

No. 2122

研究报告



《人民币国际化报告 2020》 系列十：形成具有国际影响 力的“上海价格”体系

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

《人民币国际化报告 2020》系列十：

形成具有国际影响力的“上海价格”体系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》第六章：上海建设全球金融中心的微观举措。

上海是中国金融体系最健全的地区，聚集着股票、债券、货币、外汇、票据、期货、黄金、保险等各类金融要素市场。尽管上海金融市场规模巨大，拥有全球第二大股票、债券市场、保险市场和第五大外汇市场，然而，上海金融市场存在大而不强问题，突出表现为缺乏能够引导全球资金流动、优化配置的金融市场定价权。亟需**进一步完善利率传导机制，打通各金融要素市场之间价格传导机制的堵点，强化价格发现机制和风险定价能力，提高市场机制配置全球金融资产尤其是人民币金融资产的效率和主动性**，为上海金融市场化 and 国际化提供关键性制度保障。

¹ 观点整理：张畅

一、完善收益率曲线，保证各金融要素市场价格传导机制的畅通

国际金融中心的市场参与主体是多元机构，价格是金融市场的指挥棒，建立富有弹性、灵活引导资金在各个金融要素市场优化配置的价格传导机制，是上海金融市场高效率的标志，也是金融更好服务实体经济的必由之路。上海需要采取一系列改革措施，解决金融市场制度性割裂、金融市场之间的价格传导渠道不畅问题。

拆除市场之间的篱笆墙，发挥基准利率的基础性作用。我国选择了渐进式金融改革开放，利率市场化经历了较长的时间。我国金融体系中银行占主导地位，直接融资比重相对较低，与美国联邦基金利率、英国 LIBOR、德国回购利率作为基准利率不同，我国的基准利率是 1 年期银行存贷款利率。尽管高度市场化的 SHIBOR 已在货币市场中发挥基础性价格作用，但是中长期资金价格的市场化程度较低。2013 年建立贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）机制，由十家国内系统重要银行确定 LPR 利率，利率市场化取得主要进展。与高水平金融开放、金融科技发展相适应，2019 年进一步完善 LPR 报价机制，增加八家报价行，将重要的外资银行、网络银行纳入报价机制，增强了中长期资金市场的定价科学性，有利于扩大 LPR 的使用范围。然而，我国不同要素市场的主管部门、市场化路径、参与主体不同，存在高高低低的市场门槛，资金流动受到认为的制度性因素干扰，基准利率难以在各个金融要素市场定价中发挥基础性作用，金融市场的价格联动不够及时，市场定价不够合理，整体的风险定价能力不强，导致部分人民币资产的定价权旁落，跟随离岸市场价格变化，削弱了上海金融市场的国际竞争力。需要进一步加大金融开放力度，拆除金融要素市场之间不合理的篱笆墙，增加多元金融市场主体，扩大金融市场规模和影响力。

将提高人民币资产风险定价能力作为推进上海国际金融中心市场化的核心。继续推进利率市场化，以基准利率为中心，构建科学的收益率曲线结构，畅通各金融要素市场的价格传导机制，为各个金融要素市场的人民币资产定价提供科学的依据，引导资金优化配置。重点培育上海同业拆借利率（SHIBOR），扩大其在货币市场利率传导中的基础作用，引导其他市场短期金融产品定价。完善 LPR 利率报价机制，提高报价的精准性，增加期限档次，提高收益率曲线结构的科学性，加大 LPR 对中长期资金的引导作用，为中长期债券市场提供定价依据，夯实中长期金融资产的交易基础。完善并大力发展金融期货市场，发挥期货市场的价格发现和套期保值功能，实现现货市场和期货市场的良性互动，提高金融市场风险定价能力。充分发挥上海自贸区的先行先试制度优势，创新更多大宗商品期货，丰富外汇期货、

利率期货等金融期货品种，建立更加畅通的跨市场资金流通机制，为金融机构提供更多风险管理和套期保值工具。采取场内交易和场外交易等多样化的交易形式，发挥场内市场交易量大、透明度高的优势，发挥场外市场交易灵活、个性化服务的优势。

完善法治环境，增强市场的定价功能。上海应积极借鉴日本的经验，进一步统合证监会、银保监会发布的较为零散的部门规章，构建适应金融商品交易快速发展的法律法规环境，以适应金融商品、服务、组织和监管的多元化、统合化发展趋势。2006 年日本在《证券交易法》基础上拓展颁布了《金融商品交易法》，将投资性的金融商品及投资服务均纳入规制范围，重新界定银行、保险、信托、证券、基金中的法律关系，统一了金融商品服务交易规则，大大提高了日本金融市场的国际竞争力。规范各类交易中心或交易市场的成立，适当提高准入门槛。对于业务范围重叠的交易所进行整合，优化市场结构，使其更加简单、清晰和高效。完善今天机构退市的法律和制度，加强行政接管或托管和破产程序的衔接，鼓励采用收购方式，提高处置程序效率，避免资源浪费和无效竞争，增强市场活力，充分发挥市场定价功能。

二、形成一批具有国际影响力的“上海价格”

价格是市场的指挥棒和灵魂，掌握了金融产品的定价权，就掌握了金融市场资源配置的引导权、话语权。伦敦拥有 LIBOR、黄金价格、布伦特原油，使得伦敦在国际借贷、黄金、原油市场的地位牢不可破。纽约拥有美国联邦基金利率（FFR）、美元指数、花旗全球国债指数(WGBI)、摩根大通国债-新兴市场指数(JPM GBI-EM)以及巴克莱资本债券综合指数(BarclaysGlobal aggregate index)，从容引领国际货币市场、外汇市场、债券市场。芝加哥期货交易所成为美国中长期国债、国际农产品期货的定价中心。**在国际金融中心建设进程中，上海必须在主要的金融市场上推出具有国际影响力的金融价格，将“上海价格”打造为上海国际金融中心的响亮名片。**通过广泛使用这些“上海价格”，将越来越多的市场主体纳入上海金融市场的供求关系中，提高上海金融规则和金融标准的接受度。

巩固和强化 SHIBOR 的基础利率地位。可借鉴美国联邦基金市场发展成熟的经验，进一步放宽信用拆借市场成员的准入资格，允许更多非银行机构参与市场交易，增加共同基金、理财公司、第三方支付平台会员，打通各货币子市场间的屏障，促进货币市场参与主体和交易客体多元化发展，为 SHIBOR 发挥基础利率作用夯实市场基础。将 LPR 纳入 SHIBOR 体系，建立覆盖短期、中长期同业拆借的利率定价机制，使 SHIBOR 成为包括货币市场、信

贷市场、债券市场在内的债权市场的定价基准。在当前发达国家实行零利率或负利率情况下，利率常态化的人民币债券市场深受国际投资者青睐，应发挥上海作为全国信用债等级托管结算中心的优势，创新研发权威的信用债指数，提供便捷的业绩衡量基准，提升债券市场国际化水平。作为人民币资产管理中心，上海应牢牢掌握人民币利率定价权，加大金融衍生产品研发，使其价格变化与 SHIBOR 短端利率挂钩，发挥 SHIBOR 利率曲线作为债券远期、利率互换、利率期货、利率期权等衍生产品定价基础的作用。

将 CFETS 作为人民币外汇市场的风向标。扩大上海外汇市场，增强中国外汇交易中心的功能，继续增加人民币直接交易的货币对，提供更多的外汇风险管理工具，丰富衍生产品种类，满足实体经济、机构多元的外汇风险管理需求。完善 CFETS 人民币汇率指数，推出与该指数挂钩的衍生品，便利金融机构对冲外汇风险。将 CFETS 发展成为外汇市场的价格风向标，调节资金跨境流动，为金融机构配置不同币种、调整资产负债表提供基准。

继续完善“上海金”、“上海油”定价机制，提升上海贸易和航运中心的国际影响力。实体经济发展是上海国际金融中心的坚实基础，国际贸易和国际航运中心建设与金融中心建设相辅相成。上海黄金交易所推出的“上海金”，上海国际能源交易中心推出的“上海油”期货，形成了以人民币标识、交易和结算的黄金和原油集中定价机制。需要进一步巩固和提升上海大宗商品贸易、航运服务的国际定价地位，与金融市场定价相互衔接，为国际投资者提供全方位的人民币计价资产。扩大黄金、商品期货交易所的成员机构范围，引入更多境外生产、消费、投资机构参与市场交易。根据国际投资者的多元化需求，提供更多便利设施，丰富产品系列，形成市场化、标准化的黄金和原油价格。加强现货市场与期货市场交易的关联程度，允许金融机构参与市场交易，保持市场流动性，更好发挥“上海金”、“上海油”的价格发现功能和套期保值功能，使其成为亚太地区黄金、原油的定价基准，进而推动相关贸易和航运服务发展。

三、扩大金融高水平开放，推动国内外金融市场联动

提高各金融要素市场的国际化水平，为打造“上海价格”创造必要条件。截至 2019 年末，上海拥有基金公司 57 家，其中，中外合资基金公司 23 家；证券公司 27 家，其中，中外合资证券公司 8 家；期货公司 34 家；私募基金 4731 家，在全国备案的 23 家外资私募管理机

构中，有 22 家注册在上海，包括全球最领先的资产管理机构贝莱德、富达、桥水等²。尽管上海已经成为我国外资金金融机构最多的地区，但和国际上其他国际金融中心相比仍存在一定差距。国际化不足是制约上海价格发挥国际影响力的主要原因。上海是我国外资金金融机构聚集度最高的城市，外资银行的市场份额达到 10%，但是证券、保险、信托机构，信用评级、会计、法律等金融服务机构的国际化程度较低，需要进一步扩大银行间债券市场对外开放，统一境外机构与境内机构入市的准入标准，完善 QFII、RQFII、沪港通、深港通、沪伦通、债券通等特殊机制安排，使其与资本账户的渐进式开放节奏相适应，有序扩大我国资本市场的外资规模，提高上海金融市场的国际影响力。通过多渠道、大规模的资金跨境融通传递市场供求信息，引导国内国外两种资源优化配置，形成适用范围更加广泛的“上海价格”。

发挥中国金融开放前沿阵地的优势，推动金融开放举措在上海率先落地。2019 年 3 月全国人大通过了《中华人民共和国外商投资法》，2020 年正式实施。这部基础性法律坚持市场化、法治化、便利化的改革导向，全面实行准入前国民待遇加负面清单制度，保护外商投资的合法权益，为我国金融高水平开放提供了法律准绳。2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室宣布，按照“宜快不宜慢、宜早不宜迟”的原则，推出 11 条金融业进一步对外开放的政策措施，要求中国人民银行、银保监会和证监会负责尽快落实。2019 年 10 月，国务院修改了《外资保险公司管理条例》和《外资银行管理条例》，降低外资银行的准入门槛，允许外国银行同时设立外商独资银行、合资银行和外国银行分行。11 月，国务院印发《关于进一步做好利用外资工作的意见》，取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过 51% 的限制。这些法制环境的改善，为外资金金融机构进入中国清除了关键性障碍。2020 年 2 月，中国人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局和上海市政府联合发布了《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》（以下简称“《意见》”），《意见》从积极推进临港新片区金融先行先试、在更高水平加快上海金融业对外开放和金融支持长三角一体化发展等方面提出了 30 条具体措施。《意见》的出台，有利于进一步加快推进上海国际金融中心建设和长三角一体化发展，对引领全国高质量发展、加快现代化经济体系建设具有重大战略意义。

²数据来源：上海市金融工作局座谈会

表 6-1 金融业开放“11 条”

- 1、允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级。
- 2、鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。
- 3、允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。
- 4、允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司。
- 5、支持外资全资设立或参股货币经纪公司。
- 6、人身险外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年。
- 7、取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75%的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%。
- 8、放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求。
- 9、将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。
- 10、允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。
- 11、进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

以上海自贸试验区为基础，全面落实金融开放“11 条”，加速形成覆盖信贷、证券、保险、基金、衍生品各个金融市场、各类金融机构的高水平金融开放局面。加快引进一批有代表性的国际金融机构，重点是理财公司、养老基金、期货公司，补齐上海金融市场发展的短板。给予外资在征信、信用评级、支付等领域国民待遇，做好配套服务保障，营造优质的金融营商环境，进一步推动投资贸易的自由化和便利化。以长江三角洲为依托，加快长江三角洲区域一体化进程，通过签署战略合作协议、政策协调等方式推动支付清算等金融基础设施的跨区域布局，扩大上海国际金融中心的辐射效应，提高上海国际金融中心参与国际竞争的實力。以金融创新为手段，逐渐放开银行业、证券业、保险业、信托业等行业的准入，支持外资参与或设立多种类型的金融机构，支持跨国公司在上海成立总部型机构或分支型机构，并提供人才、税收等多方位的政策支持。率先在资本市场进行创新，扩大资本市场的双向开放，既积极引进国外资金及国外金融机构参与上海金融市场，也提供平台引导国内资金投向国际市场，打破现有的障碍，改革完善合格机构投资者（QFII、RQFII、QDII、RQDII 等）外汇管理制度，完善债券通，提高债券市场便利性，规范境外机构境内发行债券，逐步扩大互联互通的覆盖范围。扩大境内金融、商品期货市场对外开放，健全金融市场的价格发现机制，提高

市场风险管理能力。

增加金融产品供给，丰富金融产品市场。中外资金融机构在合法合规的前提下，需要加大创新研发力度，不断丰富金融市场人民币资产交易品种，在推动股票、债券等基础性金融产品加快发展的基础上，大力发展权益类产品，积极布局指数化产品、FOF、MOM 产品，持续探索 ABS、REITs 等形式；与交易所合作有序推出其他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，提供多种风险管理工具，有效对冲风险。同时，积极发展新的金融市场形态，大力推进保险市场、票据市场、信托受益权转让市场等发展，为境内外投资者提供多种投资选择，从而更好地吸引投资者参与中国金融市场的发展、进一步促进金融开放与上海全球金融中心的建设。

稳步推动人民币国际化，提高人民币资产管理的核心竞争力。人民币是第五大外汇交易货币，其国际货币地位与我国的经济综合实力以及国际经济地位不匹配，推进人民币国际化是上海国际金融中心建设的重要任务之一。提升人民币的金融交易和国际储备货币职能，需要人民币离岸金融市场和发展成熟的境内资本市场双轮驱动。上海要系统地提高各个金融要素市场的国际化水平，为国际投资者提供尽可能多的在岸金融资产，构建更顺畅、更便捷的交易渠道。扩大银行间市场的外资参与主体范围，允许更多非银行金融机构入市交易，构筑人民币国际循环渠道。提供构建顺畅的货币政策传导机制，稳定人民币融资来源，稳定短端人民币利率水平，稳定市场预期，进而引导即期、远期、掉期、期权、交叉货币互换、人民币点心债等产品的定价，建立人民币在岸市场价格引导离岸市场价格的有效机制，为离岸人民币市场健康发展提供强有力的支撑。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2121	从事实角度看人民币汇率机制	张瑜
IMI Report No.2120	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	郭彪
IMI Report No.2119	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	类承曜
IMI Report No.2118	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
IMI Report No.2117	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的 微观举措	IMI
IMI Report No.2116	《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	IMI
IMI Report No.2115	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的 先行者	IMI
IMI Report No.2114	国际资本市场形势分析	钱宗鑫
IMI Report No.2113	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币 国际化	IMI
IMI Report No.2112	《人民币国际化报告 2020》系列五：上海全球金融中心五位 一体的协同发展模式	IMI
IMI Report No.2111	IMI 宏观经济月度分析报告（第 48 期）	IMI
IMI Report No.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	蓝虹
IMI Report No.2109	新格局、新动力：十四五时期中国经济和资本市场解析	钟正生
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发 展和水平开放的引领作用	IMI
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 47 期）	IMI
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn