

講題

上海和香港的金融發展

李達三博士滬港發展講座

講者：沈聯濤先生

鳴謝

香港中文大學蒙

李達三博士慷慨捐助成立李達三博士滬港發展講座

謹此致謝

滬港發展聯合研究所

香港沙田

香港中文大學

崇基學院利黃瑤璧樓

電郵：shkdi@cuhk.edu.hk

電話：852-39436762 傳真：852-26035215

網址：http://www.cuhk.edu.hk/shkdi



復旦大學
Fudan University

滬港發展聯合研究所
<http://www.cuhk.edu.hk/shkdi>



香港中文大學
The Chinese University of Hong Kong

關於李達三博士滬港發展講座

滬港發展聯合研究所的滬港發展講座系列的成功舉辦，有賴李達三博士鼎力支持。香港中文大學為了感謝李博士的慷慨資助，特別將該講座命名為李達三博士滬港發展講座。李達三博士滬港發展講座由2013年起每年舉辦，邀請國際知名學者或經濟、金融及政策研究專家主講當前滬港的熱門課題，為學界、商界、政界精英以及老師、同學分析香港與上海發展，推動滬港雙城合作、學術研究與交流，從而切實地貢獻社會。

李達三博士簡介

李達三博士生於浙江寧波，畢業於重慶復旦大學會計學系，畢業後來到香港經營電器銷售，在1955年成立樂聲電器有限公司，憑著勤奮和獨到的眼光，使業務蒸蒸日上，分店遍佈香港以及東南亞各地，迅即成為國際大型企業。不久更獲得聲寶牌 (Sharp) 電器產品在香港、新加坡和馬來西亞的地區總代理權。

李達三博士在商界成就卓越，同時不忘關懷社群、興學助教。李博士自1976年獲邀出任香港中文大學新亞書院校董至今，和中大已有將近四十年的情誼。李博士對中大愛護有加、關愛學生無微不至，歷年捐贈學生助學金，及工商管理學院及電子工程系多項獎學金，又在1980年捐資興建李達三樓，幫助工商管理學院擴展之用。為了表揚李博士對香港商業及本校工商管理教育的貢獻，中大於1984年頒發榮譽社會科學博士學位予李博士。李博士也大力支持醫學發展，除了資助醫學院外科學系成立「肝膽胰基金」及「李達三訪問教授計劃」，又資助消化疾病研究所的研究工作。

李博士時刻身體力行、回饋社會。2011年，在李博士的捐資和協助下，香港中文大學與寧波大學簽署李達三國際交流發展基金項目合作協議，共同推動雙方在學術和學生交流、科研以及人才培養方面的合作。2013年，中大再次得到李博士的鼎力支持，捐款協助滬港發展聯合研究所，推動滬港雙城發展及合作、學術研究與交流，包括舉辦講座，為表謝意，中大把講座命名為「李達三博士滬港發展講座」。



講者簡介

沈聯濤先生為香港之環球智庫組織——經綸國際經濟研究院院長。沈先生在全球金融界中享負盛名，曾於亞洲出任央行及金融業監管機構要職，也是環球金融事務的評論員。



沈先生是中國銀行業監督管理委員會首席顧問，也是馬來西亞國家戰略投資基金的董事會成員。此外，他也是中國投資有限責任公司國際諮詢委員會、國家開發銀行、上海市推進國際金融中心建設領導小組國際諮詢委員會及柏林自由大學國際委員會的委員。

1998年至2005年間，沈先生曾出任香港証券及期貨事務監察委員會主席。此前，他亦於香港金融管理局及馬來西亞國家銀行擔任要職。

沈先生曾就貨幣、經濟及金融事務發表不少文章。他於2013年4月入選美國時代周刊全球100位最有影響力人物。



上海和香港的金融發展 沈聯濤¹

二零一三年十二月十八日 演講辭

尊敬的李達三太平紳士，
宋恩榮教授，
各位嘉賓，
女士們先生們：

我非常榮幸被邀請前來參加“李達三博士滬港發展講座”。李達三太平紳士是一位非常成功，著名的企業家和慈善家。李先生數年來積極參與社會服務和公益活動，對寧波、上海和香港的社會發展，教育，作出了巨大的貢獻，並捐建了香港中文大學，他的母校復旦大學，和浙江大學的“李達三樓”。

此次講座的主題是關於上海和香港的金融發展，但是我想擴展一下這個主題，來講講這兩個城市在整個中國，乃至於全球經濟發展中的定位。我的一位恩師，已故的利國偉爵士，曾經將中國比作一架正在起飛的噴氣式飛機，而香港和上海正是這架飛機的雙引擎。他一定會非常自豪地看到中國在剛剛完成的十八屆三中全會上宣佈的一系列具有歷史意義的重大改革方案以及上海通過建立自由貿易區而進入下一個發展階段。

在我們即將告別蛇年，迎來馬年之際，我們應該看到，過去的一年儘管充滿了變數動盪，但是也有很多好消息。首先，本月初，世界貿易組織在巴厘島重申了關於繼續多邊主義的協議。這是一項有助於自由貿易的好消息，而香港，上海和中國都是自由貿易的積極參與者。另外，十八屆三中全會的勝利召開再一次強調了中國深化改革的決心，提出並啟動了一系列具體的改革綱領和改革方案。

請允許我將我的演講分成兩個部分。第一部分將圍繞國際環境和全球金融改革對亞洲和中國的啟示，當然，其中包括對上海和香港作為國際金融中心的發展的分析。第二部分，我想講一下十八屆三中全會提出的改革方案的引申含義，並分析這些改革措施對上海和香港的影響。

¹ 作者感謝黃祖順、王瑤、李世友和胡文靜對本文的研究協助。本文僅代表作者個人觀點，與作者所屬機構無關。

後全球金融危機格局：對金融市場的啟示

經綸國際經濟研究院剛剛成功舉辦了第二屆亞洲-全球對話。這個對話提供了一個全球性平臺，讓企業家、金融家、決策者和思想領袖對亞洲的經濟增長，就業，和機遇展開反思。我們可以看到，雖然亞洲經濟在中國的十一屆三中全會後仍處於快速發展中，但也遇到了發展道路上的巨大問題和障礙。而目前發達經濟體中，美國經濟雖然正憑藉葉岩油的創新和強大的企業競爭力步入復蘇的階段，但仍然存在不可忽視的社會分歧，並面臨艱巨的全面結構調整。歐洲，作為一個統一的經濟貨幣體制，擁有全球10.3%的人口，和28.4%的GDP；但社會支出卻占了全球總量的一半，有人認為是不可持續的系統。另外，我們都希望看到安倍經濟能夠帶領日本走出困擾其經濟近20年的低迷和通貨緊縮。但他的第三支箭－結構改革正待發射。而其他新興市場目前正遭遇由於量化寬鬆貨幣政策（QE）退出預期而導致的國際資本流動逆轉，新興經濟體需要及時作出政策調整，來應對可能出現的資本市場動盪和貨幣貶值等負面影響。

在剛剛結束的“亞洲-全球對話”會議上，前以色列央行行長，即在亞洲金融危機期間擔任國際貨幣基金組織副總裁的Stanley Fischer教授－最近被奧巴馬總統提名為美聯儲副主席－向我們提出了一個非常具有挑戰性的問題：如果亞洲希望以平等的合作夥伴和全球公民的身份參與國際重大問題的對話和討論，那麼我們就必須拿出像G7會議（七國會談）一樣具有深度，原創性的亞洲思想和研究。我們得務實的承認在建設性和領導力方面亞洲還沒達到G7的高度。

我個人非常同意Fischer教授的看法，並且完全認同這個事實：我們在近兩次金融危機中所遭遇衝擊的程度與西方國家相當。我想引用一段，Fischer教授也提到過的，Keynes的一段話：“經濟學家和政治哲學家的思想，不論其對錯，都比一般人想像的要有力得多。實際上世界就是被這些思想所統治的。實幹家們自以為擺脫了任何思想和理論的影響，卻往往只是某位已故經濟學家的奴隸而已。那些瘋狂的當權狂者們，似乎是空穴來風般的作出決策，但實際上也不過是從多年前隨手塗鴉的學者那裡取其妄想。我確信，與思想的蠶食能力相比，既得利益的作用被大大高估了。”

在現今的21世紀，我們仍然被20世紀的思想所左右和誤導。其中一個最為明顯的例證是，我們利用上個世紀的理論作為指導，採取了運用量化寬鬆政策來

提高通貨膨脹的做法。再一次引用Keynes在《和平的經濟後果》一書中所說的，“列寧無疑是對的，摧毀貨幣是顛覆現行社會基礎的最精妙絕倫的做法。摧毀貨幣的過程調動了經濟規律中潛藏的所有毀滅力，面對這種毀滅，幾乎無人可以洞悉”。

貨幣所具有的這種力量在金融體系中體現得最為淋漓盡致。20世紀，我們通過金融創新和高負債率創造了史無前例的財富，但與此同時，也造成了前所未有的社會不平等。而現在，提倡儲蓄的順差經濟體被不斷指責，稱其應該為債務國的龐大赤字承擔責任。而勤奮和節儉亦被指責為過度借貸和過度負債創造了條件。前美聯儲主席格林斯潘(Greenspan)最近的訪問講話充分體現了華爾街那種不受約束的資本主義觀點在道德和智力上都已經破產：

“在這段時間裡，我對於世界如何運行的看法被徹底擾亂了：金融分析模型在人們最需要它們的時候被證實充滿了謬誤，…而且這些謬誤又都是系統性的，…在我看來，利用數學作為整個金融系統定價基礎的理念失敗了。那個被稱作‘Harry Markowitz 方法’的整個風險評估體系失靈了，…評級機構完全沒有對風險水準作出最基本的判斷，金融監管也失敗了。”²

那麼，我們在全球金融危機中能夠得到怎樣的教訓呢？

- 第一就是信用的缺失：在我們的金融體系中缺少能夠扮演公共儲蓄保管人的信託責任；
- 第二是短期行為與不良激勵機制使得金融系統非常脆弱；
- 第三，我們的金融體系所依靠的現有的經濟和金融理論存在嚴重的缺陷和不足。

總而言之，華爾街金融未能真正地服務於實體經濟的有效發展。為了解決這個問題，自金融危機爆發以來，湧現出了一系列的新的政策和改革。其中包括像Dodd-Frank，量化寬鬆政策，新巴塞爾協議，Liikanen，Vickers等新的法律法規。然而這些政策法規的實施不僅會影響發生危機的國家，也會對其他國家和地區的經濟產生影響。

² Gillian Tett, Interview with Alan Greenspan, 25 October 2013, Financial Times, available at <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/25ebae9e-3c3a-11e3-b85f-00144feab7de.html#axzz2mrYWzLQI>

² 詳見Andrew Sheng, Chow Soon Ng, and Christian Edelmann, Asian Finance 2020, <http://www.funglobalinstitute.org/en/asia-finance-2020-framing-new-asian-financial-architecture>

現有金融理論中所存在的缺陷，將會對亞洲金融體系的發展產生相當深遠的影響。然而幸運的是，15年前的亞洲金融危機使得亞洲的金融機構變得小心審慎，在亞洲的各個金融中心的業務中，無論是買方還是賣方，都沒有過分依靠金融創新和金融槓杆來創造財富。然而也正是由於這樣的謹慎，亞洲的資本市場沒有得到更進一步的發展，金融體系仍然停留在以銀行為主導的階段。

亞洲經濟的未來將取決於實體經濟的發展。儘管存在短期的不確定因素，亞洲實體經濟的幾個相當顯著的特點在短期之內將不會改變並維持亞洲實體經濟的活力：

- 亞洲經濟體將通過促進國內消費作為經濟增長的第二引擎來重新獲得平衡發展。而中國已經開始在這個方向上努力了。
- 亞洲經濟體將試圖實現三個社會目標。第一，利用人口結構的優勢促進經濟增長和勞動力就業；第二，通過增加工資，提高社會福利，和財政轉移支付等方法解決社會不平等現象；第三，我們要應對日益嚴峻的環境挑戰，例如清潔的空氣，水，能源和資源節約，從而營造一個更好的生存環境。
- 亞洲的人口結構有利也有弊。東盟和南亞的人口結構相對年輕化，而這就需要該地區提供大量的教育投資，基礎設施投資和創造更多的就業機會；而人口老齡化相對嚴重的北亞地區，則將要為更多的老年人口提供如醫療保健，社會保險和養老金等的社會福利。
- 在逐漸城市化和邁向中等收入階層的進程中，亞洲的財富積累將會達到一個非常可觀的水準，因此亞洲的金融業應該抓住機遇大力發展財富管理業務，從而更有效地利用這部分儲蓄資產。
- 為了提高生產效率，亞洲經濟體要更有效地利用科技創新和技術革命，不斷加大研發占整個GDP的比例，大力促進有效競爭。

我們基本可以肯定的底線是，亞洲仍將作為全球增長的主要動力，其GDP的增長仍將占全球一半以上。根據滙豐銀行的預測，到2050年，全球26個快速增長的經濟體中，將有11個經濟體來自亞洲。⁴而麥肯錫預計，到2025年，全球將有136個新城市進入世界前600城市的排名，這些城市都將來自於新興市場；而其中將有100個城市來自於中國，13個城市來自印度。⁵

⁴ HSBC, The World in 2050, available at www.hsbc.com/~media/HSBC-com/about-hsbc/...in-%202050.ashx

⁵ R. Dobbs, J. Remes, J. Manyika, C. Roxburgh, S. Smit, F. Schaer, Urban world: Cities and the rise of the consuming class, McKinsey Global Institute, June 2012

目前，全球大約有42億居民居住在亞洲，占全世界的三分之二；這三分之二的人口參與了40%的全球貿易，創造了三分之一的全球GDP，並擁有四分之一的全球金融資產。為了更好的服務於經濟發展，亞洲金融業需要考慮如下問題：

- 要創造就業，促進貿易和維持增長，亞洲的金融市場就必須大力發展貿易融資，為中小企業提供資本金和營運資金的支持，提供長期的基礎設施建設融資和項目融資，並且為投資者更好地管理財富。
- 應該大力發展保險，養老金和資產管理行業從而降低金融市場的期限錯配，使這些機構投資者能夠為這個經濟體系提供長期、穩定的資金支援。另外，保險和養老基金還可以提高社會保障，規避經濟體系中的風險並為新興產業提供風險資本。
- 整體而言，金融業必須提供普惠金融，降低金融抑制，並有效地為私營部門注入資本，吸收風險，從而強化私營部門的穩健性。
- 此外，金融部門應該在其產品和服務的交付過程中更多地利用科技來提高效率，降低成本；並逐漸恢復其作為受託人的信用。

這些變革對於上海和香港這兩個作為國際金融中心的城市又將意味著什麼呢？

首先，這些國際金融中心城市之間的競爭在日益加劇（或者：金融中心呈現多區域性的競爭局面）。金融時報在今年三月的一項調查顯示，香港，上海和北京的外商直接投資流入額（inward FDI）⁶分別位於世界前三位，而倫敦則降至第四位。但事實上，從全方位的金服務體系上看，想要取代紐約和倫敦的位置卻遠沒有那麼容易。

另外，很多區域性的金融中心也在與上海和香港競爭，其中包括北京，深圳，首爾，臺北，東京，新加坡，悉尼和孟買。根據由Z/Yen於2013年10月編制的全球金融中心指數，最具競爭力的金融中心是倫敦，紐約，香港和新加坡；其次為東京（排名第5）首爾（排名第10），悉尼（排名第15），上海（排名第16），深圳（排名第27），北京（排名第59）。

這些金融中心是否能夠成功將取決於一系列的因素。比如，香港，新加坡和悉

⁶ The Banker. 2013. Hong Kong tops inward financial services FDI ranking. <http://www.thebanker.com/Banker-Data/International-Financial-Centres/Hong-Kong-tops-inward-financial-services-FDI-ranking>

尼的優勢在於它們的普通法體系，強有力的監管，以及活躍的、流動性高的外匯市場和股票市場。

此外，而香港和上海目前的一個明顯優勢在於，人民幣作為國際貨幣的崛起。下面我就來談談這個非常值得討論的問題。

十八屆三中全會的改革措施對上海和香港的影響

目前，毫無疑問，香港已經是一個重要的全球性金融中心了，而中國政府的目標是想要上海成為中國境內的一個全球性金融中心。想要實現這個目標就需要開放人民幣資本帳戶。從這方面來講，這次的十八屆三中全會所提出的改革決策中有很多改革措施，會對上海產生積極影響。我想引用秦曉博士對十八屆三中全會的歷史意義的一段解讀來分析這個問題：

“十八屆三中全會關於全面深化改革的決定是中國繼上世紀七十年代末十一屆三中全會開啟改革開放進程之後又一重大的、具有歷史意義的改革綱領。它對當下中國經濟、社會的重大問題給予了回應，確定了改革的方向、目標和時間表，成立了權威的領導和實施機構。這標誌著中國已步入升級版的改革進程，改革前景可期，但改革征途不會是平坦大道。”⁷

“決定”準確的指出，經濟改革的核心問題是“處理好政府和市場的關係，使市場在資源配置中起決定性作用”。

在實施決定的過程，中國將會逐步實現利率市場化，人民幣匯率市場化，最終實現資本帳戶的開放。這些都將推動中國全面融入全球經濟一體化，貿易一體化和投資一體化。

1993年我來到香港金融管理局工作，至今已過去了二十年。當時的香港已然是一個全球性的國際金融中心，而上海卻只是中國的金融中心。那個時候，香港的國內生產總值（GDP）是1096億美元，中國是6132億美元，香港是中國的六分之一。而香港擁有430億美元的外匯儲備，是中國外匯儲備（211億美元）的兩倍。現在，二十年過去了，上海2012年的國內生產總值（GDP）已經達到2萬億人民幣，約合3,212億美元，已經超過了香港的GDP（2630億美元）。中國內地2012年的國內生產總值達到82,300億美元，是香港的33倍。不僅如此，目前香港的外匯儲備為3174億美元，僅占中國內地33,000美元外匯儲備的十分之一。當然，從人均的角度來看，香港仍然遠高於上海和中國內地。香港的人均GDP為36,763美元，而上海僅有13,434美元，中國內地為6,091美元。香港人均收入較高一方面也是因為其人口相對穩定地保持在720萬左右，而上海的人口在2012年已經達到2,370萬。

誠然，上海的土地面積為2,448平方英里（6,340平方公里），而香港只有426平方英里，約合1,104平方公里，上海是香港的六倍。（而香港的人口密度是上海的2倍）。相比之下，新加坡的國土面積為275.8平方英里，約合714.3平方公里，而人口總數為540萬。

以上所講的大部分是從流量的角度對上海和香港的經濟、金融發展做出分析和預測。下面我想換一個角度，從全球財富的視角來看看這兩個城市金融發展的潛力。根據IMF最新的預測，在未來五年內，香港的GDP增長率將保持在每年3.5%到4%的水準，而中國內地則大約為每年7%。兩倍於香港的增長速度意味著，在實際收入和財富水準方面，中國將進一步縮小與香港之間的差距。同時，在未來幾年，人民幣在國際經濟和貿易中的地位也將變得更加重要。

《2013瑞士信貸全球財富報告》⁸將“財富”定義為個人和家庭的財富。報告指出，全球最富有的國家是美國，擁有財富72.1萬億美元；其次是日本，擁有22.6萬億美元；然後是中國，擁有22.2萬億美元。歐洲作為一個整體，擁有76.2萬億美元總財富。與2012年的最高點，241萬億美元相比，全球財富增長了4.9%；與2003年相比，增長了68%，其中有72%的增長來自於美國。全球

⁷ 財經雜誌，2013年第35期，<http://magazine.caijing.com.cn/2013-12-08/113663152.html>

⁸ <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file?fileID=BCDB1364-A105-0560-1332EC9100FF5C83>

人均財富達到了一個新的歷史高點，5.16萬美元。而瑞士的人均財富也回到了50萬美元以上的水準。

《瑞士信貸報告》預計，在未來五年內全球財富將上升近40%，達到334萬億美元。新興市場將貢獻29%的增長。中國將占到新興經濟體財富增長的近50%。

2018年，美國財富總額將以一百萬億美元的總身家，保持領先地位。中國將超過日本，成為世界上第二富有的經濟大國。到2016年左右，中國就將擁有約34.7萬億美元的總財富。而歐元區國家目前占全球財富的24%，但其財富水準預計於2016年達到76.8萬億美元，占全球財富的比例下降至23%。換句話說，到2018年，作為金融中心的上海必將掌管著相當可觀的中國財富。但即使中國的財富增長迅速，但世界最主要的金融中心仍然將會在美國和歐洲，因為中國的財富規模仍只是歐洲的一半，美國的三分之一左右。

截止到2013年6月，相比較于中國22.2萬億美元的個人財富總值，香港的個人財富約為9000億美元，新加坡的財富為11萬億美元。

基於GDP的高速增長，到2018年，中國的財富大約為34.7萬億美元，比2013年高出56.7%。除非新加坡、香港、澳大利亞和其他地區能夠實現同等規模的GDP增長，並吸引境外資金和外資銀行，否則，這些金融中心的規模將會相對小於中國的金融中心，特別是上海。另外，北京、深圳等其他金融中心也將與上海競爭中國金融發展中的領導地位。

總而言之，隨著經濟的持續強勁發展，中國的財富在未來五年內將繼續增長。因此，這對於上海和香港來說是一個巨大的發展機遇。

到目前為止，我還沒有具體講到關於上海和香港在中國金融發展方面應該有哪些貢獻。這些內容已經在中國人民銀行和三中全會的改革綱領中描述得非常詳細，所以不需要我再加以說明了。

毫無疑問，隨著人民幣國際化和資本帳戶完全開放（預計將於2020年實現），人民幣將在提高香港和上海國際金融市場地位的過程中發揮關鍵作用。國際清

算銀行2013的外匯調查顯示，人民幣在全球外匯交易中排名中已經上升至第九名：從2010年每天340億美元的交易額，飆升至2013的1,200億美元。可是，儘管人民幣已經是世界第九最活躍的外匯貨幣，其占全球外匯市場的份額仍然只有2.2%，人民幣距超越英鎊、澳元、瑞士法郎和加拿大元等其他國際貨幣仍然有一段時日。而且，大部分人民幣交易仍然局限於離岸交易。

滙豐估計，在未來的三年內，30%的中國貿易總額將會以人民幣結算，其中50%來自於新興市場國家的雙邊貿易。換句話說，到2015年，將近2萬億美元的跨境貿易會以人民幣結算，屆時人民幣將成為全球貿易中三大貨幣之一。

為了支援這項進程，自2010年6月，中國人民銀行已經與全世界超過20個國家的央行，簽訂了超過2.6萬億元人民幣（4260億美元）的雙邊互換協定。最近與英國央行、印尼央行和歐洲央行簽署的互換協定將促進貿易融資，並更程度地促進人民幣成為官方外匯儲備貨幣。

央行願意使用雙邊貨幣互換，以支持貿易的舉措是鼓舞人心的。因為這意味著貿易融資將不會像2008年金融危機期間那樣中斷，央行可以作為最後貸款人對貿易融資提供支援。

總之，上海和香港將繼續扮演在金融，貿易和投資方面重要的角色，幫助中國“走出去”。

在結束演講之前，我不能不講一下上海自由貿易區（FTZ）。儘管上海自由貿易區僅占地28平方公里，但作為一個試點項目，它是中國的監管改革大膽向前邁進的一步。

12月2日，中國人民銀行（PBOC）公佈了《關於金融支持中國（上海）自由貿易試驗區建設的意見》⁹，探討如何促進投資、融資和支付的方式，推動資本專案自由兌換；推動保稅區內跨境使用人民幣和更靈活的人民幣政策，促進利率市場化改革，以及深化外匯體制改革，適當的放鬆外匯管制制度。

⁹ http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaolu/524/2013/20131202094934794886233/20131202094934794886233_.html

這些政策建議在某程度上意味著自由貿易區是以香港這一自由港為原型在上海的複製。而事實上，中國已經在前海、橫琴和南沙建立了不同版本的“香港”，因此香港在新的競爭環境下需要改變策略。如何改變是另一個演講的主題。

結論

十一屆三中全會對市場經濟改革的決定、中國收入和財富的增長以及亞洲區域增長的勢頭，讓我相信上海-香港金融發展的前景是充滿潛力的。未來十年將會帶給香港和上海巨大的改革機遇，使市場更好地服務實體經濟。香港在某些領域可以補充上海，而在其他領域則可以尋求和上海不同的發展路徑，充分服務小眾市場。所以，香港和上海兩個市場結構和發展模式也不一定要完全相同。

謝謝大家。我很樂意回答關於以上演講內容的任何問題。

香港

2013年12月18日

