

上海金融系列重点课题
上海市金融服务办公室
上海财经大学上海国际金融中心研究院

金融要素市场联动发展与 功能提升研究

郑 杨 赵晓菊 / 等著

Research on the Linkage
Development and Function Promotion
of the Financial Factor Market



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

上海金融系列重点课题
上海市金融服务办公室
上海财经大学上海国际金融中心研究院

金融要素市场联动发展与 功能提升研究

郑 杨 赵晓菊 /等著

Research on the Linkage
Development and Function Promotion
of the Financial Factor Market



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

金融要素市场联动发展与功能提升研究 / 郑杨等著. —北京: 北京大学出版社, 2018. 3
ISBN 978-7-301-29376-8

I. ①金… II. ①郑… III. ①金融市场—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 037326 号

书 名	金融要素市场联动发展与功能提升研究 JINRONG YAOSU SHICHANG LIANDONG FAZHAN YU GONGNENG TISHENG YANJIU
著作责任者	郑 杨 赵晓菊 等著
责任编辑	旷书文
标准书号	ISBN 978-7-301-29376-8
出版发行	北京大学出版社
地 址	北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址	http://www.pup.cn 新浪微博: @北京大学出版社
电子信箱	zpup@pup.cn
电 话	邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998
印 刷 者	三河市博文印刷有限公司
经 销 者	新华书店
	787 毫米 × 1092 毫米 16 开本 26.25 印张 446 千字
	2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷
定 价	89.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

“金融要素市场联动发展与功能提升研究”

课题项目组领导及成员名单

课题组顾问

郑 杨 上海市金融工作党委书记、上海市金融办主任

课题组组长

李 军 上海市金融办副主任

赵晓菊 上海财经大学上海国际金融中心研究院执行院长、教授

总协调人

严赟华 上海市金融办金融市场服务处处长

陶昌盛 上海市金融办综合研究处处长

闫彦明 中央国债登记结算有限责任公司上海总部研发部经理（时任上海市金融办金融市场服务处副处长，执行协调人）

课题组成员

总课题负责人：赵晓菊

成 员：赵晓菊、罗素梅、陆长荣、龚晴、支琪凯

子课题一负责人及成员：史广龙、于卫国

子课题二负责人：金德环、马文杰

成 员：金德环、马文杰、彭淳懿、金成、徐亮、张小雨

子课题三负责人：丁剑平

成 员：丁剑平、陆长荣、向坚、蔚立柱

子课题四负责人：费兆奇

成 员：费兆奇、李堪

子课题五负责人：谈儒勇

成 员：谈儒勇、范祥、陈实

专题报告负责人及主要撰写人

中国外汇交易中心：张生举、吴静静、雷电发

上海证券交易所：魏刚、曾刚、廖士光、史靖祎、李丹、李怡芳

中国金融期货交易所：郑凌云、尹小为、常鑫鑫、王宇超

上海期货交易所：鲍建平、汪舒田、石松

上海黄金交易所：程建胜、罗江

上海清算所：张亚双、刘晓进、吴韵

中央国债登记结算公司：宗军、刘智成、刘畅

中央国债登记结算公司上海分公司：宁新虎、盛晓虹、李易达、

蒲余路、郑宇驰

上海股权托管交易中心：沈蔚、王涵敏、韩梅梅

建设上海国际金融中心是党中央、国务院从我国改革开放和现代化建设全局高度作出的一项重大战略决策。根据国家战略要求，上海到 2020 年要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。这是未来一段时期，上海全面推进金融中心建设和金融业发展的总体努力方向。

近年来，在国家相关部门的关心指导下，在社会各方面的大力支持下，上海始终坚持以金融市场体系建设为核心，以金融改革创新开放先行先试和营造良好的金融发展环境为重点，积极创造条件加快推进国际金融中心建设，各项工作取得了重要进展，基本确立了以金融市场体系为核心的国内金融中心地位，初步形成了全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心。

在国际金融中心建设过程中，现代金融市场体系建设是重中之重。在**金融市场体系完善方面**，上海初步形成了涵盖货币、外汇、证券、商品期货、金融期货、黄金、保险、环境能源、区域性股权等众多领域的市场交易体系，2016 年 6 月上海保险交易所开业运营，2016 年 12 月 8 日，全国性票据交易机构——上海票据交易所股份有限公司在上海开业，2016 年 12 月 26 日，中国信托登记有限责任公司（简称“中信登”）在上海正式挂牌成立，上海金融市场类型日趋丰富，金融市场功能不断完善。在**金融基础设施建设方面**，人民银行清算总中心上海中心成立，我国第二代支付系统顺利上线运行，人民币跨境支付系统（CIPS）落户上海，中央国债登记结算公司上海分公司成立，这些都将对金融市场发展形成有力支持。在**金融开放创新方面**，以上海自贸试验区建设为突破口，贯彻落实国务院及国家金融管理部门出台的总体方案及政策措施，如 2015 年 10 月发布的《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》（金改 40 条）及相关实施细则，如中国人民银行上海总部等七个部门联合发布的《关于促进面向国际的金融市场平台建设的意见》（银总部发〔2016〕53 号），推动国际化金融市场平台建设的稳步推进，推动上海证券交易所开展“沪港通”、上海黄金交易所国际板建设，推动上海期货交易所在区内设立国际能源交

易中心并获批开展原油期货交易。在金融监管和风险防范方面，“一行三会”驻沪机构和上海市政府有关部门建立了金融综合监管协调机制和跨境资金流动监测机制，加强自贸试验区“反洗钱、反恐怖融资、反逃税”的监管协调，并探索开展金融综合监管试点、推行金融业对外开放负面清单制度，为防范金融开放创新的风险提供有力保障。

当前，在上海国际金融中心建设正处于由内向外的开放创新发展期、由扩大规模到注重质量的结构转型期以及由资源集聚到提升功能的发展升级期。在深刻而复杂的国内外经济金融环境下，既面临重要机遇，也存在风险挑战。从国际看，国际金融危机深层次影响在相当长时期内依然存在，国际金融中心的争夺日趋激烈。从国内看，金融发展的经济基础正在发生深刻的变化，金融支持供给侧结构性改革和发展方式转变的任务十分艰巨。同时也要看到，上海在金融要素市场及金融机构加速集聚的同时，金融市场对国际国内金融资源配置能力和影响力仍有待提升，跨市场协同发展机制仍有待完善，针对系统性、区域性金融风险的防范能力仍有待强化。

“十三五”时期，是上海建设国际金融中心的决定性阶段。上海市金融办将紧紧围绕市委、市政府的工作要求，不断提升金融服务水平，支持在沪金融要素市场机构创新发展，为上海国际金融中心建设提供有力的支撑。为加强对全球金融市场前沿趋势的跟踪了解，客观分析把握上海金融市场体系建设总体趋势，防范金融市场风险，上海市金融办也确立了若干年度重点研究课题。本课题作为2016年度重点课题之一，通过系统性、战略性、前瞻性的研究，为推动在沪金融要素市场联动发展和功能提升提出了具有针对性、可操作性的政策建议，为上海国际金融中心建设提供理论依据和政策参考，更好地服务于国家金融改革开放总体战略。

上海市金融服务办公室主任 郑 杨

2017年8月28日

总篇 / 1

总课题报告：金融要素市场联动发展与功能提升研究 / 2

- 一、研究背景与意义 / 2
- 二、金融市场联动的背景与内涵 / 3
- 三、研究思路及框架、特点和重点 / 9
- 四、金融要素市场联动发展的理论基础及相互关系的联动机理 / 13
- 五、金融要素市场联动的国际趋势、上海的发展现状与特点 / 20
- 六、上海金融要素市场联动发展的主要问题及对策建议 / 37
- 七、在沪各交易所联动发展存在的主要问题及建议 / 46
- 八、跨市场金融风险的特征及监管建议 / 63

子课题篇 / 68

子课题一：发达国家各金融要素市场相互间的影响与风险监管 / 69

- 一、引言 / 69
- 二、发达国家金融要素市场全球扩张范围日益广泛 / 70
- 三、发达国家金融要素市场全球化竞争源于争夺衍生品上市权 / 71
- 四、寻找风险与发展的平衡点：境外金融衍生品上市监管制度应时而变 / 72
- 五、困扰上海金融要素市场现货与衍生品互动发展的根源 / 79
- 六、要素市场联动过程中的跨市场风险传递和防范 / 80
- 七、全球化竞争格局下上海金融要素市场互动发展的改革出路 / 81



子课题二：资本要素市场联动发展与创新研究 / 84

- 一、引言 / 84
- 二、上海资本市场现状、不足与原因分析 / 86
- 三、境外资本市场联动发展经验借鉴 / 106
- 四、上海资本要素市场联动发展与功能提升的建议 / 111
- 五、上海资本市场的风险和监控体系建设 / 116
- 六、正确处理好资本市场各细分市场间的联动与协调关系 / 136

子课题三：多要素市场联动推动人民币国际化 / 148

- 一、引言 / 148
- 二、本子课题的背景与意义 / 149
- 三、在离岸市场联动中人民币成交量的功能体现 / 159
- 四、在岸与离岸市场联动助推人民币汇率改革 / 166
- 五、商品市场与金融市场联动助推人民币国际计价 / 183
- 六、加强要素市场联动扩展人民币国际化渠道 / 199

子课题四：中国货币市场的联动发展研究 / 220

- 一、引言 / 220
- 二、货币市场的基本理论 / 222
- 三、中国货币市场联动发展的现状和问题 / 229
- 四、发达国家货币市场发展及借鉴 / 252
- 五、国内货币市场联动发展的建议 / 259
- 六、结论 / 271



子课题五：衍生品市场的联动发展与功能提升研究 / 274

- 一、引言 / 274
- 二、各衍生品市场发展现状分析 / 275
- 三、市场联动性的度量及与欧美市场的对比 / 282
- 四、衍生品市场联动发展面临的主要问题 / 292
- 五、各衍生品市场联动性不足的原因探析 / 300
- 六、国外衍生品市场发展的经验借鉴 / 302
- 七、各衍生品市场联动发展与功能提升的建议 / 306
- 八、结论 / 316

专题报告篇 / 320

专题一：从在岸与离岸外汇市场的差异对比看增强市场联动的着力点 / 321

- 一、在岸与离岸外汇市场的差异对比 / 321
- 二、增进在岸离岸外汇市场联动的一些考虑 / 322

专题二：境外交易所市场内部分层的经验及借鉴 / 324

- 一、交易所市场内部分层的理论依据与现实背景 / 324
- 二、交易所市场内部分层的境外经验 / 328
- 三、对我国多层次市场发展的借鉴 / 333

专题三：我国金融期货市场的发展情况、存在问题与对策思考 / 334

- 一、中金所基本概况 / 334
- 二、金融期货市场各项产品运营情况 / 335



三、金融期货产品服务金融现货市场取得的成果 / 336

四、金融期货市场发展中的障碍及问题 / 339

五、境外跨期、现市场的监管协作经验 / 342

六、政策措施建议 / 344

专题四：上海商品期货市场与相关市场的联动发展与功能提升研究 / 346

一、“十二五”时期上海商品期货市场建设回顾 / 346

二、上海商品期货市场存在的问题和发展的瓶颈 / 351

三、“十三五”时期上海商品期货市场发展的主要任务和措施 / 353

四、对策与建议 / 358

专题五：黄金市场发展情况与跨市场联动的思考 / 359

一、上海黄金交易所简介和运行情况 / 359

二、推动金融中心建设和金融要素市场互联互通的贡献和成就 / 361

三、发展的短板和未来发展对策 / 363

专题六：上海清算所与各金融要素市场联动发展的现状、问题与建议 / 365

一、上海清算所发展情况 / 365

二、上海清算所在推进实体经济发展、上海国际金融中心建设和金融要素市场联动方面的探索 / 366

三、目前阻碍上海清算所在金融要素联动发展及功能提升方面最主要的问题 / 370

四、国际同类金融要素市场、金融机构的经验借鉴 / 371

五、相关问题的主要原因 / 372

六、解决这些问题的对策建议 / 373



七、跨市场风险传递渠道及如何监管风险 / 373

专题七：中央结算公司与各要素市场的联动发展与功能提升研究 / 375

一、中央国债登记结算有限责任公司与各要素市场的联动发展与功能提升 / 375

二、我国债券市场要素平台间的联动发展与功能提升 / 385

专题八：多层次资本市场联动发展与创新研究 / 389

一、上海股权托管交易中心现状 / 389

二、上海股交中心“十二五”期间成绩 / 391

三、区域性股权交易市场现存问题及原因 / 397

四、相关国际市场成功经验 / 399

五、区域性股权市场破局思路 / 401

六、区域性股权市场与其他资本市场的联动机制建议 / 403

后 记 / 409

总篇

“十三五”期间是我国基本建成国际金融中心的关键时期，金融要素市场的创新与发展是建设上海国际金融中心的重要内容。在沪金融要素市场的联动发展及其功能提升，关系到上海国际金融中心等“四个中心”与全球科创中心的建设进程，关系到上海国际金融中心与上海自贸试验区建设之间能否形成有效联动以及能否与“一带一路”“长江经济带”和供给侧结构性改革等国家重要战略实现紧密对接，因此，研究分析金融要素市场发展的现状及存在问题，研究并提出推动金融要素市场联动发展和功能提升的思路及对策，具有极为重要的理论和现实意义。

金融要素市场联动发展与功能提升研究

一、研究背景与意义

“十三五”时期我国金融改革开放的重要目标之一是到 2020 年上海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。上海市“十三五”相关规划中也提出上海要加快迈入全球金融中心行列，要紧紧围绕服务实体经济发展，以人民币产品市场建设为核心，以自贸试验区金融改革创新为突破口，加快推进国际金融中心建设。并明确提出了要加快人民币产品市场建设，提升金融市场开放度，营造金融机构体系活力和优化国际金融中心发展环境的目标和任务。

“十三五”期间是我国基本建成国际金融中心的关键时期，金融要素市场的建设和发展是建设上海国际金融中心的重要内容。上海国际金融中心的建设，关系到中国在国际金融领域的话语权和影响力。上海金融要素市场的联动发展及其功能提升，关系到与包括上海国际金融中心、科创中心建设在内的“四个中心”建设，以及与上海自贸试验区建设之间能否形成联动，同时能否与“一带一路”“长江经济带”和供给侧结构性改革等国家重要战略实现紧密对接。上海市“十三五”规划纲要中提出要建设面向国际的金融市场平台，拓宽境外投资者参与境内市场的渠道，促进与境外金融市场互联互通，提升上海金融市场的资产定价能力。增强外汇、股票、债券、期货、黄金、保险、票据、信托等各细分要素市场在内的多层次金融市场的服务功能，完善不同层次市场间的转板机制和退出机制，稳步扩大债券市场规模。支持上海证券交易



所改革创新，大力发展新兴金融市场，促进股权托管交易市场、贷款转让市场、票据市场等细分市场的健康发展。

总体来看，上海是我国金融市场体系最完备的国际化大都市，目前已经建立了相对完整的金融要素市场体系，形成了种类相对齐全的金融机构服务体系，为多样化的金融产品和金融服务创新提供了良好的基础。但与此同时，多层次金融市场的建设和国际化进程的推进，以及各金融要素市场间的相互协调及联动发展还存在一些体制机制上的障碍和市场环境方面的问题，这些都是“十三五”期间还亟待解决的关键问题。因此，金融要素市场联动发展及功能提升是上海市金融办 2016 年六个补短板的重要课题之一。特别是 2015 年出现的股市剧烈震荡和近年来互联网金融平台问题频发，使我国部分金融要素市场存在的诸多问题充分暴露。这也提醒我们，金融市场显现的一系列问题和潜在的风险隐患不容忽视。

按照国家重大战略的部署，2020 年上海要初步建成上海国际金融中心、国际航运中心和国际贸易中心，并且成为具有全球影响力的科创中心，上海金融要素市场的发展现状，能否有效地支持和推进国家多项重大战略的实施？金融要素市场目前主要存在哪些不利于联动发展的矛盾和问题？导致这些矛盾和问题的深层次原因是什么？如何协调解决各金融要素市场之间的矛盾？金融要素市场进一步开放过程中，人民币国际化和期货市场等衍生品市场发展之间的联动会产生哪些风险？如何预警、管理和监控各要素市场的风险？如何对各金融要素市场实施综合监管？如何推动上海金融要素市场的联动发展与功能提升？等等，这些都是急需解决的重要问题，需要我们开展全面深入的研究，为相关金融管理部门和行业的政策制定及调整提供决策参考依据。因此，本课题的研究具有重要的现实意义。

二、金融市场联动的背景与内涵

（一）金融市场联动的背景

自 20 世纪 90 年代以来，世界各国经济和金融市场间的联系越来越紧密，使得金融市场间的资本流动和信息传递机制得到加强，金融市场之间日益呈现出一体化趋势。近年来，随着金融一体化进程和金融创新步伐逐渐加快，各类金融市场、金融机构日益密切地融合在一起，形成了一个庞大而复杂的金融体系，各市场之间通过相互联系、



相互影响,呈现出一定程度上各个金融市场间的联动效应。另一方面,经过近30年的积极探索和快速发展,我国金融市场体制不断完善,资源配置机制不断健全,对实体经济的支持作用进一步增强。当前,尽管存在形式各异的管制和壁垒,但经济全球化,特别是金融一体化的趋势难以逆转。资本流动规模的扩大、跨国投资者数量的增加都强化了各国、各地区金融市场之间的联动特征。在学界,金融市场的联动现象引起了中外研究者的广泛关注,形成了较为丰富的研究成果。

(二) 金融市场联动的内涵

长期以来,围绕金融市场的联动关系及联动效应,中外学界已有大量文献进行过探讨。需要指出的是,作为金融市场研究的重要领域,虽然金融要素市场具备金融市场的主要特征,但并不能将之与金融市场完全画上等号。下文中,我们将在参考已有研究成果的基础上,对贯穿于课题始末的“金融要素市场”概念进行明确界定,并明晰本课题中所涉及的“金融要素市场联动”的具体内涵。

1. 关于金融市场联动的讨论

在经济学研究领域,Hirschman于1985年首次提出联动效应概念。此后,市场联动被逐渐运用到金融研究领域,成为学者们讨论研究金融市场联动效应的重要理论依据。殷剑锋(2006)认为,金融市场联动关系的主要方面是指市场收益率之间的关系。^①徐清海、贺根庆(2014)总结指出,金融市场的联动关系是指在不同金融市场之间存在着显著的关联性。即一个市场的价格或收益率的波动变化,会引起另一个市场相关变量的波动变化,不同金融市场之间的联动关系是金融市场风险传递的重要根源。随着中国金融市场发展和开放程度的日益加深,金融市场的联动效应受到了更多研究者的关注。有学者通过动态相关系数(DCC-MVGARCH)模型,研究中国金融市场之间的动态相关关系(徐清海,贺根庆;2014)。张华勇(2014)考察了金融市场联动性和风险传染的内在机制的关系。沈传河、王向荣(2015)从微观层面具体分析了货币市场与资本市场的联结问题,通过构建支持向量机(SVM)和Copula函数的集成系统,研究金融市场联结途径与形态结构。韩建飞、潘绰(2013)则从金融市场的跨境联动层面,探讨了新兴经济体之间的联动效应及其变化。

^① 具体包括三方面的内容:(1)市场收益率之间是否存在长期的均衡关系;(2)一旦偏离均衡,各收益率是否能够进行迅速的调整;(3)在均衡关系既定的情况下,各收益率之间是否存在短期的因果关系。参考殷剑锋:《中国金融市场联动分析:2000—2004》,《世界经济》,2006年,第50—61页。



2. 关于金融要素市场联动的研究基础

作为金融市场联动的重要组成部分，迄今学界有关金融要素市场联动的探讨往往被置于金融市场联动的研究框架之下，鲜有文献对此进行过单独、详尽的分析。通过前述分析，我们不难发现，有关金融市场联动问题的研究，较多的着眼于金融资产价格的形成机制。例如研究金融资产价格之间的相关关系，从这个角度出发，金融资产的定价机制是金融市场联动效应的首要原因。但也有一些学者从另一个方面开展研究，他们研究的重点是资金供应者和资金需求者双方通过金融工具进行交易、融通资金的市场，即对发生交易所在的媒介市场本身进行研究，其研究的对象包括：外汇、证券、期货、黄金等金融市场中的各细分市场，研究探讨金融市场中各细分市场的内部职能，以及不同细分市场之间如何形成互动。由此可见，尽管传统金融市场体系的研究中没有明确提出“金融要素市场”这一定义或概念，但在前期学者对金融市场的不同细分市场的功能及其相互关系的研究，已隐含了对部分金融市场各细分市场联动的内容，这为本课题研究金融要素市场联动发展，并首次提出“资本要素市场”的概念，并开展深入研究提供了重要参考。

3. 有关金融市场联动关系的实证研究

通过研究不难发现，早期围绕金融市场的探讨主要集中在金融市场与经济发展的关系之上。其研究范围相对单一，主要围绕货币市场展开。

Curley 和 Shaw (1967) 很早就认为金融市场的发展与经济发展之间有着非常密切的联系，且在经济增长的过程中，随着人均收入的提高，金融资产的增长将超出产出或实际收入的增长率。Goldsmith (1969) 用 135 个国家 103 年间 (1860—1963) 的统计资料，对金融市场的结构与发展作了横向的国际比较和纵向的历史比较，并归纳出金融市场发展过程中带有规律性的结论。Mckinon (1973) 与 Shaw (1973) 分别从不同角度对发展中国家金融市场与经济增长的关系进行了研究，提出了金融抑制理论和金融深化理论，主张实用金融自由化，以使实际利率通过市场机制的作用自动地趋于平衡水平，从而保证经济发展以最优速度进行。

进入 20 世纪 90 年代以后，研究者一方面借鉴并引入交易成本理论、信息不对称理论和内生增长理论 (Pagano, 1993) 等新的理论研究成果，另一方面，使用的计量分析方法也更为先进和准确 (Levine, 1998; Thiel, 2001)。Hirschman (1996) 等人在“Mckinnon-Shaw”金融深化论的基础上，针对在信息不完全的前提下金融领域的道德风险和逆向选择等问题，提出了金融约束论。Merton 和 Bodie (1993) 则提出基于功