校准和调整宏观审慎政策。三是加强宏观审慎政策与国家发展规划、财政政策、产业政策、信贷政策等的协调配合，促进形成政策合力，提高金融服务实体经济能力。

（四）宏观审慎政策框架正式确立的意义

《指引》明确了建立健全我国宏观审慎政策框架的要素，阐述了我国开展宏观审慎管理的思路、原则及框架，是贯彻落实党的十九大关于“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”重大决策部署的重要举措，有利于增强市场主体对宏观审慎政策的认识和理解，在系统性风险防范方面凝聚共识、加强统筹协调，进一步夯实防范化解系统性金融风险的基础。

第四节 金融监管概述

一、金融监管的含义

金融监管属于管制的范畴。管制一般是指国家以经济管理的名义进行干预。但是，经济学界对管制的认识一直未形成一致的看法。本节所讲的金融监管，倾向于一般意义上的管制定义，是指金融监管机构通过制定市场准入、市场运营和市场退出等标准，对金融机构的经营行为实施有效约束，确保金融机构和金融体系安全稳健运行的行为。

二、金融监管的基本原则

金融监管的基本原则是指能够全面、充分地反映金融法所调整的金融监管关系的客观要求，并对监管关系的各个方面和全过程都具有普遍意义的基本准则。金融监管的基本原则主要有以下六个方面。

（一）监管主体独立性原则

监管主体的独立性是金融监管机构实施有效金融监管的基本前提。金融监管是政策性、专业性、技术性很强的活动，涉及面较广且复杂，如果监管主体不是独立性很强的专门机构，其监管过程和目标很容易受到来自不同方面利益主体的干扰，难以公正、公平、有效地进行金融监管，实现监管目标。

（二）依法监管原则

在市场经济条件下，金融机构依法经营，金融监管机构依法监管是金融体系正常运行的保证。依法监管包含三层含义：一是国家必须以法律的形式确定金融监管机构的法定地位和职责等；二是金融监管机构必须依据有关法律法规和规定实施金融监管，即金融监管必须有明确的法律授权，通过立法赋予监管机构必要的监管权力，并为其提供有效行使这些权力的法律保证，从而体现金融监管的公正性、权威性、强制性；三是金融机构应合法经营，依法接受监管当局的监督，确保监管的有效性。总之，金融监管必须按照法律规定和法定程序实施，以避免金融监管的随意性，保证监管的公正性、权威性、强制性，增强监管实效，维护金融业的稳定运行与健康发展。

(三)外部监管与自律并重原则

在现代市场经济中,金融监管不只是金融监管机构的责任,同时也是与金融机构内部控制以及社会外部监督密切联系的管理活动。金融监管机构从社会公众利益出发,对金融机构、金融业务、金融市场进行监管,只有与金融机构的内部控制有机结合,才能将监管措施转化为金融机构内部控制的要素,同时结合必要的社会外部监督,才能最大限度发挥出金融监管作用,维护金融业稳健运行和发展。

(四)安全稳健与经营效率结合原则

保证金融机构安全稳健经营与发展是金融监管的基本目标。要实现金融机构的安全稳健经营与发展,金融监管机构对金融机构加强风险监测和管理十分必要。风险监管就是通过对风险的识别、计量、监测和控制等风险管理程序,以最小的成本将风险导致的各种不利后果降低到最低限度。然而,金融监管不应是消极的单纯防范风险,而应是在金融监管中促使金融机构将积极防范风险同提高金融经营效率相协调,这才是实现了有效的监管。金融监管就是要为金融业的发展提供良好的环境,使金融业在防范风险的同时,为社会提供更加优质高效的服务,从而促进经济与社会发展,金融业自身也增加盈利。

(五)适度竞争原则

在市场经济条件下,必须保持金融机构间的适度竞争,使金融体系能以合理的成本提供良好的金融服务以满足社会公众的需要。促进金融机构间的适度竞争有两层含义:一是防止不计任何代价的过度竞争,避免出现金融市场上的垄断行为;二是防止不计任何手段的恶劣竞争,避免出现危及金融体系安全稳定的行为。适度竞争原则要求既不能限制过死,又不能放松过宽,应该使各机构在一个适度的基础上追求利润最大化。

(六)统一性原则

统一性原则是指金融监管要做到使微观金融和宏观金融相统一,使国内金融和国际金融相统一。随着金融全球化的迅速发展,各国金融监管机构必须认真探索国内金融与国际金融监管的统一协调问题,以加强金融监管的国际合作,形成全球统一协调的金融监管体系,维护全球金融稳定。

三、金融监管的理论

金融监管的理论基础是管制理论。目前管制理论主要有以下三种。

(一)公共利益论

公共利益论源于20世纪30年代美国经济危机,并直到20世纪60年代一直是经济学家所接受的有关管制的正统理论。该理论认为,管制是政府对公众要求纠正某些社会个体和社会组织的不公正、不公平和无效率或低效率的一种回应。该理论认为,自由的市场机制不能带来资源的最优配置,甚至自然垄断、外部效应和不对称信息的存在,将导致自由市场的破产。在这种情况下就需要作为社会公共利益代表的政府在不同程度上介入经济过程,通过实施管制以纠正市场缺陷,避免市场破产。

(二)特殊利益论

20世纪20年代以后,许多经济学家开始质疑金融管制的程度和政府解决金融体系不完备市场的能力,提出了集团利益论,包括政府掠夺论、特殊利益论和多元利益论。特殊利益论认为,政府管制为被管制者留下了"猫鼠追逐"的余地,然而仅仅保护主宰了管制机关的一个或几个特殊利益集团的利益,对整个社会并无助益。政府在施行管制的过程中为特殊利益集团所"俘虏"了。

（三）社会选择论

社会选择论是在特殊利益论的基础上提出的。该理论从公共选择的角度来解释政府管制，即政府管制作为政府职能的一部分，是否应该管制，对什么进行管制，如何进行管制等，都属于公共选择问题。管制制度作为产品，同样存在着供给和需求的问题，但其作为一种公共产品，则只能由代表社会利益的政府来供给和安排，各种利益主体则是管制制度的需求者。管制者并不只是被动地反映任何利益集团对管制的需求，它应该坚持独立性，努力通过实现自己的目标来促进一般社会福利。



四、国际金融监管

（一）西方金融监管的历史沿革

1. 监管体系的建立

西方金融监管发展脉络既受到主流经济学思想和理论的影响，又反映了当时金融领域的实践活动和监管理念。1929—1933 年的经济大萧条奠定了凯恩斯主义的主流地位，西方国家普遍建立起对银行的现代监管体系。1930—1970 年，大多数西方国家对金融机构的数量（限制准入）、定价（价格或利率控制）、业务活动等实施了严格广泛的限制。《格拉斯－斯蒂格尔法案》《1934 年证券交易法》《投资公司法》等一系列法案的出台，逐步形成了金融分业经营制度，监管理念主要以维护金融体系的安全、弥补市场失灵为出发点，保障金融业的稳健运营。

2. 金融管制的放松

20 世纪 70 年代以后，严重的滞胀使凯恩斯主义陷入困境，自由主义、新自由主义理论占据上风，在金融领域体现为金融自由化，对严格的金融监管理念提出了挑战。一方面，自由化思想认为政府严格、广泛的银行监管，使金融机构和金融体系的效率下降，压制了银行业的发展，即金融抑制，从而导致最终的监管效果与促进经济发展的目标不相吻合；另一方面，自由化思想将金融监管作为一种政府行为，虽然理论上能够解决市场失灵的问题，但是其实际效果受到政府解决金融市场领域问题能力的限制，将导致监管失灵。金融自由化理论的核心主张是放松对金融机构的过度严格监管，特别是解除对金融机构利率水平、业务范围和经营区域选择等方面的限制，恢复金融业的竞争。在实践中，金融机构通过种种金融创新活动已经规避了政府的管制措施。1987 年 4 月，美国联邦储备委员会对《格拉斯－斯蒂格尔法案》的第 20 条进行了重新解释，允许一些大银行通过建立附属公司的方式开展某些“不合格”的证券业务。经过一系列举措，1999 年 11 月，美国参众两院通过《金融服务现代化法案》，废除了《格拉斯－斯蒂格尔法案》，彻底拆除了银行、证券和保险业之间的藩篱，允许商业银行以金融控股公司形式从事包括证券和保险业务在内的全面金融服务，实行混业经营。

3. 新监管框架的形成

在 2007 年之前，美国房地产市场十分火热，金融机构发放住房贷款后，通过住房贷款资产证券化融资。由于资本具有逐利的本性，金融机构将贷款发放给缺乏稳定收入、信用相对较差的居民，即次贷者。美国联邦储备系统在 2007 年连续收紧货币政策，房价大幅下跌，次贷者出现大面积违约，美国部分金融机构出现流动性危机。由于金融市场已经基本实现全球化，次贷危机向全球蔓延，形成了全球性的金融危机。此次金融危机使欧美国家金融系统遭受到巨大冲击，濒临瘫痪。

此次金融危机的爆发有很多原因，如金融监管存在一些问题，监管部门未能及时有效控制次贷规模，对于金融链条拉长、风险积累的问题反应迟钝，过度看重资本充足率而忽视了对流动性的监管，未能及时对金融机构过度依赖金融同业市场的风险与问题采取有效措施等。

美国在金融危机期间先后通过了《以风险为本的资本标准：资本充足性高级法框架–Basell》与《多德－弗兰克法案》两项监管法案，作为金融监管的纲领性文件。前者要求银行表内外所有资产均按相应规则计提风险资本，同时满足监管的杠杆率要求。后者则是对银行资本要求、资产流动性以及风险敞口提出了明确的监管标准。除行政立法外，美国还对金融监管机构进行了重整，新设了美国金融稳定监督委员会、美国消费者金融保护局与联邦保险办公室，负责识别和防范系统性风险，加强监管协调，同时撤销了储贷监理署，形成了新的金融监管体制。

英国则对监管架构进行了彻底重构，推翻了建立不到10年的金融监管体制，构建了以强有力的中央银行为核心的宏观审慎管理体制，实行宏观审慎管理与微观审慎监管相结合的监管方式。在英国新的监管体制下，原有的英国金融服务管理局被撤销，由中央银行下设的金融政策委员会负责宏观审慎管理，中央银行下设的审慎监管局和单独设立的英国金融行为监管局共同负责微观审慎监管。

金融危机爆发以后，国际社会对银行监管理念、方式和实践进行了深刻反思，注重系统性风险防范，强化宏观审慎管理，加强系统重要性银行监管和危机管理，进一步完善风险管理，提高资本和流动性水平，成为国际金融监管改革的重要组成部分。2010年12月，巴塞尔银行监管委员会发布了巴塞尔协议Ⅲ。在2010年11月二十国集团首尔峰会上，金融稳定理事会要求对银行业、证券业和保险业监管的核心原则进行修订。2012年9月，巴塞尔银行监管委员会正式发布了第三版《有效银行监管核心原则》。

（二）金融监管的国际协调

1. 金融国际化及其挑战

第二次世界大战结束之后，特别是进入二十世纪六七十年代，金融国际化飞速发展，表现在银行机构的国际化和网络化、欧洲货币市场的形成和发展、金融市场的国际化、国际金融业务创新的普及化等。与金融国际化如影随形的是金融风险国际化，金融机构所面临的风险多样化和复杂化，如陡增的外汇风险和国别风险，使得金融机构经营面临较大的不确定性。

金融国际化给金融机构带来风险的同时，也给一国的金融监管当局带来了严峻挑战。对国内的金融机构和金融业务活动的监管本来是单个国家政府的事，而国家金融活动是超越一国的行政管辖权的，这意味着各国的监管机构必须加强协调与合作，否则，无论是对个别国家还是对整个国际金融市场来说，都可能产生消极的影响。

2. 监管竞争和监管套利

各国的金融监管制度是必然存在差异的，在这样一个存在金融监管差异的国际金融市场中，就有可能存在两种现象，一是监管竞争，二是监管套利。无论是监管竞争，还是监管套利，都可能影响金融机构的有效性。

监管竞争是指各国监管者之间为了吸引金融资源而进行的放松管制的竞争。基于金融的重要性，各国为了发展经济，一般会通过放松监管来尽可能地吸引金融资源。但是，监管者也因此有可能扭曲竞争，甚至可能造成竞争性放松监管的局面。监管套利是指被监管的金融机构利用监管制度之间的差异获利。如果某一国的金融监管过于严格，该国的金融机构和业务活动会被其他监管宽松的国家所吸引而转往他国。尤其是在国际资本流动自由化的条件下，这种行动就更迅捷和便利。这种监管套利，将导致本国对金融机构所实施的金融监管失效，同时，使本国的金融机构数量难以达到理想的竞争水平，从而影响资源的有效配置。

3. 金融监管的国际协调形式

目前，国际社会对金融监管的国际协调已经取得了广泛认同。国际协调主要通过以下几种形式进行。①双边的谅解备忘录。这是指两国（或者地区）就金融监管某领域的问题进行探讨，取得共识并通过签订协议来明确双方在这一领域的责任和义务。两国之间的监管协调绝大多数是通过这种形式实现的。②多边论坛。多边论坛一般就某一监管问题进行会谈，并签署监管声明文件。这些文件一般不具备法律效力。③以统一的监管标准为基础的协调。各国或国际监管组织通过彼此的协调和交流，制定统一的、为各成员方监管当局接受并遵守的监管标准，如巴塞尔银行监管委员会颁布的关于银行资本充足率的标准。④统一监管。即由一个统一的监管机构来负责跨国的金融监管，如2014年11月正式启动的欧元区银行单一监管机制。

4. 金融监管的国际协调组织

现有的金融机构国际协调组织基本上可以分为两类。一类是对成员方没有法律约束力的，包括巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管官联合会、金融稳定理事会等。这类组织主要通过“君子协议”来推动成员方之间的合作以及国际性监管标准的推广。另一类是以国际法或区域法为基础的监管组织，如欧盟和北美自由贸易组织等。这类组织所通过的监管规则对成员方具有法律约束力，可以在一定程度上统一实施对成员方的金融监管。巴塞尔银行监管委员会在前面的章节有介绍，本节仅介绍国际证监会组织、国际保险监管官联合会、金融稳定理事会的情况。

（1）国际证监会组织。英文全称是International Organization of Securities Commissions，简称IOSCO，是国际上各证券暨期货管理机构所组成的国际合作组织，正式成立于1983年，总部设在西班牙马德里市。

国际证监会组织的宗旨：①通过合作，确保在国内和国际层次上实现更好的监管，以维护公平和有效的市场；②通过交流信息，促进全球证券市场的健康发展；③协同制定共同的准则，建立国际证券交易的标准和实现有效监管；④提供相互援助，通过严格采用和执行相关标准，确保市场的一体化。

国际证监会组织有完整的组织结构，包括主席委员会、执行委员会（下设技术市场委员会和新兴市场委员会）、四个区域性委员会（亚太、欧洲、美洲、非洲/中东地区委员会）、咨询委员会，以及一个常设机构——秘书处。执行委员会是该组织的日常管理委员会，委员任期两年。秘书长负责日常事务，由执行委员会提名、主席委员会任命，任期为3年。咨询委员会由全部附属会员组成，多为重要的证券交易所、金融机构或金融公司。

国际证监会组织的提议是建议性的，对成员方不具有法律约束力，并且该组织也没有强制实施的权力。实施国际证监会组织的政策建议是各国监管方面的权利，取决于各成员方各自的立法或者监管程序。

（2）国际保险监管官联合会。英文全称是International Association of Insurance Supervisors，简称IAIS，是一个推动各国保险监管国际协调的组织，成立于1994年。

国际保险监管官联合会的宗旨：通过合作来改善一国国内乃至国际层次上的保险监管，以此来促进保险市场的效率、公平、安全和稳定，并最终保护投保人的利益；统一各方努力，制定供各成员方选择遵守的监管标准。

国际保险监管官联合会由会员大会、执行委员会和秘书处组成。会员大会由执行委员会负责召集，执行委员会下设四个委员会——技术委员会、新兴市场委员会、预算委员会和教育

委员会。每个委员会还可分设次级委员会、工作小组来完成日常工作。

国际保险监管官联合会的工作内容:推动保险监管主体之间的合作,建立保险监管的国际标准,为成员方提供培训,同其他部门的监管者和国际金融组织合作。

(3)金融稳定理事会。英文全称是 Financial Stability Board,简称 FSB。其前身金融稳定论坛,是应七国集团财长和中央银行行长提议于 1999 年成立的,旨在通过加强金融监管领域的信息交流和国际合作,提升国际金融体系的稳定性。2009 年 4 月二十国集团伦敦金融峰会期间,金融稳定论坛更名为金融稳定理事会,同时扩大成员和职能,目的是增强金融稳定理事会的机构代表性,以应对金融体系脆弱性,制定和实施稳健的监管政策,促进金融体系的稳定。

金融稳定理事会的成员由二十国集团的中央银行、监管当局、财政部门以及欧洲中央银行、欧盟的高级代表组成,还包括国际金融机构(包括国际清算银行、国际货币基金组织、经济合作与发展组织和世界银行)、国际标准制定组织(包括国际会计准则理事会等)的代表。金融稳定理事会的秘书处设在国际清算银行,下设指导委员会以及脆弱性评估、监管合作、标准执行等常设委员会。

金融稳定理事会成立后,在以下六个方面的工作上取得了重大进展。①督促修改国际会计标准。推动改进估值标准、加大表外资产项目会计记账透明度、修改国际会计准则第 39 号,简化对金融工具的会计处理、实现更为灵活的贷款损失准备等。②加强宏观审慎管理。支持巴塞尔银行监管委员会从资本要求和流动性管理两方面强化银行宏观审慎管理。③扩大监管范围。提出将金融监管范围扩大到一切具有系统性影响的机构、产品和市场,包括对冲基金、评级机构,以及证券化资产和信用违约掉期产品,以减少监管套利。推动国际证监会组织对评级机构执行《评级机构基本行为准则》的情况进行评估,并就未受监管的金融市场和产品提出监管建议。④推进执行国际监管标准。支持同行评审做法,开发评价成员方执行国际标准情况的评级矩阵,对重要国际标准和原则执行情况进行评估等。⑤加强跨境机构监管合作,建立危机管理机制,建立大型金融机构监管联席会议机制。⑥推进落实 2009 年 4 月发布的《稳健的薪酬机制操作原则》,强调建立有效薪酬和激励机制,加大对大股东参与薪酬机制的监管力度。

最新课程押题讲义扫码

(三)《有效银行监管核心原则》的主要变化

巴塞尔银行监管委员会 1997 年 9 月发布、2006 年 10 月修订的《有效银行监管核心原则》是国际银行业良好监管实践的最低标准,许多国家将其作为评估本国监管体系质量和明确未来工作要求的标杆,国际货币基金组织和世界银行也将其运用至金融部门评估规划中,以评估各国银行业监管实践的有效性。2008 年全球金融危机充分暴露出银行业监管标准、政策和方式的不足,为应对新形势,巴塞尔银行监管委员会于 2012 年 9 月正式发布第三版《有效银行监管核心原则》。

第三版《有效银行监管核心原则》将原《有效银行监管核心原则》和《核心原则评估办法》整合为一份综合性的文件,并将部分原则进行合并、分拆,归类为监管权力、责任和职能与针对银行的审慎监管规范和要求两个领域,使《有效银行监管核心原则》的整体结构和内在逻辑更为清晰合理。此次修订主要反映了危机后银行监管的以下变化趋势。

1. 加强对系统重要性银行的监管

2008 年全球金融危机表明,为应对“大而不能倒”问题,应强化对系统重要性银行的有效监管。考虑到相关内容涉及面极广,难以用单一的核心原则阐释,巴塞尔银行监管委员会

最终决定不针对系统重要性银行拟定专门的核心原则，而是在原有各项核心原则中突出对系统重要性银行的关注度，要求监管力度和监管投入与银行风险状况和系统重要性程度相匹配。

2. 引入宏观审慎视角

金融危机教训表明，微观审慎监管和宏观审慎管理相辅相成。监管机构对银行进行风险评估时，应充分考虑系统性因素影响，包括宏观经济情景、银行业经营模式转变、银行体系风险积累等。巴塞尔银行监管委员会将宏观审慎视角融入原有的核心原则中，例如，在监管职能方面，要求监管机构识别、评估、应对整个银行体系的风险。在对银行审慎监管方面，要求银行监管资本覆盖银行给所在市场和宏观经济环境带来的风险；银行的各类风险管理程序既要反映本身的风险偏好和特征，也要反映市场和宏观环境的变化。

3. 重视危机管理、恢复和处置

银行监管的目的在于降低银行破产概率及破产后的影响程度，为此，有必要开展有效的危机管理，并制定有序的处置方案。这包括两个层次的内容：①监管机构和相关权威部门制订处置计划，强化信息共享，协调开展对问题银行的重组或处置；②银行制订应急融资计划和恢复计划。为充分反映上述内容，第三版《有效银行监管核心原则》补充了诸多关于应急制度安排的内容，例如，原则 15 提出银行必要时制订健全和可靠的恢复计划，另外原则 13 中强调在危机管理中加强国际监管合作。

4. 完善公司治理和信息披露

危机教训表明，银行公司治理结构和信息披露的缺陷会对银行本身甚至整个金融体系带来严重影响。完善公司治理，提高信息披露的透明度可以提振市场对银行的信心。为此，第三版《有效银行监管核心原则》特别添加了两条新的核心原则，即原则 14（公司治理）和原则 28（信息披露和透明度）。

（四）公司治理改革

2015 年 7 月，巴塞尔银行监管委员会公布了新版《加强公司治理的原则》，相较于 2010 年版本，新版在以下方面进行了重点修改。

（1）重新定义谨慎义务、忠诚义务、风险偏好、风险偏好框架以及风险文化等概念。

（2）引进合规原则，即银行董事会应对银行经理层的合规风险负起监督职责。

（3）扩大董事会在风险管理与控制方面的监管职责，包括董事会需为适合的风险管理框架负责，并承担向首席风险官和审计委员会提供建议的职责。

（4）强调董事会整体及其成员的任职资格要求，包括董事会成员需对银行发展有全局观，董事会成员组成需注重多样性，保证不同观点的存在；董事会需定期对其所获取信息的准确性、关联性进行评价，并决定是否需要更多信息。

（5）建立有利于强化公司治理和风险管理的薪酬体系。形成良好的激励机制，促进董事会勤勉履职，促使银行形成良好的企业文化和风险文化。

（6）重新定位公司治理中监管者职责，强调监管者需针对银行运作情况、董事会成员选择提供指引。

五、我国金融监管的发展演进

我国的金融监管是随着金融业改革的深入而逐步发展起来的。本节以监管机构设立和撤并的事件为主线，将我国金融监管的发展大致分为六个阶段。

(一)第一阶段:1983年以前

在改革开放之前,为适应高度集中的计划经济管理体制,我国建立了"大一统"的国家金融体系,中国人民银行作为国家的银行,于1953年开始建立了集中统一的综合信贷计划管理体制,实行"统存统贷"的管理方法,银行信贷计划纳入国家经济计划,为经济建设提供全面的金融监督和服务。在"大一统"的金融体制下,没有监管对象,也没有监管的法律法规。这一阶段,我国没有现代意义上的金融监管。

(二)第二阶段:1983—1991年

1983年9月,《国务院关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》发布,确立了中国人民银行的性质与地位,即作为发行的银行、政府的银行、银行的银行,是领导和管理全国金融事业的国家机关,是专门从事金融管理、制定和实施货币政策的政府机构,不再兼办工商信贷和储蓄业务。这是我国真正意义上的金融监管的开端。

(三)第三阶段:1992—1997年

1992年10月,中国证券监督管理委员会成立。经国务院授权,中国证券监督管理委员会依法对全国证券期货市场进行集中统一监管,分业经营、分业管理体制初现雏形,这是监管体制的巨大变化。1993年12月,《国务院关于金融体制改革的决定》提出,我国要对银行业、证券业、保险业实行分业管理,确立了我国分业监管体制形成的政策基础。1995年,我国先后发布了《中国人民银行法》《商业银行法》《中华人民共和国票据法》《中华人民共和国保险法》等一系列金融法律法规,标志着我国金融监管开始走上注重依法监管的轨道。

(四)第四阶段:1998—2002年

1998—2002年,金融监管体制改革进入深化阶段,金融分业经营、分业监管体制进一步完善,银行与其所办的信托、证券业务相继脱钩。1998年,国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会合并,明确中国证券监督管理委员会为全国证券期货市场的主管机关。1998年11月,中国保险监督管理委员会成立,将原来由中国人民银行履行的对保险业的监管职能分离出来,专司对中国保险业的监管,中国人民银行主要负责对银行业、信托业的监管。从而形成了中国人民银行、中国证券监督管理委员会和中国保险监督管理委员会分别对银行业、证券业和保险业分业监管的金融监管体制。

(五)第五阶段:2003—2022年

2003年4月,中国银行业监督管理委员会正式挂牌,履行对商业银行、金融资产管理公司、信托公司及其他存款类金融机构的监督管理职责。我国"一行三会"的分业监管体制形成。

2006年和2011年,国家"十一五"和"十二五"规划相继提出"稳步"和"积极稳妥"推进金融业综合经营试点。在政策和市场力量的共同作用下,我国金融业综合经营稳步发展。在推进金融业综合经营试点的过程中,中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等部门陆续发布了《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》、《信贷资产证券化试点管理办法》、《银行并表监管指引(试行)》(已失效)、《保险集团公司管理办法(试行)》(已失效)、《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》等规范性文件。同时,金融监管协调机制建设稳步推进。2013年8月,中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局等建立了金融监管协调部际联席会议制度。2017年11月,国务院金融稳定发展委员会的成立,强化了中国人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。

2018年3月，中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会职责整合，组建了中国银行保险监督管理委员会，中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会不再保留。2018年4月，中国银行保险监督管理委员会正式挂牌运行，标志着我国金融监管进入新的历史时期。2020年9月《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》和中国人民银行《金融控股公司监督管理试行办法》的发布，一定程度上填补了金融控股集团的监管空白。

（六）第六阶段：2023年起

2023年3月，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，对金融监管体制进行了改革调整。

（1）组建中央金融委员会。加强党中央对金融工作的集中统一领导，负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等，作为党中央决策议事协调机构。不再保留国务院金融稳定发展委员会及其办事机构。

（2）组建中央金融工作委员会。统一领导金融系统党的工作，指导金融系统党的政治建设、思想建设、组织建设、作风建设、纪律建设等。

（3）组建国家金融监督管理总局。统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为。国家金融监督管理总局在中国银行保险监督管理委员会基础上组建，将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，中国证券监督管理委员会的投资者保护职责划入国家金融监督管理总局。不再保留中国银行保险监督管理委员会。

（4）深化地方金融监管体制改革。建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。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。

（5）强化中国证券监督管理委员会资本市场监管职责，划入国家发展和改革委员会的企业债券发行审核职责，由中国证券监督管理委员会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。

（6）统筹推进中国人民银行分支机构改革。撤销中国人民银行大区分行及分行营业管理部、总行直属营业管理部和省会城市中心支行，在31个省（自治区、直辖市）设立省级分行，在深圳、大连、宁波、青岛、厦门设立计划单列市分行。不再保留中国人民银行县（市）支行，相关职能上收至中国人民银行地（市）中心支行。

（7）完善国有金融资本管理体制。按照国有金融资本出资人相关管理规定，将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构，由其根据国务院授权统一履行出资人职责。

本书中提及的中国银监会、中国银保监会、中国证监会分别指中国银行业监督管理委员会、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会。

需要考前押题请添加微信13691453053

第五节 金融监管的框架和内容

一、银行业监管的主要内容与基本方法

(一)银行业监管的主要内容

银行业监管的主要内容一般包括市场准入监管、市场运营监管、处置有问题银行及市场退出监管等。

1. 市场准入监管

市场准入监管主要是指银行监管机构根据相关法律法规,对银行机构的机构设立、变更和终止许可事项、业务许可事项、机构董事和高级管理人员任职资格许可事项等实施管制。银行监管机构对要求设立的新银行机构,主要是对其存在的必要性及其生存能力两个方面进行审慎审查。具体要求银行必须有符合法律规定的章程,有符合规定的最低额注册资本,有具备任职专业知识和业务工作经验的高级管理人员,有健全的组织机构和管理制度,有符合要求的营业场所、安全防范措施和与业务有关的其他设施等。

市场准入监管应当全面涵盖以下四个环节。

(1)审批注册机构。进入银行业的机构或组织必须按照金融法律法规的要求,在具备相应条件的情况下,向银行监管机构提出申请。经银行监管机构许可后,领取营业执照才能进行经营活动。审批注册机构,一方面表明银行监管机构允许经营金融产品的机构进入市场,并将依法对其进行监督;另一方面也表明进入市场的银行机构将接受银行监管机构的监管,并合法开展业务。

(2)审批注册资本。审批注册资本是指银行监管机构必须对进入市场的机构进行最低资本限制,并对资本是否及时入账、股东资格、股东条件和股本构成等进行监督审核。在市场经济条件下,银行机构必须以其资本来承担全部的风险和亏损。因此设立银行机构的一个重要条件,就是必须保证要有一定数量的注册资本来承担可能的风险和亏损。

(3)审批董事和高级管理人员的任职资格。审批董事和高级管理人员的任职资格是指在市场准入过程中,银行监管机构应当对银行机构的董事和高级管理人员的任职资格进行核准和管理。未经审查同意,其董事会不得进行聘任。人力资源是银行机构设立的关键因素,一定数量的合格专业人才是保证银行机构合法经营、稳健经营和健康发展的基本条件。银行机构的董事和高级管理人员应具备以下条件:①具有完全民事行为能力;②具有良好的守法合规记录;③具有良好的品行、声誉;④具有担任拟任职务所需的相关知识、经验及能力;⑤具有良好的经济、金融从业记录;⑥个人及家庭财务稳健;⑦具有担任拟任职务所需的独立性;⑧履行对银行机构的忠实与勤勉义务等。

(4)审批业务范围。审批业务范围是指银行监管机构对进入市场的机构必须进行业务范围的管制。不论是实行分业经营、分业监管体制的国家还是实行混业经营、集中监管的国家,银行机构经营的业务范围都有一定程度的限制。只是限制的范围、程度和方式有所不同。相比较而言,实行分业经营、分业监管的国家的限制程度较强。审批业务范围是保证银行机构合法经营的需要。银行监管机构审批银行机构业务范围的主要依据是市场需求,以及机构的实力、管理层的经验和能力,总的要求是银行必须对它所从事的所有业务活动有充分的控制能力。同时,也必须考虑到银行监管机构的监管能力及监管从业人员的资质等,银行监管机构要确保自己有能力对这些业务活动进行有效的监管。

在我国，根据《商业银行法》，设立商业银行必须具备以下条件：①有符合规定的章程；②有符合规定的注册资本最低限额；③有具备任职专业知识和业务工作经验的董事、高级管理人员；④有健全的组织机构和管理制度；⑤有符合要求的营业场所、安全防范措施和与业务有关的其他设施；⑥符合其他审慎性条件。

2. 市场运营监管

市场运营监管是指对银行机构日常经营进行监督管理的活动。虽然市场准入监管在准入控制环节进行了严格的审核，但并不能保证银行机构在日常经营中稳健运行，银行机构的风险是在日常经营中逐步累积的，因此，市场运营监管任务重，责任大。根据2022年中国银行保险监督管理委员会发布的非现场监管基础指标相关文件，对市场运营的监管和评价主要包括“风险水平”“风险迁徙”“风险抵补”三个层次和“资本充足”“准备金充足程度”“信用风险”“盈利性”“流动性风险”“市场风险”六个方面。下面简要介绍一些重要指标。

（1）资本充足性。银行资本是指可以自主取得以抵补任何未来损失的资本。资本充足性是衡量银行机构资本安全的尺度，一般具有行业的最低规范标准。

根据2013年起施行的《商业银行资本管理办法（试行）》，商业银行各级资本充足率不得低于如下最低要求：核心一级资本充足率不得低于5%，一级资本充足率不得低于6%，资本充足率不得低于8%。商业银行应当在最低资本要求的基础上计提储备资本，储备资本要求为风险加权资产的2.5%，由核心一级资本来满足。在特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为风险加权资产的0~2.5%，由核心一级资本来满足。此外，系统重要性银行还应当计提附加资本，由核心一级资本满足。国务院银行业监督管理机构有权在第二支柱框架下提出更审慎的资本要求，确保资本充分覆盖风险。

为有效控制商业银行杠杆化程度，维护商业银行安全、稳健运行，《商业银行杠杆率管理办法》规定，商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于4%。该杠杆率是指商业银行持有的、符合有关规定的一级资本净额与商业银行调整后的表内外资产余额的比率。

（2）资产安全性。衡量银行资产好坏程度的方法较多，以传统的业务贷款来讲，采取风险分类方法划分信贷资产，即根据贷款风险发生的可能性，将贷款划分成不同的类别。国际通行的做法是分为五类，即正常类贷款、关注类贷款、次级类贷款、可疑类贷款、损失类贷款，通常认为后三类贷款为不良贷款。风险迁徙类指标衡量银行资产风险变化的程度，表示为资产质量从前期到本期变化的比率，属于动态指标。风险迁徙类指标包括正常贷款迁徙率和不良贷款迁徙率。正常贷款迁徙率为正常贷款中变为不良贷款的金额与正常贷款之比，正常贷款包括正常类和关注类贷款。该项指标为一级指标，包括正常类贷款迁徙率和关注类贷款迁徙率两个二级指标。正常类贷款迁徙率为正常类贷款中变为后四类贷款的金额与正常类贷款之比，关注类贷款迁徙率为关注类贷款中变为不良贷款的金额与关注类贷款之比。不良贷款迁徙率包括次级类贷款迁徙率和可疑类贷款迁徙率。次级类贷款迁徙率为次级类贷款中变为可疑类贷款和损失类贷款的金额与次级类贷款之比，可疑类贷款迁徙率为可疑类贷款中变为损失类贷款的金额与可疑类贷款之比。

资产安全性监管的重点是银行机构风险的分布、资产集中程度和关系人贷款。根据2005年12月发布的《商业银行风险监管核心指标（试行）》，信用风险指标具体包括：①不良资产率，即不良资产与资产总额之比，不得高于4%；②不良贷款率，即不良贷款与贷款总额之比，不得高于5%；③单一集团客户授信集中度，即最大一家集团客户授信总额与资本净额之

比,不得高于15%;④单一客户贷款集中度,即最大一家客户贷款总额与资本净额之比,不得高于10%;⑤全部关联度,即全部关联授信与资本净额之比,不得高于50%。

2011年7月发布的《商业银行贷款损失准备管理办法》以及2018年2月发布的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》,设置了贷款拨备率和拨备覆盖率指标,考核商业银行贷款损失准备的充足性。贷款拨备率为贷款损失准备与各项贷款余额之比,拨备覆盖率为贷款损失准备与不良贷款余额之比。贷款拨备率基本标准为1.5%~2.5%,拨备覆盖率基本标准为120%~150%。这两项标准中的较高者为商业银行贷款损失准备的监管标准。

(3)流动适度性。商业银行的流动能力分为两部分:①可用于立即支付的现金头寸,包括库存现金和在中央银行的超额存款准备金,用于随时兑付存款和债权,或临时增加投资;②在短期内可以兑现或出售的高质量可变现资产,包括国库券和其他流动性有保证的低风险的金融证券,主要应对市场不测时的资金需要。

对商业银行的流动性监管主要是:①监测银行的流动性是否保持在适度水平;②监测银行资产负债的期限匹配,包括银行的流动性资产、流动性负债、长期资产和长期负债以及资产负债的总体结构情况等;③监测银行的资产变化,包括监测银行的长期投资、不良资产和盈亏变化等。

《商业银行流动性风险管理办法》明确流动性风险监管指标包括流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率(该四个指标均应当不低于100%),以及流动性比例(应当不低于25%),另外还有存贷比等监测指标。

2022年中国银行保险监督管理委员会发布的非现场监管基础指标相关文件中,关于流动性的指标有12项,分别是流动性比例、流动性覆盖率、净稳定资产比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率、流动性缺口率(90天)、核心负债比例、人民币超额备付金率、存贷款比例(调整后)、最大十户存款比例、最大十家同业融入比例和同业融入比例。

(4)收益合理性。商业银行一切业务经营活动和经营管理过程的最终目的,在于以最小的资金获得最大的财务成果,银行对自身资产质量和贷款风险的管理,也在于确保其资产的盈利性,收益正是银行业务经营成果的综合反映。盈利是其生存和发展的关键,只有盈利,银行才能有积累,才能增强抵御风险的实力,才能谋划未来的业务扩展。亏损的积累将导致银行财务状况恶化,削弱清偿能力,出现支付危机。

对商业银行的财务监管主要有以下内容。

第一,对收入的来源和结构进行分析。收入是通过资产获得的,通过对收入来源和结构的分析,可以了解收入的主要来源,以及生息资产、非生息资产的结构,从而判断银行的资产构成是否合理以及资产质量的优劣。

第二,对支出的去向和结构进行分析。支出主要包括经营成本和利息支出。通过对支出去向和结构的分析,可以了解经营成本的高低、银行利息支出,判断银行负债结构是否合理。

第三,对收益的真实状况进行分析。内容主要包括应收利息、应收未收利息、应付利息、应付未付利息、呆账准备金和坏账准备金的提取等。监管当局必须注意应收未收利息的实际情况,因为按照权责发生制的原则,在一定期限内的应收未收利息记入当年损益,比例过高会存在收益风险;注意应付未付利息的提取情况,应付未付利息提取不足,潜在支出会影响银行未来收益;注意呆账准备金、坏账准备金的提取状况,其提取比例过低,会使财务状况失真,虚增银行利润。

2022年中国银行保险监督管理委员会发布的非现场监管基础指标相关文件中，关于盈利性的指标有9项，分别是资产利润率、资本利润率、风险资产利润率、净息差、净利差、成本收入比率、利息收入比率、中间业务收入比率、存贷利差。

（5）内控有效性。内部控制体系是银行为实现经营管理目标，通过制定并实施系统化的政策、程序和方案，对风险进行有效识别、评估、控制、监测和改进的动态过程和机制。

2014年9月修订后的《商业银行内部控制指引》指出，商业银行内部控制的目标如下：①保证国家有关法律法规及规章的贯彻执行；②保证商业银行发展战略和经营目标的实现；③保证商业银行风险管理的有效性；④保证商业银行业务记录、会计信息、财务信息和其他管理信息的真实、准确、完整和及时。

3. 处置有问题银行及市场退出监管

从微观上讲，单个银行机构经营得好坏对于银行业乃至银行监管机构并不重要，但银行机构整体经营状况的恶化则需高度重视。一个或多个银行机构出现问题甚至倒闭，容易引起存款人集中大量提取存款，产生银行恐慌，其后果将直接威胁银行业乃至金融业的稳定，个别的、局部的金融风险演变为系统的、区域性的金融危机。因此，处置有问题银行及市场退出监管是银行业监管的重要内容。根据《中国银监会办公厅关于做好问题银行早期干预和处置工作的通知》等监管要求，处置有问题银行应关注以下两个方面。

（1）有问题银行。有问题银行是指因经营管理状况的恶化或突发事件的影响，有发生支付危机、倒闭或破产危险的银行机构。其主要特征是：①内部控制制度失效；②资产急剧扩张和质量低下；③资产过于集中；④财务状况严重恶化；⑤流动性不足；⑥涉嫌犯罪和从事内部交易。

银行监管机构应当根据各类银行机构的特点，建立和完善风险监测和预警指标体系，通过非现场监管、现场检查、外部审计、新闻报道等多渠道的动态信息监测，及时评估银行风险状况，识别有问题银行，开展早期干预和处置工作。

银行监管机构处置有问题银行的主要措施有：①督促有问题银行采取有效措施，制订详细的整改计划，以改善内部控制，提高资本比例，增强支付能力；②采取必要的管制措施；③协调银行同业对有问题银行进行救助；④中央银行进行救助；⑤对有问题银行进行重组；⑥接管有问题银行。

（2）倒闭银行。银行倒闭是指银行无力偿还所欠债务并停止经营的情形。广义的银行倒闭有两种情况：①因银行的全部资产不足以抵偿其全部债务，即资不抵债而停业；②银行的总资产虽然超过其总负债，但银行手头的流动资金不够偿还目前已到期债务，经债权人要求，由法院宣告银行破产。

处置倒闭银行的措施主要包括两个方面。①收购或兼并。即其他健康的银行收购或兼并倒闭银行，包括收购倒闭银行的全部存款和股份，承接全部债务或部分质量较好的债务。利用这种方法，不存在存款人损失的情况，因为所有存款都已经转到倒闭银行的收购或兼并方。②依法清算。清算是终结解散银行法律关系、消灭解散银行法人资格的程序。通过清算，终结解散银行现存的法律关系，收取债权，偿付债务，处理解散剩余财产。在依法清算当中，虽然一般情况下存款清偿是第一位的，但存款并不是全额清偿，存款人可能会面临存款本金和利息的损失。

（二）银行业监管的基本方法

银行业监管的基本方法有三种，即市场准入、非现场监管和现场检查，通常被称为银行业风险监管的“三驾马车”。如果从银行的整体风险考虑，还应包括并表监管。在进行现场检查后，监管当局一般要对银行进行评级。

1. 市场准入

市场准入是银行业监管的第一关。巴塞尔银行监管委员会发布的《有效银行监管核心原则》提出了良好银行与银行体系审慎监管的最低标准,其中明确了市场准入监管应遵循的具体要求,要求监管当局应具有与履行监管职责相适应的充分法律授权,有权制定以审慎监管原则为基础的发照标准,有足够的监管能力实施充分、有效的审查,并做出审慎决定。

2. 非现场监管

非现场监管是银行监管机构针对单个银行,在并表的基础上收集、分析其经营稳健性和安全性的一种方式。非现场监管包括审查和分析各种报告和统计报表,包括银行机构的管理报告、资产负债表、损益表、现金流量表及各种业务报告和统计报表等。

非现场监管有以下三个主要目的。①评估银行机构的总体状况。通过一系列指标和情况的分析,判断银行经营状况的好坏,对银行风险进行预警,以便及时采取措施防范和化解银行风险。②对有问题的银行机构进行密切跟踪,以使银行监管机构在不同情况下采取有效监管措施,防止出现系统的和区域的金融危机。③通过对同组银行机构的比较,关注整个银行业的经营状况,促进银行业安全稳健运行。

3. 现场检查

现场检查是指银行监管机构通过实地作业来评估银行机构经营稳健性和安全性的一种方式。具体来说,现场检查是由银行监管机构具备相应专业知识和水平的检查人员组成检查组,按统一规范的程序,带着明确的检查目标和任务,进入某一银行现场进行的实地审核、察看、取证、谈话等活动的检查形式。现场检查与非现场监管是密切关联的银行监管方法。非现场监管体现了风险监测和预警的监管原则,而现场检查则是验证银行的治理结构是否完善,银行提供的信息是否可靠,是从实证的角度来发现和预防风险。除银行监管机构自身行使现场检查手段外,还可以委托会计师事务所等外部力量来实施现场检查。

现场检查分为常规检查、临时检查和稽核调查等。常规检查是纳入年度现场检查计划的检查,按检查范围可以分为风险管理及内控有效性等综合性检查,对某些业务领域或区域进行的专项检查,对被查机构以往现场检查中发现的重大问题整改落实情况进行的后续检查。临时检查是在年度现场检查计划之外,根据重大工作部署或临时工作任务开展的检查。稽核调查是适用简化现场检查流程对特定事项进行专门调查的活动。

无论何种形式的现场检查,其内容主要包括合规性检查和风险性检查两大方面。合规性是指银行在业务经营和管理活动中执行国家政策和金融监管法规的情况。合规性检查永远都是现场检查的基础,任何银行都必须在合规范围和轨道上经营,任何国家都不允许银行违规行为的存在,合规性内容的检查在银行存在大量违规经营,甚至存在恶意经营的情况下,显得尤为重要和不可缺少。风险性检查一般包括其资本的真实状况和充足程度,资产质量,负债的来源、结构和质量,资产负债的期限匹配和流动性,管理层的能力和管理水平,银行的盈利水平和质量,风险集中的控制情况,各种交易风险的控制情况,表外风险的控制水平和能力,内部控制的质量和充分性等。

4. 并表监管

商业银行应当对银行集团及其附属机构的公司治理、资本和财务等进行全面持续的管控,并有效识别、计量、监测和控制银行集团总体风险状况。商业银行并表管理要素一般包括并表管理范围、业务协同、公司治理、全面风险管理、资本管理、集中度管理、内部交易管理和风险隔离等。

银行监管机构应当对商业银行进行并表监管，重点关注银行集团的整体资本、财务和风险情况，并特别关注银行集团的跨境跨业经营以及内部交易可能带来的风险。并表监管包括定量和定性方法。定量监管主要是针对银行集团的资本充足状况，以及信用风险、流动性风险、操作风险和市场风险等进行识别、计量、监测和分析，进而在并表基础上对银行集团的风险状况进行量化评价。定性监管主要是针对银行集团的公司治理、内部控制、防火墙建设和风险管理等因素进行审查和评价。商业银行及整个银行集团出现违反资本充足率、风险集中度、流动性、内部交易等并表审慎监管标准的行为，银行监管机构应当要求其立即采取纠正措施，并依据有关法律、法规对该商业银行及其附属机构采取相应的监管措施和处罚措施。

5. 监管评级

银行机构评级是用统一的标准来识别和度量风险，是为了实现银行监管目标，进行有效监管的基础。目前，国际上通行的是银行统一评级制度，即“骆驼评级制度”（CAMELS）。CAMELS代表六个因素，即capital adequacy（资本充足性）、asset quality（资产质量）、management quality（经营管理能力）、earnings（盈利水平）、liquidity（流动性）、sensitivity（敏感性）。这一制度是美国金融监管当局为了统一对商业银行的评级标准而制定和使用的对商业银行的全面状况进行检查、评价的一种管理制度。目前，世界上很多国家的银行监管机构采用了该制度。

为在我国建立规范统一的商业银行监管评级体系，中国银行业监督管理委员会于2005年发布了《商业银行监管评级内部指引（试行）》（已失效）。2021年9月，中国银行保险监督管理委员会印发《商业银行监管评级办法》，完善商业银行同质同类比较和差异化监管，促进商业银行可持续健康发展，其主要内容如下。

（1）优化了评级要素。明确商业银行监管评级要素包括资本充足、资产质量、公司治理与管理质量、盈利状况、流动性风险、市场风险、数据治理、信息科技风险和机构差异化要素。商业银行监管评级要素由定量和定性两类评级指标组成。

（2）完善了评级方法、要素权重和评级结果。①评级要素权重设置。各监管评级要素的标准权重分配为：资本充足（15%）、资产质量（15%）、公司治理与管理质量（20%）、盈利状况（5%）、流动性风险（15%）、市场风险（10%）、数据治理（5%）、信息科技风险（10%）、机构差异化要素（5%）。②评级指标和评级要素得分。评级指标得分由监管人员按照评分标准评估后结合专业判断确定，评级要素得分为各评级指标得分加总。单项要素得分按权重换算为百分制后分6个级别，90分（含）至100分为1级，75分（含）至90分为2级，60分（含）至75分为3级，45分（含）至60分为4级，30分（含）至45分为5级，30分以下为6级。③评级综合得分。评级综合得分由各评级要素得分按照要素权重加权汇总后获得。④监管评级结果确定。根据分级标准，以评级综合得分确定评级初步级别和档次，在此基础上，结合评级调整因素形成评级结果。⑤将评级结果分为1—6级和S级，其中，1级进一步细分为A、B两个档次，2—4级进一步细分为A、B、C三个档次。评级结果为1—6级的，数值越大反映机构风险越大，需要越高程度的监管关注。正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的商业银行经监管机构认定后直接列为S级，不参加当年监管评级。

（3）加强了评级结果运用。①中国银行保险监督管理委员会及其派出机构将评级最终结果以及存在的主要风险和问题，通过会谈、审慎监管会议、监管意见书、监管通报等方式通报给商业银行，并提出监管意见和整改要求；对年度评级工作开展情况和评级结果进行分析，总结评级发现的风险因素，提出相关政策建议。②将评级结果作为衡量商业银行经营状况、风险管理能力和风险程度的主要依据。综合评级结果为1级，表示银行在各方面都是健全的，发现的

问题较轻且能够在日常运营中解决,具有较强的风险抵御能力。综合评级结果为2级,表示银行基本是健全的,风险抵御能力良好,但存在一些可以在正常运行中得以纠正的弱点,若存在的弱点继续发展可能产生较大问题。综合评级结果为3级,表示银行存在一些明显的弱点,风险抵御能力一般,勉强能够抵御业务经营环境的大幅变化,但存在的弱点若不及时纠正很容易导致经营状况劣化,应当给予监管关注。综合评级结果为4级,表示银行存在的问题较多或较为严重,并且未得到有效处理或解决,需要立即采取纠正措施,否则可能损害银行的生存能力,存在引发倒闭的可能性。综合评级结果为5级和6级,表示银行为高风险机构。其中,评级结果为5级,表示银行业绩表现极差,存在非常严重的问题,需要采取措施进行风险处置或救助,以避免产生倒闭的风险;评级结果为6级,表示银行存在的问题极度严峻,可能或已经发生信用危机,严重影响银行消费者和其他客户合法权益,或者可能严重危害金融秩序、损害公众利益。③将评级结果作为制定监管规划、合理配置监管资源,采取监管措施和行动、开展市场准入的重要依据,结合单项要素和综合评级结果,深入分析银行存在的风险及其成因,制定每家银行的综合监管计划和监管政策,确定监管重点以及非现场监管和现场检查的频率和范围,督促商业银行对发现的问题及时整改。④加强对商业银行单项要素评级得分情况的监管关注,结合评级反映的问题,针对该单项要素依法采取相应监管措施和行动。例如,对于评级结果为5级和6级的单项要素,视情况对被评级银行依法采取限制业务准入、督促控制业务增长和风险敞口等监管措施和行动;对综合评级结果为6级的银行,监管机构还可视情况依法安排重组、实行接管或实施市场退出。

《商业银行监管评级办法》的突出特点是明确监管机构可以根据监管评级结果,依法采取相应监管措施和行动,注重“早期介入”,努力实现风险早发现、早介入、早处置,防止风险苗头和隐患演变为严重问题。《商业银行监管评级办法》的发布和实施,进一步完善了商业银行监管规则,为加强商业银行非现场监管、发挥监管评级的重要作用提供了制度保障,将有利于合理分配监管资源、增强监管能力,有利于引导银行完善风险防控、筑牢全面风险管理体系,有利于完善金融风险预警和处置机制,守住不发生系统性金融风险底线,维护金融稳定和国家金融安全。

二、证券业监管的主要内容

(一)证券业监管的法律法规体系

各国政府及监管当局对证券市场都制定、颁布并实施了一系列法律法规,对证券市场主体行为予以约束和控制,以达到规范交易行为、控制交易风险、保护投资人利益的目的。中国证券监督管理委员会对于证券业的监管,已经初步形成了以证券法律为核心,以部门规章为主体的证券业监管法律法规体系。其中第一层次的依据是《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》等法律;第二层次是行政法规,包括《证券公司风险处置条例》《证券公司监督管理条例》等;第三层次是部门规章,包括《证券登记结算管理办法》《证券发行与承销管理办法》《证券经纪业务管理办法》等;第四层次是关于机构、业务、人员、内部控制方面的监管规则,包括证券公司审批规则、证券公司分支机构审批规则等。

(二)证券业监管的主要内容

1. 证券发行监管

为了使证券发行既有利于经济的发展,又能保障投资者和发行人的利益,对证券发行的监管成为证券业监管的重要内容。证券的发行监管主要体现在证券的发行审核制度方面。证券发行的审核制度分为两种:一种是注册制,证券发行者在公开发行债券或股票前,需按照法定

程序向证券监管机构申请注册登记，同时提交相关资料，并对其所提供资料的真实性和可靠性承担法律责任；另一种是核准制，证券监管机构需要对发行人及发行证券的实质内容加以审查，符合既定标准才能批准发行。

境外成熟市场证券发行普遍实行注册制，美国是最为典型的采用注册制的国家。我国自2001年3月开始对证券的发行正式实行核准制，依据有关法律法规的规定，首次公开发行股票、公开发行公司债券、上市公司发行新股和可转换公司债需获得中国证券监督管理委员会的核准，国债、金融债、企业债的发行由其他政府主管部门负责核准；未经依法核准或者审批，任何单位和个人不得向社会公开发行证券。此后，我国的证券发行制度一直处于渐进式的市场化改革之中。为建立和完善与证券发行相关的制度，中国证券监督管理委员会发布了《首次公开发行股票并上市管理办法》（已失效）、《上市公司证券发行管理办法》（已失效）、《上市公司非公开发行股票实施细则》（已失效）、《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》（已失效）、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》（已失效）。2012年中国证券监督管理委员会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，健全股份有限公司发行股票和上市交易的基础性制度，促使新股价格真实反映公司价值，实现一级市场和二级市场均衡协调健康发展。2019年12月，《中华人民共和国证券法》修订通过，资本市场的基础制度进一步完善。随着中国证券市场的不断发展和成熟，中国证券发行制度将更加规范、透明、开放，更加市场化。

2. 证券交易监管

证券交易活动全过程的监管是证券业监管的主要内容，证券交易监管的主要目标包括：①提供低成本的、安全迅速和适度流动性的交易及清算场所；②消除垄断、操纵、内幕交易及各种欺诈行为，保障投资者的利益；③提高市场透明度，提高交易市场的信息完全性和信息效率；④抑制过度投机，防止市场瓦解，并减少证券市场不稳定所导致的负面外部效应；⑤构建富有效率的证券市场组织结构，提高证券市场营运效率；⑥提供有效的价格发现机制；⑦促进各类交易市场主体间的公平竞争。

美国专门为证券交易的监管订立了《证券交易法》。在该法中，美国金融监管当局对证券交易主体行为从各方面均给出了基本的规范，主要包括市场垄断与操纵监管，内幕交易、投机交易及关联交易的监管，欺诈客户、虚假陈述及信息披露监管等。

中国证券监督管理委员会及其派出机构、证券交易所按照分工协作的原则共同负责证券交易的监管，重点打击内幕交易和市场操纵等违法违规行为。

3. 上市公司监管

上市公司监管主要包括上市公司信息披露、上市公司治理和上市公司并购重组三个方面。

（1）上市公司信息披露。信息披露制度是上市公司及其信息披露义务人按照法律规定必须将其自身的财务变化、经营状况等信息和资料向社会公开或公告，以便投资者充分了解情况的制度。它既包括发行前的披露，也包括上市后的持续信息公开。中国证券市场已基本建立了以《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国公司法》和《上市公司信息披露管理办法》等为主体，相关规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度。上市公司披露的信息包括定期报告、临时报告、招股说明书、募集说明书、上市公告书、收购报告书等。依法披露的信息应当在证券交易所的网站和符合中国证券监督管理委员会规定条件的媒体发布，同时将其置备于上市公司住所、证券交易所，供社会公众查阅。

（2）上市公司治理。中国证券监督管理委员会对上市公司治理结构的监管要求主要体现

在《上市公司治理准则》中。它阐明了中国上市公司治理的基本原则，投资者保护的实现方式，以及上市公司董事、监事、经理等应当遵循的基本行为准则和职业道德。上市公司通过建立独立董事制度、内部控制制度和股权激励机制提高其规范化运作水平。

（3）上市公司并购重组。中国证券监督管理委员会监管上市公司收购的主要规章是《上市公司收购管理办法》等。中国证券监督管理委员会于2008年4月发布了《上市公司重大资产重组管理办法》（现行法为2023年修订版）。以上两个办法共同构成了我国上市公司并购重组活动的基本制度框架。2008年中国证券监督管理委员会发布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，规定了证券公司、证券咨询机构以及其他财务顾问机构（以下简称财务顾问）从事上市公司并购重组财务顾问业务的资格许可条件、财务顾问及财务顾问主办人的职责及工作程序、对财务顾问及财务顾问主办人的不当执业或违法违规行为的监管措施和处罚等内容。

4. 证券公司监管

我国对于证券公司的监管框架主要包括证券公司市场准入、经营风险防范、退出、从业人员监管等机制。其主要的依据为2008年6月1日起施行、2014年修订的国务院《证券公司监督管理条例》。该条例分别就证券公司的设立与变更、组织机构、业务规则与风险控制、客户资产的保护、监督管理措施以及法律责任做了详细规定。

（1）市场准入监管。《证券公司监督管理条例》对证券公司市场准入条件做了以下四方面的规定。①为了防止股东将不良资产带入证券公司，保证所设证券公司的资产质量，该条例对证券公司股东的出资方式做了规定：证券公司的股东应当用货币或者证券公司经营必需的非货币财产出资，证券公司股东的非货币财产出资总额不得超过证券公司注册资本的30%。②为了防止不良单位或者个人入股证券公司并滥用其股东权利，损害证券公司及其客户的利益，该条例规定，有因故意犯罪被判处刑罚，刑罚执行完毕未逾3年和净资产低于实收资本的50%，或者或有负债达到净资产的50%以及不能清偿到期债务等情形之一的单位或者个人，不得成为证券公司持股5%以上的股东、实际控制人。证券公司的其他股东，应当符合国务院证券监督管理机构的相关要求。③为了防止不良单位或者个人幕后操控、规避审批和监管，该条例规定，未经中国证券监督管理委员会批准，任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托，持有或者管理证券公司的股权。证券公司的股东不得违反国家规定，约定不按照出资比例行使表决权。④为了促进新设证券公司人力资源保持良好状况，该条例规定，证券公司应当有3名以上在证券业担任高级管理人员满2年的高级管理人员。

（2）证券公司的分类监管。证券公司分类是指以证券公司的风险管理能力、持续合规现状为基础，结合公司业务发展状况，对其进行评价和确定证券公司的类别。中国证券监督管理委员会于2009年5月发布《证券公司分类监管规定》（现行法为2020年修订）。中国证券监督管理委员会对证券公司进行综合评价，根据证券公司评价计分的高低，将证券公司分为A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E等5大类11个级别。针对不同的分类结果，中国证券监督管理委员会实施不同的监管政策。

（3）证券公司业务许可的监管。依据相关规定，经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以经营下列部分或者全部业务：①证券经纪；②证券投资咨询；③与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；④证券承销与保荐；⑤证券融资融券；⑥证券做市交易；⑦证券自营；⑧其他证券业务。拟从事上述业务的证券公司需按照《中华人民共和国证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司业务范围审批暂行规定》，报中国证券监督管理委员会批准后方可从事

相关业务。

（4）证券公司风险控制的监管。《证券公司监督管理条例》以保护投资者利益和防范证券公司风险为出发点，重点规定了证券经纪业务、证券自营业务、证券资产管理业务和融资融券等主要业务的规则和风险控制措施。从账户实名、持股分散、规模控制等方面，对证券公司自营业务进行了规定；从账户报备、风险揭示、信息披露、禁止保本保底、对有关账户的交易行为实行实时监控等方面，对证券资产管理业务做了规定；从账户开立、融资融券比例、担保品的收取、逐日盯市制度等方面，对融资融券业务做了规定。

（5）对证券公司高管人员的监管。在证券公司董事、监事、高管人员任职资格方面，防止高管人员无资格任职，《证券公司监督管理条例》规定：①证券公司不得聘任、选任未取得任职资格的人员担任证券公司的董事、监事、高级管理人员、境内分支机构负责人；已经聘任、选任的，有关聘任、选任的决议、决定无效。②任何人未取得任职资格，实际行使证券公司董事、监事、高级管理人员或者境内分支机构负责人职权的，国务院证券监督管理机构应当责令其停止行使职权，予以公告，并可以按照规定对其实施证券市场禁入。③证券公司董事、监事、高级管理人员或者境内分支机构负责人不再具备任职资格条件的，证券公司应当解除其职务并向国务院证券监督管理机构报告；证券公司未解除的，国务院证券监督管理机构应当责令证券公司解除。在高管人员的持续监管方面，该条例规定，当证券公司出现经营管理混乱、违法违规等情形时，国务院证券监督管理机构可以对其高级管理人员、境内分支机构负责人予以谴责，责令证券公司更换高级管理人员或者限制其权利。同时，条例规定，证券公司高级管理人员离任的，公司应当对其进行审计，并自其离任之日起2个月内将审计报告报送国务院证券监督管理机构，未报送审计报告的，离任的高级管理人员不得在其他证券公司任职。

（6）证券公司市场退出的监管。《证券公司监督管理条例》规定，证券公司停业、解散或者破产的，应当经国务院证券监督管理机构批准，并按照有关规定安置客户、处理未了结的业务。证券公司停止全部证券业务、解散、破产或者撤销境内分支机构的，应当在国务院证券监督管理机构指定的报刊上公告，并按照规定将经营证券业务许可证交国务院证券监督管理机构注销。

（7）证券公司的股权管理。为加强证券公司股权管理，保护证券公司股东、客户及其他利益相关者的合法权益，促进证券公司持续健康发展，中国证券监督管理委员会发布《证券公司股权管理规定》（以下简称《规定》）。《规定》明确，证券公司应当遵循分类管理、资质优良、权责明确、结构清晰、变更有序、公开透明的原则加强股权管理。根据持股比例和对证券公司经营管理的影响，证券公司股东分为三类，即控股股东，指持有证券公司50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东（大）会的决议产生重大影响的股东；主要股东，指持有证券公司5%以上股权的股东；持有证券公司5%以下股权的股东。证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人，应当依法报中国证券监督管理委员会核准。投资者通过证券交易所购买证券公司股份达到5%的，应当依法举牌并报中国证券监督管理委员会核准，获批前，投资者不得继续增持该公司股份。《规定》强调，证券公司股东以及股东的控股股东、实际控制人参股证券公司的数量不得超过2家，其中控制证券公司的数量不得超过1家。证券公司股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司股权；股权锁定期满后，证券公司股东质押所持证券公司的股权比例不得超过所持该证券公司股权比例的50%。《规定》要求，证券公司董事会办公室是证券公司股权管理事务的办事机构，组织实施股权管理事务相关工作；证券公司董事长是证券公司股权管理事务的第一责任人；证券公司董事会秘书

协助董事长工作，是证券公司股权管理事务的直接责任人；中国证券监督管理委员会及其派出机构遵循审慎监管原则，依法对证券公司股权实施穿透式监管和分类监管。

三、保险业监管的主要内容

（一）保险业监管的法律法规体系

保险法律体系是由各种规范保险活动的单行法律、法规、条例、决定、办法等法律文件组成的一个内容相互补充、完整统一的有机整体。其所规范的对象主要包括保险监管机构、保险公司、保险中介机构、投保人、被保险人、受益人等。他们之间形成保险关系时，会形成不同性质的法律关系，并分别适用不同性质的保险法律法规。这样，又可将上述各方面的保险法律法规，根据其规范的法律关系而分为保险民事法律规范、保险行政法律规范和保险刑事法律规范三大类。其中，保险公司与投保人、被保险人及受益人通过保险合同建立的主体间的权利义务法律关系，保险公司与保险代理人之间以保险代理合同建立起来的平等主体间的保险代理权利义务关系等，属于保险民事法律关系，适用保险民事法律规范；保险监管机构与保险人之间的法律关系适用保险行政法律规范；为打击保险活动中的各种刑事犯罪活动，保护保险活动当事人及关系人的合法权益，保证保险业的经营秩序和管理秩序，保险法律体系中的法律法规还包括保险刑事方面的法律规定。

我国关于保险业监管的法律法规包括《中华人民共和国保险法》《中华人民共和国外资保险公司管理条例》《保险资金运用管理办法》等，通过这些不同层次的法律、行政法规、规章及规范性文件，保险监管机构坚持把防范风险作为保险业健康发展的生命线，不断完善以偿付能力、公司治理和市场行为监管为支柱的现代保险监管制度。

（二）保险业监管的主要内容

1. 偿付能力监管

偿付能力是保险公司的灵魂，也是保险业监管一个最为重要的方面。从国际保险业监管的发展趋势看，越来越多的国家都已经或者正在向以偿付能力监管为核心的模式发展。我国目前对偿付能力的监管标准使用的是最低偿付能力原则，保险监管机构的干预界限是以保险公司的实际偿付能力与此标准的比较来确定。监管机构主要通过要求保险公司定期上报会计报表、现场检查或有针对性地委托中介机构审计等手段对各保险公司的资本额、保证金和保险保障基金、准备金、保险投资以及其他主要财务指标进行合规性监管，以达到对各保险公司的偿付能力监管。

（1）保险公司开业之前对其最低资本加以规定（全国性公司为5亿元人民币，区域性公司为2亿元人民币），这是偿付能力监管的基石。在公司成立后，必须将其注册资本的20%作为法定保证金存入国务院保险监督管理机构指定银行，专用于公司清算时清偿债务，同时规定财产保险、人身意外伤害险、短期健康保险、再保险业务按当年自留保费收入的1%提取保险保障基金，直至达到总资产的6%。保证金和保险保障基金是最基本的风险缓冲基金。

（2）准备金规定。保险公司是典型的负债经营型企业，对保险公司保险准备金的真实性和充足性监管是保证偿付能力监管的又一道防线。国际上的普遍做法是由各保险公司将其准备金的计算方法报保险监管机构备案。由于精算水平等技术力量方面的限制，我国准备金的提取比例由《中华人民共和国保险法》统一规定，经营人寿保险业务的保险公司按有效人寿保单的全部净值提取未到期责任准备金；经营非寿险业务的，从当年自留保费中按照相当于当年自留保费的50%提取未到期责任准备金。我国对准备金的监管特别是寿险准备金的监管基础比较薄弱，主要体现在未能建立起适当公允的寿险准备金计算方法。

（3）投资监管。保险投资收益是增强保险公司偿付能力的重要途径。投资监管的目的是通过对保险资金来源和保险资金运用方式与投资限额的监管，在确保投资收益的稳定和安全的基础上，增强保险公司的偿付能力，以保护投保人的利益。过去我国对保险投资监管较为欠缺，保险投资收益低下，一旦保险业务出现亏损，很难依靠保险投资收益弥补亏损。其主要原因是投资渠道狭窄，主要集中在银行存款、国债等固定收益类金融产品上，抗风险及应对利率变动能力低。2018 年 1 月发布的《保险资金运用管理办法》规定，保险资金运用限于下列形式：①银行存款；②买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；③投资不动产；④投资股权；⑤国务院规定的其他资金运用形式。《保险资金运用管理办法》的实施标志着我国保险业的投资监管不断深化。2022 年 4 月，《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》发布，完善了保险资金投资金融产品要求，进一步优化了保险资产配置结构。根据该通知，保险资金可投资的金融产品包括商业银行或理财公司、信托公司、金融资产投资公司、证券公司、证券资产管理公司、证券投资基金管理公司等金融机构依法发行的资产管理产品和资产证券化产品，包括理财产品、集合资金信托、债转股投资计划、信贷资产支持证券、资产支持专项计划、单一资产管理计划和中国银行保险监督管理委员会认可的其他产品。

2. 公司治理监管

根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国保险法》，保险公司应当建立股东大会、董事会、监事会和经理层的组织架构，形成公司治理结构的基本框架。中国银行保险监督管理委员会 2019 年发布《银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）》（已失效）、2020 年发布《健全银行业保险业公司治理三年行动方案（2020—2022 年）》、2021 年发布《银行保险机构公司治理准则》，针对保险公司治理薄弱环节，明确了通过建立常态化的公司治理评估工作机制，通过评估推动保险公司改进，提升公司治理质效，并通过以下 6 项措施完善公司治理：一是推动党的领导与公司治理有机融合。推动国有及国有控股机构，进一步完善公司章程，写明党组织的职责权限、机构设置、运行机制、基础保障等重要事项；完善“双向进入、交叉任职”领导体制，进入董事会、监事会和高管层的党委班子成员要严格落实党组织决定；结合机构实际制定和完善党委前置研究讨论的重大经营管理事项清单，重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会或高管层作出决定。二是规范股东行为。加强大股东，特别是控股股东行为规范，明确大股东不得超越权限干预机构董事会、高管层履行职责，切实防止大股东操纵和掠夺公司。三是提升董事会等治理主体的履职质效。完善董事、监事履职的评价标准，完善评价结果运用，加强对董事、监事和高管人员履职情况的监管评估和检查，及时纠正相关治理主体越位、缺位等问题。四是健全激励约束机制。着力构建风险与收益兼顾、长期与短期并重、精神与物质兼备的激励约束机制。五是加强利益相关者权益保护。不断健全银行保险机构利益相关者权益保护工作机制，鼓励利益相关者为机构长期成功做出积极贡献。六是强化外部市场约束。健全外部约束机制，进一步规范外部审计行为，提升信息披露质量，更好地发挥媒体、市场和社会公众对机构的监督作用。

3. 市场行为监管

保险市场主体是指保险市场交易活动的买方、卖方和中介等参与者，不仅包括保险公司、保险代理人、保险经纪人、保险资产管理公司、外国保险机构的代表机构，而且包括相关的会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构等中介服务机构。根据《中华人民共和国保险法》，保险公司的业务范围如下：人身保险业务，包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险业务；财产保险业务，包括财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险等保险业务；国务院保险监

督管理机构批准的与保险有关的其他业务。国务院保险监督管理机构按照法律、行政法规、规章等规定,对保险公司、保险中介服务机构等在销售、承保、理赔以及客户服务等各个环节进行监督管理,查处违法违规行为,维护市场公平竞争。市场行为监管是偿付能力监管的重要基础,在保险市场发育不够成熟、保险企业内控机制尚不完善、行业自律仍不成熟的条件下,市场行为监管的重要性尤为突出。

第十章　国际金融管理

第一节　国际收支及其调节

一、国际收支与国际收支平衡表

（一）国际收支的含义与特征

国际收支是一个宏观的经济范畴。随着历史的演进和国际经济交易的发展，国际社会对国际收支的界定也经历了由狭义到广义的发展。

从狭义上讲，国际收支是指在一定时期内（通常为一年），一国居民与非居民所发生的全部货币或外汇的收入和支出。该定义是以支付为基础的，即判断是不是国际收支，核心是看是否发生了货币或外汇的支付。

从广义上讲，国际收支是指在一定时期内，一国居民与非居民所进行的全部经济交易系统的货币记录。该定义是以交易为基础的，即判断是不是国际收支，核心是看是否发生了经济交易。狭义国际收支定义没有涵盖的易货贸易、物品捐赠、以实物投入的直接投资等都被纳入广义国际收支定义。

无论是狭义还是广义的国际收支，都具有以下本质特征。

1. 国际收支记载的是一个经济体居民与非居民之间发生的经济交易

国际收支强调的是居民与非居民之间的交易，同一经济体居民之间的交易不属于国际收支。

一国居民是指在该国长期从事生产和消费的自然人或法人，符合上述情况的他国公民也可能属于该国居民。居民有自然人居民和法人居民，自然人居民是指在该国居住时间长达一年以上的个人，不包括官方外交使节、驻外军事人员等；法人居民是指在该国从事经济活动的各级政府机构、企业和非营利团体，不包括联合国、国际货币基金组织等国际性机构组织。

2. 国际收支是在特定时期内经济交易的系统的货币记录

国际收支强调的是在特定时期内发生的所有国际经济交易，不论其是否已经支付或结清。这些经济交易既包括直接以外汇资金收付实现的交易，也包括没有外汇资金收付的只是以货币表示的资产转移。

3. 国际收支是一个流量概念，不是存量概念

国际收支记载的是在特定时期内的发生额，而不是某一时点的余额或持有额。它是按期统计的国际经济交易量，并对已经发生的交易进行统计、记录，统计期可以是一个季度、半年或一年，但通常为一年。

（二）国际收支统计的复式记账法

国际收支统计综合反映一国对外经济状况，是一国进行宏观经济决策的主要信息来源之一。目前，世界上绝大多数国家和经济体都遵循国际货币基金组织编制的《国际收支和国际投资头寸手册》，对国际收支交易以及相应的头寸变化进行统计。国际收支中每笔交易的记录均由两个金额相等但方向相反的分录组成，反映了每笔交易的流入和流出。对于每笔交易，各

方都记录一个与之相应的贷方分录和借方分录。

贷记——货物和服务出口,应收收入,资产减少,或负债增加

借记——货物和服务进口,应付收入,资产增加,或负债减少

举个简单的例子就是向非居民出售100个货币单位的货物,对于卖方而言:

出口100(贷记)

货币100(借记——金融资产增加)

(该交易包括向非居民提供物质资源,以及从非居民收到金融资源,即补偿性收入。)

只涉及金融资产分录的交易示例是,出售50个货币单位的股份,对于卖方而言:

股份和其他股权50(贷记——金融资产减少)

货币50(借记——金融资产增加)

(售方提供股份,并收到货币)

涉及资产换取负债的示例是,借款人收到70个货币单位的现金贷款,对于借款人来说:

贷款70(贷记——负债增加)

货币70(借记——金融资产增加)

(三)国际收支平衡表

1. 概念

国际收支平衡表是按照一定会计原理和方法编制的系统记录国际收支的统计表。为更好地应对世界经济出现的诸多新变化,国际货币基金组织发布了《国际收支和国际投资头寸手册》(第六版)。各国国际收支平衡表的编制,要遵循该手册的所有规定和要求。国际收支平衡表是对一定时期内某一经济体国际收支的具体的、系统的统计和记录,可综合反映该经济体的对外经济发展、国际收支平衡状况、收支结构及储备资产的增减变动情况等,从而为其制定开放经济下的宏观经济政策、采取相应的调控措施提供基本依据。

2. 国际收支平衡表的编制原理

国际收支平衡表是按照复式簿记的借贷记账法编制的,在表中分设借方和贷方。借方以"-"表示,记入资金占用科目,即国际收支的支出科目;贷方以"+"表示,记入资金来源科目,即国际收支中的收入科目。

3. 国际收支平衡表的账户

根据《国际收支和国际投资头寸手册》(第六版),国际收支平衡表包括以下账户。

(1)经常账户。经常账户反映的是居民与非居民之间货物、服务、初次收入和二次收入的流量。这些项目下收入和支出的差额被称作经常账户差额。经常账户差额显示的是出口和应收收入之和与进口和应付收入之和之间的差额(出口和进口指货物和服务,而收入指初次收入和二次收入)。经常账户差额等于经济体的储蓄-投资缺口,因此,经常账户差额与国内交易有关。

(2)资本和金融账户。资本账户显示的是居民与非居民之间的资本转移和非生产、非金融资产的取得和处置。其中,资本转移是指固定资产所有权转移,同固定资产取得和处置相联系的或以其为条件的资产转移,债权人不索取任何回报而取消的债务等情形。非生产、非金融资产的取得和处置是指各种无形资产如专利权、版权、商标权、经销权以及租赁和其他可转让合同的交易。金融账户反映的是金融资产和负债的获得及处置净额,金融账户交易列在国际收支中。经常账户差额与资本账户差额之和为某一经济体与世界其他经济体之间的净贷款(顺差)或净借款(逆差)。

（3）误差与遗漏净额。尽管国际收支账户总体上是平衡的，但在实践中，由于源数据和编制的不理想，仍会带来不平衡问题。这种不平衡是国际收支数据的一个常见特点，被称为误差与遗漏净额。在公布的数据中应单独列出，而不应毫无区别地将其纳入其他项目。误差与遗漏净额是作为残差项推算的，可按从金融账户推算的净贷款或净借款，减去从经常账户和资本账户中推算的净贷款或净借款来推算。例如，如果根据经常账户和资本账户推算的净贷出或净借入额为29，而从金融账户推算的净贷出或净借入额为31，那么误差与遗漏净额为+2。

（四）中国国际收支情况

国家外汇管理局公布的数据显示，2022年，我国国际收支保持基本平衡格局。其中，经常账户顺差4175亿美元，与同期国内生产总值之比为2.3%，继续处于合理均衡区间；直接投资延续净流入。截至2022年12月末，我国外汇储备规模为31277亿美元，较11月末上升102亿美元，升幅为0.33%。

二、国际收支均衡与不均衡

（一）国际收支均衡与不均衡的含义

引致国际收支的经济交易，根据其交易动机，可以区分为自主性交易与补偿性交易。自主性交易又称事前交易，是指有关交易主体自主地为达到某种经济目的而进行的交易。例如，金融机构、进出口商、国际投资者等出于自主的经济动机或自身特别的目的，如追求利润、减少风险、资产保值等而进行的交易活动。交易活动体现的是各交易主体的意志，具有自发性和分散性的特点，不代表国家或政府，也不以国家或政府的意志为转移。从动机上看，这些交易完全没有考虑到一国国际收支是否会因此发生失衡。国际收支平衡表中的经常账户、资本和金融账户中除去储备资产外的其他账户所代表的交易活动都属于自主性交易项目。补偿性交易又称事后交易，是指一国中央银行或货币当局出于维持国际收支平衡、调整国际收支差额、维持汇率稳定的目的而进行的各种交易。通常，它是在自主性交易账户出现差额时，由政府出面，动用本国的黄金、外汇等官方储备，或通过中央银行、国际金融机构借入资金，弥补自主性交易带来的收支差额。这种交易活动具有事后性、补偿性和被动性的特点，体现了国际和政府的意志，它可以使国际收支平衡表最终在账面上达到平衡。

基于自主性交易与补偿性交易的区分和自主性交易的本原性，一般以自主性交易来界定国际收支均衡与不均衡。

国际收支均衡是指自主性交易的收入和支出的均衡，国际收支不均衡是指自主性交易的收入和支出的不均衡。如果自主性交易的收入大于支出，则称国际收支顺差；如果自主性交易的收入小于支出，则称国际收支逆差。

（二）国际收支不均衡的类型

从不同的认识角度划分，国际收支不均衡可以分为不同的类型。

根据差额的性质，国际收支不均衡分为顺差与逆差。

根据差额产生的原因划分，国际收支不均衡分为偶然性不均衡、收入性不均衡、货币性不均衡、周期性不均衡与结构性不均衡。①偶然性不均衡是指由地震、疫情、自然灾害等偶然因素造成的国际收支不均衡。一般认为，随着这些偶然因素的消失，国际收支不均衡的现象将得到缓解，因此，偶然性不均衡无须政府采取政策措施去调节。②收入性不均衡是由一国的国民收入增长超过他国的国民收入增长，引起本国进口需求增长超过出口增长而导致的国际收支不均衡。③货币性不均衡是由一国的货币供求失衡引起本国通货膨胀率高于他国通货膨胀

率,进而刺激进口、限制出口而导致的国际收支不均衡。④周期性不均衡是由一个国家的经济周期性波动而导致的国际收支不均衡。⑤结构性不均衡是由一个国家的经济结构及其决定性的进出口结构不能适应国际分工结构的变化所导致的国际收支不均衡。此外,外汇投机和国际资本流动也会造成一国国际收支不均衡,在浮动汇率制下,资本为了规避汇率变动的风险而频繁移动常常会造成一国国际收支的不稳定。

根据不同账户的状况划分,国际收支不均衡分为经常账户不均衡、资本与金融账户(剔除储备资产科目)不均衡、综合性不均衡。①经常账户不均衡是经常账户出现顺差或逆差;②资本与金融账户不均衡是资本与金融账户出现顺差或逆差;③综合性不均衡是经常账户差额同资本与金融账户差额相抵后出现顺差或逆差。

三、国际收支不均衡的调节

(一)国际收支不均衡调节的必要性

国际收支不均衡调节的必要性主要有三个方面。①国际收支不均衡的调节是稳定汇率的要求。当国际收支逆差时,外汇供不应求,导致外汇汇率上涨;而当国际收支顺差时,外汇供过于求,导致外汇汇率下跌。为扭转由国际收支不均衡导致的外汇汇率涨跌,有必要将国际收支不均衡调节到均衡。②国际收支不均衡的调节是稳定物价的要求。当国际收支逆差时,货币当局动用外汇储备,投放外汇,回笼本币,导致通货紧缩;而当国际收支顺差时,货币当局投放本币,收购外汇,补充外汇储备,导致通货膨胀。为治理由国际收支不均衡导致的通货紧缩或通货膨胀,就有必要将国际收支不均衡调节到均衡。③国际收支不均衡的调节是保有适量外汇储备的要求。当国际收支逆差时,货币当局动用外汇储备,会导致外汇储备不足或枯竭;而当国际收支顺差时,货币当局补充外汇储备,会导致外汇储备过多。为治理由国际收支不均衡导致的外汇储备总量过少或过多,同样有必要将国际收支不均衡调节到均衡。

(二)国际收支不均衡调节的政策措施

1. 国际收支不均衡调节的宏观经济政策

(1)财政政策。在国际收支逆差时,可以采用紧缩性财政政策。紧缩性财政政策对国际收支的调节作用主要有两个方面:①产生需求效应,即实施紧缩性财政政策导致进口需求减少,进口下降;②产生价格效应,即实施紧缩性财政政策导致价格下跌,从而刺激出口,限制进口。

而在国际收支顺差时,可以采用扩张性财政政策。扩张性财政政策能对国际收支产生进口需求扩大的需求效应和价格上涨限制出口、刺激进口的价格效应。

财政政策主要调节经常账户收支。

(2)货币政策。在国际收支逆差时,可以采用紧缩性货币政策。紧缩性货币政策对国际收支的调节作用主要有三个方面:①产生需求效应,即实施紧缩性货币政策导致有支付能力的进口需求减少,进口下降;②产生价格效应,即实施紧缩性货币政策导致价格下跌,从而刺激出口,限制进口;③产生利率效应,即实施紧缩性货币政策导致利率提升,从而刺激资本流入,阻碍资本流出。

而在国际收支顺差时,可以采用扩张性货币政策。扩张性货币政策能对国际收支产生进口需求扩大的需求效应,价格上涨限制出口、刺激进口的价格效应,以及利率降低阻碍资本流入、刺激资本流出的利率效应。

货币政策既调节经常账户收支,也调节资本账户收支。

(3)汇率政策。汇率政策就是货币当局实行本币法定贬值或法定升值,或通过外汇市场

干预让本币贬值或升值。

汇率政策能够产生相对价格效应，这里的相对价格是指以外币标价的本国出口价格和以本币标价的本国进口价格。

在国际收支逆差时，可以采用本币法定贬值或贬值的政策。这样，以外币标价的本国出口价格下降，从而刺激出口；而以本币标价的本国进口价格上涨，从而限制进口。而在国际收支顺差时，可以采用本币法定升值或升值的政策，这会使以外币标价的本国出口价格上涨，从而限制出口；而以本币标价的本国进口价格下跌，从而刺激进口。

汇率政策主要调节经常账户收支。

2. 国际收支不均衡调节的微观政策措施

当国际收支出现严重不均衡时，为了迅速扭转局面，收到立竿见影的调节效果，政府和货币当局还可以采取外贸管制和外汇管制的措施。在国际收支逆差时，加强外贸管制和外汇管制；而在国际收支顺差时，放宽乃至取消外贸管制和外汇管制。

此外，在国际收支逆差时，还可以采取向国际货币基金组织或其他国家争取短期信用融资的应急措施或直接动用本国的国际储备。

四、我国的国际收支不均衡及其调节

自20世纪80年代以来，我国的经常账户持续出现顺差。特别是2001年加入WTO后，我国经常账户盈余占GDP的比重快速上升，到2007年达到10%的历史顶峰。我国的经常账户出现巨额的持续顺差，一方面与我国改革开放的进程相适应，是改革开放的成果；另一方面在很大程度上是西方发达国家进行产业结构调整，将劳动密集型的制造业通过加工贸易机制转移到我国的结果。我国的资本和金融账户（剔除储备资产）在绝大多数年份均为顺差，但在2015年、2016年出现了明显的逆差，逆差额达到了4000亿美元以上（见表10-1），这一方面是中国对外投资额出现了快速增长；另一方面是当时市场上出现了人民币的贬值预期。持续多年的国际收支顺差给我国的外汇储备管理、货币供给与货币政策、实体经济结构等带来了诸多挑战，相应地，我国也对国际收支顺差采取了一些调节政策和措施。这些政策和措施包括以下方面。①逐步放宽和取消经常项目下的外汇管制。1994年实现人民币经常项目有条件可兑换。1996年12月1日正式接受《国际货币基金协定》第八条，实现人民币经常项目可兑换。2010年10月1日起，允许出口企业将出口所得的外汇收入存放在境外，既便利企业的对外资金使用，又能缓解外汇资金流入的压力。2012年4月取消强制结售汇制度，改为意愿结售汇制度。②逐步放宽资本项目下的外汇管制。在实施我国企业“走出去”的战略框架下，放宽对企业对外直接投资的外汇管制。推出合格境内机构投资者制度，允许国内机构和居民的部分外汇通过符合条件的机构对外进行证券投资。③降低对出口的激励力度，改变外贸增长方式，调整外贸出口结构。④优化利用外资结构，限制高耗能、重污染、附加值低的直接投资流入。⑤对国外投机性的热钱流入，应采取密切监控的高压政策。2017年之后，我国的国际收支处于基本平衡的状态。表10-1为我国国际收支部分数据（2014—2021年）。

我国在治理国际收支不均衡的进程中，主要采用了汇率政策和财政政策。长期以来，人民币升值对降低我国经常账户盈余起到了非常重要的作用，人民币对美元名义汇率从1994年人民币汇率改革时的8.7升值到2022年年底的6.96。此外，扩张性财政政策也缓解了我国经常账户的失衡，自2007年以来，我国一直实行扩张性财政政策，财政赤字占GDP的比率徘徊在1%~3%。

表 10-1　　我国国际收支部分数据（2014—2021 年）　　单位：亿美元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经常账户差额	2360	2930	1913	1887	241	1029	2488	3173
与 GDP 之比	2.3%	2.6%	1.7%	1.5%	0.2%	0.7%	1.7%	1.9%
非储备性质的金融账户差额	-514	-4345	-4161	1095	1727	73	-611	382
与 GDP 之比	-0.5%	-3.9%	-3.7%	0.9%	1.2%	0.1%	-0.4%	0.2%

数据来源：国家外汇管理局，国家统计局

第二节　国际储备及其管理

一、国际储备的概念

国际储备是指国家政府所持有的，用于平衡国际收支、稳定汇率的国际普遍接受的一切资产。

该定义表明，国际储备具有四个本质特征。①国际储备是官方储备。国际储备资产，必须是为一国货币当局所持有和直接掌握并可以加以使用的资产，而不是被其他机构或经济实体持有。非官方金融机构、企业和私人持有的黄金、外汇等资产，不能算作国际储备。②国际储备是货币资产，不包括实物资产，即使某些实物资产（如文物等）价值昂贵。③国际储备是被世界各国普遍接受的货币资产，只有如此才能够实现国际储备的目的，即用于国际支付等，因此不能将他国不可兑换货币等用作国际储备。④国际储备是一个存量的概念，一般以截至某一时点的余额来表示或计量国际储备总量。

国际储备包括黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权。后两项国际储备，具有国际货币基金组织成员资格的国家或地区才拥有。①黄金储备。黄金储备是指由一国的货币当局所持有的货币性黄金数量的总和。②外汇储备。外汇储备是一国货币当局持有的国际储备资产中流动性较强的外汇资产，包括在国外可兑换的银行存款和其他可变现的金融资产等。外汇储备是国际储备中最重要、最活跃的部分，是国际储备的主体，也是国际储备资产管理的主要对象。③在国际货币基金组织的储备头寸，也称普通提款权。它是指国际货币基金组织的会员方在国际货币基金组织中拥有的储备头寸，是在国际货币基金组织普通账户中会员方可自由提取使用的资产，具体包括会员方向国际货币基金组织认缴份额中 25% 的外汇部分，国际货币基金组织为支付其他会员方的借款而使用的会员方认缴份额中的本国货币持有量，国际货币基金组织从该会员方的借款净额。④特别提款权。特别提款权是指由国际货币基金组织分配给会员方但尚未使用的提款权余额。特别提款权是由国际货币基金组织无偿分配给会员方的一种资金使用的权利，作为会员方原有的提款权即普通提款权的一种补充。它按会员方在国际货币基金组织中的份额比例分配给会员方，可用于归还国际货币基金组织贷款和成员方政府之间弥补国际收支逆差的一种账面资产。特别提款权实际上是一种记账单位，成员方无条件享有该项权利，但在使用上仅限于政府之间的结算，以弥补会

员方国际清偿能力不足,不能用于贸易和非贸易的结算和支付。

二、国际储备的功能

国际储备的三项主要功能如下。①弥补国际收支逆差。当出现暂时性国际收支逆差时,通过动用国际储备来弥补逆差,可以不必采取其他可能影响内部均衡的调节政策和措施。②稳定本币汇率。当出现国际收支逆差或投机性冲击,外汇供不应求,外汇汇率急剧上升,本币剧烈贬值时,为了稳定汇率,避免对内部均衡产生负面影响,或为了履行在固定汇率制下承担的义务,可以动用外汇储备,向外汇市场投放外汇,缓解和平衡外汇供求。③维持国际资信和投资环境。当向国外举债时,国外债权人在进行信用评估时,要把债务国的国际储备数量和增减趋势作为重要的因素;在吸引国际直接投资的场合,国外投资者在评价投资环境时,也要把投资对象国的国际储备数量和增减趋势作为重要的考量。因此,为维持良好的国际资信和良好的投资环境,需要保有足够的国际储备。

三、国际储备的管理

(一)国际储备的总量管理

国际储备总量管理的目标是使国际储备总量适度,既不能少也不能多。如果国际储备少,会在动用国际储备实现其功能时捉襟见肘,力不从心;如果国际储备多,会造成资源闲置,产生的机会成本较高。

在确定国际储备总量时应依据的因素如下。①是不是储备货币发行国。如果是,则对国际储备需求少,反之则多。②经济规模与对外开放程度。该因素与国际储备需求量正相关。③国际支出的流量。该因素与国际储备需求量正相关。④外债规模。该因素也与国际储备需求量正相关。⑤短期国际融资能力。在国际收支逆差时,如果在国际上获得短期融资的能力强,则可以不动用或少动用国际储备,从而对国际储备的需求就少;反之则多。⑥其他国际收支调节政策措施的可用性与有效性。在国际收支逆差时,如果可供选择的其他国际收支调节政策措施较多,实施后见效的时滞短,效果好,则可以不动用或少动用国际储备,从而对国际储备的需求就少;反之则多。⑦汇率制度。如果实行固定汇率制度或其他弹性低的汇率制度,则对干预外汇市场、稳定汇率的国际储备需求就多;反之则少。

在实践中,测度国际储备总量是否适度的经验指标如下。①国际储备额与国民生产总值之比,一般为10%。②国际储备额与外债总额之比,一般为30%~50%。③国际储备额与进口额之比,一般为25%;如果以月来计量,国际储备额应能满足3个月的进口需求。

(二)国际储备的结构管理

国际储备结构管理的目标是使国际储备结构最优,在安全性、流动性和盈利性之间找到最佳均衡点。

国际储备结构管理的内容如下。①国际储备资产结构的优化。由于在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权的数量是由国际货币基金组织给定的,因此,国际储备资产结构的优化集中在黄金储备和外汇储备结构的优化上。要根据黄金和外汇在安全性、流动性和盈利性上的不同特征及其变化,在黄金储备与外汇储备之间动态地建立最佳比例。②外汇储备货币结构的优化。不同储备货币的安全性(与汇率风险相对应)和盈利性(与升值和贬值相对应)是不同的。因此,为了追求安全性,需要将外汇储备的货币结构与未来外汇支出的货币结构相匹配,从而在未来的外汇支出中,将不同储备货币之间的兑换降低到最低程度;为了追求盈利性,需要尽量提高储备货币中硬币(币值稳定的货币)的比重,降低储备货币中软币(币值不稳定的货币)的比重。③外汇储备资产结构的优化。外汇储备资产结构是指外币现金、外币

存款、外币短期证券和外币长期证券等资产形式在储备货币中的比重。为了使储备货币的运用兼顾流动性、安全性、盈利性的要求,通常将外汇储备根据不同的变现能力进行分级管理,并确定各等级的合理比例。外汇储备一般可分为三级。①一级储备。它是指一国用于经常性或临时性对外支付所需的外汇储备。这部分储备必须保持高度的流动性,随时可以变现,其资产形式包括外币现金、在国外银行的活期存款、短期存款、短期债券、商业票据等。一级储备的盈利性较低,但风险较低、流动性大。②二级储备。它主要是补充性的流动资产,作为应付临时性、突发性等不时之需时对外支付的保证。二级储备的管理以盈利性为主,兼顾适度的流动性和风险性,这部分储备资产形式包括外国中期国债等金融资产。③三级储备。它主要是用于长期投资的国际储备,包括各种形式的具有高收益的外国长期有价证券。三级储备流动性差,但收益高,可以弥补一级储备的不足。在实务中,需要根据先满足即时支付需要,再实现保值增值需要的优先顺序,对三种储备资产结构做出统筹安排。

四、我国的国际储备及其管理

作为国际货币基金组织的成员,我国国际储备由黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权等构成。国家外汇管理局的数据显示,2022年年末,我国黄金储备为6464万盎司(1盎司黄金=31.1克黄金)。在国际货币基金组织储备头寸和特别提款权分别为108.39亿美元和511.59亿美元,外汇储备为31276.91亿美元,在国际储备总额中的占比超过94.59%。表10-2为我国历年国际储备状况(2015—2022年)。

表10-2　　我国历年国际储备状况(2015—2022年)　　单位:亿美元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
1. 外汇储备	33303.62	30105.37	31399.49	30727.12	31079.24	32165.22	32501.66	31276.91
2. 在国际货币基金组织储备头寸	45.47	95.97	79.47	84.79	84.44	107.65	106.89	108.39
3. 特别提款权	102.84	96.61	109.81	106.90	111.26	114.95	530.65	511.59
4. 黄金(价值)	601.91	678.78	764.73	763.31	954.06	1182.46	1131.25	1172.35
4. 黄金(重量)	5666万盎司	5924万盎司	5924万盎司	5956万盎司	6264万盎司	6264万盎司	6264万盎司	6464万盎司
5. 其他储备资产	7.27	1.91	5.45	-2.20	0.33	-4.99	-1.37	-3.95
合计	34061.11	30978.45	32358.95	31679.93	32229.32	33565.29	34269.08	33065.30

资料来源:国家外汇管理局

随着国际储备规模的扩大和国际储备在宏观经济中的重要性日益凸显,国际储备特别是外汇储备的管理也逐步成为我国宏观经济管理的重要内容。当前,我国外汇储备管理围绕维护国际收支平衡和汇率稳定的核心职能,不断优化币种结构和资产结构,实现投资的多元化和分散化,同时,创新外汇管理机制,先后成立中央汇金投资有限公司和具有主权财富基金性质

的中国投资有限责任公司，提升外汇储备经营管理的规范化与专业化水平，保障外汇储备的安全、流动和保值增值。

值得一提的是，2015年11月30日，国际货币基金组织执行董事会将人民币纳入特别提款权（special drawing right，SDR）货币篮子，SDR货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑5种货币。受此影响，国际货币基金组织成员方持有人民币规模不断扩大，这也对我国国际储备管理提出了新的要求。

第三节 国际货币体系

国际货币体系，又称国际货币制度，是调整国际货币关系的一系列规则和惯例的总称。其主要内容包括汇率制度的确定、各国货币的兑换性和国际结算原则的确定、国际储备资产的确定以及黄金、外汇是否自由流动与转移等。国际货币体系产生的主要原因是世界各国虽然在政治上是独立的，但在经济上是相互依赖的，这就需要一种货币体系来协调各国的经济活动，以促进贸易和支付过程的顺利进行，加速国际贸易和国际金融的发展，使世界生产和就业达到更高水平。

国际货币体系是随着历史的发展而不断演变的。国际货币体系的形成具有两种途径，一种是通过经济自发形成的实现内外均衡的一些国际准则（如国际金铸币本位制）。另一种是在很短的时期内，经过国际性会议建立起来的（如布雷顿森林体系），这种体系经常要随着时间的推移而得到修正和发展。在现代社会条件下，后一种途径更为多见。国际货币体系是国际经济交往和合作发展到一定时期的产物，从国际金本位制至今，国际货币体系依次经历了国际金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系等三个阶段。

一、国际金本位制

（一）国际金本位制的形成

世界上第一次出现的国际货币体系是国际金本位制。英国于1821年前后采用了金本位制度，成为当时世界上最早采用该制度的资本主义国家，随着金本位制度在西方各国的逐渐流行，国际金本位制在19世纪中后期也随之形成。

（二）国际金本位制的内容

1880—1914年是国际金本位制的鼎盛时期。国际金本位制的主要内容如下。①铸币平价构成各国货币的中心汇率。在国际金本位制下，银行券代替黄金流通，可以自由兑换黄金，黄金和银行券都可以对外支付，因此决定两国货币汇率的直接基础是两国单位货币的含金量，含金量之比的铸币平价是中心汇率。②市场汇率受外汇市场供求关系的影响而围绕铸币平价上下波动，波动幅度为黄金输送点之内。在国际金本位制下，黄金可以自由输出、输入，当汇率对国家不利时，人们就不直接用银行券对外支付或直接收入外国银行券，而改用黄金，因而各国货币汇率波动很小，被有效地限制在黄金输送点之内。黄金输送点包括黄金输出点和黄金输入点，等于铸币平价加减运送黄金的运费。

（三）国际金本位制的特征

国际金本位制的特征如下。①黄金是主要的国际储备资产。黄金充当国际货币，使得货币的对内价值——物价水平，以及对外价值——汇率都能够保持相对稳定，金本位制是一种较为稳定的货币制度。②汇率制度是固定汇率制度，避免了由汇率剧烈波动引起的风险。在国际金本位制下，各国货币之间的汇率由它们各自的法定含金量决定。当时国际上存在两种并

行的国际结算方式,一种是以汇票为支付手段的非现金结算,另一种是以黄金为基础的直接结算。当采用汇票的非现金结算方式对其中一方不利时,则会采用直接支付或收取黄金的方式来进行结汇,因此各国货币之间的汇率波动范围很小,从而就形成了自发的固定汇率制度。③国际收支不均衡的调节,存在"物价-现金流动机制"的自动调节机制。这一机制是英国经济学家大卫·休谟提出来的。当一国面临国际收支逆差时,该国黄金会出现净流出的情况,黄金外流导致国内黄金存量下降,国内货币供应量下降,同时,在商品具有完全弹性的情况下,国内物价水平也会下降。国内物价水平降低,本国货币实际汇率下降,本币贬值,本国商品在国外的竞争力上升,于是出口改善,国际收支逆差得到缓解,直至最终消除。当出现国际收支顺差时,调整的过程则刚好相反。国际金本位制下国际收支的自动调节过程如图 10-1 所示。

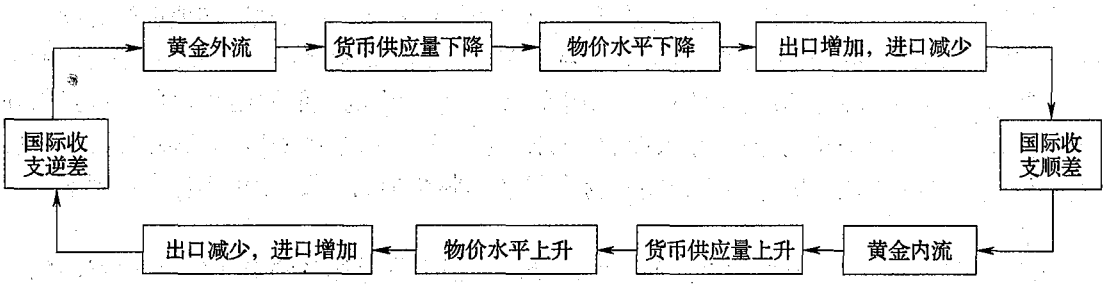


图 10-1 国际金本位制下国际收支的自动调节过程

(四)国际金本位制的崩溃

国际金本位制是人类历史上最早的国际货币体系。1880—1914 年,西方各主要资本主义国家实行的是典型的国际金本位制——国际金铸币本位制。在国际金本位制下,实行固定汇率制度,世界经济在这一时期得到了较快发展。但随着资本主义矛盾的深化,绝大部分黄金为少数强国占有,这就大大削弱了其他国家货币制度的基础,破坏国际货币体系稳定性的因素日益增长。1914 年第一次世界大战爆发,各参战国均实行黄金禁运和纸币停止兑换黄金的措施,国际金本位制暂时停止实行。

第一次世界大战结束以后,黄金数量对世界生产与国际贸易的比率低于战前。在这种情形下,传统的金本位制很难恢复,各国纷纷允许汇率浮动。一些国家为了重建经济,在放弃金本位制后,利用通货贬值实行汇兑倾销这种"以邻为壑"的政策,其他国家为了防止汇兑倾销,除加强外汇管制外,还对贸易施加种种限制,这就进一步限制了世界贸易的范围,严重影响了世界经济的稳定,国际货币体系的重建问题引起了各国的普遍重视。

二、布雷顿森林体系

(一)布雷顿森林体系的建立

鉴于第二次世界大战前没有一个统一的国际货币体系,汇率波动极其频繁,经济极其萧条,国际金融领域极其混乱,各国从维持本国经济利益出发,在第二次世界大战结束前夕,就酝酿战后的国际经济合作计划,以建立一个稳定的国际货币体系,促进战后经济的恢复和发展。由于英、美两国在当时经济实力最为强大,所以,重建国际货币体系的谈判,实际上是在英国和美国之间进行的。1944 年 7 月,44 个国家的代表出席在美国新罕布什尔州布雷顿森林召开的国际金融会议,讨论有关重建国际货币体系的事宜,会议最后通过了《联合国货币金融会议最后议定书》及附件《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》,总称《布雷顿森林协定》,从而建立起布雷顿森林体系。布雷顿森林体系的产生是第二次世界大战结束后国际货币

合作的一个成功事例。

（二）布雷顿森林体系的主要内容

布雷顿森林体系的根本宗旨是建立一种汇率制度，以稳定汇率，促进世界贸易的增长，从而有助于保持高水平的就业和实际收入；建立一种世界性的货币，这种货币应该能够适应世界经济发展的要求；制定国际收支不平衡的调节政策。这个体系的主要内容如下。

1. 建立一个永久性的国际金融机构，即国际货币基金组织

国际货币基金组织对货币事项进行国际磋商，旨在促进国际货币合作。国际货币基金组织为国际政策协调提供了适当的场所，它还对各成员方的汇率政策进行监督，为成员方提供短期资金融通，在一定程度上维持国际金融形势的稳定。

2. 实行“双挂钩”的固定汇率制度

布雷顿森林体系以黄金为基础，实行美元－黄金本位制，其实质是一种以美元为中心的国际货币体系。根据协议，美元直接与黄金挂钩，黄金当时官价为每盎司黄金35美元，各国政府或中央银行随时可用美元向美国政府按官价兑换黄金。其他国家的货币与美元直接挂钩，以美元的含金量为各国规定货币平价的标准，各国货币与美元的汇率则按各国货币的含金量确定，或不规定含金量而只规定与美元的比价，间接与黄金挂钩。这样各国货币均与美元保持固定汇率，各国货币对美元的波动幅度为上下各1%，各国货币当局有义务在外汇市场上进行干预以保持汇率的稳定。只有当一国国际收支发生“根本性不平衡”时，经国际货币基金组织批准才可以进行汇率调整（通常是货币平价变动大于10%时），即布雷顿森林体系实行的是可调整的固定汇率制度。

3. 取消对经常账户交易的外汇管制，但是对国际资本流动进行限制

在20世纪30年代国际金本位制崩溃后，各国都采取了严厉的外汇管制措施，给对外贸易交流造成严重的损害。为了改变这一状况，《国际货币基金协定》第八条规定会员方不得限制经常项目的支付，不得采取歧视性的货币措施，要在兑换性的基础上实行多边支付。但是鉴于两次大战期间，国际资本流动投机色彩浓厚，给国际货币体系的稳定带来了非常大的冲击，因此布雷顿森林体系允许对国际资本流动进行控制，各国均严格限制资本的国际流动。

4. 制定了稀缺货币条款

当一国国际收支持续盈余，并且该国货币在国际货币基金组织的库存下降到其份额的75%以下时，国际货币基金组织可将该国货币宣布为稀缺货币。国际货币基金组织可按逆差国的需要实行限额分配，其他国家有权对稀缺货币采取临时性限制兑换，或限制进口该国的商品和劳务。这一条款的设置是希望顺差国能够主动承担国际收支调整的义务。

（三）布雷顿森林体系的特征

布雷顿森林体系的特征是：①由于美元与黄金挂钩，美元取得了等同于黄金的地位，成为最核心的国际储备货币。②实行以美元为中心的、可调整的固定汇率制度。但是，美国以外的国家需要承担本国货币与美元汇率保持稳定的义务。③国际货币基金组织作为一个新兴机构成为国际货币体系的核心。

（四）布雷顿森林体系的崩溃

布雷顿森林体系从表面上看似乎完美无缺，完全满足国际货币体系的三个要素，即国际货币（美元）、汇率安排（“双挂钩”）、调节机制（国际货币基金组织），但由于在每一个要素安排上存在固有缺陷，对于该体制能否有效运行，从一开始就受到各种意见的挑战，其中最有影响的是美国经济学家罗伯特·特里芬提出的“特里芬难题”。“特里芬难题”指出了布雷顿森林

体系的内在不稳定性及危机发生的必然性。随着美元日益流出美国,美元同黄金之间能否维持固定比价必将受到人们的怀疑,这最终必然会引发人们对美元可兑换的信心危机。

事实上在布雷顿森林体系运行初期,欧洲主要国家的货币由于都不能自由兑换,美国通过国际收支逆差向各国输出美元,但由于数量有限,世界一度陷入“美元荒”的局面。为使各国从战争废墟中恢复经济,美国开始了著名的马歇尔计划,这极大地缓解了世界“美元荒”的问题。随着其他国家手中美元数量的不断增加,“美元荒”逐渐演变成了“美元灾”,人们对美元的信心也随之下降。接下来,美元的信用基础发生动摇,兑换黄金的基础不断削弱。1971年5月,大量投机性资金在外汇市场抛售美元,抢购德国马克、瑞士法郎和日元等货币,最终在同年8月15日,尼克松政府宣布停止美元兑换黄金。同年12月,十国集团首脑在美国首都华盛顿召开会议,达成“史密森协定”,美元实行第二次世界大战后第一次贬值,黄金官价提升至每盎司黄金38美元,市场汇率波幅升至法定平价上下各2.25%。但是,这并没有恢复市场对美元的信心。1973年年初新一轮的投机风暴再次席卷美元,同年3月维持布雷顿森林体系的国家最终放弃了努力。至此,布雷顿森林体系彻底崩溃。

三、牙买加体系

(一)牙买加体系的建立

1973年布雷顿森林体系彻底崩溃后,主要国际货币的汇率相继浮动,从此进入浮动汇率制度时代。由于当时国际金融形势仍然动荡不安,世界各国又开始商讨国际货币体系改革的新方案。1976年1月,各方经过妥协,于牙买加首都金斯敦签署了一项新的协议——“牙买加协议”。1978年4月1日,根据“牙买加协议”,《国际货币基金协定》再次修订并被通过,标志着“牙买加协议”正式生效,从此,国际货币体系迈入了一个新的时代——牙买加体系时代。

(二)牙买加体系的内容

“牙买加协议”有如下规定。①浮动汇率合法化。牙买加体系正式确立了浮动汇率制度的合法化,承认固定汇率制度和浮动汇率制度并存的局面,会员方可以根据自身经济情况自行选择汇率制度。同时国际货币基金组织对汇率政策进行监督,并且协调会员方的经济政策,促进全球金融稳定,缩小汇率波动幅度。②黄金非货币化。废除黄金官价,取消成员方之间或与国际货币基金组织之间以黄金清偿债务的义务。③扩大特别提款权的作用。成员之间可以使用特别提款权来偿还债务以及接受贷款。④扩大对发展中国家的资金融通且增加各成员方的基金份额。以优惠条件向最贫穷的发展中国家提供贷款,扩大国际货币基金组织的信用贷款限额。各成员方所缴纳的基本份额都有所增加。

(三)牙买加体系的发展

从目前来看,牙买加体系的运行情况良好,国际的经济往来得到了极大的加强。在此体系中,美元仍然居于主导地位,但是其他主要货币的地位也得到了相应的提升。当然,牙买加体系也存在种种缺陷,例如,国家间政策协调难度加大,发展中国家在国际货币基金组织的话语权较弱等,这些缺陷也正是未来国际货币体系改革的方向。

(四)牙买加体系的特征

牙买加体系的特征如下。①国际储备货币多样化。美元仍是主导性国际储备货币,执行国际支付和储藏职能,1999年欧元的诞生推动了国际储备货币的多样化。②汇率制度安排多元化。牙买加体系认可浮动汇率制度与固定汇率制度的暂时并存。③黄金非货币化。黄金不再是各国货币平价的基础,也不能用于官方之间的国际偿付。④国际收支调节机制多样化。

面对国际收支失衡,各国的调节机制更加灵活多样,如采取促进国际收支平衡的宏观经济政策,对国际贸易和国际资本流动进行管制,调整本国汇率制度等。

第四节 离岸金融市场

一、离岸金融市场概述

(一)离岸金融市场的含义

第二次世界大战结束后国际金融活动的一个突出变化是,把货币的国际借贷和交易转移到该货币发行国境外进行,以摆脱国内金融监管,从而出现了新兴的离岸金融市场(offshore financial market)。离岸金融市场是指在非居民与非居民之间从事离岸货币(也称境外货币)借贷的市场。

离岸金融市场起源于英国伦敦,最初的离岸货币是欧洲美元。随着经济全球化的发展,离岸金融市场在地域上逐步延展到欧洲其他国家和世界其他洲,在货币上逐步拓展到其他西方主要货币,在业务上由单纯的以商业银行为媒介的借贷逐步扩展到欧洲债券的发行与流通转让。

(二)离岸金融中心

离岸金融市场由众多分布在世界各地区的金融中心组成,在这些国际金融中心,离岸金融业务比较集中,所以称为离岸金融中心。这些中心有的位于发达国家,有的位于发展中国家;有的是全球性金融中心,有的是区域性金融中心。从地理分布看,欧洲有伦敦、巴黎和英属维尔京群岛等,北美洲有纽约和芝加哥等,亚洲有我国香港、新加坡、东京和巴林等,加勒比海地区有巴哈马、开曼群岛、巴拿马和百慕大等,此外,地中海、大西洋和太平洋等地还有众多新兴的区域性中心。

从离岸金融业务与国内金融业务的关系来看,离岸金融中心有以下三种类型。

1. 伦敦型离岸金融中心

伦敦型离岸金融(London type)中心始于20世纪50年代,它的特点是:①交易的货币币种是不包括市场所在国货币的其他货币;②经营范围比较广泛,市场的参与者可以同时经营在岸(onshore)金融业务和欧洲货币等离岸金融业务,既可以经营银行业务,又可以经营证券业务;③对经营离岸业务没有严格的申请程序。这些特点使得各种金融业务融为一体,非居民之间的交易和居民与非居民之间的交易没有严格的界限,所以又被称为一体型离岸金融中心。香港自从1972年废除外汇管制后,也逐渐演变成亚太地区一个主要的伦敦型离岸金融中心。

2. 纽约型离岸金融中心

纽约型离岸金融(New York type)中心的特点是:①欧洲货币业务包括市场所在国货币的非居民之间的交易;②管理上对境外货币和境内货币严格分账,其目的是防止离岸金融交易冲击本国货币政策;③纽约型离岸金融中心不开设证券业务。在纽约型离岸金融中心,对居民的存放业务与对非居民的业务分开,离岸金融业务与国内金融业务分开,所以又被称为分离型离岸金融中心。美国纽约的国际银行便利,日本东京的海外特别账户,以及新加坡的亚洲货币单位,均属于这种类型。

3. 避税港型离岸金融中心

避税港型离岸金融(tax heaven type)中心的特点是:①资金流动几乎不受任何限制,且免

征有关税收;②资金源于非居民,也运用于非居民;③市场上几乎没有实际的交易,而只是起着其他金融中心资金交易的记账和转账作用,所以又被称为走账型或簿记型离岸金融中心。一些国际性大银行在这些地方的分行甚至没有一个工作人员,有的仅仅是一个牌子。实际上就是建立一个走账的账户,即空壳分行,旨在逃避税收和管制。巴哈马、开曼、百慕大、巴拿马以及马恩岛等地的离岸金融中心,均属于这种类型。

二、欧洲货币市场

(一)欧洲货币市场的特点

欧洲货币市场有特定的交易客体、交易主体和交易中介等,形成了区别于其他国际金融市场的独特性质。

1. 交易客体

欧洲货币市场的交易客体是欧洲货币。要判断一笔货币资金是不是欧洲货币,就要看这笔存款是否缴纳存款准备金,一般来说只有非居民的外币存款不用缴纳存款准备金。因此,狭义上的欧洲货币是指银行对非居民的境外货币负债。随着1981年美国设立国际银行便利(international banking facility,IBF),允许银行在境内从事欧洲货币业务,且以回流的美元为主,这种在美国进行的非居民之间美元交易中的美元资金也是欧洲货币,从而扩展了欧洲货币的范围。因此,在非居民与非居民之间借贷的境内货币也是欧洲货币。

2. 交易主体

欧洲货币市场的交易主体主要是市场所在地的非居民。传统的国际金融市场以国内金融市场为依托,主要从事居民与非居民之间的借贷,而欧洲货币市场主要从事非居民与非居民之间的借贷,成为与国内金融市场、传统的国际金融市场相分离的离岸金融市场。可以这样说,传统的国际金融市场是各国金融市场的对外部分,而欧洲货币市场是各国金融市场的在外部分。

3. 交易中介

欧洲货币市场的交易中介是欧洲银行。欧洲银行专指那些经营欧洲货币业务的银行。它们拥有全球性的分支机构和客户网络,利用现代化的通信手段,依赖其先进的业务技术和严格的经营管理,将世界各地的欧洲货币供求者联系在一起,形成一个以若干著名的离岸金融中心为依托、高效且高度全球一体化的欧洲货币市场整体。因此,欧洲货币市场基本上是以运营网络形式存在的无形市场,这种独特性质使得欧洲货币市场基本上不受管制。

(二)欧洲货币市场的构成

1. 欧洲银行同业拆借市场

在欧洲货币市场中存在一个庞大的银行同业拆借市场,银行同业间的资金拆借占整个市场总额的比重很大。

欧洲货币市场存在发达的银行同业拆借市场的原因包括以下方面。①各国银行常常在欧洲货币市场上借款以满足本国对准备金的要求。②资金由拥有过剩存款的欧洲银行流向最终客户,需要经过一系列的银行中介。③银行在各货币间进行短期套利。事实上,大多数套利资本的流动都通过欧洲货币市场,而且欧洲货币市场上大多数存款资金也是短期的。

在这个市场上,银行同业之间拆借欧洲货币的定期存款,标准的期限有1个月、2个月、3个月、6个月、9个月和1年,也有一些1天、1周和2周的定期存款,这些定期存款的交割日(起息日)规定与外汇交易相同,一般在交易后的第二个营业日进行。其他存款还有:①隔夜存款,即在交易日当天交割的期限只有1天的存款;②隔日存款,即期限也只有1天,但在交易

日的次日交割的存款,这两种存款是通过掉期交易实现的。

银行同业拆借一般都是通过电话或电传联系,达成交易后一般只凭信用,不需要签订书面的协议。在联系时必须说明借款银行的名称,因为借款银行的资信对于借款额度、期限和利率均有很大影响。交易单位往往以100万美元计算。

银行同业拆借实行双向报价制,即同时报出出价利率和要价利率,对方可以根据需要选择是存款还是借款。出价利率是指报价银行从其他银行吸收存款的利率,要价利率是指对其他银行贷款的利率,要价利率和出价利率之差是银行从事交易的收益。

并不是所有的银行都有能力充当报价银行,例如,在伦敦市场上从事欧洲货币业务的银行有几百家,但报价银行只有几十家,这几十家大银行被称为"主要银行",是伦敦欧洲货币市场的主要经营者。

2. 欧洲中长期信贷市场

按传统惯例,1~5年期的贷款为中期贷款,5年期以上的贷款为长期贷款。第二次世界大战结束以后,不再严格加以区分,而是统称为中长期贷款,中长期贷款的主要形式有银团贷款和双边贷款。

(1)银团贷款。银团贷款是向非银行借款人提供欧洲中长期贷款的主要形式。对于国际组织、各国政府、大公司等借款人来说,资金需求数量大且期限长,银行往往面临较大的潜在风险,这时往往由几家、十几家甚至几十家来自不同国家的银行组成银行集团,通过一家或几家信誉较高的大银行出面牵头,按照相同条件共同向借款人提供贷款,这就是银团贷款,又称辛迪加贷款。

银团贷款有两种形式:①直接银团贷款,即参加贷款银行集团的各成员银行直接向借款人提供贷款,贷款的具体工作由贷款协议中指定的代理银行统一进行;②间接银团贷款,即一家或几家大银行作为牵头银行向借款人做出贷款安排,具体方式是牵头银行将贷款分别转售给其他参与银行,它们按各自承担的份额提供贷款,贷款工作由牵头银行负责管理。

(2)双边贷款。除银团贷款这种典型形式外,金额较低、期限较短的中期贷款一般只由一家银行提供,这种形式的贷款被称为双边贷款,或独家银行贷款。除利率结构与银团贷款相同之外,其他费用较低,有时甚至全免。

3. 欧洲债券市场

欧洲债券是国际债券的一种。国际债券是相对于国内债券而言的,从债券发行人的身份来看,债券分为国内债券和国际债券两大类。国内债券是指市场所在地的本国发行人发行的债券,国际债券是指市场所在地的非居民发行人发行的债券。

国际债券包括外国债券和欧洲债券。

(1)外国债券。外国债券是指非居民在异国债券市场上以市场所在地货币为面值货币发行的国际债券。例如,中国政府在日本东京发行的日元债券、日本公司在纽约发行的美元债券就属于外国债券。外国债券的发行主要集中于世界上几个主要国际金融中心,最主要的有瑞士的苏黎世、美国的纽约、日本的东京、英国的伦敦和荷兰的阿姆斯特丹等。在每个金融中心发行的外国债券一般都有一个共同的名称,如在美国发行的外国债券称为"扬基债券",在日本发行的外国债券称为"武士债券",在英国发行的外国债券称为"猛犬债券",在西班牙发行的外国债券称为"斗牛士债券",在荷兰发行的外国债券称为"伦勃朗债券",在中国发行的外国债券称为"熊猫债券"。

(2)欧洲债券。欧洲债券是指借款人在本国以外市场发行的以第三国货币为面值货币的国际债券。欧洲债券的发行人、发行地以及面值货币分别属于三个不同的国家。例如,墨西哥政府在东京发行的美元债券就属于欧洲债券。特别提款权不是任何国家的法定货币,因此以其为面值货币的国际债券都是欧洲债券。

欧洲债券市场主要由以下三类参与者组成。①发行人。欧洲债券发行人主要有国际金融机构、各国政府和政府机构、跨国公司、银行与非银行金融机构、国有企业等,其中大多数发行人来自发达国家。发行欧洲债券需要很高的资信等级,发行人进入市场的目的是筹集中长期资金。②投资者。欧洲债券的投资者包括个人投资者和机构投资者,其中机构投资者的力量已远远超过个人投资者而起主要作用,主要有国际组织、各国政府、中央银行、养老金、证券投资基金、跨国公司和国际性大银行等。在欧洲债券市场上,投资的主要动机是获得高收益,减少甚至逃避税收也是一个重要动机。③中介机构。中介机构的主要职能是承销。欧洲债券的发行一般没有固定的场所,主要由中介机构代理发行。中介机构大多是来自发达国家的信誉卓著的金融机构,包括证券公司和商业银行的投资银行分支机构。

欧洲债券实质上是一种无国籍债券,具有流动性强、不记名、免缴税款、自由灵活等优点,深受发行人和投资者的欢迎,目前已经成为国际债券市场上的主体,发行量一直占到国际债券市场的80%以上。

第五节 外汇管理与外债管理

外汇管理起源于第一次世界大战期间,此后随着世界经济政治的变化而时松时紧。国际货币基金组织成立后,一直敦促各成员方取消外汇管理,恢复货币的可兑换。目前主要发达国家基本上取消了外汇管理,而大多数发展中国家出于经济发展的考虑,仍然实行不同程度的外汇管理。

一、外汇管理概述

(一)外汇管理的含义

外汇管理有狭义和广义之分。狭义的外汇管理又称外汇管制,是指对外汇兑换等施加限制,主要表现为对外汇可得性和价格的限制。广义的外汇管理既包括外汇管制,也包括为实施外汇管制或其他管制措施而采取的配套管理措施。例如,对于只取消经常项目外汇管制的国家来说,为了执行资本管制而采取的真实性审查等措施就属于广义的外汇管理,而不属于外汇管制。

行使外汇管理职能的机构,可以是中央银行、财政部或专门设立的机构。在我国,具体的外汇管理由国家外汇管理局这一专门机构负责。

(二)外汇管理的目的与弊端

外汇管理是政府干预经济生活的一种政策工具。一般来说,各国进行外汇管理的目的包括:①促进国际收支平衡或改善国际收支状况;②稳定本币汇率,控制涉外经济活动中的汇率风险;③防止资本外逃或大规模投机性资本冲击,维护金融市场的稳定和金融安全;④增加外汇储备;⑤保护国内市场,集中和有效利用外汇资源,保护和推动本国产业发展,促进内部均衡;⑥增强商品的国际竞争力。

外汇管理是一把"双刃剑",在发挥积极作用的同时,也会带来诸多消极影响:①扭曲汇率,造成资源配置低效率;②导致寻租和腐败行为;③导致非法地下金融蔓延;④导致收入分

配不公；⑤不利于经济的长远发展。正因为外汇管理存在不容忽视的消极影响，国际货币基金组织一直要求各成员方取消外汇管理，经济实力较强的国家也在逐步放松甚至取消外汇管理。

二、货币可兑换

（一）货币可兑换的含义与类型

货币可兑换是相对于外汇管制而言的，在纸币流通条件下，是指国家货币的持有者可以不受该国政府或货币当局的限制，以任何目的而将所持有的该国货币按照一定汇率兑换为外国货币，用于对外支付或作为资产来持有。

货币可兑换程度主要取决于一个国家的经济实力，同时也是一个国家外汇管理制度和政策的选择结果。实际上，由于国际经济环境不同，经济发达程度和社会经济金融条件不一样，不同国家或同一国家不同时期都采取了各种各样的措施和手段限制货币可兑换，致使货币可兑换性不同，出现了各种不同类型的货币可兑换形式。

依据可兑换程度划分，货币可兑换分为完全可兑换和部分可兑换。完全可兑换是指国家货币的持有者可以在国际收支的所有项目下，自由地将本国货币与外国货币相兑换。到20世纪90年代，几乎所有发达国家都实现了货币的完全可兑换。

部分可兑换是指国家货币的持有者可以在部分国际收支项目下，如经常项目下，为支付国际货物、服务交易而自由地将本国货币与外国货币进行兑换，此时并不必对其他项目实行货币可兑换。理论上的部分可兑换有经常项目可兑换或资本项目可兑换，但在现实中，部分可兑换一般是指经常项目可兑换，这是因为，国家实现本国货币在经常项目下可兑换的难度小于在资本项目下可兑换，从而经常项目可兑换的实现要先于资本项目可兑换，而当资本项目可兑换实现后，经常项目可兑换和资本项目可兑换已经并存，就实现了货币完全可兑换。

（二）经常项目可兑换

根据《国际货币基金协定》，各成员方如接受第八条规定的义务，则成为国际货币基金组织第八条款成员方，其货币将被视为可兑换货币。第八条主要内容包括：①不得对经常性国际交易的付款和资金转移施加限制；②不得实施歧视性货币措施和复汇率政策；③成员方对其他国家所持有的本币，如对方提出申请并说明这部分货币结存是经常性交易中获得的，则应予购回。

《国际货币基金协定》第三十条对经常性交易规定如下：①所有同外贸和其他经常性业务（其中包括服务）以及正常的银行短期信贷业务相关的支付；②贷款利息和其他投资净收益的支付；③数额不大的偿还贷款本金或摊提直接投资折旧的支付；④数额不大的家庭生活费用汇款。

由此可以看出，国际货币基金组织认为的货币可兑换主要是指经常项目可兑换，而不是完全可兑换。《国际货币基金协定》第六条规定，成员方在必要时可以对国际资本流动施加管制。

（三）资本项目可兑换

资本项目可兑换就是实现货币在资本与金融账户下各交易项目的可兑换。由于没有一个国际组织拥有对各国资本项目可兑换的管辖权，目前对资本项目可兑换还没有一个统一的标准。实践中，各国在推进资本项目可兑换过程中，正在逐步从跨境资本交易的兑换管制转向更为注重跨境资本交易本身的监管。

资本项目可兑换能够提高经济的对外开放度，使资本流动更加自由，能带来许多潜在的利益，如使各国获得金融服务专业化带来的便利，有助于增强金融部门的活力，使国内居民得以在全球范围内实现资产多样化，但这些潜在的利益能否变成现实取决于各国的具体情况。资

本项目可兑换在给一个国家带来潜在经济利益的同时,也带来许多风险,如货币替代、资本外逃、资本流动不稳定、政府课税能力下降等,可能引起宏观经济不稳定,甚至引发经济和金融危机。

一个国家要实现资本项目可兑换需要一定的条件,主要是:①稳定的宏观经济环境;②稳健的金融体系;③弹性的汇率制度。现实中,大多数发展中国家都很难同时具备这些条件,因而难以实行资本项目可兑换,但是这不妨碍这些国家循序渐进地推进资本项目可兑换。在推进资本项目可兑换的过程中,还需要综合考虑外汇储备水平、经常项目收支状况、经济发展水平等因素,以便资本项目可兑换适度有序地进行。

资本项目可兑换的顺序安排,不仅要考虑具体项目可兑换所需要的条件和影响,还要考虑各项目之间的关系。就资本流入、流出而言,大多数发展中国家先放松资本流入管制,资本流入自由化的程度高于资本流出。就资本性交易本身而言,首先从受短期冲击影响不大的具有长期稳定性的资本交易和与正常商业活动有直接关系的资本交易入手,通常外国直接投资自由化早于资产组合投资;贸易信贷管制放松早于融资信贷;证券市场开放早于货币市场;股票交易自由化早于债券等固定利率证券。与此同时,资本交易的兑换限制放松早于资产交易本身的管制;数量型管制的放松早于价格型管制,或者以后者取代前者。在实践中,各国往往根据具体情况,把资本项目可兑换改革作为某一时期整体改革(如金融改革、结构性改革等)的一部分。例如,将有限放开资本项目作为改革信号等,并与其他改革配套交叉进行,从而形成多种多样的资本项目可兑换顺序。

三、我国的外汇管理体制

(一)我国外汇管理体制的改革

改革开放以前,我国实行高度集中的计划经济体制,由于外汇资源短缺,一直实行比较全面而严格的外汇管制。改革开放以后,我国外汇管理逐步减少指令性计划,注重培育市场机制,由高度集中的外汇管理体制向与社会主义市场经济相适应的外汇管理体制转变。1996年我国实现了人民币经常项目可兑换,2001年加入世界贸易组织以来,我国进一步深化外汇管理体制改革,继续完善经常项目可兑换,稳步推进资本项目可兑换和跨境贸易投资便利化。

(二)人民币经常项目可兑换条件下的经常项目管理

1996年12月,实现人民币经常项目可兑换后,为了区分经常项目和资本项目交易,防止无交易背景的逃骗汇及洗钱等违法犯罪行为,在经常项目下仍然实行真实性审核。根据国际惯例,这并不构成对经常项目可兑换的限制。

(1)经常项目外汇收入,可以按照国家有关规定保留或者卖给经营结汇、售汇业务的金融机构。

(2)经常项目外汇收支应当具有真实、合法的交易基础。经营结汇、售汇业务的金融机构应当按照外汇管理部门的规定,对交易单证的真实性及其与外汇收支的一致性进行合理审查。

(3)境内机构经常项目用汇,除个别项目须经外汇管理部门进行真实性审核外,可以直接按照市场汇率凭相应的有效凭证用人民币向外汇指定银行购汇或从其外汇账户上对外支付。

(4)实行进出口收付汇核销制度。货物出口后,由外汇管理部门对相应的出口收汇进行核销;进口货款支付后,由外汇管理部门对相应的进口付汇进行核销。

（三）人民币经常项目可兑换条件下的资本项目管理

按照“循序渐进、统筹规划、先易后难、留有余地”的改革原则，我国逐步推进资本项目可兑换。目前，除国务院另有规定外，资本项目外汇收入均需调回境内。

（1）直接投资。我国对外商直接投资外汇管理一直比较宽松。近几年，不断放宽境内企业对外直接投资外汇管理，支持企业“走出去”。外商投资企业的资本金、投资资金等需开立专项账户保留；外商投资项下外汇资本金结汇可持相应材料直接到外汇管理部门授权的外汇指定银行办理，其他资本项下外汇收入经外汇管理部门批准后可以结汇；外商投资企业资本项下支出经批准后可以从其外汇账户中汇出或者购汇汇出。境内机构、境内个人向境外直接投资或者从事境外有价证券、衍生产品发行、交易，应当按照外汇管理部门的规定办理登记。国家规定需要事先经有关主管部门批准或者备案的，应当在外汇登记前办理批准或者备案手续。2010 年 10 月以来，启动跨境直接投资人民币结算试点，一方面，支持外商以人民币出资在我国进行直接投资；另一方面，允许国内企业以人民币开展境外直接投资。2015 年 6 月 1 日起，取消外汇年检和境外再投资备案，全国推广外商投资企业资本金意愿结汇，直接投资无须前置性审批，直接投资实现完全可兑换。

（2）证券投资。①放松管制，促进证券资金流入。境外投资者可直接进入境内 B 股市场，无须审批；境外资本可以通过合格境外机构投资者（qualified foreign institutional investors，QFII）间接投资境内 A 股市场，买卖股票、债券等，但合格境外机构投资者的境内证券投资必须在批准的额度内；2013 年 3 月推出人民币合格境外机构投资者（RMB qualified foreign institutional investors，RQFII）业务，我国香港、新加坡和英国等地投资者可以通过此机制投资境内 A 股市场；境内企业经批准可以通过境外上市（H 股），或者发行国际债券及离岸人民币债券，到境外募集资金调回使用。②拓宽渠道，鼓励证券资金流出。外汇指定银行可以买卖境外非股票类证券；允许符合条件的银行集合境内机构和个人的人民币资金，在一定额度内购汇投资于境外固定收益类产品；允许符合条件的基金管理公司等证券经营机构在一定额度内集合境内机构和个人自有外汇，用于在境外进行的包含股票在内的组合证券投资；允许符合条件的保险机构运用自有外汇或购汇投资于境外固定收益类产品及货币市场工具，购汇额按保险机构总资产的一定比例控制。③创新机制，推动金融市场双向开放。建立股票市场和债券市场交易互联互通机制和证券投资基金互认机制，先后推出“沪港通”“深港通”“沪伦通”“债券通”“跨境理财通”“互换通”等，不断提高资本项目可兑换水平。

（3）其他投资。对外债实行计划管理。允许境内居民（包括法人和自然人）以特殊目的公司的形式设立境外融资平台，通过反向并购、股权置换、可转换债券等资本运作方式在国际资本市场上从事各类股权融资活动；允许跨国公司在集团内部开展外汇资金运营。

（四）新形势下外汇管理体制改革的深化

21 世纪以来，为适应加入世界贸易组织后大国开放经济的发展要求，我国外汇管理逐渐转向“均衡管理”。2007 年，我国取消账户限额管理，允许企业根据经营需要自主保留外汇。2008 年，修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》明确企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行。2009 年，我国推动外汇管理理念和方式“五个转变”，稳妥有序推进资本项目开放。2015 年以来，我国不断完善开放经济下宏观经济风险管理能力，及时制定和实施了包括增强人民币汇率弹性、启动部分宏观审慎管理工具、加强市场预期引导等在内的一揽子应对措施，完善了我国宏观经济逆周期管理机制。我国审慎稳妥地推进银行间债券市场、证券市场、境内外汇市场等重点领域改革，深化简政放权，不断提升贸易便利化水平。在坚持市场

从债务工具看，贷款余额为4404亿美元，占16%；贸易信贷与预付款余额为4053亿美元，占15%；货币与存款余额为5906亿美元，占22%；债务证券余额为8854亿美元，占32%；特别提款权分配为507亿美元，占2%；直接投资：公司间贷款债务余额为3074亿美元，占11%；其他债务负债余额为668亿美元，占2%。

从币种结构看，本币外债余额为12367亿美元，占45%；外币外债余额（含SDR分配）为15099亿美元，占55%。在外币登记外债余额中，美元债务占84%，欧元债务占7%，港币债务占3%，日元债务占1%，特别提款权和其他外币外债合计占比为5%。1985—2021年中国长期与短期外债的结构与增长见表10-3，1985—2021年中国外债与国民经济、外汇收入见表10-4。

表10-3　　1985—2021年中国长期与短期外债的结构与增长

项目/年度	外债余额/十亿美元	中长期外债			短期外债			短期外债与外汇储备的比例
		余额/十亿美元	比上年增长	占总余额的比例	余额/十亿美元	比上年增长	占总余额的比例	
1985	15.83	9.41	—	59.4%	6.42	—	40.6%	242.8%
1986	21.48	16.71	77.6%	77.8%	4.77	-25.7%	22.2%	230.2%
1987	30.20	24.48	46.5%	81.1%	5.72	19.9%	18.9%	195.7%
1988	40.00	32.69	33.5%	81.7%	7.31	27.8%	18.3%	216.8%
1989	41.30	37.03	13.3%	89.7%	4.27	-41.6%	10.3%	76.9%
1990	52.55	45.78	23.6%	87.1%	6.77	58.5%	12.9%	61.0%
1991	60.56	50.26	9.8%	83.0%	10.30	52.1%	17.0%	47.4%
1992	69.32	58.47	16.3%	84.3%	10.85	5.3%	15.7%	55.8%
1993	83.57	70.02	19.8%	83.8%	13.55	24.9%	16.2%	63.9%
1994	92.81	82.39	17.7%	88.8%	10.42	-23.1%	11.2%	20.2%
1995	106.59	94.68	14.9%	88.8%	11.91	14.3%	11.2%	16.2%
1996	116.28	102.17	7.9%	87.9%	14.11	18.5%	12.1%	13.4%
1997	130.96	112.82	10.4%	86.1%	18.14	28.6%	13.9%	13.0%
1998	146.04	128.70	14.1%	88.1%	17.34	-4.4%	11.9%	12.0%
1999	151.83	136.65	6.2%	90.0%	15.18	-12.5%	10.0%	9.8%
2000	145.73	132.65	-2.9%	91.0%	13.08	-13.8%	9.0%	7.9%
2001	203.30	119.53	—	58.8%	83.77	—	41.2%	39.5%
2002	202.63	115.55	-3.3%	57.0%	87.08	4.0%	43.0%	30.4%

续表

项目/年度	外债余额/十亿美元	中长期外债			短期外债			短期外债与外汇储备的比例
		余额/十亿美元	比上年增长	占总余额的比例	余额/十亿美元	比上年增长	占总余额的比例	
2003	219.36	116.59	0.9%	53.2%	102.77	18.0%	46.8%	25.5%
2004	262.99	124.29	6.6%	47.3%	138.71	35.0%	52.7%	22.7%
2005	296.54	124.90	0.5%	42.1%	171.64	23.7%	57.9%	21.0%
2006	338.59	139.36	11.6%	41.2%	199.23	16.1%	58.8%	18.7%
2007	389.22	153.53	10.2%	39.4%	235.68	18.3%	60.6%	15.4%
2008	390.16	163.88	6.7%	42.0%	226.28	-4.0%	58.0%	11.6%
2009	428.65	169.39	3.4%	39.5%	259.26	14.6%	60.5%	10.8%
2010	548.94	173.24	2.3%	31.6%	375.70	44.9%	68.4%	13.2%
2011	695.00	194.10	12.0%	27.9%	500.90	33.3%	72.1%	15.7%
2012	736.99	196.06	1.0%	26.6%	540.93	8.0%	73.4%	16.3%
2013	863.17	186.54	-4.9%	21.6%	676.63	25.1%	78.4%	17.7%
2014	1779.90	481.70	—	27.1%	1298.20	—	72.9%	33.8%
2015	1382.98	495.57	2.9%	35.8%	887.41	-31.6%	64.2%	26.6%
2016	1415.80	549.76	10.9%	38.8%	866.04	-2.4%	61.2%	28.8%
2017	1757.96	612.72	11.5%	34.9%	1145.24	32.2%	65.1%	36.5%
2018	1982.75	693.60	13.2%	35.0%	1289.15	12.6%	65.0%	42.0%
2019	2070.81	851.97	22.8%	41.1%	1218.84	-5.5%	58.9%	39.2%
2020	2400.81	1084.44	27.3%	45.2%	1316.37	8.0%	54.8%	40.9%
2021	2746.56	1300.33	19.9%	47.3%	1446.23	9.9%	52.7%	44.5%

注：1. 自2001年起，我国按照当时的国际标准对原外债口径进行了调整，并将未来一年内到期的中长期外债纳入短期外债（剩余期限）统计，由于调整后的外债数据与2000年及以前年度的外债数据不具可比性，故未计算上表中2001年“外债余额比上年增长”项。

2. 2015年，我国按照国际货币基金组织数据公布特殊标准调整了外债统计口径并对外公布全口径外债数据，将人民币外债纳入统计，并按签约期限划分中长期和短期外债。为保证数据的可比性，本表将2014年年末外债数据相应调整为全口径外债数据，由于全口径外债数据与此前外债数据（原口径为外币外债数据）不具可比性，故未计算上表中2014年“外债余额比上年增长”项。

3. 数据来源于国家外汇管理局。

表 10-4　　1985—2021 年中国外债与国民经济、外汇收入

项目/年度	外债余额/十亿美元	外债余额比上年增长	国内生产总值/十亿元人民币	国内生产总值比上年增长	负债率	外汇收入/十亿美元	外汇收入比上年增长	债务率
1985	15.83	30.9%	904.0	13.5%	5.1%	28.3	—	56.0%
1986	21.48	35.7%	1030.9	8.9%	7.1%	29.8	5.4%	72.1%
1987	30.20	40.6%	1210.2	11.7%	9.2%	39.2	31.5%	77.1%
1988	40.00	32.5%	1510.1	11.3%	9.8%	45.9	17.2%	87.1%
1989	41.30	3.3%	1709.0	4.2%	9.1%	47.8	4.2%	86.4%
1990	52.55	27.2%	1877.4	3.9%	13.3%	57.4	20.0%	91.6%
1991	60.56	15.2%	2189.6	9.3%	14.6%	65.9	14.9%	91.9%
1992	69.32	14.5%	2706.8	14.3%	14.1%	78.8	19.6%	87.9%
1993	83.57	20.6%	3552.4	13.9%	13.5%	86.6	9.8%	96.5%
1994	92.81	11.1%	4846.0	13.1%	16.4%	118.9	37.4%	78.0%
1995	106.59	14.8%	6113.0	11.0%	14.5%	147.2	23.8%	72.4%
1996	116.28	9.1%	7157.2	9.9%	13.5%	171.7	16.6%	67.7%
1997	130.96	12.6%	7942.9	9.2%	13.6%	207.2	20.7%	63.2%
1998	146.04	11.5%	8488.4	7.8%	14.2%	207.4	0.1%	70.4%
1999	151.83	4.0%	9018.8	7.6%	13.9%	221.0	6.5%	68.7%
2000	145.73	-4.0%	9977.6	8.4%	12.0%	279.6	26.5%	52.1%
2001	203.30	—	11027.0	8.3%	15.2%	299.4	7.1%	67.9%
2002	202.63	-0.3%	12100.2	9.1%	13.8%	365.4	22.0%	55.5%
2003	219.36	8.3%	13656.5	10.0%	13.2%	485.0	32.7%	45.2%
2004	262.99	19.9%	16071.4	10.1%	13.4%	655.0	35.1%	40.2%
2005	296.54	12.8%	18589.6	11.3%	13.0%	836.8	27.8%	35.4%
2006	338.59	14.2%	21765.7	12.7%	12.3%	1061.7	26.9%	31.9%
2007	389.22	15.0%	26801.9	14.2%	11.0%	1342.1	26.4%	29.0%
2008	390.16	0.2%	31675.2	9.6%	8.5%	1581.7	17.9%	24.7%
2009	428.65	9.9%	34562.9	9.2%	8.4%	1332.9	-15.7%	32.2%
2010	548.94	28.1%	40890.3	10.6%	9.0%	1876.8	40.8%	29.2%

续表

项目/年度	外债余额/十亿美元	外债余额比上年增长	国内生产总值/十亿元人民币	国内生产总值比上年增长	负债率	外汇收入/十亿美元	外汇收入比上年增长	债务率
2011	695.00	26.6%	48412.4	9.5%	9.2%	2086.6	11.2%	33.3%
2012	736.99	6.0%	53412.3	7.7%	8.6%	2248.3	7.7%	32.8%
2013	863.17	17.1%	58801.9	7.8%	9.0%	2425.0	7.9%	35.6%
2014	1779.90	—	64356.3	7.4%	17.0%	2545.1	5.0%	69.9%
2015	1382.98	-22.3%	68885.8	7.0%	12.5%	2360.2	-7.3%	58.6%
2016	1415.80	2.4%	74639.5	6.8%	12.6%	2197.9	-6.9%	64.4%
2017	1757.96	24.2%	83203.6	6.9%	14.3%	2422.9	10.2%	72.6%
2018	1982.75	12.8%	91928.1	6.7%	14.3%	2651.0	9.4%	74.8%
2019	2070.81	4.4%	98651.5	6.0%	14.5%	2643.4	-0.3%	78.3%
2020	2400.81	15.9%	101598.6	2.3%	16.3%	2732.4	3.4%	87.9%
2021	2746.56	14.4%	114367.0	8.1%	15.5%	3554.3	30.1%	77.3%

注：1. 自 1998 年起，本表将原使用的“国民生产总值”数据调整为“国内生产总值”数据，以前年份数据均按《中国统计提要 1998》中公布数据进行了调整。国内生产总值及其增长数据均为国家统计局最新修正数据。

2. 负债率是指年末外债余额与当年国内生产总值的比率。计算负债率时将国内生产总值按国家外汇管理局公布的年平均交易中间价折算为美元。

3. 自 1998 年起，本表中的外汇收入指国际收支口径的货物与服务贸易出口收入，以前年份的数据均按此国际规范口径进行了调整，据此计算的债务率也进行了相应的调整。

4. 债务率是指年末外债余额与当年国际收支统计口径的货物与服务贸易出口收入的比率。

5. 2001 年，我国按照当时的国际标准对原外债口径进行了调整，由于调整后的外债数据与 2000 年及以前年度的外债数据不具可比性，故未计算上表中 2001 年“外债余额比上年增长”项。

6. 2015 年，我国按照国际货币基金组织数据公布特殊标准调整了外债统计口径并对外公布全口径外债数据，将人民币外债纳入统计。为保证数据的可比性，将 2014 年年末外债数据相应调整为全口径外债数据，由于全口径外债数据与此前外债数据（原口径为外币外债数据）不具可比性，故未计算上表中 2014 年“外债余额比上年增长”项。

7. 自 2016 年起，按照国际收支平衡表修正数据对本表中上一年数据进行相应调整。

8. 数据来源于国家外汇管理局。

截至 2021 年年末，我国外债负债率为 15.5%，债务率为 77.3%，偿债率为 5.9%，短期外债与外汇储备的比例为 44.5%，上述指标均在国际公认的安全线（分别为 20%、100%、20%、100%）以内，远低于发达经济体和新兴市场经济体整体水平。同时，我国外债结构持续优化。从币种结构来看，本币外债占比持续提升，境内机构抵御汇率风险的能力有所增强。2021 年年末，本币外债在全口径外债余额中的占比由 2016 年年末的 34% 提升至 45%，上升 11 个百

分点。从期限结构看,我国中长期外债在全口径外债余额中的占比由2016年年末的39%提升至2021年年末的47%,增加8个百分点。中长期外债占比上升有利于降低我国外债期限错配风险,减少债务偿付的流动性风险。

(二)我国的外债管理制度

我国对外债实行分类多头管理,财政部、国家发展和改革委员会、国家外汇管理局为外债管理主体。财政部是政府外债的统一管理部门,国家发展和改革委员会负责一年期以上的中长期外债的管理,国家外汇管理局负责一年期以内(含一年)的短期外债管理。外商投资企业借用国际商业贷款不需事先批准,但其短期外债余额和中长期外债累计发生额之和要严格控制在其投资总额与注册资本额的差额内。

我国对外债还实行登记管理,债务人按照国家有关规定借用外债,并办理外债登记。国家外汇管理局及其分支局负责外债的登记、账户、使用、偿还以及结售汇等管理、监督和检查。债务人为财政部门的,应在每月初10个工作日内逐笔向所在地外汇管理局办理外债登记;债务人为境内银行的,应通过外汇管理局相关系统逐笔报送其借用外债信息;其他境内债务人应在规定时间内到所在地外汇管理局逐笔办理外债登记。

近年来跨境人民币业务发展迅猛,人民币外债规模不断增加,为更全面反映我国外债总体规模,从2015年起,国家外汇管理局按季对外公布我国全口径外债数据。全口径外债指的是将人民币外债计入我国外债统计的范围之内的外债,包含两个部分,第一部分是以外币形式表示的对外债务;第二部分是直接以人民币形式存在的外债。人民币外债和外币外债的不同之处主要表现在,人民币外债与外币外债在计价货币与偿付货币上存在本质区别,在面临汇率剧烈波动及在对外偿付债务时对国家外汇储备造成的影响也存在差异,从而对本国经济运行和金融体系造成的影响也有较大区别。具体地说,外币外债易受汇率波动的影响,在发生危机时可能加重债务人的偿债负担;而人民币外债不存在货币错配风险和汇率风险等,特别是没有外汇偿付风险,并不直接消耗外汇储备。

2022年12月29日,国家发展和改革委员会审议通过《企业中长期外债审核登记管理办法》(以下简称56号令)。56号令自2023年2月10日起施行,《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(以下简称2044号文)同时废止。56号令共包括总则、外债规模和用途、外债审核登记、外债风险管理和事中事后监管、法律责任、附则等六章三十七条。56号令借鉴了境内债和企业境外上市管理有关做法,与2044号文相比,在监管范围、资金用途管理、登记程序、事后监管等方面进行了调整。①准入形式的变化。56号令明确,将外债管理由"备案登记"调整为"审核登记",由注册审批制到备案制,再到审核制的变化,意味着中长期外债面临的监管有所加强。56号令要求,企业应当在借用外债前取得《企业借用外债审核登记证明》,完成审核登记手续。未经审核登记的,不得借用外债。②确定了全口径主体管理的要求。56号令要求,境内企业间接在境外借用外债适用该办法,即红筹架构的企业通过境外主体借用外债需向国家发展和改革委员会办理外债登记,较以前更规范。③细化了债务工具范围和外债资金用途负面清单。56号令中的券种适用范围有所拓宽,首次在外债包含的债务工具类型中明确提及"可交换债券"和"融资租赁"。而外债用途的负面清单上的改变更加"细节化",56号令明确外债资金用途不威胁、不损害我国国家利益和经济、信息数据等安全;不违背我国宏观经济调控目标;不违反我国有关发展规划和产业政策,不新增地方政府隐性债务等。其中,不新增地方政府隐性债务要求是一个亮点。④审核流程更严格和规范。56号令提到,审核期限从7个工作日延长至3个月,对符合规定的审核登记申请,出

具《企业借用外债审核登记证明》；对不符合规定的审核登记申请，出具不予审核登记书面通知，并说明不予审核登记的理由。⑤新增定期报送和重大事项报送。出于防止企业境内债券违约风险外溢和交叉违约风险的考虑，56号令明确企业应于每年1月末和7月末的前5个工作日内，通过网络系统向审核登记机关报送外债资金使用情况、本息兑付情况和计划安排、主要经营指标等。

全国经济专业技术资格考试用书

经济基础知识（中级）
工商管理专业知识和实务（中级）
农业经济专业知识和实务（中级）
财政税收专业知识和实务（中级）
金融专业知识和实务（中级）
保险专业知识和实务（中级）
人力资源管理专业知识和实务（中级）
旅游经济专业知识和实务（中级）
运输经济专业知识和实务（中级）
建筑与房地产经济专业知识和实务（中级）
知识产权专业知识和实务（中级）

责任编辑 / 葛　瑀
责任校对 / 刘　森
封面设计 / 赵　强
责任设计 / 王利民

ISBN 978-7-5129-1930-3

9 787512 919303 >

定价：85.00元