



| 上海研究院智库丛书 |

丛书主编 李培林

The Building of
Financial Infrastructure in China

中国金融基础设施 功能与建设研究

焦瑾璞 等 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



| 上海研究院智库丛书 |

丛书主编 李培林

中国金融基础设施 功能与建设研究

The Building of
Financial Infrastructure in China

焦瑾璞 等 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国金融基础设施功能与建设研究 / 焦瑾璞等著

—北京: 社会科学文献出版社, 2019. 6

(上海研究院智库丛书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 4772 - 9

I. ①中… II. ①焦… III. ①金融市场 - 基础设施 - 建设 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 080740 号

上海研究院智库丛书

中国金融基础设施功能与建设研究

著 者 / 焦瑾璞 等

出 版 人 / 谢寿光

责任编辑 / 连凌云 杨 雪

出 版 / 社会科学文献出版社·城市和绿色发展分社 (010) 59367143

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367083

印 装 / 三河市龙林印务有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 16.5 字 数: 213 千字

版 次 / 2019 年 6 月第 1 版 2019 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 4772 - 9

定 价 / 88.00 元

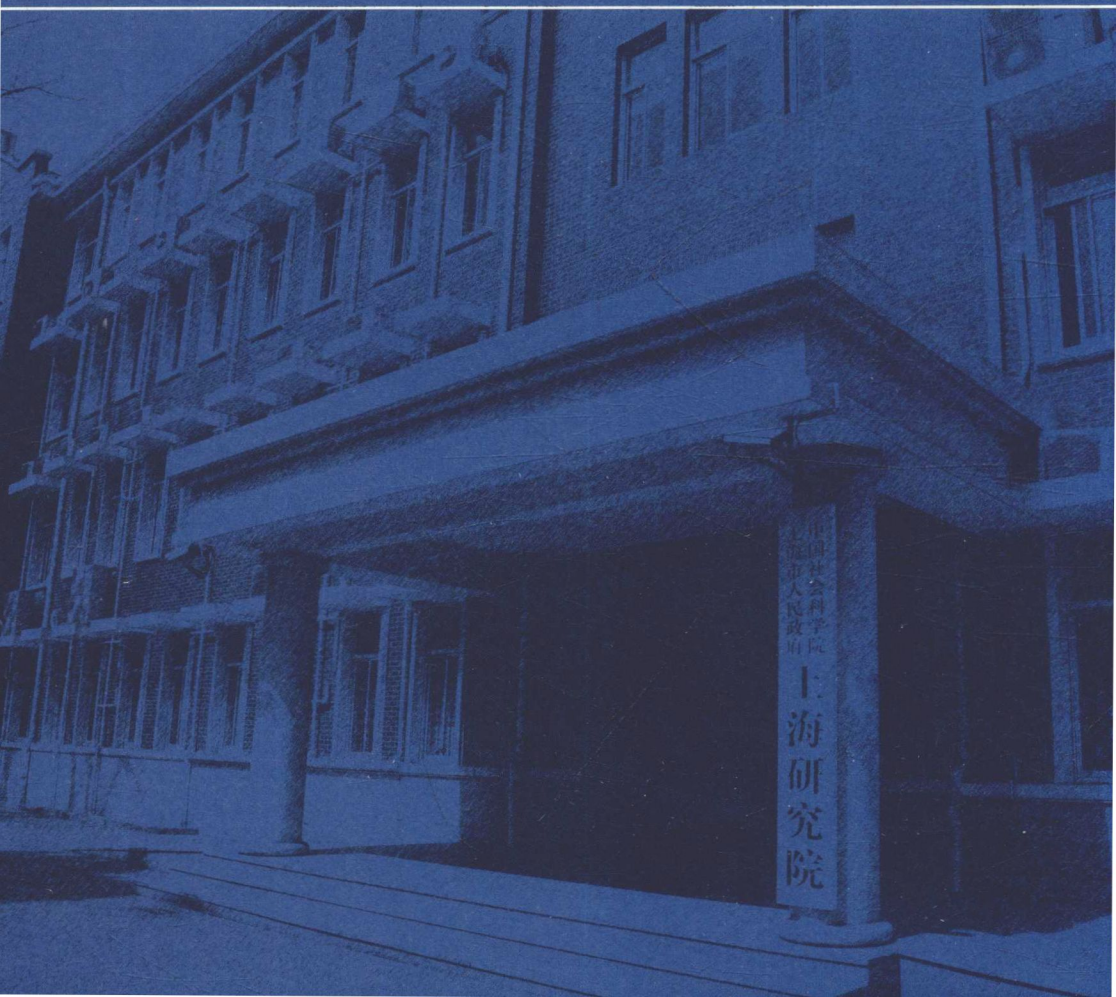
本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

本书编写者

焦瑾璞 于洋慧 戴新竹 蔡晓春
黄婷婷 高 媛 朱 磊 姬 明

本书受到上海研究院“我国金融市场基础设施功能与建设研究”项目资金资助，
为该项目成果。



“上海研究院智库丛书” 编委会

主 编 李培林

副主编 李友梅 赵克斌 周国平

编 委 杨会军 朱 承 林 盼 李 青

目 录

CONTENTS

第一章 金融基础设施的内涵、特征和理论基础 / 1

第一节 基础设施的概念和特点 / 1

第二节 金融基础设施的定义和内涵 / 6

第三节 金融基础设施的基本特征和作用 / 14

第四节 金融基础设施发展的理论基础 / 18

第二章 国际金融基础设施发展的历史沿革和经验总结 / 25

第一节 国际金融基础设施的起源与动因 / 25

第二节 金融市场基础设施发展现状及特点 / 36

第三节 国际金融基础设施热点问题 / 54

第四节 经验与启示 / 57

第三章 金融基础设施的功能分析 / 62

第一节 金融基础设施的服务功能 / 63



第二节 金融基础设施的资源配置功能 / 71

第三节 金融基础设施的风险管理功能 / 82

第四节 金融基础设施功能的相互关系 / 101

第四章 国内主要金融要素市场基础设施发展及存在的问题 / 105

第一节 国内主要金融要素市场基础设施发展情况 / 105

第二节 国内主要金融要素市场基础设施存在的问题 / 206

第五章 金融要素市场基础设施一体化 / 219

第一节 金融要素市场基础设施一体化内涵与演变 / 220

第二节 金融要素市场基础设施一体化国际借鉴 / 225

第三节 金融要素市场基础设施一体化建设 / 231

第六章 中国金融基础设施发展展望 / 242

第一节 中国金融基础设施的发展趋势和未来格局 / 242

第二节 中国金融基础设施建设的途径选择 / 249

第一章 金融基础设施的内涵、特征和理论基础

第一节 基础设施的概念和特点

金融基础设施是金融生态的核心，对于一国金融发展具有极大的溢出效应和带动效应。2008 年美国次贷危机导致金融危机，在化解金融风险过程中，金融基础设施在提高风险处置效率、维护金融市场稳定方面发挥了重要的作用。在此之后，国际各主要经济体在借鉴金融危机经验和教训的基础上，从理论和实务角度分别对进一步健全和完善金融基础设施建设提出了若干建议和富有成效的具体举措。我国对于金融基础设施建设方面的研究尚且处于起步阶段，现有的研究多集中在金融基础设施中的某一个细分领域，缺少在总体上对于国际、国内金融基础设施建设的脉络、格局、成因、架构以及金融体系溢出效应等方面的研究和总结。加强我国金融基础设施建设，需先从基础设施基本内涵入手，逐渐梳理金融基础设施的基本特征和理论基础。

一 基础设施概念的由来

基础设施（Infrastructure）概念是在 20 世纪 40 年代被引入经济



学领域的。较早时期将此概念引入经济学领域的比较有影响力的经济学家是罗森斯坦 - 罗丹，他于 1943 年通过对社会总资本进行分类的办法，从中提炼出了类似于公共设施的概念，即一个国家（或者地区）的社会总资本大体上可以按照“社会分摊资本”（Social Overhead Capital, SOC）和“私人资本”（Private Capital, PC）来进行区分，其中“社会分摊资本”具有基础设施性质。后来，经济学家赫尔希曼（A. O. Hirschman）又在罗森斯坦 - 罗丹的理论基础上将“私人资本”定义为“直接生产性活动”（Directly Productive Activities, DPA）。再后来经济学家钱纳里（H. Chenery）和莫塞·赛尔昆（Moises Syrquin）从社会产品是否可交易的角度，将整个产业部门分为两部分，一部分是可交易部门，另一部分是非可交易部门，其中可交易部门一般包括了初级产品部门和制造业，非可交易部门则由社会基础设施和服务业构成。这里提到的社会基础设施则是由水、电和煤气业、建筑业、通信业及运输业等组成。20 世纪 80 年代出版的《经济百科全书》中对基础设施进行了较前人更为详细和清晰的解释，此书中对基础设施的定义是“指那些对产出水平或生产效率有直接或间接的提高作用的经济项目，主要内容包括交通运输系统、发电设施、通信设施、金融设施、教育和卫生设施，以及一个组织有序的政府和政治体制……”。

在经济学领域中，从基础设施这一概念的演变发展来看，基础设施有狭义和广义之分，狭义的基础设施即经济性基础设施（Economic Infrastructure），指能够促进劳动合理分工，对生产效率有显著提高作用，促进社会化大生产，同时也可以提高社会福利的技术和物质手段，按照这一定义，自来水、煤气、废物收集处理、电信、电力、公路、铁路等交通运输设施、卫生设施、港口、机场等都属于经济性基础设施的范畴。而广义的基础设施范围更加宽泛，除经济性基础设施



外还包括社会性基础设施 (Social Infrastructure), 比如医疗卫生、教育、体育、科技、文化社会事业等, 这些是属于较为间接的物质技术与手段。

二 基础设施的含义

由此可见, 基础设施实际上是在经济领域中具有共同特征的一类经济项目、物质或技术手段的统称。基础设施的概念和定义的演变进程, 以及经济学领域对基础设施的分类, 都赋予了基础设施一些较为明显的特点: 一是不可分割性。例如铁路、机场、港口等行业需要达到一定规模才能发挥较大的实际效用, 小型的设施往往不能形成规模效应, 很难为社会提供一站性的服务。二是不可或缺性和基础性。基础设施所提供的公共服务是所有的商品与服务的生产所必不可少的, 正因为基础设施把提供方和需求方集中在一起, 才使得生产和经营活动得以进行。三是不可贸易性, 由于基础设施的规模性及复杂性, 其通过贸易进口的可能性几乎为零, 一个国家或地区可以从国外融得资金或购买技术设备, 但是从国外整体购买机场、铁路、港口等是无法实现的。四是具有共用属性, 基础设施类似于公共用品, 例如机场、铁路、港口可以同时供多人使用, 同时每个单位和个人都可以同时使用而不受影响。

经济学领域对于基础设施的研究结果表明, 由于基础设施具有公共品属性, 并且基础设施可以作为财富聚集的资本, 是经济增长的条件, 可以提升经济发展的效益, 说明基础设施对于国民经济具有较强的外部性, 是国家经济及其他经济活动的基础, 是社会前进及现代化的基本前提。一个国家的基础设施发展状况决定了该国的经济结构及产业结构, 亦决定了该国的经济发展水平及人民生活水平。



三 基础设施的作用

基础设施对于经济的作用主要体现在以下几个方面。

一是基础设施是生产企业发展及活动的基础及前提。缺少基础设施所提供的商品或服务，生产企业就不能有效地进行日常的经营及运转。一个国家或地区基础设施的发展直接影响了该国家或地区生产企业的效益及生产成本，从而最终影响其产品的质量及数量。例如，运输基础设施直接影响矿山的运输、电力系统的发展直接影响周边居民的生活、一个城市的基础设施则决定了外部投资的喜好程度等。

二是拉动经济的作用。完善良好的基础设施决定了周边居民生活的便利程度，例如良好的运输系统使得生产及人口向城市集中，规模经济使得企业平均生产成本与交易成本极大地降低，同时低廉的成本效应又使得基础设施的产出增加，利用效率获得了提高，最终有助于基础设施自身的发展，形成良性循环。

三是基础设施的投资可以拉动国民生产总值，繁荣就业市场。目前我国经济发展的三驾马车是投资、消费、出口，其中投资中的基础设施投资占据较大比重，同样也是受控于政府政策调节的。在经济下滑时，政府通过基础设施投资可以直接拉动经济高速增长，同时提供大量的就业岗位。

四是有利于经济结构转型。基础设施为人们工作生活提供极大便利，使得人们能够从衣食住行中解放出来，使得人类的社会活动范围、市场空间不断扩大，实现社会发展与专业化分工，同时改善民生。

四 金融基础设施含义的特殊性

与经济学领域中的基础设施相同，金融基础设施在金融领域中也



有着非常广泛的含义和内容。从总体上来看，金融基础设施应该属于经济学领域中基础设施的一个类别和分支，是经济学领域中基础设施的重要组成部分，对于其定义也应当符合基础设施的总体特点。因此，理论上金融基础设施的内涵应当包括金融领域中具有共同特征的一类经济项目、物质或技术手段。

但是，金融对于经济而言具有极为重要的核心地位，这决定了金融基础设施相比经济领域中其他类别基础设施而言，其定义更为明确，内涵更为丰富。研究表明，金融发展可以促进经济增长，而完善的金融基础设施对金融体系的发展至关重要，如完善的法律及监管系统使得金融体系的发展具有强劲的支撑，避免了在金融发展的同时产生系统性风险。与此同时，金融的特点决定了金融基础设施的特殊性。首先，市场经济从本质上讲是货币信用经济，它以价值流导向实物流为表现形式，使得资金运动传导至物质资源运动。货币筹集、流动、使用得越充分，社会资源的配置也就越合理，对一国或一地区的经济促进作用也就越明显。其次，金融为宏观经济调节提供杠杆。当今社会，金融对建立和完善国家宏观调控至关重要，是连接全社会经济的重要纽带，金融数据能够反映全社会不同类型的企业的经济活动，国家可以利用金融工具调节宏观经济政策，促进经济发展。第三，金融衍生品往往对经济发展具有两面性。金融衍生品市场是由一组规则、一批组织和一系列产权所有者构成的一套市场机制。金融衍生品往往以杠杆或信用交易为特征，如期货、期权、互换及远期、掉期等。金融衍生品一方面通过与基础证券的内在联系增加了金融衍生品市场的有效性，提高了市场效率，发挥着风险转移、价格发现和增强市场流动性的作用，但同时金融衍生品价格的高波动性、金融风险的快速传导性和监管措施滞后等因素也会使得金融衍生品市场存在较大的风险，给经济发展带来不确定性和稳定隐患。



安全高效的金融基础设施在金融体系及国民经济活动中起着至关重要的作用。例如金融清算系统极大地提升了交易的便利性，中央对手方（CCP）的发展使得交易所成交量快速增加，促进了经济的增长及全社会运行的效率。2008 年次贷危机也证明了金融市场基础设施的重要性，正如纽约联邦储备银行总裁兼首席执行官杜德利所言：“金融市场基础设施是危机期间的力量之源，成功地履行了为交易者及时结算的义务，稳定了市场参与者继续参与交易的信心，因为参与者知道他们的交易一定会被清算和结算。但是反过来，金融市场基础设施又集中了金融市场中的风险，如果缺乏适当的管理，会成为流动性错配和信用风险等金融冲击的源头，或成为上述冲击在国内和国际金融市场中传播的主要渠道，特别是成为系统性风险的源头及扩散渠道。”

正是由于金融基础设施对于金融稳定的重要性，对于金融基础设施的定义不应仅仅是一般意义上的具有基础性和公共性的经济项目、物质和技术手段的统称，而应以金融对于经济的核心地位为基础，从金融业与整体经济相联系的各个方面和金融业功能发挥的各个渠道，赋予金融基础设施定义和内涵，以更为全面地理解金融基础设施在整个金融领域乃至经济基础设施中的重要作用。

第二节 金融基础设施的定义和内涵

一 金融基础设施的国际定义

在相当长的时间内，国际上并没有对金融基础设施给出完整和明确的定义，各经济体或金融监管部门往往根据自身实践需要，对金融基础设施进行范围上的界定。



经过多年的实践，国际上逐渐形成了较为主流的观点，认为金融基础设施应该有广义和狭义之分。广义的金融基础设施是指保障金融活动安全、高效运行的基础运营机构设置、技术系统及相关制度安排。具体包括“硬件”和“软件”两方面，前者包括登记、托管、交易、清算、结算、IT系统、数据库、灾备中心、信息平台等，后者主要是指金融生态环境，包括法律制度、机构内部管理制度、会计税收规则以及中介服务组织，如律师、会计师、信用评级机构等。比如英格兰银行将金融基础设施的内容划分为“主要法律、监管、会计规则等”和“主要支付和证券结算手段等市场设施”；国际货币基金组织（IMF）认为金融基础设施是“支撑企业与个人进行计划、谈判和完成金融交易的规则、机构和系统”；国际清算银行支付结算体系委员会（Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS）认为，金融市场基础设施是“指为市场参与机构货币交易和其他金融交易的清算、结算和记录等提供服务的多边系统及相关机制安排”；根据世界银行的定义，金融基础设施指金融系统的基础，含义较广，包括各类使金融中介发挥作用的机构、信息、技术、规则及标准，例如信贷局、支付系统、汇款系统、证券结算系统、抵押登记、金融法律和监管框架等。

狭义的金融基础设施主要指金融市场基础设施，即用于保障金融市场正常运转、供市场参与者使用并带有公共设施性质的机构设置，如瑞典中央银行和中国香港金融监管局都曾在这—内涵上使用金融基础设施概念。

2012年，国际清算银行支付结算体系委员会（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）联合发布的《金融市场基础设施原则》（以下简称《原则》），对金融市场基础设施的范围和含义做了明确界定，并得到各国的广泛认可。根据《原则》的定义，金融市场基础设施指



介于参与者之间为金融交易提供各种服务的多边系统，也包括系统的运营者。金融市场基础设施一般为履行支付、清算、结算或记录行为的法人单位或职能单位，具体有 5 类，分别是支付系统（PS）、中央证券托管系统（CSD）、证券结算系统（SSS）、中央对手方（CCP）和交易报告库（TR）。尽管《原则》正文中给出的金融市场基础设施定义未囊括交易所、交易执行设施、多边交易压缩系统等市场基础设施，但 CPSS-IOSCO 建议有关监管部门可自行决定将《原则》全部或部分原则应用于报告未涵盖的基础设施。鉴于交易场所在金融市场中的重要地位，各国一般也将重要交易场所纳入金融市场基础设施的范围。通常，国际上对上述提到的主要金融市场基础设施定义如下。

一是支付系统（PS）。支付系统是由提供支付清算服务的机构和实现支付指令传送及资金清算的专业技术手段、程序、规则等共同组成，用以实现债权债务清偿及资金转移的一种金融安排。支付系统通常以参与者和运行者之间的双边或多边协议为基础，使用商定的运行基础设施实现资金转账。支付系统通常分为大额支付系统（LVPS）和小额支付系统（又称零售支付系统），前者通常为处理大额和优先支付业务的资金转账系统，往往由中央银行运行，使用实时全额结算机制；后者通常为处理大量金额相对较小的支付业务的资金转账系统，支付形式包括支票、贷记转账、直接借记以及卡支付交易等。小额支付系统可由私营部门或公共部门运行，采用延迟净额结算或实时全额结算机制。

二是中央证券托管机构（CSD）。中央证券托管机构是指通过开设证券托管账户记录证券余额及变动情况，为金融市场提供证券集中保管服务和资产服务的机构。中央证券托管机构提供证券账户、集中保管服务和资产服务，在确保证券发行完整性方面发挥着重要作用。中央证券托管机构托管的形式包括实物形式和无纸化电子记录形式两



种，在托管方式上会因所在辖区和市场惯例的不同而采取直接托管和间接托管的不同方式，直接托管体系中，中央证券托管机构会了解证券的每一个受益人或直接持有人，而间接托管采用多层持有和证券所有权的转移安排，中央证券托管机构对于证券受益人的了解只进行到市场中介机构的层面而不进行到每一位受益人。

三是证券结算系统（SSS）。证券结算系统通过预先设定的多边规则，支持证券通过簿记系统进行转让和结算，证券结算系统可以实现证券的过户功能，或者以付款完成为条件，进行证券的付款后交割。此外，证券结算系统还可以提供额外的证券清算和结算功能，包括在证券市场范围内的证券交易确认、清算和结算以及证券保管等一套完整的制度安排。由于各个国家的市场体系和监管要求不同，很多国家的中央证券托管机构本身也是证券结算系统，承担证券转让和结算职能。

四是中央对手方（CCP）。中央对手方是指在清算与结算过程中，介入交易双方，充当所有“买方的卖方”和“卖方的买方”并保证交易执行的实体。中央对手方通过合约替代、公开报价系统或具有法律约束力的机制安排成为市场参与者的交易对手，通过交易多边轧差的方式，并且通过违约金和抵押品等风控措施来降低市场的系统性风险。中央对手方清算机制始于场内市场，早在 20 世纪 20 年代，芝加哥期货交易所（CBOT）便已采用中央对手方清算机制。此后，CCP 清算在交易所市场获得广泛应用。而场外 CCP 清算是在 2008 年国际金融危机后，在监管部门的推动下才开始快速发展的。

五是交易报告库（TR）。交易报告库是集中保存交易数据电子记录（数据库）的单位，主要应用于场外衍生品市场。通过数据的集中收集、存储和传递，为单个机构和整体市场提供集中的数据，有助于降低风险，提高经营效率和节约成本。



总体上看,国际上对于金融基础设施的定义包含的内容非常广泛,既包括保障金融活动安全、高效运行的 IT 系统、数据库、灾备中心、征信局、信息平台等基础机构设置的“硬件”设施(业务范围则涵盖了登记、托管、交易、清算、结算等交易前、交易中和交易后三个阶段的主要业务环节),也包括金融法制环境、社会信用环境、会计税收规则等“软件”设施。相比较而言,在 2008 年金融危机爆发后,国际上对于金融基础设施的“硬件”方面的定义更加规范,尤其是国际清算银行支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)联合发布的《金融市场基础设施原则》,既明确定义了五个方面的核心金融市场基础设施,又明确规定了金融基础设施建设的原则、职责等一系列完善的监管标准,为世界各国对金融基础设施的研究和完善,进而全面加强金融基础设施的管理,提供了参考样本和行动准则。

二 金融基础设施的国内定义

我国对于金融基础设施的定义与国际市场一样,大体经历了从笼统到具体的过程。虽然我国金融体系的硬件和软件基础均在不断地完善,但从可查的资料上看,我国最早正式提出金融基础设施这个定义的文件或报告是中国人民银行于 2005 年发布的《金融稳定报告》。这份报告里首次提到“金融基础设施是金融运行的硬件设施和制度安排”,“从广义上讲,是指金融体系运行的外部环境,是影响金融体系生存发展的各种因素的综合,包括经济、政治、文化、地理、人口等一切与金融运行相关的方面”。这一定义将金融基础设施涵盖的范围扩展到了“经济性金融基础设施”和“社会性金融基础设施”,是国内首次对金融基础设施的范围和内涵给予较为完善和权威的界定。