

構建國際金融中心的路徑

華 民

曹宏成

滬港發展聯合研究所

香港亞太研究所

二零零六年九月

作者簡介

華民，復旦大學世界經濟研究所所長，教授，博士生導師。
曹宏成，復旦大學世界經濟系06級博士研究生。

© 2006 華民 曹宏成
ISBN-10: 962-441-815-2
ISBN-13: 978-962-441-815-6

版權所有 不准翻印

構建國際金融中心的路徑

目前，構建國際金融中心已成為中國多個城市的追求。然而，要實現這一目標，需要弄清楚構建國際金融中心的條件、中國的現狀，以及選擇適當的路徑。

從世界的視野考察國際金融中心確立的條件

當我們將構建國際金融中心作為一項現實的目標時，不妨從世界的視野來考察國際金融中心形成的歷史和條件。

從全球的範圍來看，荷蘭的阿姆斯特丹、英國的倫敦、美國的紐約、德國的法蘭克福等城市，都曾先後成為世界級的國際金融中心。

阿姆斯特丹是重商主義時代的國際金融中心，它的崛起是由於遠洋貿易。十七世紀中期，荷蘭已建立了一支龐大的商船隊，擁有16,000艘商船，它的船舶總噸數相當於當時英、法、葡、西四國的總和。當時，成千上萬的荷蘭商船在世界的海洋上航行，他們經營外國商品，充當各地貿易的仲介人和承擔商品的轉運業務，被稱為全世界的「海上馬車伕」。阿姆斯特丹由於其優越的地理位置成為世界遠洋貿易的重要港口，而遠洋貿易具有跨期的、跨越空間的特點，累積了巨大的金融風險，客觀上需要現代金融服務體系的支持。因此，阿姆斯特丹的金融體系從一開始就建立在很高的起點上。這表現在：1608年荷蘭建立了世界上最早的證券交易所——阿姆斯特丹證券交易所；1660年，阿姆斯特丹銀行成為世界上第一個國際票據清算中心，並於1683年開創信託業務；各種先進的金融工具也相繼

2 構建國際金融中心的路徑

出現，來為這種具有很大風險的遠洋貿易活動，提供資金交易的便利。

倫敦之所以成為工業化時代的國際金融中心，因為英國是第一次工業革命的策源地，迅速壯大的製造業產生了僅僅依靠自身積累所不能滿足的資金需求，這迫切需要金融的發展為現金流的周轉、交易提供支援。在十八世紀末和十九世紀初，英國便形成了全國統一的資本市場。完善的金融市場為英國成為「世界工廠」提供了源源不斷的資金。以銀行為例，在工業革命時期，英國的銀行主要有兩類：一類是從中世紀的城市金匠發展而來的「城市銀行」，從1750年的大約30家發展到1770年的50家，1800年的80家（Lane, 1978:129）。另一類是在十八世紀初期就出現的「鄉村銀行」。1750年，英國約有10家鄉村銀行，1784年120家，1797年290家，1800年370家，1810年約700家（Clapham, 1930:226）。在農業地區，地主、農民和商人把他們作為地租和各種付款獲得的票據和現金存入銀行，根據存款數額獲得利息或帶利息的票據。農業銀行馬上把這筆資金匯給在倫敦的相應銀行，在倫敦的銀行匯集各地的匯款後，再把它們輸送到工業地區，使工業地區的銀行可以向客戶貸款、兌付票據，滿足客戶的其他提款要求（Ashton, 1977:85-86）。這種活動主要在深秋和早冬進行。這時，莊稼已經收割和售出，正是製造業主歲末結算而急需資金的時刻。銀行提供的短期貸款通過「滾動方式」變成長期貸款。當貸款到期時，銀行有權收回貸款，如果企業經營景氣，企業可以要求銀行將貸款延期、甚至追加貸款。總之，在英國工業革命期間，銀行通過貼現票據、直接提供短期貸款、間接提供長期貸款等多種方式籌集工業革命所需資金，促使英國成為「世界工廠」，也造就了倫敦金融城的地位。

然後，英國又是第一個輸出資本的國家，需要一個世界級的資金交易、結算中心。位於泰晤士河北岸面積僅為2.6平方公里的倫敦金融城，以其高度的開放性及國際性，自然演變成為國際性金融中心。從銀行的設置來看，美國人設在倫敦的美

國銀行不僅多於英國人設在紐約的英國銀行，而且多於美國人自己設在紐約的銀行，由此可見倫敦的國際性超過了紐約。同時，來自海內外的高級金融管理人才皆匯聚在此，他們任職於諸如倫敦商人銀行協會、倫敦證券交易所、證券投資諮詢公司和期貨經紀公司等金融機構，促進了倫敦金融業的發展。到了1970、1980年代，英國經濟和產業結構的重組，使倫敦的金融中心地位進一步加強，投資銀行規模集聚，圍繞投資銀行的各種延伸服務機構非常發達。

第三，倫敦成為國際金融中心還有一個很重要的因素，即從十八世紀到十九世紀的近百年中，「日不落帝國」的強盛使英鎊成為世界的本位貨幣。十九世紀的金本位事實上成為英格蘭銀行控制下的英鎊本位。英鎊代替黃金執行國際貨幣的職能，英鎊是國際上的計價單位、支付手段和儲藏手段。

紐約的金融活動是在貿易中轉的過程中被啟動的。事實上，早期的紐約甚至不是美國國內的金融中心，美國第一個國內金融中心是費城。費城是第一和第二屆大陸會議會址，因而在獨立戰爭中成為當然的全國政治中心。當大陸會議要建立銀行以便於籌集戰爭經費時，它很自然地選擇了費城。1781年，北美第一家商業銀行賓夕法尼亞銀行在費城開業，創辦者是費城著名的大商人羅伯特·莫里斯（Robert Morris）。這家銀行吸收存款，發行銀行券，提供了許多重要的商業信用服務，同時也承擔為大陸會議籌集軍費的重任。1784年，大陸會議同意授予它國家特許狀，並把它改名為「北美銀行」。在戰爭的特殊條件下，「北美銀行」事實上成了國家銀行，費城亦藉此擁有全國金融中心的銜頭。可是自從1800年美國首都遷到華盛頓之後，費城失去了政治中心這把保護傘，在競爭中逐步讓位於紐約。

以汽車產業為主導的產業革命，使美國的東部、五大湖地區成為第四次產業革命的搖籃，紐約的金融市場地位得以逐步確立。紐約優良的海港條件，位處哈得遜河的入海口，使它既便利了與新英格蘭的交往，又加強了和新西部的溝通。伊利

運河的修建大大降低了中西部和紐約之間的運輸費用，愈來愈多地區產品開始湧向紐約市場，使紐約成為美國最大的貿易口岸。繁忙的貿易和發達的商業，促使大量的金融機構和金融服務在紐約出現。1855年，全市已有50多家銀行，資金總額高達6,000萬美元，另外還有眾多的保險公司和信託公司。這些龐大的金融機構都反映了紐約發達的港口貿易。僅1855年，紐約對外貿易額就高達32,300萬美元（Bonner, 1924:412），而且自此逐年增長，最終奠定了紐約在全國金融業的中心地位。

但是，紐約真正成為國際金融中心的時代，是在二戰結束後，1944年布林頓森林體系的建立，使美元取代英鎊，成為最主要的國際儲備貨幣和國際結算手段，美元被確認為國際本位貨幣，紐約的國際金融中心地位也因而確立。

法蘭克福是在二戰後，東西德分治時期逐步成為西德的金融中心。德國是一個製造能力非常強大的國家，製造業對資金融通的需求量非常大，促進了相關金融業務的發展。但是，法蘭克福由德國國內的金融中心變成國際金融中心，是在歐洲中央銀行總部設在法蘭克福後。法蘭克福現在是歐元區本位貨幣發行銀行的所在地。這裏擁有332家銀行（其中194家是外國銀行），770家保險公司。法蘭克福股票交易所是繼紐約和倫敦後全球第三大交易所。

我們可以繼續考察亞太地區的東京、香港、新加坡等區域性金融中心形成的路徑和條件。

東京成長為亞太地區的金融中心，和日本強大的製造能力相關，它處於亞洲的國際垂直分工的中心；特別是日本出口導向的對外貿易，以及隨之而來的日本公司的跨國投資，使東京的金融交易量和投融資活動發展迅速。

香港的區域性金融中心地位是在1970年代後逐步形成的。作為世界最大的轉口貿易地，它的區域性金融中心地位的確立，顯然與巨大的貿易流量相關；同時，香港的英國殖民地背景提高了它的國際化程度，其金融交易活動甚至可以理解為倫敦金融市場在海外的延伸。然而，由於港幣不是世界本位貨

幣，所以香港沒有能力衝擊上述國際金融中心的地位，但它絕對是一個區域性的金融中心。

新加坡成為區域性金融中心，主要是由於約七成的跨國公司亞太地區總部在新加坡規模集聚，需要相應的金融服務。此外，它還有新、馬、泰增長三角作為經濟發展支柱，緊靠麻六甲海峽國際主航道，加上新加坡人的努力，「天時、地利、人和」為它成為區域性金融中心創造了必備條件。

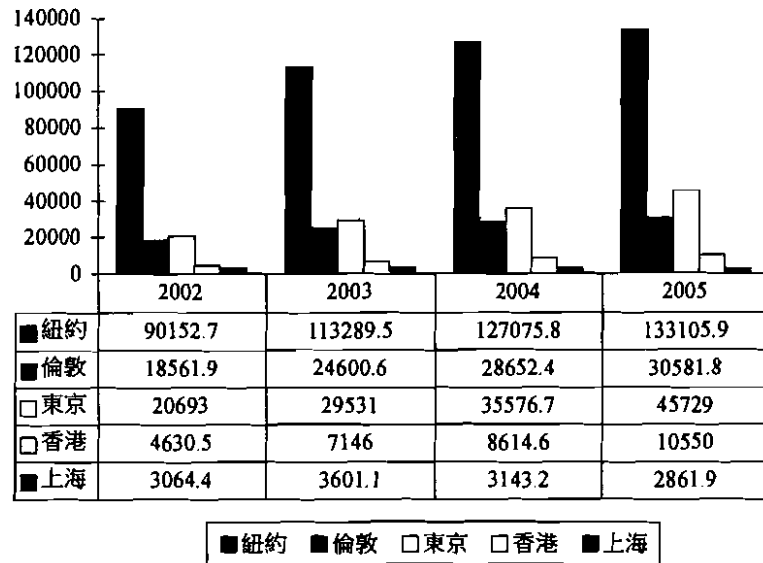
由此，可以得出以下的結論。從世界的視野來看，一個城市要成為國際金融中心，或區域性金融中心，需要具備的必要條件包括：必須在世界上比較發達的國家或地區，最理想的是世界或區域本位貨幣國家；然後，這個城市又必須是國內的金融中心。充分條件則是，從空間布局來說，這個城市應當具有比較優越的區位優勢。由以上兩項條件，可以推出的第三個結論是，迄今為止，世界上沒有一個發展中國家出現過國際級或區域性的金融中心城市。一個金融不開放的國家，即使是發達國家，也不會出現國際級的金融中心城市；即使是發達的、開放的，但不是國內金融中心的城市，也很難成為國際級的金融中心城市。

中國的現狀

中國有沒有可能產生一個國際級，或者區域性的金融中心城市，這需要從中國的現狀來進行分析和判斷。

首先，中國是一個發展中國家，人均國內生產總值（GDP）剛剛達到1,000美元，就金融業本身來講，發展程度不夠，表現在金融市場規模有限，交易工具太少，金融從業人數遠遠低於國際金融中心。以上市公司總市值為例（圖1），從近幾年的情況看，紐約證券交易所的總市值遙遙領先，倫敦和東京證券交易所的總市值比較接近，其中東京證券交易所的總市值稍微領先，香港聯合交易所和上海證券交易所的上市公司總

圖1：世界各主要國際金融中心上市公司總市值（億美元）

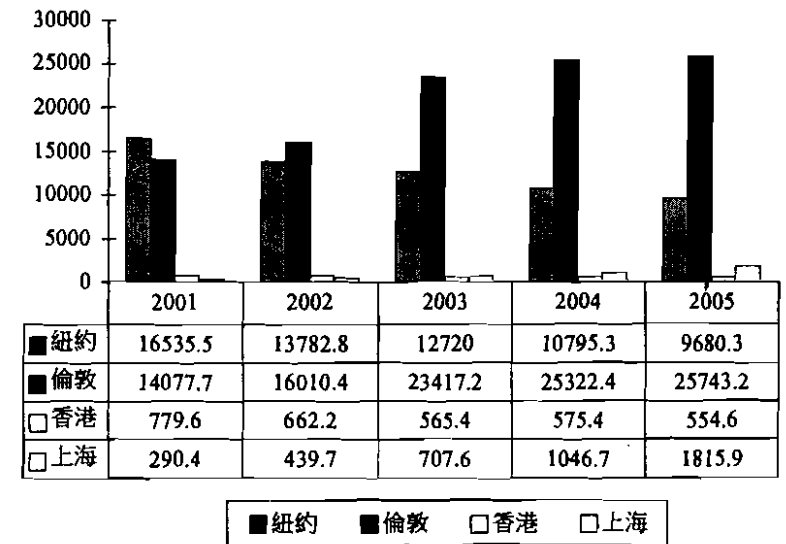


資料來源：世界證券交易所聯合會（<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp>）。

市值則相形見绌。以上市債券總市值為例（圖2），中國的差距更為明顯。

考慮到中國13多億人口，跟國際金融中心所在國相比，中國人均金融資產更顯得微不足道。這和中國特有的城鄉二元結構有關。具體來說，中國農村人口高達六成，和城市居民比較，通常具有更大的自給自足性，因此，在農村不僅很少金融活動，即使是交換、市場交易活動等都發展得不夠充分。城市居民收入水平雖然要比農村高得多（圖3），然而，今天中國城市居民很高的儲蓄率，並非用作金融投資和金融交易，相當多的部分是為了應付轉型經濟中出現的公共品供給不足所帶來的醫療、教育和養老等問題，以及應付未來其他不確定的各種問題。因此，建立在此基礎上的金融活動就難以深化，很多創

圖2：世界各主要國際金融中心上市債券總市值（億美元）



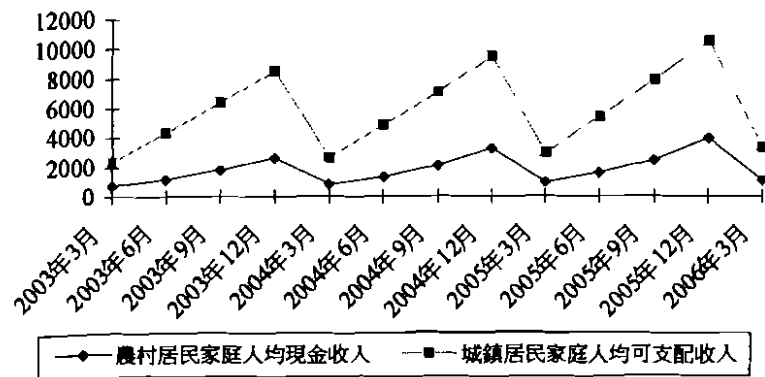
資料來源：世界證券交易所聯合會（<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp>）。

新的金融工具和產品，也找不到足夠的內部需求來認購，難以發展國內的金融體系。在這種狀況下，要創建一個金融流量很大、交易水平很高的金融中心城市，應該說是比較困難的。

中國金融業從業人數遠遠低於國際金融中心金融從業人員的規模。以中國金融業相對集中的上海為例，不僅金融業從業人數的絕對數量少，佔總就業人數的比重則更低，僅維持在2%左右（圖4）；而同期的香港保持在5%以上（圖5），紐約則更高（圖6）。同時，中國高端的金融服務人員非常稀缺，而本來已極度稀缺的金融專業人才又大多被外資金融機構聘用，造成中資金融機構出現普遍的人才荒。

其次，中國改革開放以來，整體經濟活動的國際化程度有所提高，但是跟國際金融中心城市所在國相比，差距依然明

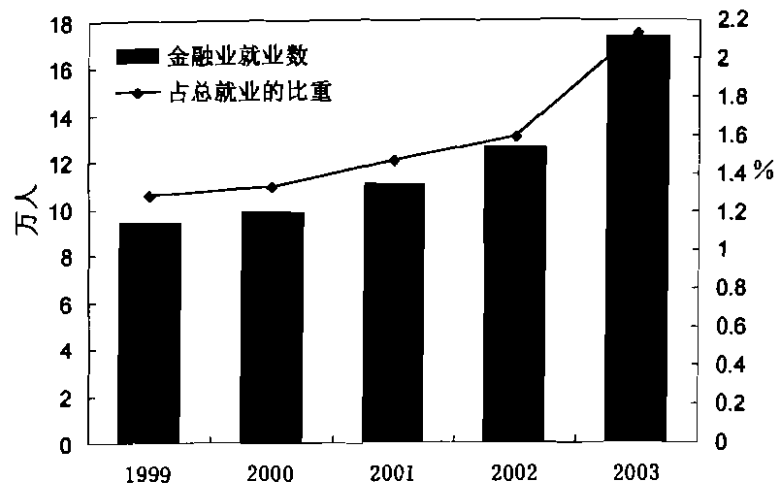
圖3：城鄉居民家庭人均收入（元）



注：數據為季度累計數。

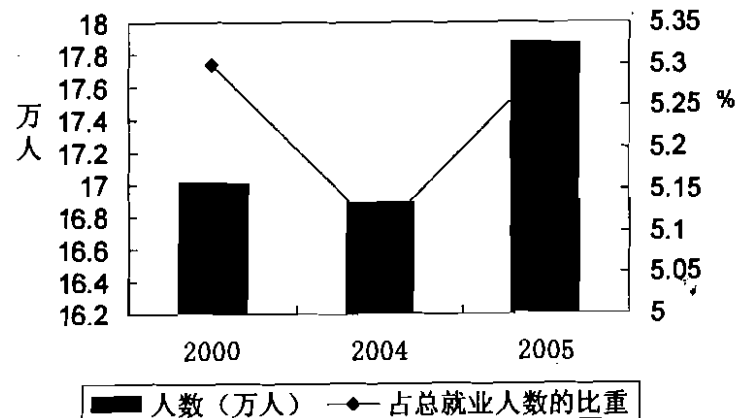
資料來源：中國經濟信息網教育版 (<http://www.cei.gov.cn>)。

圖4：上海金融業從業人數及佔總就業人數的比重



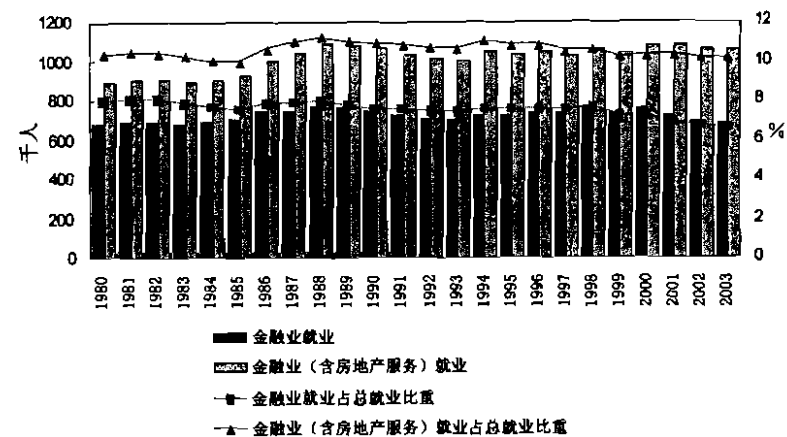
資料來源：《中國統計年鑒2004》。

圖5：香港金融業從業人數及佔總就業人數的比重



資料來源：香港特別行政區政府統計處 (<http://www.info.gov.hk>)。

圖6：紐約金融業從業人數及佔總就業人數的比重



資料來源：美國商務部網站 (<http://www.bea.gov>)。

顯。可以用貿易和外商直接投資（FDI）作指標，來衡量國際經濟交往情況。從表中可以清楚看到，中國近兩年商品貿易增長迅猛（表1、表2），FDI流入量穩步攀升（表3），FDI流出量依然很低（表4）。迅速增長的進出口貿易，給中國帶來了大量的資金流量，由於中國長期處於順差狀態，加上強制性的結售匯制度，造成中國外匯儲備激增，截至2005年12月底，國家外匯儲備總額達8,188.72億美元，躍居世界第一。近兩年實際利用外資額也穩定在600億美元的高水準，說明中國整體對外經濟交往比較活躍。國際化程度的提高為打造國際金融中心奠定了基礎。在看到貿易額、FDI等絕對指標不斷提升時，用外貿依存度這樣一個相對指標來衡量，會發現中國經濟交往國際化的程度遠遠低於香港和新加坡（見表5）。

第三，中國金融體系的開放度還不夠。這表現在兩方面：一是對外的開放度。根據中國加入世界貿易組織（WTO）的承諾，2006年底將允許外資銀行自由經營人民幣等業務。最近幾年，外資銀行、各類金融服務公司紛紛藉此良機，在中國搶灘設點，擴大業務範圍，中國金融的對外開放度有了一定程度的提高。截至2005年10月底，共有138家在華外資銀行獲准經營人民幣業務，41家獲准從事衍生產品交易業務，5家外國銀行分行獲准開辦合格的境外機構投資者（QFII）託管業務。18家境外金融機構入股16家中資銀行，投資總額接近130億美元。以外資銀行比較看好的上海市為例，2005年度，在滬14家外資銀行中，累計申請人民幣營運資金增資額達21.48億元，經銀監會批准實際增資額為14.24億元，為個人業務的全面開放做好了準備。截至2005年12月底，在滬外資銀行的資產總額為484.33億美元，比上年同期增長25.87%，增幅大於上年同期10.65個百分點；實現稅前利潤25,523.94萬美元，比上年同期增長56.37%；表內授信不良資產餘額1.61億美元，與上年末持平，不良資產率0.58%，較上年末下降0.23個百分點。截至2005年12月底，在滬外資銀行營業性機構網點共計84家，全年累計增加16家營業性分支機構，外資銀行及非銀行金融機構（不含外資保險公司

表1：商品進口額，1999-2003（10億美元）

	1999	2000	2001	2002	2003
美國	1059.4	1259.3	1179.2	1200.2	1303.1
德國	474.0	497.2	486.1	490.3	604.6
英國	324.9	343.8	333.0	346.3	392.0
中國	165.7	225.1	243.6	295.2	412.8
香港	180.7	214.0	202.0	208.0	233.2
再出口	28.7	34.9	31.2	24.4	24.1
日本	310.0	379.5	349.1	337.2	382.9
新加坡	111.1	134.5	116.0	116.4	127.9
再出口	65.1	75.4	60.4	58.1	63.5

資料來源：世界貿易組織《國際貿易統計2005》（<http://www.wto.org>）。

表2：商品出口額，1999-2003（10億美元）

	1999	2000	2001	2002	2003
美國	695.8	781.9	729.1	693.1	724.8
德國	543.5	551.8	571.7	615.8	751.6
英國	272.2	285.4	272.7	280.2	305.6
中國	194.9	249.2	266.1	325.6	438.2
香港	174.4	202.7	191.1	201.9	228.7
日本	417.6	479.2	403.5	416.7	471.8
新加坡	114.7	137.8	121.8	125.2	144.2

資料來源：世界貿易組織《國際貿易統計2005》（<http://www.wto.org>）。

和證券公司，包含4家總代表處）代表處共計100家（中國資訊行高校財經數據庫，<http://www.bjinfobank.com>）。

但是，直到近期，中國的資本項目依舊沒有開放，而資本項目的開放與否，是衡量一國金融對外開放度的最重要的指標之一。正如我們在上文的分析指出，在一個資本項目不開放、

表3：FDI流入量，2000-2004（百萬美元）

	2000	2001	2002	2003	2004
美國	314007	159461	71331	56834	95859
德國	198276	26414	50516	27265	-38557
英國	118764	52623	24029	20298	78399
日本	8323	6241	9239	6324	7816
中國	40715	46878	52743	53505	60630
香港	61924	23777	9682	13624	34035
新加坡	16485	14122	5822	9331	16060

資料來源：聯合國貿易與發展委員會 (<http://www.unctad.org>)。

表4：FDI流出量，2000-2004（百萬美元）

	2000	2001	2002	2003	2004
美國	142626	124873	134946	119406	229294
德國	56557	39684	15171	-3570	-7267
英國	233371	58855	50300	66457	65391
日本	31558	38333	32281	28800	30951
中國	916	6885	2518	-152	1805
香港	59352	11345	17463	5492	39753
新加坡	5085	22711	4095	3705	10667

資料來源：聯合國貿易與發展委員會 (<http://www.unctad.org>)。

表5：外資依存度，1999-2003（%）

	1999	2000	2001	2002	2003
德國	55.9579	56.0879	56.0828	58.5405	71.5209
中國	36.0351	43.8866	43.8716	49.3392	61.8801
香港	236.6544	251.9956	236.6362	242.0431	264.4415
新加坡	270.0634	297.6607	265.5500	261.9254	287.8002

資料來源：根據世界銀行世界發展指標相關數據計算。

貨幣不可自由兌換的地方，即使有再多的金融機構集聚，也難以產生國際級或區域性的金融中心。

二是對內的開放度也不夠。至今，民間部門基本上還不能自由進入金融體系，金融系統仍然處於高度的管制下，民間企業、私人企業很難進入正規的融資系統裏獲得他們發展急需的資金，只好求助於游離於國家金融體系以外的民間融資。據人民銀行2004年的調查報告，目前中國一些地方的民間融資規模已佔當地GDP的8.88%-10.53%，貸款餘額的12.37%-14.66%，存款餘額的6.92%-8.2%。迅速發展的民間融資，在緩解民間私人企業資金需求的同時，亦反映出中國國內的金融壓抑的特徵：對利率實行管制；實行選擇性的信貸政策，把有限的資金引向政府所偏好的部門和產業，而這些為政府偏好的企業和項目，通常是一些享有特權的國有企業和具有官方背景的私有企業；對金融機構實施嚴格的控制，導致國內金融機構效率低下，經營模式單一，運營成本昂貴。

第四，伴隨著不高的開放度，是中國金融市場化的程度較低。美國傳統基金會（The Heritage Foundation）發布的「經濟自由指數」（Index of Economic Freedom）表明，2006年，世界上最自由、市場化程度最高、開放度最高的地區是香港，新加坡居次，其他國際金融中心城市所在國的排名亦在前列，中國居世界第111位（表6），與尚比亞同分。如此低的市場化、自由化程度，說明中國管制較強，不利於建設國際金融中心。

過多的行政干預產生兩個問題：一個是市場信用的缺失。我們可以從一個角度來觀察投資者眼中的市場信用度。進入中國內地的外國投資者基本採用直接投資的方式，為什麼很少採取金融投資的方式？除了金融開放度不足，關鍵就是信用度不夠。因為，直接投資含有無形資產，如專利、商標等，當市場信用度不高時，直接投資受到的衝擊有限；但金融投資則可能化為烏有，使投資者流入的金融資產蒙受巨大的損失。當金融資產的投資受阻時，產生國際級或區域性的金融中心便很困難。另一個問題是金融資源的配置效率很低。當市場中行政干

表6：傳統基金會2006年經濟自由指數

綜合排名	國家/地區	總評	貿易制度	財政負擔	政府干預	貨幣政策	FDI 進入	銀行與金融	工資與物價	產權保護	管制	市場訊息化
1	香港	1.28	1.0	1.8	1.5	1.0	1.0	1.0	2.0	1.0	1.0	1.5
2	新加坡	1.56	1.0	2.1	3.5	1.0	1.0	2.0	2.0	1.0	1.0	1.0
5	英國	1.74	2.0	3.9	2.5	1.0	1.0	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0
9	美國	1.84	2.0	3.9	2.0	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0	2.0	1.5
19	德國	1.96	2.0	3.1	2.0	1.0	1.0	3.0	2.0	1.0	3.0	1.5
27	日本	2.26	2.0	3.6	2.0	1.0	2.0	3.0	2.0	2.0	3.0	2.0
111	中國	3.34	3.0	3.9	3.0	1.0	4.0	4.0	3.0	4.0	4.0	3.5

注：指權按公開的標準以5分制打分，分數從1到5，1代表市場化程度最高，5代表市場化程度最低。市場化程度愈高，愈有利於金融中心的建設。

資料來源：傳統基金會2006年經濟自由指數 (<http://www.heritage.org/research/features/index/indexoffreedom.cfm>)。

預頻頻出現時，金融中心不可能充分發揮配置稀缺金融資產的基本功能，套用一句政治學的用語，即它的「合法性」將出現問題。

第五，跟現有的國際金融中心相比，中國的金融聚集度不足（表7）。2004年，英國共有銀行691家，資產規模達到45,510億英鎊，其中外國銀行有277家，資產規模佔52%（英國銀行家聯合會，<http://www.bba.org.uk>）。紐約、東京等地金融業也是高度聚集，它們都是當今世界上重要的銀行業中心、保險業中心和證券交易中心。中國金融機構的分布則相對較散，主要分布在上海、北京、廣州、深圳等地（表8）。同時，中國內地有兩個證券交易所、三個期貨交易所，相互之間存在同質競爭現象，導致中國的金融市場力量分散，難以形成與國際金融中心相抗衡的規模。

表7：香港、新加坡和上海的金融聚集度，2003

國家/地區	本國銀行	外國銀行	保險公司	證券機構	基金管理公司
香港	5	126	191	639	47
新加坡	5	105	144	81	91
上海	22	54	22	19	14

注：新加坡數據除證券機構外，均為2004年數據。

資料來源：《上海統計年鑒》及香港、新加坡政府統計網站。

表8：北京、上海和廣州的金融市場力量，2003

	銀行網點	證券營業部	保費收入(億元)
北京	3211	162	282.5
上海	2988	463	291.7
廣州	2403	116	117.3

資料來源：《北京統計年鑒》、《上海統計年鑒》、《廣州統計年鑒》、《中國保險年鑒》、《首都金融網》、《上海金融網》。

構建金融中心城市的路徑

基於以上的分析，我們就需要認真思考和討論「如何在中國內地構建一個區域性的金融中心」，或「將來構建國際級金融中心的路徑選擇」等問題。眾所周知，中國有13億人口，中國的經濟在高速增長，中國的金融活動與其產業活動已嚴重脫節，確立構建國際金融中心的目標是一個合適的選擇。為了構建這樣的金融中心，從中國目前的實際情況出發，我們至少需要在以下幾方面努力。

第一，保持中國經濟的可持續增長。經驗表明，國際金融中心所在國的經濟總量都很大（表9）。沒有總量的增長，就不會有足夠的金融流量來支持一國產生一個區域性的金融中心城市。但令我們擔憂的是，中國經濟增長正在出現減速或向低點收斂的趨勢，這可能和最近一些不當的行政干預有關。因此，我們必須找到一條健康的、可持續的經濟增長路徑，維持一定的經濟總量，然後在強大的經濟增長基礎上來逐步構建一個國際金融中心。

第二，需要對金融體系進行對內和對外的雙重改革。這裏涉及改革的次序問題。興起於1980年代中期的排序理論認為，當一個經濟體從扭曲狀態，轉型到最優的政策框架時，理論上最好的做法，是同時實行全面的改革。可是，在現實中，由於存在一系列複雜的因素，世界是不完善的，所以這種理論上最理想的做法，事實上沒有可能實現。在這種情況下，基於現實世界不完善的次優定理，可以為排序理論提供重要的理論依據。按次優理論，某一經濟體雖然在進行改革，但如在其改革過程中，由於某種原因，某些扭曲仍然存在，則於此時同時實行所有的改革，便不再是最優的選擇，這便是有名的一般次優定理。根據次優定理，這時，逐步和分別地進行經濟改革，才是適當的選擇。麥金農（1997）指出，「為實現非通貨膨脹的金融均衡，財政、貨幣與外匯政策的排列順序至關重要。政府不能或許也不應該同時採取全部的自由化措施；相反，經濟的

表9：世界各主要國際金融中心所在國（地區）的經濟總量，2004

	美國	英國	新加坡	日本	香港	德國	中國
GDP(當前美元價格， 百萬美元)	11711830	2124385	106818	4622771	163005	2740551	1931710
GDP年增長率(%)	4.2	3.1	8.4	2.7	8.1	1.6	10.1
人均GNI，Atlas方法 (當前美元價格，美元)	41440	33630	24760	37050	26660	30690	1500

資料來源：世界銀行網站 (<http://www.worldbank.org>)。

自由化有一個最佳的順序。」根據他的分析，從一個壓制國內外貿易的中央集權化經濟，過渡到一個完全市場化經濟，金融政策的最佳順序應該是：先對內進行改革，而解除對資本流動的管制，應在國內金融體系自由化之後才進行。如果對內不改革，便匆忙地去開放資本項目，就有招致金融危機的可能。

對內改革要解決的關鍵問題是企業、金融機構和政府這三者之間的關係。現在，這三者的關係沒有處理好，導致金融系統市場化、自由化的發展進程受到嚴重的阻礙。所以，儘管我們所討論的，表面上看來是創建國際金融中心地位的問題，其實，背後是一個深層次的制度和體制改革的問題。事實已經表明，假如沒有中國體制改革的深化，要想在內地創建一個比較健康的金融體系並不可能，更遑論建立一個國際級的區域性金融中心。因此，在建設國際金融中心的過程中，我們面對的首要任務就是，改革企業制度，轉變政府職能，然後，再在此基礎上改革金融系統。

對內金融改革的一個必經之路是利率市場化。1996年，同業拆借市場和國債市場利率基本實現了市場化，但是對利率體系中重要的存貸款利率卻一直實行管制，阻礙了國內銀行業的競爭和中國的金融開放。一般來說，成功的利率市場化與以下因素有關：一個相對穩定的宏觀經濟環境；市場化之前，利率結構不存在嚴重的扭曲；銀行業存在充分的競爭，銀行業的財務狀況較好；有活躍和功能完善的貨幣市場和支付體系；貨幣政策工具能夠靈活和有效地影響銀行籌資的邊際成本；具有充分有力的監管政策和工具（Leite and Sundararajan, 1990）。在上述條件尚未完全具備的情況下，中國的利率市場化改革只能採取漸進的方式，一個可行的路徑是：首先，根據宏觀經濟狀況調整利率結構，使之逐漸趨於合理，取消優惠貸款利率，簡化利率的品種、檔次，並使各種利率之間保持合理的關係；其次，根據配套改革措施的實施進度和效果，逐步擴大存貸款利率的浮動範圍，並保證存貸款利率間的合理利差；最後，完全放開利率管制，實現利率的市場化。

對外改革的目標就是開放資本項目，這裏，也有個次序問題。首先，應該分階段、分步驟地放開對外資銀行和外國資本進入國內金融市場的管制。基於證券市場的不完善，中國證券市場的對外資開放也應該有一個漸進性的安排。作為金融開放的最後一步，逐步取消對資本流出的管制，實現人民幣自由兌換，自由流動。

最後一點，是關於中國創建金融中心的層級和區位選擇的問題。一般認為，金融中心可以分為三個層級：最低層級是一國國內的金融中心，其服務範圍、輻射半徑在一國之內；高一層級是區域性的金融中心，它成為特定地區（跨越國界）金融交易、服務的中心；最高層級的金融中心是國際金融中心，其覆蓋範圍、服務功能面向全球。

香港是一個區域性金融中心，其優勢在於能夠為國際資本交易提供一個自由、安全、方便、靈活的場所，其開放程度遠遠超過東京和新加坡。1997年亞洲金融危機之後，香港進入了艱難的調整期。一方面，它面對新加坡的競爭，比如，1999年新加坡政府公布了新一輪的金融自由化方案，放寬金融業的外資准入標準，開放銀行批發業務，已吸引了更多的外資銀行將新加坡作為亞太區總部；另一方面，中國加入WTO後，香港作為中國轉口貿易中心的傳統地位有所下降（見表1），香港面臨經濟結構的轉型。此外，正如上文分析，港幣並非國際經濟的本位貨幣，它雖然可以自由兌換，但流通範圍有限，從某種意義上說，香港只可以看作倫敦在海外的延伸。此等因素決定了自由的香港只能是一個區域性的國際金融中心，而不是國際金融中心。

國際的經驗和我們的研究均顯示，中國是一個發展中國家，金融的發展程度、開放度不夠，金融集聚的規模也很有限，再加上政府對金融領域較強的監管，至少在目前，中國沒有能力在內地創建一個國際級的金融中心，現實的目標應該是在內地再造一個類似於香港的區域性金融中心，為整個中國市場服務。

在明確了目標後，便到了建設區域性金融中心的區位選擇問題。根據我們現在看到的情況分析，中國建設區域性金融中心的區位應該是上海。

上海具有地理區位優勢，地處長江的出海口，航運交通十分便利，加上背靠江浙等沿海發達地區，有廣闊的腹地，具備匯聚全國商賈，並輻射全國的優越條件。上海是中國近代銀行業的發祥地，1847年，英國的麗如銀行率先在上海設立機構，到1850年代有4家英資銀行在滬開設分支行，1860年代初又出現了5家外資銀行，此後，外資銀行數目不斷增長。1920年代，西方列強忙於第一次世界大戰，上海獲得穩步發展。由於地靠當時的政治中心，國民黨政府在此建立了壟斷性的金融體系，使上海的輻射力大大加強。到了1930年代，上海的黃金市場交易量僅次於倫敦和紐約；外匯市場由於匯豐等銀行的巨大吞吐，成交量亦不斷增加，超過香港和孟買。可以說，1920、1930年代的上海，就已經是遠東地區的一個國際級的金融中心。

再從當前的情況來看，上海的金融相對發達，截至2005年底，上海市銀行業金融機構本外幣資產總額突破三萬億元人民幣，共有各級各類銀行業持證金融機構近3,000家，其中外資銀行營業性機構87家。上海已初步形成了一個由證券市場、外匯市場、期貨市場、黃金市場、產權交易市場等構成的比較健全的全國性金融要素交易中心（表10）。就制度與文化而言，無論是人才的規模集聚，還是對制度的理解，上海都優於內地其他區域。而且，上海歷來是內外經濟接軌的一個非常重要的樞紐，與其他地方比較，上海周邊是一個非常巨大的流域經濟，它不僅是太湖流域經濟，而且是長江流域經濟。現代交通的發展，使上海可以一直延伸到中西部的武漢和重慶這些地區，把大半個中國帶動起來。2005年8月10日，中國人民銀行上海總部正式揭牌，也給上海國際級金融中心的建設帶來了利好消息。

從國際經驗來看，全世界的國際金融中心通常都不在首都。歷史的、全球的經驗都表明，首都通常都有所謂首都經濟問題，比如，很高的尋租成本等。所以，首都通常並非發展、

表10：上海各要素市場成交概況，2003-2004（億元）

	2003	2004
證券交易所	82782.69	76717.44
期貨交易所	60539.91	84326.42
銀行間同業拆借與 債券市場	172165.23	133964.21
銀行間外匯市場	12509.11	17302.32
黃金市場	490.98	796.21
鑽石市場	22.93	30.46
累計成交總額	328510.85	313137.06

資料來源：根據各交易所網站數據匯總。

構建一個國際性或區域性金融中心的最佳選擇。金融活動是高度市場化的，一定要放在市場環境最優越的地方，才能創建一個國際級的金融中心。

綜上所述，我們以世界的視野考察國際金融中心確立所需的條件，認為一個地理位置優越，擁有世界本位貨幣，開放、發達的經濟體最容易成為國際金融中心。審視中國的現狀，發現中國具有發展中國家的二元結構特徵，金融活動受政府管制較強，市場化、國際化不高，金融集聚不足，因而構建一個國際金融中心困難重重。為了實現構建金融中心城市的目标，中國經濟必須保持可持續增長，金融業逐步實行對內改革，對外開放，以期實現人民幣的可自由兌換。香港以其高度的自由化、國際化，成為一個區域性的金融中心，中國應當把上海創建成為一個新的區域性金融中心，為中國的金融市場服務。

參考書目

麥金農·羅納德（周庭煜、尹翔碩、陳中亞譯）。1997。《經濟市場化的次序：向市場經濟過渡時期的金融控制》。上海：上海三聯書店。

Ashton, T. S. 1977. *The Industrial Revolution 1760-1830*. London: Oxford University Press.

Bonner, William T. 1924. *New York: The World's Metropolis*. New York: R. L. Polk.

Clapham, John H. 1930. *An Economic History of Modern Britain: The Early Railway Age, 1820-1850* (2nd ed.). Cambridge: Cambridge University Press.

Lane, Peter. 1978. *The Industrial Revolution: The Birth of the Modern Age*. London : Weidenfeld and Nicolson.

Leite, Sérgio Pereira and V. Sundararajan. 1990. "Issues in Interest Rate Management and Liberalization." IMF Working Paper No. 90/12.