



复旦智库报告
FUDAN REPORT SERIES

2019 NO. 08

上海系列
SHANGHAI OBSERVE

增强高质量创新开放, 提升上海国际金融中心资源配置功能
Enhancing Innovation, Furthering Opening-up, and Optimizing Resources:
Shanghai's endeavor in building itself into an International financial center

**增强高质量创新开放，提升上海国际金融
中心资源配置功能**

复旦大学泛海国际金融学院

2019年5月

项目组成员

钱 军 复旦大学泛海国际金融学院金融学教授、执行院长

高华声 复旦大学泛海国际金融学院金融学教授、副院长

焦 阳 复旦大学泛海国际金融学院经济学助理教授

马 畅 复旦大学泛海国际金融学院金融学助理教授

吴文斌 复旦大学泛海国际金融学院金融学助理教授

顾 研 复旦大学经济学院、泛海国际金融学院博士后研究员

目 录

内容摘要.....	1
报告正文.....	2
一、“量”与“质”齐飞，上海国际金融中心建设取得重大进展	2
1. 金融市场规模显著提升，国际影响力进一步增大.....	2
2. 金融产品序列更加丰富，金融市场体系更加完善.....	3
3. 国际化程度进一步提升，成为内地开放的最前沿.....	3
4. 金融和营商环境日趋优化，金融生态初步形成.....	3
二、“金融+创新”，“科创板”试点注册制助力上海资本市场改革与科技创新 ..	4
1. 强化信息披露、中介监管和主营业务审核，合理控制“科创板”企业上市节奏、 规模和行业分布	4
2. 重视日内价格波动管理，完善做空交易机制设计，做好投资者教育以及预期管 理	5
3. 严格退出机制，重点加强对重大违规类退市的投资者利益保护，以及“科创板” 与对接市场之间的制度衔接	5
4. 重视突出“科创板”科创性定位，充分发挥对现有市场的“互补效应”	5
三、“金融+开放”，自贸区扩大金融开放提升上海金融市场国际化程度	6
1. 自贸区试点建设国际开放的在岸金融中心.....	6
2. 吸引更多的外资银行、证券、保险等金融机构总部进驻上海.....	7
3. 进一步扩大上海各类金融市场对外开放程度.....	7
4. 拓展 FT 账户的功能以及使用范围.....	7

四、“金融+监管”，强化风险预警和防范化解机制守住不发生系统性、区域性风险底线.....	8
1. 分类监管实现外资有序进入和退出市场.....	8
2. 建立动态监管机制调节短期资本流动.....	8
3. 对涉及金融本质的业务实行穿透式监管.....	9
4. 强化对我国金融消费者的利益保护.....	9
五、“金融+科技”，科技助力金融行业创新带动上海金融服务效率提升.....	9
1. 科技与风险管理并重，提升上海保险业国际竞争力.....	10
2. 权衡数据分享与安全之利弊，提升上海金融信息服务业竞争力.....	10

内容摘要

针对“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”这一目标，“十三五”期间上海国际金融中心建设在市场规模、产品体系、国际化程度以及金融生态建设等方面取得重大进展。当前，随着上海国际金融中心建设进入冲刺阶段，围绕“科创板”试点注册制、扩大金融开放等重大历史机遇，上海应进一步提升科技创新实力和对外开放质量，促进上海国际金融中心资源配置功能的进一步提升。具体路径上应从四个方面展开：

一、以“科创板”试点注册制为契机，推动上海资本市场改革和企业创新。突出信息披露核心原则，加强中介监管和主营业务审核，完善日内价格波动管理以及做空等风险防范机制，严格重大违规企业退市，同时做好投资者保护机制设计，突出上市公司“科创性”要求。

二、利用自贸区制度优势扩大上海金融市场对外开放程度。重点培育和建设离岸国际金融中心，以更优惠的政策吸引外资金融机构总部进驻上海，进一步扩大上海各类金融市场开放度，尝试开展 FT 账户资本项目可兑换业务，拓展其在国内其他地区的可复制性。

三、强化金融风险预警与防范化解机制。对 FDI 等长期资本建立有序退出机制，对短期资本建立窗口指导+“动态托宾税”监管模式，同时加强对金融业务实质的穿透式监管，以及提升金融消费者权益保护。

四、以科技提升上海金融服务效率。主要包括：以监管科技和国际再保险中心建设为抓手，提升上海保险业国际竞争力；在保证客户隐私和监管安全的前提下加大数据开放，提升上海金融信息服务业核心竞争力。

报告正文

上海国际金融中心建设是一项重要国家战略，也是上海承担的重大使命。“十三五”期间，针对“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”这一目标，上海国际金融中心建设取得重大进展。金融市场规模和质量显著提升，国际金融中心地位进一步巩固，初步形成全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心，在营商环境和金融发展环境方面也有明显改善。

进入 2019 年，随着《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020）》（以下简称《行动计划》）的出炉，上海国际金融中心建设已经进入冲刺阶段。对此，围绕当前“科创板”试点注册制、扩大金融开放等重大历史机遇，重点增强上海科技创新实力和对外开放质量，促进上海国际金融中心资源配置功能的进一步提升，将是接下来上海国际金融中心建设的关键。

一、“量”与“质”齐飞，上海国际金融中心建设取得重大进展

“十三五”期间，上海国际金融中心建设取得重大进展。全球颇有影响力的 GFCI 国际金融中心指数显示，上海在最新两期排名中均位列第五，仅次于纽约、伦敦、香港、新加坡四大传统国际金融中心城市。具体成绩上，主要体现在以下四个方面：

1. 金融市场规模显著提升，国际影响力进一步增大

2018 年上海全年金融市场交易规模达到 1646 万亿元，比上年增长 15.2%。截至 2018 年底，上海证券交易所股票市场总市值 26.95 万亿元，总市值和 IPO 融资额在全球交易所排名中均列第四，仅次于纽约证券交易所、纳斯达克和日本交易所集团；中国债券市场总余额 86 万亿元，在全球债券市场规模中排在第三位，仅在美国和日本之后；上海期货交易所交易量全球商品期货和期权交易所中排在第二位，仅次于芝加哥商业交易所集团，螺纹钢、镍、热轧卷板、锌、铝、铜、银、金、沥青、橡胶等多

个品种交易量进入分类前十；上海黄金交易所黄金交易量在全球交易所市场排第二位，也仅次于芝加哥商业交易所集团。

2. 金融产品序列更加丰富，金融市场体系更加完善

2015 年以来，大宗商品市场新推出了镍、锡、纸浆、原油等一系列期货类产品，以及铜和天然橡胶两种期权产品，其中，镍期货成交量在最新的全球非贵金属合约排名中位列第三，铜期权则是我国首个工业品期货期权品种。金融衍生品方面，新推出了 10 年期国债期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货、2 年期国债期货以及上证 50ETF 期权等金融期货期权产品，其中，2 年期国债期货填补了我国过去缺少中短期国债期货的空白，上证 50ETF 期权是我国首个也是目前唯一的场内金融期权产品。外汇市场方面，也新推出了人民币铁矿石掉期、人民币动力煤掉期、自贸区铜溢价掉期、人民币苯乙烯掉期、自贸区乙二醇进口掉期等一系列清算业务。

3. 国际化程度进一步提升，成为内地开放的最前沿

作为内地首个与境外资本市场互联互通交易机制，沪港通于 2014 年 4 月获批，11 月正式上线，成立四年多来累计成交金额已超过 10 万亿元，极大地促进了中国内地资本市场对外开放进程。此后，上海又推出了“黄金国际版”——首个国际化金融类资产交易平台、原油期货——首个引入境外投资者的期货品种、自贸区 FT 账户等金融创新产品或业务，扩大上海金融市场对外开放力度。此外，依托巨大的中国市场、日益完善的金融体系以及自贸区重大制度优势等，上海吸引了大量外资金融机构来沪，截至 2018 年底，上海拥有外资金融机构总部 1605 家，较十年前多了一倍。

4. 金融和营商环境日趋优化，金融生态初步形成

世界银行发布的《2019 全球营商环境报告》显示，中国 2018 年营商环境由 78 名大幅跃升至 46 名，首次进入全球前五十，上海作为权重 55% 的样本城市，对此做出

了重要贡献。细项评分显示，上海在开办企业、施工许可、获得电力、登记财产、纳税、跨境贸易等方面评分均有明显提升。自贸区成立 5 年来，共发布了 9 批 111 个金融创新案例，在全国起到了一定的示范推动作用。率先设立上海金融法院，提高对金融消费者法律保护，出台全国首部地方性综合信用条例。

二、“金融+创新”，“科创板”试点注册制助力上海资本市场改革与科技创新

2019 年中国资本市场最重要的一项改革措施就是设立“科创板”试点注册制。

“科创板”对于上海国际金融中心以及科技创新中心建设具有重要意义。一方面，“科创板”扶持具有科技创新特征的企业上市，对其进一步扩张规模、提升竞争力提升和公司治理水平具有重要促进作用；另一方面，“科创板”试点注册制为解决长期以来我国资本市场存在的行政干预偏多、定价机制不完善、信息披露质量不高、退市制度不健全等问题，从基础制度设计上提供了新的改革方向。

目前，上交所已受理拟“科创板”上市企业达到 110 家，不少地方也出台了扶持当地企业“科创板”上市的相关政策。为实现“完善支持创新的资本形成机制”、“发挥科创板改革试验田的作用，形成可复制可推广的经验”两大目标，保证“科创板”实现平稳起步，“科创板”正式开板前还应在发行、上市、交易、退市各个环节进一步做好以下几方面政策安排：

1. 强化信息披露、中介监管和主营业务审核，合理控制“科创板”企业上市节奏、规模和行业分布

除了上市公司本身的财务、非财务信息披露，进一步强化对会计师事务所、律师事务所等中介机构的审查，对严重违规者罚款甚至取缔执照。鉴于“科创板”拟上市公司科技属性较强，造假的可能性较高，初期进行适度的实质性审核是必要的。因此

建议建立专家中介团队，对首批“科创板”上市企业进行一定资质审核，落实对创新公司进行客观、专业的评价，保证上市企业具有一定的数量和规模，行业全面覆盖六大新兴行业，企业规模以中小企业为主，适当包含一些大规模企业。

2. 重视日内价格波动管理，完善做空交易机制设计，做好投资者教育以及预期管理

引入个股日内价格波动管理机制，降低股价日内巨幅波动的风险，同时采用盘中或盘后多次集合竞价来应对大单，降低瞬间价格冲击。明确融券使用范围、方式，适当扩大其使用规模。在初步形成一定市场规模后，尽快推出基于科创板指数的股指期货和期权工具，条件成熟后尝试进一步推出个股期权。为防止可能的过渡炒作，可以提高交易科创板衍生品的准入门槛，开户金额不低于100万，且必须有两年以上衍生品交易经验。此外，做好“科创板”投资者，尤其是散户投资者的预期管理，利用“科创板”询价定价过程的全面公开，提升投资者利用这些有价值信息的决策判断能力。

3. 严格退出机制，重点加强对重大违规类退市的投资者利益保护，以及“科创板”与对接市场之间的制度衔接

“优胜劣汰，适者生存”。严格退市机制保证科创板可进可出，有利于科创板持续健康发展。鉴于退市造成购买公司股票的投资人损失惨重，对于因重大违规而强制退市的企业，尤其是上市阶段重大违规，应允许踩雷的个人投资者可以按不低于发行价一定比例的价格将其卖给企业或跟投券商。对于因经营不善导致财务或市值指标触及退市标准而强制退市的企业，投资者则需自行承担相关风险。此外，加快对“科创板”对接市场发行、交易、分层制度的改革，通过改进做市商和协议转让制度，增强市场流动性，加强“科创板”与其他板块之间的制度衔接。

4. 重视突出“科创板”科创性定位，充分发挥对现有市场的“互补效应”

为吸引优质企业上市，不同板块之间存在竞争关系，为防止“科创板”对其他已

有板块的“虹吸效应”，应重点明确“科创板”定位和目标。“科创板”旨在已有存量市场下拓展增量市场，重点吸引那些尚不完全具备主板上市条件，但成长性高、科技创新性强的高新科技企业，由此突出“科创性”特色定位，实现对已有板块市场的“互补效应”。

此外，为加强“科创板”投资者合法权益保护，还应加强行政法规与刑法之间的连接，加快证券法、公司法和刑法等的修订完善，加快推动示范判决机制与支持诉讼、诉调对接等机制相结合，严惩上市公司违法违规、欺诈发行、信息披露不当等行为，并通过加大经济处罚以实现中小投资的赔偿救济。

三、“金融+开放”，自贸区扩大金融开放提升上海金融市场国际化程度

对标纽约、伦敦等全球领先国际金融中心，上海在国际化程度上仍然存在一定差距。比如，上交所股票市场流通股中，境内上市外资股占比仅为 0.372%，纽约、伦敦分别达到 16%和 32%；美国股票市场的境外投资者比例常年保持在 25%，上海股票市场，即使 QFII、RQFII 以及沪股通额度全部用满，也只占沪市交易额的 1.8%；2017 年中国债券市场境外机构持有比例只有 2%，美国仅国债一项被境外机构持有比例就在 20% 左右。借助自贸区扩大开放的制度优势，上海在控制风险的前提下，应尽快加大金融业对外开放程度，全面提升国际化程度，具体措施可以从以下几方面展开：

1. 自贸区试点建设国际开放的在岸金融中心

雄厚的中国经济基础是上海国际金融中心建设的重要倚仗。因此，在发展目标和路径选择上，上海应该与纽约对标，发展在岸型的国际金融中心，以黄金国际版、原油期货为基础，建立和拓展其他允许外资参与的在岸国际金融市场。以此实现两点目标：一是与香港、新加坡等离岸型金融中心形成差别，实现差异化竞争；二是为体量巨大的本土市场服务，提升金融服务实体经济能力。

2. 吸引更多的外资银行、证券、保险等金融机构总部进驻上海

政策上应给与来沪的外资金融机构更少的限制和更多的便利，具体包括但不限于这几方面：降低来沪外资金融机构的准入要求，放宽直至取消外资持股比例限制，目前保险业开放程度最高，2018年5月安联保险控股落户上海，成为我国首家外资保险控股公司；逐步放宽外资金融机构来沪开展业务范围，支持外资机构开展金融创新；提高外资金融机构来沪开展业务便利度，提高政府办公服务效率，缩短相关手续办理时间。

3. 进一步扩大上海各类金融市场对外开放程度

近年来，中国资本市场全球影响力不断增大，2019年3月MSCI决定将A股权重因子由5%逐步提高至20%，2019年4月中国债券正式纳入彭博巴克莱指数，富时罗素也将于2019年6月把A股纳入其全球股票指数体系。同时，债券通开通一年多来运行良好，已成为外资参与我国债券市场的重要渠道。对此，未来应进一步放宽沪港通、债券通等现有互联互通机制的交易限制，并在此基础上开通“沪伦通”等其他与境外市场互联互通的交易机制。支持境外创新企业通过发行中国存托凭证（CDR）等方式拓展中国市场，扩大熊猫债规模。此外，在风险可控的前提下适当放开外资参与中国衍生品市场，尤其是金融期货期权类衍生品。

4. 拓展 FT 账户的功能以及使用范围

目前，上海自贸区实施的 FT 账户通过打通自贸区与离岸市场之间的通道，为区内企业涉足海外市场、满足实体经济所需的贸易结算和跨境投融资汇兑便利提供了更有效的方式。未来应进一步拓展 FT 账户的功能和适用范围，在满足实务、合规、实效的原则基础上，降低 FT 账户与其他账户的资金划转限制，尝试允许 FT 账户开展自贸区限额内人民币资本项目可兑换业务，以及争取将 FT 账户复制推广至长三角地区

乃至全国其他地区的自贸试验区等。

四、“金融+监管”，强化风险预警和防范化解机制守住不发生系统性、区域性风险底线

2018年，中美贸易摩擦等国内外不利因素导致股票市场下跌，企业债务违约频发，大量股权质押触及警示线、平仓线，以及商誉减值、P2P暴雷、租金贷等风险事件，严重考验了我国的金融风险监管能力。面对金融开放可能带来的资本流动加剧、资金出逃可能性上升、金融市场波动增大等一系列风险问题，上海如何在守住不发生系统性、区域性金融风险底线的前提下进一步做好引进外资和开放市场至关重要。对此，我们提出以下几方面政策建议。

1. 分类监管实现外资有序进入和退出市场

历史经验表明，大规模资本跨境流动会对一国金融市场产生较大冲击，因此上海在扩大对外开放的同时，仍需对外资进入和退出市场进行必要的监管。具体来说：对于长期资本，应鼓励其投资国内行业，但退出时要做好机制设计保证有序退出；对于短期资本，则要进行适当管控，可以通过窗口指导、“动态托宾税”等方式缓解其对国内市场的冲击，以下对此做进一步说明。

2. 建立动态监管机制调节短期资本流动

相比长期资本流动，短期资本进入退出由于规模大、投机性强等特点，容易对金融市场造成更大的影响。对此，我们提出两点关键机制：一是对于短期资本退出的规模、期限等设置必要的限制，防范大规模短期资本集中出逃；二是对于不同类型的短期资本，收取对应的托宾税，比如对非套保衍生品交易收取较高的税率，股票、债券等次之，长期FDI则为0，以此减少日常炒作资本进入。

3. 对涉及金融本质的业务实行穿透式监管

金融创新往往并没有脱离金融本质，对于实际涉及金融的业务，一定要执行高准入门槛，允许有数据、有人才、制度健全的具备金融资质的企业进入。但对于已具备资质的企业，应鼓励其开展业务创新，且保留较为宽松的试错容忍度。鉴于不同地区往往存在监管尺度差异，一方面要关注基于不同地区差异的监管套利行为，尤其是自贸区内外的制度差异，防范由此带来的金融风险；另一方面也要鼓励创新和适当提高监管容忍度，推动各类金融创新业务落地上海。

4. 强化对我国金融消费者的利益保护

金融开放下外资机构进入必然带来新的产品、服务以及管理模式等，这对我国金融监管，尤其是金融消费者的利益保护提出了更高要求。对此，一定程度的隔离监管将很有必要，对于外资金融机构的产品和服务，监管部门一定要做好审核和备案工作，谨慎对待尚未在其他国家和地区出现的新产品和新模式，从而在最大程度上保护我国消费者的正当权益。此外，2019年以来我国银行纷纷成立理财子公司，“大资管”背景下进一步明确产品属性以及风险特征，对于保护金融消费者利益尤为重要。

五、“金融+科技”，科技助力金融行业创新带动上海金融服务效率提升

当前科技与金融的结合已经成为推动金融行业发展和变革的重要方向。《行动计划》也强调上海国际金融中心建设要秉持以市场化、国际化、法治化、信息化为方向。通过融合互联网、大数据、人工智能、区块链等前沿科技，一方面传统金融行业的服务效率明显提升，服务范围明显扩大；另一方面将衍生出新的金融服务业态，扩展金融服务内涵。对于这两方面，我们将分别以保险业和金融信息服务业为例，探讨科技推动上海金融服务业效率提升的具体路径。

1. 科技与风险管理并重，提升上海保险业国际竞争力

目前，上海已是全国保险业最发达的地区，上海保险法人机构占比达到全国四分之一，外资保险公司数量位列全国第一。而随着金融开发步伐的加大，上海保险业发展要重点做好以下两方面内容：

(1) 借力保险科技促进本土保险企业转型升级，增强上海本土企业国际竞争力

目前，保险科技已经成为保险业发展的前沿方向。通过融合保险科技，保险公司能够实现个性化定制产品，并服务更多长尾客户。上海要进一步推进保险科技的研发与应用，吸引更多具有金融科技、保险科技背景的专业人才，以科技赋能保险，提高本土保险企业国际竞争力。

(2) 深入推进上海再保险中心建设，全面提升我国保险行业风险管理水平

随着保险业务的快速发展，再保险能够进一步分散和转移风险，对于保障保险行业稳健运行、提高风险管理水平、支持行业创新和扩大开放具有重要作用。2018年8月，国际再保险平台在上海保险交易所上线，在此基础上，上海应充分发挥在行业发展和制度基础上的先行优势，借力对外开放和科技创新的历史机遇，努力打造成为亚太地区乃至全球的再保险中心，全面提升保险行业风险管理水平。

2. 权衡数据分享与安全之利弊，提升上海金融信息服务业竞争力

借助互联网和数据红利，以金融资讯、第三方支付、信用中介为代表的上海金融信息服务业高速增长。比如金融资讯方面，上海拥有万德信息、东方财富、大智慧等金融信息服务平台；第三方支付方面，上海持牌企业占全国总量1/3左右，支付宝、银联、汇付天下、快钱等知名企业均位于上海。为进一步提升市场竞争力，上海金融信息服务业要做好以下几个方面：

(1) 加强数据共享建设，培育上海金融信息服务业发展创新动力

数据是金融信息服务业的核心竞争力，应建立良好的数据共享机制，保证安全的前提下，尝试进行适当的数据整合。比如，建立由高校、学院主导的数据中心，整合数据对外开放，依托强大的数据分析能力，实现数据平台共享。

(2) 完善人才、企业方面制度建设，提高上海对金融信息服务业相关人才和科技企业的吸引力

加强人才公寓建设，增加人才补贴，提高落户手续办理效率，改善政府服务软环境，促进科技、信息和金融人才进驻和常驻上海。加强税收减免和研发投入支持力度，鼓励中小科技企业，尤其是有专利的硬科技属性企业进驻上海。

(3) 建立安全防火墙，鼓励企业在保障用户隐私安全的前提下充分开发数据价值

数据价值开发必须在有效保护用户隐私安全的前提下进行，这需要法律法规及相关制度安排进一步完善。出于防范风险目的，一旦数据用于金融业务，包括网络借贷、信用担保等，应提供产品相关的全方面信息披露，以及投资相关的持仓、杠杆等信息，避免由于大数据、高频交易等可能出现的闪电崩盘。

(4) 探索以监管科技为代表的金融监管新模式

利用前沿金融科技创新，监管机构可以更好地了解行业和企业发展动向，并构建更有效的监管系统，变“亡羊补牢”为事前防范。同时，要求金融科技公司在开展实质业务前做好产品、技术、风控、投融资等方面信息披露，尤其是投资人、股东方面信息，保证一旦发生问题，可以追责关键责任人。