

## 改革攻坚 重塑金融生态

### ——2019年中国金融政策全面回顾总结

#### 核心内容:

☆2019年是我国全面打赢防风险战役的攻坚之年，立足于进一步改革发展、扩大开放的新格局，党中央国务院、国家发改委、人民银行、银保监会、证监会、沪深证券交易所等部门在本年度推出了多项涉及金融机构建设与金融市场建设的重大举措，例如率先于科创板试点注册制、修订出台新证券法等等，这些举措均指向金融体制改革与防控系统性风险的攻坚战。通过这些政策措施，中国的金融生态正在重塑。本报告将回顾梳理2019年的重点金融政策，并分为党中央国务院、金融机构与金融市场三个不同层次，并进行简要点评。

☆回顾中国改革开放之后金融改革与发展的历史进程，重视规模扩张而轻视体制建设的特点十分凸出。一方面，金融机构数量繁多、资产规模庞大，中国的四大国有控股商业银行几乎年年跻身全球商业银行规模榜首。另一方面，市场机制还难言在金融资源配置中发挥决定性作用。利率、信贷资金分配、汇率调控、跨境资本流动管理、以及大型金融机构管理（控股、资产、人事等）等方面政府都还发挥着莫大的影响力。截至2015年，中国的金融抑制的程度在有数据的130个经济中尚排在第14位。金融抑制，在中国金融改革发展四十余年之后仍然是一个令人关注问题。

☆追根溯源，“双轨制”的经济改革发展策略是形成上述问题的关键。在改革开放进程的前三十年，上述经济发展与金融改革策略不但帮助中国创造了增长奇迹，还在漫长的岁月中成功实现了金融稳定。随着近年来中国的资本投入或者说金融效率不断下降（体现为增量资本产出率（ICOR）不断上升），使得中国这个全世界唯一没有发生过重大金融危机的主要新兴市场经济体，不得不将防范系统性金融风险作为“三大攻坚战”之首，反映了当前中国金融体系资源配置效率下降而系统性风险隐患不断累积的新特点，决策层因此着重于防风险、控杠杆也就不难理解。中国金融抑制政策的风险-效率补偿机制（以粗放型风险发展换取效率的模式）逐步失灵，主要反映了中国经济发展进入新时代这一基本事实。

☆近年来在党中央国务院领导下金融监管当局进行了巨大努力推动中国金融体制的进一步改革开放，2019年一些重要的举措相继推出，成绩斐然，关键性的举措主要有以下三项：一是大力推动我国金融监管体制改革；二是大力推动利率市场化改革；三是科创板正式开板试点注册制，新版证券法出台实施，资本市场生态重塑大幕拉开。

☆建立现代金融体系必须坚定决心改革金融资源供给模式，建立以法制与信用为基础的现代多层次资本市场为核心的金融资源配置体系，令市场在资源配置中发挥决定性作用，建立有效的风险定价机制，从而使得金融资源得以有效支持实体经济，从而令经济健康发展成为防范化解风险的根本基础。实现在稳增长的基础上防风险，在推动高质量发展中防范化解风险。

☆当前我国已经确定加快构建现代金融体制，全面推进金融市场深化改革、扩大开放的既定方针，但是如何夯实金融体系良好运作的基石成为高水平开放型金融市场建设能否成功的决定因素。应当加快一系列民商法、金融法律的制定、修订工作，切实构建完善的法制化市场治理体系。资本市场上交易的证券无论是股票还是债券或其它衍生产品，背后的基础资产都是权益，权益必须能够得到明确的法律界定和保障，从法制制度到法制执行层面全面树立内外主体对中国经济与市场、国家治理现代化水平的坚定信心。

#### 分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

## 目 录

一、党中央国务院方针政策 .....	6
二、金融机构相关政策 .....	8
三、金融市场相关政策 .....	14
四、附表 .....	20

## 改革攻坚 重塑金融生态

### ——2019 年中国金融政策全面回顾总结

2019 年是我国全面打赢防风险战役的攻坚之年，立足于进一步改革发展、扩大开放的新格局，党中央国务院、国家发改委、人民银行、银保监会、证监会、沪深证券交易所等部门在本年度推出了多项涉及金融机构建设与金融市场建设的重大举措，例如率先于科创板试点注册制、修订出台新证券法等等，这些举措均指向金融体制改革与防控系统性风险的攻坚战。通过这些政策措施，中国的金融生态正在重塑。本报告将回顾梳理 2019 年的重点金融政策，并分为党中央国务院、金融机构与金融市场三个不同层次，并进行简要点评。

回顾中国改革开放之后金融改革与发展的历史进程，重视规模扩张而轻视体制建设的特点十分突出。一方面，金融机构数量繁多、资产规模庞大，中国的四大国有控股商业银行几乎年年跻身全球商业银行规模榜首。直接金融方面，股市和债市市值也位列全球第二。另一方面，市场机制还难言在金融资源配置中发挥决定性作用。利率、信贷资金分配、汇率调控、跨境资本流动管理、以及大型金融机构管理（控股、资产、人事等）等方面政府都还发挥着莫大的影响力。截至 2015 年，中国的金融抑制的程度在有数据的 130 个经济中尚排在第 14 位。金融抑制，在中国金融改革发展四十余年之后仍然是一个令人关注问题。

追根溯源，“双轨制”的经济改革发展策略是形成上述问题的关键。改革开放以来，由于实行产权二元制或者说双轨制，为了补贴经营效率相对较差的国有企业，政府实施了“不对称市场化”，即产品市场全部放开，而要素市场普遍扭曲。保持要素市场扭曲的目的是通过人为地压低要素价格并引导资金配置，变相补贴国有企业，而金融抑制就是要素市场扭曲的一个具体体现。

在改革开放进程的前三十年，上述经济发展与金融改革策略不但帮助中国创造了增长奇迹，还在漫长的岁月中成功实现了金融稳定。这符合过往实证分析对于金融抑制在改革前期对于经济增长有正面影响的结论，只是实证分析进一步揭示了在改革发展的后期金融抑制对于经济发展与金融稳定具有负面效应。实际上，抑制性金融政策对经济增长可能同时存在两个效应，一是金融抑制帮助快速实现从储蓄到投资的转换、支持金融稳定，从而助力经济增长（斯蒂格利茨效应）；二是金融抑制降低金融效率、遏制金融发展，因而遏制经济增长（麦金农效应）。由此可以推测，改革开放前三十年，金融抑制主要在中国呈现斯蒂格利茨效应，而在中国发展到 21 世纪第二个十年之后，主要体现为麦金农效应。

随着近年来中国的资本投入或者说金融效率不断下降（体现为增量资本产出率（ICOR）不断上升），使得中国这个全世界唯一没有发生过重大金融危机的主要新兴市场经济体，不得不将防范系统性金融风险作为“三大攻坚战”之首，反映了当前中国金融体系资源配置效率下降而系统性风险隐患不断累积的新特点，决策层因此着重于防风险、控杠杆也就不难理解。

中国金融抑制政策的风险-效率补偿机制（以粗放型风险发展换取效率的模式）逐步失灵，主要反映了中国经济发展进入新时代这一基本事实。21 世纪的第二个十年已经到来，中国经济已经超越人均国民收入 10000 美元的门槛，这一成绩表明中国经济已经达到中等偏上收入水平，因此不得不直面“中等收入陷阱”的挑战。其实，我们认为所谓的“中等收入陷阱”只是国家发展到中等收入阶段之后的“发

展停滞陷阱”背后是利益藩篱固化、改革发展停滞等深层次原因导致的资源配置效率低下和内外风险累积。所以所谓的“中等收入陷阱”其实应该称作“中等收入阶段国家发展停滞陷阱”。为了跨越这一陷阱，实现国家经济社会发展新的飞跃，中国需要培育、发展一批新的在高成本基础上有竞争力的产业支持下一个阶段的经济增长，替代对经济增长贡献效率明显下降的过去在低成本基础上建立的大量的劳动密集型、低附加值的制造业产业。如果说过去中国经济增长主要是由资本要素驱动，那么现在就需要转向科技创新要素驱动。过去成功地支持了资本要素驱动型粗放经济增长的金融体系，今天就迫切地需要转型。

**然而，当前中国的金融体系存在不少无可回避的问题，从而无法适应新时代经济发展的需要：**

**一是金融体系难以满足新时代实体经济发展的需求。**当前及未来一个时期，居民储蓄倾向下降而消费倾向上升可能是一个趋势，同时居民部门杠杆水平在上升，这就会使得家庭部门一定收益率水平的资产性收入产生更高的追求。企业部门产业服务业占比提升与制造业升级同步发生，企业对于金融服务的需求也日益多样化，同时原有金融体系整体生态对于民营企业、中小企业部门并不友好，资源配置效率较低，总的来说金融体系在上述方面的效率十分低下；

**二是“双轨制”之下的产权二元结构使得政府无法与市场之间保持清晰的边界，始终无法完全做到党的十八届三中全会便提出的让市场在资源配置中起决定性作用。**进而衍生出“财政金融化”的现象，不但极大影响了金融资源的配置效率，更最后迫使财政为金融机构兜底，滚动出更为巨大的系统性财政金融风险，地方政府隐性负债风险的形成和累积本质上是这个原因。由于存在政府对市场的干预乃至某些时候在资源配置上的角色替代，市场机制无法有效进行风险定价并合理配置资金（利率双轨制定价的根本原因在此），使得金融机构的风险控制常态化面临极大压力，一些地方性特别是中小金融机构在这方面受到的影响尤为显著；

**三是金融监管、金融治理能力仍然有欠现代化，从而难以真正有效地全面防控风险。**过去很长的时间里，实现金融稳定主要靠财政兜底，长期来看实际上造成了严重的道德风险，未来随着我国国内市场不断国际化，老一套势必难以为继，也难以适应市场化、法制化与国际化的中国金融发展大趋势。2015年金融市场大波动就淋漓尽致地展现了当时监管框架强调机构监管、分业监管的背景下，监管空白与重复监管的问题突出、监管政策之间缺乏有效的协调的弊端，实际工作中因此积累了许多系统性金融风险隐患，使得金融监管难以做到“守土尽责”。

**为了解决上述问题，近年来在党中央国务院领导下金融监管当局进行了巨大努力推动中国金融体制的进一步改革开放，2019年一些重要的举措相继推出，成绩斐然，关键性的举措主要有以下三项：**

**一是大力推动我国金融监管体制改革。**近年来在党中央国务院的领导下，以成立国务院金融委为标志，原一行三会的分业监管体制出现重大变化，强化金融监管全覆盖，机构监管与功能监管并重、行为监管与宏观审慎监管并举，凸出监管协调成为大趋势。人民银行作为中央银行与国务院金融委办公室对金融工作的日常统筹作用更加凸显，旧有监管体制存在监管真空、监管套利的弊端得到很大改善。现代中央银行体制下，货币政策与宏观审慎监管双支柱框架体系基本建立；

**二是大力推动利率市场化改革。**1993年11月，中共十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出“中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率，并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动”。1993年12月，国务院颁布了《关于金融体制改革的决定》，提出“中国人民银行要制定存、贷款利率的上下限，进一步理顺存款利率、贷款利率和有价证券利率之间的关系；各类利率要反映期限、成本、风险的区别，保持合理利差；逐步形成以中央银行利率为基础的市场利率体系”。

自此以后，我国利率市场化开始了艰难但坚定的征程：1990年代末至2013年，通过逐步改革，贷款利率完全放开，存款利率开始浮动；2014年11月，为加速推进利率市场化改革，存款利率浮动区间的上限调整至基准利率的1.2倍，并对基准利率期限档次作了适当合并。2015年，存款利率上限又先后缓步提升至1.3倍、1.5倍。上述政策出台后，当时的大部分银行都是将存款利率上浮到顶，足见存款的“均衡利率”远高于当时的上限。2015年10月24日，央行决定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。至此，中国利率市场化进程在形式上基本完成。之所以说这是“形式上”基本完成，而不是“实质上”完成，是因为部分银行实质上仍未具备存款、贷款的定价能力，为防止银行在存款上恶性竞争，全行业继续实施存款利率行业自律，不同地区不同类型银行约定存款利率上浮的自律上限，对存款利率继续构成了一个无形的天花板。此外，由于种种非市场因素的存在，也尚未完全形成通畅的货币政策传导机制，货币市场利率变动之后，不能有效带动存贷款利率的同向变动，两套利率仿佛自成一体、自行其是。为了进一步推动利率市场化改革，央行于2019年8月推出了LPR机制改革，希望借此完善利率市场化机制、改善利率传导效果，将货币宽松效果更好地传导至实体经济的贷款端，至此中国利率市场化改革终于开市了最后的跨越。

**三是科创板正式开板试点注册制，新版证券法出台实施，资本市场生态重塑大幕拉开。**2019年，科创板毫无疑问是资本市场制度改革的关键，从制度构建到审核节奏，从受理企业到监管动态，从科创成色到市场波动，科创板的一举一动可以说拉开了资本市场生态重塑的大幕。从2018年11月5日科创板宣布设立，到今年4月科创板开门迎客，科创板市场制度逐步建立，包括精简优化发行上市条件，坚持公开透明、可预期审核，建立市场化的发行承销制度等。具体来看，科创板精简优化发行条件，不再要求持续盈利、不存在未弥补亏损、无形资产占比限制，把同业竞争、关联交易等原来的发行条件，转化为严格的信息披露要求；设置多元包容的上市条件，满足科创企业多元化的需求；大幅度压缩“口袋规则”，将原来带期权上市、股东人数超过200人等隐形门槛，转化为信息披露要求。尚未盈利企业、存在双重表决权架构企业和红筹企业，以及无利润、无销售收入、无产品、乃至连续3年亏损的企业，都有可能登陆科创板。从开市以来的实际态势看，科创板运行良好，为下一步中国资本市场改革破了题。

12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，并将自2020年3月1日起施行。此次证券法修订历时四年多，经历四次审议，新修订的证券法在改革证券发行制度、强化信息披露要求、加大投资者保护力度、大幅度提高证券违法成本等方面进行了大幅完善，有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给，为中国资本市场行稳致远夯实了一块牢固的法制基石。如果说建立科创板试点注册制是为中国下一步金融改革破了题，新版证券法的出台无疑就是进一步为中国下一阶段全面构建现代金融体系建立了框架体系。

长期以来，中国金融资源供给模式依赖于银行间接金融，银行信贷及表外信用扩张成为实体经济获取金融资源的主要来源。同时，受制于行政意志干预，金融资源双轨制配置模式得以形成，大量金融资源配置效率低下，风险定价机制失灵。金融体系日益脱实向虚，实体经济融资难、融资贵问题日益凸显，资本产出效率不断下降，系统性风险因素不断累积，宏观杠杆率不断上升。甚至使得防风险、去杠杆与稳增长产生矛盾。

因此，建立现代金融体系必须坚定决心改革金融资源供给模式，建立以法制与信用为基础的现代多层次资本市场为核心的金融资源配置体系，令市场在资源配置中发挥决定性作用，建立有效的风险定价机制，从而使得金融资源得以有效支持实体经济，从而令经济健康发展成为防范化解风险的根本基础。实现在稳增长的基础上防风险，在推动高质量发展中防范化解风险。

本次证券法修订对资本市场证券发行注册制作出了比较系统、完备的规定，将有效激发资本市场的活力与效率，推动我国直接金融的大发展。中国证券市场发展至今的诸多乱象，究其根源在于发行定价机制的失灵和扭曲一直难以根本扭转。价格发现、融资、资源配置是现代资本市场的三大基础功能，而价格发现功能是基础中的基础。一个市场如果不能对不同风险收益特征的金融资产进行定价和交易，很难说这个市场是一个有效、有序的市场，也就遑论市场如何发挥好实体经济亟需的融资和金融资源配置功能。因此，中国资本市场的进一步发展亟待对一系列市场基础制度进行大胆改革创新，以适应现代资本市场发展的需要。修订后的证券法匹配了目前正在有序推进的注册制改革实践。科创板发行制度改革实践的成功经验正在不断累积，为注册制向创业板等市场推广奠定了基础。随着注册制的逐步推行，顶层设计与制度供给需要随即跟上，证券业监管的具体措施以及相关机构设置也将相应调整，本次证券法修订表明我国证券发行的法制化、市场化程度将大幅提升。

综合来看，2019年我国金融改革开放取得了非凡的成就，中国市场作为单一国家市场的巨大体量是我国面对国际竞争的根本优势，如何发挥这一巨大国内市场对于全世界市场参与者的吸引力、向心力应该成为我们持续思考的重要课题。

坚持完善依法治国，全面加强我国经济社会治理的法制化水平是重中之重。现代市场经济与社会的良好运作，有赖于形形色色、无所不在的契约关系的法制化建立、维系与公平争端裁决机制。构建使得国内外经济与社会活动参与主体普遍信赖的法制体系成为国家治理现代化与竞争力塑造的关键。

当前我国已经确定加快构建现代金融体制，全面推进金融市场深化改革、扩大开放的既定方针，但是如何夯实金融体系良好运作的基石成为高水平开放型金融市场建设能否成功的决定因素。应当加快一系列民商法、金融法律的制定、修订工作，切实构建完善的法制化市场治理体系，营造各参与主体敬畏市场，敬畏法治的良好氛围，并把这种理念制度化地转变为具体的监管动作和实施流程。从信息披露机制和法治环境的完善，到市场执法能力与违法违规惩戒力度的显著加强，都需要具体落实。必须从法律制度的安排完善对投资者的保护和赔偿机制。资本市场上交易的证券无论是股票还是债券或其它衍生产品，背后的基础资产都是权益，权益必须能够得到明确的法律界定和保障，从法制制度到法制执行层面全面树立内外主体对中国经济与市场、国家治理现代化水平的坚定信心。

## 一、党中央国务院方针政策

### 1. 中办、国办：《关于加强金融服务民营企业的若干意见》（2月14日（以下政策均为2019年））

此前，社会舆论对于民营企业的地位和作用产生了一些讨论。2019年初，党中央国务院下发的这份《意见》明确要毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济发展。明确宣示要平等对待各类所有制企业，对民营企业的金融支持是核心环节之一，有效缓解民营企业融资难融资贵问题。该《意见表明》中央决心加大对民营企业金融服务的全方位平等准入，但中央文件的落实仍然有待一行两会的很多细节政策落实落细。

### 2. 中办、国办：《关于促进中小企业健康发展的指导意见》（4月7日）

《意见》依然聚焦中小企业融资难融资贵等问题。意见提出，进一步落实普惠金融定向降准政策。加大再贴现对小微支持力度，重点支持小微500万元及以下小额票据贴现。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）。将单户授信1000万元及以下的小微企业贷款纳入MLF合格担保品范围。意见还提出，研究放宽小微贷款享受风险资本优惠权重的单户额度限制，按当时普惠型小微企业单户授信均逐步向1000万元统一。

### 3. 国务院：《政府投资条例》（5月5日）

该条例为我国对政府投资的首部行政法规，统一了对政府投资项目的管理，落实后将对数万亿政府投资产生深远影响。条例围绕政府投资范围、投资决策、项目实施和事中共事后监管等关键环节，确立了基本制度规范。

### 4. 中办、国办：《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（6月10日）

《通知》旨在加大逆周期调节力度，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，较大幅度增加专项债券发行规模，促进经济运行在合理区间。对于完全符合文件相关要求的重大项目，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。同时不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源；不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资，避免层层嵌套、放大杠杆。在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

### 5. 国务院：要求深化利率市场化改革，支持扩大知识产权质押融资和制造业信贷投放（6月26日）

国务院常务会议要求大型银行（中农工建交及邮储银行六家）支持扩大知识产权质押融资和制造业信贷投放。政策的主要背景是过去社融结构中，中长期贷款占比仍然偏低，银行对企业的支持主要是票据融资和流动资金贷款，不利于企业中长期规划和固定资产投资。银行普遍要求企业提供充足的抵质押品，对于信用贷款非常谨慎，但是当前经济环境下，企业所能提供的抵质押品普遍不足，存量贷款仍然可能被要求补充抵质押，新增贷款要求提高抵质押率，而民营企业很少愿意使用信用贷款。2020年，银保监会工作会议要求国有大行普惠金融贷款增速不低于20%，进一步要求大型国有控股银行起到带头作用。

**6. 全国人大常委会：《中华人民共和国土地管理法》2019 修正本（8 月 26 日）**

由于土地历来是我国最为重要的要素资源之一，因而将本政策也列入梳理。本次土地法修法最关键的部分就是打破了政府对土地二级市场城市建设用地的垄断，农村土地可以不经收储程序直接进入市，为结束城乡土地二元体制破题，城乡一体化发展的制度性障碍得到化解。地方政府对土地财政的控制和依赖有望被破除。从 5 月 20 日颁布的《土地储备项目预算管理办法（试行）》（财预〔2019〕89 号）来看，地方政府土储资金的支出将被有效控制在预算之内。此外，打破土地供应的政府垄断也可以有效遏制土地价格的上升，有利于抑制房地产资产价格泡沫。

**7. 国务院：确定加快地方政府专项债券发行使用的措施（9 月 4 日）**

明确将按规定提前下达 2020 年专项债部分新增额度。与此同时，会议明确了这部分新增额度，是“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达”的。即新增额度主要应当是使用在地方重大项目的建设上。同时，对于该笔新增额度的使用范围除了有白名单以外还有黑名单限制。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

**8. 国务院：《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（11 月 27 日）**

该文件降低了部分基础设施项目的最低资本金比例，港口、沿海及内河航运等项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%；公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过 5 个百分点。通知还明确了通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金的条件和禁止事项，这意味着符合条件的永续债、优先股、债转股等符合条件的可以做项目资本金，但是不能超过 50%。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7267](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7267)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>