



上海国际金融中心建设 研究报告

上海交通大学中国金融研究院
国际金融中心建设研究课题组
2018年10月



引言

金融是经济的命脉。中国经济的转型和向经济强国的迈进，都迫切需要一个现代化的、开放的金融体系来支撑，以优化资源配置、推动改革创新、提升社会福利。将上海建设成为国际金融中心，作为中国现代金融体系的核心和中国在全球金融体系中的地位的支柱，是这个蓝图中的关键部分，也是国家发展的重要战略。

2009 年国务院通过《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》(国发[2009]19号)，明确上海到 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。目前，上海国际金融中心建设已经进入了加速推进期。

上海以其在金融方面深厚的底蕴、独特的地位和巨大的前景，已经快速发展成为国际上有影响的金融中心之一，尤其是在金融市场的建设方面。但相对于建成真正意义上的国际金融中心这一目标，尚有相当的距离。

本报告对上海国际金融中心建设的目标、所面临的挑战和如何应对这些挑战的举措进行初步的探讨。我们的论述将围绕以下 7 个问题展开：

1. 什么是国际金融中心？
2. 伦敦和纽约是如何成为全球金融中心的？
3. 东京为什么没有能成为伦敦和纽约那样的全球金融中心？



4. 上海应成为怎样的国际金融中心？
5. 上海的差距和挑战在哪里？
6. 上海如何实现国际金融中心建设的目标？
7. 国际金融中心建设中的风险如何控制？

我们认为：

1. 上海的国际金融中心建设的最终目标应是立足中国（未来全球最大经济体）、覆盖亚洲（全球最大经济板块）、辐射全球，成为和纽约（覆盖北美）和伦敦（覆盖欧洲）三足鼎立的全球金融中心。

2. 实现这一目标的关键是结构性的制度创新。以现代金融科学为基础（而不是现状和所谓最佳实践），突破现有体制的约束（包括现有的全球金融中心所面临的限制），借助新兴的金融科技，实现跨越式发展。

3. 上海国际金融中心建设的具体举措可概括为“三支箭”：一、借助自贸区的建设，建立一个完全开放的离岸金融市场（可称作“金融自由港”），作为全面制度创新的突破口，并以此建成人民币国际化的根据地（人民币离岸市场）、中国财富全球配置的平台、中国企业海外拓展和“一带一路”的金融支撑；二、致力于引进国际一流的金融机构，全面提升在岸市场和服务的覆盖、质量、效率和国际竞争力；三、大力推进服务于实体经济的场外市场的建设、扩展和创新，提高服务于企业投资、融资、激励、风控和创新需求的效率、深度和广度。

4. 金融科技（FinTech）将在推动金融市场和服务的发展、提升



风险管理能力方面起到举足轻重的作用，是上海国际金融中心建设中的重要元素。



一. 什么是国际金融中心？

1. 国际金融中心的含义

学术界没有对国际金融中心提出标准定义。综合各种文献，金融中心一般是指在金融服务体系中起着枢纽作用的中心城市或区域。这些金融服务包括支付、融资、投资、交易市场、资产管理、保险等。金融中心往往也是金融机构、金融市场和金融人才高度集中的地方。每个金融中心可在各类服务功能方面有所侧重，如有的可以是银行聚集地，而另一些则注重汇聚金融交易市场。而国际金融中心则意味着其业务有一定的开放性并具有一定的国际地位。

2. 国际金融中心的分类

因此，一个国际金融中心的金融服务特征可由两个维度来衡量：

(1) **开放程度**。开放程度反映了资金、业务、机构、人才的跨境流动性。开放的一个前提条件是资金跨境的自由流通，即资本账户的开放。国际金融中心城市所在国的货币一般为可自由兑换货币，否则以该国货币计价的金融产品交易、资本输出、结算等都将受到限制，以该国货币为基础的金融创新也会受到制约。比如，美国、英国均没有外汇管制，几乎这些国家所有的银行和金融机构都可以经营外汇业务，美元、英镑也是世界上最活跃的可自由兑换货币。

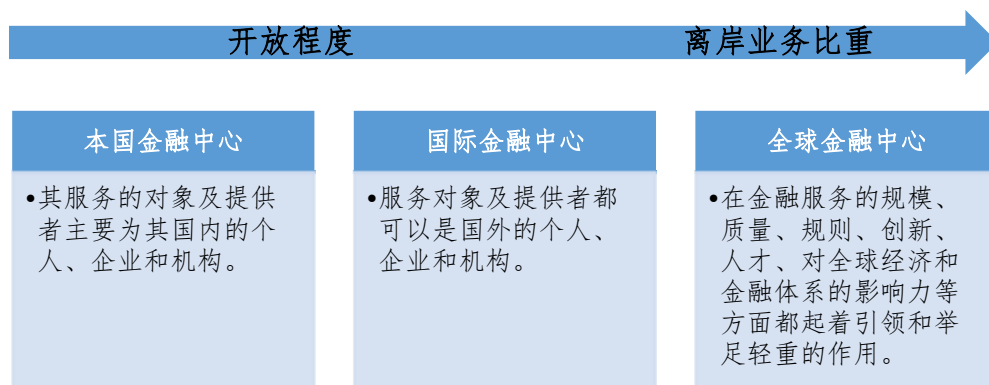
在人才流动方面，伦敦和纽约的开放度最高。亚洲各金融中心里，新加坡具有高度亲和的人才引进与外劳政策。在新加坡的居民中，平均每6个人就约有1位外籍人士，且在高端人才引入层面，新加坡会优先从速引入其经济发展急需的高技术人才和金融行业人才。相比之



下，东京和上海在人才国际化程度上还相对滞后。

(2) **离岸业务比重**。离岸业务指服务于境外交易者的纯中介业务。离岸业务的发达和便利是一个国际金融中心的重要标志。如香港、新加坡和苏黎世主要是凭借其离岸业务而成为国际金融中心。在具有相当规模的离岸业务同时，通过发达的在岸业务为本国经济发展提供充分的金融服务，也将显著提高一个国际金融中心的地位。身为国际金融中心第一梯队的伦敦和纽约，都是在岸业务和离岸业务同步发展的典型。

依据这两个维度，金融中心可分为本国、国际和全球三类：



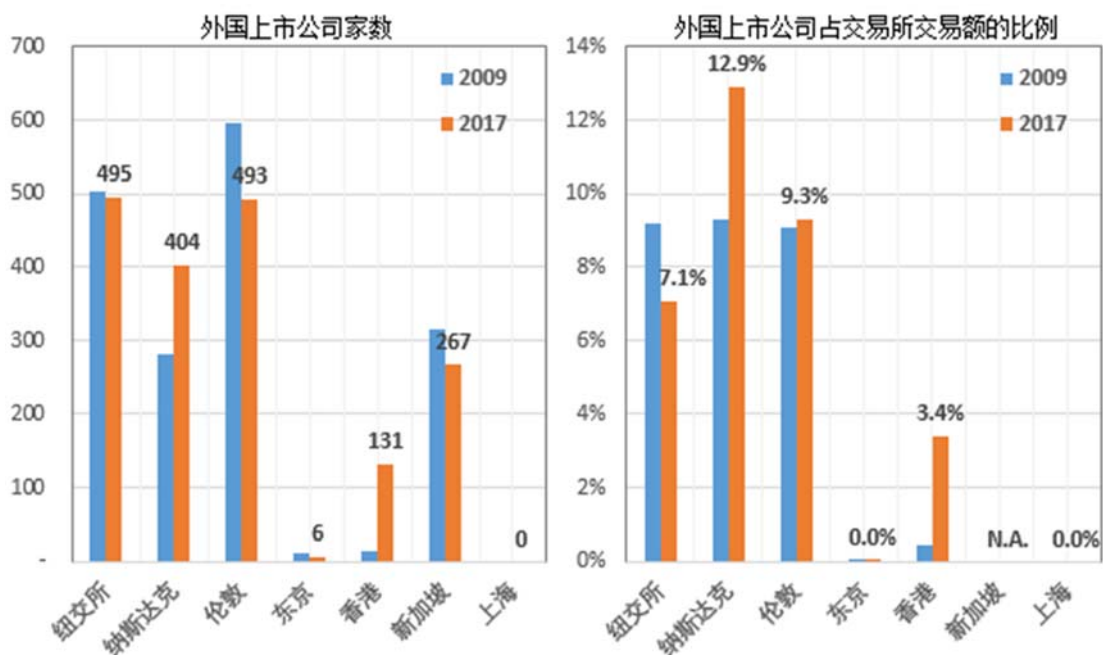
国际金融中心中充分开放的城市包括纽约、伦敦、香港、新加坡、苏黎士等，不够充分开放的城市包括东京、法兰克福、巴黎等。因为我国资本市场的基本封闭，上海、北京和深圳目前都只能算是本国金融中心。

从外国上市公司的数目和交易量情况可以清楚地看到，纽约和伦敦的股票市场都是非常国际化的。截至 2017 年底，纽约证券交易所和纳斯达克交易所的上市公司共 5235 家，其中有 899 家是外国企业，



占其上市公司总数的 17%；伦敦证券交易所有 493 家外国上市公司，占其上市公司总数的 24%。与此相对应，东京证券交易所的海外上市公司只有 6 家。

各个交易所外国（或境外）上市公司数目和占交易所交易额的比例



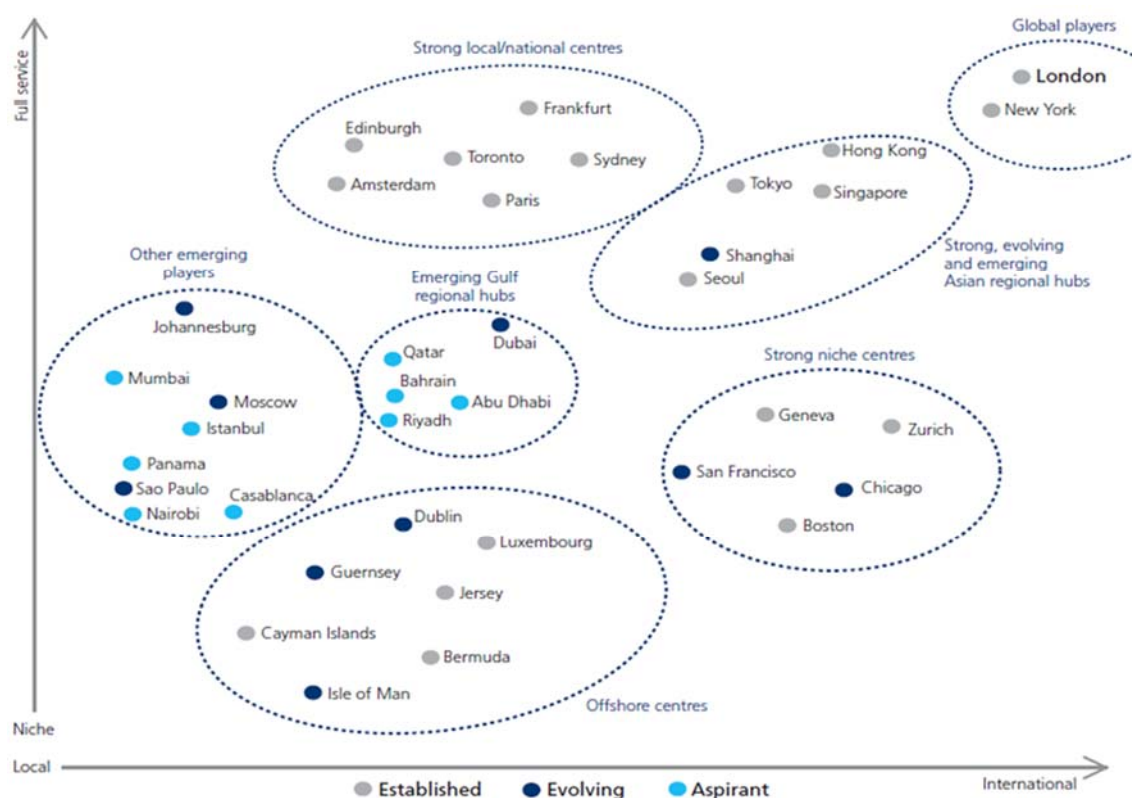
数据来源：World Federation of Exchanges, 伦敦交易所

注：新加坡证券交易所并没有公布外国上市公司的交易额这一统计项

在所有国际金融中心里，仅有纽约和伦敦可以称得上是全球金融中心，其中纽约以在岸业务为主、带动离岸业务，而伦敦则是以离岸业务为主、带动在岸业务。这一点不仅反映于他们在各种国际金融中心排名，更体现在他们所具有的市场规模、结构、发达程度和引领地位。

在各种国际金融中心排名中，纽约和伦敦都是顶级的全球金融中心。下图是伦敦金融城综合了 Z-Yen、银行家杂志 (The Banker) 和 PWC

等多家机构的排名指标后得出的，其横轴代表了国际化程度，纵轴表示所提供的金融及相关专业服务的全面性，国际化程度越高、金融服务越齐全的金融中心越靠近右上角。作为国际金融中心领头羊的伦敦和纽约都位于这个右上角位置。图中也可以看出上海在两个维度上都在向香港、新加坡、东京靠近。



数据来源：伦敦金融城 (The CityUK)

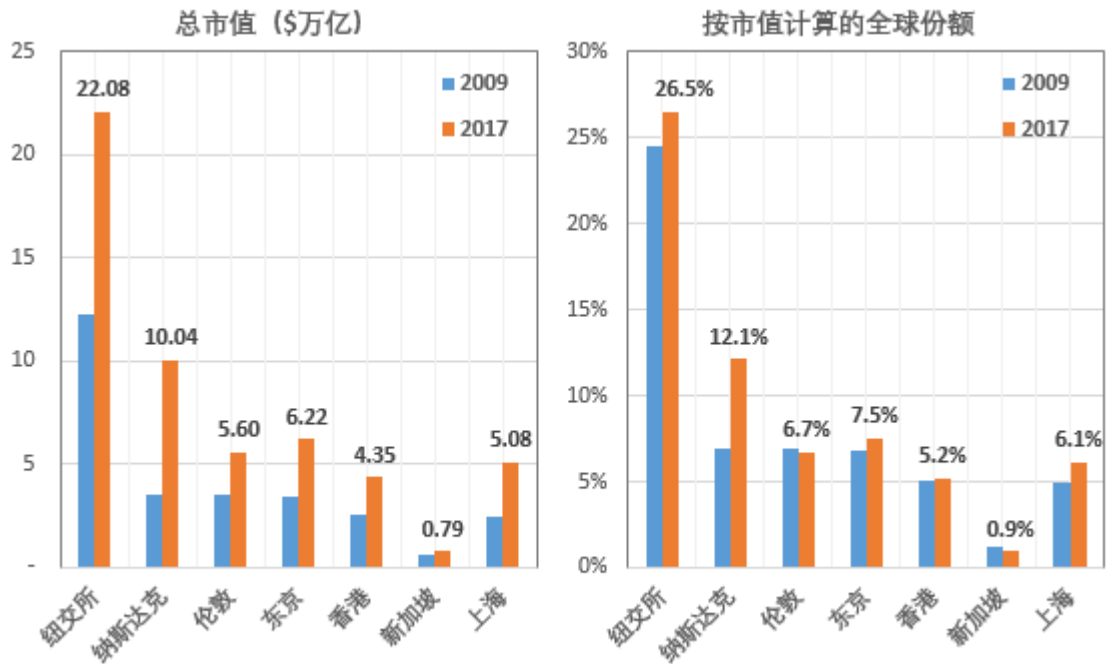
● 纽约拥有全球最大的股票市场

纽约证券交易所二十多年来始终是全球最大的股票交易所。截至2017年末，在纽交所挂牌的股票总市值已达到22.08万亿美元；紧随其后的是纳斯达克交易所，两者占到全球股票市场市值总额的39%。从上市公司数目和交易额来看，纽约在股票市场上也拥有绝对的优势。

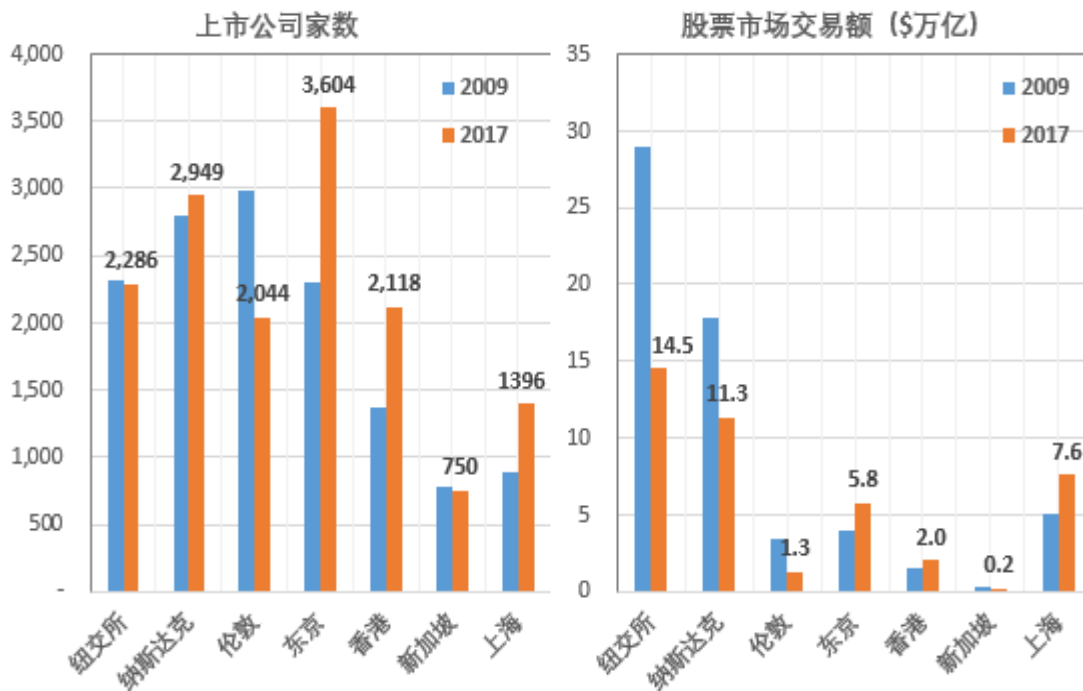


伦敦在股票市场上的优势正在减弱，这与近年来各个新兴国家股票市场的发展有一定的关系。但正如下文所述，伦敦作为顶级国际金融中心的特点更体现在其国际化程度、外汇市场、完整的金融及配套服务和国际化金融人才的聚集。

各个交易所上市总市值、上市公司数目和交易量



数据来源: World Federation of Exchanges, 伦敦交易所



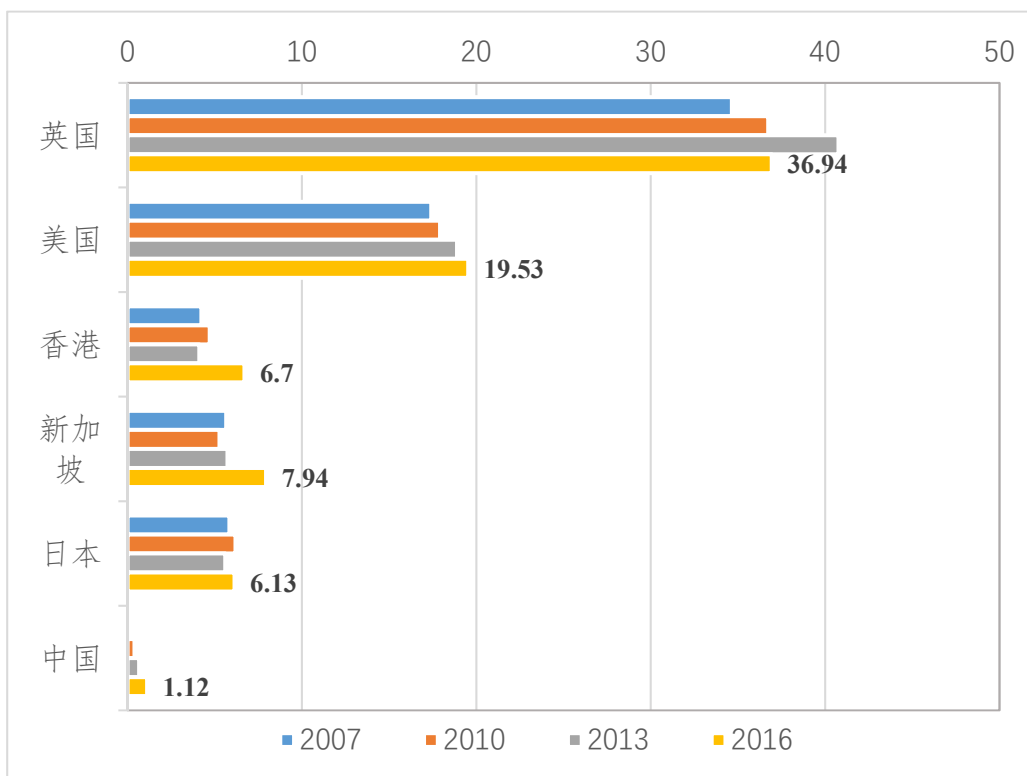
数据来源: World Federation of Exchanges, 伦敦交易所

● 伦敦和纽约拥有全球两个最大的外汇交易市场, 伦敦更是境外美元的主要交易市场所在

伦敦的外汇市场以交易效率高、货币种类多、交易设施先进和专业人才训练有素而闻名, 且这些有利条件是伦敦依然保持着世界外汇市场中心地位的有力支撑。根据国际清算银行 (BIS) 的最新统计, 截止到 2016 年, 英国占全球外汇交易额的 37%, 居全球榜首, 其次是美国 (20%), 新加坡 (8%) 和日本 (8%)。伦敦的外汇日均交易额为 2.42 万亿美元, 而且在伦敦外汇市场上交易的美元数额是美国外汇市场的两倍。



各国及地区外汇交易额的全球占比（%，2007-2016）



数据来源：BIS

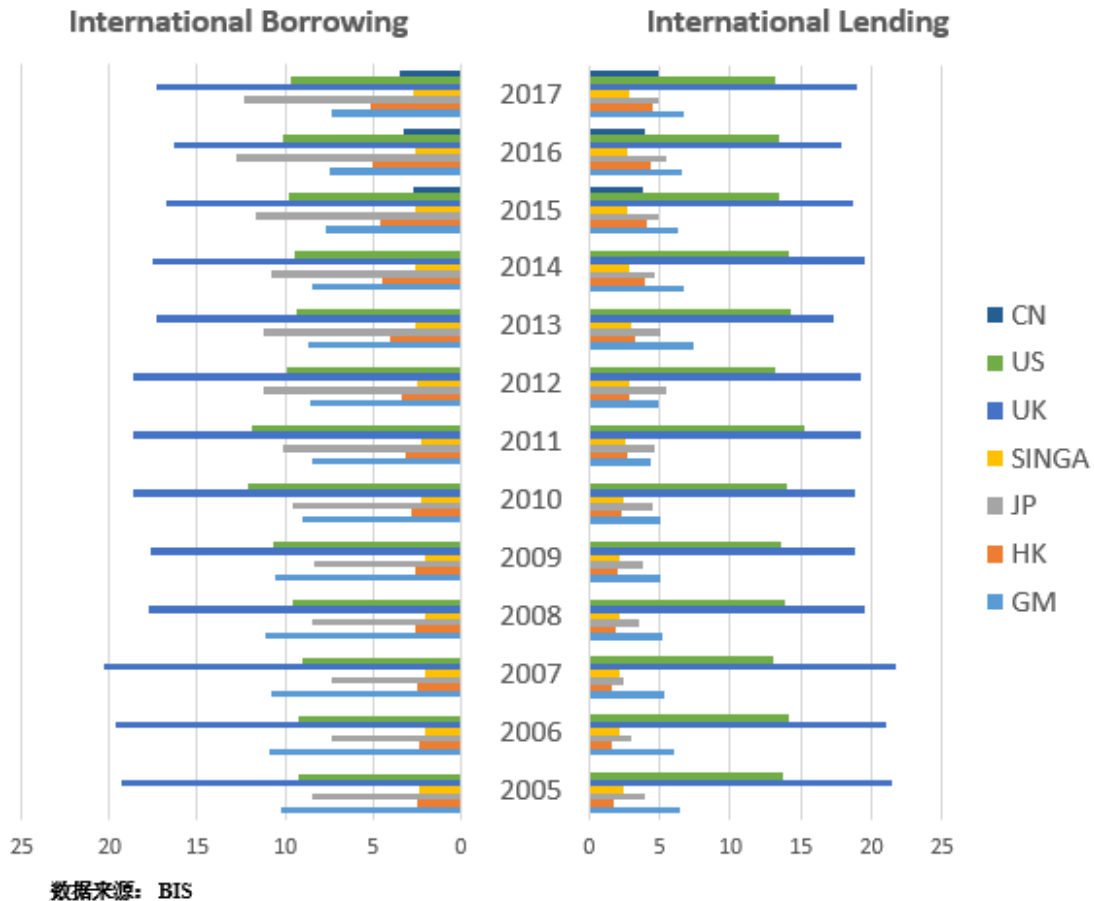
注：该数据每3年更新一次

● 全球 29% 以上的国际银行贷款 (lending) 和 30% 以上的国际银行借款 (borrowing) 来自于英国和美国，其中大部分来自于伦敦和纽约

美国和英国的银行部门按总资产计分别为全球第二和第三位（第一位是中国），这两个国家也是国际信贷的领头羊。英国的国际信贷业务规模是全球最大的，贷款和借款的余额在 2017 年分别占全球总额的 19% 和 17%。其次是美国，美国的国际借款余额占全球总额的 13%，而其国际贷款的占比略低，为 10%。



各国及地区的国际信贷负债(Borrowing)和资产(Lending)占全球的比例



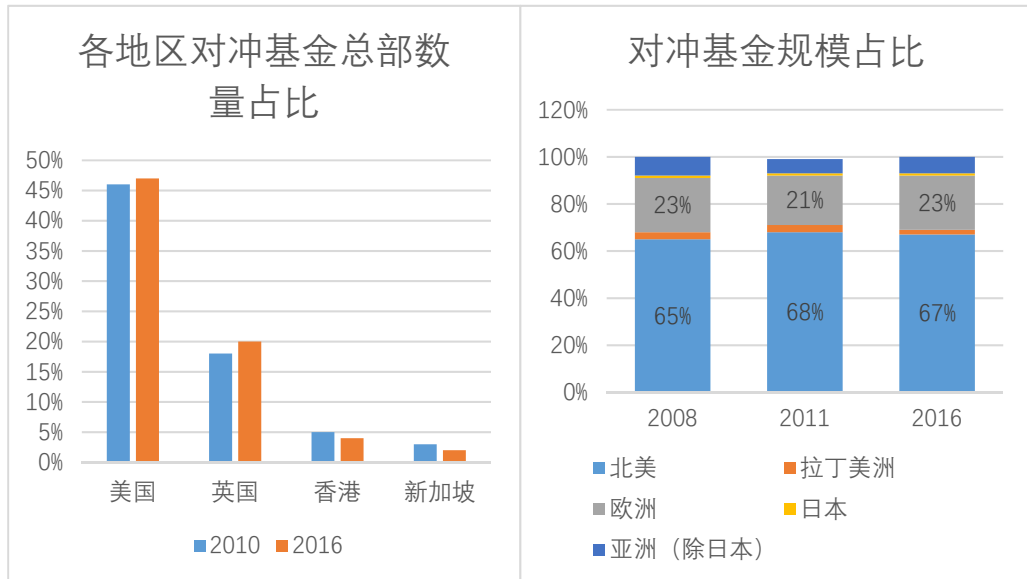
- 美国拥有全球最大的保险市场，而英国名列第四

2016年，美国的总保费收入为1.35万亿美元，排名第一；中国其次，保费为0.45万亿美元，略高于日本的0.44万亿美元；英国则排名第四¹。

- 北美和欧洲是全球最大的两个对冲基金管理中心。作为历史最悠久的全球对冲基金中心，美国是47%的对冲基金总部所在地。英国

¹ 数据来源:《2016-2017 保险业风险管理白皮书》，安永，2017；《2016 全世界保险大国排行榜》，现代保险杂志，2017。

位居第二，占 19%。

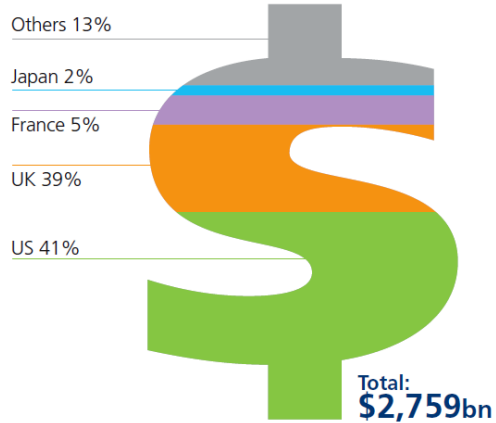


数据来源: EurekaHedge

- 纽约和伦敦场外衍生品交易共占全球 **80%** 的份额

场外衍生品日均成交额的全球占比

% share, average daily turnover in April 2016

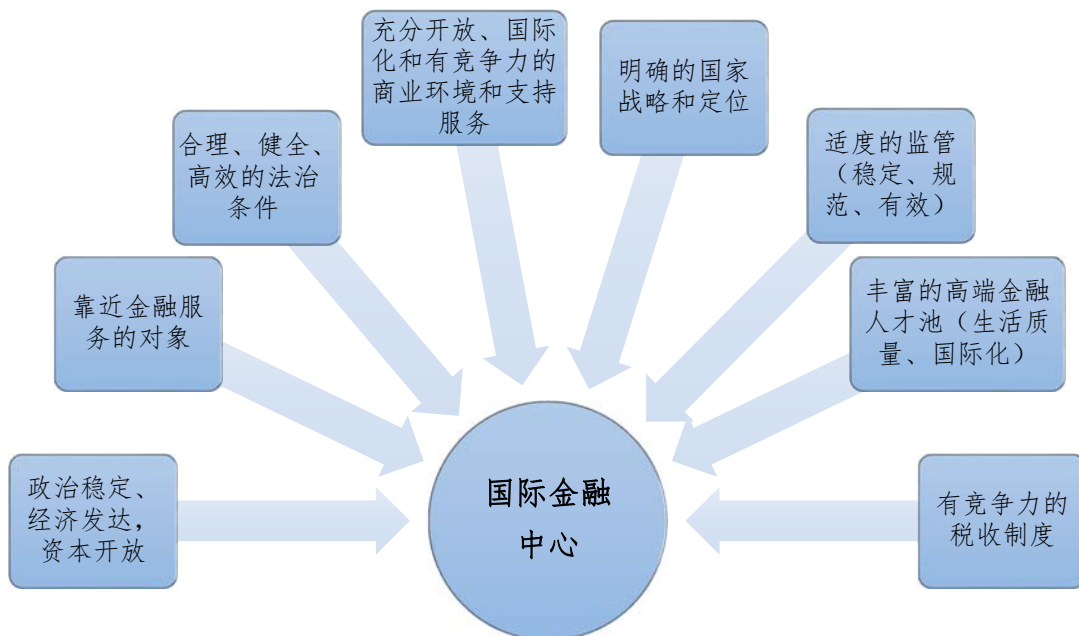


Source: Bank for International Settlements

3. 国际金融中心的条件

要实现国际金融中心所应具备的金融服务功能，必需具备一些条件。具体来说包括以下八个方面：（1）明确的国家战略定位和相应举措；（2）政治稳定、经济发达、资本开放；（3）具有合理、健全、高效的法治环境；（4）充分开放、国际化和有竞争力的商业环境和支持服务；（5）适度的监管体系，具有稳定、透明、规范、有效的特征；（6）丰富的高端金融人才池及维持其生活质量的国际化环境；（7）有竞争力的税收制度；（8）靠近金融服务的对象。

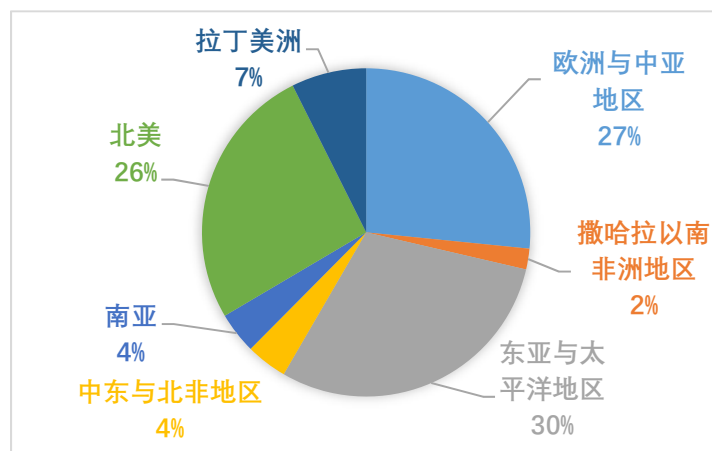
特别需要强调的是，由于金融行业的战略重要性和高度的流动性和竞争性，每个国际金融中心的建立都应是作为国家战略的重要部分，需在政策、资源等各方面倾举国之力予以支持。因此，明确的国家战略和相应举措尤为重要。



4. 全球金融中心的格局

全球有三大经济板块——欧洲、北美和亚洲。根据世界银行的统计数据，2017 年亚太地区 GDP 占全球总额的 30%，欧洲（含中亚）和北美地区的占比分别为 27%和 26%。

2017 年全球主要地区 GDP 占比



数据来源：世界银行

根据国际金融中心的区位理论²，每个板块都需要一个全球性的国际金融中心，以支撑本板块的经济发展并连接其它经济板块。由于金融本身极强的规模效应和竞争性，如无其它制约，每个板块最多只会出现一个全球性金融中心，使其既能充分发挥其区域中心作用又能保证其全球地位的竞争性。欧、美已分别有伦敦和纽约，而亚洲的经济规模和水平正在超越欧美，亚洲的全球金融中心如果出现，会是哪里呢？

² 区位理论主要从区位与金融业务供给需求、区位与技术进步、区位与金融环境以及区位所在时区优势等方面对国际金融中心的形成与分布进行的解释。见《2020 年上海国际金融中心发展战略研究》，李迅雷，2016。



二. 纽约和伦敦如何成为全球顶级的金融中心？

前文引用的数据充分体现了纽约和伦敦在国际金融体系中的重要地位和分量。纽约和伦敦能发展成为全球顶级的金融中心，不是偶然的，也不只是靠历史（伦敦尤其如此），而是在一定的客观条件下战略抉择的结果，因此其地位在短期内是很难被撼动的。这两个金融中心拥有成为全球金融中心所必需的几个关键要素。

1. 强大经济的依托

决定一个国际金融中心发展最根本和最持久的动力是强大的经济实力的需求和支撑。伦敦早期作为金融中心的基础主要源于当初英国经济的发展和壮大以及英镑作为国际储备货币的地位。英国是当时世界上最大的贸易国和最主要的全球资金、运输、通讯服务的供给者。尽管目前英国本身的经济体量只能排到全球前五，但是仍然有着欧洲大陆广阔腹地的经济支持。同样，纽约在二战后之所以能一直维持着全球国际金融中心的地位，也源于美国强大的经济实力和美元在国际货币体系中的霸权地位。

2. 开放的金融市场，合理的监管，相信市场、敢于创新的理念

伦敦、纽约均为自由、开放竞争理念的积极践行者，是金融创新最为重要的策源地，其基本宗旨是相信市场机制、维护公平竞争。

支撑纽约金融业盈利能力的基石是金融创新。美国金融机构的创新能力是其他任何一个国家都无法企及的，包括英国。国际金融市场上绝大部分的资产工具和金融衍生品都是在美国创造出来的，包括汇率交易产品、债权衍生品、股权衍生品，信用衍生品，以及最新推出



的二氧化碳额度的交易等。除产品创新外，很多交易方式的创新同样源自美国。

伦敦之所以能够维持其与目前英国经济地位并不相称的金融领先地位，是由于它具有无与伦比的国际开放性。这一开放性是在 20 世纪 50 年代后期、60 年代初期欧洲市场初具雏形时，由英国金融管理当局深思熟虑后的战略选择，并在其后一直得以坚持，从而吸引了全球主要的金融机构——包括欧洲大陆的金融机构——的进驻，直接为欧洲大陆腹地的经济发展提供了支持。而同期的法国、德国比较保守僵化，使得巴黎和法兰克福与伦敦的金融中心地位差距日益扩大。

监管环境的亲和力（light regulation）是伦敦的一个比较优势。英国金融市场的监管采用金融服务局（FSA）的单一监管模式，它以原则监管和风险控制为基础，强调与企业的沟通协调而非事后的公开惩戒。监管者会定期与金融企业的高管进行开诚布公的交流，讨论企业经营过程中遇到的监控难题，及时发现经营中的风险和监管的薄弱环节，帮助企业出谋划策，在提高企业经营能力的同时做好合规性管理工作。这一监管制度既能灵活应对金融市场的新变化，又有利于提高企业的经营主动性，同时较好地保护了市场投资者利益，提高了市场的公信力，达到鼓励投资的目的。

3. 坚定的国家战略和举措

美国政府在纽约国际金融中心的建设中起到了巨大的推动作用。布雷顿森林会议确立了以美元为中心的国际货币体系，使得纽约全球金融中心的地位得以确立。美国采用了有效的监管，制定了适合金融



业发展的税收政策，建立了相对完备的支付清算体系，为纽约国际金融中心的发展提供了制度的保障。

二战后，英国实力削弱，英镑也不再是世界货币，英国政府为了维持伦敦国际金融中心的地位更是做了大量的努力。不论是欧洲美元市场的建立，还是导致伦敦金融持久蓬勃发展的两次金融“大爆炸”，都离不开政府的推动。

六十年代期间，英国抓住美国资本管制的机会，积极发展欧洲美元，从以“英镑在岸市场”为根基的金融中心向以“美元离岸市场”为主力的金融中心转变。由于英国的政治和经济环境相对稳定，又有与美国深厚的政治渊源，因而伦敦成为美元最理想的海外聚集地。八十年代期间，撒切尔政府毅然推动了在当时颇有争议的“金融大爆炸改革”（第一次“金融大爆炸”），开启了以开放政策为核心的改革，废除了经纪商和交易商的职能隔断和证券交易最低固定佣金限制，允许外国金融机构成为交易所会员，允许所有金融机构参与证券交易活动，使得英国金融市场迎来了爆发式的发展。始于 1997 年的第二次金融大爆炸是一场政府主导下的有规划、有步骤、有目的、有管理的体系改革，在英国形成了目前伦敦金融业的混业经营、功能监管的模式。

4. 充分开放和国际化的法律、经济和商业环境

法律环境是保障国际金融中心功能的一项要素，并通过渗透到其它要素的发展过程中发挥作用，为金融市场的发展、基础设施的完善、人才资源的稳定提供有力的支撑。



英语是国际金融的通行语言，英国的法律体系和会计准则也得到国际认可和采纳，这也是 20 世纪 60 年代大多数美国银行决定在伦敦建立欧洲市场中心的原因之一。伦敦能够成为卓越的国际金融业务批发市场、离岸和在岸一体化的金融中心，离不开其在国际法律、会计、争端解决等领域提供的服务和便利。

5. 深度的高端人才池和高质量的生活、社会、文化环境

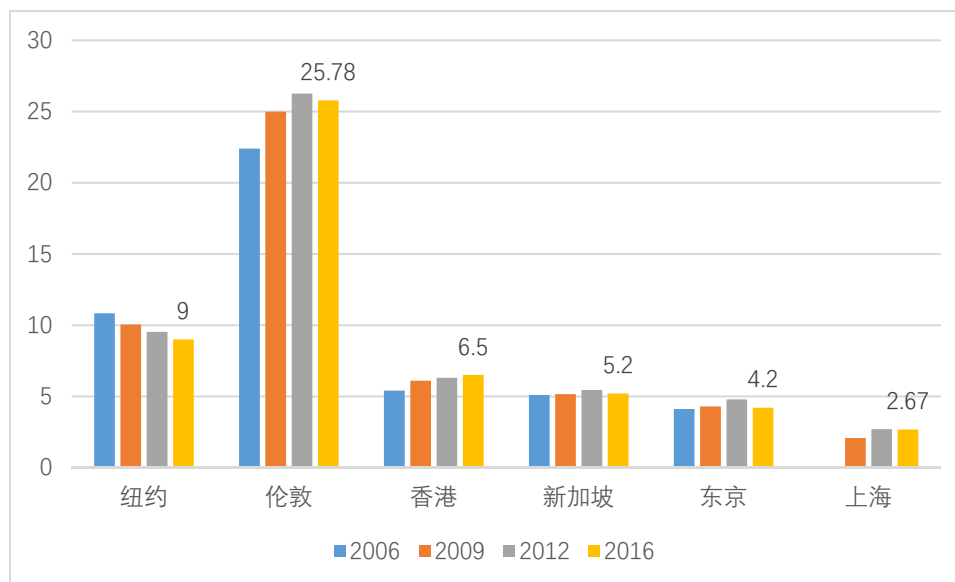
金融人才的培育与储备可以说是金融中心发展最为重要的软实力之一，各种国际金融中心评估体系都将金融人才的供给和生态作为主要评价指标。伦敦的金融从业人员占比一直维持在 25% 左右，纽约维持在 10% 左右。相对而言，亚洲的香港、新加坡和东京作为第二梯队的国际金融中心，其金融人才占比都在 5%-6% 左右。

国际金融中心所需要的人才不仅仅包括直接从事金融活动的专业人才，还包括为金融活动提供相关支持的具有其它专业技能的人才。伦敦的人才资源十分丰富，汇集了大批律师、会计师、经济师、精算师、系统分析师、管理顾问等高端人才。从提供市场分析、法律咨询以及其它专门服务的人才来看，伦敦有 4500 名分析师，纽约则约为 3000 人，全世界 83% 的顶级律师事务所将总部设在伦敦和纽约。这些庞大的国际化尖端专业人才的供给牢牢地稳固了伦敦和纽约的全球金融中心的地位。

这些高端的专业人才的聚集需要有高质量的生活、文化和社会环境来支持。纽约和伦敦有着世界著名的博物馆、交响乐团、歌剧院和歌舞剧表演，引领着世界文化产业的创新，也有着先进的生活设施

和舒适宜人的居住环境，吸引着世界各地的精英。

主要国际金融中心金融从业人员占比 (%)



数据来源：上海统计年鉴，WIND，东京统计年鉴，伦敦、新加坡和纽约统计局

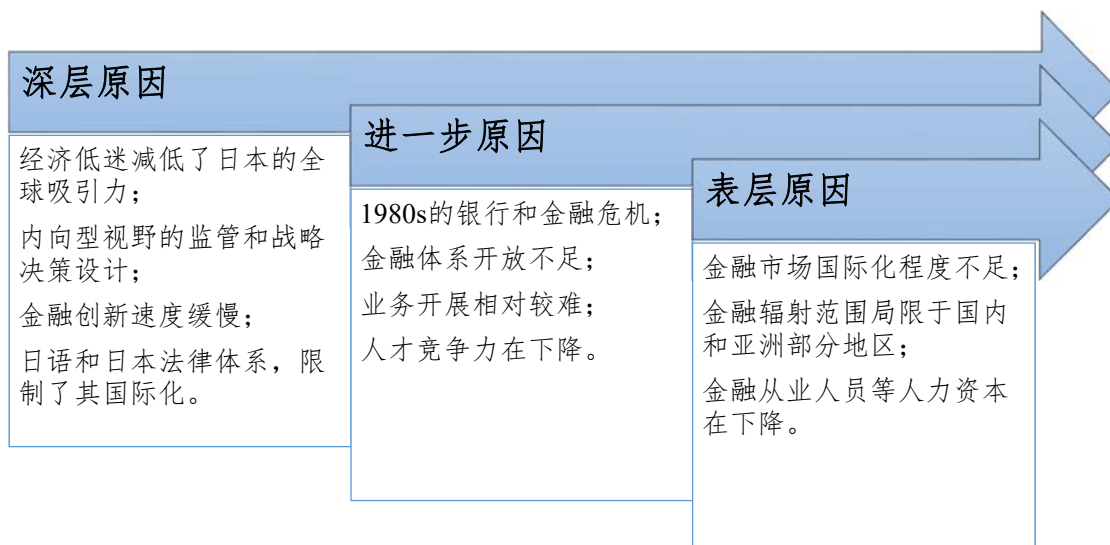
应该指出的是，国际金融中心的地位并非一成不变。最新的 GFCI 全球金融中心指数报告显示，由于英国脱欧所带来的不确定性和美国特朗普当选总统后所采取的反全球化经济政策，伦敦和纽约的评分都有大幅下滑。只是因为他们与其它第二梯队中心城市还有较大差距，才能依然维持着其第一梯队的地位。



三. 东京为什么没有能成为纽约和伦敦那样的全球金融中心？

东京在股票、债券、保险等传统金融市场的表现都令人瞩目。东京股票交易所在上市公司家数、总市值方面已经超越伦敦，成为全球第三大股票交易所。日本的债券市场发达程度较高，国外机构在日本市场上发行债券的规模于 2000 年后步入稳步增长的通道，侧面印证了日本债券市场发展强劲的事实。日本的保费收入长期以来在全球排名第二（2017 年被中国超越），为东京保险市场的发展提供了坚实的基础。此外，衍生品市场也是东京金融市场的一抹亮色。根据 BIS 的统计，以日均交易额计算，日本有着全球第四大场外衍生品交易规模。

尽管在各项客观条件和机遇上，东京具有诸多相对优势，如：经济体量、先进的制造业、日元在国际货币体系中的地位等有利因素，但它却没有成为像伦敦和纽约那样的全球金融中心，为整个亚洲的经济发展提供亟需的金融服务和支持。这里面有多方面的原因，其中最主要的原因是金融体系开放程度不够、国际金融中心建设缺乏战略定位。日本的金融体系从战略、政策、监管、业务、人才到文化，基本导向都是内向型的，形成了多方面的体制制约和隐形壁垒，既使得国际金融机构在日本市场难以参与公平竞争，市场缺乏活力和创新，也使得日本的金融机构基本局限于本国市场、难以服务亚太地区乃至全球市场。这些问题具体表现如下：



1. 东京的国际化程度不足

在日本的外资银行总资产在 1998 年的顶峰时期才达到 59 万亿日元的规模，只占日本银行业总资产规模的 7.48%。而经历了 2008 年全球金融风暴的波及之后，外资银行加速撤离，目前外资银行总资产规模已降为 36 万亿日元，占比仅为 3.94%³。

东京证券交易所自 1970 年开始即允许外国公司挂牌上市，但是很长一段时期内，在此交易所上市的外国公司数量一直比较少。在 1990 年最多时达 125 家外国公司，占全部上市公司的 7%，而在 2016 年底则只有 6 家海外上市公司，仅占全部上市公司的 0.2%⁴。

2. 经济“空心化”、金融泡沫过度化

二十世纪八十年代中后期实体经济和虚拟经济的泡沫膨胀，泡沫破裂后银行背上沉重的不良贷款，导致日本经济陷入了长期低迷、不景气的状态，东京也难以回到往日国际金融中心的辉煌。这次危机是

³ 《2020 年上海国际金融中心发展战略研究》，李迅雷，2016。

⁴ World Federation of Exchanges.



对日本金融业以往错误的经营方针、不合理的金融结构以及货币当局僵化的金融政策的一次全面而又深刻的负面反应。

3. 日本的监管体制设计不够开放

日本政府的金融监管和战略发展决策,以及相应的制度结构设计和运作,都具有内向型的基本导向。日本金融公司和商界之间形成紧密关联,而商界又与长期居统治地位的自由民主党和强大的官僚机构存在着密切关系,并利用这些关系来保护现状,让包括外国金融机构在内的局外者更难以参与公平竞争。

4. 引入金融创新的速度太慢

日本对金融业的监管方式往往抑制了新产品和新业务运作模式的出现。例如,日经 225 股指期货在新加坡市场交易两年后才在日本上市,而在伦敦或纽约发展的创新业务和产品一般要费尽周折经过许多年后才能在日本得以使用。这就难以吸引海外业务进入日本,因为其它金融中心通常拥有更加有效的交易结构。

5. 日本政府对东京的扶持力度不足

日本在帮助东京重新赢得全球金融业务方面所做的努力相对不足。日本金融公司在将本国的巨额私人存款引向国外市场方面确实发挥了重要作用,但这些业务大部分都通过在纽约或伦敦的金融机构来办理,而不是通过东京的金融机构来安排。

6. 缺乏专业的讲英语的金融人才和法律专家

日本缺乏具有国际金融专业知识的人才,在培养高素质的国际化本土金融专业人才方面也较为迟滞落后。日本的律师事务所内能够处



理复杂跨境交易的法律服务人才和会计师人才均存在不足。东京还在多数交易中使用日本法律和日语，这就更限制了国际金融机构在日本市场的业务机会和本国机构在全球金融领域的参与程度。

总之，日本经济增长的长期停滞、金融改革的迟缓、国际政治中的不当定位、尤其是缺乏建设全球金融中心的远见和战略，都妨碍了东京充分发挥自己优势、借力中国、印度及东南亚的经济起飞，使自己成为亚洲的全球金融中心的机会。而这个机会随着中国经济的增长和金融体系的发展已很难再现。这也为上海的国际金融中心建设提供了有益的警示。



四. 上海要成为怎样的国际金融中心？

工业革命以来，19世纪属于欧洲，20世纪属于美国，21世纪属于亚洲。中国和亚洲的经济崛起需要一个以自己区域内的全球金融中心为核心的金融市场的支撑。这是中国的历史机遇，我们应该坚决抓住，而不能像日本那样错过。

鉴于中国和亚洲的经济体量、发展机遇和巨大空间，我们所要建立的国际金融中心应该是**纽约型的全球金融中心**：以中国经济为依托，覆盖亚洲，辐射全球（包括一带一路）。这也就要求它应该属于中国经济发展整体战略的核心，是真正国际化的、开放的、具有全球水平的金融中心。

1. 中国及亚洲经济体的崛起，为上海建设覆盖亚洲，辐射全球的全球性国际金融中心提供了坚实的经济基础

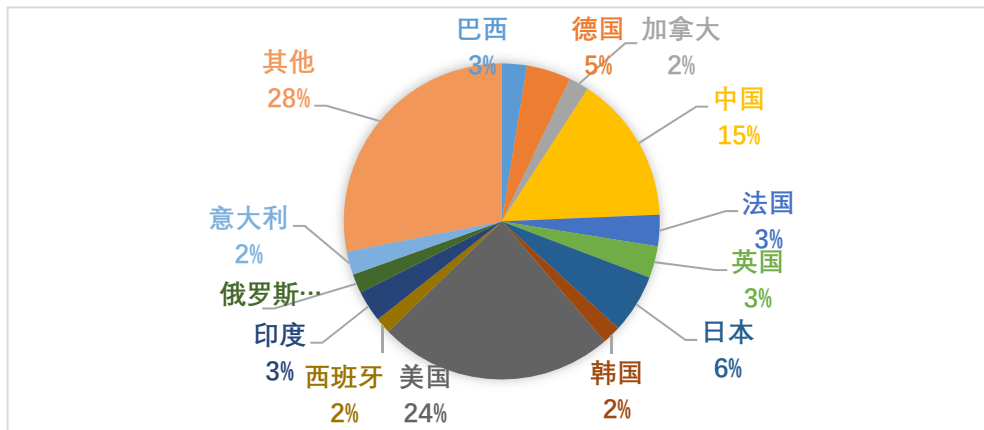
如前文所述，按照经济体量，目前亚太地区已经赶上并超过了欧洲和北美，成为全球最大、发展最快的经济板块。北美有纽约，欧洲有伦敦，但是亚洲目前还没有一个世界级的、主要服务于亚洲实体经济的全球国际金融中心。

强大的经济实力和需求是支撑国际金融中心发展的最根本和最持久的动力。从这个角度考虑，上海应该成为亚洲类似于纽约和伦敦的全球金融中心的首选。中国已经成为全球第二大经济体，而且仍可预期较高的持续经济增速，而日本虽然是全球第三大经济体，但是近二十年其增速一直都相对低迷。新加坡作为国际化程度较高的、发展相对成熟的国际金融中心，受制于其经济规模的限制，难以堪当全球



国际金融中心的重任。

2017 年各国 GDP 的全球占比



数据来源：世界银行

2. 上海在金融市场发展和体系完善等方面已经有了多年的积累，从国际金融中心的排名和金融市场规模上都成为全球金融机构和投资者的关注点

经过多年的努力，上海已经逐渐形成了交易场所多层次、交易品种多样化和交易机制多元化的金融市场体系，金融市场总量不断增加，一些品种的交易量位居全球前列，市场功能也不断深化。上海已经形成了一个由上海证券交易所、上海期货交易所、中国金融期货交易所、外汇交易中心、黄金交易所、钻石交易所和上海清算所等构成的全国性现代金融市场体系。



2017 年全球五大交易所

排名	交易所	总市值 (万亿美元)
1	纽约证券交易所	22.1
2	NASDAQ	10.0
3	东京证券交易所	6.2
4	上海证券交易所	5.1
5	伦敦证券交易所	5.6

数据来源：各交易所网站

2017 年全球证券交易所 IPO 规模

排名	证券交易所	IPO 募集资金 (10亿美元)
1	纽约证券交易所	19.9
2	上海证券交易所	10.3
3	伦敦证券交易所	7.7
4	深圳证券交易所	7.6
5	纳斯达克	6.9
6	香港交易所	6.8
7	韩国交易所	3.5
8	马德里证券交易所	2.6
9	多伦多证券交易所	2.5
10	日本交易所集团	2.4

数据来源：各交易所网站

3. 上海已经有一个试行多年金融基础设施和风控体系基本完备的自贸区

自 2013 年 9 月成立以来，中国（上海）自贸区紧紧围绕服务全国、面向世界的战略要求和上海国际金融中心建设的战略任务，积极当好金融改革创新的“破冰船”，在金融支持自贸区建设方面取得了良好成绩。

在金融市场开拓方面，这些成绩包括：(1) 在自贸区成功发行首单上海市政债 30 亿元；(2) 组织商业银行发行自贸区跨境同业存单，发行和投资主体扩大至外资银行；(3) 面向国内外推出以人民币计价、交易和结算的黄金集中定价交易业务的“上海金”，深化黄金国际交



易平台建设。

在资本账户开放方面，2015 年正式落地上海自贸区的自由贸易账户(FT)体系，是探索可推广可复制的资本账户开放的重要一步。其核心是 FT 账户内本外币资金按统一规则管理。同时，为了隔离与境内业务的风险，相关金融机构在提供 FT 账户及相关服务时设立分账核算单元 (FTU-Free Trade Accounting Unit)，将区内创新业务单独核算，从而使自贸区内的各类创新可能出现的风险不会波及区外的国内市场。在此项措施的推动下，境外融资、外币业务，以及跨境同业存单等创新业务相继启动，运作良好。

在金融风险防范方面，自贸区内的金融监管机制和风险监测体系也在逐步完善，为探索“守住不发生区域性系统性金融风险的底线”积累了经验。通过“反洗钱、反恐怖融资、反逃税”的监测系统进行管理；通过跨境金融综合监测室，对跨境金融活动进行重点监控。五年来，上海自贸区的风险管理能力经历了考验，没有发生重大风险事件。



五. 上海的差距和挑战在哪里？原因是什么？

1. 上海的差距

上海虽已成为国内主要的金融中心之一，尤其是在金融市场的规模方面，但离真正意义上的国际金融中心尚有较大距离。这主要表现在：金融市场开放度不够，与国际市场联动有限；市场结构和产品尚不完备；已有金融产品的市场机制不够健全、质量不高、定价机制扭曲严重；金融服务水平有待提高、功能有待增强，目前还难以满足实体经济转型和创新型发展的迫切需要。

(1) 金融市场开放度不够，与国际市场联动有限

从境内人民币金融资产持有者结构来看，2018年上半年，境外投资者在境内人民币债券投资占比约为2%，低于韩国、巴西等新兴经济体⁵。从发行主体来看，2017年境外机构“熊猫债”发行量为719亿元，仅为同期债券发行量（18.96万亿）的0.38%⁶；而目前尚无境外企业在中国发行股票。从交易主体来看，截止2018年上半年，A股“沪港通”交易量为8.75万亿，占同期沪市交易额的3.26%⁷。从金融机构国际化程度来看，尽管在沪法人外资银行数占在沪法人银行数超过一半，但外资银行总资产占比于2017年刚突破10%，并在2018年上半年达到10.2%⁸。综上所述，我们认为目前上海的金融市场开放程度依然有限，与国际金融市场联动有待提升。

⁵ 数据来源：德意志银行集团中国固定收益策略报告，2018。

⁶ 数据来源：WIND数据库。

⁷ 数据来源：WIND数据库。

⁸ 数据来源：2018年上半年上海外资银行监管情况通报会，上海银监局，2018。



(2) 市场结构和产品尚不完备

成熟完善的金融市场应该覆盖本币与外币、短期与长期、现货与期货等各类金融产品，各个市场分层有序、互为补充。目前，上海的金融市场在外汇、债券和衍生品市场方面的发展还需进一步提升，在资产管理以及相关专业服务方面仍然有待加强。当然，这方面的市场发展还受制于人民币国际化进程的节奏。

此外，部分市场的发展不足影响了上海对相关金融产品的国际定价权，进而影响其国际金融中心的地位。例如，薄弱的离岸市场使得上海在离岸人民币定价权方面影响不大，其作为人民币定价中心的地位还有待确立。

(3) 现有市场机制不健全、质量不高、资产定价扭曲严重

现有的市场仍然存在诸多需要改进的地方。首先，资本市场的市场化水平仍有待提高，包括股票发行、交易、退市等基础性制度的完善和“刚性兑付”的打破。其次，市场审批周期有待缩短，目前不少金融产品创新需要监管部门审批或核准，周期较长，不利于金融市场的发展。再次，金融机构市场化运营机制有待提高，目前金融高管选聘市场化程度不足，激励机制失位，不利于机构的商业化发展和市场化运营。最后，市场定价扭曲比较严重，主要来源于对信息披露的要求不严，对内幕交易的惩戒不力以及对市场运营的行政干扰过多。

(4) 金融服务水平不高、功能不强，难以满足实体经济转型和发展的迫切需要

我国实体企业发展过程中的“融资难”和“融资贵”的问题依然



没有解决。股市融资供给能力仍相对不足；股市融资功能的稳定性受到 IPO 发行节奏控制的限制，IPO 排队周期较长；2012-2017 年间，私募股权和创业投资对上海企业的投资金额为 447.8 亿美元，仅为同期北京的 35%⁹。

2. 造成这些差距的原因

造成这些差距的原因是多方面的，可以总结为以下几点：体制上的约束，比如我国的资本账户管制；国际机构的参与不足，缺乏充分的竞争和创新；以及高端国际化的金融人才短缺等。

(1) 现有体制对金融发展的约束

— 资本账户管制

制约上海进一步向国际金融中心发展的最大问题是由于开放不足所带来的较弱的国际辐射能力。从根源上来说，这一问题是由于我国人民币国际化也刚刚起步，资本项下开放程度仍然相对有限，国际资本与国内资本的对流通道尚未打通。这是上海国际金融中心建设所面临的一大障碍，但是要打破这种格局，并非上海市政府层面可以解决的，而需要中央政府的政策支持。

— 法制环境不够健全和完善

上海的金融法治环境还需要进一步完善。比如，金融案件审理过程中缺乏可依靠的规则或可依据的案例，金融司法能力有待提高，国际金融法律服务水平相对较低，涉外金融争议仲裁及涉外金融案件审

⁹ 数据来源：WIND 数据库。



理能力有待提高。上海金融法庭的成立会对改善上海的金融法治环境带来积极的作用。

— 金融监管不够合理和规范，行政干预过多

首先，我国的监管体系纵横交错，缺乏有效的协调机制。我国现行的是银保监会和证监会分业监管体制。而金融危机中的美国监管体系的经验和教训已经表明，金融控股公司的出现对多头监管的模式提出了挑战。

第二，监管标准未与国际完全接轨。这给上海吸引外资机构带来一定负面影响。

— 税负制度缺乏竞争力

从公司层面来看，中国的企业所得税为 25%，仅低于日本和美国¹⁰，但是考虑到国内 17%的增值税，以及 32.9%的企业社保费率，我国整体赋税偏高，不利于上海吸引国际机构。

从金融从业人员税负来看，中国个人薪酬所得税最高边际税率 45%，远高于中国香港和新加坡，略低于日本，与英国持平。若再考虑由从业人员自己负担的社会保障缴费比例（社会保险税），上海的个人税负仅低于日本。因此，上海金融从业人员的整体税负偏高。这在一定程度上降低了上海对于优秀国际金融人才的吸引力，不利于人才集聚和金融业的发展。

¹⁰ 特朗普税改后，联邦企业所得税由原先 15%~35%的累进税率降至 21%的单一税率。考虑到各州以及当地政府征收的其它税，美国的企业平均所得税约为 27%。资料来源：KPMG。



六大国际金融中心所在地主要税种税率比较（2018）

地区	公司所得 税率	业主缴纳 社会保险 税率	个人所得 税税率	雇员缴纳 社会保险 税率	间接税率
英国	19%	13.8%	45%	2%	20%
美国	27%	7.65%	37%	7.65%	0
日本	30.86%	14.91%	55.95%	14.51%	8%
中国香港	16.5%	0	15%	0	0
新加坡	17%	17%	22%	20%	7%
中国	25%	32.9%	45%	10.5%	17%

资料来源：KPMG 网站

（2） 国际机构的参与不足，缺乏充分的市场竞争和创新

虽然在沪国际金融机构占比超过 30%，但是其市场参与度较低。以上海外资银行资产规模为例，其在 2017 年才首次突破 10%。国际机构的参与不足导致竞争的不充分，遏制了金融服务的创新和升级。

（3） 高端国际化金融人才短缺

从金融人才总量上看，上海存在着较大的人才缺口。2018 年，上海金融从业人员总数超 36 万¹¹，约占全市从业人员总额的 3%。而这一比例在香港和新加坡超过 5%，纽约和伦敦更高，分别为 10%和 25%。显然，上海金融从业人员总量还不能满足金融业快速发展的需求。

从人才结构上来讲，结构性矛盾比较突出。传统金融类从业人员占比较高，创业投资、科技金融、互联网金融人才数量不足，金融高级管理人才和专业领军人才更是紧缺。

¹¹ 数据来源：第十届陆家嘴论坛，李强，2018。

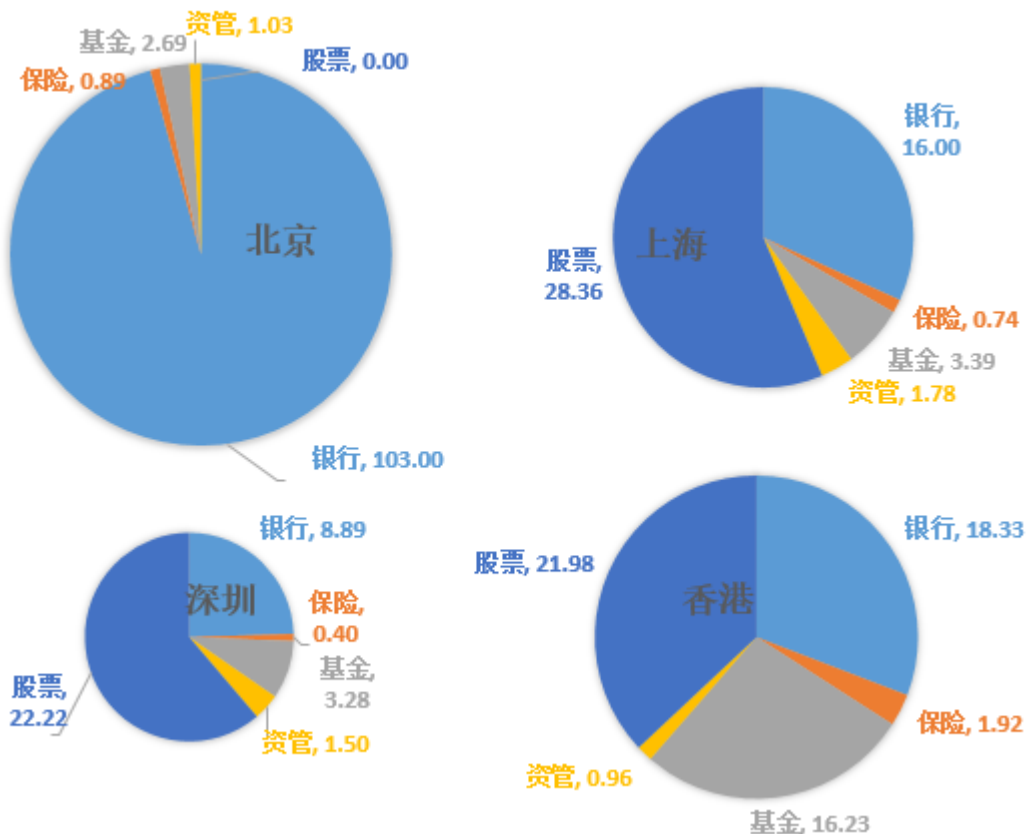


从具有国际竞争力的人才储备来看，上海缺乏具有国际视野和背景、通晓国际法律和会计制度的国际化金融人才。当前，上海金融人才中拥有海外学历的不足 10%。这种国际化人才缺乏的短板在短期内难以缓解，若没有系统性的解决措施，将会影响上海作为国际金融中心的竞争力。

(4) 国家定位不明确

— 北京、上海、深圳三足鼎立，加以香港；无法聚焦、难以突破

北京、上海和深圳作为国内最重要的三个金融中心各有特色和优势。北京是全国金融监管机构和国家控股大型金融机构的聚集地，也是国际金融组织落户中国的首选，是全国资金聚集中心和资金结算中心。上海具有较为完备的金融市场体系和较高的国际化水平，借力自贸区、自贸港和人民币国际化可以进一步加深其金融市场的国际影响力。深圳的特色则是在于金融创新和与香港毗邻的地缘优势。这一三足鼎立的态势导致国内的金融资源难以聚焦。



注：图为银行、保险、券商、基金和股票五大类资产规模图，数据来源为 WIND，银监会，保监会，单位均为万亿人民币。

上图中圆圈的大小表示城市的金融资产总量规模，并表明各类资产所占比例。从金融资产总量上来看，北京由于是各大银行总部聚集地，其金融资产总量远超其它三座城市。上海在基金和证券公司等资产管理类金融机构上要强于北京，但是也面临着来自深圳的压力。

- “香港+深圳”已有“离岸+在岸”组合之势，对上海形成有力竞争

随着 CEPA 服务贸易自由化和大珠三角金融一体化的持续推进，香港+深圳已有离岸+在岸组合之势。香港作为相对成熟的国际金融中



心，是世界第三大银行中心、第四大外汇交易中心、第五大金融衍生品交易中心、第五大股票市场、第五大黄金交易中心、亚太区最大的保险市场和第二大基金管理中心、人民币离岸金融中心，各类金融业务都十分发达。深圳则是中国重要的资本募集市场和领先的财富管理中心，其前海地区作为深港合作区，大胆尝试，鼓励创新，正以离岸人民币业务和资产管理业务为重点与香港开展深度金融合作。



六. 上海如何实现国际金融中心建设的目标？

2009 年国务院通过《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》(国发[2009]19号), 明确上海到 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。随着金融业务开放举措的具体实施, 上海金融行业的国际化程度会有显著提升, 实现这一有前提的目标还是可行的。

然而, 若我们设想国家长远的战略目标是把上海定位为全球性国际金融中心, 那么结合上海当前的实际情况和现实条件, 我们给出以下所需采取的主要举措的建议。

我们的整体设想可概括为“三支箭”, 即全开放的离岸金融市场、国际化的在岸金融市场、密切对接实体经济的场外市场。我们建议:

- 通过自贸区, 建立“金融自由港(FFH)”(Financial Free Harbor) 即完全开放、国际一流水平的离岸市场;

- 借助最近对金融机构外资持股比率上限进一步开放的契机, 在上海全面引进国际一流金融机构, 包括银行、投行、券商、基金、资管和保险公司等, 推动在岸金融市场的快速发展, 提高上海国际金融中心的国际化水平;

- 全方位放开有利于推动中国经济转型和创新驱动发展的各类金融产品、市场和服务的场外市场, 提高资源配置的效率, 加强具有前瞻性的智慧监管, 有效地激励为实体经济服务的金融创新。

这三个市场是互相配合、相辅相成的: 以离岸市场作为直接对接全球金融市场的桥头堡, 以上海的在岸金融市场和服务作为对接国内



外金融市场和服务的桥梁，以丰富、多层次的场外市场和服务辐射全国的实体经济。

1. “金融自由港”（Financial Free Harbor）——完全开放的离岸市场

上海自贸试验区被赋予政策环境宽松、投资领域开放、金融业务包容、贸易自由化、监管宽松、税赋宽松等有利条件，拥有在利率市场化、资本项目开放等领域先行先试的改革机遇，可以通过积极推进各类金融市场的发展，消除阻碍离岸金融市场发展的体制和政策瓶颈，为连接境内在岸市场和国际市场打通通道。十九大之后提出的自由贸易港可被视为开放程度最高的交易港。上海自贸区的建立促进了离岸金融业务的发展，自贸港的发展过程也是离岸贸易的进一步发展过程。上海可借助申报自由贸易港的有利契机，在离岸金融服务方面取得新突破，实现离岸金融业务和离岸贸易中心共同发展，为上海建成完全开放，国际一流水平的离岸市场（“金融自由港”）提供有力支撑。

我们所提议的**金融自由港**是一个完全开放的离岸市场。因为现有的国际金融中心，包括像伦敦和纽约这样的全球金融中心，都因为历史的原因和传统的限制有着各种缺陷，所以即使是最佳实践也不一定适合中国的需要。在**金融自由港**的建设过程中，我们需要跳出现有体制（包括法律、监管、行政、税收等）的制约，以现代金融科学以及法律和行政管理科学的最新认知为基础，设计和建



设最为先进、合理、有效的金融市场、机构和监管框架，以崭新的模式超越现有的其它国际金融中心。

具体而言，金融自由港应该发展成为具有多种功能、服务全国和亚太地区、辐射全球的金融中心，为个人、企业和国家提供相应的金融服务。

(1) **人民币国际化的根据地和服务中心。** 利用和依托在上海新建成的人民币跨境支付系统(CIPS)和自由贸易分账户核算系统，逐步建立以人民币定价、面对境外的各类股权、债券、货币、衍生品和大宗商品市场，提升中国在全球金融和商品市场的辐射力、定价权和话语权，为国内外企业提供全球化的人民币投资，融资和风险控制的金融产品。

(2) **中国财富全球配置的平台和服务中心。** 在最新的国际金融中心排名中，上海在资产管理上落后于其它中心。中国经济发展即将进入一个用全球视野配置资产和资源的阶段，而金融自由港凭借其开放性可以更好地进行资产的全球配置，为企业、机构和个人提供更多的投资路径。

(3) **中国企业海外发展的支持平台和服务中心。** 产品输出、海外并购是中国企业走向世界的途径，金融自由港应该为中国企业的海外拓展提供金融服务和支撑，为中国企业在海外发展的过程中提供相应的融资、投资和风险控制服务。

(4) **为“一带一路”提供金融支持的开放平台和服务中心。** 在一带一路的政策引领下，中国牵头或与其他国家共同成立了国际性



金融机构如金砖银行、亚投行、丝路基金等，这些机构应该为上海国际金融中心建设注入新的活力和内涵。上海可以推行更多的政策，鼓励将丝路基金、亚投行等机构的重要功能设在上海，并推动出台相关的特色金融服务和产品，将上海建设成“一带一路”的金融起点和出海口。

(5) **中国金融机构迈向全球的实战练兵场。** 在我国进一步放开金融机构外资持股比例上限的同时，我们也要培养本土金融机构在国际市场打拼的能力。金融自由港的全开放特征使得本土的金融机构与国际金融机构平等竞争，可以促进他们的业务能力的自我提升，提高他们在国际市场中的竞争力。

(6) **服务中国经济的金融创新基地。** 利用中国在移动支付、互联网金融等领域的成果，结合长三角地区雄厚科技力量，推动金融科技企业、产品、和商业模式的创新，并扶持中国新兴的金融科技企业在国际竞争的环境下走向世界。

(7) **建立借鉴国际规则而又能为中国服务的金融仲裁制度。** 这是确保上述金融自由港的功能可以实现，吸引国内外机构积极参与的重要制度保障。

2. 高度国际化的在岸市场

在岸金融市场的发展，是大国金融发展的核心，是决定其金融服务在国际市场中发挥的作用、货币国际化进程的顺利推进的根基和保障。同时，在岸金融市场的健康发展，也为离岸金融市场的发展提供



坚实的资金支持和市场基础。这里我们从机构、资金和服务三个角度提出几个具体建议：

(1) 全面引入国际机构参与，提高金融市场的质量、改善定价机制，通过充分的国际竞争，提高金融服务和金融机构的整体水平

以国际金融中心的标准来衡量，上海的金融机构国际化程度还不高。中国将进一步开放金融机构的外资持股比例，这是上海发展在岸市场的重要契机。引入更多的国际机构参与市场业务，对提高金融服务质量、改善金融市场的定价机制、提高资产配置功能都有着有益的作用。上海已成为外资金融机构在华主要集聚地，在营商环境、市场化的运营机制以及开放的政策扶持等多方面都拥有很好的基础。此次开放政策的出台，对于上海来说，是个不容错过的发展机遇。在这个过程中要面临的最大竞争来自于北京的政治优势和总部经济优势。

(2) 聚集国内外顶级投行，形成股权融资和交易的中心

中国下一步以创新驱动的经济发展需要大量的股权(直接)融资，经济转型和升级需要重组和并购，这方面的专业服务需求会日益扩大。随着中国资本市场的成熟和开放，海外企业和机构也会愿意到中国上市，这也给上海带来了更多的机会。上海应该利用自身优势和国际资源，成为聚集国内外顶级投行的股权融资、上市、并购和交易的中心。

(3) 成为顶级的国际化基金重镇和资产管理高地

中国不断增长的社会财富需要专业和规范的资产管理服务，海外投资者也愿意参与分享中国经济发展的成果，全球资产配置将成为



资本双向流动的重要驱动力。上海应该发挥其独特的金融市场优势，在已经相对发达的基金行业的基础上，进一步推动资产管理业务的规范化，专业化和国际化，将上海建成世界级财富管理中心和推陈出新的资产管理创新高地。

3. 场外市场

场外市场作为场内市场的补充，在金融风险管理、金融创新等多个方面发挥着重要的作用，是多层次资本市场的重要组成部分。不管产品创新还是制度创新，场外市场的发展都应该以实体产业为根本，根据产业的变化和真实需求来推动市场创新。

(1) 场外衍生品：提高价格发现和风险配置的效率

国内金融衍生品的种类不多，除了金融期货市场外，只有少数几种场内期权，还没有利率、汇率等方面的衍生品，束缚了市场避险功能的发挥，对市场的稳定性也带来了一定的负面影响。

制约我国衍生品市场发展主要问题在于对产品风险的担心。然而，衍生品的初衷正是为了提供规避风险的工具。发达资本市场的场外衍生品交易数额巨大，为企业和金融机构有效地管控市场中各类风险提供了有用的工具。衍生品也有助于提高市场价值发现的功能。场外衍生品主要在机构间交易，交易方的适当性减少了衍生品可能带来的误伤，提高了他们的使用效率。

(2) 资产证券化：丰富金融市场结构、提高资产配置效率、化解中小企业融资难之困

资产证券化是将一些具有稳定现金流但缺乏流动性的资产转换



成可交易证券的过程，是盘活资金存量、提高资本效率、减低风险的有效途径。过去几年，我国的资产证券化市场有了长足的发展，但仍面临着基础资产选择不当、信息披露不明、风险隔离不果、产品流动性低下的挑战，很多中小企业很难跨过在场内发行资产证券化产品实现融资的门槛。发展资产证券化的场外市场可以借助金融科技技术解决信息不对称的难题，减低中小企业参与资产证券化融资的门槛，以合理、创新的产品设计有效分散风险，丰富市场结构，提高资产配置的效率。

(3) 风投、私募：建立驱动科技创新的金融生态、机制支撑

科技创新需要风险投资，企业改造需要私募股权的投资。在上海创建科创中心的过程中，应大力鼓励风险投资和私募股权基金以上海为基地，充分接近金融机构与资本市场，形成驱动科技创新的金融生态和机制支撑。

4. 相关配套建设：

(1) 利用离、在岸市场的发展机会，创造政策优势，大力吸引专业化、国际化的人才；扶持世界级的金融学术机构，为全球金融中心建设培养高端人才和提供研究支撑

金融创新的核心在于金融人才。金融人才的储备和供给，决定了上海国际金融中心的综合竞争能力和可持续发展水平。上海能否实现建设国际金融中心的战略目标，既取决于要素市场的发展以及全球主要国际金融中心的相对竞争地位，更加重要的是取决于能不能吸引一大批熟悉现代金融运营机理的，有较强市场影响力的战略人才。除了



吸引全球的精英，伦敦、纽约这样世界级的金融中心都拥有国际顶尖的金融学术机构，为这些金融中心不断培养各类人才，提供最新的金融发展思维和实践模式。上海在这方面也应该迎头赶上。

(2) 大力发展金融科技，开发人工智能、大数据、区块链等技术在金融服务中的应用，力争引领下一代的金融革命

金融科技是未来金融业的发展趋势，国际一流的金融中心的建设离不开金融科技的推动。与纽约和伦敦相比，上海在金融科技领域的发展略显落后，与其金融中心的地位不匹配。在德勤发布的 2017 年科技金融中心排名里，伦敦和纽约分别排名第 1 和第 3 位，而上海排名仅为 25，与深圳(26)不相上下，落后于新加坡(与英国并列第 1)、香港(6)和东京(11)。除去上述金融业发展面临的诸如定位、开放度、基础设施等问题外，上海的金融科技产业还面临以下问题：

一是相较于传统金融人才，金融科技人才更为欠缺。

金融科技人才需求复合化，因为金融科技既涉及到金融领域，也涉及到科技领域，对人才的需求表现为专业化、复合化、素质化趋势。目前上海在关于金融科技的学科建设、核心能力培养等方面还是存在着不足，从而导致人才供给的欠缺。

国际人才招聘公司Michael Page（中国）日前发布最新《2018 年中国金融科技就业报告》，报告调查范围涵盖中国科技最发达的上海、北京和深圳这三座城市，受访对象包括734位雇主与员工。调查发现，企业雇主在金融科技人才招聘方面正面临挑战。85%的受访雇主表示他们遇到招聘困难，45%的受访雇主表示他们面临的最大的招聘



困难是难以找到符合特定职位需求的人才。

二是上海的传统金融发达，容易抑制新兴金融科技企业发展。

上海作为金融中心，金融可得性高，故而新兴金融科技企业面对传统金融机构的强有力竞争，发展较为困难。从金融科技供给面看，上海金融科技供给企业主要包括几大类主体：传统金融机构（银行、证券、保险、基金等）、传统金融 IT 企业（为金融机构提供咨询、解决方案、外包等服务企业）、新兴金融科技企业（比如网络借贷企业、第三方支付企业、互联网消费金融企业等），在强大的传统金融体系下，上海金融科技企业尤其是新兴金融科技企业的生存发展空间较小。从金融科技需求面看，随着金融科技从 C 端向 B 端的转变，持牌金融机构构成了金融科技市场的主要需求方。但此类机构大多发展自己的金融科技子公司，进一步抑制新兴金融科技企业发展。

三是金融科技的资本环境总量高，但利用率低。

毕马威和 CB Insights 联合发布的《金融科技行业脉动》季度报告显示，2016 年第三季度全球风投支持的金融科技企业吸引投资 24 亿美元，下降了 17%，交易活动下降了 12%，为 178 宗。在全球市场外部环境困难的大环境下，中国金融科技投资还逆势上涨，环比增加 67% 达 10 亿美元。2016 年 7 月，中国金融科技公司获得投资额首次超越美国。据埃森哲 (Accenture) 数据显示，截至 2016 年 7 月份，亚洲地区金融科技公司获得 96 亿美元投资，远超过美国同类公司的 46 亿美元，而 96 亿美元中有 90% 以上来自中国企业的募资。



作为金融科技热门城市的上海，其融资金额居世界前列。然而庞大的融资金额伴随的却是高集中度。大部分融资都集中在市场热点的行业(比如此前的互联网金融企业)以及较大规模的金融科技企业(众安科技等)，而不是多而分散地投资在不同垂直细分的行业与中小公司，从而导致金融资本利用效率较低。

四是数据共享依旧很难。

目前，数据孤岛的现象在我国依旧存在，企业、政府、运营商之间的数据尚未实现共享。造成以上现象的原因除技术和法规外，各主体之间的协作动机缺乏最为重要。市场主体缺乏数据共享的意识，将数据看作是核心资产，从而形成数据孤岛，降低大数据对金融业服务效率提升的可能。

金融科技有助于提升金融服务覆盖率，提高金融服务效率，增强金融风险把控力，进而促进金融市场更有效地发挥其资源配置的核心作用。鉴于金融科技的重要性，上海应加大支持金融科技创新，在以下几个方面有所作为：1) 积极推进大数据、云计算、区块链以及人工智能等新技术对传统金融业的赋能；2) 借助金融科技打造更为统一的人民币国际支付系统；3) 打造金融科技生态圈，做到扶持新兴金融科技公司、推进传统持牌机构转型、引进国内外金融科技巨头三管齐下；4) 主推开放数据银行，制定统一的 API 标准，促进数据共享；5) 加快金融科技复合型人才的培养和引进；6) 形成有效的金融科技监管框架，保持监管的前瞻性和一致性。



七. 国际金融中心建设中的风险如何控制？

我们国家的金融发展一直落后于（而不是推动）经济的发展，一个主要的原因就是由于对金融风险缺乏科学的认识而产生的恐惧，从而带来举措上的迟滞和反复。即使成熟的金融体系也有风险，建设一个新的金融体系更是如此。我们既要有敢于承担风险的定力，更要有防范和应对风险的有效措施。现代金融科学在对金融风险的规避、防范及发生后的处理方面，都已有相当的学术基础和实践经验。我们应该利用最前沿的金融科学和技术，发挥我国的独特优势，构建适用于上海国际金融中心的风险管控体系。

1. 建立全信息风险管理系统(Full Information Risk Management System, FIRMS)

美国次贷危机后，市场对数据透明度的需求越来越大，美国“多德弗兰克”法案对这一要求亦做出了明确规定。完整全面的金融交易信息系统有助于信息透明化的实施。但由于欧美国家的法律对隐私权的过度保护，目前还很难形成一个全信息的风险管理系统。

在这方面我们可以超越欧美体制的局限，利用中国监管体系对市场参与者全面信息收集的优势，对离岸和在岸市场建立统一、完整的金融交易信息系统，并在此基础上建立全信息风险管理系统(Full Information Risk Management System, FIRMS)，包括风险尤其是系统性风险的分析框架、量化测度、评估模型、压力测试、预警和管控。这个系统对所有金融市场和金融机构是全覆盖的，所以可以对金融中心的离岸、在岸和场外市场的金融风险有完全的掌控，成为全球最先



进的风控体系。在这一点上，即使相对于香港，上海也具有独特的制度优势。

2. 在离岸和在岸市场之间建立相互隔离但有总量可控通道的全信息风险管理系统，有效地识别、度量并控制两个市场的系统性风险及其相互传导

2008年的金融危机鲜明地展示了“系统性风险”的含义，雷曼兄弟一家投资银行的倒闭，竟然能够产生如此强大的冲击波，使得全球经济都受到威胁，不少国家至今还未走出阴影。金融主体间的紧密关联为系统性危机提供传播途径，但危机产生的根本原因依旧是金融体系的外部性、信息不对称性以及其强大的反馈和放大机制。防范系统性风险必须增强对早期风险的测定和识别能力。在离岸和在岸市场之间建立相互隔离但是具有总量可控通道的全信息风险管理系统，可以有效地识别、度量并控制两个市场的系统性风险的发生及其相互传导。

3. 区别在岸市场和离岸市场发展的重点，平衡改革的顺序和节奏，在岸市场主推国际机构的参与，在相对隔离的离岸市场则推动全面制度创新和金融新产品、新服务模式和新体制机制的创新，并将成功的经验逐步引入在岸市场

明确在岸、离岸市场的分工和隔离是规避风险的有效方式之一，否则随之而来的政策套利将不利于风险的管控。全开放的离岸金融市场和国际化的在岸金融市场应是上海国际金融中心的长期发展方向。由于离岸市场开放性，机构和境外投资者居多，而离岸市场的相对隔



离又使得其适合进行金融产品和监管创新。在离岸市场推动监管沙盒计划有助于金融创新的风险控制。而在岸市场对国际金融机构的引进，需要政府对这些机构实施有效监管，具体措施或可参照新加坡的做法，给不同金融机构发放不同的经营许可。

4. 利用上海自贸区已经建立的自由贸易分账户核算系统以及全信息风险管理系统对离岸和在岸市场之间的资金流动进行有效的监控并逐步加大资金流动的总量，在此风险可控的体系下推动资本账户的有序开放

央行于 2014 年在自贸区建立了一套“分账核算”系统，即自贸区内的所有企业、个人、金融机构账户都将被标识，与境内账号“隔离”；这些被标识账户的所有资金往来，央行将通过该系统实时监控。在分账核算的基础上，央行于 2015 年 2 月下发《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则》，将宏观审慎管理运用到自贸区跨境资金流动中。若在金融自由港利用上海自贸区已经建立的自由贸易分账户核算系统以及全信息风险管理系统，对离岸和在岸市场之间的资金流动进行有效的监控并逐步加大资金流动的总量，可在风险可控的体系下推动资本账户的有序开放和可兑换。根据条件和需求，逐步在产品、市场、参与者等方面推进离岸和在岸两个市场的融合，最终实现全球金融中心的建设国家战略目标。

5. 推动中央监管授权，在自贸区引入监管沙盒

我国现行的“一行两会”的垂直金融监管体系在强化监管、防止



出现金融风险方面有一定的作用，但弱化了金融发展的职能。在现行的金融监管体制下，金融监管与风险处置权责不对等。中央金融监管部门负责对金融机构进行日常监管和市场准入的审批，但风险的处置工作往往由地方政府来承担。这种权责不对等的金融管理方式，不利于提前防范及有效化解金融风险，同时增加了风险处置成本和降低了风险处置效率。

中央政府应该给与上海更多的监管权限，一个可行的做法是在自贸区推进沙盒监管。“监管沙盒”的作用机制是从事金融创新的机构在确保消费者权益的前提下，可以以特定简化的审批程序来提交申请并取得有限授权，在适用范围内测试其创新模式的效果，监管机构会对测试过程进行监控，并对情况进行评估，以判定是否给予正式的监管授权。沙盒式监管在一定程度上解决了“一管就死，一放就乱”的金融监管困境，既激励了金融产品、金融服务和金融科技的创新，又能够有效地保护消费者和投资者的权益。



结 语

我们认为将上海建设成为与伦敦、纽约三足鼎立的全球金融中心是上海和国家的历史机遇和使命，是中国走向经济和金融强国的重大战略举措。我们应该力争国家明确上海全球金融中心的定位，赋予上海建设“金融自由港”和开放上海在岸市场的政策空间，以现代金融科学和技术为基础和引导，以全面开放的离岸市场、充分国际化的在岸市场和密切结合实体经济、积极创新的场外市场三位一体的布局，力求突破，早达目标。