

中国金融发展水平的国际比较与 上海国际金融中心建设^{*}

殷剑峰

〔摘 要〕“十一五”期间,我国金融体系依然没有改变以传统银行业为主导、以生产者为导向的结构特征,金融市场发展水平远远滞后于经济发展。这种状况制约了我国经济结构的调整,限制了我国的国际经济和金融地位。上海是我国金融市场相对集聚的金融中心,推动上海国际金融中心的建设对于改善我国金融结构、使我国金融发展匹配于国际经济地位具有重要意义。为了在 2020 年基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心,当前需要抓住机遇,在国内推动“大爆炸”式的金融改革,以改变行政主导、多头分散的金融管理体制,同时循序渐进地推动资本项目开放和人民币国际化进程。

关键词: 金融发展 国际金融中心 金融改革

JEL 分类号: E63 O20 P52

自改革开放以来,我国的金融发展远落后于经济领域中取得的辉煌进展。“十一五”期间,全球经历了百年罕见的金融危机。与 1998 年的亚洲金融危机不同,这场发端于国际货币金融体系中心国家——美国、并在欧洲进一步演化为主权国家债务危机的全球金融风暴对中国以及主要的亚洲国家没有产生直接和严重的影响。然而,受到重创的美欧并没有因危机而丧失其在金融发展方面的优势以及在国际货币金融体系中的垄断地位。反过来,中国也并没有因为远离风暴中心就改变了金融结构不合理和金融发展水平在全球落后的局面。可以看到,与金融发达国家和地区相比,中国的金融体系依然是一个以传统银行业为主导的体系,金融市场的建设非常落后,金融体系的对外开放还处于相当初级的阶段。

金融体系的发展水平决定了金融中心的地位。作为一国金融体系在机构、产品、市场和功能上相对集聚的城市,金融中心的地位体现并完全依赖于整个金融体系的发展水平,而金融中心的国际化程度和在国际金融资源配置中担当的角色和功能也取决于该国金融体系的对外开放程度和该国货币在国际货币体系中的地位。作为我国的金融中心之一,上海是一个金融市场相对集中的中心,这是其相对于国内其他金融中心城市的主要优势,而建立一个完善、健康的金融市场体系也体现了我国金融发展的总体方向。但是,从我国目前金融体系的结构特征、发展水平和对外开放程度看,上海作为全国性金融中心的地位尚不稳固,更不用奢谈所谓“国际”金融中心了。

2009 年 4 月 14 日,国务院颁布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(简称《意见》)。作为一项国家战略,《意见》提出了上海建设国际金融中心的总目标:到 2020 年,基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。据此目标,在 2020 年,上海乃至我国整体的金融市场发展水平应该至少匹配

^{*} 殷剑峰,中国社会科学院金融研究所,副所长,经济学博士。

于彼时我国经济总量在世界经济中的份额^①,而上海金融中心的“国际化”程度也应该能够基本反映彼时我国资本项目开放的进度。

一、中国金融体系的结构特点及上海金融中心的地位

“十一五”期间,中国的金融体系结构表现为两个鲜明的特征:银行主导、生产者导向。前者是指,在金融体系中,传统的银行业在金融资源分配中占据了主导地位,金融市场以及基于金融市场的非银行金融机构和业务处于从属地位。后者指的是,整个金融体系的服务对象是以资金短缺部门和生产部门(企业部门)为导向,对资金盈余部门和消费部门(住户部门)的服务不足。

银行主导、生产者导向的金融体系结构对于经济起飞时期的储蓄资金动员和资本积累具有重要作用,但是,这样的结构与未来我国经济结构调整的方向——从依靠投入的粗放增长方式转向依靠技术进步的集约增长方式、从依靠外需的总需求结构转向依靠内需(尤其是消费)的总需求结构——是相矛盾的。我国金融体系结构的特点和问题表现在如下四个方面:

(一)居民金融资产的结构不合理

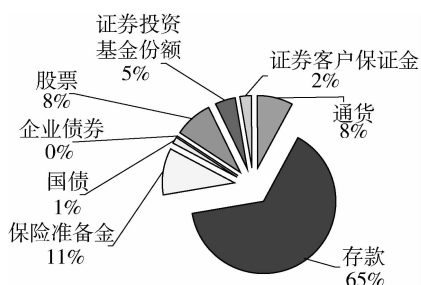


图 1 2008 年居民部门资金运用存量结构

数据来源:中国人民银行

由于金融市场不发达,居民部门的金融资产结构以低收益的存款和通货为主。以 2008 年为例,在中国居民部门的资金运用存量结构中,存款和通货占比达 73%,具有较高收益和较长投资期限的金融市场工具(股票、国债、企业债)和基金、保险准备金分别只有 10%和 16%。这种资金运用结构严重限制了居民财产性收入的规模。例如,根据国家统计局 2009 年的《中国统计年鉴》,2007 年中国居民的

财产性收入为 8979.6 亿元,仅相当于同期居民部门资金运用总量(近 37 万亿元)的 2.45%^②。同时,这种结构也限制了居民为养老做长期投资的能力,限制了以资本市场为主要投资对象的养老基金业的发展,制约了经济结构向以内需、尤其是以消费为主导的调整。

(二)非金融企业的融资结构不合理

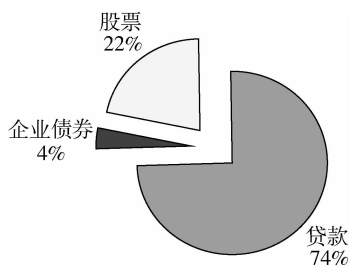


图 2 2008 年中国非金融企业部门资金来源存量结构

数据来源:中国人民银行

由于金融市场、尤其是债券市场不发达,非金融企业部门的外部融资过度依赖银行贷款(参见图 2)。2008 年,在我国非金融企业资金来源存量结构中,虽然股票的份额因多种因素(股改、股票价格上涨等)达到了 22%,但是,贷款依然占到 74%,债券仅为 4%。这种以贷款为主体的资金来源结构不仅使得风险集中在银行体系,而且,也使得我国的银行业

① 以这种方式来理解国务院的《意见》,实际上降低了实现总目标的难度,因为国际金融中心(如纽约、伦敦)以及这些中心所在国金融发展的相对水平已经远远超过了这些国家经济总量在世界经济中的份额(参见以下各国股票、债券、衍生品的数据统计)。

② 实际上,中国股票市场也并非提高居民财产性收入的场所。例如,2007 年中国居民部门的红利收入为 812.4 亿元,同期持有股票价值总额为 78526 亿元,不考虑资本增殖的股票收益率仅为 1.03%,远低于总体资产收益率、甚至是存款利率。这种状况由多方面因素造成,但最根本的因素在于上市公司、尤其是国有控股的上市公司基本不分红。

不能够为中小企业和居民部门提供更多的服务,对经济的平稳发展和转型构成严重制约。事实上,即使是在股票市场中,由于具有多样化功能、健康的多层次市场尚未建立,中小企业和高新技术产业得到的支持也是严重不足的。

(三)金融部门的结构不合理

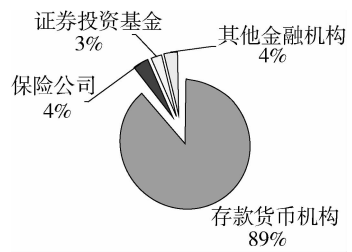


图3 2008年中国金融机构资金运用存量结构

数据来源：中国人民银行

由于金融市场不发达，非银行金融机构缺乏繁荣发展的基础,传统的银行业(存款货币机构)在金融部门中占据了过多的份额(参见图3)。2008年,在中国各类金融机构的资金运用存量结构中,存款货币机构的份额达到了89%,而包括保险公司、证券投资基金等在内的非银行金融机构仅有11%。传统银行业的比重过大不仅制约了金融服务业的发展,而且,也限制了中国经济的两种转型:以

传统银行业为主体的金融部门主要服务于大型企业,不仅缺乏对中小企业和高新技术产业的支持,也缺乏对居民部门的支持——例如,在2008年的全部贷款中,居民部门的贷款仅占18%,远远低于金融发达国家的水平。

(四)上海金融中心在我国金融体系中的地位

在我国以银行为主导的金融结构下,作为金融市场相对集聚的国内金融中心,上海在金融体系中的地位有待提高。关于上海以及全国其他主要城市的金融发展水平和在国内的金融中心地位,在我们以往的研究中已经有过全面分析^①,这里仅从核心金融功能——资金集聚和分配的角度予以简单阐释。

资金的集聚和分配是金融中心的基本功能,集聚和分配的资金规模、辐射的区域是反映一个金融中心在金融体系中地位的最重要的指标,因为金融机构、金融市场和金融交易的集聚程度以及各种金融功能的集聚程度最终都将反映到资金的往来上。我国资金往来的电子支付系统是中国人民银行开发的中国现代化支付系统(简称CNAPS),其中又包括:第一,中国人民银行大额支付系统,2008年支付金额占比56.61%,占了支付金融的半壁江山。第二,银行机构行内支付系统,2008年占比达36.12%。第三,同城票据交换系统,2008年占比为6.36%。因此,大额支付系统的数据可以基本反映一个地区的资金集聚和分配情况。

根据中国人民银行大额支付系统统计的资金流入和流出数据(表1),北京、上海、深圳始终排在全国前三位,三个城市资金流入和流出占到全部资金流入和流出的近60%,天津市和重庆市的资金流入和流出占比都非常小。这基本反映了各城市在中国金融体系中的地位。从中国人民银行大额支付系统反映的资金集聚和分配功能上看,上海遥遥领先于深圳,但却远远落后于北京。造成这种状况的因素有政策层面的,但归根到底在于银行主导的金融体系结构。

从政策层面看,中央银行的货币政策操作和债券市场的登记、结算和托管都集中在北京是造成上海相对落后的原因。根据《大额支付系统业务处理办法(试行)》第十九条规定,以下业务经由大额支付系统进行:“中国人民银行公开市场操作室发起公开市场操作业务的资金清算和自动质押融资业务;中央国债登记结算公司发起债券发行缴款、债券兑付和收益款划拨、银行间债券市场资金清算业务;中国人民银行规定的其他即时转帐业务。”这一规定意味着央票以及国债的发行都要通过大额支付体系清算,而清算的公开市场操作系统、债券发行系统和中央债券簿记系统的物

^① 殷剑峰、蔡真等(2010):“呼唤中国资本之都:重点城市金融发展水平大比拼”,《第一财经日报》,12月3日。该文节选自中国社科院金融所内部课题报告《中国重点城市金融发展水平评估报告》。

表 1 通过中国人民银行大额支付系统的各省市资金流入、流出占比

资金流入占比					
城市	2006 年	城市	2007 年	城市	2008 年
北京市	41.02%	北京市	40.97%	北京市	36.53%
上海市	13.16%	上海市	16.79%	上海市	16.40%
深圳市	6.19%	深圳市	8.51%	深圳市	7.96%
天津市	1.64%	天津市	1.52%	天津市	1.77%
重庆市	0.81%	重庆市	0.94%	重庆市	0.93%
资金流出占比					
城市	2006 年	城市	2007 年	城市	2008 年
北京市	40.18%	北京市	39.02%	北京市	35.97%
上海市	14.08%	上海市	18.83%	上海市	16.94%
深圳市	5.57%	深圳市	8.49%	深圳市	7.95%
天津市	1.63%	天津市	1.51%	天津市	1.77%
重庆市	0.70%	重庆市	0.93%	重庆市	0.93%

资料来源：中国人民银行。

理接口都在北京。不过,上海也获得了一定的政策支持,大额支付系统同时规定:为保障外汇交易资金的及时清算,外汇交易中心与人民银行大额支付系统的上海城市处理中心相连接,处理外汇交易人民币资金清算。

从金融体系结构看,由于大部分商业银行、特别是中国银行、中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行(简称中、农、工、建)等四大国有商业银行的总部位于北京,这是造成北京大额系统收支遥遥领先于上海的更为根本的原因。《大额支付系统业务处理办法(试行)》规定:各商业银行可利用行内系统与中国人民银行大额支付系统的省会(首府)城市的处理中心连接,也可由其总行与所在地的处理中心连接。各商业银行作为市场化的法人主体,一方面出于保密性考虑,另一方面出于资金运用的统筹考虑,往往选择通过行内系统支付,然后再与中国人民银行的大额支付系统连接。

二、中国金融市场发展水平的国际比较和上海金融市场的发展水平

金融体系的结构缺陷反映了我国金融市场发展水平的滞后。从全球主要经济体的比较看,我国的金融市场尚处于较为初级的阶段,其发展水平远远落后于经济发展水平。中国金融市场发展水平的国际比较也基本反映了上海金融市场的发展水平。

(一)股票市场:规模可观、缺乏多层次

“十一五”期间,我国股票市场的规模增长较快,但是,场内和场外交易相结合、能够符合大、中、小型企业上市融资需求的多层次市场建设滞缓,上市企业数量太少。

从 2006 年股权分置改革开始,我国股票市场的发展速度明显加快。在顶峰时期的 2007 年,市值规模(大陆)达到了 4.46 万亿美元。2009 年底,尽管受到危机影响,但市值(大陆)依然近 3 万亿美元。2009 年,中国大陆股市市值已经超过了日本、法国、德国、印度等发达经济体和新兴经济体,成为仅次于美国的全球第二大市场(参见表 2)。

然而,从上市企业数量看(参见图 4),截至 2009 年,中国三大证券交易所(上海、深圳、香港)加总之和仅为 3019 家,中国大陆地区两家交易所加总仅为 1700 家。中国的上市公司数量不仅少于或远少于欧元区、美国、日本等发达经济体,甚至比经济发展程度较中国落后的印度还要少得多。这种状况反映了我国(大陆)多层次股票市场建设的滞缓,股票市场规模的增长并未惠及足够

表 2 各经济体股票市值(单位:十亿美元)及中国与其他经济体比较

	2005	2006	2007	2008	2009
美国	15708	17467	17663	10606	13740
日本	4950	4873	4546	3265	3467
中国大陆	402	1144	4459	1776	3303
英国	3053	3808	4047	1996	2990
中国香港	1055	1715	2654	1329	2305
法国	1861	2511	2737	1491	1895
德国	1286	1758	2207	1077	1367
印度	546	816	1815	637	1301
中国大陆/美国(%)	2.6	6.6	25.3	16.7	24.0
中国大陆/日本(%)	8.1	23.5	98.1	54.4	95.3
中国大陆/法德(%)	12.8	26.8	90.2	69.2	101.3
中国大陆/印度(%)	73.6	140.2	245.7	278.6	253.9
中国/美国(%)	9.3	16.4	40.3	29.3	40.8

注：“中国/美国”为中国大陆和香港的股票市值之和与美国股票市值之比,不包含中国台湾省的股市。

资料来源：Bloomberg。

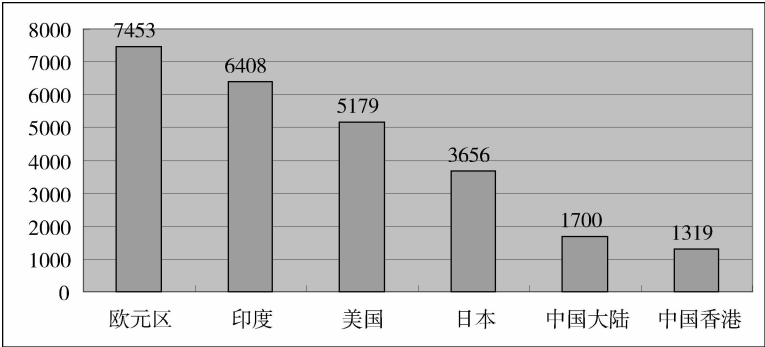


图 4 2009 年主要经济体上市公司数量(单位:家)

数据来源：wrold exchange federation。

众多的企业,而其根源在于目前我国(大陆)股票市场上市发行环节中存在的严格的行政管制。

(二)债券市场:规模小、结构不合理、品种不全

与股票市场相比,我国债券市场的发展在全球的地位要落后得多(参见表 3)。根据国际清算银行(简称 BIS)的统计,在全球国内发行的债券市值中,中国的份额虽然自 2000 年以来不断提高,但是至 2009 年也仅占到 4%弱,而同期中国名义 GDP 占全球比重已经超过了 8%。从债券市场发展的深化程度指标看,2009 年中国的债券市值仅为同期 GDP 的 52.26%,不仅低于美、欧、日三大经济体,也低于全球平均水平,这表明中国债券市场的发展水平比许多新兴经济体和发展中国家还要低。

在规模落后的同时,中国债券市场的结构也存在缺陷。以 2009 年债券存量结构为例(参见图 5),在全部债券存量中,各种类型的非金融企业债只占 16%,资产支持证券几乎为零。事实上,也正是这两类债券品种的规模限制了整个债券市场规模的扩大。此外,在政府债券方面,我国中央政府债券市场因外汇管理体制弊端被分割为国债和央行票据,地方政府债券的发展也受制于目前的法

表 3 主要经济体国内债券市场发展比较(单位:%)

年份	债券市值/全球债券市值				债券市值/名义 GDP				
	美国	欧元区	日本	中国	全球	中国	美国	欧元区	日本
2000	47.3	18.5	19.6	0.7	90.7	16.9	140.7	85.9	122.2
2001	49.3	17.5	18.5	0.8	92.9	18.0	144.7	81.4	133.8
2002	46.8	19.0	19.2	1.0	100.4	23.5	149.1	91.5	162.6
2003	43.3	20.7	20.3	1.2	103.7	27.3	153.2	93.5	184.9
2004	41.9	20.9	20.4	1.4	103.6	32.3	156.4	92.9	192.3
2005	44.6	18.7	18.9	2.0	97.9	40.2	159.8	81.6	183.9
2006	43.6	20.0	17.1	2.4	100.6	44.5	164.0	92.0	192.7
2007	41.8	21.5	15.9	3.0	101.2	49.9	169.8	97.1	202.2
2008	41.5	21.1	18.7	3.7	97.6	51.1	174.1	91.9	225.1
2009	39.0	21.7	17.9	4.0	110.5	52.3	175.8	112.0	227.4

资料来源:国内债券市值来源于 BIS,名义 GDP 来源于 Bloomberg。

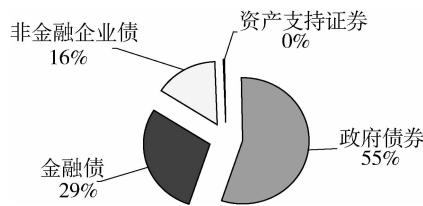


图 5 2009 年中国债券存量结构

数据来源:根据 WIND 资讯数据计算。政府债券含国债、央行票据及地方政府债券;非金融企业债包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券等。

品占全球衍生品规模的份额一直保持在 98%、99%左右的水平,商品衍生品仅占 1%~2%。

近些年,中国的商品衍生品市场得到了较快发展,如上海期货交易所的金属期货交易、郑州期货交易所的农产品期货交易业已位居世界各交易所的前列,但是,中国的金融衍生品市场规模极

表 4 2009 年部分场外衍生品分布(按货币统计,单位:%)

外汇衍生品		利率衍生品	
美元	83.18	欧元	43.31
欧元	41.39	美元	38.14
日元	22.84	英镑	7.41
英镑	12.05	日元	6.02
瑞士法郎	6.31	瑞士法郎	0.91
澳元	4.73	加拿大元	0.72
加拿大元	3.78	瑞典克罗拉	0.71
瑞典克罗拉	2.66	澳元	0.35
港元	0.60	港元	0.08

注:外汇衍生品涉及到两种或以上的货币,因此,按货币统计的加总份额超过了100%;利率衍生品为单一货币利率衍生品(single-currency interest rate derivatives)。

资料来源:根据 BIS 衍生品未偿余额的名义本金数据计算。

律约束。

(三)衍生品市场:尚处于商品衍生品阶段、匮乏金融衍生品

全球衍生品市场按照交易的基础资产类型可以分为金融衍生品、商品衍生品两大类。从二十世纪七十年代以来,金融衍生品的规模(名义本金额,notional amount,下同)就超过了商品衍生品规模,并于八十年代后居于绝对主导地位。在近十年中,金融衍生

品占全球衍生品规模的份额一直保持在 98%、99%左右的水平,商品衍生品仅占 1%~2%。近些年,中国的商品衍生品市场得到了较快发展,如上海期货交易所的金属期货交易、郑州期货交易所的农产品期货交易业已位居世界各交易所的前列,但是,中国的金融衍生品市场规模极小,许多品种空缺。总体上看,中国衍生品市场的规模不到全球衍生品市场规模的 1%。在股票、债券、衍生品三大金融市场中,衍生品市场的发展与中国经济地位最为不匹配。

在全球场外衍生品方面,其按币种划分的规模份额基本反映了相应币种的国际地位,而人民币衍生品的规模基本可以忽略不计(参见表 4),且缺乏包括信用衍生品在内的诸多品种。截至 2010 年 8 月底,我国银行间市场的利率衍生品和

表 5 2009 年场内衍生品分布(按区域统计,单位:%)

	北美	欧洲	亚太
1999	51.01	29.50	17.65
2000	57.33	29.45	11.22
2001	68.16	25.86	5.51
2002	57.52	36.94	5.00
2003	53.03	41.99	4.39
2004	59.19	35.06	5.21
2005	62.62	31.40	5.24
2006	59.81	33.46	5.83
2007	53.74	38.66	6.28
2008	51.41	42.66	4.65
2009	47.30	47.00	3.77

数据来源:根据国际清算银行衍生品未偿余额的名义本金数据计算。

不到 1%。

(四)上海金融中心的金融市场发展水平

我国的金融市场按照交易方式可以分为场外市场和场内市场两大类。场外市场主要是指银行间货币和债券市场(下称“银行间市场”),这是目前我国主要的债券交易、货币交易以及利率和汇率衍生品交易的场所。场内市场包括证券交易所、商品期货交易所(含黄金交易所)和金融期货交易所等。在场内市场方面,上海已经集聚了全国规模最大的股票市场、商品期货市场和唯一的金融期货市场;在场外市场方面,上海是银行间市场交易系统(设在外汇交易中心)的所在地,并且集聚了数量众多的交易机构。

作为我国金融市场的集聚地,我国在金融市场发展方面表现出的规模问题、结构问题和品种匮乏问题自然也是上海在金融市场发展方面的问题。以股票市场为例。“十一五”期间,股权分置改革和中国经济的高速增长推动了上海证券交易所的快速发展。截至 2009 年,从交易量来看,上海证券交易所已经成为仅次于美国纳斯达克、纽约泛欧证券交易所(美国)的世界第三大股票市场,深圳证券交易所和香港证券交易所按交易量的排名分别为第五和第十位。从市值规模看,上海证券交易所排在纽约泛欧证券交易所(美国)、东京证券交易所、纳斯达克和纽约泛欧证券交易所(欧洲)之后,位列第五,香港和深圳证券交易所分别为第六和第十一位。

从市值和交易量看,上海证券交易所已经成为我国最重要的股票市场,其全球排名也基本反映了中国经济在全球的地位。但是,由于多层次资本市场的建设滞缓,导致上市公司的群体狭窄。从上市公司数量看,2009 年底上海证券交易所仅有 870 家,不仅远远低于美国、欧洲等发达经济体上市公司的数量,也远远低于印度、韩国等新兴经济体的数量。此外,在多层次市场建设方面,深圳已经走在了上海的前面,形成了主板市场、中小企业板、创业板、代办股份转让系统等多个层次的市场。

除了表现出中国金融市场发展中存在的一般性和整体性问题之外,上海在金融市场管理机构、金融市场参与机构的集聚方面也存在着特殊性和地域性的问题。以银行间市场为例。目前,无论从债券的发行量、交易量还是存量看,银行间市场已经成为债券市场的绝对主体。以债券存量比较为例^①,截至 2009 年底,银行间市场债券存量近 16 万亿元,占比超过了 90%,而交易所市场仅有

人民币汇率衍生品(掉期、远期)的名义本金额分别仅相当于全球场外利率衍生品和汇率衍生品规模的 0.03%和 0.046%。

全球场内金融衍生品的区域分布也基本反映了该地区在国际货币金融体系中的地位(参见表 5)。就中国场内金融衍生品而言,与场外产品一样,已推出的品种规模甚小,全球已经有的许多成熟品种在我国还未推出。就历经曲折终于在 2010 年推出的股指期货而言,截至 2010 年 9 月底,其名义本金额也仅相当于 2009 年全球场内衍生品规模的

① 在中央国债登记结算公司一级托管的债券被归到四个市场,即银行间、交易所、柜台和其它。其中,柜台指商业银行开办的国债柜台交易市场和证券公司开办的企业债柜台市场,而“其它”则分两种情况:一是在 2002 年末之前发行的企业债券的托管量未按发行范围、流通场所分类。二是尚未及统计正处于分校期间的债券托管量,这两类均被归于“其它”项。

表 6 2009 年全球主要证券交易所比较

交易所名称	交易量(百万美元)	市值(百万美元)	上市公司数量(家数)	市盈率(2008 年)
纳斯达克 OMX(NASDAQ OMX)	28951349	3239492	2852	—
纽约泛欧证券交易所(美国) (NYSE Euronext (US))	17784586	11837793	2327	—
上海证券交易所(Shanghai SE)	5061643(第三名)	2704778(第五名)	870(第十一名)	14.90(第四名)
东京证券交易所(Tokyo SE)	3990909	3306082	2335	16.40
深圳证券交易所(Shenzhen SE)	2774065	868374	830	15.00
德国证券交易所 (Deutsche Börse se)	2186433	1292355	783	—
纽约泛欧证券交易所(欧洲) (NYSE Euronext (Europe))	1981519	2869393	1160	—
韩国证券交易所(Korea Exchange)	1559040	834597	1788	9.00
西班牙 BME 交易所(BME Spanish Exchanges)	1511044	1434540	3472	8.20
香港证券交易所 (Hong Kong Exchanges)	1501638	2305143	1319	7.30
意大利证券交易所(Borsa Italiana)	885576	655848	296	6.40
印度国家证券交易所 (National Stock Exchange India)	786684	1224806	1453	11.80
纳斯达克 OMX 北欧交易所 (NASDAQ OMX Nordic Exchange)	733388	817223	797	—
孟买证券交易所(Bombay SE)	263352	1306520	4955	12.40
大阪证券交易所(Osaka SE)	139868	138330	432	20.50
雅典交易所(Athens Exchange)	66702	112632	288	12.50
维也纳交易所(Wiener Börse se)	47952	114076	115	—
爱尔兰证券交易所(Irish SE)	35077	61291	64	6.70
Jasdaq 证券交易所(Jasdaq)	31169	89567	889	—
塞浦路斯证券交易所(Cyprus SE)	1694	10269	115	—
卢布尔雅那证券交易所 (Ljubljana SE)	1216	12141	76	10.50
卢森堡证券交易所 (Luxembourg SE)	281	105048	267	10.70
马耳他证券交易所(Malta SE)	33	4080	20	—

注：除市盈率之外，其他皆为 2009 年数据。

数据来源：world exchange federation。

不到 2900 亿元，占比仅为 2%。除了债券交易之外，银行间市场还是我国货币市场工具(拆借、回购)、利率和汇率衍生品交易、外汇交易的场所。从债券市场本身的特点和各国债券市场的发展历史看，银行间市场将继续超越交易所市场，成为债券发行、交易的主要场所。因此，上海在债券、货币和衍生品市场方面的发展状况就主要取决于上海在银行间市场中的地位。

然而，银行间市场并不“属于”上海。作为全国性的无形电子化市场，银行间市场的交易系统设在上海的外汇交易中心，但是，从市场管理职能、交易组织功能、融资功能、支付结算功能等几个方面看，上海发挥的作用还有待提高。具体表现在如下几个方面：

第一，市场管理机构和自律组织机构不在上海，对银行间市场的管理职能不在上海，从而限制了市场参与机构在上海的集聚。根据《中国人民银行法》，银行间市场归属中国人民银行管辖，实际管理部门是中国人民银行总行，中国人民银行上海总部没有实质性管理权限。2007 年，经国务院

同意,民政部批准设立“中国银行间交易商协会”(简称“协会”),会址在北京。目前,根据中国人民银行授权,协会已经在新产品的研发和推介、产品发行规则和交易规则的制订、会员单位的组织管理等方面承担起了重要职责。特别是随着银行间市场备案发行制度的推广,协会已经成为事实上的市场管理机构。

表 7 银行间市场机构类型、数量 and 市场份额

时间	机构数量				债券持仓量占比	债券交易量占比
	合计	甲类	乙类	丙类		
特殊结算成员	16	3	11	2	12.2	4.8
商业银行	391	48	266	77	69.3	78.5
其中:全国性商业银行	83	18	54	11		
其中:外资银行	56	0	37	19		
非银行金融机构	164	5	97	62	0.5	0.2
证券公司	123	55	60	8	0.7	8.2
保险机构	131	0	82	49	9.0	1.0
基金	1589	0	1163	426	4.5	2.3
非金融机构	5990	0	3	5987	0.2	
个人投资者	0	0	0	0	0.7	
合计	9247	111	1969	7167	100.00	100.00

注:(1)“甲类”指可办理自营和代理业务的金融机构,包含证券公司;“乙类”指只能办理自营业务的机构;“丙类”指必须委托其它金融机构为其办理债券结算业务的投资者,包含委托证券公司代理企业债业务的机构和个人。(2)特殊结算成员包括央行、财政部、三家政策性银行、沪、深证券交易所和中国证券登记结算公司等。(3)非银行金融机构包括财务公司、信托公司、融资租赁公司和投资公司。原来国家邮政局邮政储汇局也包含在内,后成立国家邮政储蓄银行后,则被归入商业银行。(4)基金包括证券投资基金和社会保障基金两类。(5)本表的“全国性商业银行”系将原来的“国有控股商业银行”和“股份制商业银行”合并而得;(6)均为年底数据。

数据来源:中国社科院金融所:《中国金融发展报告(2010)》,社会科学文献出版社。

第二,市场主要的交易中介和投资机构不在上海,限制了金融机构在上海的集聚和上海利用银行间市场来发挥融资、交易和风险管理等金融功能的条件。

截至 2009 年底,银行间市场的参与机构达到了 9247 家,其中,111 家是可以从事自营和代理业务的甲类机构——这类机构是市场真正的交易中介,1969 家是只能从事自营业的乙类机构,剩余的 7167 家是只能委托甲类机构代理交易的丙类机构。从各类机构的市场影响看,商业银行(主要是包括国有控股银行和股份制银行在内的全国性商业银行)是市场主要的投资者和交易者。需要注意的是,商业银行作为债券和衍生品市场的主要参与者并非中国特例,各国都是如此。

目前,在上海从事银行间市场交易的甲类银行机构只有三家:交通银行、上海浦东发展银行和兴业银行资金交易中心,其他甲类银行机构主要集中在北京;上海是外资银行的主要集聚地,但外资银行都只是乙类或丙类机构,不能代理其他机构交易,对市场的影响很小;上海也是基金和证券公司的集聚地,但由于基金、证券公司在市场中的投资和交易份额很小,这些机构的影响力有限。

三、中国金融体系的对外开放程度和上海金融中心的国际化程度

在对外开放方面,我国的经常项目已经于 1996 年开放,但是,资本项目依然处于封闭状态,这极大地限制了我国金融体系的对外开放程度和人民币的国际化进程。这种状况也决定了上海金融中心的国际化程度。

(一)我国资本项目管制情况^①

近年来,我国坚持循序渐进、先易后难、先长期后短期、先机构后个人、先真实后虚拟的原则,稳步推进人民币资本项目可兑换。根据国家外汇管理局的相关评估,截至 2009 年 7 月,在 7 大类 40 项资本项目交易中,我国有 5 项实现了可兑换,8 项基本可兑换,17 项部分可兑换,还有 10 项不可兑换。然而就资本项目的主体而言,目前我国在借用外债、跨境证券投资和中资机构对外贷款、直接投资等项下,还存在较多管制,具体如下:

第一,对外直接投资、尤其是人民币对外直接投资受限较多。目前,外商来华直接投资已实现可兑换。在对外直接投资方面,汇兑限制已很少,2009 年下半年又取消境外投资外汇资金来源审查。但在投资项目的设立等交易环节,仍存在一定限制,政策上尚不允许企业用人民币对外直接投资。截至 2008 年末,我国对外直接投资存量 1700 亿美元,远低于 8763 亿美元的外商来华直接投资余额。

第二,对外借债受到严格限制,对外放款依靠政策性银行。目前,我国外债管理较严:对中外资金融机构短期外债实行余额管理,近年来外债指标有所削减;中资机构中长期外债须经逐笔审批;外商投资企业外债按“投注差”管理,即:外资企业中长期外债累计发生额和短期外债余额之和,控制在经批准的项目总投资和注册资本之间的差额内。从对外放款情况看,根据金融机构外汇信贷统计,2008 年末,我国金融机构(含外资)境外中长期贷款余额 564.3 亿美元,境外短期贷款余额 21.6 亿美元。境外贷款几乎全由政策性银行进行,国有商业银行仍是空白。

第三,跨境证券投资受到严格限制。在资本项目中,“证券投资”项的开放程度是决定金融开放程度的最为核心的指标。目前,我国对证券投资的管制非常严格,主要的开放渠道是 2003 年推出的合格境外机构投资者(简称 QFII)制度和 2007 年推出的合格境内机构投资者(简称 QDII)制度。在 QFII 方面,截至 2009 年底,共有 94 家外资机构获得了 QFII 资格,86 家 QFII 获得共计 166.7 亿美元的投资额度。在 QDII 方面,截至 2009 年底,经国家外汇管理局批准的 QDII(银行类、证券类、保险类、信托类)共有 69 家,获批总额度为 650.3 亿美元。其中,证券类、保险类、银行类、信托类获批额度分别为 409.65 亿美元、155.05 亿美元、79.6 亿美元和 6 亿美元。虽然 QFII 和 QDII 的发展速度较快,但相关资格的审核依然极其严格,规模依然非常小。

表 8 2008 年我国对外资金流动分项占比(单位:%)

	外部资金流入	内部资金流出
通货	2.03	
存款	0.85	
贷款	3.18	2.13
保险准备金	3.18	0.00
金融机构往来	9.37	1.26
股票	10.79	0.72
直接投资	58.71	6.06
其它对外债权债务	11.80	19.52
国际储备资产		70.31

数据来源:根据中国人民银行资金流量表数据计算。

课题的思路,我们计算并比较了 2008 年若干国家的金融开放度(参见图 6)。2008 年,中国的金融开放度只达到了 0.39,在样本国家中仅高于印尼和印度,不仅低于德国、日本这样的发达国家,也

(二)我国金融体系对外联系的通道和金融开放度

由于资本项目、尤其是其中的证券投资项的严格限制,目前我国与境外的资金往来在外部资金流入方面主要依靠传统的直接投资,境外机构在境内的股票和各种债务类工具的投资只占到外部资金流入的 20%强、在内部资金流出方面,则主要依靠国际储备(参见表 8)。

为了对我国金融体系的开放程度有个直观认识,根据博源基金会

^① 本节参考了博源基金会“国际货币体系改革”课题的子课题“积极推进人民币有控制的可兑换”的成果。

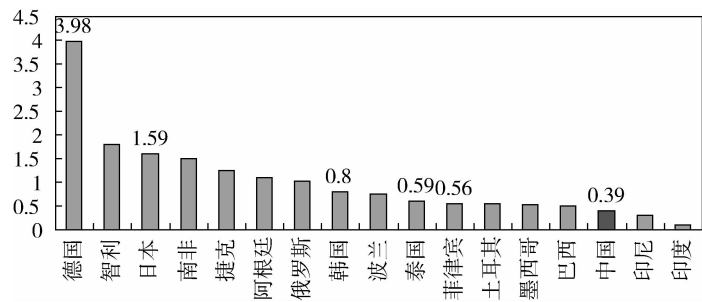


图 6 2008 年若干国家金融体系开放度比较

注：“金融开放度”等于各国扣除外汇储备的对外金融资产、金融负债之和与 GDP 之比。
数据来源：国际金融统计数据库（简称 IFS）。

低于韩国、泰国、菲律宾这样的新兴和发展中国家。如果进一步与二十世纪八十年代的德国和日本做一比较，则可以发现目前中国的金融开放度尚不及德国和日本在 1982 年的水平。

（三）上海金融中心的国际化程度

“十一五”期间，上海金融中心的国际化建设取得了重要进展，表现在三个方面：第一，外资金融机构不断聚集。外资银行、外资财产险公司完成法人化转制后大量入驻上海，合资基金公司等其他外资金融机构进一步汇聚。截至 2009 年末，20 家外资银行将其在我国境内的法人总部设在上海，占全国外资法人银行总数的 67%，并表资产占全国外资法人银行总资产的 85%；7 家转制后的外资法人财产险公司落户上海，占全国外资法人财产险公司总数的 63.6%；上海有合资基金公司 21 家，较 2005 年末新增 5 家，占全国的 62%。

第二，外资金融机构参与上海金融市场程度逐步提高。证券市场 QFII 机构数量和投资额度进一步增加，货币、外汇、黄金、商品期货等市场稳步有序地向外资金融机构开放。

第三，境内金融机构稳步拓展海外业务。截至 2009 年末，上海共有 14 家基金公司、4 家证券公司获得 QDII 业务资格；境内金融机构海外业务布局加快。

不过，上海金融中心的国际化程度不可能超越我国整体的金融开放程度。由于我国对资本项目的严格管制和较低的金融开放度，上海尚无法成为严格意义的“国际”金融中心，因为国际金融中心的基本功能是在国际范围内实现资金的集聚、配置和管理功能。例如，虽然诸多外资金融机构集聚上海，进而提高了感官上的“国际化”程度，但是，这样的“国际化”仅仅是金融机构所有者层面的国际化，而不同于具备了国际化的金融功能。此外，由于金融竞争、金融安全等诸多考虑，除了离岸金融中心（如伦敦）之外，金融中心的国际化在机构层面也主要依靠的是国内金融机构，而不是外资。

四、未来全球经济、金融发展和匹配于我国经济地位的金融市场规模预测

金融中心是金融体系发展水平的高度凝结，金融中心的发展水平和目标体现了金融体系的发展水平和目标。根据国务院《意见》，为了在 2020 年将上海建设成为与当时我国经济发展水平和人民币国际地位相适应的国际金融中心，在 2020 年我国的金融发展水平就至少应该与当时我国在全球的经济地位相匹配。由于发展多功能、多层次的金融市场体系是建设上海国际金融中心的核心任务，因此，2020 年的金融市场（股票市场、债券市场、场外衍生品市场和场内衍生品市场）发展水平是达成总目标的关键。

(一)未来十年全球经济和我国经济地位预测

关于未来十年全球的经济前景,我们可以在联合国相关报告的基础上予以推测^①。在过去十年中(2000~2009 年),全球(160 个国家)、中国、美国、欧盟、日本的实际 GDP 增长率分别为 2.63%、9.8%、1.9%、1.6%和 0.7%。由于未来全球和各主要经济体都面临着重大而艰难的经济结构调整,未来十年可能难以保持过去十年中的高速经济增长。

为此,我们将未来十年的实际经济增长设定为三种情景:第一,“好情景”,全球和主要经济体的实际 GDP 增长率保持在过去十年的水平。第二,“一般情景”,全球和中国的实际 GDP 增长率比过去十年下降 1 个百分点,美、欧、日下降 0.5 个百分点。第三,“坏情景”,全球和中国的实际 GDP 增长率比过去下降 2 个百分点,美、欧下降 1 个百分点,日本零增长。根据实际 GDP 增长率和设定的通货膨胀率,推算出名义 GDP 增长率的相应三种情景(见表 9)。

表 9 未来十年全球经济增长情景

	实际 GDP 增长率			名义 GDP 增长率		
	好情景	一般情景	差情景	好情景	一般情景	差情景
全球	2.63	1.63	0.63	5.63	4.63	3.63
中国	9.80	8.80	7.80	12.80	11.80	10.80
美国	1.90	1.40	0.90	4.90	4.40	3.90
欧元区	1.60	1.10	0.60	4.60	4.10	3.60
日本	0.90	0.40	0.00	3.90	3.40	3.00

注:名义 GDP 增长率为实际 GDP 增长率与 GDP 平减指数(设定为 3%)之和。

在中国名义 GDP 预测中的一个关键指标就是人民币汇率。自 2005 年汇率改革到 2009 年底,人民币兑美元的年均升值速率为 3.743%。在以人民币计价的中国名义 GDP 为既定的情况下,人民币的升值会提升以美元计价的中国名义 GDP。为此,我们也假设两种人民币汇率情景:第一,不考虑人民币升值,人民币兑美元汇率维持在 2009 年的水平。第二,考虑人民币升值,在未来十年中人民币兑美元汇率以 2005~2009 年的平均速率升值。

表 10 全球名义 GDP 预测(单位:十亿美元)和中国名义 GDP 占比(单位:%)

	好情景		一般情景		坏情景	
	2015	2020	2015	2020	2015	2020
全球名义 GDP	80751	106190	76272	95641	72001	86053
美国名义 GDP	18996	24129	18459	22894	17935	21716
欧元区名义 GDP	16314	20428	15852	19379	15401	18380
日本名义 GDP	6375	7719	6193	7320	6051	7015
中国名义 GDP1	10113	18468	9587	16745	9084	15169
中国名义 GDP2	12299	26439	11679	24048	11086	21855
中国名义 GDP 份额 1	12.52	17.39	12.57	17.51	12.62	17.63
中国名义 GDP 份额 2	15.23	24.90	15.31	25.14	15.40	25.40

注:中国名义 GDP1、中国名义 GDP 份额 1 为不考虑人民币升值、即人民币兑美元汇率维持在 2009 年水平下的预测值;中国名义 GDP2、中国名义 GDP 份额 2 为假设人民币按照 2005~2009 年平均升值速率(3.743%)均速升值的预测值。

① 联合国,2009,World Economic Situation and Prospects 2010,http://www.un.org。

根据以上设定情景,在不考虑人民币升值的情况下,无论是采用哪种经济增长情景,中国的名义 GDP 都将超越日本,成为仅次于美国、欧元区的第三大经济体。在假设人民币以过去五年均速升值的情况下,无论哪种经济增长情景,2020 年中国的名义 GDP 都将超过美国,成为第一大经济体(参见表 10)。在对人民币汇率变化的假设相同的情况下,以上三种经济增长情景给出的中国 GDP 份额基本相同。因此,以下将只采用经济增长“坏情景”下人民币升值和维持不变的名义 GDP 预测值。

(二)关于未来全球金融发展水平的预测

关于未来全球金融发展水平的状况,我们可以采用金融深化(金融变量值与名义 GDP 之比)这个通行指标予以预测。在此次全球金融危机爆发前,放纵的金融自由化和金融全球化推动了全球的金融膨胀,这尤其体现在衍生品市场中(参见表 11)。2000 年场外和场内衍生品的名义本金仅相当于全球 GDP 的 297.16%和 44.47%,到 2007 年则分别膨胀到 1080.86%和 143.45%。美国金融危机爆发后,特别是由于信用衍生品和复杂结构产品的交易受到严重打击,场外和场内衍生品名义本金额曾一度萎缩。不过,2009 年后全球利率风险和汇率风险的急剧上升推动了相关衍生品的交易,衍生品名义本金额再次飙升并基本恢复到危机前的最高水平。在债券市场方面,危机的爆发对公司债券和金融机构债券的影响较大,而政府债券的规模则因经济刺激计划的实施迅速膨胀——这是危机后债券市场规模上升的主要因素。股票市场显然受到危机的严重打击,全球股票市值与 GDP 之比由 2007 年的 120%强跌落一半至 2008 年的不到 60%,2009 年因经济的暂时复苏恢复到 68.81%。

表 11 2000~2009 年全球四大金融市场金融深化指标(DEPTH,单位:%)

	场外衍生品/GDP	场内衍生品/GDP	债券/GDP	股票/GDP
2000	297.16	44.47	90.70	
2001	349.50	74.65	92.93	
2002	428.38	72.05	100.43	
2003	529.92	98.62	103.65	
2004	617.00	110.96	103.55	
2005	660.73	126.38	97.90	97.37
2006	852.95	141.53	100.59	110.96
2007	1080.86	143.45	101.17	120.20
2008	904.90	95.31	97.63	59.21
2009	1057.35	125.81	110.47	68.81
平均	677.87	103.32	99.90	91.31

注:衍生品采用名义本金额,债券和股票采用存量市值。

数据来源:根据 BIS、Bloomberg 数据整理计算。

对于未来十年全球的金融发展水平,我们认为,随着全球金融监管改革的全面实施,过去十年中过度的金融膨胀将会受到抑制。因此,我们将以 2000~2009 年各项金融深化指标的均值作为未来十年的预测值——这意味着,全球股票、债券市场的预测规模不会较 2009 年呈现快速增长,而衍生品市场、尤其是场外衍生品市场的预测规模则会较 2009 年出现一定程度的萎缩,这就相应降低了实现上海国际金融中心建设总目标的难度。

根据以上关于全球经济前景(仅采用“坏情景”)和金融深化水平的预测,我们即可以采用如下公式,推算出 2020 年全球各类金融产品的市值或名义本金(参见表 12):

表 12 全球金融市场发展水平预测

	金融深化指标	2020 年预测 (十亿美元)	2009 年 (十亿美元)	2020/2009 (倍数)
股票市场	91.31	78575	78575	1.96
债券市场	99.9	85970	64222	1.34
场外衍生品	677.87	583331	614674	0.95
场内衍生品	103.32	88913	73140	1.22

注：“金融深化指标”取 2000 年~2009 年的平均值，见表 10。衍生品采用名义本金额，债券和股票采用存量市值。

2020 年全球市场规模=(全球金融深化指标)×(2020 年全球名义 GDP 预测值)

表 12 中关于未来全球金融市场规模的预测体现了相对保守和悲观的态度：第一，全球 GDP 的预测采用了“坏情景”。第二，金融深化指标取 2000~2009 年的平均值。这意味着，为实现国务院《意见》总目标所需要达到我国金融市场规模水平被降低了。

(三)实现《意见》总目标所需要达到的金融市场规模

根据以上全球经济和金融发展水平的预测，在中国金融发展水平能够匹配当时中国经济全球地位的假设下^①，即可通过如下公式，推算出 2020 年达到国务院《意见》总目标所需要的金融市场发展规模(以亿元人民币计)：

2020 年中国市场规模=中国名义 GDP 份额×2020 年全球市场规模×人民币兑美元汇率×10

表 13 实现 2020 年总目标所需要达到的金融市场规模预测

	不考虑人民币升值			考虑人民币升值		
	2020 年 (亿元人民币)	2020/2009 (倍数)	年均增速(%)	2020 年 (亿元人民币)	2020/2009 (倍数)	年均增速(%)
股票市场	945773	4.19	15.40	895641	3.97	14.78
债券市场	1034785	5.91	19.44	979935	5.59	18.78
场外衍生品	7021295	656.62	91.31	6649123	621.81	90.27
场内衍生品	1070203	17.68	33.27	1013476	16.75	32.56

注：衍生品采用名义本金额，债券和股票采用存量市值。

由表 13 可以看到，为了在 2020 年使上海金融中心乃至我国整个金融市场的发展水平匹配于当时我国的经济地位，四大类市场都需要在现有基础上成倍增长。其中，股票市场和债券市场的存量市值应该分别达到 90 万亿和 100 万亿人民币左右，分别相当于 2009 年规模的 4 倍和 5 倍左右；场外和场内衍生品的名义本金额则分别需要达到 700 万亿和 100 万亿左右，分别相当于 2009 年的 600 多倍和 17 倍左右。

在四类市场中，股票和债券市场的规模可能较易于实现——其年均增速仅需要维持在 15%左右和 19%左右，而在过去十年中，我国股票和债券市场的市值年均增速分别超过了 70%和 30%。这意味着，如果过去推动我国股票和债券市场发展的因素能够继续存在，尤其是改革方面的因素(如股票市场中的股权分置改革、债券市场中短期融资券和中期票据的发行体制改革)能够继续存在的话，那么，在 2020 年，我国股票和债券市场在全球市场中的地位将能够比较容易地匹配于彼时我国的经济地位。就上海来说，如果能够继续维持和增强其在全国股票和债券市场中的地位

^① 这个假设意味着 2020 年中国的金融深化指标只达到了全球平均水平，低于其他主要经济体的金融发展水平。因此，根据该假设来设定最终目标，一方面是显著降低了目标值，另一方面也意味着未来我们不会出现金融的过度膨胀。

话,那么,在这两类市场上也可以较为轻易地达到国务院《意见》的要求。

可是,要达到 2020 年衍生品市场的规模、尤其是场外衍生品市场的规模,这两个市场需要保持的增长速度都超过了、甚至远远超过了过去十年的平均增长速度:场内衍生品市场需要以年均 30% 以上的速度增长,而场外衍生品市场则需要以年均 90% 的速度持续增长十年——这意味着每年场外衍生品的名义本金额都近乎翻番。不过,这也并不意味着完全没有可能达到目标,因为过去十年我国衍生品市场的低增长在很大程度上是政策不支持、人为抑制的结果。未来,随着政策方向的转变,随着利率市场化、资本项目开放引发的风险管理需求的上升,随着一些产品空白(如场内交易的国债期货、场外交易的信用衍生品)被填补,我国衍生品市场可能会出现跳跃式的发展。

五、制约我国金融发展和国际金融中心建设的两大因素及政策建议

为了完成国务院《意见》中提出的总目标,在 2020 年使上海国际金融中心的地位、进而使得我国金融发展水平与当时我国的经济地位相匹配,目前存在两大制度性障碍:行政主导、多头分散的金融管理格局和资本项目开放的进度。其中,前者是根本性的,因为它决定了我国金融市场发展的速度,并在很大程度上决定了我国资本项目开放乃至人民币国际化的进度;后者是适应性的,它取决于国内和国际经济、金融甚至政治方面的环境和条件。为此,需要在国内推动“大爆炸”式的金融改革,并视具体情况,循序渐进地推动资本项目开放乃至人民币国际化进程。

(一)第一大制约因素:行政主导、多头分散的金融管理格局

我国目前金融管理体制的基本特点就是行政主导、多头监管,该体制形成于 1993 年。1993 年底国务院作出了《关于金融体制改革的决定》决定,随着强有力的中央银行宏观调控体系的建立,以及随后逐步确立的“一行三会”的分业监管架构,1993 年之前的中央政府、地方政府分权的“块块”结构已经变成了中央各部委各管一块的“条条”架构。在这种的架构下,各部委依据它们的权限分别对相应的机构、市场、产品等进行管理。

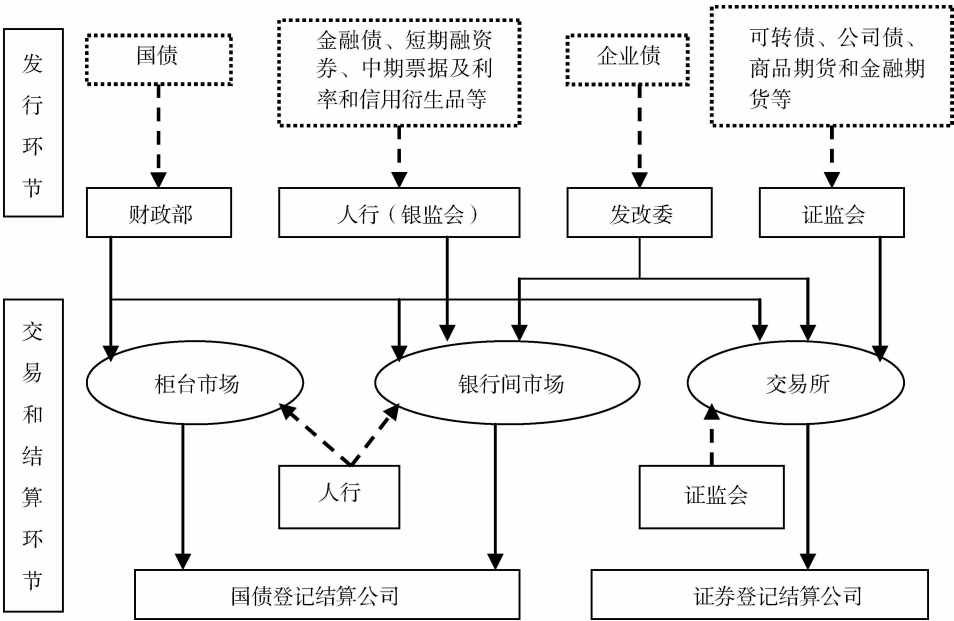


图 7 多头分散的债券和衍生品市场管理架构

在目前的体制下,除了少数产品和少数业务实行市场化的备案制之外,大多数的产品和业务都是由相应的管理部门实行事实上的行政审批制,对金融机构的准入也实行了严格的限制。并且,有些创新型产品和业务还需要经过国务院层面的审批。另一方面,在目前事实上的混业经营格局下,我们依然采取的是分业监管的架构。在这种背景下,由于相关法律、规章赋予了各部门诸多类似的权力,且存在着有意无意的模糊空间,这不仅使得各部门的权限范围出现了诸多重叠区域,也导致诸多领域存在监管漏洞,很多新型产品和新的金融业态并不在监管体制的管辖范围之内。

行政主导、多头分散的格局尤其体现在需要得到大力发展的债券和衍生品市场中(参见图 7)。在债券和衍生品发行管理方面,财政部负责国债发行监管,中国人民银行(图中简称人行)负责金融债、非金融企业债务融资工具、利率和汇率衍生品以及信贷资产证券化产品等的发行管理,中国证券监督管理委员会(图中简称证监会)负责公司债券(目前限于上市公司发行的公司债、可转债等)和在场内市场交易的衍生品发行管理,发改委负责企业债券的发行监管,银监会除会同中国人民银行参与商业银行金融债等债券的发行监管外,还负责商业银行资本混合债券的发行管理,以及银行参与利率、汇率、信用衍生品交易的管理。在债券二级市场监管方面,我国目前共有三个主要的债券交易市场:银行间市场、交易所市场和商业银行柜台交易市场,其中,中国人民银行主要负责银行间市场和商业银行柜台交易的监管,证监会负责交易所的监管。银行间市场和交易所市场在管理主体、托管结算、参与主体等各个方面还没有实现互联互通。

这种行政主导、多头分算的金融管理架构至少存在五大弊端:(1)行政管制过强,金融机构、金融市场自发的创新动力严重不足。(2)各部门跑马圈地,有法不依,不利于建立统一的金融市场。(3)监管标准各不相同,不利于经营类似产品的不同机构开展竞争,不利于建立统一、有效的投资者保护制度,不利于建立统一、及时的信息搜集、处理平台,监控和防范系统性风险。(4)监管部门间的竞争便利了市场参与机构进行监管套利,可能会诱发市场参与机构的道德风险,不利于金融稳定。(5)在行政主导的背景下,各管理部门过于强调加强自身的监管,忽视了市场纪律。

(二)第二大制约因素:不可能一蹴而就的资本项目开放进程

资本项目开放的进度是决定上海国际金融中心国际化程度的关键,同时,由于境外融资主体、投资主体参与境内金融市场的程度取决于资本项目开放的进度,因此,这也会对境内金融市场的规模、品种、交易活跃程度产生重要影响。由于我国资本项目的管制主要表现在对证券投资项目的管制上,而证券投资项目是否开放是影响境外主体参与境内市场的关键,因此,开放证券投资项目的进度就决定了上海国际金融中心的国际化程度。

表 14 部分经济体证券投资项目开放的进度

拉美		亚洲		欧洲	
	过程		过程		过程
巴西	1987~1996	泰国	1988~1998	希腊	1986~1994
墨西哥	1989~1992	日本	1961~1980	土耳其	1989~1991
智利	1987~1996	中国台湾	1988~1996	丹麦	1983~1985
阿根廷	1989~1992	韩国	1981~2000	英国	1977~1979
平均年限	6		14		3.5

资料来源:博源基金会(2009),“国际货币体系改革”课题的子课题“积极推进人民币有控制的可兑换”。

然而,各国的经验表明,开放证券投资项目不仅涉及到国内的监管体制改革、利率市场化改革、汇率形成机制改革等方方面面,还取决于当时国际经济、金融形势,这使得证券投资项目的开放都经历了一个循序渐进的漫长过程。

从全球各国“证券投资”项目可兑换的过程看(表14),平均过渡期年限为8年。其中,欧洲国家“证券投资”项目可兑换的过程较短,平均为3.5年;拉美国家“证券投资”项目开放的过程也较短,平均为6年。这两个区域“证券投资”项目可兑换的过程较短的主要原因在于,它们早在二十世纪初就已经融入到经济和金融全球化的进程中,并且,有些经济体(如英国)还是当时全球化的主导性力量。亚洲参与到全球化进程主要是在第二次世界大战以后,这是亚洲各个国家或地区“证券投资”项目开放过程相对很长的主要原因。

从其他国家(如亚洲国家)资本项目开放的经验教训看,在国内金融改革尚未充分展开、金融市场尚未充分发展的情况下,将国内脆弱的金融体系过早暴露在复杂的国际金融环境中,其结果是灾难性的。我国目前所面临的国内外环境也正是如此,这决定了我国资本项目开放的进度不会快于或至少不会大大快于过去亚洲国家和地区的进度。

(三)政策建议

对于以上两大制约因素,我们认为需要采取不同策略予以应对。在改革开放的次序上,我们依然坚持以往研究过程中所形成的基本看法^①:先国内、后国外。当前行政主导、多头分散的金融管理体制是阻碍金融发展的首要的、根本性因素,因此,放松行政管制以“深化金融体制改革”,并借此推动我国金融市场的充分发展,始终应该摆在改革开放次序上的第一位,同时,应该“加强金融监管协调,建立健全系统性金融风险防范预警体系和处置机制”(中央“十二五”规划建议稿)。

在改革开放的手段上,我们认为,资本项目开放和人民币国际化需要循序渐进——因为这在很大程度上是一种适应性的制度演进,但是,国内的金融改革已经不能再“摸着石头过河”了,而是需要采取“大爆炸”式的手段。这是因为,一方面,前面的推算已经表明,如果没有“大爆炸”式的改革措施,我们不太可能在未来使我国的金融发展水平匹配于我国的经济地位。另一方面,更加根本的因素是,在理论界、实务界甚至政策管理层,对于我国金融体系和金融管理制度中存在的弊端、金融改革开放的方向、应该采取的手段和建立的机制已经有了高度共识,这与刚刚改革开放时方向不明、手段不清楚的环境已大相径庭。事实上,未来中国经济和金融体系面临的重大风险就在于我们今天不能勇于抓住历史赋予的机会,去打破部门利益束缚,推动改革。

(责任编辑:周莉萍)

^① 例如,参见殷剑峰(2006):《金融结构与经济增长》,人民出版社。