



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国金融监管

胡 滨

郑联盛 刘贤达

2022年2月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

金融风险应对得当，金融监管改革深化

摘要

2021年面对新冠疫情冲击、内生性风险暴露和外源性风险冲击，金融监管当局积极应对，处置得当，改革深化，中国金融体系保持稳定。

2021年金融监管当局强化数字经济监管，着重构建平台金融业务监管框架。房地产金融审慎监管加强，有效处置大中型房企债务违约风险。银行业监管稳健审慎，负债业务、理财业务、公司治理、恢复与处置计划、系统重要性等领域监管制度不断完善。北京证券交易所成立运行，多层次资本市场改革深入推进。面对美国金融制裁，叠加多种内外因素，中概股损失惨重，内外金融监管统筹仍面临较大压力。

2022年宏观审慎监管、重大风险处置、注册制、数字经济、资本扩张、债务处置、地方金融监管、跨境资本流动等监管改革将进一步深化。

本报告负责人：

● 胡滨
中国社会科学院金融研究所党委书记兼副所长
国家金融与发展实验室
副理事长

本报告执笔人：

● 郑联盛
中国社会科学院金融研究所金融风险与金融监管研究室主任
国家金融与发展实验室
金融法律与金融监管研究基地主任

● 刘贤达
中国社会科学院金融研究所博士后

【NIFD 季报】

全球金融市场
人民币汇率
国内宏观经济
宏观杠杆率
中国宏观金融
中国金融监管
中国财政运行
地方区域财政
房地产金融
债券市场
股票市场
银行业运行
保险业运行
特殊资产行业运行

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、2021 年中国金融监管回顾 | 1 |
| (一) 数字经济监管深化, 平台金融业务监管框架基本确立 | 1 |
| (二) 房地产金融审慎监管加强, 企业违约处置制度优化 | 3 |
| (三) 银行业监管稳健审慎, 多个领域制度不断完善 | 6 |
| (四) 北京证券交易所成立运营, 多层次资本市场建设深化 | 10 |
| (五) 中概股板块损失惨重, 内外市场衔接任重道远 | 13 |
| 二、2022 年中国金融监管展望 | 15 |

2021 年新冠疫情全球大流行持续深化，毒株变异使得疫情跌宕反复，给全球居民生命健康安全以及经济社会稳定发展造成了重大的负面冲击。在一系列史无前例的政策应对之下，2021 年全球经济勉强实现温和复苏，国际金融市场仍较为动荡，特别是大宗商品价格暴涨与经济疲软态势形成鲜明对比，凸显“滞胀”态势。中国政策当局坚持稳中求进，坚持长期防范化解系统性金融风险，坚持着力防控重点领域风险，坚持不断优化金融监管制度，金融风险应对处置能力和金融部门现代化治理能力得到提升，金融体系服务实体经济的功能逐步强化，经济金融体系整体保持稳定。2022 年及其后一段时间，面对日益复杂的内外形势，防范化解系统性金融风险，有效处置重大金融风险，不断完善金融监管体系，着力提升金融服务实体经济效能等任务仍然艰巨。

一、2021 年中国金融监管回顾

（一）数字经济监管深化，平台金融业务监管框架基本确立

在新冠疫情冲击下，国内国外数字经济和无接触金融服务发展全面提速，展示出经济发展新动能的强大生命力，但是，数字经济微观市场主体的行为与传统经济组织理论差异较大，数字市场创新和数字经济发展使得传统监管体系的适用性和有效性面临重大的挑战。数字经济服务和数字经济竞争的监管完善成为各主要经济体的重要政策任务，特别是平台经济、垄断、金融合规、数据共享与数据安全、数据主权等领域的监管更为急迫，其中，大型互联网平台的监管成为关键问题。2021 年以来，美国、欧盟、英国等发达经济体都在不同程度地完善并强化大型互联网平台以及数字经济的监管。

2021 年以来，大型互联网平台的监管特别是反垄断监管持续强化。2021 年 3 月 3 日，国家市场监督管理总局对 5 家团购企业在经营中的不正当价格竞争行为进行罚款等行政处罚。2021 年 4 月 10 日，国家市场监督管理总局结束对阿里巴巴集团控股有限公司涉嫌垄断行为的立案调查，并对其滥用市场支配地位、限制市场竞争等行为进行行政处罚，责令其停止违法行为，并处以 182.28 亿元罚款，为我国反垄断司法实践中最高金额罚单。此外，市场监管总局亦向其发出行政指导书，要求全面整改并连续 3 年提交自查合规报告。2021 年 10 月 8 日，国家市场监督管理总局认定美团滥用在中国境内网络餐饮外卖平台服务市场的支配地

位，以实施差别费率、拖延商家上线等方式，促使平台内商家与其签订独家合作协议，并通过收取独家合作保证金和利用数据、算法等技术手段，采取多种惩罚性措施，保障“二选一”行为实施。总局对美团依法作出行政处罚决定，责令美团停止违法行为，全额退还独家合作保证金 12.89 亿元，并处以其 2020 年中国境内销售额 1147.48 亿元 3%的罚款，计 34.42 亿元。

表 1 近期互联网平台经济监管大事件

| 日期 | 事件 |
|------------------|--|
| 2020 年 12 月 16 日 | 中央经济工作会议指出要强化反垄断和防止资本无序扩张 |
| 2020 年 12 月 24 日 | 市场监管总局对阿里巴巴集团涉嫌垄断行为立案调查 |
| 2021 年 1 月 20 日 | 央行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，强化支付领域反垄断监管措施。 |
| 2021 年 2 月 7 日 | 《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》公布，结合平台经济的特点，明确《反垄断法》的基本制度、规制原则和分析框架适用于平台经济领域所有市场主体。 |
| 2021 年 3 月 15 日 | 中央财经委员会第九次会议重提“平台经济反垄断监管”，充实反垄断监管力量，增强监管权威性，金融活动要全部纳入金融监管。 |
| 2021 年 4 月 10 日 | 市场监管总局对阿里巴巴集团在中国境内网络零售平台服务市场滥用市场支配地位行为作出行政处罚决定 |
| 2021 年 4 月 12 日 | 监管部门约谈蚂蚁集团，提出 5 项整改要求。 |
| 2021 年 4 月 29 日 | 央行、银保监会、证监会等联合约谈 13 家从事金融业务的网络平台企业，要求各企业全面自查整改，强调开展金融业务要以服务实体经济、防范金融风险为本 |
| 2021 年 5 月 1 日 | 市场监管总局制定出台的《网络交易监督管理办法》正式施行，对网络经营主体登记、新业态监管、平台经营者主体责任、消费者权益保护、个人信息保护等作出明确规定。 |
| 2021 年 8 月 17 日 | 市场监督管理总局发布《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》 |
| 2021 年 8 月 20 日 | 十三届人大常委会第三十次会议表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》，针对大数据杀熟，规定处理个人信息应采取对个人权益影响最小的方式；针对提供重要互联网平台服务的个人信息处理者，规定其需要履行的义务。 |
| 2021 年 8 月 30 日 | 习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二十一次会议，审议通过《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》，加快健全市场准入制度、公平竞争审查机制、数字经济公平竞争监管制度等。 |
| 2021 年 9 月 18 日 | 央行行长易纲表示将支持和促进平台经济守正创新、行稳致远，促进平台企业不断提升金融服务的同时坚持从严监管和公平监管。 |
| 2021 年 10 月 8 日 | 美团因强制“二选一”的垄断行为被市场监管总局罚款 34.42 亿元 |
| 2021 年 10 月 23 日 | 《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》公布，规定经营者不得滥用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等排除、限制竞争；对滥用市场支配地位的行为进行明确规定。 |

| | |
|-------------|--|
| 2021年10月29日 | 国家市场监督管理总局组织起草《互联网平台落实主体责任指南(征求意见稿)》和《互联网平台分类分级指南(征求意见稿)》 |
| 2021年11月18日 | 国家反垄断局挂牌成立,新增3个司局,包括竞争政策协调司、反垄断执法一司和反垄断执法二司;同时组建竞争政策与大数据中心。 |
| 2021年11月20日 | 国家市场监管总局对43起未依法申报违法实施经营者集中案件立案调查,对阿里巴巴、腾讯、京东、百度、滴滴、美团等涉案企业分别处以50万元顶格处罚。 |
| 2021年12月13日 | 习近平主席在亚太经合组织第28次领导人非正式会议上提出促进数字时代互联互通倡议,支持加强数字经济国际合作,中国申请加入《数字经济伙伴关系协定》。 |
| 2022年1月21日 | 发改委等联合印发《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》,完善平台经济治理体系,重点监管反垄断和反不正当竞争、个人信息保护和数据安全、金融等方面。 |

资料来源:作者整理。

大型互联网平台金融业务监管受到重点关注,监管框架基本确立。在互联网平台监管深化过程中,由于较多平台涉及金融业务,相关金融业务监管成为2021年金融监管的重点任务之一。监管部门遵照“公平监管、从严监管”原则多次就互联网平台不正当竞争、金融业态牌照、信息违规收集使用等问题加强政策指导,甚至加以行政处罚。金融监督管理部门指出互联网平台在提升金融服务效率和金融体系普惠性、降低交易成本等方面发挥了重要作用,但是亦存在诸如无牌或超许可范围从事金融业务、公司治理机制不健全、监管套利、不公平竞争、损害消费者合法权益等严重违规问题。特别是,2021年4月29日,人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门联合对13家从事金融业务的网络平台企业进行监管约谈,并提出七点整改要求,这基本建立了大型互联网平台金融业务的监管政策框架。在后续整改过程中,互联网平台的金融业务监管规范逐步完善。金融监管当局在监管实践中提出了更为明确具体的监管措施与整改要求,互联网平台金融业务的规范发展原则、标准和政策逐步清晰。监管机构将全部金融活动纳入监管,着重强调“持牌经营”,为互联网平台企业开展金融业务制定制度框架,为其合规合法经营提供了法治保障。

(二) 房地产金融审慎监管加强,企业违约处置制度优化

自2016年12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的政策定位以来,严调控使房地产回归居住属性,抑制其中的投机行为,是近年来房地产市场政策

的主旋律。房地产调控是守住不发生系统性金融风险底线的关键任务，即使在新冠疫情冲击持续扩大的 2020 年和 2021 年，房地产市场调控政策定位没有变化，房地产市场调控和房地产金融监管持续深化。

房地产行业作为我国经济运行的“压舱石”，一直是中央政府的重大政策关切。房地产行业不仅是民生工程的重要一环，房地产市场价格泡沫化趋势与其关联的广泛性也关系到宏观经济金融平稳健康发展。2020 年至 2021 年，房地产企业“三道红线”政策、房地产信贷集中度监管、土地集中招拍挂及加强信贷需求“穿透式”“实质性”审核、房地产交易中涉及的违规使用贷款、骗取资格、发布不实信息等行为进行严格惩处等监管要求，使得房地产市场的融资可得性有所降低，流动性风险明显提高，叠加房地产部门自身高杠杆操作等内在因素，国内房地产市场出现部分大中型房地产企业债务违约的风险事件，并存在显著的传染风险。

房地产市场是我国系统性金融风险的重点领域，房地产市场稳定对金融稳定具有重要的意义。2018 年 7 月以来，20 多家房地产企业发行的债券出现实质性违约，而 2021 年最为重大的违约事件是以恒大集团为代表的大型房地产企业债务违约。更为重要的是，恒大集团债务违约引发了更多的房地产企业违约，个别企业甚至出现恶意逃废债的现象，给房地产市场和金融体系带来了重大的风险。在中国经济金融体系中，房地产市场风险具有系统重要性。一是房地产信贷风险的暴露可能破坏银行部门稳定性。二是房地产市场与地方政府债务稳定紧密关联，房地产市场风险暴露使得土地市场趋冷，政府性基金收入出现较大幅度下跌（详见图 1），地方财政稳定面临更大压力。三是房地产部门产业链较长，与诸多产业紧密关联，房地产市场具有系统重要性，房地产市场风险容易演进为系统性金融风险。

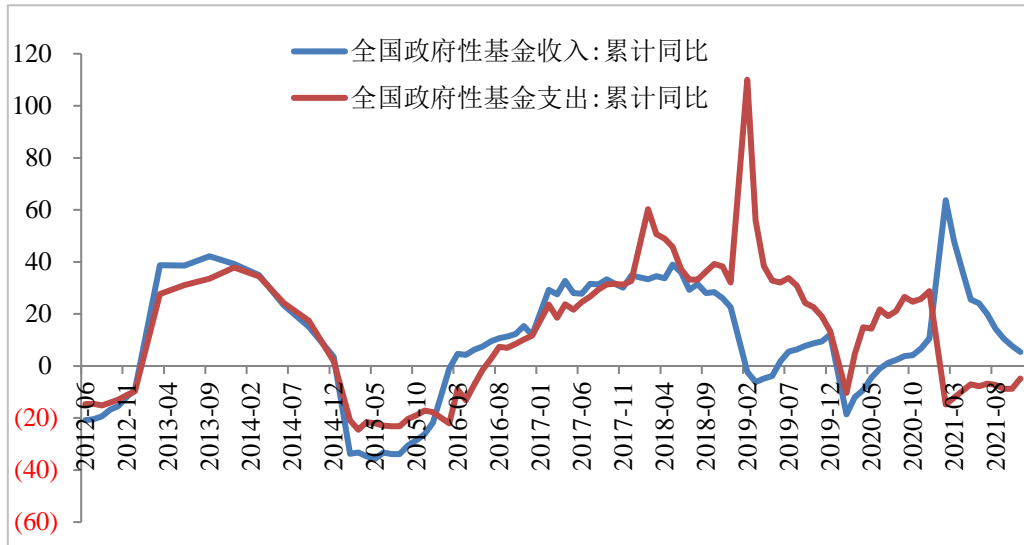


图 1 全国政府性基金收支情况

资料来源：wind。

房地产企业债务违约风险处置和监管完善不断强化。2021年8月19日，人民银行、银保监会约谈恒大集团高管，指出必须认真落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定；依法依规做好重大事项真实信息披露，不传播并及时澄清不实信息。2021年9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，并强调金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，并要求金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，重点防范信用风险（详见图 2）。经过多个主体违约处置实践，国内房地产企业债务违约处置具有资产处置、债务重组、破产重整等方式，其中债务重组成为房地产企业债务违约风险处置的主流模式。

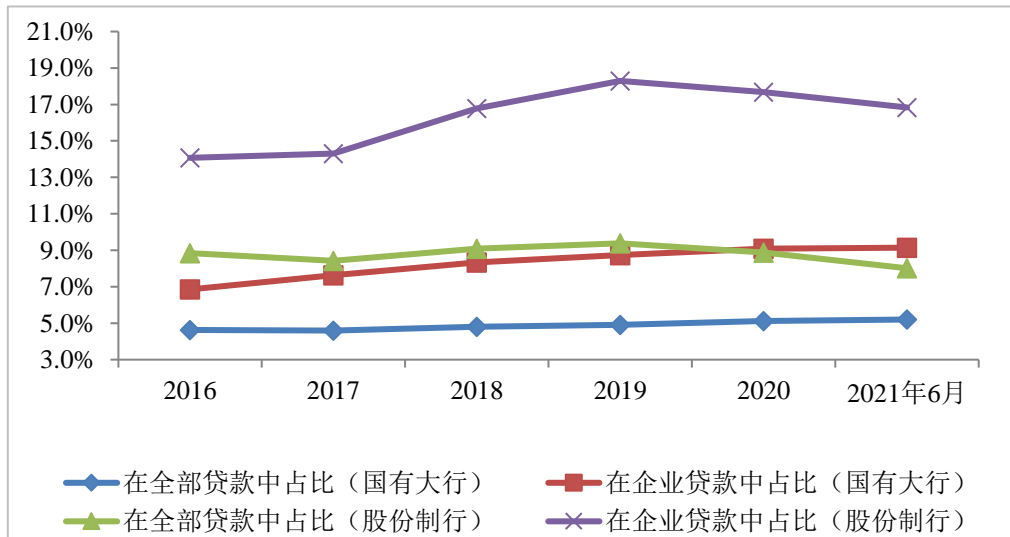


图2 银行房地产行业贷款占比情况

资料来源：李广子（2021）、Wind。

（三）银行业监管稳健审慎，多个领域制度不断完善

作为全球第一大银行业，中国银行业在国内金融体系中具有系统重要性，是金融监管的重点领域，是金融风险应对的核心环节。2021年，面临新冠疫情持续冲击、经济下行压力加大以及外部冲击日益深化等多重不利因素，金融监管当局立足银行业稳定健康发展的现实需要，结合经济金融改革，着力提升金融系统治理体系和治理能力现代化建设，多个领域的监管制度持续完善，整个银行业保持平稳发展态势。

构建全面、系统的商业银行负债业务监管框架，持续推动商业银行强化负债业务管理。2021年3月23日，《商业银行负债质量管理办法》（以下简称《办法》）正式颁布并实施。《办法》自上而下要求建立全面的商业银行负债质量管理框架。一是明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围。二是确立负债质量管理体系。从组织架构、公司治理、内部控制、业务创新管理等方面对商业银行负债业务管理提出了明确要求。三是提出了负债质量管理的“六性”要素，同时要求商业银行合规开展负债业务、加强负债质量持续监测和分析。四是强化负债质量相关监督检查和监管措施。明确商业银行向监管部门报告负债质量管理情况的要求及负债质量监管评价结果运用的范围等。负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配合理性、负债获取主动性、负债成本适当性、负债项目真实性等是负债质量管理的六个核心要素。此前，由于主动负债模式盛行，中国商业银行对非银

行金融机构的负债一度高企，导致影子银行盛行和金融风险累积（详见图 3）。负债监管框架的建立，对于商业银行负债质量提升、资产负债匹配以及银行风险应对等具有重要的意义。

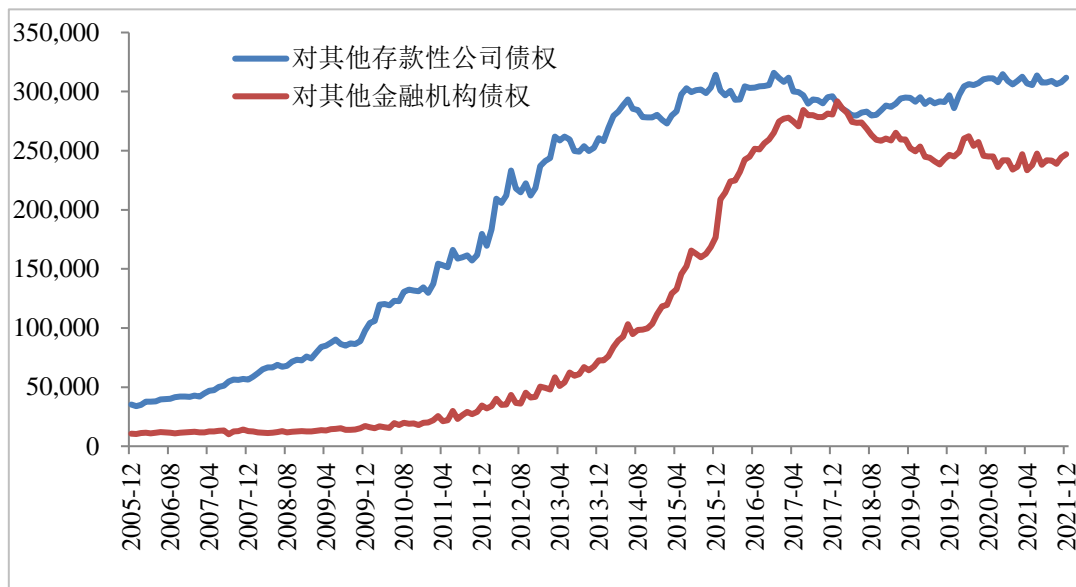


图 3 银行部门对银行同业和非银行金融机构的负债

资料来源：wind。

银行保险机构公司治理准则发布，金融机构治理规范持续加强。2021 年 6 月 8 日中国银保监会公开发布金融机构公司治理纲领性监管规范——《银行保险机构公司治理准则》（以下简称《准则》）。《准则》明确股东的权利义务、股东大会的职权、股东大会会议及表决等相关规则；强调董事特别是独立董事的选任、职责及履职保障，明确董事会及其专门委员会的组成、职权及会议表决等要求；规范监事选任履职以及监事会、高管层的设置和运行；要求银行保险机构完善激励约束机制，健全信息披露制度与机制，加强风险管理与内部控制及内外部审计。

《准则》作为公司治理监管的一项基础性工作明确各治理主体的职责，强化治理机制运行的规范性，为银行业保险业公司治理提供基础制度，同时充分考虑不同类型银行保险机构的差异性，为实施差异化监管预留了一定空间。《准则》夯实了金融机构公司治理的制度基础，为金融机构平稳运行、有效治理和内部控制提供了制度支撑，也为金融体系稳定提供了微观层面的制度保障（详见表 2）。

金融机构“生前遗嘱”制度化，问题机构恢复与处置机制不断健全。金融危机以来，国际社会将恢复与处置计划作为防控金融机构道德风险、经营失败负外

部性、实现机构有序处置的重要措施。这被业界称为“生前遗嘱”。2018年11月26日，人民银行、银保监会、证监会联合发布的《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》中“特别处置机制”亦涉及恢复和处置计划。近期诸如包商银行等金融机构风险事件的发生，严重损害机构产品与服务可持续性，危害金融秩序和社会稳定，昭示恢复和处置计划建设的必要性。2021年6月9日中国银保监会正式公布《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法》(以下简称《办法》)，指导银行保险机构制定恢复与处置计划，从制度上预先筹划重大风险情况下的应对措施。《办法》共五章30条，包括总则、恢复计划、处置计划、监督管理和附则等。基于“依法有序、自救为本、审慎有效、分工合作”等四项原则，强调有序恢复和处置，保障社会公众利益，维护金融稳定。《办法》实施将使银行保险机构能够在重大风险情形下通过采取相关措施恢复正常经营。同时，通过预先制定处置方案，使银行保险机构在无法持续经营或执行恢复计划后仍无法化解重大风险时，能够得到快速有序处置，并在处置过程中维持关键业务和服务不中断，保障金融消费者权益，维系金融体系稳定性。《办法》将金融机构“生前遗嘱”计划正式制度化，有利于压实金融机构主体责任和股东责任，防范过度依赖公共救助的道德风险，有利于将风险意识全面融入公司治理体系，防止过度承担风险的冒险行为，同时有利于保障金融机构维持业务与服务，控制经营失败引致多重风险(详见表2)。

表2 2021年银保监会部分重要监管政策汇总

| 日期 | 政策概述 |
|------------|--|
| 2021年3月23日 | 发布《商业银行负债质量管理办法》，自上而下要求建立全面的商业银行负债质量管理框架。明晰商业银行负债质量管理内涵和业务范围；确立负债质量管理体系；提出负债质量管理的“六性”要素，同时要求商业银行合规开展负债业务、加强负债质量持续监测和分析；压实负债质量相关监督检查和监管举措，进一步明确商业银行向监管部门报告负债质量管理情况的要求及负债质量监管评价结果运用的范围等。 |
| 2021年6月8日 | 发布金融机构公司治理纲领性监管规范——《银行保险机构公司治理准则》，明确股东权利义务、股东大会职权、股东大会会议及表决等相关规则；强调董事特别是独立董事的选任、职责及履职保障，明确董事会及其专门委员会的组成、职权及会议表决等要求；规范监事选任履职以及监事会、高管层的设置和运行；要求银行保险机构健全信息披露制度与机制，完善激励约束机制，加强风险管理与内部控制及内外部审计。 |
| 2021年6月9日 | 发布《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法》，指导银行保险机构制定恢复与处置计划，从制度上预先筹划重大风险情况下的应对措施。 |

| | |
|-------------|---|
| | 基于“依法有序、自救为本、审慎有效、分工合作”等四项原则，强调有序恢复和处置，保障社会公众利益，维护金融稳定。这是将金融机构“生前遗嘱”计划正式制度化。 |
| 2021年9月13日 | 发布《保险公司分支机构准入管理办法》，旨在加强保险市场体系建设，进一步规范保险公司分支机构的准入。强调了审慎决策，严格管理，并细化了保险公司分支机构设立、改建、变更营业场所以及撤销的条件。 |
| 2021年10月15日 | 发布《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，对附加监管要求、恢复与处置计划、审慎监管等进行了细化规定。具体而言，一是明确附加监管指标要求，如附加杠杆率、附加资本等；二是明确要求各银行制定恢复与处置计划；三是明晰审慎监管要求，如公司治理要求、信息报送与披露、风险数据加总和风险报告等。 |
| 2021年10月29日 | 发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，对总损失吸收能力定义、总损失吸收能力监管体系以及监管主体和监管范围进行了界定。旨在增强我国金融体系的稳定性和健康性，保障我国全球系统重要性银行具有充足的损失吸收和资本重组能力，防范化解系统性金融风险。 |
| 2021年12月31日 | 发布《宏观审慎政策指引（试行）》，明确了建立健全我国宏观审慎政策框架的基本要素，进一步完善宏观审慎政策治理机制，以提升防范化解系统性金融风险的能力。对标守住不发生系统性金融风险底线的要求，为进一步夯实我国银行体系健康发展的基础，强化系统重要性银行监管，在落实各项微观审慎监管要求的基础上，对系统重要性银行应有更高的监管标准，以提高其抗风险能力。推进系统重要性银行建立健全资本内在约束功能，挖掘资本内生积累潜力，切实发挥资本对业务发展的指导和约束功能，同时提升资本充足率在微观监管和宏观审慎中的指标作用。 |

资料来源：中国银保监会。

系统重要性银行监管细则落地，系统性金融风险防范化解持续加强。早在2018年11月份，央行、银保监会、证监会联合发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，并陆续对相关政策进行细化与落地，逐步探索适合我国国情的系统重要性银行监管政策框架。2021年10月15日，人民银行、银保监会发布了《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，对附加监管要求、恢复与处置计划、审慎监管等进行了细化规定。具体来说，一是明确附加监管指标要求，如附加资本、附加杠杆率等；二是明确要求各银行制定恢复与处置计划；三是明确审慎监管要求，如信息报送与披露、风险数据加总和风险报告、公司治理要求等。监管当局公布了由低到高五组共19家银行的类别和附加资本要求（见表3）。同时，2021年10月29日人民银行、银保监会、财政部制定发布了《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，对总损失吸收能力监管体系、总损失吸收能力定义以及监管范围和监管主体进行了界定，进一步增强了我国金融体系的稳定性和健康性，保障我国全球系统重要性银行具有充足的损失吸收和资本重组

能力，防范化解系统性金融风险。此外，2021年12月31日，人民银行发布《宏观审慎政策指引（试行）》，明确了建立健全我国宏观审慎政策框架的要素，进一步完善了宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力。面对守住不发生系统性金融风险底线的要求，为进一步夯实我国银行体系健康发展的基础，完善系统重要性银行监管，在落实各项微观审慎监管要求的基础上，对系统重要性银行应有更高的监管标准，以提高其抗风险能力。同时，推进系统重要性银行建立资本内在约束机制，提高资本内生积累能力，切实发挥资本对业务发展的指导和约束作用，同时提升资本充足率在微观监管和宏观审慎中的指标功能。

表3 我国系统重要性银行名单及附加资本要求

| 组别 | 家数 | 机构 | 适用附加资本要求 |
|-----|----|---|----------|
| 第一组 | 8 | 平安银行、中国光大银行、华夏银行、广发银行、宁波银行、上海银行、江苏银行、北京银行 | 0.25% |
| 第二组 | 4 | 浦发银行、中信银行、中国民生银行、中国邮政储蓄银行 | 0.50% |
| 第三组 | 3 | 交通银行、招商银行、兴业银行 | 0.75% |
| 第四组 | 4 | 中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行 | 1% |
| 第五组 | 0 | - | 1.50% |

资料来源：中国银保监会。

（四）北京证券交易所成立运营，多层次资本市场建设深化

提高直接融资比例，优化资本市场结构，建立健全多层次资本市场，完善资本市场制度，是我国金融体系建设的重要任务。资本市场建立30余年来，对中国金融体系和经济社会发展提供了重要的支撑，上市公司数量、股票市值、筹资额度和债券市场等得到了较好的发展（详见表4），但是，整体而言，资本市场在资源配置中的地位和作用仍有巨大的提升空间。

表4 近期我国资本市场发展状况

| 年度 | 证券公司总资产 (亿元) | 上市公司数量 (个) | 股票市场市值 (亿元) | 股票筹资额 (亿元) | 债券托管余额 (亿元) |
|------|-----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 2007 | 17300 | 1550 | 327141 | 8680.17 | 123300 |
| 2008 | 12000 | 1625 | 121366 | 3852.21 | 103000 |
| 2009 | 20300 | 1718 | 243939 | 6124.69 | 133000 |
| 2010 | 19700 | 2063 | 265423 | 11971.93 | 163000 |
| 2011 | 15728 | 2342 | 214758 | 5814.19 | 221000 |

| | | | | | |
|------|---------|------|--------|---------|---------|
| 2012 | 17200 | 2494 | 230358 | 4134.38 | 260000 |
| 2013 | 20800 | 2489 | 239077 | 2802.76 | 296000 |
| 2014 | 40900 | 2613 | 372547 | 8498 | 350000 |
| 2015 | 64200 | 2827 | 531463 | 16362 | 479000 |
| 2016 | 57900 | 3052 | 507686 | 20297 | 637000 |
| 2017 | 61400 | 3485 | 567086 | 15536 | 740000 |
| 2018 | 62600 | 3584 | 434924 | 11378 | 864000 |
| 2019 | 72600 | 3777 | 593075 | 12539 | 991000 |
| 2020 | 89000 | 4154 | 796487 | 14222 | 1170000 |
| 2021 | 103100* | 4615 | 916088 | 18178 | 1335000 |

注：证券公司总资产截至 2021 年 9 月末数据。

资料来源：wind。

为了强化市场内部功能，减少内部竞争，深交所主板与中小板合并。2021 年 2 月，经国务院同意，中国证监会正式批复深圳证券交易所合并主板与中小板。由于深市主板与中小板市场环境保持基本一致，上市条件、交易规则以及监管方式上不存在重大差异，二者合并不存在实质性难题。2021 年 4 月 7 日，深交所主板与中小板正式合并运营，经过数月的运行市场始终整体保持稳定。深交所主板与中小板合并具体的安排是“两个统一、四个不变”，“两个统一”是统一业务规则和统一运行监管模式，“四个不变”是发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变，仅对市场产品、技术系统等少数差异化规则进行调整。深交所主板和中小板合并之后，国内资本市场形成了深交所主板+创业板和上交所主板+科创板的格局。虽然，中国股票市场不断完善并成为全球第二大股票市场，但是，股票指数走势一直差强人意（详见图 4），市场功能和财富创造也偏弱。

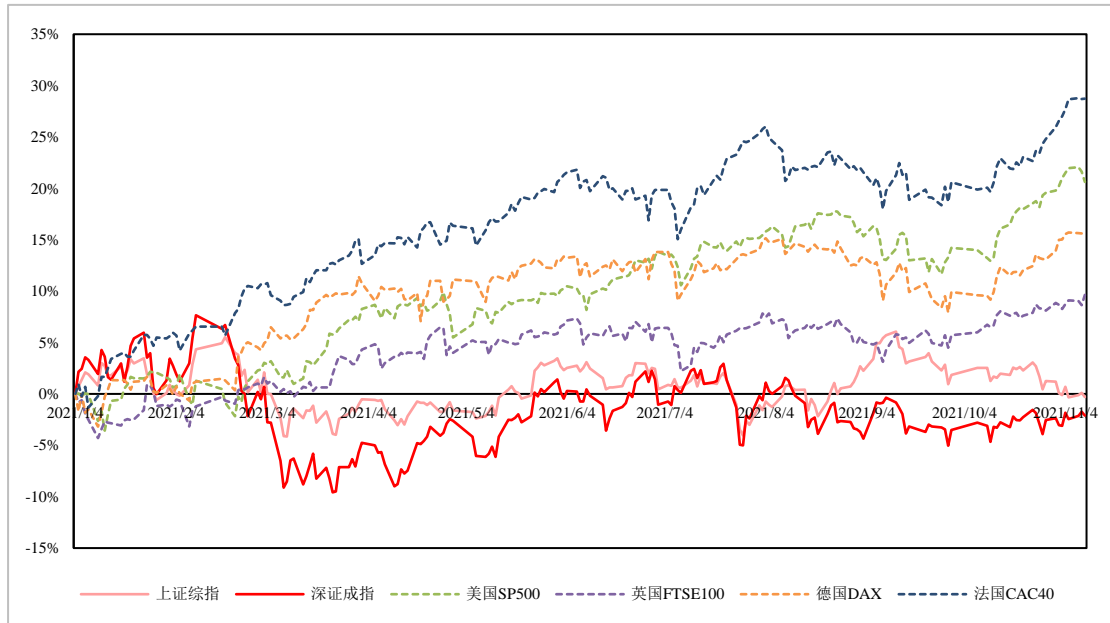


图 4 沪深两市与西方主要股指走势对比图

数据来源：费兆奇等（2021）、Wind 和 WSJ Market。

科创板平稳运行，后续改革持续深化，科创属性评价加强，提升“硬科技”界定标准。为了进一步优化上交所科创板的市場功能，2021年4月证监会对科创板《科创属性评价指引（试行）》作出修订，完善了科创板“硬科技”的界定标准。上交所同步修订发布了《科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》。科创板《科创属性评价指引（试行）》从原先“3+5”评价指标体系向“4+5”评价指标体系演进，新增研发人员占比超过10%的常规指标。同时，按照支持类、限制类、禁止类界定科创板行业领域，对不同企业进行分类处理，建立负面清单制度。在科技咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度。交易所在发行上市审核中，将按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观、保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并作出综合判断。开板以来，科创板坚持以信息披露为核心，在发行、上市、交易、退市、再融资、并购重组等方面深化改革和制度创新，对多层次资本市场发展提供了重要的支撑。

在党中央国务院部署下，2021年9月3日北京证券交易所注册成立。中国证监会就其有关基础制度安排向社会公开征求意见，包括发行上市制度、持续融资制度、持续监管制度以及公司制交易所监管安排。9月17日，证监会就其改革配套规范性文件向社会公开征求意见，包括招股说明书、募集说明书、发行情

况报告书、年度报告、中期报告、权益变动报告书、收购报告书、重组报告书等信息披露文件的披露内容和格式，以及定向发行可转债相关披露内容与格式。10月30日，北京证券交易所主要制度规则正式发布。2022年1月7日《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》出台。北京证券交易所一系列制度的发布实施，强化了多层次资本市场的制度基础。特别是，北京证券交易所相关制度对加强中小投资者合法权益保护、提升上市公司规范运作水平、提高信息披露针对性和有效性等方面进行强化，充分体现错位、包容、灵活、普惠的市场特点。从规则体系看，相关规章、规范性文件、自律规则相互衔接，分别就主要制度安排、信息披露内容和自律管理要求作出规范。从规则内容看，涵盖了发行融资、信息披露、公司治理、监督管理等各个方面。从规则特点看，坚持市场化原则，突出交易所的主体责任，在法律法规及规章的基础上，充分授权北京证券交易所根据市场实际情况制定自律规则。北京证券交易所定位于服务“专精特新”型中小企业，是构建多层次资本市场、助力实体经济高质量发展的重要一环。下一步，北京证券交易所一是应当继续坚持错位发展、突出特色，以试点注册制为基础，扎实推进契合中小企业特点的制度创新。二是继续推动提高上市公司质量，维护市场“三公”秩序和平稳运行，切实保护投资者合法权益。三是应当加强与新三板创新层、基础层的有机联动，深化与沪深交易所、区域性股权市场协调发展，共同营造多层次资本市场发展的良好生态。

（五）中概股板块损失惨重，内外市场衔接任重道远

2021年5月，中国移动、中国电信、中国联通（香港）三大电信运营商发布公告称，纽约证券交易所维持了三家公司美国存托凭证（ADR）下市程序的决定，经过既定程序后将对三家公司美国存托证券进行摘牌处理。中概股退市问题及其相关风险开始显性化。叠加内外各种复杂因素，2021年是中概股最惨淡的一年，部分股票市值萎缩超过90%，约一半中概股市值萎缩超过50%。

中概股问题首先来自于特朗普政府，但是，在拜登政府执政中得以延续。2019年9月，美国会议员根据《国防授权法》要求美国国防部对相关中国企业进行调查并公布企业名单。2020年6月24日，美国国防部公布了清单，该清单包含中国20家大中型骨干企业，涉及航空、船舶、兵器、人工智能、电子、铁路、通讯、核

工业等多个领域，其中，中国电信和中国移动在列。仅两个月后，美国防部又将 11 家中国企业纳入该清单之中，新增了中国联通。

2020 年 12 月美国通过了《外国公司问责法》，要求外国公司披露有关外国政府机构是否阻止公司向美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）提交材料，以及是否阻碍向美证券交易委员会提交监管信息。该法案虽名为“外国公司”问责法案，但主要是针对在美上市中国公司。该法案延展 2002 年公布的《Sarbanes-Oxley (SOX) Act》，拟对中国大陆以及香港在美上市公司由美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）进行审计监管并要求其提供审计工作底稿同时亦包括部分额外披露要求等，否则发行人将无法在美国交易所进行证券交易。而中国法律规定要求境内的证券公司和证券服务机构不得向境外提供财务审计底稿以及境外机构不得直接在境内调查取证。截至 2020 年底，未提交审计底稿的外国上市公司共计 298 家，分别来自比利时（8 家）、中国大陆（197 家）、法国（21 家）以及中国香港（72 家）。2021 年 3 月 24 日，美国证券交易委员会通过该法最终修正案，强化在美上市的外国企业遵守美国公众公司会计监督委员会的审计标准，并对信息递交与披露作出更加严格的要求。2021 年 12 月，美国证券交易委员会公布《外国公司问责法》实施细则，引发市场对协议控制架构企业赴境外上市的担忧，中概股再度大幅下跌。

中概股在美上市融资是中资企业利用外部资源的重要方式，美国强化对中概股的监管，可能使得中资企业面临“金融脱钩”风险，同时使得内外金融市场存在共振风险。一是直接打击在美上市的中资企业，使得其在美国上市及融资受到阻碍，极端情况是中资企业在美国上市被禁止。二是直接打击在境外（非美国）上市但同时在美国发行存托凭证（ADR）的中资企业，使得此类企业股票的价格稳定和资金融通受到冲击，极端情况是所有在美国发行存托凭证（ADR）的中资企业撤销 ADR 发行，难以继续在美国融资。三是间接打击所有在境外上市或融资的中资企业。从更高层面看，中概股问题是中美经济金融互动格局变化的表征，也是内外两个市场统筹的重要领域，更是我国国内国际双循环相互促进的重要环节，国内政策出台和监管实施也需要考虑内外互动的需要以及内外共振的风险。比如，数字经济监管、“双减”政策出台等与美国对中概股监管强化形成了共振。从监管角度看，虽中美各自有监管的立场和诉求，特别是美国以其标准强加于外部经

经济体之上，绝大部分经济体被迫与美国“同步”，但是，这也说明中国参与会计标准和资本市场监管国际标准的主动性、积极性和专业性仍有待提高，中国自身发展与监管政策稳健、科学和合理程度仍有待优化，中国资本市场自身建设特别是资本市场内外链接和全球金融资源整合仍然任重道远。

二、2022年中国金融监管展望

近期，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。2022年宏观经济政策将坚持稳中求进，调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。同时，2022年仍要正确认识和把握防范化解重大风险，在系统性金融风险、宏观审慎、重点机构、互联网平台、房地产金融、地方金融监管等领域将强化制度与改革创新。

在宏观审慎监管完善和系统性金融风险应对方面，将进一步健全宏观审慎政策框架和治理机制。进一步完善系统性风险监测和评估框架，开展宏观审慎压力测试，提高系统性金融风险监测和预警水平。稳妥有序推动金融控股公司审批并开展持续监管，着重在金融控股公司的资本金、并表管理和关联交易等方面加强监管，并通过穿透式监管和功能性监管提升监管有效性。实施系统重要性银行附加监管，强化资本金、流动性等方面的审慎监管要求，以缓释系统重要性问题。

在重点金融风险领域的应对处置和监管优化方面，一是强化重点机构风险应对和处置工作。继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针，稳妥有序做好重点机构风险处置化解工作，发挥存款保险制度和行业保障基金在风险处置中的作用。二是深化大型互联网平台和数字经济的监管。坚持规范与发展并重，依法加强对资本和平台企业监管，持续做好头部网络金融平台整改工作。三是着力防控房地产市场风险，优化房地产金融审慎管理制度。继续坚持“房住不炒”政策，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，强化房地产部门系统重要性问题处置，着重把控大中型房地产企业债务风险及其传染效应，有效保障消费者权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

注册制改革将进一步深入，各项配套制度改革继续深化完善。2022年注册制改革将全面推进到主板市场，这意味着我国将全面实行股票发行注册制，各项资本市场基础制度体系将不断完善，多层次资本市场路径逐渐清晰。科创板将更

加聚焦对硬科技公司的服务，创业板聚焦对新兴经济业态企业的服务，北交所聚焦对中小企业的服务，主板聚焦对中大型企业的综合金融服务。注册制各项配套制度将进一步完善，如定价和配售制度、信息披露制度、投资者保护、退市机制等。当然，诸如北京证券交易所先设立交易所再完善制度的发展逻辑、如何处理存量和增量关系以及如何完善不同层次市场衔接等方面需要在未来发展实践中进一步优化。另外，从整个资本市场发展的角度看，把资本市场资源配置功能作为核心，把上市公司治理作为突破口，把投资者权益保护作为重点，是构建多层次资本市场的关键工作。否则，资本市场可能成为特定领域企业的融资之所，特定资本主体的套现之地，广大投资者财富的消蚀之处。在注册制改革全面推行之后，监管当局更需要着重强化对交易所和中介机构的监管。

设置资本扩张“红绿灯”，强化反垄断和防止资本无序扩张，依法加强对资本运作的有效监管。资本市场作为最重要的要素市场之一，监管机构将持续引导资本有序投资，强化资本市场为实体经济服务的能力。这意味着要逐步明确资本在公共服务及核心敏感行业等领域的边界，要防止资本向教育、医疗等公共服务领域无序扩张，特别要防范资本向与国家安全相关的核心敏感行业或领域的无序扩张。监管当局将持续规范数字经济时代的金融科技和大型平台监管，着重防范科技与金融的跨界运作。

地方政府债务风险值得重点警惕，地方财税、金融和资产监管制度亟待完善。随着经济下行、房地产部门风险暴露，地方政府收入面临较大的压力，地方平台企业资产负债表可能恶化，地方政府债务和隐性债务的风险将加速累积，特别是地方平台城投债与地方国有企业债券潜在的违约风险将进一步显性化。由于城投债和地方国有企业债券的定价、投资及偿付存在更为复杂的关联关系，亟待深化地方财税体制、国有资产和资本运营体制以及地方金融监管体制等领域的改革。在中央层面的财税、金融、国有资产及资本运作等制度不断健全的情况下，地方相关领域的改革紧迫性大大提升。最后，重大风险属地化管理的原则使得地方金融风险处置和监管制度改革的必要性和紧迫性大大提升。中央与地方金融监管机制完善，以及地方金融监管系统功能优化，也是重要的改革任务。

资本跨境流动监管将强化。由于历史性的通胀压力，美联储在 2022 年将进行实质性的政策调整，但是，美联储决策只会从美国利益最大化出发，外围经济

体将会受到美国货币金融政策的外溢性干扰，短期资本流动将更加紊乱无序。保持汇率稳定与国内宏观调控的矛盾将会突显出来，为了保障政策独立性和人民币汇率相对稳定，短期资本流动监管将强化，跨境资本逆周期调控将深化。

值得注意的是，2022 年预计将召开第六次全国金融工作会议，党中央国务院将对金融功能提升、金融改革推进、金融监管完善以及金融风险应对等领域强化全局统筹、战略部署和协调推进。

（作者感谢实习生刘译圣、陈沐钦和张尔豪的科研助理工作）

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。