

◎ 吴晓求 等著

中国

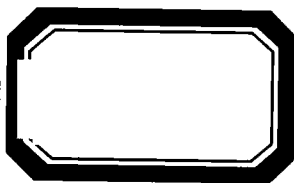
资本市场 2011-2020

——关于未来10年发展战略的研究

CHINA'S CAPITAL MARKET

■ 中国资本市场的战略目标：到 2020 年，将上海 — 深圳资本市场为轴心的中国资本市场，建设成为全球有重要影响力的金融市场增长极，并把上海建设成为 21 世纪全球新的国际金融中心，以此为基础全面推进中国金融体系的现代化、市场化和国际化。

中国证监



中国资本市场：2011—2020

——关于未来10年发展战略的研究

吴晓求 等著



中国金融出版社

责任编辑：张 超 任黎鸿

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场：2011—2020 (Zhongguo Ziben Shichang: 2011—2020) ——关于未来 10 年发展战略的研究/吴晓求等著. —北京：中国金融出版社，2012. 3
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6266 - 9

I. ①中… II. ①吴… III. ①资本市场—研究—中国—2011—2020
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 014750 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12. 5

字数 215 千

版次 2012 年 3 月第 1 版

印次 2012 年 3 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6266 - 9/F. 5826

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本研究报告作者

主持人(主笔人):

中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授

联合主持人:

中国人民大学金融与证券研究所副所长 赵锡军教授

申银万国证券股份有限公司研究所所长 陈晓升

申银万国证券股份有限公司研究所研究总监 李 蓉

执笔人: (按姓氏笔画为序)

卫剑波 冯 玥 龙啸云 吉 祥 许 荣 陆 超 刘庭竹

吴晓求 杜 斌 陈启清 赵锡军 赵鹏飞 张 霞 罗 猛

胡召平 段希文 徐 悦 夏园园 陶长高 梅 君

编 务:

赵振玲

目 录

- 1 未来 10 年中国资本市场发展的战略目标与政策重心：国际金融中心建设 / 1
 - 1.1 资本市场在中国经济社会发展和转型中的重要作用 / 2
 - 1.1.1 资本市场作为现代金融的核心，推动着中国经济的持续快速增长 / 2
 - 1.1.2 资本市场加快了社会财富特别是金融资产的增长 / 2
 - 1.1.3 资本市场为经济持续发展提供有力支撑 / 3
 - 1.1.4 资本市场为中国企业的机制改革和竞争力的提升提供了市场化平台 / 3
 - 1.1.5 资本市场推动了中国金融体系的市场化变革 / 4
 - 1.1.6 资本市场提供收益风险在不同层次匹配的证券化金融资产 / 4
 - 1.2 未来 10 年中国资本市场的发展背景 / 5
 - 1.2.1 中国资本市场已步入真正意义上的全流通时代 / 5
 - 1.2.2 中国资本市场长期面临的是相对宽松的货币环境 / 5
 - 1.2.3 中国资本市场面临着持续性的巨大融资需求 / 5
 - 1.2.4 中国资本市场面临实体经济的持续增长和结构性转型 / 6
 - 1.2.5 中国资本市场是中国建设国际金融中心的基础 / 6
 - 1.3 未来 10 年中国资本市场发展的战略目标和政策重心 / 8
 - 1.3.1 中国资本市场发展的战略目标 / 8
 - 1.3.2 扩大规模、优化结构的供给政策是中国资本市场的政策重心 / 10

- 1.3.3 疏导内部需求、拓展外部需求是中国资本市场需求政策的基本内容 / 12
- 1.4 中国资本市场战略目标实现的条件分析 / 13
 - 1.4.1 中国资本市场战略目标实现的重要前提 / 13
 - 1.4.2 中国资本市场战略目标实现的关键步骤 / 15
 - 1.4.3 中国资本市场战略目标实现的其他条件 / 17
- 附录 美国资本市场的发展及国际金融中心建设的经验 / 19
 - 1. 强大的实体经济为资本市场的发展奠定坚实基础 / 19
 - 2. 稳定的货币环境为资本市场提供了支撑 / 23
 - 3. 有效的监管制度为资本市场发展保驾护航 / 24
 - 4. 创造需求和稳步扩大供给的政策确保资本市场有序发展 / 26
- 2 未来10年中国资本市场发展的国际金融环境：大变革与大调整 / 29
 - 2.1 国际货币体系改革 / 29
 - 2.1.1 “美元本位制”正在危害全球经济 / 30
 - 2.1.2 国际货币基金组织改革的必然性 / 31
 - 2.1.3 国际货币体系改革趋势 / 32
 - 2.2 人民币国际化 / 33
 - 2.2.1 人民币国际化的基础 / 34
 - 2.2.2 人民币国际化的进程展望 / 34
 - 2.3 全球金融监管改革 / 35
 - 2.3.1 全球金融危机引发对金融监管体系的反思 / 35
 - 2.3.2 全球金融监管发展趋势 / 37
 - 2.4 全球资本市场发展的多极化 / 38
 - 2.4.1 亚洲股票市场的崛起 / 39
 - 2.4.2 欧盟债券市场的挑战 / 39
 - 2.5 全球金融危机前后国际金融中心实力的变化 / 41
 - 2.5.1 综合实力的变化 / 41
 - 2.5.2 金融中心子行业分析 / 44
 - 2.5.3 金融中心竞争力指标分析 / 45
- 3 未来10年中国资本市场发展的宏观经济环境：持续成长与模式转型 / 48
 - 3.1 中国经济持续快速成长是资本市场发展的经济基础 / 48

- 3.1.1 需求角度 / 50
- 3.1.2 供给角度 / 50
- 3.1.3 价值角度 / 51
- 3.1.4 预期角度 / 52
- 3.2 未来 10 年中国经济持续成长分析 / 52
 - 3.2.1 中国经济持续成长的基础 / 53
 - 3.2.2 中国经济持续成长展望 / 55
- 3.3 未来 10 年中国经济增长模式转型 / 62
 - 3.3.1 中国经济增长模式转型的原因 / 62
 - 3.3.2 中国经济增长模式转型的方向 / 64
 - 3.3.3 中国经济增长模式转型的策略 / 66
- 3.4 小结 / 70
- 4 未来 10 年中国资本市场发展的金融因素：市场化与结构性变革 / 71**
 - 4.1 全球金融结构市场化变革与启示 / 72
 - 4.1.1 美国金融体系的市场化变革 / 73
 - 4.1.2 欧洲金融体系的市场化变革 / 75
 - 4.2 中国金融市场化的历史进程与未来趋势 / 78
 - 4.2.1 居民人均可支配收入的变化 / 78
 - 4.2.2 国民收入分配与宏观储蓄格局的演变 / 80
 - 4.2.3 经济的货币化趋势 / 81
 - 4.2.4 股票市价总值占 GDP 的比重 / 83
 - 4.2.5 证券化金融资产比重的上升 / 85
 - 4.3 市场主导金融体系下的结构性变革 / 86
 - 4.3.1 金融机构将发生结构性变革 / 86
 - 4.3.2 金融资产定价机制的变革 / 88
 - 4.3.3 金融体系的资产结构将发生根本性变化 / 89
 - 4.3.4 全社会的融资结构将发生变革 / 89
 - 4.3.5 金融产品结构变化 / 90
 - 4.3.6 金融体系投资者的变化 / 91
 - 4.3.7 金融体系的制度结构的变化 / 92
- 5 未来 10 年中国资本市场供给政策：扩大规模与优化结构 / 95**
 - 5.1 中国资本市场供给政策历史回顾 / 96

- 5.1.1 发展初期的审批制供给政策（1991—2000年） / 96
- 5.1.2 深化改革时期的核准制供给政策（2001年至今） / 100
- 5.2 中国资本市场供给政策演进的经济分析 / 105
 - 5.2.1 经济发展与资本市场供给的协同效应 / 105
 - 5.2.2 企业资本结构与资本市场供给的立体拓展 / 106
 - 5.2.3 有效监管下的资本市场供给渐进发展的有效路径 / 109
- 5.3 未来10年中国资本市场供给政策展望 / 110
 - 5.3.1 继续推进海外蓝筹股回归 / 110
 - 5.3.2 加速推进主板上市公司母公司优质资源整体上市 / 111
 - 5.3.3 加速B股市场转型 / 111
 - 5.3.4 不断深化中小企业板建设 / 112
 - 5.3.5 大力发展和完善创业板 / 113
 - 5.3.6 适时推出国际板 / 114
 - 5.3.7 推进三板的统一与融合 / 115
 - 5.3.8 规范并加速公司债券、企业债券的发行 / 115
 - 5.3.9 以产品创新提升市场供给多样化 / 116
 - 5.3.10 优化股票发行制度 / 116
- 5.4 小结 / 117
- 6 未来10年中国资本市场的需求政策：疏导内部需求与拓展外部需求 / 119**
 - 6.1 资本市场内部需求政策：美国经验与中国趋势 / 120
 - 6.1.1 美国居民收入与金融资产总量 / 120
 - 6.1.2 美国居民金融资产结构 / 121
 - 6.1.3 美国机构投资者及其风险管理 / 123
 - 6.1.4 中国居民收入与金融资产总体规模 / 124
 - 6.1.5 中国金融资产结构 / 126
 - 6.1.6 中国机构投资者总体规模与构成 / 127
 - 6.1.7 未来10年中国资本市场的需求展望 / 128
 - 6.1.8 未来10年中国资本市场的需求政策 / 129
 - 6.2 资本市场外部需求政策：国际经验与中国借鉴 / 131
 - 6.2.1 资本市场对外开放是大趋势 / 131
 - 6.2.2 国际经验 / 135

- 6.2.3 中国现状 / 139
- 6.2.4 中国借鉴：国际化定位与国际板建设 / 142
- 7 中国证券交易所的未来发展：竞争与变革 / 145**
 - 7.1 全球证券交易所的发展情况 / 146
 - 7.1.1 全球证券交易所的发展态势 / 146
 - 7.1.2 全球证券交易所发展态势的原因分析 / 149
 - 7.2 中国证券交易所的现状和问题 / 152
 - 7.2.1 中国证券交易所的现状 / 152
 - 7.2.2 中国证券交易所需要关注的问题 / 154
 - 7.3 中国证券交易所发展路径选择：制度变革与分工合作 / 156
 - 7.3.1 制度变革：会员制—股份制—公司制 / 156
 - 7.3.2 发行审核逐步过渡到注册制 / 157
 - 7.3.3 沪深港三大交易所进行战略分工 / 158
 - 7.3.4 与海外交易所建立战略联盟 / 159
- 8 未来 10 年基于资本市场的金融机构：规模扩张与功能转型 / 161**
 - 8.1 金融机构进入快速扩张期 / 162
 - 8.1.1 扩张的动因 / 162
 - 8.1.2 金融机构扩张的方式 / 163
 - 8.1.3 金融机构在规模扩张过程中的限制因素 / 163
 - 8.2 功能转型：从“融资中介”到“财富管理” / 165
 - 8.2.1 金融机构功能的演变 / 165
 - 8.2.2 我国金融机构的主要功能及变化 / 168
 - 8.2.3 我国金融机构功能转型的动因 / 170
 - 8.3 金融机构发展展望 / 172
 - 8.3.1 证券公司 / 172
 - 8.3.2 评级机构 / 173
 - 8.3.3 基金公司 / 173
 - 8.4 小结 / 173
- 9 未来 10 年中国金融证券监管模式：专业分工基础上的综合监管 / 175**
 - 9.1 金融危机后全球金融监管模式调整 / 175
 - 9.1.1 金融危机与金融监管反思 / 175
 - 9.1.2 全球金融监管改革动向 / 177

9.2	未来10年中国金融证券监管模式的调整与变革 / 179
9.2.1	中国当前金融监管模式及其缺陷 / 179
9.2.2	专业分工基础上的综合监管：理想与现实的平衡 / 180
9.2.3	综合监管框架中的证券专业监管 / 182
9.2.4	一般监管行为的调整 / 185
9.2.5	对监管者的监管 / 188
	后 记 / 190

未来 10 年中国资本市场发展的 战略目标与政策重心：国际金 融中心建设

摘 要

从中国已有的实践看，资本市场在中国经济社会发展中发挥了不可替代的与日俱增的重要作用。这种作用主要表现在六个方面：一是资本市场作为现代金融的核心，推动着中国经济的持续快速增长；二是加快了社会财富特别是金融资产的增长；三是为经济成长提供源源不断的金融资源；四是为中国企业的发展提供了有利于竞争力提升的市场化平台；五是极大地推动了中国金融体系的结构性变革；六是为全社会提供了多样化、不同收益和风险的证券化金融资产。

经过 20 多年的改革和发展，中国资本市场在规模、结构、功能和对经济社会的影响力等方面都发生了根本性变化，已经成为全球第二大市值的市场。

总的来看，中国资本市场未来发展面临的市场结构因素和经济金融环境发生了重大变化。其主要表现是：中国资本市场已经是全流通的市场；长期看，面对的主要还是相对宽松的国际货币环境；面临着持续不断的巨大的融资需求；所依托的是高速增长和结构转型的经济；面临着国际化的巨大挑战。

基于上述认识，以及在对宏观经济分析、金融结构变动趋势把握的基础上，我们认为，未来 10 年（2011—2020 年）中国资本市场的战略目标是：到 2020 年，以上海—深圳资本市场为轴心的中国资本市场，将成为全球最具影响力的金融市场增长极，并将上海建设成为全球新的国际金融中心，以此为基础全面推动中国金融体系的现代化、市场化和国际化。

为了实现上述战略目标，中国资本市场的政策重心会发生重大调整，将从需求政策为主导向以供给政策为主导、供需协调发展的政策组合转变。

研究中国资本市场未来 10 年发展的战略目标及其实现路径，必须从理论上深刻分析资本市场对中国经济社会发展的重要作用，深入剖析中国资本市场未

来发展所面临的经济、金融背景和市场结构特征。在此基础上，制定与中国经济社会发展相适应的、有利于中国经济持续成长的资本市场发展战略，确立恰当的政策重心。

1.1 资本市场在中国经济社会发展和转型中的重要作用

关于中国资本市场对中国经济社会发展所起的作用，实际上无论在学界还是实际部门都有不同的理解。不少人似乎并不认为资本市场的作用有多大，他们中的一些人都是从融资额和融资比例的角度来评判资本市场的作用和地位的。不少学者都是用资本市场的融资额与银行的融资额相比较，从而得出资本市场并不重要的结论。这是不正确的方法得出了不正确的结论，因为这种比较本身就不是衡量两种金融制度重要性的标准。

回望过去 20 多年，我们认为，资本市场在中国经济发展和社会进步的过程中，实际上发挥了极其重要的不可替代的作用，这种作用正在与日俱增。从中国已有的 20 多年实践看，资本市场对中国经济社会的作用主要表现在以下六个方面。

1.1.1 资本市场作为现代金融的核心，推动着中国经济的持续快速增长

2010 年，中国经济总规模接近 40 万亿元人民币，约 6 万亿美元，总规模超过日本。资本市场从资本筹集、公司治理、风险释放、财富增长和信息透明度等方面不仅推动了经济的持续增长，而且大大提升了经济增长的质量。没有资本市场的发展，今天很多看起来很成功、很强大的企业，可能已经破产倒闭了。可以这样认为，资本市场既是企业腾飞的翅膀，也是中国经济前行的动力。

1.1.2 资本市场加快了社会财富特别是金融资产的增长

经济的发展需要财富的集聚和优化配置，社会的进步需要以财富的大幅增长为前提。以资本市场为基础的现代金融体系，不仅是经济成长的发动机，而且还为社会创造了一种与经济增长相匹配的财富成长模式，建立了一种经济增长基础上的可自由参与的财富分享机制。以前中国人收入的增加主要靠增量收入，存量财富缺乏成长机制，存量财富带来不了多少新增收入。我们有了钱就存到商业银行，储蓄存款怎么能增长你的存量财富呢？后来发现存款增加不了

多少存量财富，就赶紧投资房子。一个社会，如果靠投资房子去成长你的存量财富，只能说明这个社会的金融体系不发达，金融体系没有提供给投资者可自由选择的成长性资产。资本市场实际上创造了一种可选择的具有与经济增长相匹配的财富成长机制。资本市场的财富效应，加快了中国社会财富特别是金融资产的增长速度。1990 年中国社会的金融资产只有区区的 3.8 万亿元人民币，证券化的金融资产几乎可以忽略不计。到 2010 年，中国全社会的金融资产超过了 100 万亿元人民币，其中，证券化金融资产（股票 + 债券）超过 40 万亿元人民币，增长的速度大大超过了同期的经济增长速度。金融资产的增长是我国步入经济强国的重要前提。

1.1.3 资本市场为经济持续发展提供有力支撑

翻开美国现代经济史可以看到，在 20 世纪初，冶金技术的提高推动了钢铁工业的发展，到后来汽车工业的发展和汽车的普及，这些都推动了美国经济差不多 40 年的增长。到了 20 世纪五六十年代，信息技术和通信技术的发展，特别是信息技术的突破，带来了新的产业革命，后工业化时代催生了纳斯达克和微软、英特尔、苹果等新型领袖企业的出现。20 世纪 70 年代之后，美国经济突然间开始加速，到了 20 世纪 90 年代末期，美国已经把日本抛在后面了。中国经济要维持百年增长，没有科学技术进步和创新，没有产业的转型，只是靠大规模投入来维持经济的持续增长，那是不可能的。同时，经济增长除了科技进步是最根本的动力源以外，还要有一个使科技进步这个动力源发挥乘数效应的加速器，这就是现代金融。要让科技进步迅速有效地推动产业升级、转变成新型产业，金融的作用不可或缺。这种金融制度不仅需要媒介资金供求，而且还能创造一种与经济增长相适应的源源不断的金融资源增长机制。在迈向现代社会的进程中，要维持经济持续增长，金融资源或者说金融资产的大规模增长是一个必要条件。大国经济的持续增长，仅有科技进步是不够的，还需要大规模的资本投入，需要源源不断的金融资本的推动，否则是转换不成强大的生产力的。科技进步是原动力，是基础，是起点；而现代金融提供了杠杆化的动力，是关键，是加速器。

1.1.4 资本市场为中国企业的机制改革和竞争力的提升提供了市场化平台

没有资本市场，中国企业特别是国有企业就不可能建立起真正意义上的现

代企业制度。资本市场使单个股东或者少数股东组成的企业成为社会公众公司。对中国企业来说，这是一种彻底的企业制度变革，是一种观念的革命。这种制度变革，使中国企业从为所欲为、无知无畏的盲流的心态，转变成为既有制约又有激励的现代企业行为机制。无论是国有企业还是民营企业，在没有上市之前，没有风险概念，没有约束力量。有了资本市场，成了上市公司后，它们在理念和行为机制上都发生了脱胎换骨的变化，正在成为一个有目标、有激励、有约束的理性行为人。

所以，资本市场在使中国企业华丽转身进而迈向现代企业制度的同时，也使中国企业的价值也得到了公正的评价。中国企业在全球十强中，无论是按市值还是按利润，或是按销售额，都已拥有两三席。出现这种变化，资本市场的作用特别重要。

1.1.5 资本市场推动了中国金融体系的市场化变革

所谓现代金融体系，是指以资本市场为基础构建的金融体系。所谓传统金融体系，则是指以传统商业银行为基础的金融体系，也就是没有资本市场或者说资本市场不发达条件下的商业银行主导的金融体系。在现代社会，金融体系不仅仅是资源配置的机制，不仅仅是媒介资金供求关系的机制，而且还是一种风险分散机制。以资本市场为基础构建的现代金融体系，已然具有资源配置特别是存量资源调整、分散风险和财富成长与分享三大功能，这就是在中国为什么必须发展资本市场的根本原因。在中国发展资本市场，不是实用主义的，而是具有战略目标的。

1.1.6 资本市场提供收益风险在不同层次匹配的证券化金融资产

在消费品市场上，我们经常强调消费者对消费品的自主选择权，这是消费者自主权的核心内容，也是市场经济发达的一个重要标志。与消费者的自主选择权相对应的是，投资者也必须拥有自主选择投资品或资产的权利，这既是一国市场经济发达程度的重要标志，也是金融市场发达与否的重要标志。为投资者提供多样化的、不同收益与风险相匹配的、具有充分流动性且信息透明的金融产品，是一国金融体系和资本市场的基本功能。

落后的金融体系、不发达或者缺失的资本市场，是不可能让投资者实现其对多样化金融资产选择要求的，进而也不可能为社会提供优质高效的金融服务。对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的重要表现。金融压抑有

1 未来 10 年中国资本市场发展的战略目标与政策重心：国际金融中心建设

多种表现，其中对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的典型形式。资本市场的大发展，将彻底释放这种压抑，从而使金融投资充满活力和创造力，这正是经济充满活力的重要源泉。因此，在未来，大力发展资本市场，是中国金融改革和发展的核心任务，是国家战略的重要组成部分。

1.2 未来 10 年中国资本市场的发展背景

资本市场的发展，离不开经济、金融等因素的支持。综观国内外经济金融环境，中国资本市场在面临较大挑战的同时，也将面临难得的发展机遇。总体而言，中国资本市场未来面临的市場结构因素和经济金融环境主要有以下几个方面。

1.2.1 中国资本市场已步入真正意义上的全流通时代

全流通时代的起点是股权分置改革，它的标志是中石油和工商银行的全流通。全流通时代，资本市场资产定价的功能得以恢复，这与股权分置时代价格信息的扭曲完全不同。资产定价功能的恢复会引起市场自身功能的变化。在过去相当长的时间里，我们将市场的主要功能放在 IPO 融资上，存量资源再配置的功能很弱。全流通之前，每一次收购兼并重组都是“掏空”上市公司资源的掠夺行为，而全流通背景下市场的存量资源配置功能将凸显。因此，在全流通时代，资本市场功能的恢复将为其持续发展奠定基础。

1.2.2 中国资本市场长期面临的是相对宽松的货币环境

2008 年国际金融危机爆发，各国政府都采取了量化宽松的货币政策，以应对金融市场的大幅波动和经济的严重衰退。作为应对金融危机后的副产品，全球都进入了货币宽松或者说流动性过剩的时代，到处充斥着不断贬值的货币。与其他市场不同，资本市场是资金交易的市场，其发展的重要前提是存在相对过剩的流动性，因此，在宏观经济基本面相对稳定的条件下，货币宽松或者说流动性过剩，将为中国资本市场发展带来新的更大的发展机遇。虽然从 2010 年 10 月起，我们开始实施稳健的但实际上是趋紧的货币政策，流动性有所收紧，但整体的通货宽松的趋势仍然存在。

1.2.3 中国资本市场面临着持续性的巨大融资需求

由于金融的结构性缺陷，中国股票市场承受很大的融资压力，其中，商业

银行在资本市场上的融资需求巨大且持续。巨大的融资压力与中国金融改革和创新不够有关。工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等这些大型商业银行，虽然在2010年进行了资本补充，但其在今后几年可能还要继续大规模融资。到2012年，全球各国开始执行巴塞尔协议Ⅲ，中国银监会对执行巴塞尔协议Ⅲ是积极的。根据巴塞尔协议Ⅲ的有关内容，并根据中国银监会的相关规定，我国系统性重要银行的资本充足率要求达到11.5%，同时更加注重核心资本的补充。商业银行巨大的资本需求一方面有利于资本市场规模的扩张，从而有利于促进资本市场的发展，但其带来的负面效应也是非常明显的：一是将影响投资者的投资信心，资本市场再次沦为“圈钱”的机制；二是会加剧我国资本市场的结构性矛盾。目前我国资本市场金融企业市值已占到全部上市公司市值的40%左右，这一结构显然不合理（美国资本市场市值位居前列的都是微软、苹果等高科技企业以及沃尔玛等消费性企业），如果商业银行继续融资的话，无疑会加剧这一结构性矛盾。要解决这一矛盾，唯有进行金融的结构性改革和创新。

1.2.4 中国资本市场面临实体经济的持续增长和结构性转型

从2000年开始，中国经济的高增长已经持续了10年；从2011年开始，我国至少还将维持10年的高增长。在维持高增长的同时，我国经济增长模式必须进行结构性转型，由以投资和出口拉动为主逐步转变为以内需特别是消费需求拉动为主，由外向型增长转变为内向型增长，由粗放型发展逐渐转变为集约型发展等。这些结构性转型，将会在我国产业结构升级、区域经济发展、消费需求增长等方面得到具体体现。经济增长模式的结构性转型及经济的持续增长，是未来中国资本市场发展的持续动力。

1.2.5 中国资本市场是中国建设国际金融中心的基础

根据国家发展战略，我国将把上海建设成为国际金融中心。今天的国际金融中心，其核心功能已从货币结算和货币交易转向了资产交易和财富管理。所以，对中国而言，国际金融中心的建设，实际上也就是资本市场的大发展和国际化，这也意味着中国资本市场巨大的发展机遇，这在纽约成为国际金融中心的过程中得到了充分的验证。

在19世纪上半期，作为当时新兴国家的美国，已经成为国际资本投资的乐园，吸纳了欧洲对外投资的绝大部分。从表1-1可以看到，在19世纪，资本源

1 未来 10 年中国资本市场发展的战略目标与政策重心：国际金融中心建设

源不断地流入美国。尽管在某一时期，国际资本流入美国会出现一定程度的波动，但仍然可看到外国资本净流入占美国资本增量比重呈现上升的趋势。另外，有数据显示，1790—1900 年，外国资本输入占美国国内资本净值的比率接近 5%，然而其中 1870—1900 年所流入的外国资本占 1790—1900 年的 80% 左右，这充分说明了 19 世纪后期流入美国的国际资本的速度明显加快^①。

表 1-1 1799—1890 年外国资本净流入占资本增量的比重

时期	外国资本净流入/国内资本净值	时期	外国资本净流入/国内资本净值
1799—1805	-0.012	1851—1860	0.027
1806—1815	0.050	1861—1870	0.158
1816—1840	0.220	1871—1880	0.055
1841—1850	-0.008	1881—1890	0.086

资本具有趋利性。缺乏有效的投资渠道，或者说缺乏保值增值的渠道，是不可能吸引国际资本流入的。外国资本蜂拥流入美国，与其资本市场的快速发展是分不开的。从表 1-2 可以看到，作为资本市场重要组成部分的债券市场和股票市场，为外国资本提供了多元化的投资渠道，尤其是直接投资和铁路债券。从表 1-2 中数据可以看到，1843—1914 年直接投资和铁路债券的增加更为迅速，从 1843 年的 0 分别增加至 12.1 亿美元和 39.34 亿美元。

表 1-2 美国境内外国投资的分布情况 单位：百万美元

年份	政府债券	联邦政府债券	州和地方 政府债券	铁路债券	其他私人 有价证券	直接投资	短期投资	国外投资总计
1843	150	0	150	0	53	0	28	231
1853	159	27	132	52	8	5	150	374
1869	1 108	1 000	108	243	15	25	153	1 544
1914	213	—	—	3 934	1 607	1 210	450	7 414

国外资本的不断流入，促进了美国资本市场的快速发展，从表 1-3 可以看到，无论从上市公司数目看，还是从发行的股票数目看，纽约证券交易所的规模和增长速度均远远超过同时期的伦敦证券交易所，从而奠定了 20 世纪纽约国际金融中心的地位。

^① 参见斯坦利·L·恩格elman、罗伯特·E·高尔曼：《剑桥美国经济史》，中国人民大学出版社，2008。