



2008

中国金融发展报告

——迈向国际化资本市场的创新与发展

上海财经大学现代金融研究中心
上海财经大学金融学院

上海财经大学出版社

图并查并目(CIP)数独

2008 中国金融发展报告

中国金融发展报告

——迈向国际化资本市场的创新与发展

上海财经大学现代金融研究中心·上海财经大学金融学院

主 编 周 立 群
副 主 编 周 立 群

2008 ZHONGGUO JINRONG FAZHAN BAOGAO

2008 中国金融发展报告

——迈向国际化资本市场的创新与发展
上海财经大学现代金融研究中心·上海财经大学金融学院

上海财经大学出版社

（上海）

网 址：<http://www.shup.com>

电子邮箱：webmaster@shup.com

全国新华书店

上海财经大学图书馆

上海财经大学图书馆

2008年11月第1版 2008年11月第1次印刷

 上海财经大学出版社

ISBN 7-309-06130-1 定价：49.00元

图书在版编目(CIP)数据

2008 中国金融发展报告:迈向国际化资本市场的创新与发展/上海财经大学现代金融研究中心·上海财经大学金融学院. —上海:上海财经大学出版社,2008. 11

ISBN 978-7-5642-0331-3/F·0331

I. 2... II. ①上... ②上... III. 金融事业-经济发展-研究报告-中国-2008 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 142965 号

□ 责任编辑 江 玉

□ 封面设计 周卫民

2008 ZHONGGUO JINRONG FAZHAN BAOGAO

2008 中国金融发展报告

——迈向国际化资本市场的创新与发展

上海财经大学现代金融研究中心·上海财经大学金融学院

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

宝山葑村书刊装订厂装订

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 22.75 印张 384 千字
印数: 0 001—1 300 定价: 47.00 元

前言

《2008 中国金融发展报告》在对金融市场运行进行一般性总结的基础上,重点分析了中国资本市场的快速发展进程以及国际化发展展望。我们希望本书除了真实地记录过去一年中国资本市场前所未有的突破性发展轨迹和成果以外,还能就进一步的国际化发展构画出一个大致的发展蓝图,以此为相关政府管理部门的决策提供有价值的信息和建议,为广大金融经济工作者的理论研究和实务工作提供有意义的参考。

具 金融市场国际化是建设国际金融中心的必要条件之一,而资本市场是金融市场不可分割的重要组成部分。没有一个国际化的资本市场,就不会有国际化的金融市场。本报告重点论述国际化进程中的资本市场,是因为自本系列报告出版以来,对于资本市场体系发展变化的分析一直是作为金融市场体系中的一个部分来加以阐述的。而近十年来,中国资本市场发生了巨大的变化,特别是最近三年来,资本市场无论在规模和体制上均取得了前所未有的发展,其国际化进程大大加快。在这样的情景中,全面系统地分析讨论中国资本市场的发展变化与前景,对于中国国际金融中心

的建设与定位,无疑具有十分重要的现实意义。

2007 年的中国金融市场经历了不平凡的一年。中国银行业第一年实现全面对外开放,也是中国加入 WTO 以来银行业迅速成长和发展最快的一年,同时也是中国人民银行为遏制经济增长偏快而动用货币政策最为频繁的一年。三大国有银行在 A 股市场成功挂牌上市,标志着中国银行业的改革进入新的历史阶段。中国保险业发展形势也好于往年,保险市场保持了增长较快、结构优化、效益提高、协调发展的良好态势。保险业改革深入推进,行业发展迈上新台阶。中国信托业在新的一年里获得了新的发展。银监会发布的《信托公司管理办法》将直接监管部门由中国人民银行转换为银监会,突出了信托主业;在业务内容上,新增了有价证券信托业务、居间业务和保管箱业务;2007 年 3 月 1 日起开始施行的《信托公司治理指引》强化了对信托业公司治理的约束。同期实施的《信托公司集合资金信托计划管理办法》提升了委托人资格门槛,加强了受益人对信托业务的监督。在创新方面,银监会鼓励开展私人股权投资信托、资产证券化、受托境外理财、房地产投资信托等新业务的创新。相信随着改革的深入,中国信托业必将更快地得到发展。2007 年最为瞩目的是资本市场的突破性发展。首先,多层次资本市场进一步发展,市场化配置金融资源的能力得以提高;其次,中国证券期货市场进一步融入全球,与国际市场联动性加强;再次,公司债的启动推进了债券市场的大力发展;最后,金融衍生品市场发展壮大,为风险管理和现货市场提供了良好的避险工具。

自 2005 年以来,中国资本市场进行的股权分置改革对资本市场产生了重大影响,这一影响在 2007 年达到了高潮,该年底我国沪深股市的股票流通市值与市价总值分别比 2006 年底增加了 2.7 倍和 2.6 倍。股权分置改革提高了我国市场参与者对证券市场发展前景的预期,帮助上市公司实现了融资形式的多样化,使我国上市公司股票融资金额大幅上升,2007 年的融资金额比 2004 年的 1 510.9 亿元增加了 4.6 倍。股权分置改革还促进了企业的整体上市,提高了中国的行业集中度和产业链的完善。证券市场的快速发展也促进了证券投资基金的发展。2007 年基金业资产规模出现了急速的增长,基金投资者队伍迅

速壮大,个人成为基金投资的主力军,2007 年成为基金发展史上的里程碑。H 股的回归成为 2007 年资本市场的标志性事件。仅中石油、中国人寿、中国神华、中国平安和交通银行这五家公司的市值以当日收市合计就已经达到 10.77 万亿元。优质 H 股公司的回归对内地资本市场长期健康快速的发展有着至关重要的作用。截至 2007 年底,中国证券监督管理委员会累计批准 52 家 QFII 资格,外汇额度 300 亿美元。QFII 持有的证券资产市值达近 2 000 亿元人民币,成为我国资本市场的重要机构投资者。QFII 和 QDII 的实践迈出了中国资本市场国际化的重要步伐。

对于中国资本市场进一步发展的目标与定位,本报告提出了建立以上海证券交易所为中心的多层次资本市场体系、以上海资本市场为基础的具有国际影响力的资产价格形成中心,将中国资本市场建成以中外机构投资者为主的全方位开放的国际性资本市场,与此相应地构建反应敏捷、措施有力的风险防范体系。为实现这一目标和定位,迫切需要对我国资本市场的监管机制进行完善与创新。在对中外监管体制进行比较的基础上,针对中国资本市场监管体制的现状与问题,本报告认为混业经营与分业监管的矛盾易造成监管重复和监管真空,使监管与协调缺乏法律基础,创新的空间受到限制。监管法律、法规的缺陷主要体现在执法力度不够,自律机制缺乏,风险性监管不足,市场退出机制不健全,监管者自身监督缺失等方面。于是,本报告提出了完善资本市场法律法规体系,提高证券稽查执法力度;加强监管部门间的协调,提高监管效率;加强对市场参与主体的监管,完善资本市场基本制度;加强自律监管,构建多层次的资本市场监管体制等建议。

上市公司是资本市场的基石。没有优质的上市公司资源,资本市场的一切都是虚幻的楼阁。本报告针对上市公司的治理与创新发展进行了讨论分析。从公司治理理论而言,中国上市公司基本建成了具有现代企业制度特征的制度框架,但一些公司的治理结构还停留在公司的章程制度里,距离真正意义上的现代企业运作还有较大差距。其主要表现在内部人控制问题严重,董事会的独立性不够,监事会职能弱化,激励机制不完善,控

制权市场不健全,经理市场失灵等。为改善上述问题,需要建立和完善激励约束机制,健全董事会制度,发展机构投资者,建立明晰的产权机制,保护债权人利益,从制度和机制上保证上市公司的质量。

资本市场微观运行机制的完善对于走向国际化的资本市场具有重要意义。本报告从四个方面进行分析,提出了改进建议。在交易所市场的运行机制方面,提出了引进一级交易商的做市商制度,以提高市场的流动性和稳定性;抑制股价操纵行为;促进大宗交易的实现,提高市场运行效率;改变现行的收盘价格决定机制,降低操纵行为;改变报价最小变动单位,以使交易价格更趋合理;引进断路器规则,降低市场波动等建议。在IPO机制方面,提出了通过调整询价制度、扩大新股发行的流通股比例、调整配售锁定期安排等措施扭转一、二级市场价差过大的现象;改革目前新股认购方式,将重心向中小投资者转移;明确各发行主体市场定位,使各方权利和义务相匹配;改革新股发行审核制度,向更为市场化的注册制迈进等建议。在固定收益市场的运行机制方面,提出了完善做市商制度;实现多层次市场结构和发展多元化市场投资者结构的建议。在公司购并机制方面,提出了股权购并机制和产权交易所转让机制的改进建议;跨国购并的改进建议。

要使中国资本市场走向国际化,必须要有丰富的资本市场产品。产品丰富可以吸引各方投资者,增加交易量,进而推进资产定价中心的形成和国际金融中心的形成。本报告分析了海外资本市场产品创新的机制与效率,提出了金融创新的动力机制包括激励机制、开发机制、实施机制和保护机制的观点;研究了海外资本市场离岸中国产品开发对国内资本市场的影响。指出离岸中国金融产品的开发将提高中国资本市场资产定价效率;在扩大开放程度的同时刺激本土资本市场进行创新;将促进中国本土的各大交易所完善自身产品结构,提高竞争力;将从多方面推动我国资本市场发展自己的金融衍生产品。对于中国资本市场产品创新的模式,本报告认为早期可以采取政府主导下资本市场产品创新模式,然后逐步从政府主导向市场需求为主导的自主创新逐步过渡。具体的产品创新方向可以从发展债券市

场、基金市场和衍生品市场三个方面推进。

在有了三个市场的相应产品以后,本报告的最后部分着重分析债券市场、股票市场和金融衍生品市场走向国际化的路径。对于债券市场的国际化进程,报告认为可以从债券筹资开放过渡到债券投资开放。债券筹资开放可以按先境内机构后境外机构的开放路径发展;债券投资开放则可以按先境外机构后境内机构的开放路径发展。为了防范债券市场对外开放面临的风险,应当建立资本流动风险监控体系;加强对国际游资(热钱)的管理和监测,强化短期资本流入和结汇管理,防范短期资本冲击。对于股票市场的国际化进程,报告认为首先应加强股票市场国际化的监管,在此前提下实现 A、B 股市场并轨,然后在 QFII 和 QDII 逐步扩大以及资本项目逐步放开的基础上,在人民币完全自由兑换基本完成时,放开资本管制,允许境内外资本机构和自然人自由选择资金投资场所,到中国股票市场上市,在中国和国际性资本市场之间自由流动,使中国证券市场最终向外国公司和外国投资者完全开放,从而使中国资本市场真正成为内外一体化的成熟市场。对于金融衍生品市场的国际化进程,本报告认为中国金融衍生品市场的国际化可以经历两个阶段:第一阶段,以国内市场为主的国内经营阶段;第二阶段,以国际市场为主的国际经营阶段。在第一阶段内,应该放开境内企业、金融机构参与国际金融衍生品市场的限制,开放境内金融机构在境外设立经营机构开展境外金融衍生品业务,积极培育国际型的金融机构,同时允许符合条件的中外合资金融机构开展境内金融衍生品交易。在第二阶段内,中国应该加快金融衍生品市场的国际化,通过完善人民币汇率机制,及时推出交易所外汇衍生品;加强对外合作,实行交易平台、清算系统的国际化;实行全面合作,实现金融衍生品市场的完全国际化,加快国际金融中心的推进步伐。

然而,中国资本市场的改革和发展任重道远,在取得成绩的同时新的问题也不断出现,2008 年初期的中国资本市场在国际金融危机的影响下隐含了不祥的兆头。这需要我们不断学习和观察,认真分析资本市场发展过程中的各类问题,研究应对措施,提出合理建议。我们希望与时俱进,努力推进中国资本市场

的国际化发展,为实现上海国际金融中心的建设目标做出应有的贡献。

本课题研究大纲由金德环起草,经研究团队讨论定稿。课题主要执笔者有:李曜、金德环、胡乃红、钟明、郭丽虹、龚仰树、曹建元。参与本课题初稿撰写和讨论的还有:于鑫、邓篋莪、方晓琛、王子庆、韦小川、冯传清、孙甜、孙楠、陈晓光、刘骁毅、冷小茂、陆维新、汪宇明、吴畏、吴博、肖永、张婷、周雅萍、赵振宇、夏斌、徐小乐、徐升、董艺婷、黎沐松等。整篇报告最后由金德环统稿审定。

国际化资本市场的建设是一个复杂的课题,其中的许多观点和结论大多出自本课题研究团队讨论的结果,其中还有诸多不足,甚至可能存在片面性和错误。我们衷心希望同行专家、学者批评指正,以利于中国资本市场国际化的顺利发展,以利于上海国际金融中心建设的早日实现。

金德环

2008年4月 于上海

目 录

(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷
(001)	中国资本市场发展报告	第三卷

前言	(1)
----	-----

第一编 总 论	(1)
---------	-----

一、中国银行业的创新发展与展望	(1)
二、中国保险业的创新发展与展望	(14)
三、中国证券期货业的创新发展与展望	(25)
四、中国信托业的创新发展与展望	(34)

第二编 2005 年以来中国资本市场的突破性发展及其影响	(45)
------------------------------	------

一、股权分置改革对中国资本市场的重大创新与影响	(45)
二、企业整体上市是中国企业制度改革的新里程碑	(53)
三、证券投资基金发展对资本市场的影响	(64)
四、H 股回归对中国资本市场的重大影响	(77)
五、QFII 和 QDII 的实践迈出了中国资本市场国际化的重要步伐	(91)

第三编 中国资本市场的发展目标与定位	(100)
一、以上海证券交易所为中心的多层次资本市场体系	(100)
二、具有国际影响力的资产价格形成中心	(112)
三、以中外机构投资者为主的资本市场	(118)
四、全方位开放的国际化资本市场	(128)
五、反应敏捷、措施有力的风险防范体系	(136)
第四编 中国资本市场的监管机制比较与创新	(142)
一、中外监管体制比较分析	(142)
二、中国资本市场监管体制的现状与问题	(154)
三、中国资本市场监管机制缺陷的原因分析	(164)
四、资本市场监管机制创新与改进建议	(173)
第五编 中国资本市场公司治理改革与创新	(183)
一、公司治理理论与国际标准	(183)
二、中国资本市场公司治理现状	(188)
三、公司治理缺陷分类分析	(199)
四、规范公司治理的措施与政策建议	(203)
第六编 中国资本市场运行机制现状与改革	(218)
一、交易所市场的运行机制与改进	(218)
二、IPO 机制及其改进	(230)
三、固定收益市场的运行机制与改进	(242)
第七编 中国资本市场产品创新	(268)
一、海外资本市场产品创新的机制与效率	(268)
二、海外资本市场的中国产品开发与影响	(276)

三、中国金融产品创新与西方成熟市场的区别	(282)
四、中国资本市场产品创新模式和方向	(301)
第八编 中国资本市场的国际化路径	(310)
一、固定收益证券市场的国际化路径	(310)
二、股票市场的国际化路径	(317)
三、金融衍生品市场的国际化路径	(325)
参考文献	(339)

第一编

总论

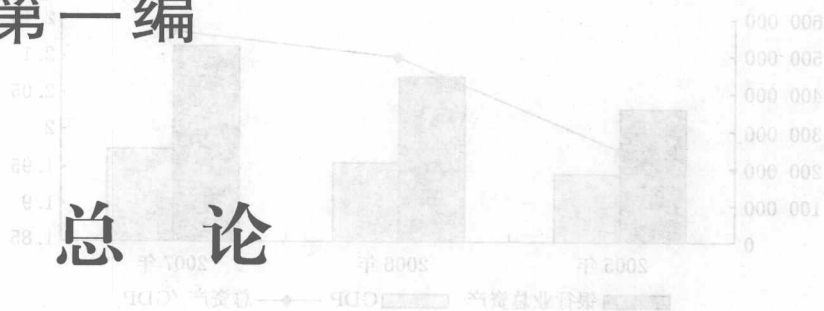
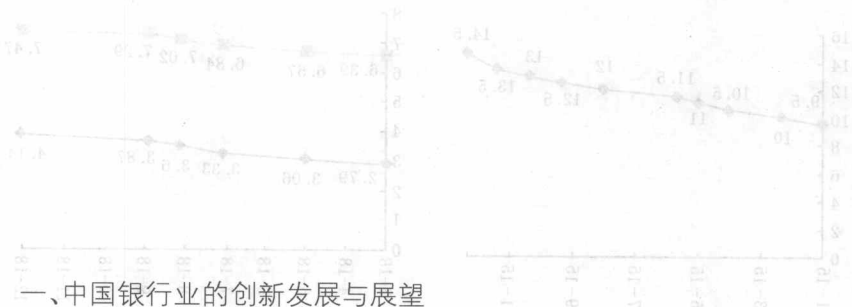


图 1.1 2005-2007 年我国银行业总资产与 GDP 对比



一、中国银行业的创新发展与展望

(一) 2007 年中国银行业的改革与创新

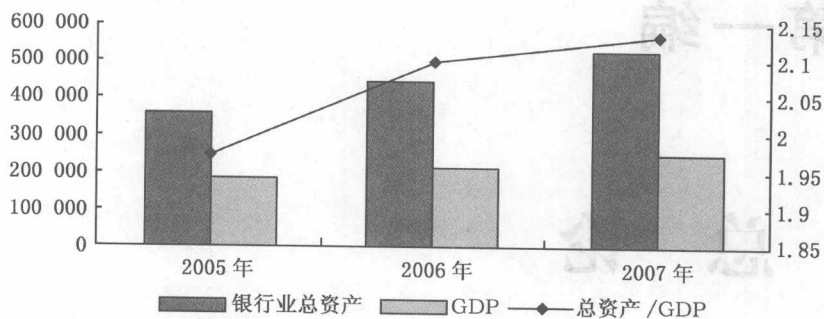
1. 2007 年中国银行业发展概况

(1) 2007 年是中国银行业实现全面对外开放的第一年，也是中国加入 WTO 以来银行业发展最快的一年

伴随着这一轮宏观经济增长，中国银行业也进入了前所未有的高速扩张时期，2007 年银行业发展与我国经济增长的协调程度进一步提高，银行业总资产的规模扩张较 GDP 规模的增长更为显著(如图 1.1 所示)。

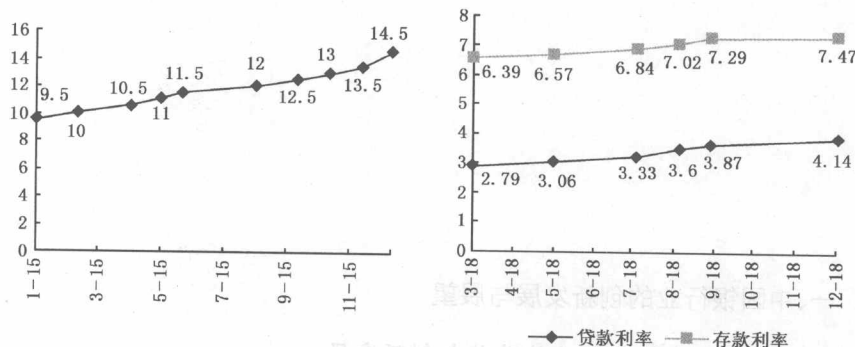
(2) 2007 年也是中国人民银行动用货币政策最为频繁的一年

为了遏制经济增长由偏快转为过热，缓解投资增长过快、信贷投放过多、外贸顺差过大等矛盾，中央银行综合运用包括加息(见图 1.2)、上调存款准备金率(见图 1.3)、公开市场操作和窗口指导在内的多种货币政策工具，适时适度进行宏观调控并紧缩流动性。



资料来源:根据国家统计局的公开信息整理。

图 1.1 2005~2007 年我国银行业总资产规模与 GDP 对比



资料来源:根据公开信息整理。

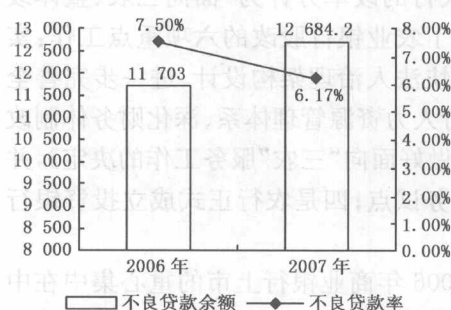
图 1.2 2007 年存款准备金率调整情况 图 1.3 2007 年一年期存贷款利率调整情况

(3)在改革和创新发主调下,我国银行业依然呈现健康、快速发展势头

截至 2007 年底,银行业金融机构境内本外币资产负债总额与 2006 年相比,无论在规模上还是在增幅上都有大幅度提高;金融机构各项存款贷款余额比 2006 年在规模上有很增长,但存款余额增幅较 2006 年略有下降(如表 1.1 所示)。不良贷款率为 6.17%,比 2006 年底降低 1.33 个百分点(如图 1.4 所示);截至 2007 年第三季度末,商业银行中资本充足率达标的银行已有 136 家,比年初增加 36 家,达标银行资产占商业银行总资产的 78.9%(如图 1.5 所示)。

表 1.1 2006~2007 年我国银行业资产负债情况一览表

	2006 年		2007 年	
	总额(亿元)	增长率(%)	总额(亿元)	增长率(%)
总资产	439 499.7	17.3	525 982.5	19.7 ↑
总负债	417 105.9	16.5	495 675.4	18.8 ↑
各项人民币贷款余额	225 285.28	15.07	261 690.88	16.1 ↑
各项人民币存款余额	335 434.1	16.82	389 371.15	16.07 ↓



资料来源:中国银行业监督管理委员会网站, Wind 资讯。

图 1.4 2006~2007 年银行业不良贷款情况

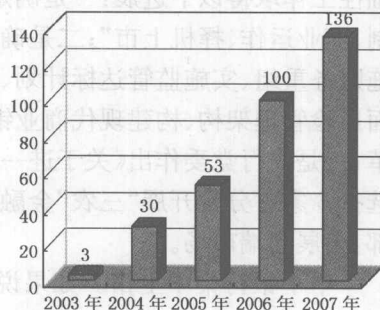


图 1.5 资本充足率达标情况

上述情况表明,在中国经济的持续快速发展、货币政策适度紧缩的双重作用下,中国银行业依然保持迅猛发展势头,资产质量继续改善,经营绩效显著提高。随着体制改革和创新及业务创新逐步推进,2007 年中国银行业在深化体制改革、扩大对外开放以及优化银行自身发展等方面呈现众多亮点。

2. 2007 年中国银行业体制改革和创新

2007 年中国银行业体制改革和创新,主要体现在股份化改制进一步推进、对外开放进一步深化、综合经营战略创新发展以及政策性银行和邮政储蓄银行改革发展等方面。

(1) 股份化改制进一步推进

三大国有银行“会师”资本市场。中国建设银行继 2005 年 10 月 27 日在香港上市两年后,于 2007 年 9 月 25 日发行的 A 股在上海证券交易所成功挂牌上市,正式回归内地市场。至此,三大股改成功的国有商业银行成功“会师”境内资本市场,标志着中国银行业的改革进入新的历史阶段。国有商业银行实现两地上市,使其拥有多层次的融资平台,有利于建

立充实资本的正常渠道和机制,提高资本充足率,改善资本结构;其接受内地和香港两个资本市场和境内外投资者的监督,有助于提升银行的实力、规模和效率;为国内投资者提供良好的投资机会,有利于国内投资者更好地分享中国银行业改革发展的丰硕成果;推动更多的 H 股回归 A 股,有利于中国资本市场的健康发展。

中国农业银行是四大国有商业银行中惟一没有上市的银行,其于 2007 年 2 月 2 日宣布正式开始股份制改革。2007 年农业银行改革的基础性工作取得以下进展:一是确定农行的改革方针为“面向三农、整体改制、商业运作、择机上市”;二是确定了农业银行股改的六项重点工作:实施财务重组、实施监管达标计划、加快法人治理架构设计、进一步完善全面风险管理架构、构建现代商业银行人力资源管理体系、深化财务体制改革;三是农行党委作出《关于进一步做好面向“三农”服务工作的决定》,并选择 6 家省分行开展“三农”金融服务试点;四是农行正式成立投资银行部,拓展高端市场。

中小银行集中上市。如果说 2006 年商业银行上市的重心集中在中国工商银行、中国银行这些国有大型银行上,那么 2007 年则转向了股份制商业银行及城市商业银行。2007 年首只金融大盘股兴业银行获中国证监会审核批准首次公开发行。兴业银行公开上市,揭开了 2007 年中小银行上市的序幕。此后,中信银行和三家城市商业银行宁波银行、南京银行及北京银行在年内相继成功上市。中小银行的成功上市,标志着中国中小银行改革得到了市场的认可。中小银行通过上市可以尽快建立起有效的、动态的资本补充机制,改善商业银行的资本实力,满足资本充足率的监管要求,提高资产质量和抵御风险的能力,加强公司治理水平,树立金融企业的品牌形象。

(2) 对外开放进一步深化

2007 年,中国银行业参与国际金融市场在广度和深度方面取得多方面突破,中国银行业与国际金融市场联系进一步加强。一方面,外资对中国金融市场参与进一步加大,在外资银行法人化改制进展顺利的同时,实现“下乡”务农——首家外资村镇银行设立;另一方面,中资银行也更加积极地参与国际金融市场,更多的中资商业银行在境外设立机构。

①中资银行境外投资战略继续扩张。2007 年海外扩张可谓中资银行发展中的一大亮点,包括工行、建行、中行、国开行、民生、招行等在内的多家中资银行纷纷以参股、并购或在境外设立分支机构等方式,进军海外

市场。通过境外并购有利于提升国家形象,也有利于巩固银行地位,促进我国内部金融改革和开放多元化,表明中国银行业在完成自身的股份制改造和公开上市之后,向国际化和全球银行迈出的具有标志意义的一步。

截至 2007 年末,中国银行业金融机构“走出去”成效明显,共有 5 家中资银行控股、参股 9 家外资金融机构,并购(或投资参股)或拟并购(或拟投资参股)海外银行的行为共有 8 起,其中,中国工商银行 4 起,中国银行、民生银行、中信银行和国家开发银行各 1 起(见表 1.2),有 7 家中资银行在海外设立 60 家分支机构,海外总资产 2 674 亿美元。

表 1.2 2007 年中资银行海外扩张路径

	时间	事件
中国银行	2007 年 7 月	中国银行鹿特丹分行正式开业并投入运营
	2007 年 10 月	中国银行英国子行开业与伦敦分行并行运营
	2007 年 11 月 19 日	中银香港以 39.5 亿港元购入东亚银行约 4.94% 的股权
中国工商银行	2007 年 8 月 29 日	以 5.83 亿美元收购澳门诚兴银行 79.93% 的股权
	2007 年 9 月 13 日	中国工商银行(亚洲)以 0.18 亿美元收购香港 IEC 投资公司 40% 的股权
	2007 年 10 月 25 日	以 54.6 亿美元收购南非标准银行 20% 的股权,成为该行最大股东
	2007 年 11 月 8 日	工商银行莫斯科股份公司成立
民生银行	2007 年 10 月 8 日	以 3.17 亿美元(首次出资约 0.97 亿美元)收购美国联合银行控股公司 9.9%(首次收购约 4.9%)的股权
国家开发银行	2007 年 7 月 23 日	以 30 亿美元获得英国巴克莱银行 3% 的股份
中国建设银行	2007 年 11 月 30 日	悉尼代表处开业
招商银行	2007 年 11 月 8 日	招商银行设立纽约分行
交通银行	2007 年 11 月 1 日	交通银行澳门分行开业

资料来源:根据公开信息整理。

2007 年 11 月,美国金融监管当局批准招商银行设立纽约分行,这是美国 1991 年颁布实施《加强外国银行监管法》后批准的第一家中资银行营业机构。2007 年,中资银行更多地使用并购方式开拓国际市场。