

历史视角:金融中心漂移 中国如何成为全球金融中心

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报

国际金融中心是世界经济和国际金融发展到一定程度的必然产物,并早在中世纪已在人类的经济生活中发挥着重要作用,且不断发挥它的影响力。13世纪的威尼斯就曾依托于兴旺的国际贸易和对君主的信贷,而获得当时世界上最著名国际金融中心的殊荣。到了17世纪,凭借荷兰经济力量的支持,又拥有整个欧洲商业和信息交换中心的优势,阿姆斯特丹后来居上,跃升成为当时世界上最重要的国际金融中心。之后,凭借着第一次工业革命,英国经济得到了飞速的发展,伦敦也成为当时世界上重要的国际金融中心。二战后,美国成为世界上最为强盛的国家,并且凭借着优越的地理环境,国际金融中心从伦敦漂移到纽约,并且持续至今,虽然这中间经历许多变化,但纽约的国际金融中心地位至今仍未有被撼动。

随着我国经济的不断发展,经济规模的不断壮大,对外开放程度和世界经济地位的不断提高,我国迫切需要建立国际金融中心,并且这也为我国建立国际金融中心打下了扎实的基础。国际金融中心的发展史告诉我们,我国建立国际金融中心并不是幻想。只要我国加快资本市场的战略转型,加快我国金融市场环境的完善,我国建立未来的国际金融中心一定会成为现实。

(本版所刊为原报告节选)

从金融发展史的角度来看,国际金融中心的漂移往往是不同国家经济兴衰的过程,从13世纪的威尼斯,到18世纪的阿姆斯特丹,到19世纪的伦敦,到20世纪的纽约,再到如今的亚太地区,这些国际金融中心的漂移都往往意味着一个时代的结束,另一个时代的开始。并且随着世界各国经济的不断发展,产业结构的不断升级,金融中心的内涵也在发生深刻的变化,金融中心的功能、内部结构、形成条件等都发生了变化,21世纪的国际金融中心显然不同于13世纪的国际金融中心。虽然国际金融中心漂移具有一定的偶然性,但在这些偶然性之中蕴涵着这种必然。

威尼斯国际金融中心

从13世纪开始,威尼斯就成为当时世界的金融中心,其银行业、票据交换、货币兑换等行业已经非常发达。

在中世纪早期的欧洲,威尼斯相对民主的政治氛围和实用主义的价值取向与封建教会和贵族势力双重桎梏下的欧洲大陆形成鲜明对比,加之其地处欧、亚、非三大洲贸易交汇的要冲,这使得威尼斯一跃成为当时整个西方世界的贸易中心和金融中心。

阿姆斯特丹国际金融中心

阿姆斯特丹至今仍是荷兰的首都,是荷兰最大的城市和第二大港口。12至15世纪因开展东方贸易而成为重要的港口。在17世纪,阿姆斯特丹金融业已经非常发达。1609年成立的阿姆斯特丹银行是历史上第一家取消金属币兑换义务而发行纸币的银行,同时它也是第一家现代意义上的中央银行。与此同时,阿姆斯特丹作为17世纪世界金融中心的一个突出特征使其拥有了发达的金融市场。1609年,阿姆斯特丹成立了股票交易所,这也是历史上第一个股票交易所。

伦敦国际金融中心

由于受到“郁金香泡沫”的影响,荷兰经济从此走向衰落,阿姆斯特丹也丧失了国际金融中心的地位,这所有的一切都为其他国家带来了机遇。在当时,由于英国也采取了资本主义制度,进行了第一次工业革命,国民经济也得到了快速的增长,这也促进了英国金融业取得飞速的发展,因而国际金融中心从阿姆斯特丹漂移到伦敦也就是理所当然的事情。

在19世纪,伴随着英国经济的快速增长,其金融业也非常发达,这促进了英国成为最为强大的殖民主义国家,其殖民足迹遍布世界各地,成为真正的“日不落”帝国。与此同时,这也促进了英国对外经济贸易活动的日益频繁,从而使伦敦成为当时的国际金融中心。

成为国际金融中心具有一定的前提条件,而当这些前提条件丧失时,国际金融中心地位必将逐渐衰落。由于拥有强大的经济实力、稳定的金融环境、良好的地理位置,这所有的一切都使伦敦成为著名的国际金融中心。

然而在20世纪30-40年代,第二次世界大战在欧洲爆发。英国作为主要参战国,经济受到严重的打击,金融环境也极为不稳定。而正在此时,美国由于远离战火的干扰,并且作为后起资本主义国家,工业设备和技术也较为先进,因而美国大发“战争财”,从而使美国在二战后成为当时世界上最为发达的国家。尤其是在二战后“马歇尔计划”等的实施,美元取代了英镑,确定了其金融中心地位。因此,国际金融中心开始从欧洲向美洲转移。

纽约国际金融中心

在20世纪,世界经济中心向美洲转移,纽约也代替伦敦成为国际金融中心。纽约成为全球金融中心的中心,从时间上可分为五个阶段:一是JP摩根前及摩根时代,确定了纽约及华尔街在美

国及美欧之间的金融中心地位;二是二战及二战时期对欧洲大陆及英国伦敦等旧金融中心的摧残,此消彼长的过程使纽约可能问鼎全球金融中心的宝座;三是布雷顿森林协定之后,美元成为居世界首位的储备货币,既保证了纽约作为世界金融中心的稳定性,同时也造就了伦敦的欧洲美元市场;四是二十世纪八、九十年代的科技浪潮和全球经济一体化趋势,拉开了纽约与其他副金融中心的距离;五是二十一世纪初,安然事件及萨奥法案的出台,即保证了其制度上的优势性,但也可能对其中心地位产生负面影响。

在漫长的发展过程中,纽约成为国际金融中心的过程是一系列的恐慌、灾难而后又兴奋、高潮的过程。每一次华尔街都度过了危机才有了今天的成就。

梦断东京

在20世纪80年代,世界经济中心逐渐向亚太地区转移,逐渐呈现多极化的发展态势。此时,日本经过20多年高速增长,经济规模已经名列世界第二位,并且亚洲其他国家经济发展也非常迅速,如亚洲“四小龙”等。因此,在这样的经济形势下,国际金融中心也有着向亚洲漂移的态势。显然,日本凭借着在亚洲地区经济最为发达,有意将东京建设成为国际金融中心,取代纽约的地位。然而,事实证明,这只能是日本政府的一厢情愿,由于日本经济政策定位的不恰当,最后却促进了金融泡沫和地产泡沫飞速膨胀,投机之风盛行,伴随着日本泡沫经济的破灭,东京的国际金融中心梦想也随之破灭,因而可以称这一过程为“梦断东京”。

国际金融中心发展脉络的启示

“中国成为世界制造业的中心”这一命题,在三十年前可能很少有人相信。而今,已经没有多少专家学者会表示质疑。因为中国具备这样的必要条件、充分条件及正确的发展过程。中国能否成为全球多极金融中心之一,同样只要相关要素具备、发展过程正确,这一问题不难解答。

在时间的长河中,每一个阶段的金融中心都有一段璀璨的历史,同时他们兴衰更替的情节也在不断演进。导致金融中心变迁的因素多种多样,有很多偶然性的因素,但这也不意味着有迹可循,这些偶然因素中蕴涵着一些必然。很多共通的特质在不同的形成路径上,都曾发挥过重要作用,进而产生了金融中心的内在于共性。这些共性是由资本期望摆脱束缚和追逐利润的内在动力所决定,因此具有普遍适用的意义。

正如我们所见,一个自由的金融环境是金融中心得以孕育和诞生的重要基础。金融环境压抑对金融发展的桎梏作用古已有之,中世纪欧洲金融业务发展缓慢,很大程度上要归结于教会的影响。而正是由于威尼斯独特的政治、民族、文化特点,以及它和教会不同寻常的暧昧关系,使其有别于其他地区,成为金融业自由发展的摇篮。出于同样的原因,美国纽约在发展初期,也享受着较欧洲传统金融中心更为宽松和自由的金融氛围,正是这种简约和高效的金融文化,吸引了具有冒险精神和创新能力的各行精英,并使得他们能一展抱负。金融自由的作用还体现在欧洲美元市场的形成和发展中,二十世纪50年代发生在大西洋两岸的美元资本大迁徙,其初衷就是要回避美国国内过于严苛的金融监管。也正是资本的这种趋向自由的内在要求,成全了二十世纪下半叶伦敦作为国际金融中心的二次崛起。

金融自由能够促进金融发展的一个关键因素,就是与之俱来的创新活动,这是金融业务和金融体系能够发展壮大的生命力所在。从古至今,金融发展的历史实际上就是一部创新的历史,从威尼斯时代政府公债和金融市场雏形的出现,到阿姆斯特丹商品和股票交

易所的建立,到现代各种股票、债券、混合证券、共同基金、工业康采恩以及众多的衍生产品,金融创新一直、并仍在不断的推陈出新,以满足各个时期时代经济变革。而这种创新行为需要一个稳定和相对宽松的平台,以承载金融活动所必需依据的制度基础。哪一个地区能够提供这种平台,以满足资本流转和业务拓展的内在需求,哪一个地区就具备了形成金融中心的必要条件。这也是金融自由作为金融中心内在于共性而存在的一个原因。

然而,自由的金融环境是国际金融中心诞生的基础,但稳定的金融环境对金融中心而言也至关重要。金融自由会带来金融风险,会带来一些不确定性因素。尤其是在金融产品和金融体系结构日趋复杂的今天,这种风险表现出来的隐蔽性、不确定性和巨大破坏性使得金融自由带来的好处被打折扣,甚至一笔抹消。不仅是一些新兴国家,即使是已经形成稳定规模的国际金融中心,也面对着同样的考验。这使得金融体系和制度设计成为当代金融中心形成的一个要件。一个好的制度基础不仅要在发展初期表现出很好的支持性,同样在发展中也要能经受资本的冲击和时间考验。在这方面,日本的例子具有很强的代表性,由于主办行制度在金融风险识别、化解上的天生缺陷,导致金融自由化后大量泡沫风险在银行系统内沉淀,表面上一派繁荣,实际上金融体系内部的资金链条已经相当脆弱。在日元升值和连续加息的内外困境下,支持金融市场非理性繁荣的投资信心开始波动,并由此一发不可收拾。日本的经验在于,仅仅通过扩大规模而试图将金融风险存量化的方法没有出路,一个健全的金融制度,应当包含设计优良的金融风险转移、流转型功能,以应对复杂的国际金融环境。因此建立一个合理的金融制度就成为某一地区是否可以成为国际金融中心的先决条件,同时也是历史和当代金融中心内在于共性的最为明显的区别。

另一方面,资本的逐利性也决定了地区经济的发展速度,以及经济规模的广度和深度同样是金融中心得以存在和维系的关键因素。没有经济的快速发展,资本就难以取得超常规的平均回报水平,这是不言而喻的事实。因此尽管不同金融中心的发展路径不同,但总会伴随着地区经济的快速增长而出现。资本流动的方向会在收益、风险和监管成本之间寻找平衡点,但对收益的偏好永远放在第一位,只要存在诱人的回报,资本就会自发向内渗透。这种逐利特点是一把双刃剑,如果把回报建立在理性之上,有地区经济持续稳定的增长作为基础,那么资本的流入会加速这一过程,并形成金融系统、经济系统间的良性互动;如果相反,把超常规回报建立在非理性的投机行为之上,则金融繁荣会在短期膨胀后迅速湮灭,这种金融环境的骤变对地区经济发展则是致命的。因此在金融中心兴衰的历史中,我们总能够看到这两方面的教材,历史上威尼斯、阿姆斯特丹、伦敦、纽约等金融中心的出现就和当地贸易区的发展和该地区在贸易区中独特的位置密不可分,而这种发展是以实体经济发展为基础的,因此具有可持续性。相反阿姆斯特丹和日本的例子则显示出非理性的狂热和游资的反复无常,以及在资本冲击后遗留的灾难性后果。

当然,形成金融中心的原因中也包含诸多的随机因素。比如战争对威尼斯、伦敦、纽约等金融中心的形成就起到过推波助澜的作用。在某些时候,这种随机性的影响甚至超过了地区本身作为金融中心的共性因素影响,但这往往是暂时的。存在共性因素,并不说明必然会形成金融中心,但没有或是缺乏这些共性,即使历史机遇偶然眷顾,也难以形成持久的金融繁荣。这恐怕就是金融中心不断迁徙过程中的一个潜规则。因此,使用金融中心漂移说来形容国际金融中心的发展则最为恰当。

资本市场的发展与中国国际金融中心的建设

众所周知,现在只要一个国家的经济在全球范围内具有影响力,那么在这个国家中肯定存在世界城市。在全球化时代,一个国家在国际经济舞台上占有一席之地,那么它就必须拥有金融中心,这是一个必不可少的基本条件。这种经济发展趋势是经济内在发展要求所决定的,不是以人的意志为转移的,是国家经济发展中的必要条件。建设金融中心,不仅是国家的地区发展战略,同时也是一项全球战略。因此,中国要建立未来的国际金融中心,也必须将其作为国家发展战略来实施。

中国建立国际金融中心最为有利的四大因素

- 1、经济增长非常迅速,经济规模不断扩大。经过近30年的高速增长,我国经济规模不断扩大,产业结构也不断升级,经济增长方式也在逐渐发生转变,截止到2005年底经济规模总量已经名列世界第4位。
- 2、进出口规模不断增加,国际贸易活动非常频繁。据相关数据显示,2005年我国目前贸易总量已经位居世界第3位,并且在加入WTO之后,我国国际贸易总量突飞猛进,增长极为迅速,FDI也蜂拥进入我国。
- 3、我国金融环境比较稳定。近几年,我国通过实施强有力的改革措施,我国金融机构改革渐进尾声,如三大国有商业银行(工行、建行、中行)已经成功上市,金融机构也正步入健康、持续、稳定的发展轨道;我国人民币汇率一直都比较稳定,并且随着我国经济的发展,还存在着长期升值趋势。
- 4、上海成为我国国内的金融中心,金融市场比较发达,国际金融机构相对而言也很多,监管手段也比较先进,并且上海也处于一个良好的地理位置,这些都为其成为国际金融中心打下基础。

资本市场在当前国际金融中心的地位日益上升

从国际金融中心的发展脉络可以看到,没有发达的资本市场,成为全球金融中心几乎不可能,尤其是建立具有功能中心特点的国际金融中心,资本市场则更不可少,这是因为:

- 1、资本市场是现代金融业的核心理念,是现代金融市场的最为重要的组成部分,通过发展资本市场能够有效带动其他类型金融市场的发展,如股票、期货市场能够带动黄金市场的发展等等。与此同时,资本市场能够动员储蓄,能够促进储蓄向投资的转化,这会大大地促进所在国整个金融业的发展。
- 2、资本市场具有独特的功能,能够促进所在国经济的持续发展,而所在国经济的持续发展是巩固国际金融中心地位的根本保证。总的而言,由于资本市场具有资源配置、风险配置、财富成长三大功能,其能够提高上市公司的经营业绩,能够最大程度上动员储蓄,能够大大促进所在国经济的发展。而所在国经济的发展又为金融中心地位的维护创造了条件,与此同时,利用资本市场也能够降低整个金融体系的风险,促进银行业、保险业的发展,这也是纽约自20世纪以来一直成为国际金融中心的重要原因。
- 3、资本市场是现代金融创新的重要基础。从金融发展史可以看到,无论是金融产品的创新,还是金融制度的创新,它们都高度依赖于资本市场,很多金融产品甚至就是针对资本市场进行创新的。例如,期权、期货、互换等金融产品,无一不是立足于资本市场。

1998-2006年间我国经济发展情况 (单位:亿元,%)		
年度	国内生产总值	增速
1998	78345.2	7.8
1999	82067.5	7.6
2000	89468.1	8.4
2001	97314.8	8.3
2002	105172.3	9.1
2003	117390.2	10.0
2004	136875.9	10.1
2005	182321.1	9.9
2006	209407.0	10.7

数据来源:(中国人民银行统计季报)各期。

1998-2006年间我国进出口变动情况 (单位:亿美元)			
年度	进出口总值	年度	进出口总值
1998	3239.5	2003	8509.9
1999	3606.3	2004	11547
2000	4742.9	2005	15886
2001	5096.5	2006	17607
2002	6207.7		

1998-2006年间我国FDI流入情况 (单位:亿美元)			
年度	FDI	年度	FDI
1998	454.6	2003	535.1
1999	403.2	2004	606.3
2000	407.1	2005	603.3
2001	468.8	2006	700.0
2002	527.4		

数据来源:(中国人民银行统计季报)各期。

必须加快我国资本市场的完善和战略转型

因为上述的几点原因,资本市场是现代国际金融中心的重要组成部分。我国是一个大国,未来建立的全球金融中心肯定是功能中心,而非名义中心或汇兑中心。因此,要建立未来的国际金融中心,我国必须加快我国资本市场的完善和战略转型:

- 1、加快补充我国资本市场蓝筹股群体。蓝筹股群对现代资本市场而言有两点意义,一方面蓝筹股群有利于扩大我国资本市场的规模。与纽约、伦敦等金融中心相比,我国证券市场规模仍然偏小;另一方面蓝筹股群能够维护市场的稳定。根据纽约、伦敦等市场的经验,蓝筹股群对完善资本市场、维护市场稳定具有重要的实质意义。我国资本市场曾经很长时间陷入一个发展悖论,就是我国资本市场需要大量优质公司补充,而当市场听到大型优质的公司上市时股价却会应声下跌,这其中主要原因就是我国市场上质量不高,市场投机色彩比较浓,因而导致我国资本市场发展陷入一个恶性循环。而加快补充蓝筹股群则有利于我国资本市场走出这种恶性循环,维护我国资本市场的稳定,因此,我国资本市场应该充分把握目前良好的宏观经济形势,加快补充优质上市公司,形成优秀的蓝筹股群。
- 2、加快资本市场功能的完善。我国资本市场曾经很长时间都是以融资为目的,这样的功能定位就会使“圈钱”现象比较突出,这不利于资本市场的持续发展。资本市场除了具有融资功能外,资本市场还具有资源配置、风险分散、财富成长等功能,并且后面的三大功能对资本市场而言更加重要。与此同时,我国还应充分利用资本市场来完善我国上市公司的治理结构,提高我国上市公司的经营业绩,从而使公司质量的提高与证券市场的发展步入良性循环。
- 3、处理好发展与泡沫膨胀的关系。对资本市场而言,发展与膨胀向来是一对“孪生体”,适度的膨胀能够增加市场的灵活性。当不管怎样,股市的发展还是应该与我国宏观经济相匹配,虚拟经济不能完全脱离实体经济。阿姆斯特丹、东京等的经验告诉我们,

单纯地追求规模,或者任意让资产价格以超常规的速度上升,这都将给一国的金融业带来巨大的影响,甚至是毁灭性的打击。因此,我国应该充分利用资本市场发展我国实体经济,并且通过实体经济带动资本市场规模的壮大,这样才能使资本市场、金融业、国民经济都步入良性发展轨道,都能够快速、持续、健康地向前发展。

- 4、加快资本市场对外开放的程度。在风险可控、监管手段不断完善的前提下,我国资本市场应该加快对外开放的程度。目前,尽管海外资金可以通过QFII间接投资于我国资本市场,但总的来说我国资本市场还是一个非常封闭的市场,目前没有其他国家的上市公司,这与其他国家的证券交易所纷纷来我国抢夺优质上市公司资源形成鲜明的对比。因此,我国应该可以适当向海外上市公司开放,并且吸引更多的海外资本流入我国资本市场,从而提高我国资本市场整体的宽度和厚度。

- 5、加快法律法规及相关制度的完善。我国目前法律法规还不是非常完善,上市制度和交易制度还存在一些缺陷,这不利于我国上市公司质量的提高,也不利于我国证券市场的稳定。为了更好地吸引海外投资者或者海外公司进入我国资本市场,我国应该充分做好法律法规和制度上的准备。

- 6、加快债券市场的发展。我国资本市场仍以股票市场为主,债券市场发展非常滞后。并且在债券市场,交易标的也主要以国债为主,企业债券、金融债券比较少。这种结构的不平衡不利于我国资本市场的发展,也不能带动其他市场,如货币市场的发展。我国债券市场相对于股票市场而言发展比较缓慢,并且债券市场内部也存在结构性问题。

因此,要培育我国债券市场必须从基础做起,有必要发挥证券化等金融技术的作用,完善基础条件建设,充分利用和强化担保机制,排除债券发行和流通障碍。具体包括以下内容:(1)培育信用评级机构;(2)完善证券结算体系;(3)培育区域内各国国债市场和国际金融机构债券市场;(4)减轻信用和汇率变动风险;(5)建立区域内担保机制。