

课题编号 |

上海市政府决策咨询研究项目

积极推行上海自贸区金融开放创新，
加快上海国际金融中心建设

上海发展研究基金会

2015年12月

目录

摘要.....	3
1. 引言.....	6
2. 自贸区金融开放创新推动上海国际金融中心建设的机制.....	8
2.1 外溢效应.....	8
2.2 示范效应.....	8
2.3 延续效应.....	9
3. 自贸区金融开放创新推动上海国际金融中心建设的内容.....	11
3.1 金融机构和人才集聚.....	11
3.2 金融产品创新.....	12
3.3 金融和产业资本环流.....	13
3.4 金融监管新模式.....	14
4. 政策建议.....	16
4.1 关于人民币资本账户可兑换.....	16
4.2 关于扩大人民币跨境使用.....	17
4.3 关于建设面向国际的金融市场.....	18
4.4 关于扩大金融服务业开放.....	20
4.5 关于推进金融监管创新.....	21

摘要

国务院在中国（上海）自贸区总体规划中要求“上海自贸区发展要和上海‘四个中心’建设产生联动机制”，其后，国务院的“深改方案”及央行的“新金改40条”中均要求上海自贸区金融开放创新试点要与上海国际金融中心建设联动，指明了两者的关系。同时我们认为，在当前，这两者的联动中更主要的是上海自贸区金融开放创新对上海国际金融中心建设起推动作用。因此要自觉和强烈地形成这样一种意识：以建设国际金融中心的标的来设计和推动上海自贸区的金融开放创新；而在推动上海自贸区的金融开放创新时又要时时事事着眼于上海金融中心的建设。

本研究报告首先分析了上海自贸区金融开放创新推动上海国际金融中心建设的机制，即外溢效应、示范效应和延续效应。具体来说，“外溢效应”是指上海自贸区金融开放创新可以通过政策和资金等的溢出，实现增长极向外围地区辐射的效应；“示范效应”是指上海自贸区的金融开放创新在很大程度上是可复制、可推广的制度创新，它对全国其它地区，特别是上海的其它区县有很强的示范作用；“延续效应”是指即使上海自贸区完成了作为试验区的历史使命，自贸区所聚集的金融机构，所形成的金融业务流程和金融市场仍将存在于上海，成为上海国际金融中心的有机组成部分。

然后，本报告从构成任何国际金融中心所需要素的角度，即从金融机构和人才集聚、金融产品创新、金融和产业资本环流，及金融监管新模式四个方面分析了上海自贸区金融开放创新对上海国际金融中心建设的促进作用：第一，促进大量在国际金融市场上有竞争力的金融机构和金融人才的聚集；第二，通过制度创新促进金融机构创新，从而以多样化的金融产品为国内外企业跨境业务提供金融服务；第三，强化上海的投融资功能以支持国际国内产业的发展，实现金融资本和产业资本的跨境循环流动；第四，进一步完善金融风险监管体系，检测和管理大规模资本流动，防范和管控区域性、系统性金融风险。

虽然上海自贸区金融开放创新在推动上海国际金融中心建设的过程中，已取得明显成果，但仍有很大潜力可以挖掘，还需进一步推进。因此本报告从人民币资本项目可兑换、人民币跨境使用、金融市场建设、金融服务业开放、金融监管创新五个方面

提出政策建议，主要内容有：

1. 关于人民币资本项目可兑换。我们建议：（1）在自贸区试点的基础上，同时考虑准备积极推进在上海全市开展合格境内个人投资者境外投资（QDII2）试点，允许在上海市内就业并符合条件的个人按规定开展包括证券投资、股权投资在内的各类境外投资；（2）进一步鼓励和支持非银行金融机构利用自由贸易账户开展金融创新活动，以支持个人参与境外证券期货市场；（3）在“沪港通”经验的基础上，考虑推出“沪伦通”等有管理有控制的资本市场开放通道。

2. 关于人民币跨境使用。我们建议：（1）首先，考虑放宽跨境人民币双向资金池业务主体的范围，逐渐由跨国企业集团向有跨国经营活动的企业开放，并且可进一步将宏观审慎政策系数提高到 0.8，扩大经常项目人民币结算规模。（2）上海自贸区内和区外金融机构可以积极利用金砖国家新开发银行(NDB)总部落户上海的契机，为其各项金融活动提供各种配套服务，扩大人民币跨境使用，推动上海国际金融中心建设；（3）可考虑适当调低人民币融资所对应的币种转换因子（由 1 调低为 0.8），将有助于拓宽跨境人民币回流的渠道，扩大跨境人民币使用。

3. 关于面向国际的金融市场建设。我们建议：（1）在我国资本市场的日趋成熟和完善、自贸区金融开放创新不断深入、及人民币被纳入 SDR 货币篮子之际，在上海证券交易所推出“搁置已久”的国际板，首先针对区内注册的国外跨国企业进行试点；（2）加快推动上海证券交易所战略新兴版和上海股权托管交易中心科技创新板的设立，进一步建设和完善多层次的资本市场；（3）争取和鼓励上海市注册的外资企业境外母公司以及大型跨国公司、外国金融机构和主权基金在上海的资本市场发行人民币债券，并为其提供各种政策便利；（4）研究编制和发布张江“半导体指数”（反映半导体采购、加工库存消耗和产品应用的关系）并建立相应的指数交易平台，扩大张江半导体产业的国际影响力，同时通过设计指数金融产品，为半导体加工行业提供融资服务；（5）尝试引入海外基金交易平台，打开国内机构投资海外大型基金的渠道。

4. 关于金融服务业对内对外开放。我们建议：（1）放松设立外资金融机构在投资者资质要求、股比、经营范围、高管等方面的准入限制措施；（2）充分利用自贸

试验区与张江国家自主创新示范区“双自联动”的创新优势，加快民营金融和科技金融的发展，探索“投贷联动”等金融创新业务加快推进外资专业健康医疗保险机构；

(3) 加快推进外资专业健康医疗保险机构。

5. 关于金融监管创新。我们建议：(1) 在当前人民币预期贬值及资金外流压力持续加大的情况下，考虑将上海自贸区金融宏观审慎管理经验，在上海全市进行推广，并根据资金流动及风险审慎管理需要适当调整，比如可考虑适当调高宏观审慎调节参数（由1提高到1.2），提高境外融资的上限，以缓解当前资金外流压力。(2) 更好发挥央行上海总部的重要作用，特别是其在全面整合金融监管，及强化政策制定方面的职能。

在上述五个方面之外，本报告还建议，可以考虑在“陆家嘴论坛”下增设跨境投融资洽谈会，汇集国内外有跨境投、融资需求的企业，对资本跨境风险与收益有研究的专家、学者，以及相关管理人员、监管机构，共同商讨跨境投融资需求洽谈，为上海国际金融中心建设助力。

1. 引言

2009年4月,《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(《意见》)提出2020年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,标志着上海建设国际金融中心正式成为一项国家战略。同年6月,上海市人大通过了《上海市推进国际金融中心建设条例》,内容涉及金融市场体系建设、区域布局和基础设施建设、金融人才环境建设、信用环境建设、金融创新环境建设、金融风险防范于法制环境建设等方面。

所谓国际金融中心是指聚集了大量国内外金融机构和相关服务产业,全面集中地开展各种跨境金融交易活动,包括跨境资本借贷、债券发行、外汇交易、保险等金融服务业的城市或地区。根据上述定义,上海要建成国际金融中心,就必须依赖于一个**关键性的制度条件,即人民币资本账户可兑换**。如果不满足这一条件,上海国际金融中心的“国际”特征就很难体现。而一直以来,与人民币资本项目可兑换相关的企业和金融机构的跨境融资、包括资本市场在内的金融市场与国际市场双向开放,以及个人跨境投资等改革项目,始终被视为上海国际金融中心建设的“最大瓶颈”。

上海自贸试验区金融开放创新,正是推进人民币资本账户可兑换的“突破口”。2013年12月,《中国人民银行关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见》明确了上海自贸区金融开放创新是以资本项目可兑换和金融服务业开放为目标的金融制度创新,标志着上海自贸区金融改革起步。**主要包括五大创新点:分账管理的账户体系、投融资汇兑便利、人民币跨境使用、利率市场化,以及外汇管理体制改革**。其中,分账管理的账户体系是金融开放创新的核心和基础,投融资汇兑便利、人民币跨境使用、利率市场化和外汇管理体制改革是金融开放创新的主要着力点。

之后,围绕着“人民币资本项目可兑换”这一核心内容,上海自贸区金融开放创新与上海国际金融中心建设的全方位联动正式开启,而且随着上海自贸区金融开放创新的不断深化,前者对后者推动作用的设想和机制也日趋清晰。具体而言,2015年2月,《中国(上海)自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则》(《实施细则》)颁布,其核心内容就是围绕上海国际金融中心建设

的各个要素，使人民币资本项目可兑换得到全面有序实施、自贸区企业和金融机构境外融资全面放开、上海个人境外投资落地实施、利率市场化全面推进、上海金融市场实现与国际市场双向开放、金融业准入扩大对内对外开放、金融监管的负面清单管理全面实施、以自由贸易账户系统为标志的事中事后风险管理和金融安全系统全面到位。2015年4月27日上海自贸区扩区后，《进一步深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放总体方案》明确提出上海自贸区要“加大金融创新开放力度，加强与上海国际金融中心建设的联动”。2015年10月30日，央行发布《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》（“新金改40条”），提出加快推进资本项目可兑换、人民币跨境使用、金融服务业开放和建设面向国际的金融市场，不断完善金融监管，大力促进自贸区金融开放创新试点对上海国际金融中心建设的推动。这是上海自贸区的最大特点，也是上海自贸区区别于其他自贸区最重要的一个差别。

总之，要自觉和强烈地形成这样一种意识：以建设国际金融中心的标的来设计和推动上海自贸区的金融开放创新；而在推动上海自贸区的金融开放创新时又要时时事事着眼于上海金融中心的建设。

2. 自贸区金融开放创新推动上海国际金融中心建设的机制

上海自贸区金融开放创新主要通过外溢效应、示范效应和延续效应三种机制的作用，推动上海国际金融中心建设。具体来说：

2.1 外溢效应

外溢效应是指上海自贸区金融开放创新可以通过政策和资金等的溢出效应，实现增长极向外围地区辐射的效应。

第一，政策的溢出效应。即自贸区制度创新的部分政策细则，不仅在自贸区内的机构可以实践，而且在自贸区外一定范围内的机构也可以试行。例如，《中国人民银行关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》第七条规定“上海地区金融机构可根据人民银行规定，通过设立试验区分账核算单元的方式，为符合条件的区内主体开立自由贸易账户，并提供相关金融服务。”这就是说不仅区内金融机构而且上海其他地区的金融机构也可开展这项业务。

第二，资金的溢出效应。虽然自由贸易账户中的资金不能直接投资于境内区外的金融市场，但它仍然会从资金层面对上海国际金融中心建设产生溢出效应。随着《实施细则》的颁布和实施，自贸区内企业得以利用国际国内两个市场的资金，降低了融资成本，合理配置融资期限。低成本的资金来源会促使自贸区内企业有更强的意愿在自贸区内或自贸区周边进行投资，同时也可能促使他们把更多的自有资金投资到股票、债券等金融市场，从而一定程度上助推上海国际金融中心建设。此外，一些基于自贸区融资支持的创新项目，如上海浦东新区川沙新镇人民政府与上海自贸区股权投资基金正式签署的战略合作协议，也能帮助区外企业通过自贸区利用境内外两种资源、两个市场。这一类创新项目的大量出现也将进一步强化上海自贸区，上海国际金融中心融资支持实体经济发展，辐射周边的功能。

2.2 示范效应

上海自贸区的金融开放创新在很大程度上是可复制、可推广的制度创新，它对全

国其它地区，特别是上海的其它区县有很强的示范效应，主要体现在两个方面：

第一，上海自贸区内制度创新被复制到扩区后的上海自贸区。上海自贸区成立以来，其金融开放创新致力于在资本账户可兑换、投融资及贸易便利化、人民币跨境使用等方面的试验功能，进行了自由贸易账户、银行自由贸易账户分账核算单元、简化跨境投资流程、企业跨境融资及宏观审慎监管模式等项目的先行先试。随着上海自贸区从现有的 28.78 平方公里扩大到 120 平方公里的陆家嘴金融片区、金桥开发区片区，和张江高科技片区等四个片区，这些金融制度创新也已运用并复制到扩容后的上海自贸区，从而发挥其上海金融中心建设中的示范效应。

第二，上海自贸区内制度创新经验推广到上海自贸区以外的其它地区，或被这些地区模仿借鉴。例如，上海工商局参考自贸区“负面清单”监管思路，出台了《公司股东及法定代表人登记管理办法（试行）》，规定除非企业涉嫌提交虚假申请材料，市场监管部门原则上不再对企业登记实施实质性审查。此举对于降低企业的商务成本，建设上海国际科创中心具有很重要的作用，同时也从一定程度上助推上海国际金融中心建设。此类示范效应还包括人民银行上海总部宣布小额外币存款利率上限放开的试点由自贸区扩大到上海市。国务院要求把自贸区个人经常项下人民币结算业务、外商投资企业外汇资本金意愿结汇、银行办理大宗商品衍生品柜台交易涉及的结售汇业务等 28 项创新落实到全国等。随着上海自贸区金融开放创新，特别是自由贸易账户向全市扩展，上海自贸区的示范效应将进一步得到发挥，上海自贸区对上海国际金融中心建设的推动作用也会进一步显现。

2.3 延续效应

所谓延续效应，是指即使上海自贸区完成了作为试验区的历史使命，自贸区所聚集的金融机构，所形成的金融业务流程和金融市场仍将存在于上海，成为上海国际金融中心的有机组成部分。主要表现在：

第一，金融基础设施的延续效应。是指上海自贸区内已经或即将设立的金融市场或金融交易平台等基础设施都将持续存在，成为上海国际金融中心的组成部分。截至 2015 年 7 月末，上海自贸区的黄金国际板运行平稳，上海国际能源交易中心的原油期货

货已经获批，上海证券交易所的国际金融资产交易平台已获证监会原则同意。立足保税交易的 8 家大宗商品市场已有部分市场和交易品种正式上线运行，并全部实行现货交易，而且将引入第三方清算、第三方仓储物流，做到“交易、托管、清算、仓储”分开。特别重要的是，这些金融交易平台将使用人民币为交易货币，成为人民币走上国际化的重要方式，从而极大地推进上海国际金融中心的发展。

第二，金融机构的延续效应。上海自贸区成立自今，已经有大量的金融机构落户上海。即使上海自贸区先行先试结束，这些金融机构也有很大概率留在上海。截至 2015 年 4 月末，上海自贸区共设有 21 家商业银行总行（包括华瑞银行，占上海地区的 81%）、83 家一级分行（含专营机构和外国银行分行）、17 家二级分行（占上海地区的 66%）和 351 家支行网点；20 家非银行金融机构法人（占上海地区的 50%），1 家财务公司分公司；3 家金融资产管理公司代表处/分公司。这些金融机构中很多原来就位于陆家嘴金融核心区，通过扩区进入自贸区。

第三，金融惯性的延续效应。随着上海自贸区在资本项目开放，特别是企业及个人投融资汇兑便利等方面的先行先试，以及大量金融机构在上海自贸区及其周边集聚，越来越多的企业和个人将会通过上海自贸区进行跨境投融资及相关的支付、结算、汇兑等资金跨境活动。例如，目前已经有 68 家企业在上海自贸区参与跨国公司总部外汇资金集中运营试点，165 家企业在上海自贸区开展跨境双向人民币资金池业务。其中的部分资金动作会逐渐形成习惯，即使这些先行先试的制度创新推广到全国，它们仍然会延续在上海的运行。

3. 自贸区金融开放创新推动上海国际金融中心建设的内容

从上海国际金融中心的建设需要来看，应该从以下四个方面加以推进：第一，需要集聚一大批在国际金融市场上有竞争力的金融机构；第二，需要通过制度创新促进金融机构创新，以多样化的金融产品为国内外企业跨境业务提供金融服务；第三，需要有强大的投融资功能支持国际国内产业的发展，实现金融资本和产业资本的跨境循环流动；第四，需要完善的金融风险监管体系，检测和管理大规模资本流动，防范和管控区域性、系统性金融风险。

上海自贸区金融开放创新的不断深化推进，为满足上述四个方面的需要创造了有利条件，从而推动了上海国际金融中心建设。具体内容有：

3.1 金融机构和人才集聚

上海自贸区的金融创新政策及人才开放政策，有利于金融机构和人才集聚。

截至 2015 年 6 月，上半年浦东新区新增各类金融机构超过 2100 家，其中 90% 设立在自贸区，累计达到 7343 家，金融业增加值占比超过 22%，对 GDP 增长的贡献率达到 60% 左右；同时区内证券期货类法人和分公司达到 150 家，在上海辖区占比 56%，全国占比达到 13%。其中，金砖国家新发展银行（NDB）已作为首家国际金融组织的总部落户上海，这也为更多的国际金融机构的落户起到了良好的示范效应，有利于国际国内金融机构的进一步集聚。“新金改 40 条”再次明确提出“集聚和发展银行、证券、保险等行业的各类功能性金融机构”、“支持科技金融发展，探索投贷联动试点，促进创新创业”、“在风险可控前提下支持互联网金融在自贸试验区创新发展”等新政，上述方案的出台和落实，将为各类金融机构的进一步集聚创造便利条件。

同时一系列金融人才类开放政策的推出，已经而且必然吸引一大批优秀的国内外金融人才在上海自贸区集聚。比如在国内率先创设金融人才奖和金融创新奖，在上海市属金融企业中探索开展市场化选聘经营层工作等，为企业引进人才、激发人才创新创造活力发挥了积极的作用。而且上海自贸区作为上海科创中心建设的重要抓手，也必然会吸引国内外的创新人才和创新资源在上海自贸区集聚。据统计，上海目前有 35

万左右金融从业人员，约占上海全市从业人员 5%，国际知名金融中心一般为 10%。但人才结构方面的矛盾比较突出，如传统金融类从业人员占比大（60%以上），国际化金融人才占比很小（不到 2%）。但目前来看，随着上海自贸区和上海金融中心建设的联动不断加强，上海正在推进实施名为“3411 金才方案”，以求全面提升上海金融人才发展环境的整体竞争力，帮助上海企业更好地参与全球竞争、配置全球金融资源。

3.2 金融产品创新

上海自贸区的金融开放创新，设计了分账管理体系，提出了有利于投融资便利的措施，并且逐步推进利率市场化，这些政策的综合运用有利于市场上各种金融产品的创新。具体表现在以下三个方面：

第一，利用 FT 账户及分账管理体系，创新金融业务和产品。

因为区内金融机构的分账管理体系，本身就是一种创新的金融运行模式，在这种模式下，可以创新一些有利于控制风险和提升效率的金融产品。比如，区内机构可按规定基于真实的币种匹配及期限匹配管理需要在区内或境外开展风险对冲管理；区内企业可以按规定开展境外证券投资 and 境外衍生品投资业务；自贸区的分账核算单元可以参与国际金融市场衍生工具交易。从金融创新实践来看，比如农业银行上海市分行在分账核算单元下，通过美元兑人民币自营掉期交易，积极探索以金融衍生交易降低资金成本，从而规避利率汇率风险；工行上海市分行以某企业 FT 存款为质押担保，为其境外非居民并购实体的 FTN 账户发放并购贷款，用于境外收购。

第二，在上海自贸区国际交易平台主打衍生品交易。

2013 年 11 月由上海期货交易所和上海期货信息技术有限公司联合设立的上海国际能源交易中心成立。2015 年 8 月，由上海证券交易所和中国金融期货交易所联合打造的上海自贸区国际金融资产交易平台确立发展方向，将重点开展存托凭证、A 股股指期货、“中国通”、“国际通”等四大业务。“新金改 40 条”又进一步提出“支持中国外汇交易中心建设国际金融资产交易平台，增强平台服务功能”、“支持上海期货交易

所加快国际能源交易中心建设，尽快上市原油期货。积极推进天然气、船用燃料油、成品油等期货产品研究工作”。上述方案的出台和落实将为上海自贸区金融产品创新创建更好的交易平台，吸引更多国际投资者的参与，从而助推上海国际金融中心建设。

3.3 金融和产业资本环流

上海自贸区的金融开放创新，有利于国际金融资本在上海国际金融中心聚集，同时通过产业投资的方式进入各国的产业领域，形成金融资本和产业资本环流。具体表现在以下两方面：

第一，FT 账户功能和分账核算体系的丰富，拓宽了企业融资渠道，降低了企业融资成本。

FT 账户自启动后有过两次功能拓展：其一是扩大境外融资的规模和渠道，其二是启动外币业务实现 FT 账户本外币一体化。2015 年 2 月出台的《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则》，扩大了境外融资的规模和渠道，并整体上调了经济主体从境外融资的杠杆率。同年 4 月自由贸易账户外币服务功能正式启动，上海自贸试验区分账核算业务的金融机构可按相关要求向区内及境外主体提供本外币一体化的 FT 账户融资服务。从金融创新实践来看，如交行上海市分行已为自贸试验区企业提供了本外币跨境融资服务，简化融资手续，企业可自行选择负债币种，从而降低了企业的融资成本。

分账核算体系也逐渐丰富，截至目前已有 30 家金融机构接入人民银行的监管系统，开设 FT 账户 3.9 万余家，跨境收支已达 3.8 万亿元；机构类型也日益丰富，不仅包括中外资商业银行，上海黄金交易所等金融要素市场，还有财务公司等非银行金融机构。从金融创新实践来看，比如中国银行上海市分行通过中行香港分行发行大额同业存单（CD），募集离岸人民币资金超过 40 亿元，拓宽了金融机构补充分账核算单元流动性的渠道；建设银行上海市分行通过 FTU 分账核算业务从建行海外分行融入 7500 万英镑，为某企业集团下属自贸试验区企业发放 FTE 外币贷款，支持企业海外业务发展。

第二，外汇管理改革创新，促进国际贸易和国际投资结算便利化。

根据规定，上海自贸区内企业可根据自身经营需要，开展集团内双向人民币资金池业务，为其境内外关联企业提供经常项下集中收付业务。跨境双向人民币资金池业务的试点运行，为集团公司提高境内外关联企业自有资金的集中调度和统一使用提供了极大的便利，是自贸区金融改革中最受跨国企业和“走出去”企业欢迎的政策之一，于 2014 年在全国推广，2015 年 9 月 11 日央行《关于进一步便利跨国企业集团开展跨境双向人民币资金池业务的通知》又进一步放宽了跨境人民币双向资金池业务准入门槛及资金净流入额上限。同时支持发展总部经济和新型贸易，扩大跨国公司总部外汇资金集中运营管理试点企业范围，进一步简化外币资金池管理，同时简化直接投资外汇登记手续，将直接投资项下外汇登记及变更登记下放银行办理，在保证交易真实性和数据采集完整的条件下，允许区内外商直接投资项下的外汇资金意愿结汇。截止目前，上海自贸区已累计有 68 家企业参与跨国公司总部外汇资金集中运营试点，165 家企业开展跨境双向人民币资金池业务、资金池收支总额 1922 亿元。

3.4 金融监管新模式

上海自贸试验区金融开放创新，建立了功能完善的 FT 账户实时监测系统、确立了分账核算业务的政策框架、实施了本外币一体化监管，有效防控了金融风险，为探索资本账户完全开放环境下应对外部冲击风险，建立金融宏观审慎调控机制提供了政策实践。具体表现在以下几个方面：

第一，率先建立资本账户可兑换的路径和管理方式。在路径上全面放开本外币境外融资。将本外币融资纳入统一的政策框架内，中外资企业或金融机构可依据统一规则，自主选择从境外借用人民币资金还是外币资金；FT 账户的实时监控系统和分账核算管理等现代管理手段，对风险进行 24 小时逐笔实时监测，确保金融安全。

第二，建立宏观审慎的境外融资风险管理新模式，建立风险监测协调机制。根据上海自贸区跨境及跨区资金流动、区内及境内信贷供求情况，对境外融资杠杆率、风险转换因子、宏观审慎政策参数等进行调整，必要时采取总体规模调控等应急管制措施。其中创造性地使用“风险转换因子”（包括期限风险转换因子、币种风险转换因子、类别风险转换因子）来引导经济主体的境外融资结构；人民银行根据系统采集的

数据以及试验区经济金融运行和跨境跨区资金流动情况，建立相应的风险预警指标体系，并根据风险防控需要对风险预警指标和宏观调控政策工具进行调整和完善；人民银行与上海市政府相关部门、金融监管部门、金融机构共同建立自贸试验区分账核算业务境外融资的风险监测协调机制。

第三，建立适应上海自贸区发展和上海国际金融中心建设联动的金融监管机制。

“新金改 40 条”提出，加强自贸区金融兼管和协调，探索功能监管；进一步发挥自贸区金融协调机制作用，加强跨部门、跨行业、跨市场金融业务监管协调和信息共享；研究探索中央和地方金融监管协调新机制；支持国家金融管理部门研究探索将部分贴近市场、便利产品创新的监管职能下放至在沪金融监管机构和金融市场组织机构。

4. 政策建议

“新金改 40 条”，明确提出从五大方面大力促进自贸试验区金融开放创新试点与上海国际金融中心建设的联动。基于此，我们从上述五个方面提出进一步的对策建议。

4.1 关于人民币资本账户可兑换

首先，在自贸区试点的基础上，同时考虑准备在上海市开展 QDII2 试点，允许在上海市内就业并符合条件的个人按规定开展包括证券投资、股权投资在内的各类境外投资。国务院今年 5 月已明确批复将择机推出 QDII2，首批 6 个试点城市分别为上海、天津、重庆、武汉、深圳和温州。10 月 21 日的国务院会议再次明确提出“在上海自贸试验区研究启动合格境内个人投资者境外投资试点（QDII2）”。但截止目前，QDII2 试点具体操作细则尚未出台，进展较为缓慢。对此，我们认为应该进一步加快推动试点，并在上海全市范围内进行复制推广。

其次，鼓励和支持非银行金融机构利用 FT 账户开展金融创新活动，以支持个人参与境外证券期货市场。截至目前，非银行金融机构如券商在 FT 账户申请过程中进展缓慢，其中海通证券和国泰君安券商虽已入驻自贸区，但是由于相关细则尚未出台，FT 账户的搭建尚未完成。对此，需要进一步鼓励和支持非银行金融机构利用 FT 账户开展金融创新活动，加快出台和落实操作细则，才能为 FT 功能的进一步拓展提供政策便利。

再次，在“沪港通”成功试点的基础上，继续探索“沪伦通”等有管理有控制的资本市场对外开放途径。2014 年 11 月“沪港通”试点推出后，不少境外市场提出了希望探讨与我国股票市场建立互联互通机制的考虑，其中伦敦方面较早提出了深化中英资本市场互利合作。目前，中英双方已启动“沪伦通”可行性研究。考虑到上海和伦敦处于不同时区，两地市场在监管机制、交易制度、市场基础设施等方面均存在较大差异，应在“沪港通”业务模式和做法的基础上进行积极创新。

4.2 关于扩大人民币跨境使用

中国人民银行上海总部于 2014 年 2 月 21 日发布了《关于支持中国（上海）自由贸易试验区扩大人民币跨境使用的通知》，包括境外人民币借款、跨境人民币双向资金池和经常项下人民币集中收付在内的各项创新业务稳步发展。“新金改 40 条”指出，要进一步扩大人民币境外使用范围，推进贸易、实业投资与金融投资三者并重，推动资本和人民币“走出去”。**我们建议：**

首先，考虑放宽跨境人民币双向资金池业务主体的范围，逐渐由跨国企业集团向有跨国经营活动的企业开放，并且可进一步将宏观审慎政策系数提高到 0.8，扩大经常项目人民币结算规模。跨境双向人民币资金池是上海自贸区金融开放创新中的一项重要成果，于 2014 年面向全国范围开放，2015 年 9 月 11 日央行进一步放宽了跨境人民币双向资金池业务准入门槛及资金净流入额上限。其中，跨境人民币资金净流入额上限的宏观审慎政策系数从 0.1 提高到 0.5。对此，我们建议，可以考虑放宽跨境人民币双向资金池业务主体的范围，逐渐向有跨国经营活动的企业开放，并且可进一步将宏观审慎政策系数提高到 0.8。

其次，上海自贸区内和区外金融机构可以积极利用金砖国家新开发银行(NDB)总部落户上海的契机，为其各项金融活动提供各种配套服务，扩大人民币跨境使用，推动上海国际金融中心建设。比如，上海自贸区位于“海上丝绸之路”的重要节点，NDB 可以利用自身在资金资源等方面的优势，与“一带一路”沿线国家在基础设施建设领域开展项目融资，对此，上海金融机构应该积极提供银团贷款等配套融资方式，推动人民币走出去的同时，更能促进有关国家实现经济与社会可持续发展的目标。

再次，适当调低币种风险转换因子，拓宽跨境人民币回流的渠道，扩大跨境人民币使用。根据《实施细则》，风险转换因子包括期限风险转换因子、币种风险转换因子、类别风险转换因子，共同引导经济主体的境外融资结构。其中币种风险转换因子是指境外融资按照币种划分为人民币融资和外币融资，分别对应不同的币种风险转换因子。其中人民币融资的币种风险转换因子为 1，而外币融资的币种风险转换因子为

1.5。对此，我们认为，可考虑适当调低人民币融资所对应的币种转换因子（由 1 调低为 0.8），将有助于拓宽跨境人民币回流的渠道，扩大跨境人民币使用。

4.3 关于建设面向国际的金融市场

“新金改 40 条”指出，要依托自贸试验区金融制度创新和对外开放优势，推进面向国际的金融市场平台建设，拓宽境外投资者参与境内金融市场的渠道，提升金融市场配置境内外资源的功能。我们建议：

第一，加快上海证券交易所推出国际板。曾经备受热议的“国际板”因为各种原因被搁置，现在随着我国资本市场的日趋成熟和完善、自贸区金融开放创新的不断深入、及人民币已被纳入 SDR 货币篮子之际，我们认为国际板的推出时机已经成熟。我们建议，在上海证券交易所推出国际板，首先针对区内注册的国外跨国企业进行试点。国际板的推出对于资本市场建设及上海国际金融中心建设都具有重大的意义。具体而言，国际板的设立不仅能吸引国外大企业，特别是那些在国内已建立业务的大企业来国际板上市，从而提升人民币对于国外资产的定价权，提高人民币国际化程度；同时国际板的设立将为国内投资者开辟新的多元化的投资渠道，加快人民币国际化；国际板的设立，还有利于不断壮大国内人民币在岸市场，完善资本市场建设。

第二，抓住“双自联动”政策契机，加快推动上海证券交易所战略新兴版和上海股权托管交易中心科技创新板的设立。2015 年 11 月 25 日，上海市政府发布《关于加快推进中国(上海)自由贸易试验区和上海张江国家自主创新示范区联动发展的实施方案》（“双自联动”方案）。方案中提到“推动上海证券交易所战略新兴版和上海股权托管交易中心科技创新板设立，支持更多中小型创新企业上市或挂牌，推动境外上市科技企业回流”。我们认为，战略新兴版和科技创新板的推出，将进一步建设和完善多层次的资本市场，推动上海国际金融中心建设。

第三，扩大人民币债券发行主体，争取和鼓励上海市注册的外资企业境外母公司以及大型跨国公司、外国金融机构和主权基金在上海的资本市场发行人民币债券（即“熊猫债券”），并为其提供各种政策便利。早在 2005 年 2 月，有关部委就联合发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，但由于我国资本项目尚未完全兑

换、发债主体限制过严、外汇衍生品市场发展不足等原因，熊猫债券市场发展一直比较缓慢。“新金改 40 条”重申“支持自贸试验区内企业的境外母公司或子公司在境内发行人民币债券，募集资金根据需要在境内外使用。”但从目前来看，自贸区暂无相关案例可循。为此，我们建议支持和鼓励措施要具体化，从目前来看，随着国内外利差的降低，国外企业到中国国内发债意愿提升，但是还需要进一步简化发债程序，降低发债成本，提供各种便利条件。

第四，以上海国际科创中心建设为契机，依托产业发展格局，编制适合上海张江电子产业发展的“张江半导体指数”，并建立相应的指数发布和交易平台。在半导体产业中，国际比较通用的是“费城半导体指数”，该指数于 1993 年 12 月 1 日在美国费城发布，目前大约有 20 家半导体公司列入其中，涵盖了半导体设计、设备、制造、销售和配销等方面。费城半导体指数作为美国和国际资本市场的分类行业指数，具有两方面的意义：一是体现了半导体研发趋势与实际生产之间的关系；二是国际投资机构可以通过设计指数类金融产品，拓宽半导体研究机构的融资渠道。而我国作为半导体使用大国，张江恰是我们的核心半导体产业发展园区。为此，我们建议可以考虑设计“张江半导体指数”，来反映半导体采购、加工库存消耗和产品应用的关系，并建立相应的指数发布和交易平台。该指数的意义有三个方面：一是反映我国半导体产业采购和库存实际消耗之间关系，它与费城半导体指数侧重不同，形成互补，共同构成“研发-采购-实际消耗”完整的产业链指数。二是围绕该指数，上海的金融机构可以设计指数金融产品，为半导体加工行业提供融资服务，从而提升我国半导体加工产业整体装备水平；三是张江高科的半导体产业可以通过这一指数的全球公布和使用扩大它的影响力，使得更多的半导体加工企业落户上海张江。

第五，尝试引入海外基金交易平台，打开国内机构投资海外大型基金的渠道。目前国内大型机构都通过香港或者其它海外分支机构对海外大型基金进行各种配置，但是在操作上十分不便。具体来说，国内机构必须申请 QDII 额度，然后通过其香港或者海外机构对类似巴克莱 iShare、Pimco 的债券基金进行一定比例的配置。这一操作无论是外汇额度申请、托管银行的转账、交易所的交易等都存在时间上的滞后。而自贸区本身就被赋予了这些职能，因此建议引入海外基金交易平台，让国内机构与海外

基金直接在自贸区内成交，即提供了交易便利性又提供了操作可能性还省却了很多海外机构的成本。

4.4 关于扩大金融服务业开放

上海是目前国内最大的金融机构聚集地，初步统计，截至目前，上海自贸区内有证券期货类法人和分公司 150 家，在上海辖区占比 56%，全国占比达到 13%。但是与成熟的国际金融中心相比（如美国、英国、日本），上海的外国金融机构数和金融中介非银行金融机构数量和质量还存在一定差距。**我们建议：**

首先，放松设立外资金融机构在投资者资质要求、股比、经营范围、高管等方面的准入限制措施。“新金改 40 条”指出，要在（上海）自由贸易试验区探索在金融业市场准入负面清单制度，并开展相关试点工作。提出要对接国际高标准的经贸规则，对外资在金融服务业的准入实现准入前国民待遇加负面清单的管理模式。对此，2014 年 12 月修改后的《中华人民共和国外资银行管理条例》较 2006 年版本降低了外资银行在中国境内设立机构、人民币业务准入等方面的门槛，比如取消了 1 亿元营运资金的要求，外资银行开展人民币业务的盈利要求由 3 年以上，缩短为 1 年以上，取消申请前 2 年连续盈利的要求。2014 年 5 月出台的《关于简化自由贸易试验区内相关机构和高管准入方式的实施细则（试行）》等制度安排更进一步为中外资银行的落户和运行提供了便利。在此，我们建议进一步放松自贸区乃至上海全市设立中外合资金融机构等方面外资方最大股比的限制，放松外资银行开展人民币业务年限条件等。

其次，充分利用自贸试验区与张江国家自主创新示范区“双自联动”的创新优势，加快民营金融和科技金融的发展，探索“投贷联动”等金融创新业务。由于上海国际金融中心建设，不可避免会抬升要素成本和商务成本，这与上海科创中心建设所需要的低成本孵化环境相悖。加快民营金融和科技金融发展，不仅有利于金融机构的多元化集聚，同时有利于拓宽创新创业型中小企业融资渠道、降低融资成本，为上海科创中心建设搭建更好的创新创业融资平台。本次“新金改 40 条”明确提出支持符合条件的各种类型的民营资本进入金融业，包括民营银行、金融租赁公司、财务公司、汽车金融公司和消费金融公司等金融机构。同时根据上海市政府近日公布的“双自联动”

方案，拟支持民企在沪设立民营的“张江科技银行”，这些政策的出台将为更多民营金融和科技金融的发展提供了政策契机。另外，积极探索金融创新业务，借鉴上海华瑞银行在投贷联动方面的创新尝试案例，允许浦发硅谷银行等以科技金融服务为特点的银行与创业投资企业、股权投资企业战略合作，探索投贷联动，地方人民政府给予必要扶持。

再次，加快推进外资专业健康医疗保险机构。目前国内人口老龄化日趋严重，但是国内健康保险无论在产品、保障范围、人才培养、公司管理和运作等方面都尚处于摸索阶段。虽然上海自贸区早就提出“试点设立外商独资专业健康医疗保险机构”，“新金改 40 条”也再次重申“在现行法律框架下，支持设立外资健康保险机构”，但对于外资专业健康保险的准入还是局限于《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的相关规定，即设立代表处 2 年，实际保险从业 30 年以上，母公司申请前 1 年总资产不少于 50 亿美元等条件。截止目前，上海自贸区尚未有外资专业健康医疗保险机构落户。而且该政策虽限于上海自贸区范围内，但外资专业健康医疗保险机构服务对象可以是全市甚至全国，对其只能在自贸区设立的地域限制无实质性意义。因此，我们建议在自贸区试点的基础上，支持在全市范围内试点设立外资专业健康医疗保险机构，并加强监管；制定健康保险分类法规，降低短期健康保险准入门槛，加速引入外资专业健康保险公司有助与强化国内健康保险业的竞争，促进我国健康保险的快速发展。

4.5 关于推进金融监管创新

“新金改 40 条”指出，要建立适应上海自贸区发展和上海国际金融建设联动的金融监管机制，加强金融风险防范，营造良好的金融发展环境。**我们建议：**

首先，将上海自贸试验区内的金融宏观审慎管理经验率先推广到上海全市，并根据实际情况适当调整。通过此次国内股市波动对金融风险的测试，我们发现从自贸区领域进入的投机资金几乎没有，这正好说明了自贸区宏观审慎监管在其中的重要作用。比如《实施细则》规定，分账核算境外融资上限不得超过其资本*境外融资杠杆率*宏观审慎调节参数。其中，宏观审慎调节参数的初始值设定为 1，但可根据跨境资金流

动及信贷供求情况进行调整，以发挥宏观审慎政策的逆周期调节作用。因此，在当前人民币预期贬值及资金外流压力持续加大的情况下，我们认为，根据可复制可推广的原则，可以将上海自贸区内的金融宏观审慎管理经验，在上海全市进行推广，并根据资金流动及风险审慎管理需要适当调整，**比如可考虑适当调高宏观审慎调节参数（由 1 提高到 1.2），提高境外融资的上限，以缓解当前资金外流压力，以适应区外金融监管的需要。**

其次，更好发挥央行上海总部的重要作用，特别是其在全面整合金融监管及强化政策制定方面的职能。从其他国际金融中心经验及自贸区金融开放新政来看，金融混业经营已成为一种趋势。“新金改 40 条”提出要积极探索中央和地方金融监管协调机制，将部分贴近市场、便利条件创新的监管职能下放至在沪金融监管机构和金融市场组织机构。对此，我们认为要发挥好中央派驻机构，比如央行上海总部在其中的关键性作用，起到沟通中央和地方，全面整合金融监管的职能，同时也要强化央行上海总部在政策制定方面的职能。

在上述五个方面内容之外，我们还建议，可以考虑在“陆家嘴论坛”下增设**跨境投融资洽谈会**，汇集国内外有跨境投、融资需求的企业，对资本跨境风险与收益有研究的专家、学者，以及相关管理人员、监管机构，共同商讨跨境投融资需求洽谈，为上海国际金融中心建设助力。

总之，上海自贸区金融开放创新与上海国际金融中心联动在现阶段更多的表现为前者对后者的推动作用。随着上海自贸区金融开放创新的深化推进，特别是新金改 40 条的出台，它对上海国际金融中心建设的推动作用将会更加明显，从而达成“到 2020 年把上海基本建成与我国经济实力和人民币国家地位相适应的国际金融中心的**目标**”。