

国家开发银行金融研究中心



二零一二年四月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

沪港作为世界金融中心

刘遵义¹

2012年4月

大纲

1. 引言
2. 当前的经济环境
3. 上海和香港的互补性
4. 分工、专门化与协作
5. 需要做什么？
6. 迈向资本项目的可兑换
7. 结语

¹ 香港中文大学蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授与斯坦福大学李国鼎经济发展荣休讲座教授。本文原为作者于 2012 年 4 月 11 日在上海复旦大学名誉经济学博士学位颁授典礼上之演讲词。本文仅代表作者个人意见，并不代表作者所属各机构的观点。

1. 引言

世界金融中心的定义

何谓世界金融中心？世界金融中心是：

(一) 来自全球的企业和企业家，通过股权资本、债务或者其他所有介于这两者之间的形式，筹集资金的地方；和

(二) 来自全球的机构和个人投资者，进行投资、买卖和持有证券以及其他金融工具，并且对冲金融风险的地方。

换句话说，世界金融中心是全球资本（金融资产）需求与供给聚集的首选之地。

资本需求将冲向预期资本供给最大而且最易获得的地方。资本供给将冲向预期回报率最高，也就是资本需求最大的地方，也就是预期企业和企业家筹资的首选之地。一个大规模的资本市场，会提供给资本需求者和供给者最多的选择，同时也会将投资者的资本回报率最大化，并且将资本使用者的资本成本最小化。在今天，由于讯息与通讯技术的进步，资本市场的规模报酬效应也变得越来越来大。资本的需求和供给，将优先冲向预期规模最大的资本市场。这种预期具有自我实现性，并且一旦形成之后，很难轻易改变。

香港和上海，各凭自己本身的条件，已分别成为中国的国际金融中心。但是，如以下两图所示，上海或者香港本身，暂时都不足以独自成为世界的金融中心。不论上海还是香港的证券交易所，都比伦敦和东京证券交易所的规模要小(见图 1)，尽管它们都比东亚其他的证券交易所要大(见图 2)。上海和香港证券交易所都尚不具备吸引全球资本需求与供给的必要规模。

图 1: 部分证券交易所年末总市值

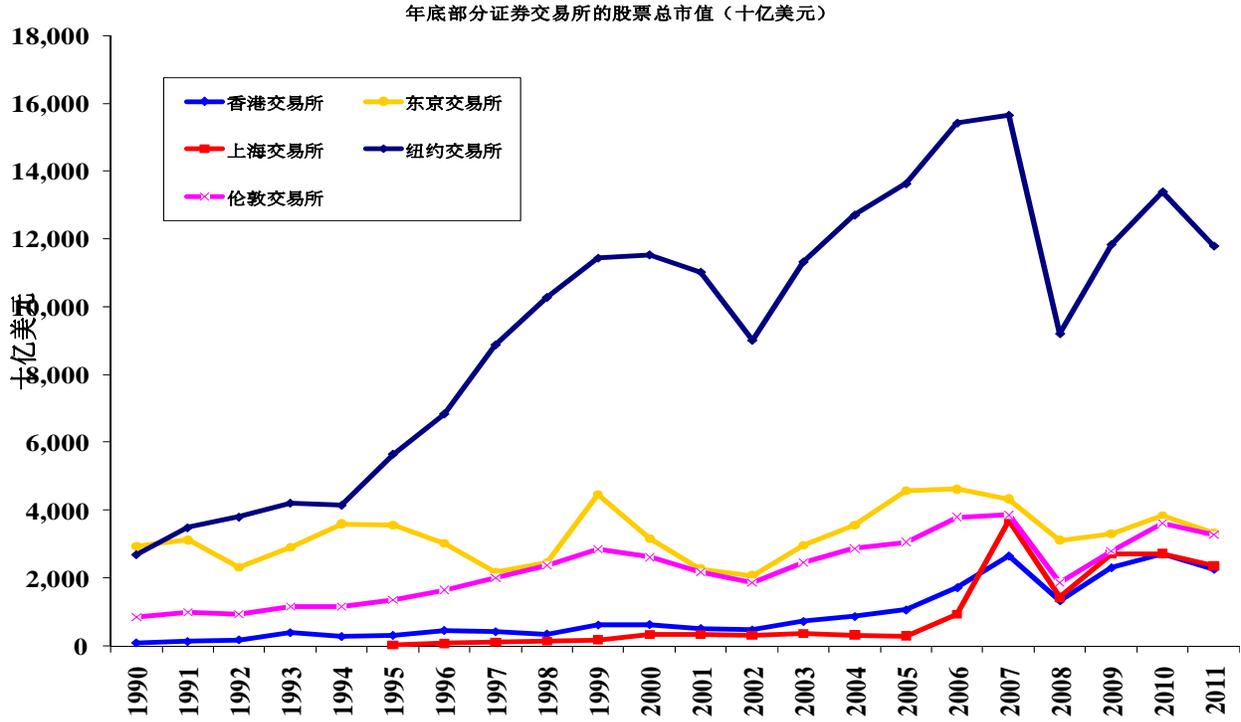
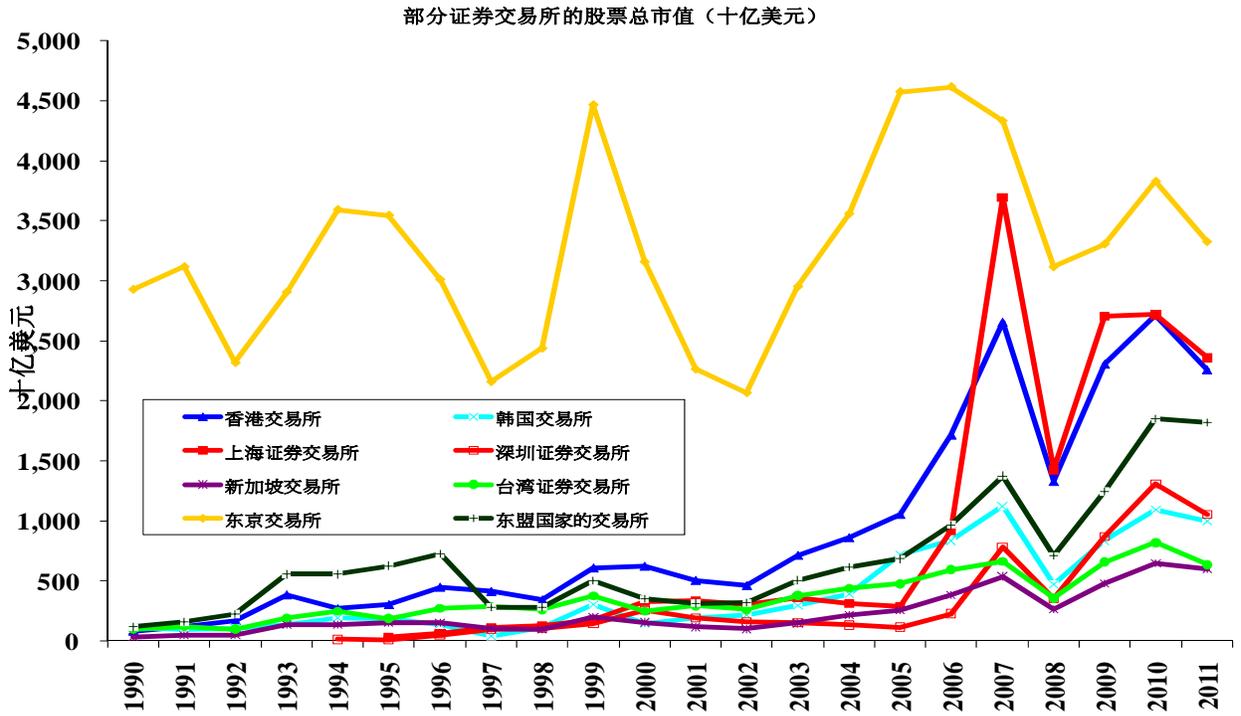
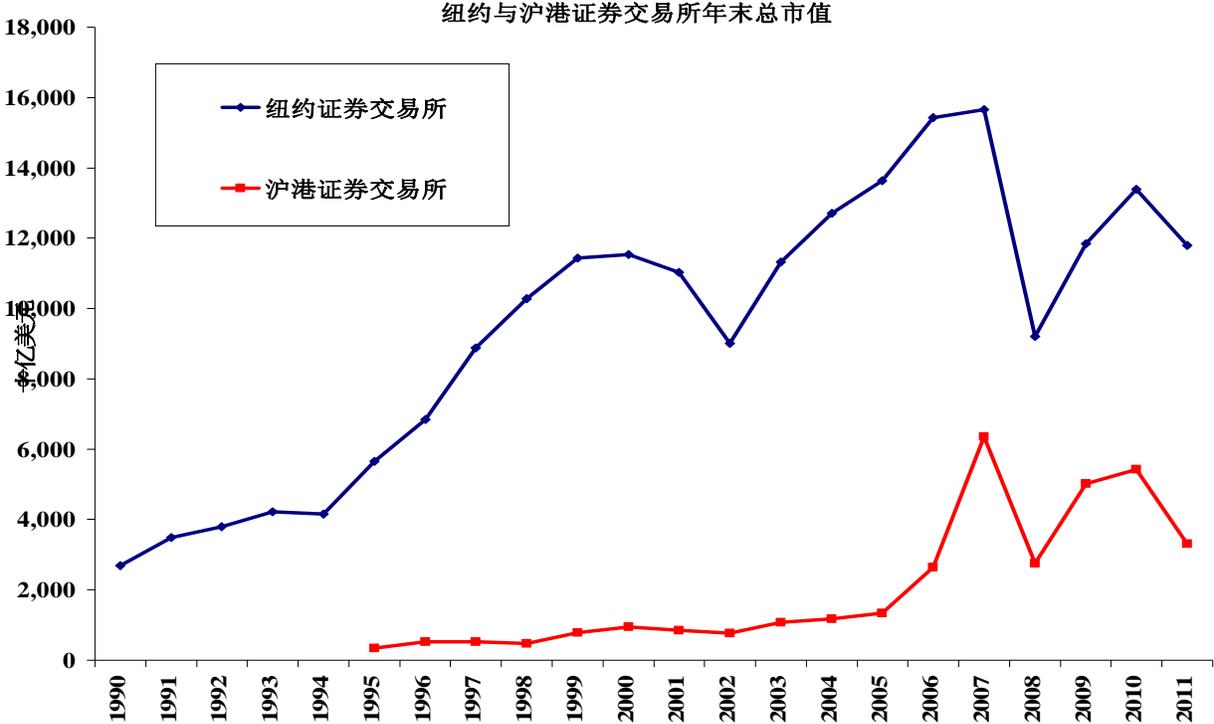


图 2: 部分东亚证券交易所年末总市值



但是上海和香港证券交易所两者结合起来，会比东京和伦敦证券交易所都大，仅次于纽约证券交易所(见图 3)。那么，认识到资本的需求与供给很可能率先冲向预期最大的资本市场，沪港交易所最终超越纽约交易所的可能性，将比这两个交易所各自超越纽约交易所的可能性更大，而且更为现实。

图 3: 纽约与沪港证券交易所年末总市值



如果一个资本市场要有机会成为世界第一大市场，首先就必须有大多数人都预期它会成为世界第一大市场。所以，上海和香港不应当为成为中国的国际金融中心而互相竞争，而应当共同合作，以达到沪港成为“世界金融中心”的双赢局面。它们可以超越地理空间的距离，利用发达的讯息与通讯技术，打造一个虚拟的统一的国际金融中心。这会是世界的首创。

这两个相距差不多 1000 英里（974 英里或 1,568 公里）的城市，能够联手成为“世界金融中心”吗？虽然两个城市之间的地理距离不能改变，但是两者的网络距离（cyber-distance）、文化距离和心理距离是可以明显缩短的。通过网络，这两个证券交易所可以

虚拟地联系在一起，在一个城市开始进行的交易，可以即时在另一个城市完成，反之亦然。随着电讯的发展与进步，通过利用专用主干线（dedicated trunk lines），两个城市之间的电话可以变成本地电话；如有需要，双方能够互相看见对方。通过视频和电话会议的设施，两地便能合二为一，成为一个合体。实际上，沪港之间的联系，跟浦东与浦西之间的联系，或香港与九龙之间的联系，可以做到毫无任何分别。

有很多上海人和他们的后代居住在香港——有一些是 60 多年前就来到香港定居的。同样，目前也有很多香港人长期居住在上海。在 1949 年以前，上海是全中国最国际化的城市，甚至比香港更国际化。而香港目前是亚洲的世界城市。因此，在这两个城市之间，架起文化和心理的沟通桥梁，困难不会太大。

即使是整合后的沪港证券交易所，其市值仍仅为纽约证券交易所市值的约 40%(见表 1)。所以，沪港要成为“世界金融中心”，仍需要一番努力。上海和香港必须充分利用各自独特的优势。

表 1: 2010 和 2011 年底纽约与沪港证券市场市值

2010和2011年底纽约与沪港证券市场市值（万亿美元）			
		2010	2011
纽约证券市场		13.4	11.8
沪港证券市场		5.4	4.6

沪港证券交易所的优势，是它们的新股发行额。自 2006 年开始，它们的新股发行额，每年（除了雷曼兄弟倒闭的 2008 年）都超过纽约证券交易所(见图 4)。同样，沪港交易所总市值的年均增长率，也已经显著地超过了纽约交易所(见图 5)。

图 4: 每年纽约和沪港证券交易所的新股发行额

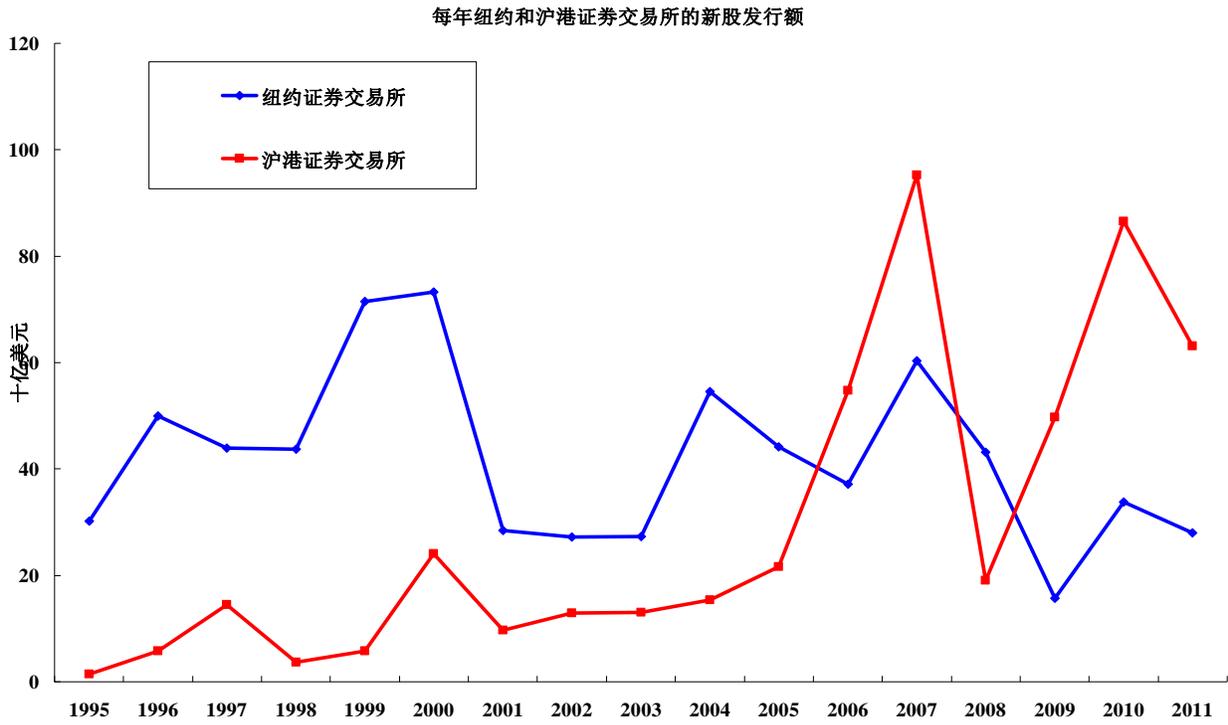
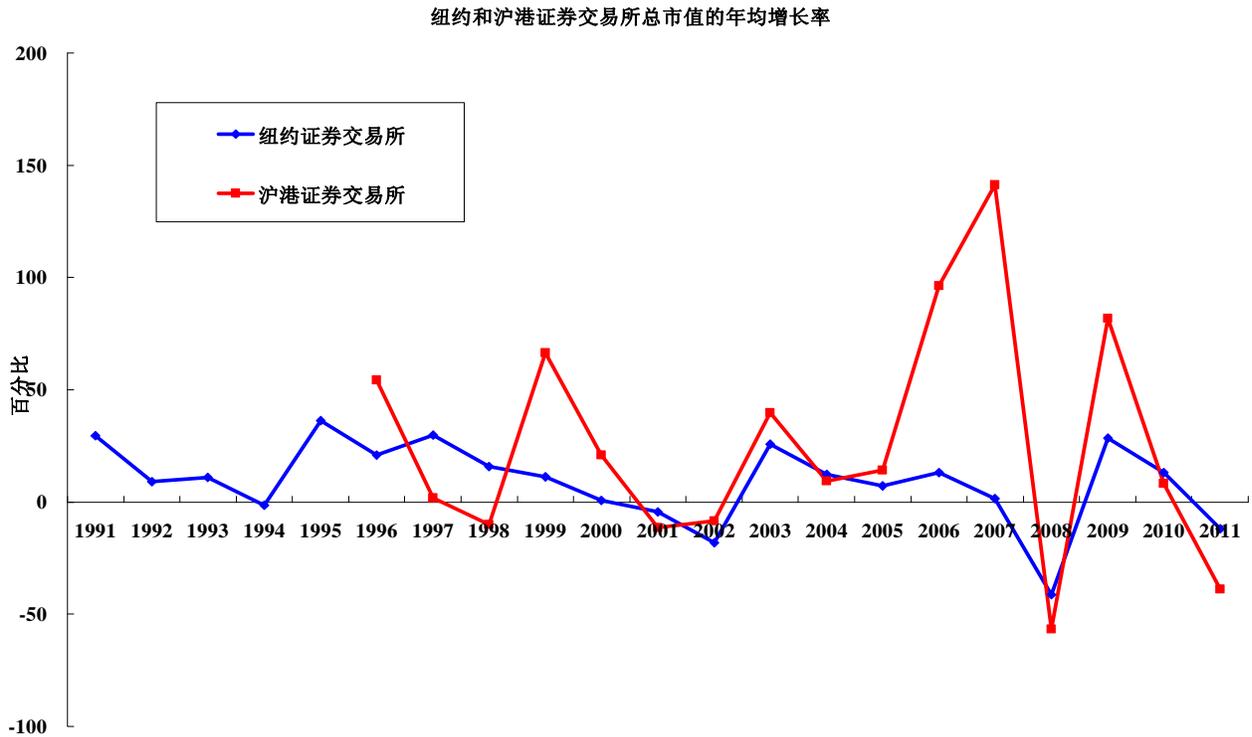


图 5: 纽约和沪港证券交易所总市值的年均增长率



2. 当前的经济环境

中国的储蓄率在世界上是首屈一指的，不时地达到 50%(见图 6)，比中国内地的高投资率还要高(见图 7)。所以中国内地，是储蓄盈余的主要来源地，世界其他地区可以利用这些储蓄盈余。以中国内地的高储蓄率做后盾，沪港的资本供给将会非常充足。相比之下，西方发达国家则资本短缺，这是由于它们相对较低的储蓄率，经济的萧条，巨额的国债，以及金融机构去杠杆化（de-leveraging）的需要。

图 6: 部分亚洲经济体的储蓄率（1952 年至今）

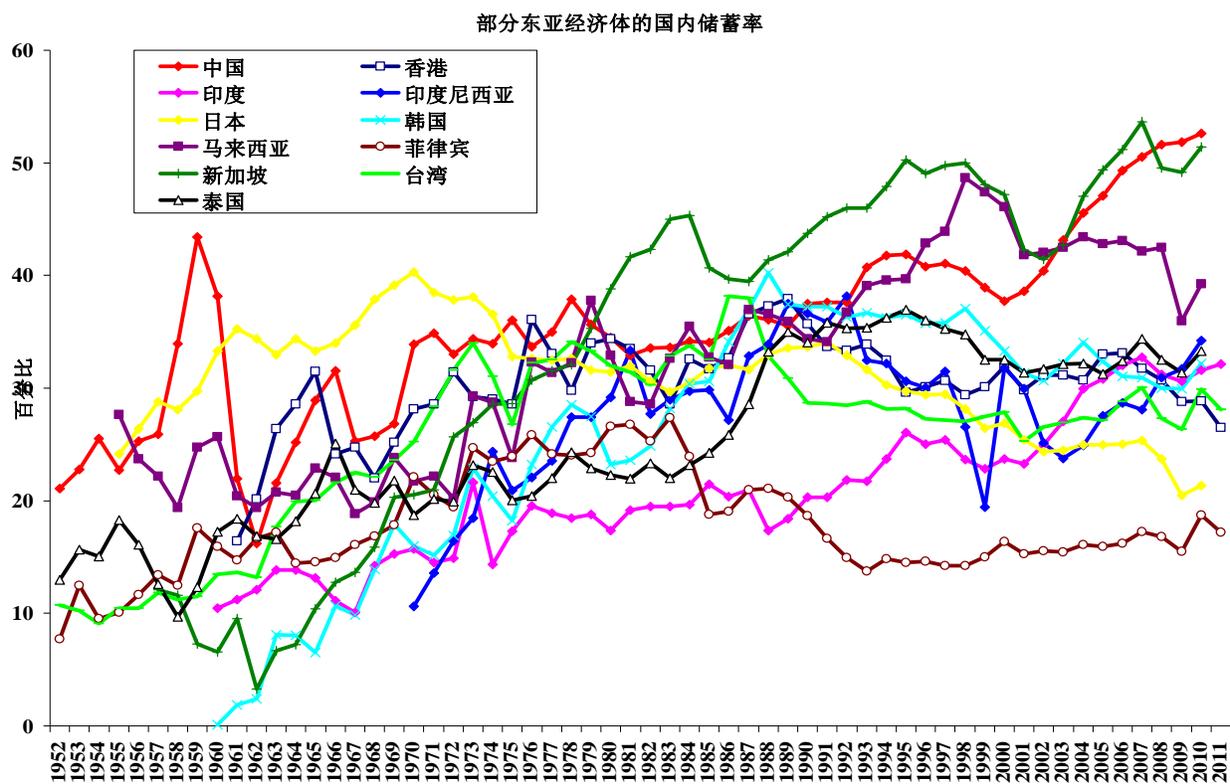
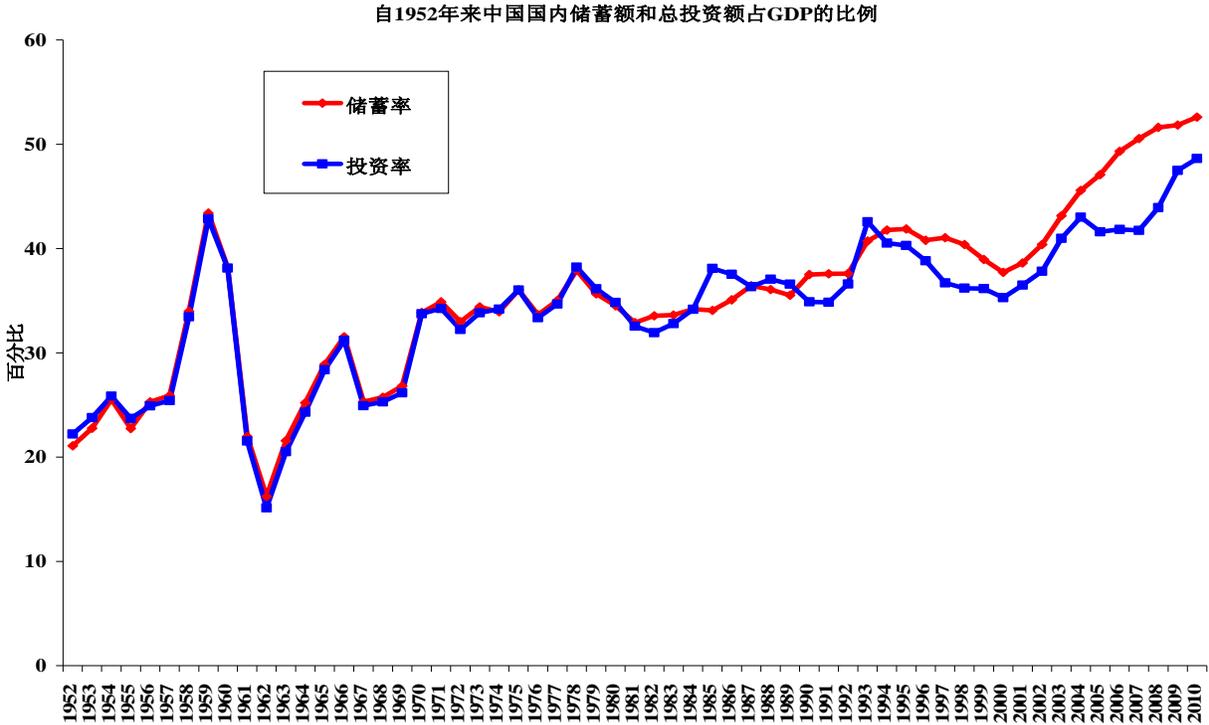


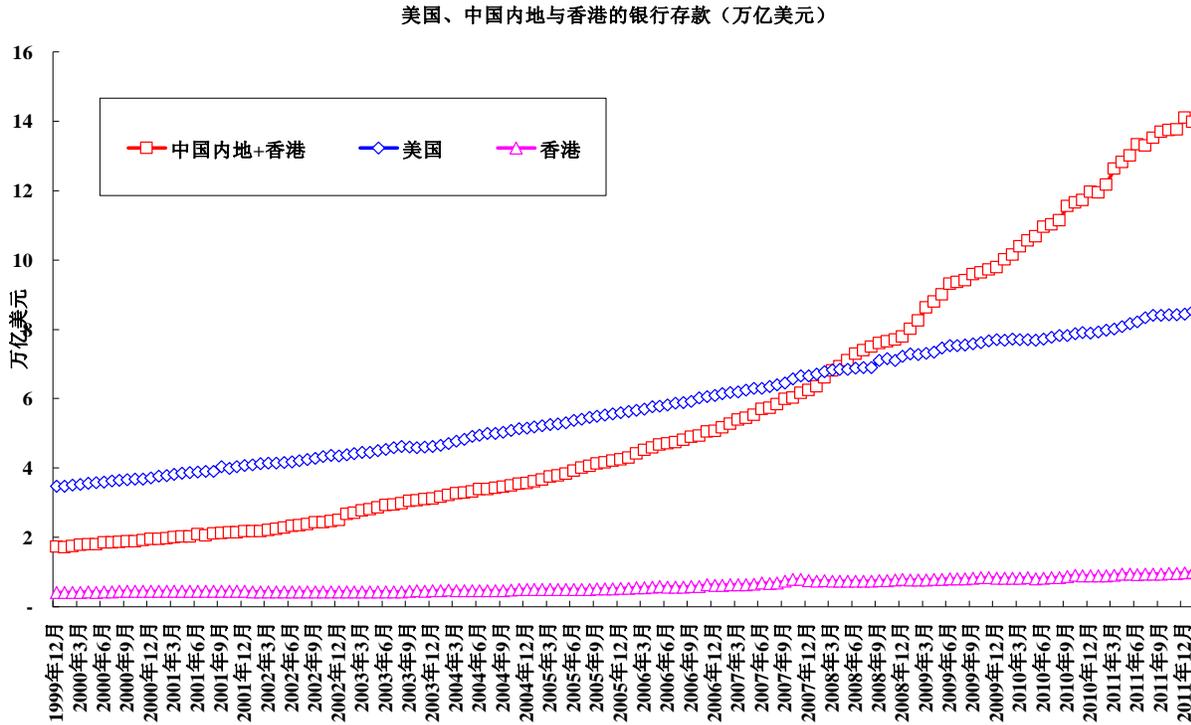
图 7: 中国国民储蓄以及国内总投资占 GDP 的比例



中国企业，不论是国有企业还是民办企业，目前都希望资产与业务多元化，也都希望投资海外。同样地，由于在国内的金融投资工具选择有限，中国内地投资者目前也希望有机会走出去，使他们的投资组合地区多元化。全球直接和证券投资者都希望投资到亚洲快速成长的经济体，尤其是中国和印度，沪港则是一个理想的进入口。

在过去十年里，中国内地居民的金融资产快速增长。例如，中国内地的银行存款，目前已高达 13 万亿美元，相比之下，美国的银行存款是 8.4 万亿美元，而香港则不到 1 万亿美元(见图 8)。沪港市场可以得到中国储蓄者雄厚财力 (deep pockets) 的支撑，它潜在的经常资本供给量可能会超过美国。

图 8: 美国、中国内地与香港的银行存款



中国民办企业的融资，将会更多地依靠国内外的资本市场，而不是向国有银行贷款。这种发展趋势，也为沪港提供了另一个潜在的、巨大的、而且不断增长的资本需求。

出于充分的理由，中国现时仍将继续控制资本的流入与流出，而香港却没有任何资本流动的控制。虽然中国将很有可能放松对长期资本流入和流出的控制，但是至少在一段时期内，仍将继续控制短期资本流动，因为短期资本流动可能会扰乱外汇市场、造成人民币汇率不必要的波动，从而对实体经济造成负面的影响。因此，上海和香港携手合作，则能为中国资本市场带来很大的灵活性。短期资本流动可以途经香港，而长期资本流动则可以途经上海。

最后，与纽约相比，沪港会在监管方面有一些优势。萨班斯-奥克斯利法案（The Sarbanes-Oxley Act）对美国上市公司增加了很可观的营运成本，但却避免不了 2007-2009 年的全球金融危机。金融衍生产品，例如信贷违约掉期（credit default swaps），并没有

被欧美政府适当的监管。高速计算机化的证券交易也没有受管制。沪港则可以采用一些令资本市场更安全、公平、透明以及稳定的规章制度。

3. 上海和香港的互补性

上海与香港有很多相似之处—其共同点如下：

第一，两地都是活跃的国际金融中心。

第二，两地都是国际贸易和物流中心。

第三，两地都拥有世界级的研究型大学，例如上海的复旦大学和上海交通大学，香港的香港大学和香港中文大学。

第四，两地都拥有高教育水平的劳动力，而且都有国际化的传统。

第五，两地都有良好的创业环境。

第六，两地都处在同一时区(time zone)。

然而，上海与香港也有许多不同之处，这些不同点意味着沪港两地可以互补。

首先，由于内地居民储蓄率较高，上海拥有充裕的资本供给，而香港居民储蓄率较低，其 GDP 也仅是中国内地 GDP 的一个小份数。

第二，中国仍然继续控制资本的流入和流出，人民币也尚未实现资本账户下的自由可兑换。人民币现时实行有管理的浮动汇率制度。香港具有可完全兑换而且稳定的货币，紧盯住美元，资本可以完全自由流动，而且香港拥有历史悠久、持续活跃的庞大外币市场。

第三，从地理上看，上海位于华东地区的中心位置，香港处于中国内地与东南亚国家的连接处。历史上，香港也充当过东南亚资本的安全港，尤其是在 20 世纪五六十年代。

第四，香港出入境方便，全球大多数国家和地区的居民，都可以豁免签证。香港学术氛围与讯息交流自由，较易开展可行性研究和谨慎性调查(due diligence)，有助于它成为资本使用者与提供者的活动交流中心。

第五，香港的企业所得税、个人所得税税率均较低，并且无银行利息税、资本增值税与现金股息税；而内地的累进企业所得税和个人所得税税率较高，也对银行利息、现金股息分红等征税。

第六，香港有运作良好、效率与透明度较高、公信力较强的司法制度，有便于合同强制执行与保险索偿仲裁。

第七，香港拥有在国际金融方面经验丰富的劳动力，上海也正迎头赶上。

4. 分工、专门化与协作

上海与香港应当如何分配职责，利用双方各自的专长，通过分工合作，共同在中国打造“世界金融中心”？

某些优质企业证券可在上海、香港两地同时挂牌交易。两地上市能扩大该企业证券的市场，提高交易总量，增加流动性，促成对该企业更有利的定价。两地同时挂牌后，境外投资者无需转移资本进出中国内地，便可以买卖内地企业的股票。它们可以在香港交易内地企业股票，也可以在上海交易相应股票的中国股权受益凭证（**Chinese depositary receipts (CDRs)**）；而国内投资者不仅可以交易境内企业股票，也可以交易在两地证券市场上市的境外企业股票。

两地上市的证券，将同时需要第一市场（主要上市地）和第二市场监管机构的批准。两地上市企业的监管（比如信息披露与公司治理），将由主要(第一)上市地的证券监管机构负责，而当地监管机构将负责落实当地市场行为规范，例如防止内幕交易 (**insider trading**)以及操纵股票市场行为。在第二市场上市的形式，可以是普通股票，或者是股权受益凭证 (**depository receipts**)。股权受益凭证的优点在于国内投资者买卖境外证券，可以用本国货币进行交易，而无需兑换外汇，因而避免影响外汇市场。在上海证券交易所的股票（包括股权受益凭证）可以用人民币进行交易，而在香港交易所的股票（也可包括股权受益凭证），原则上可用多种货币进行交易（港币、美元、人民币）。

上海证券交易所国际版（International Board）预期将在最近成立，吸引主要的境外上市公司（包括外国、香港、澳门，甚至台湾上市公司），在上海再次上市，以人民币进行交易。国际版的成立，将使外国企业（如波音、微软等）可以在中国内地发行以人民币计价的股票（中国股权受益凭证），从而募集资金，也为内地的机构、个人投资者，提供了更多的投资选择。境外企业也可在上海发行人民币面值的债券。以上形式在境内募集的人民币资金，可在中国国内使用，也可兑换成外汇电汇出境，在境外使用。

在上海上市的内地企业，亦可以香港股权受益凭证的形式，在香港发行股票，以人民币、港币或美元交易，这使境外的机构与个人投资者，可以投资内地企业而无需申请将资金转入境内，方便其随时进入或退出。内地企业以这种形式募集到的资金，可在境外直接使用（比如在国外直接投资），也可以兑换成人民币汇回国内使用。大家应当注意，发行股权受益凭证时，资本的流入或流出都是一次性的，并不会造成持续性的人民币汇兑市场的供给或需求。

第一市场中的证券经纪商可能会反对两地上市（以及在上海建立国际版），他们会（错误地）认为第二市场中的证券经纪商，抢走了原本应当属于它们的业务。他们并没有意识到，第二市场的建立，会扩大证券的潜在投资者范围，产生对证券的额外新需求，增加证券的流动性。假使第二市场上不会产生新的需求，那么根本也不会发行额外的新股份在第二市场上市。

第二市场中的投资者也可能会反对两地上市（以及在上海建立国际版），他们会（错误地）认为市场上对证券的总需求是固定的，增加新供给（两地利用各种形式上市的股票），只会导致市场平均价格水平的降低，令他们当前持有的投资贬值。他们没有意识到的是，新的证券供给，将会吸引新的投资者，从而扩大市场的总需求。

上海的国际版将负责吸引跨国企业在中国上市，而香港则可凭借其与美国(ASEAN)地区企业——尤其是当地华人企业——的长期密切关系，吸引该地区（包括文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南）的主要企业来港上

市。近期也有俄罗斯、意大利、蒙古的企业在香港上市，但是在吸引东南亚企业方面，香港有其独特的历史优势。

建立一个统一的东亚股票市场，使该地区所有主要企业的股票，都能以股权受益凭证的形式，在同一个地方交易，时机已然成熟。统一的东亚股票市场能更有效地利用该地区的储蓄，降低该地区企业的资金成本。香港不仅是这个股票交易所的理想之地，也是建立东亚统一债券市场、交易东亚各经济体发行的当地或国际货币债券的理想之地。对东亚企业与它们的投资者来说，资本的流动性与进入和退出的便利程度，比规模的考虑更为重要。在这点上，香港比上海较有优势。

风险投资(venture capital)资金的供给与其他融资性质不同，虽然其涉及金额一般并不大，但主要是在于评估这种项目，需要有专业与科技的知识，比较困难，同时风险投资的成功率也比较低。香港出入境较方便，资本可完全自由流动，讯息获取快速，因而更加适合作为大中华地区乃至整个东亚地区的风险投资中心。低税率是它另一个优势，而其司法制度更有助于对产权、尤其是知识产权的保护。风险投资极需要知识产权的保护。

目前，大中华地区和东亚地区已拥有充足的保险需求（包括意外伤害保险、财产保险、人寿保险）和足够能承担风险的资金，因此有条件考虑在大中华或东亚地区，建立一个保险—再保险中心，以减少对伦敦和苏黎世的依赖，降低东亚地区的保险净成本。上海与香港可以合作达成这一目标：香港可负责保险业务的运作，并利用其有效率、公正、可靠、可信与透明的司法制度，裁决保险索赔；而上海则可调动中国内地的风险资本来作为该区保险产业的后盾。（如果澳门赌场能有如此兴旺的生意，内地就必定有充足的风险资本供开发！）

长期跨境的直接或证券投资对投资国和被投资国都有利，但是往往会为汇率的波动与长期的不稳定性和不可预测性所阻碍。典型的直接投资一般为期超过五年以上，在此期间，汇率的变动可能会导致以被投资国货币计算是盈利，但以投资者母国货币计算则是净亏损的情况。一般来说，长期的货币对冲是很难做到的；超过 24 个月，对冲货币的市场

就变得非常小了。而且，这些对冲工具价格昂贵，并受制于交易对手风险(counter-party risk)。

在无对冲的情况下，投资者若需遵循“市值计价”规则（“mark-to-market” rule），以投资所在国货币计价的直接或证券投资的净值，在汇率波动较大时，该投资者以母国货币计价的收入、亏损以及资产负债表，会直接受到影响。而且，如果该投资项目的收入是以被投资国货币计价的话，更会产生潜在的资产和负债货币错配的问题。

降低汇率风险的一个办法，是让投资者借被投资国的货币，来进行在被投资国的直接或证券投资。（假定投资者也将获取被投资国货币的收益）。这样一来，资产和负债在货币上就匹配了。汇率的波动几乎对资产负债表不产生影响，被投资国货币相对于投资国货币升值或贬值，将同时提高或降低投资者在被投资国的资产和负债的价值。在这种安排下，按市值计算原则就不会对投资者以母国货币计算的收入、亏损以及资产负债表有太大的影响。上述情况的基本假设是，投资项目的收益，主要是以被投资国货币结算。（如果能以投资者本国货币结算，比如，通过出口回到投资者本国，就不会出现货币错配的情况。）

多数外国长期投资者并不是汇率专家，所以他们会欢迎这种自然的对冲形式，即是平衡被投资国货币计价的资产和负债。当然，外商直接投资项目可能会失败。所以，为了避免道德风险，要么就由直接投资者的母公司（如果它的债信好）担保贷款，要么就由直接投资者提供以投资国货币计算的同额保证金或其等同形式。需要注意的是，外国投资者迟早会使用被投资国货币贷款，来进行固定投资或有价证券投资，并用其作为以被投资国货币计价贷款的抵押品，从而释放部分或全部的保证金。然而，上海与香港必须合作，使这种以保证金为支撑的贷款方式得以运作，因为以投资者本国货币计价的保证金将留在境外，而贷款则留在内地。上述安排可适用于外国投资者对中国的境内投资和内地投资者的境外投资。在后一种情况下，人民币保证金将留在中国的银行，而外币贷款则由境外（香港）的银行提供。

上海与香港注定要在人民币国际化过程中扮演领导角色。两地已是中国的国际贸易和物流中心，随着人民币更加普遍地用于国际贸易结算，它们必将成为中国境内外的主要人民币金融中心。此外，人民币与其他货币（尤其是东亚国家货币）进行直接兑换，而不通过第三方国际储备货币（如美元），也将愈加普遍。上海与香港可以共同为这个区域内的每一种货币打造一个人民币统一外汇市场。人民币与外币直接兑换可以替中国和其所有贸易伙伴节省交易成本，同时也降低大家面临的汇率风险。

5. 需要做什么？

为更便于合作，上海与香港在市场行为规则上应尽可能保持一致，以防范投资者在两地上市的股票（和股权受益凭证）在交易上进行“市场选择” (market shopping)。若要使两地上市规则完全一致，困难重重，但是上海与香港证券监管机构基本都已同意在公司信息披露与治理上采用世界最佳的实际做法 (best practices)。

如果能使税收的法律与规章保持一致，两地市场将会更像一个统一市场，但是期待完全一致是不现实的。两地收入所得税税率不同，银行利息与现金股息税务的处理方式也不同，在一定时期内，这种状况不会改变。因此，两地仍需继续努力，使彼此之间的体系更趋合理，最终实现两地市场能做到单一价格。

在某些方面，可以而且已经采取了一些措施。比如，在香港上市但主要在内地运营的企业，已经开始扣留现金股息的内地所得税。通过证券账户的实名制（反洗钱法已要求实行该措施），可以辨别不同国家和地区的投资者，从而在必要时采用不同的税收办法处理。

中国已与差不多 100 个国家和地区签订双边税务协定，包括所有主要的国家，例如美国和澳大利亚，避免向有跨国收入的企业和个人双重征税。目前，香港也已与 20 多个国家和地区签订该种协议。香港如果要有效地为内地要走出去的投资者提供服务，就需要努力与尽可能多的国家和地区签订双边税务协定。

在中国内地完全取消资本流动（尤其是短期资本流动）控制之前，有必要授权给数家机构，作为套利专家 (arbitrage specialists)，以降低两地上市的股票在上海香港两地证券交易所之间、或两地与世界其他交易所之间的差价（溢价 (premium)与折价 (discount)）。这些机构将获得一定额度的人民币与外汇，来进行套利交易，而交易所得的任何净利润，将归还给两地的证券交易所。同一股票在不同交易所持续的价格差异，表明其供需存在根本上的不平衡，应及时调查其成因，在可能条件下，采取补救措施。

最后，上海与香港之间应达成协议，在两地政府授权的金融机构之间，人民币与外汇结余，都可以在两地之间自由转移，无须再经过国家外汇管理局或香港金融管理局批准。

6. 迈向资本项目的可兑换

即使资本账户下的人民币可以完全自由兑换，上海和香港的合作将会继续造福于两个城市。他们将会共同负责维护一个统一市场，使全球所有的货币，都能与人民币自由直接兑换，从而决定每天的汇率。

自 1994 年起，人民币实际上已实现在经常账户下的自由可兑换。在现时，长期资本帐户下的人民币，也已基本上可兑换，不仅包括外国直接投资，还包括了长期的外国证券投资 and 贷款。唯一悬而未决的问题是短期资本项目的自由可兑换。（中国公民每年可汇出 5 万美元。）

比较优势理论指出了自愿进行商品和服务贸易的两个经济体将会互惠，虽然可能在互惠程度上各有不同。这是支持国际贸易，特别是自由国际贸易的理论基础。同时，在没有特权下自由进行的外国直接投资，将有利于投资国与被投资国。这理论同样适用于长期的外国证券投资。然而，没有相应的理论能说明，短期投机性的国际资本流动，究竟有什么好处。它仅仅是一种信仰——越少的资本跨境流动管制，对经济越好。

此外，与贸易无关的短期资本流入，也可以在短时间内迅速撤出，而这种短期资本并不会使资本流入国受益，反而可能会对其产生重大的损害。1997-1998年的东亚金融危机就是一个例证。流入的短期资本并不能在目的地国得到有效配置，它们假如被用来提供长期投资项目融资时，就会由于期限不匹配和货币错配的问题，对目的地国及其企业造成很大的麻烦。短期资本的流动，除了有利于办理货币兑换和转移的银行，对流出国也不会产生什么有利的影响。

资本控制余下的主要目标，就是对短期投机性流入和流出的热钱的控制。热钱的流入和流出不仅不会使目的地国受益，相反地还会扰乱外汇市场，造成汇率的不稳定，从而对实体经济造成不利的影 响。但是如何才能区分长期和短期的资本流动呢？这并不容易，但是有一个可行的办法，就是对所有兑换超过一定价值的外汇买卖（但豁免所有与国际贸易相关的货币兑换），征收托宾税（Tobin tax, 以已故的诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾（James Tobin）教授命名），例如对兑换成人民币等值 100 万元以上的资本流入或流出，征收 0.5% 或 1% 的托宾税。

对于长期的直接投资者和证券投资者来说，托宾税可以在一段时间内摊销，因此几乎等同于没有征收。而对于短期投资者，托宾税可高达年利率 6% 或 12%，从而显著降低了短期货币投机的预期收益率。当人民币通过商业银行兑换成其他货币时，除非此笔交易与国际贸易相关或者低于规定的门槛，都可以对其征收托宾税。银行可以被赋予征收托宾税的责任。同时，拒绝征收托宾税的银行应当被禁止进行人民币的交易。

7. 结语

总而言之，上海和香港，通过共同合作，可以超越纽约、伦敦和东京，成为“世界金融中心”。这对上海和香港是双赢之举，对中国也是最佳的选择。