



中国金融发展若干重大战略问题透视

上海证券交易所首席经济学家
胡汝银 教授

2014.5.10.济南大学



主要内容

- 大国崛起的金融支持问题
- 上海国际金融中心建设与金融主权问题
- 中国金融自由化的先后次序问题
- 国内金融自由化的关键领域问题
- 中国金融强国建设的制度与政策配套问题



大国崛起的金融支持问题

对近现代世界发展历史的广泛研究表明：

就一个国家在全球的崛起而言：

(1) 这种崛起首先表现为一种经济与金融现象，表现为经济与金融系统在国内外的强势发展，表现为经济与金融实力的持续扩张，表现为经济与金融的运作质量、创新能力、资源整合能力和市场影响力的全球持续领先。



大国崛起的金融支持问题

- (2) 就历史趋势而言，在一个国家崛起的过程中，军事扩张（发展、征服）与经济金融扩张（发展、征服）之间，既存在着相互补充和相互支持的关系，也存在着相互替代的关系，并且，这种替代关系呈现出一种不断增强的趋势，经济与金融扩张越来越成为一种不战而胜、并受到广泛欢迎的“征服”力量。同时，经济与金融的稳健发展和对外扩张，既代替了传统的帝国主义的领土扩张，也为军事实力的不断提升提供了坚实的支持。
- (3) 经济与金融扩张的基础，是通过对内、对外的经济与金融自由化，充分动员和利用国内外的经济与金融资源，营造有利的、可持续的经济与金融发展条件，确保足够的投资回报和收入能力。



大国崛起的金融支持问题

历史启示与国际经验

文艺复兴之后的500多年来，从国际比较的角度看，国家的兴衰，固然依赖于国家军事实力的长期稳定上升与否，但更依赖于在和平时期和战争时期如何持续、有效地开发与利用生产性的经济与金融资源，依赖于同其他竞争性的国家相比社会经济与金融的发展速度和发展效率是否处于领先地位，依赖于一个国家的经济与金融实力能否相对地不断上升，依赖于一个国家的经济与金融发展能否同军事实力增长齐头并进。

这一期间的早期强国西班牙与荷兰沦为二流国家，英国抑制拿破仑实现取得欧洲霸权的美梦和在英镑和英国金融市场的支持下发展成为“日不落”帝国，美国在美元和华尔街的支持下后来居上，成为超越英国的全球超级大国，苏联超级大国的崩溃解体……，一个又一个具体的历史案例皆是明证。



大国崛起的金融支持问题

英国之案例 在17-19世纪英国与法国的竞争过程中，基于更为现代化的议会与政党治理体制，英国的国家财政奉行财政清廉和政府节约的原则，发展了一种诚实可靠、按期还本付息和履行义务的正规化的国家债务制度，保证了国家货币的供应与信用，保证了政府在金融市场的信用。与此同时，一方面，以自由竞争的市场机制和良好的自我治理机制为基础的英国工商业富有活力和效率，蓬蓬勃勃地不断发展，成为“世界工厂”，社会收入能力不断增强；另一方面，基于良好的国家信用和工商业信用，迅速发展的英国金融市场稳定可靠，利率不断下降，股票对国内外投资者的吸引力日益增加，英国日益成为世界的金融之都。英国在金融方面所具有的重要优势，既促进了和平时期的社会经济发展、政治稳定和财富储备，也增强了战时国家在国内外借款、动员和筹集资金的能力，增强了国家的实力。正是这一点，历史学家们将金融视作“英国胜过法国的主要优势”。



大国崛起的金融支持问题

美国之案例

美国后来居上并在今天独霸世界，金融市场居功至伟。美国经济崛起早期的钢铁、铁路、汽车、石油、化工等行业的大规模扩张及其以公司购并为基础的产业组织整合，近些年来众多高科技公司如微软、苹果、谷歌等迅速在全球占居领先地位，美国大量传统产业和高科技产业傲视全球，它们背后最巨大、最持久的共同推动力即是金融市场和配套的制度环境。

正是基于金融市场及配套制度环境的经济制度优势成就美国超级大国

正是借助华尔街，借助强大、活跃、多层次的金融市场和众多全球知名的上市公司与投资机构的支撑，美国完成了经济的现代化、实现了对欧洲老牌帝国的超越和战胜冷战对手苏联，成为全球持续领先、充满创新活力的超级大国。



大国崛起的金融支持问题

美英等国建设金融强国的三部曲：

1. 第一步：建立强大而富有深度、广度的本土货币、债券、股票及衍生品市场，同时做强做大国内证券业和其他金融行业；
2. 第二步：接下来才底气十足地推动美元和英镑在全球广泛使用，吸引国外机构来其国内发行证券产品和进行投资；
3. 第三步：之后再借助其全球领先的金融行业机构和市场影响力，在全球金融市场上强势出击，控制和支配全球市场。



大国崛起的金融支持问题

- 以苏联为蓝本的计划经济失败的根源，在于彻底否定市场机制，经济发展缺乏一个以充满活力的资本市场为核心的现代金融体系的支撑，只是按照僵化的中央行政计划、政府指令和长官意志低效率地配置社会经济资源。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

如果你控制了石油，你就控制了所有国家；如果你控制了粮食，你就控制了所有的人；如果你控制了货币，你就控制了整个世界。

——亨利·基辛格

- 在货币与金融主导全球经济的背景下，大国之间的博弈同时是金融博弈，是以金融实力为基础的博弈，国家层面的竞争同时表现为货币体系与金融市场主导权的竞争，金融实力是国家实力的一个极其重要的组成部分。在大国崛起和国家财富积累过程中，货币体系与金融市场发挥着举足轻重的作用。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 在国际经济交往中，人民币长期处于弃而不用和完全边缘化状态。中国的高成长和庞大的社会经济与国际贸易规模，未能转化为中国的货币与金融的能量，而是通过集中的美元结算和美元资产的持有，支撑了美元和美国金融市场的发展，成为美国最大的债权国和持有美元外汇储备最多的国家，导致在国际货币和金融领域对美元和美国过度依赖，完全处于一种被动、无奈和受制于人的状态。
- 美元错配（美国之外的主体大量持有美元资产，而不是基于其本国货币的资产）和货币与金融的不平衡不断发展，相关的风险越来越大。
 - 中国的外汇财富在不断缩水，中国的金融利益受到威胁，中国的金融主权难以得到保障



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 要实质性改变严重的货币错配状态，更均匀地在全球配置货币与金融资源，履行中国在全球货币与金融领域的**大国责任**，要保障中国的国家战略利益，支持中国的和平崛起，就必须加速推进**人民币的国际化**，使人民币成为全球广泛接受的国际货币。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 次贷危机爆发后，人们曾经议论中国能否取代华尔街和美国，在全球金融体系中发挥主导作用。从现阶段的情况来看，中国还没有准备好，依然缺乏所必需的底气，短期内取代美国不太可能。

为什么？

- 人民币目前仍旧是一种国际化程度极低、无法脱颖而出的弱势货币，这种弱势货币的基础是中国的金融市场和金融服务依旧远远落后于美国，无法取代华尔街而满足全球对发达的金融市场和金融服务的需要以及对外汇储备保值增值的需求。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 人民币要成为国际化的强势货币，前提是以人民币为基础的金融市场和金融服务必须在全球处于领先地位。例如，当外国的中央银行持有人民币资产时，需要进行资产的组合管理，但目前很难构建一个有足够规模的人民币资产组合进行投资与风险管理：我们没有发达的商业票据市场和发达的权益证券和固定收益证券的现货市场，也没有发达的金融衍生品市场，外国投资者（包括外国中央银行）无法便利地进行资产配置和风险管理，人民币因此难以成为真正的国际储备货币。必须要有一个强大而完整的金融市场和金融服务体系提供支持。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 中国作为一个正在崛起中的大国，如何使人民币成为一种全球主导货币，如何取得全球货币体系和金融市场的主导权，这是一项意义极其重大的国家核心战略，关乎国家的长期发展基础和核心战略利益。
- 经过三十多年的改革开放，中国已从经济大国转型为金融大国。为实现中华民族的伟大复兴，中国必须进一步从金融大国转变为货币与金融强国。要成为货币与金融强国，必须要有世界一流的国际金融中心。
- 没有全球领先的金融市场和金融服务，就不可能产生全球领先的国际金融中心，难以使人民币成为国际强势货币和国际储备货币，难以在全球货币与金融体系运作过程中取得决定性的话语权



上海国际金融中心建设与金融主权问题

何谓国际金融中心？

- 国际金融中心，是拥有足够广度、深度、效率、流动性、开放性和全球领先地位的金融市场、发达的金融工具和金融机构、先进的结算和支付系统、健全的法律和监管、能支持大规模国内经济、能提供全面的全球化金融服务的大型中心。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 上海国际金融中心建设的基本目标是：充分利用中国的经济大国基础，建设一个与国家综合实力相匹配、以人民币为本位的功能健全、高效有序、结构完整、具有全球竞争优势和全球辐射力的世界一流国际金融中心（包括人民币全球清算中心与跨境贸易金融中心、人民币资产定价中心、交易中心、金融产品创新中心、资产管理与风险管理中心），主动应对全球化的挑战，逐步改变全球金融力量的对比，促进全球货币与金融平衡，支持人民币发展成为全球主导货币，支持中国经济与社会转型，为中国的财富积累、和谐社会建设和经济长期可持续发展提供货币与金融保障，为中华民族复兴和人类社会进步作出贡献。
 - 《国务院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》：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



上海国际金融中心建设与金融主权问题

● 沪港国际金融中心的战略定位

- 国际金融中心布局必须服务于国家的整体利益、整体战略、长远发展，同时必须确保国家的金融主权和避免本币定价权外移，保证运作的成本最低，运作风险最容易直接得到管控

香港的政治、经济、货币和金融体系相对独立于大陆，与大陆是两个不同的体系。

对大陆而言，香港是外部的一个有区隔的离岸市场：全球尚无先例可以依托离岸市场去发展以本国货币为基础的核心金融市场，保障自己的金融主权。香港金融市场参与者追求的是自身利益或局部利益最大化，他们既无动力亦无能力保障中国整体利益或国家利益最大化！

以人民币为本位的国际金融市场配置和交易的主要是以人民币为基础的资产，必须以上海为主要操作平台，借以掌握人民币国际化过程的主动权和主导权、以及人民币资产的全球定价权，维护中国金融主权，有效地直接管控人民币资产市场的风险和维护国家的整体利益！



上海国际金融中心建设与金融主权问题

◆沪港国际金融中心的战略定位

中国必须发展一个以人民币为本位货币的国际金融中心体系：
以上海为人民币在岸国际金融中心，以香港等地为人民币离岸国际金融中心，并实现前者与后者的快速、协调发展。

- 必须避免“照顾”和“平衡”港人的利益诉求而减少上海国际金融中心建设和发展力度，向香港输送利益而牺牲中国的整体金融市场发展和国家战略利益
- 必须加快上海金融市场发展和改革的步伐：就长期政治吸引力而言，只有上海金融市场和大陆经济发展得越好，香港和大陆才会双赢，大陆对香港才会不断保持并持续增强吸引力

不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域！

上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 就操作层面而言，中国无法、亦不能重点依赖香港建设以人民币为基础的国际金融中心
- 为什么（3大缘由或3大问题）？

“一国两制”、“港人治港”制度下的香港与中国大陆是两个不同的地区：

1. 香港使用的不是人民币，而是港币，并采用与美元直接挂钩的货币体系，没有独立的货币政策，也没有活跃的财政政策（货币体系问题）
2. 香港金融市场运作以外来资金为主，港府对金融市场的运作奉行不干预主义原则，行政运作的空间极为有限，且决策与执行效率不彰（政府体制问题）
3. 香港乃“弹丸之地”，实体经济基础极为狭小，无法承载巨大的人民币资产市场（实体经济基础问题）

港府和中央政府无法灵活有效地直接掌控香港金融市场



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 沪港国际金融中心协调发展方面目前面临的问题，不是香港太强，而是上海太弱。
 - 由此得出的基本结论，是必须加快上海国际金融中心的发展，而不是抑制上海国际金融中心的发展，使其长期维持明显落后的状态
 - 抑制上海国际金融中心发展，即是抑制中国金融体系和金融实力、国家实力的发展
 - 必须统领全局，运筹帷幄，科学审慎地研究：
 - 如何加快上海国际金融中心发展并使其取得全球领先地位
 - 包括研究分析上海在哪些方面落后，为何落后，如何改变落后局面，彻底消除差距，取得全球领先优势？
 - 如何实现沪港国际金融中心发展的协调
 - 如何实现上海国际金融中心发展与国内地区性金融中心发展之间的良性竞合、最优分工和功能互补

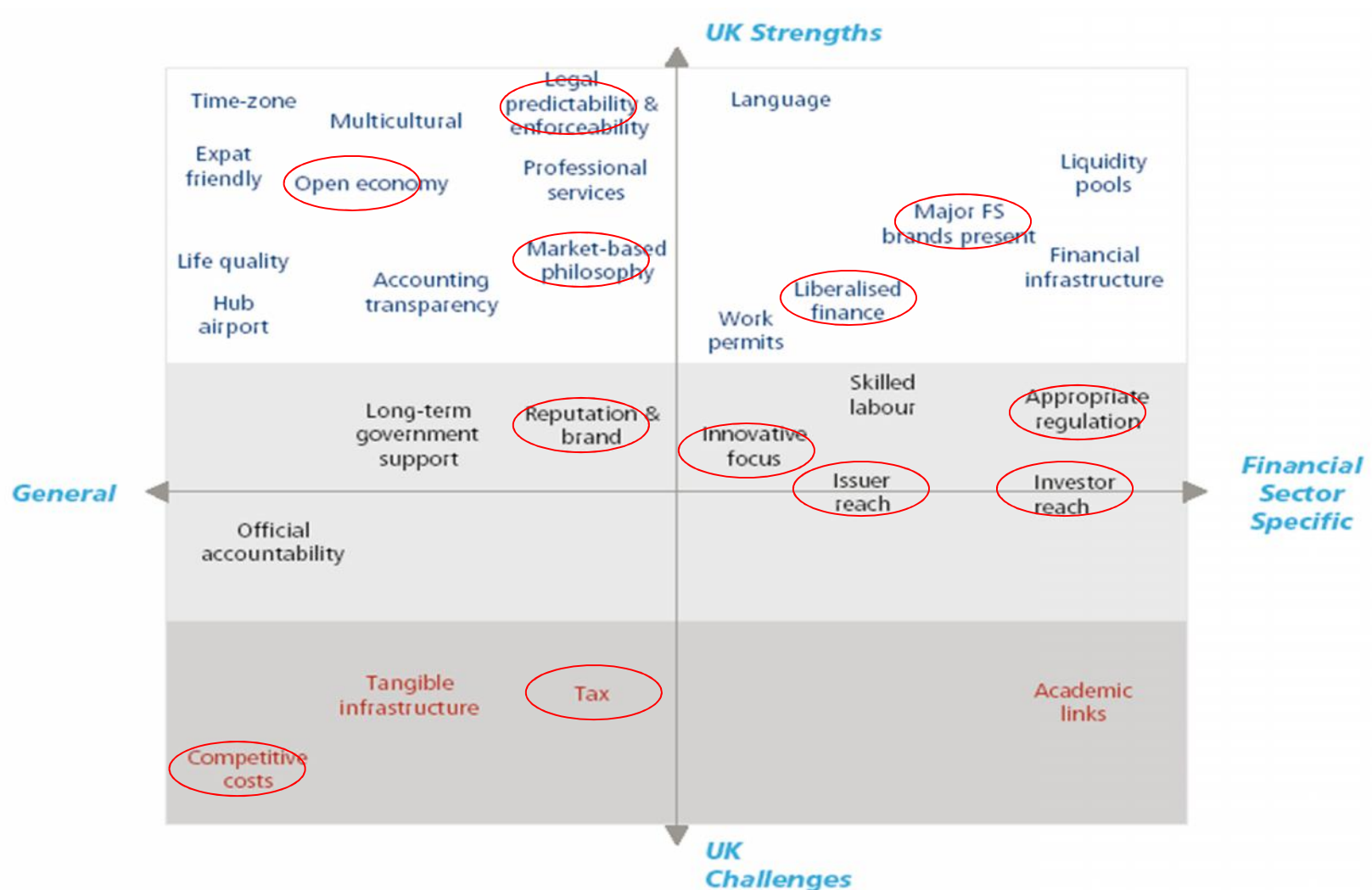
上海国际金融中心建设与金融主权问题

沪港国际金融中心发展基础优劣势比较

比较项目	上海	香港
经济规模与增长率	高	低
金融自由度与市场化水平	低	高
金融市场开放性与国际化水平	低	高
金融市场完整性与创新能力	低	高
证券现货市场规模与交易水平	更高	高
市场声誉、效率与成熟水平	低	高
金融市场法治水平与监管效力	低	高
金融专业人才与专业经验	低	高
低税率吸引力	低	高

上海国际金融中心建设与金融主权问题

中国与英国金融服务竞争优势比较





上海国际金融中心建设与金融主权问题

● 沪港国际金融中心共同发展，共同应对全球竞争

➤ 沪港国际金融中心发展应形成互补格局而非替代关系

- 为应对全球范围内的竞争，上海和香港市场只有共同发展，才能在全球金融体系和金融资源方面占据制高点；
- 香港在保持自身国际金融中心繁荣的同时，上海也要加快国际金融中心建设步伐；
- 沪港金融中心的共同发展，可以在全球市场格局中影响和支配更多的金融资源，从而带动中国整体经济实力的提升。
- 在全球金融格局变化过程中，还有很多新的空间、新的领域、新的渠道，从这个意义上讲，沪港市场都存在很多发展空间，而非此消彼长。
- 沪港之间要**面向互动**。加快建设上海国际金融中心不仅不会影响香港，反而更有利于跟香港互动，促进两个国际金融中心共同发展。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

国际金融中心通常具备如下基本特征

- 能对市场参与者各类需求快速作出响应的市场化运作机制
- 能为各类机构提供高效、便捷和有足够吸引力的收益的友好营商环境
- 能对国内外金融资源进行高效配置的多功能、多层次金融市场。

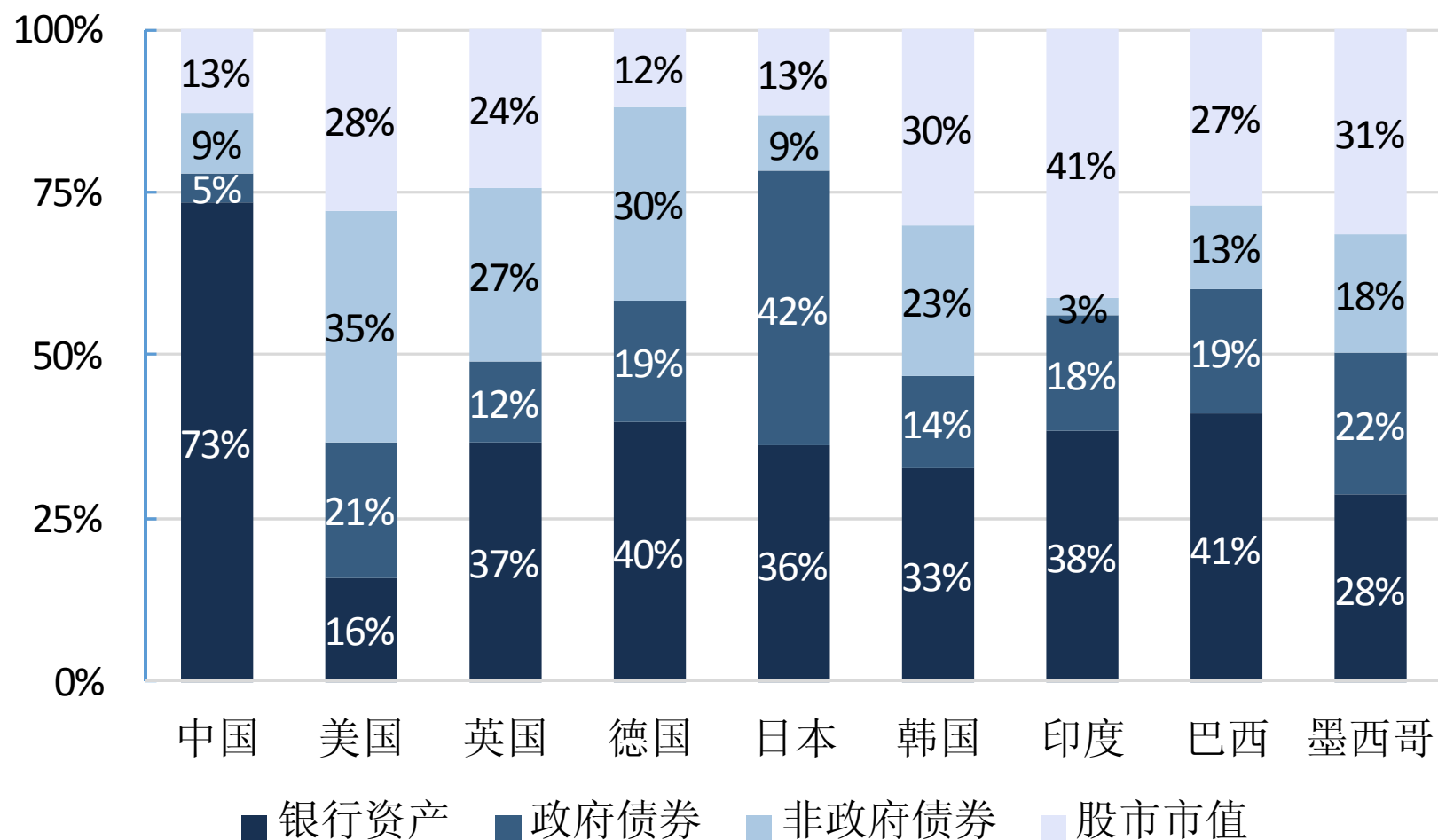


上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 上海国际金融中心建设的关键，在于金融市场体系的建设；而金融市场体系建设的关键，一是推进关键金融产品与金融业务的创新和发展，二是推进制度、体制和机制的变革，优化金融发展环境。
- 上海国际金融中心建设目前存在的最大瓶颈，是制度供给不足，体制改革和制度建设滞后，政府管制过度，创新和创新精神不足，制度成本过高，金融市场发展的制度环境亟待完善。
- 上海金融市场体系建设目前存在的最大薄弱环节，是金融抑制和政府管制过度，导致直接融资的**导管效应**受到严重损害，社会金融结构畸形，包括股权市场、固定收益市场和金融衍生品市场在内的资本市场和直接融资发展极为落后

上海国际金融中心建设与金融主权问题

2012年全球主要国家金融资产结构





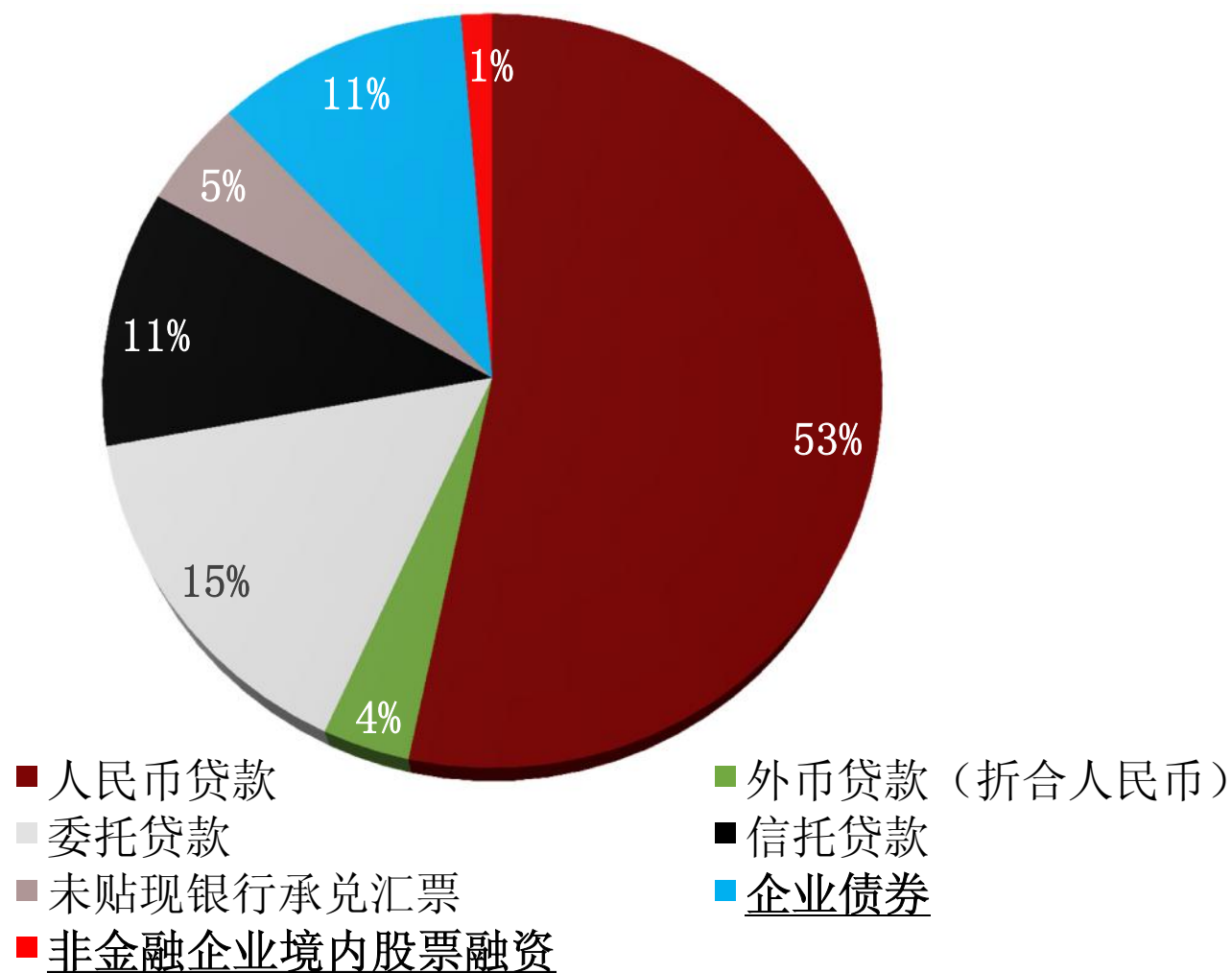
上海国际金融中心建设与金融主权问题

我国直接融资比例严重偏低，公司部门杠杆率过高，社会融资对商业银行贷款过度依赖，金融体系较为脆弱，风险高度集中于银行，系统性风险过高，不利于资本市场发展和上海国际金融中心建设

- 从1990至2013年的24年间，沪深证券交易所的股票筹资总额累计5.43万亿元，而2013年我国金融机构人民币贷款增加额却高达8.91万亿元(年底贷款余额71.9万亿)，远远超过资本市场历年股票筹资总额。

上海国际金融中心建设与金融主权问题

2013年我国社会融资结构





上海国际金融中心建设与金融主权问题

上海国际金融中心建设的基本路径，一是加快利率、汇率市场化和金融自由化、国际化步伐，建设和完善金融市场体系，大力发展直接融资，改善金融市场结构，提升金融市场质量，降低金融体系的系统性风险，二是推进人民币国际化，逐步使人民币成为国际结算货币、国际投资与融资货币、以及国际储备货币

这两者都包含着一个相同的内容：必须全面推进制度变革，尽速改变我国目前过度依赖商业银行和间接融资的畸形金融结构，建设和发展一个强大的、高收益、低风险、功能完善的资本市场，包括股票市场、固定收益（债券）市场、金融衍生品市场等。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

国内地区性金融中心的差异化、互补型协调发展

一个国家在发展国际金融中心的同时，往往会形成有层次有分工的金融中心体系，出现若干个配套性、支持性、有梯度差异和不同侧重点的国内区域性金融中心，犹如金字塔结构或雁行模式，国际金融中心作为“头雁”，处于领先地位，不断带动“群雁”向前奋进，头雁快则群雁快，头雁慢则群雁慢。我国作为一个新兴的大国，要快速实施建设上海国际金融中心的国家战略，需要举全国之力，努力发展上海国际金融中心，保证其成为疾飞的“头雁”，避免延误发展步伐和有利时机，并借此带动全国各地金融业和区域性金融中心的发展，形成良好的相互支持、相互补充效应。



上海国际金融中心建设与金融主权问题

- 中央政府必须高屋建瓴，在进行战略决策和顶层设计的同时，彻底改变目前上海国际金融中心建设执行力不到位的局面，卓有成效地建设和发展上海国际金融中心，卓有成效地发展以人民币为主导的全球货币与金融体系，打破美国的货币与金融权力垄断。



中国金融自由化的先后次序问题

“先内后外”原则

- ◆ 先推动国内的金融创新和金融自由化，在国内市场参与者形成足够的专业能力和国际竞争力之后，再实现国内金融市场对外全面开放即对外自由化
- ◆ 注意国内金融自由化与对外金融自由化之间的先后顺序，将夯实国内市场基础置于优先地位。在市场尚未完全对外开放前，通过国内金融自由化和金融创新，形成完整的市场结构与产品链，发展一个高度发达成熟的金融现货市场和衍生品市场，让国内市场参与者在实践中积累足够的经验，熟悉国际通行的交易方式与金融产品，获得必要的专业知识和技术；在国内市场对外开放时，国内投资者和机构才会有足够的能力与国外竞争者PK，而不致于成为他们的猎物和牺牲品。
- ◆ 通过先行推动国内金融自由化，迅速做大做强国内金融市场和资本市场，以国内的改革和发展推动为我所用的对外开放，而不是相反。对外金融开放必须着眼于做大做强国内市场而不是掏空国内市场，使国内市场发展长期受到抑制和维持落后局面。必须警惕和避免国内资本市场的空心化和资本市场融资与投资的外包化、两头在外及为他人作嫁衣裳。



国内金融自由化的关键领域问题

直接融资体系中股权融资和股票市场发展受到严重抑制

- 政府对新股发行的过度管制，导致国内股票发行服务长期严重供给不足，出现中国市场独有的股票IPO排长队现象，IPO的时间成本、制度成本、不确定性过高，大量企业的股权融资需求难以及时、便利地得到满足，股票市场的价格发现（估值）功能、融资功能、投资功能受到严重损害
 - 发行人的大量排队，意味着股票发行的行政管制导致市场价格水平高于供求均衡水平，股票发行市场无法出清（发行人排长队和超额认购、申购极度活跃同时存在）
 - 为什么大量国内企业海外上市、为他人作嫁衣裳，而不能用来发展本土市场？为什么腾讯、阿里巴巴不能在我国内地市场上市？
 - 大量企业海外上市，在很大程度上是中国国内股票市场失败而非成功的标志！

国内金融自由化的关键领域问题

- 目前股票二级市场长期平均投资回报过低的关键问题是定价不当，价格扭曲，风险溢价偏低。这种扭曲表现在两个方面：一是总水平扭曲，股价总水平长期偏高；二是结构性扭曲，新股、中小盘股、绩差股股价偏高：
 - ◆ 1990至2010年，沪深股票市场新股首日平均溢价水平接近140%，高居世界首位，远超英、美等成熟市场
 - ◆ 新股估值过高导致新股上市后即步入漫长的价值回归之路，这是国内股市长期投资回报不高的重要原因之一。
 - ◆ 2012年1月末，美国、香港、巴西、印度和中国市场的小盘股相对大盘股的溢价率分别为69%、5%、64%、-30%和187%；
 - ◆ 2011年，我国ST公司股票的市净率高达3.8，而海外市场绩差公司股价大都接近公司账面价值，甚至有较大折扣，如东京交易所亏损公司的市净率只有0.76。

股价总水平长期偏高的根本原因，是行政管制过度导致证券发行和股票市场供给相对不足和成为卖方市场（股票发行排队过长和申购极度活跃为其重要标志之一），刺激市场长期投机过度，非理性的“三高”（高发行价、高市盈率、高超募额）、“五炒”（炒新、炒小、炒差、炒短、炒概念）使二级市场变成了零和博弈，基于价格高位的短期趋势投资与短期买卖价差成为一级市场和二级市场投资获利的主要途径，指数上涨被作为市场成功和监管机构“成功”的主要标志，结果导致“掏空”市场和大量投资者的投资亏损



国内金融自由化的关键领域问题

- 现阶段各国IPO制度的共同特征和核心要素
- IPO注册制是我国资本市场IPO制度改革的既定目标，注册制的核心与实质包括：
 1. **市场化、便利化**：即IPO的去行政化，市场供求自我平衡条件下的自由运作和自我调节，或市场自由运作条件下的供求平衡；
 2. **法治化**：对信息造假和其他各种滥用市场机制的责任主体的有效惩处和充分、便利的法律救济
 3. **透明化**：聚焦于信息披露的充分、准确、可靠（信息披露为本的发行和监管）；审核过程的透明化



国内金融自由化的关键领域问题

利率市场化与固定收益产品市场发展

- **中国债券市场规模过小：**全部债券余额与GDP的比率远低于海外成熟市场的平均水平，与韩国、印度等新兴市场相比也较低。
- **结构不合理：**品种结构不合理，公司债、地方政府债券（市政债）等债券品种在整个市场中的比例过低，MBS、ABS等市场规模过小；投资者结构不合理，银行成为主要投资者。
- **市场分割：**银行间市场、交易所市场、银行柜台市场相互分割。银行系统投资者占整个债券市场投资者比例偏高，造成债券市场整体流动性偏低，二级市场价格发现功能不强。
- **利率形成机制不合理：**存款利率仍受到行政管制；企业和地方政府财务预算约束软化，存在资金饥渴症，资金利率的需求弹性较低，对利率水平的变动不敏感
- **基础制度建设不到位：**资信评级、债权人保护、地方政府财政管理体制和发债机制不完善……



国内金融自由化的关键领域问题

利率市场化与固定收益产品市场发展

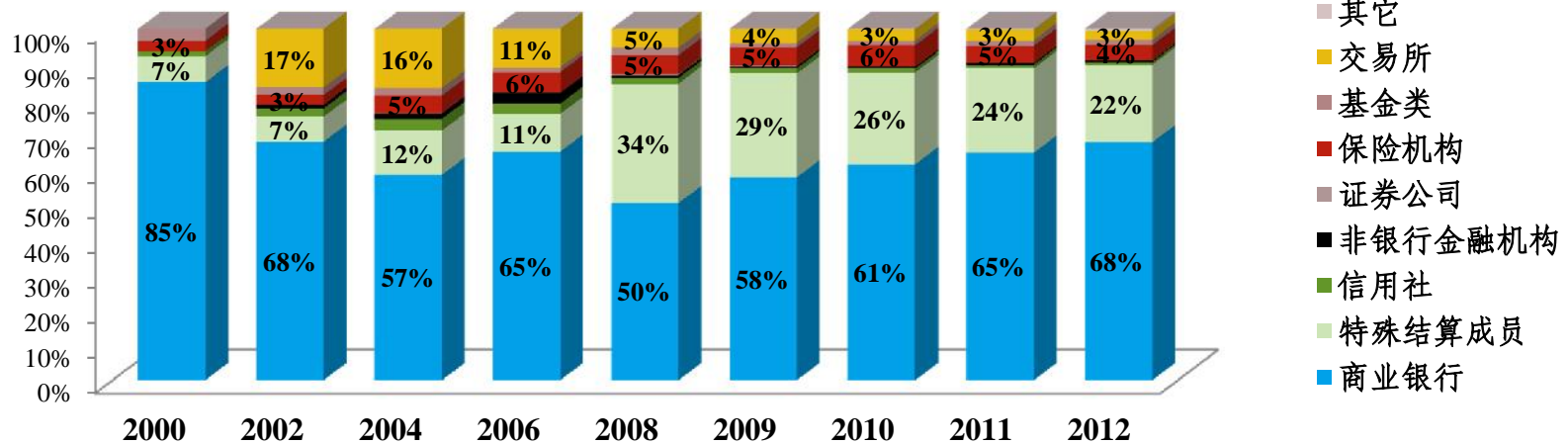
➤ 案例分析：投资者结构不合理

- 商业银行持有大量的资金，用来购买国债，一方面降低了流动性，另一方面使得国债利率难以成为均衡水平的基准利率，从而限制了债券现货市场的发展，限制了国债期货、利率衍生品的发展，导致金融结构严重失衡，金融市场严重扭曲
- 目前国债持有高度集中于商业银行，蕴含着较高的系统性风险：一旦商业银行出现行业危机，不仅会危及信贷市场与间接融资，也会危及国债市场和直接融资，进而导致整个金融体系崩溃；或者，当国债利率水平出现剧烈的逆向变动时，会导致商业银行出现行业性风险和行业生存危机。
- 国债期货等利率衍生产品的发展需要平衡的、多元化的投资者结构、国债现货市场的足够流动性、完善的期限结构和定价基准。
 - ✓ 在银行间市场国债高度集中于少数大型商业银行的情况下，由于这些商业银行国债现货持仓部位过高，市场操控能力极大，将影响国债期货等标准化的利率衍生品市场的健康运作。

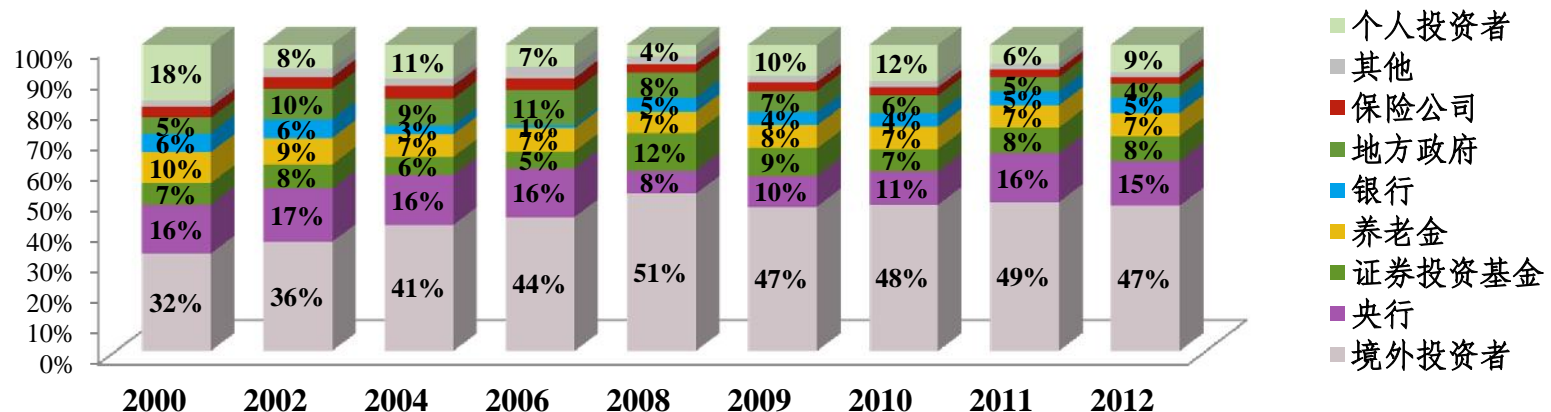
国内金融自由化的关键领域问题

中美国债持有者结构比较

中国国债持有者结构



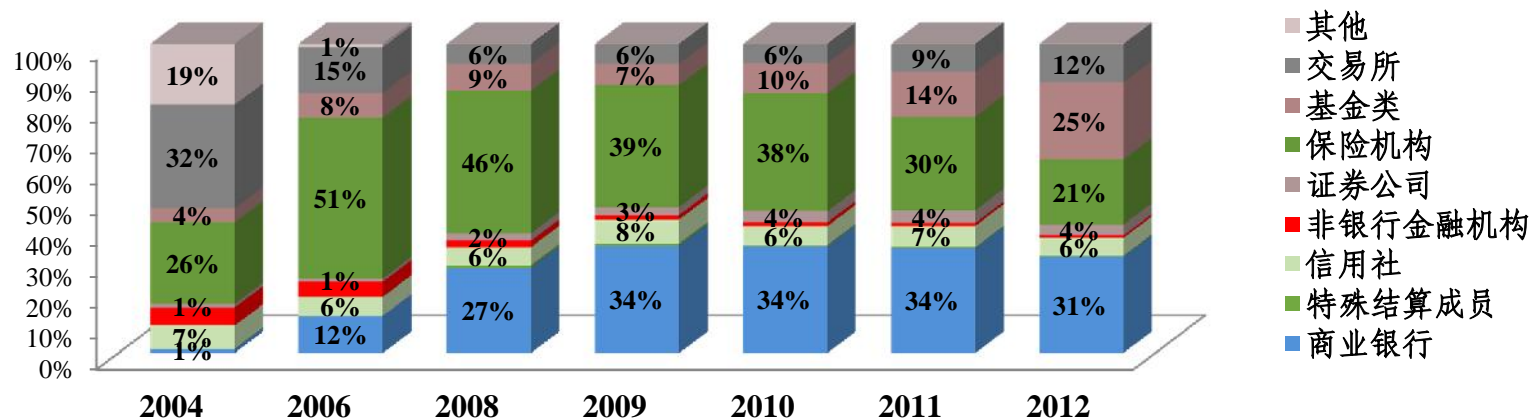
美国国债持有者结构



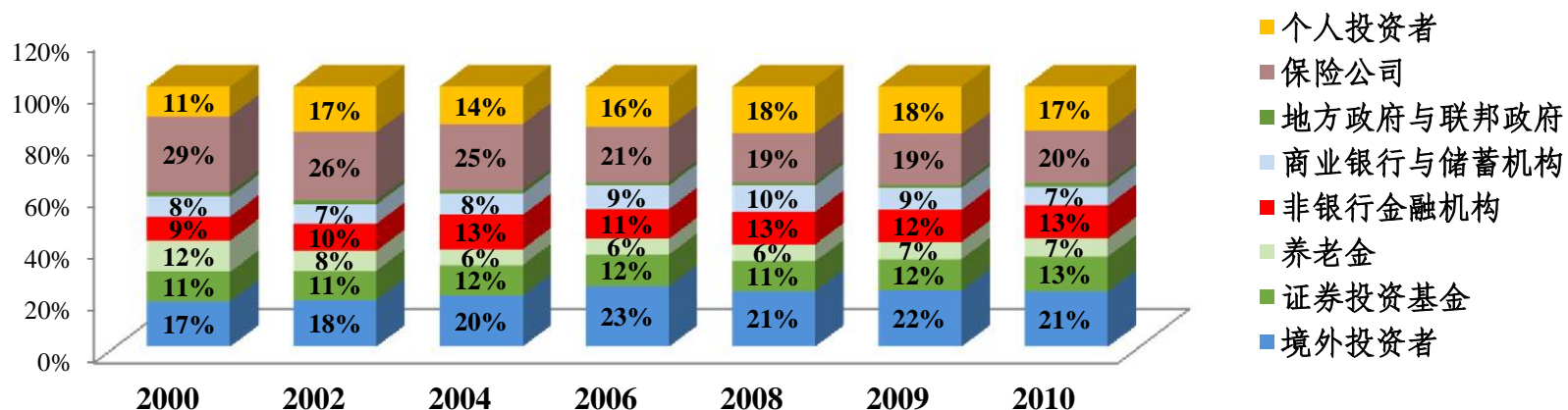
国内金融自由化的关键领域问题

中美公司债持有者结构比较

中国公司债持有者结构



美国公司债持有者结构

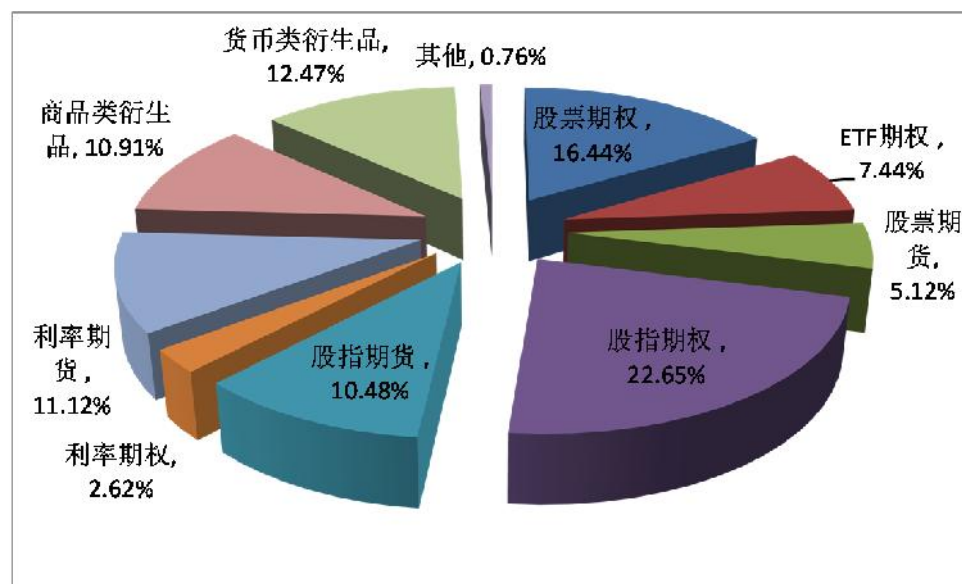


国内金融自由化的关键领域问题

衍生品市场发展

目前，中国交易所市场金融衍生产品仅有股指期货和国债期货两个品种，缺乏股指期权、个股期货和期权、货币类衍生品等国外交易所市场主要产品，远远不能满足市场对于资产配置和风险管理的需要。

全球交易所各类金融衍生品
交易量占比



国内金融自由化的关键领域问题

全球主要交易市场交易产品链比较

	德国	纽约	NASDAQ	伦敦	泛欧	加拿大	澳大利亚	巴西	东京	孟买	韩国	台湾	香港	沪深
股票	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
外国股票	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
债券	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ETF	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
权证/凭证	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
结构化产品		○	○	○	○		○	○					○	
股指期货	○		○		○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
利率期货	○				○	○	○				○	○	○	○
货币期货			○		○	○		○		○	○			
商品期货	○				○	○	○	○			○	○	○	
股票期权	○	○	○		○	○	○		○	○	○	○	○	
股指期货期权	○	○	○		○	○	○		○	○	○	○	○	
ETF期权	○	○	○		○	○	○		○	○			○	
ETC	○	○		○	○	○	○	○	○	○	○		○	
ETN	○	○	○	○	○			○	○	○	○		○	
认股权证	○				○	○	○		○				○	
股票期货	○	○			○					○	○	○	○	
利率期权	○				○		○						○	
货币期权			○		○	○					○			
期货期权	○				○	○			○					
结构化衍生品	○		○		○	○	○						○	

注：“○”表示相关市场有该产品。



中国金融强国建设的制度与政策配套问题

1. 重新构造中国金融市场运作的制度框架、治理架构和微观基础，由官僚本位转向市场本位，实现政府和监管机构归位尽责，对市场运作实行“负面清单”管理，使市场参与者“法无禁止即可为”，使政府和监管机构“法无授权不可为”，包括改变目前的金融机构和交易所等市场组织者在很大程度上仍然是政府和监管部门行政附属物的局面，实现金融市场运作、监管和创新的自由化、法治化、专业化、透明化



中国金融强国建设的制度与政策配套问题

2、全力以赴，做强、做精、做好、做优实体经济，努力夯实实体经济基础

- 实体经济是金融市场发展的根、土壤和基础，是金融市场发展的出发点和归宿点，是金融市场发展的根本所在
- 金融市场的大楼盖得再高，地基是最根本的。这种地基即是实体经济。没有稳固的实体经济地基，金融市场大楼就会变成今天人们笑谈的“楼歪歪”、“楼脆脆”，引发金融风险，造成金融灾难
- 离开稳固的实体经济基础，金融强国建设将成为奢谈和空想，成为无源之水、无本之末



中国金融强国建设的制度与政策配套问题

■ 做强实体经济的4大关键要素

(1) 社会文化、观念和动力基础变革：让企业和经济组织回归其发展的根本——客户需求第一，努力实现客户价值最大化（使之成为一种宗教和行为模式！）

(2) 根据客户价值最大化的目标和商业底线，推动制度创新、组织和流程创新、技术、产品和服务创新，构造卓越的企业，形成相应的商业模式、组织文化和激励约束机制

(3) 根据企业客户价值最大化和构造卓越企业的目标，调整政府与企业的关系，改善政府的服务和监管，有效配置政府所控制的资源，优化产业组织，从根本上治理企业和地方政府财务预算约束软化、过度重复投资、重复建设、大量产能过剩等问题，再造政府组织机制和财政资源配置机制，打造一个高效、精干、清廉、低成本的小政府，降低社会运行费用和税收负担

(4) 确保建立健康的宏观经济政策框架，包括**最优财政政策、最优货币供应量和最适宜的利率、汇率与通胀水平**，为全社会范围内的资源有效配置、有效利用和社会经济的高质量增长提供适宜的宏观政策环境。



结 语

- 上海国际金融中心建设的持续推进和中国金融市场的自由化、国际化，将引发金融不断脱媒和中国金融市场的爆炸式发展，为金融市场的制度创新、交易机制创新、产品创新打开巨大的空间
- 上海国际金融中心建设和中国金融市场发展需要明道、驭势、得法、优术，练好内功，管理好风险，大胆探索，强基固本，行稳致远

Thank You !

