

《人民币国际化报告 2020》系列八：

上海全球金融中心建设的机遇与挑战¹

编者按：

中国人民大学国际货币研究所(IMI)自 2012 年开始每年定期发布《人民币国际化报告》，重点探讨人民币国际化进程中面临的重大理论与政策问题。报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时，报告还被译成英文、日文、韩文、俄文、阿拉伯文等版本并在北京、香港、澳门、纽约、法兰克福、伦敦、新加坡、首尔、阿拉木图、拉合尔等地发布，引起国内外理论与实务界的广泛关注。

《人民币国际化报告 2020》主题为“上海如何建设全球金融中心”，从世界与中国、历史与现实、机遇与挑战等多个维度全面深入地探讨了上海建设全球金融中心的模式选择、基础条件和发展策略等重要问题。明确提出上海应当抓住第四次工业革命的有利时机，建设成为科创中心、经济中心、金融中心、贸易中心、航运中心协同发展的全球中心城市，引领中国高质量发展和高水平开放，为人民币国际化提供坚实的基础和持久的动力。

“IMI 财经观察”将每周连续刊登《人民币国际化报告 2020》节选系列文章，以飨读者。本文节选自《人民币国际化报告 2020》第五章：上海全球金融中心建设：历史、机遇与挑战。

上海建设全球金融中心具有优越的条件和基础。一是我国经济实力雄厚；二是上海区位条件优越；三是上海金融基础设施比较完善；四是在四十年改革开放过程中，上海始终是创新的排头兵。与其他国际金融中心相比，上海还拥有无与伦比的独特优势。一是我国社会主义制度具有稳定性和连续性；二是重大国家战略支撑；三是上海金融科技成果丰富；四是上海聚集全国金融要素市场；五是上海自贸区推行了多项先行先试的金融创新制度。

¹ 观点整理：张畅

一、新时代上海建设全球金融中心的机遇与优势

(一) 上海建设全球金融中心是我国经济社会发展的必然选择

世界经济格局深入调整是上海建设全球金融中心的外在推力。纵观伦敦、法兰克福、东京和纽约等全球金融中心的发展历程,每一个全球金融中心在其成长的过程中基本上都借助了全球发展的历史机遇。新一轮的世界经济金融格局深度调整为上海建设全球金融中心提供了难得的历史机遇。随着新兴经济体在全球经济中地位越来越高,新兴经济体希望提高自身参与全球治理的话语权。我国经济迅速发展是上海建设全球金融中心的内生动力。从世界经济发展和全球金融中心演进的规律来看,经济实力雄厚的国家都会形成服务本国和参与全球经济发展的全球金融中心。我国经济经过 40 年的高速发展,已发展成为世界第二大经济体和货物贸易第一大国,对世界经济的影响力显著提升,社会经济发展已经进入新时代。国内和国外经济金融发展共同产生上海建设全球金融中心的诉求。

(二) 上海建设全球金融中心的优势

1. 国家经济实力雄厚

我国强大的经济实力为上海建设全球金融中心提供了国家保障。其一,我国经济总量在不断扩大。2019 年我国国内生产总值增长 6.1%,总量为 99.1 万亿元。据国家统计局数据,2019 年我国 GDP 占世界的比重预计将超过 16%,中国经济增长对世界经济增长的贡献率将接近 30%。其二,我国经济结构不断优化。随着供给侧结构性改革不断深化,我国消费拉动经济增长的作用进一步增强。2019 年,我国服务业占国民生产总值的 53.9%,高技术产业、装备制造业增速明显快于一般工业,经济的质量和效益继续提升。其三,我国发展新动能快速增长,为金融发展提供新动能。

2. 重要区位条件优越

根据金融地理理论和区位经济理论,经济资源或金融资源的聚集在很大程度上是由地理条件决定的。**上海的地理区域优势是上海建设全球金融中心的重要影响和推动因素之一。**从地理位置来看,上海是世界上最大的港口城市之一,素有“江海通津”、“东南都会”的美誉。因此,上海是世界上难得的天然良港。据《上海市国际航运中心建设三年行动计划(2018-2020)》,到 2020 年,上海要基本建设成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、

航运市场环境优良、现代物流服务高效，具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。从经济腹地来看，上海的经济腹地是长江三角洲，与浙江省、江苏省构成增长三角，是区域经济学中理想的经济腹地。

3. 金融基础设施完善

从框架体系来看，上海全球金融中心的框架已基本建立。上海集聚了各类金融要素市场，国际排名显著提升，吸引了众多金融机构或组织落户上海。截至 2019 年末，在沪持牌金融机构总数达 1659 家，相比 2018 年新增 54 家。上海已经成为外资金机构在华的主要集聚地。同时，各类国际化总部型功能性的金融机构不断在沪涌现，如新开发银行、全球清算对手方协会（CCP12）、CIPS 系统等。**从发展环境来看，上海全球金融中心的环境生态持续优化，已成为我国金融发展环境最完善的地区之一。**在金融法治环境方面，上海金融法院、金融审判庭、金融检察处（科）、金融仲裁院、人民银行金融消费者权益保护局和金融消费纠纷调解中心等陆续成立。

4. 社会主义制度优势

中国特色社会主义政治制度具有稳定性和连续性。首先，中国共产党组织紧密完备，决定了制度的稳定性和高效率。新中国成立后，即以中国共产党在革命时期形成严密的组织，并从严治党，保持党的先进性和高度组织性，维护国家制度。其次，集中统一领导有利于制度的统一和连续。我国以坚持共产党的集中统一领导为基础，实行有监督和协商的社会主义新型民主，保证了我国同一政体的持续一致，有利于统一意见的贯彻执行。最后，国家执行力强。**中国特色社会主义经济制度不断巩固发展可以集中力量办大事的经济基础。**我国实行社会主义市场经济体制，有机结合市场和政府调节的双重作用。实践证明，中国特色社会主义市场经济制度解决了很多困扰中国发展的金融难题和困境问题。改革开放期间，在国家的宏观调控下，市场充分发挥对资源配置的基础性作用，我国实现了经济迅速增长的目标。此外，社会主义制度下强大的政府宏观调控减少经济周期的波动，促进我国经济、金融业改革与发展，充分体现了社会主义市场经济的优越性。

5. 重大国家战略支撑

京津冀、长三角、粤港澳大湾区为上海建设全球金融中心提供金融服务需求。区域经济作为中国经济高质量发展的重要支撑，一直是国家各项政策和改革推进的重点。经济区域一旦形成，会持续带来集聚地及周边地区经济的增长、金融的繁荣和产业的扩张，创造大量的

就业机会和财政收入，服务实体经济。“一带一路”倡议为上海建设全球金融中心提供重大机遇。“一带一路”推进中国区域内部及中国与周边国家的经济交流，例如推进大规模交通设施网络建设，产生了大规模的资金需求。通过跨国金融公司在全球配置金融要素，上海与全球金融网络体系中的其他节点城市产生了广泛的金融联系，发挥全球资本配置能力以适应金融资本的全球化，满足“一带一路”建设中巨大的经济总量和潜在的资本要求。

6. 金融科技弯道超车

上海在金融科技方面已经取得了一定的成绩，金融科技应用场景广泛。其一，金融科技成为推动金融转型升级的新引擎。金融科技的核心是利用现代科技成果优化或创新金融产品、经营模式和业务流程，为金融业转型升级持续赋能。其二，金融科技成为金融服务实体经济的新途径。发展金融科技能够快速捕捉数字经济时代市场需求变化，有效增加和完善金融产品供给，助力供给侧结构性改革，为资源合理配置提供科学依据，推动实体经济健康可持续发展。其三，金融科技引领了普惠金融的高质量发展。金融科技能不断缩小数字鸿沟，助力金融机构降低服务门槛和成本，将金融服务融入民生应用场景。

7. 全国要素市场聚集

金融要素市场是上海全球金融中心建设的核心，也是上海全球金融中心建设的优势所在。在国家的大力支持下，上海已经聚了包括股票、债券、货币、外汇、票据、期货、黄金、保险等 13 个全国性金融要素市场，成为全球金融要素市场最齐全的金融中心城市之一。从各大全球金融中心来看，只有伦敦和纽约拥有完备的金融市场体系，香港、新加坡、巴黎等均不具备完备的金融市场体系，因此聚集全国要素市场是上海的突出优势。上海金融市场体系进一步完善，金融市场能级显著提升。

8. 上海自贸区先行先试

近两年来，我国金融部门按照习近平总书记关于扩大对外开放“宜早不宜迟，宜快不宜慢”的要求，有序扩大金融业开放，在银行、证券、保险及征信、评级和支付等领域推出了近四十条开放措施。从“引进来”来看，上海外资法人银行数量占全国外资法人银行总数的 42%；外资保险公司数量占全国的 40%；合资证券公司有 4 家，占全国的 28%；合资公募基金有 13 家，占全国的 29%；外资监管 80 多家，约占全国的 90% 以上。从“走出去”来看，2018 年中国金融类对外直接投资 93.3 亿美元。各大交易所积极开展国际合作。上交所与港交所合作推出了沪港通、沪伦通，和日本交易所合作推出 ETF 的互联互通。

二、上海建设全球金融中心面临的挑战

(一) 提升全球金融中心国际影响力

1. 金融机构国际化水平有待提升

在金融机构的准入限制方面，经过四十年历程，我国在外资金融机构的市场准入方面已大为放宽，逐步接轨国际水准。但限制条件仍然存在。当前我国境内外资金融机构的规模和盈利水平普遍较低：首先，国内营商环境不够友善，导致外资金融机构的资产规模较小，目前外资银行总资产占比不足 2%，外资保险公司资产占比约为 7%。

目前，中资金融机构的全球网络化布局已具备一定基础，但还有较大发展空间。截至 2018 年年末，已有 11 家中资银行在 28 个“一带一路”沿线国家设立 76 家一级机构。中资投行也在加快海外布局，以 IPO、海外并购等方式进行全球资源配置。但整体来看，中资金融机构的海外覆盖面有限，主要集中于港澳地区，在其他地区机构和业务扩张缓慢，影响力低，产品也相对单一。我国证券机构、保险机构国际化程度较低，银行业国际化程度相对较高。但是与国际大银行相比，中资银行的国际化程度仍然偏低。

2. 金融基础设施国际化亟需提升

首先，提高我国交易所国际化水平。对比全球主要十家交易所，只有沪深交易所没有上市的国际公司。截止至 2019 年，在纳斯达克证券交易所、纽约泛欧证券交易所（欧洲）和中国香港证券交易所上市的外国公司均超过 100 家。其中，纳斯达克证券交易所外国上市公司占交易所交易额比例最高，为 14.5%。我国要提高交易所国际化水平，必须从以下方面着手。一是提高组织内生发展动力。二是组织形式要与国际体制接轨。三是提高对高端人才吸引力。**其次，增加我国债券市场基础设施集中程度，适应统一发展的目标。**债券市场后台是一个天然垄断的行业形态，美国、欧洲、日本、俄罗斯等都在强化后台一体化。但我国债券登记托管机构有中债登、中证登、上清所，后台分割严重。

3. 金融市场对外开放步伐有待加速

OECD 每年统计并计算了外资限制指数指标，这一指标可以衡量一国对外国直接投资（FDI）的限制程度。我国外资限制程度在 2018 年排名第六，对 FDI 有着极其严格的限制，对外开放程度有待进一步提高。

我国已成为全球第二大债券市场，但是在国际化进程中仍有许多不足。从“引进来”看，2018年，境外投资者在境内人民币债券投资大约为1.7万亿，占债权投资总额约为2%，低于韩国、巴西等新兴经济体。2018年，熊猫债市场全年发行规模955.9亿元，不到同期债券发行量的1%。**我国股票市场国际化还处于低水平阶段，目前尚无境外企业在中国发行股票。**根据国家外汇管理局公布的数据，截至2018年末，通过证券投资流入我国的外资共计10964亿美元，其中股权投资6842亿美元，占全部证券投资的62.4%。2018年，A股“沪港通”成交额为1.5万亿，占同期沪市A股成交额的3.79%。²

4. 全球影响力亟待增强

当前我国的全球影响力与我国经济实力不相匹配。从国际金融机构来看，目前的国际协调机制仍由发达国家主导，包括中国在内的发展中国家都只是被动接受者。世界银行和国际货币基金组织掌控着全球金融命脉，但我国在这些组织的投票地位与我国经济总量排名不匹配。我国在世界银行的投票份额仅为5.71%，远低于美国的15.87%；在IMF的特别提款权（SDR）中的比例仅占10.92%，远低于美元的41.73%和欧元的30.93%。在人民币国际化进程中，从人民币的计价结算、投资交易和价值贮藏来看，人民币国际化水平仍有待提高。

（二）努力当好先行先试的排头兵

1. 金融创新环境亟需优化

金融创新环境是创新主体进行创新活动所依赖的外部软环境，是提升国家创新能力的重要基础和保障。据《2018年国家创新指数报告》，我国在创新环境子指数上得分为85.0，在5个一级指标中得分最高，国际排名提升4个位次至第16位。我国知识产权保护力度和当地研究与培训专业服务状况排名相对落后，需要政府加强相关领域的服务，继续出台鼓励金融创新的政策法规。金融监管也是金融创新环境的重要因素，我国金融业目前处于高度监管状态，在《2019年全球创新指数》的监管环境分指数中，我国位列全球第100名，监管环境不利于金融发展。

2. 金融机构创新能力有待提高

金融机构作为技术创新的主体，其创新水平是决定我国金融创新能力的核心要素。在《2018年国家创新指数报告》公布的“企业创新”指数中，我国得分为59.7，排名与上年相同，

²数据来源：Wind.

继续位居第 11 位，相对靠前。不过在《2019 年全球竞争力报告》公布的“创新型机构的成长”指数中，我国仅位列第 42 名，远低于欧美发达国家。要继续培育本土创新型金融机构，提高我国金融机构的创新能力，必须从原动力入手。金融创新主体必须在市场经济体制下实现“自主经营、自负盈亏”，这样金融部门才会进行决策与投入创新发展模式。但是我国资本市场发展不够成熟，金融主体创新目的不明确，没有形成完善的竞争机制，导致国内的金融创新大部分以外部因素的推动来实现。

3. 金融工具创新尚需加强

我国在金融产品创新方面有很大的提升空间。一方面，我国金融产品多模仿西方金融产品创新，缺乏自主性创新。金融工具创新主要停留于基础产品的创新，对金融衍生产品及其组合产品的创新则比较少，难以满足居民和机构保值和投机的需求。外汇市场已经推出即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权等国际成熟市场的基础产品体系，但是尚没有推出期货产品，企业难以利用金融衍生工具进行风险管理。另一方面，我国金融工具的创新受到市场经济发育程度的制约，尤其是汇率、利率市场不足。我国亟需发展各类 ETF 产品，有序推出新的能源和金属类大宗商品期货，研究探索并推出以汇率、利率、股票、债券等为基础的金融衍生产品。利率是很多金融衍生工具定价模型中的重要变量。

(三) 增强金融市场配置全球资源能力

1. 金融市场结构和功能有待完善

成熟完善的金融市场应该包括本币与外币、短期与长期、现货与期货等各类金融产品及其细分市场，并且各个市场层次分明、秩序清晰、互为补充。而当前，上海金融市场整体来说仍然处于大而不强的状态，虽然初步具备包含各类细分市场的统一框架，但大部分细分市场规模较小，发展水平不高，尤其是外汇和衍生品市场发展较为薄弱。不够成熟和完善的金融市场直接导致上海的金融中心功能不够全面和强大，难以集聚众多金融机构与资源，阻碍了其成为全球金融中心的步伐。

2. 全球定价权尚需提升

由于人民币的国际化水平仍有待提升，我国部分市场发展不完善，上海在这一领域仍处于极其弱势的地位。在世界范围内，美国的几大交易所的大宗商品金融衍生品价格最受认可。具体来说，农产品价格主要以芝加哥期货交易所为准，能源方面，纽约商品交易所的轻质低

原油期货合约是世界上成交量最大的商品期货品种之一，原油的另一定价基准则是以伦敦国际石油交易所的布伦特原油价格为准。除此之外，铝、铜、铅、锡等金属的价格主要在伦敦金属交易所确定。而棉花价格是以纽约期货交易所棉花期货价格和英国利物浦棉花展望公司整理的 Cotlook A 和 Cotlook B 指数为准。在燃料油贸易中，新加坡普氏公开市场价格成为定价基准。除了大宗商品衍生品领域，在其他金融领域，我国的金融定价权与话语权同样较弱。

3. 人力资源水平亟需提高

一是我国本土院校与国际一流院校教育水平有差距，本土高端金融人才不足。高端人才的供给与发达的高等教育分不开。根据全球高等教育研究机构 QS(Quacquarelli Symonds)发布的 2019 年全球商学院金融硕士项目排名可以看出，英美包揽了前十高校中的七所，而中国无一高校入选。二是我国软环境对国际金融人才的吸引力不足。上海对国际人才的吸引缺乏顶层设计，相关配套政策力度不够，无论是人才税收和高端人才奖励政策，还是医疗、居住和子女入等优惠政策上，相比发达国家都有较大差距。

(四) 建立健全全球金融中心制度保障体系

1. 法制建设亟需提速

第一，法律体系不健全。现代市场经济运行的基础条件和显著特点是政府通过法律制度规范市场秩序。我国已初步建立起社会主义市场经济法律体系，但法律体系整体规划不够科学，一些领域的立法滞后于现实需要。例如，1983 年 6 月我国颁布的经营管理条例规定：黄金必须统购统销，任何私下的黄金、白银的交易属于非法行为。这一条例至今没有修改。因此，国外投资者参与我国黄金市场存在较大的法律顾虑。**第二，法律与国际体系接轨程度低。**上海要想吸引境外投资者，我国立法就必须对接国际市场的通行规则，吸收、借鉴和移植适用于我国基本国情的制度和规范。目前，净额结算制度的缺席较大阻碍了我国金融业的国际化发展，已引起多方代表的高度重视。

2. 企业税负有待减轻

从总税率角度来看，我国非税费用在税负结构中占比较大。我国企业所得税标准税率虽然为 25%，但实际负担率（考虑各种所得税减免与低税率适用情况后）很低，2016 年只有 11.1%，低于大多数营商环境良好的经济体。社会保险费才是造成企业税收负担重的重要

原因。从 2010—2015 年的平均数来看，在企业宏观税负结构中，税收负担占企业整体税费负担的 55.3%，仅为一半左右，专项收入、涉企行政事业性收费、政府性基金占企业整体税费负担的 33%，社会保险费占 11.7%。此外，我国报税后指数得分低主要源于我国增值税退税政策。

3. 政策稳定性亟需维持

政策稳定即政策的推出和实施有着一套完善的程序，有着系统的政策设计和制度化框架。不稳定的政策会导致企业和市场难以通过自由调节适应新的政策，融资约束企业的流动性管理会更加保守，倾向于保持更多的现金储备以应对外部融资成本升水，出现“国进民退”的现象。我国政策的出台往往是由于新情况出现而做出的临时性对策，缺乏稳定性和连续性，既无法保证政策的科学性，也降低了政策的可信度，还打乱了市场主体的预期。

4. 监管效率有待提升

多头监管是分业监管模式下综合经营的必然产物。**我国债券市场上多头监管现象比较明显，业界有“九龙治水”的说法：**国债发行由财政部监管，企业债券发行由发改委监管，在交易所上市的债券交易由证监会监管，金融债券和在银行间市场上市的债券则由人民银行监管。多头监管会导致导致跨市场、跨领域监管薄弱，也会导致部分业务缺乏监管，效率低下。