

國家開發銀行金融研究中心



二零一二年四月

香港中文大學全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

滬港作為世界金融中心

劉遵義¹

2012年4月

大綱

1. 引言
2. 當前的經濟環境
3. 上海和香港的互補性
4. 分工、專門化與協作
5. 需要做什麼？
6. 邁向資本項目的可兌換
7. 結語

¹ 香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授與斯坦福大學李國鼎經濟發展榮休講座教授。本文原為作者於 2012 年 4 月 11 日在上海復旦大學名譽經濟學博士學位頒授典禮上之演講詞。本文僅代表作者個人意見，並不代表作者所屬各機構的觀點。

1. 引言

世界金融中心的定義

何謂世界金融中心？世界金融中心是：

(一) 來自全球的企業和企業家，通過股權資本、債務或者其他所有介於這兩者之間的形式，籌集資金的地方；和

(二) 來自全球的機構和個人投資者，進行投資、買賣和持有證券以及其他金融工具，並且對沖金融風險的地方。

換句話說，世界金融中心是全球資本（金融資產）需求與供給聚集的首選之地。

資本需求將衝向預期資本供給最大而且最易獲得的地方。資本供給將衝向預期回報率最高，也就是資本需求最大的地方，也就是預期企業和企業家籌資的首選之地。一個大規模的資本市場，會提供給資本需求者和供給者最多的選擇，同時也會將投資者的資本回報率最大化，並且將資本使用者的資本成本最小化。在今天，由於訊息與通訊技術的進步，資本市場的規模報酬效應也變得越來越大。資本的需求和供給，將優先衝向預期規模最大的資本市場。這種預期具有自我實現性，並且一旦形成之後，很難輕易改變。

香港和上海，各憑自己本身的條件，已分別成爲中國的國際金融中心。但是，如以下兩圖所示，上海或者香港本身，暫時都不足以獨自成爲世界的金融中心。不論上海還是香港的證券交易所，都比倫敦和東京證券交易所的規模要小(見圖 1)，儘管它們都比東亞其他的證券交易所要大(見圖 2)。上海和香港證券交易所都尚不具備吸引全球資本需求與供給的必要規模。

圖 1: 部分證券交易所年末總市值

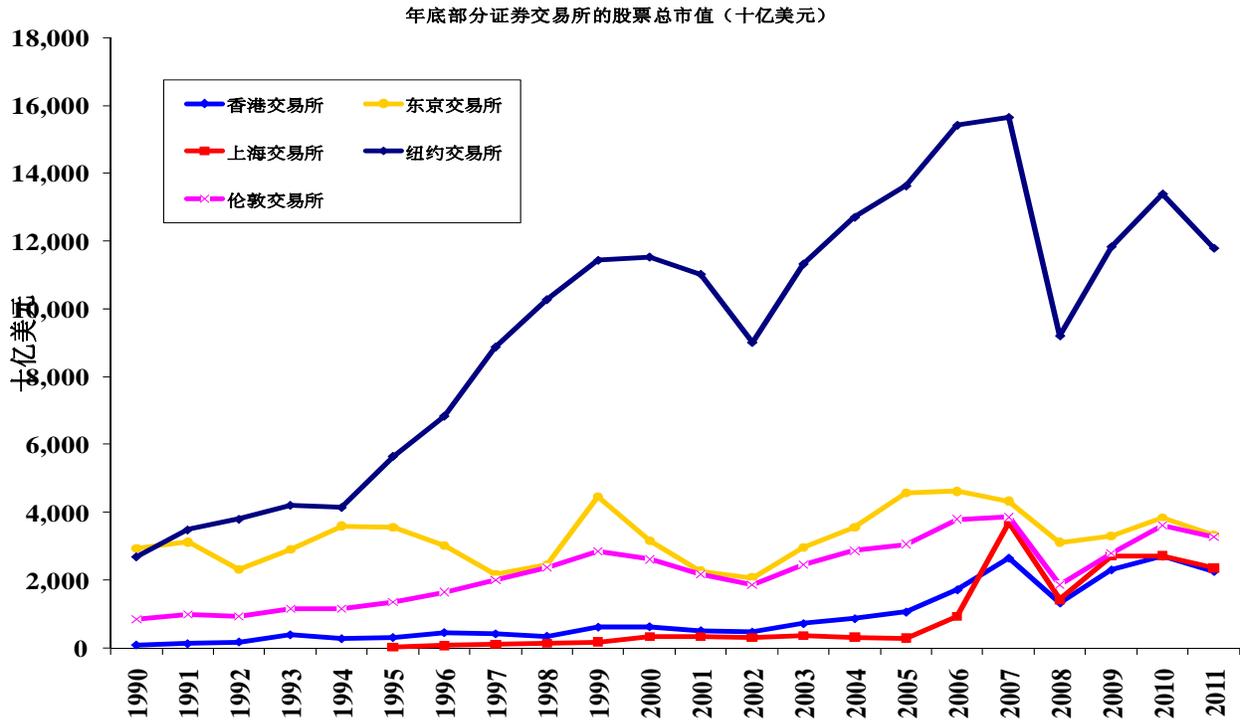
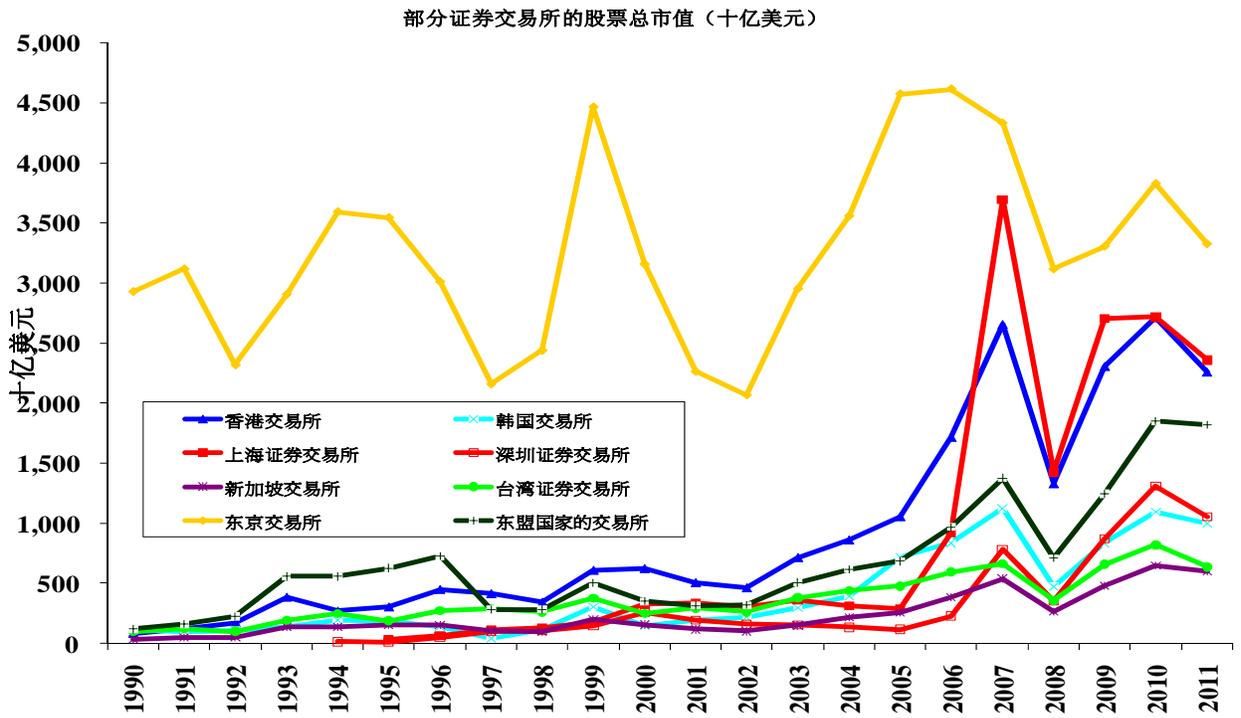
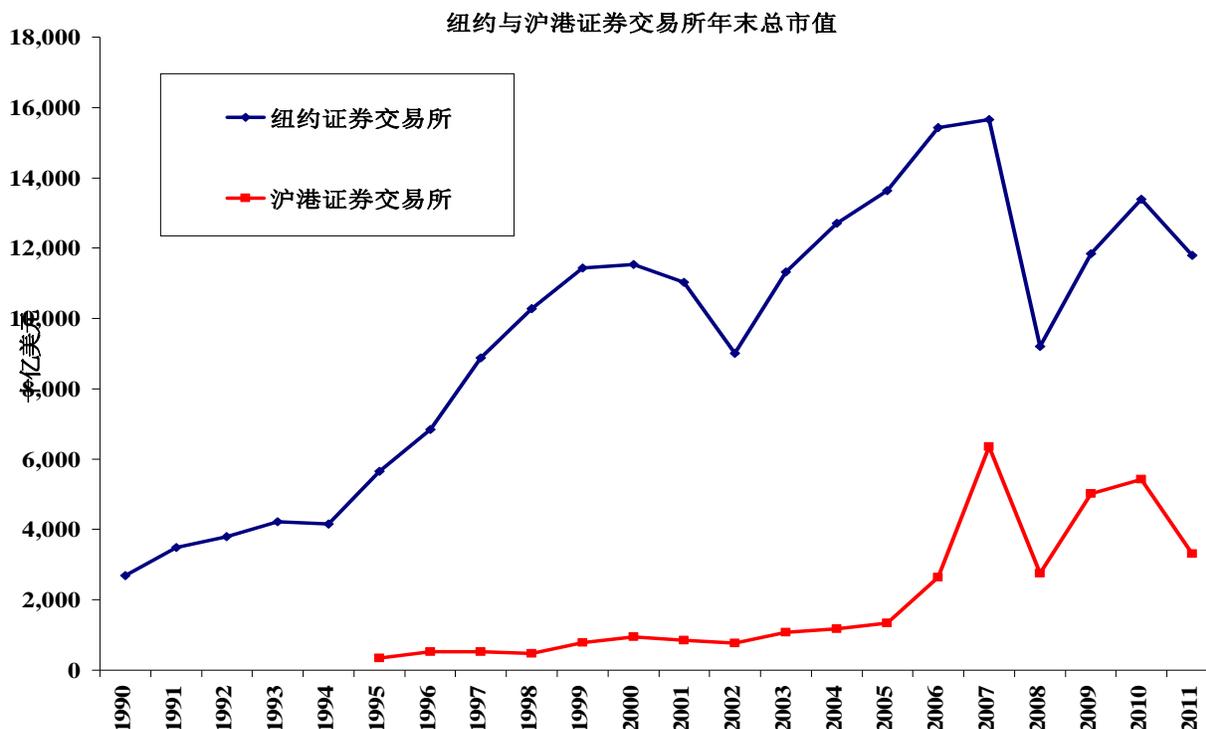


圖 2: 部分東亞證券交易所年末總市值



但是上海和香港證券交易所兩者結合起來，會比東京和倫敦證券交易所都大，僅次於紐約證券交易所(見圖 3)。那麼，認識到資本的需求與供給很可能率先衝向預期最大的資本市場，滬港交易所最終超越紐約交易所的可能性，將比這兩個交易所獨自超越紐約交易所的可能性更大，而且更為現實。

圖 3: 紐約與滬港證券交易所年末總市值



如果一個資本市場要有機會成為世界第一大市場，首先就必須有大多數人都預期它會成為世界第一大市場。所以，上海和香港不應當為成為中國的國際金融中心而互相競爭，而應當共同合作，以達到滬港成為“世界金融中心”的雙贏局面。它們可以超越地理空間的距離，利用發達的訊息與通訊技術，打造一個虛擬的統一的國際金融中心。這會是世界的首創。

這兩個相距差不多 1000 英里 (974 英里或 1,568 公里) 的城市，能夠聯手成為“世界金融中心”嗎？雖然兩個城市之間的地理距離不能改變，但是兩者的網絡距離 (cyber-distance)、文化距離和心理距離是可以明顯縮短的。通過網絡，這兩個證券交易所可以

虛擬地聯繫在一起，在一個城市開始進行的交易，可以即時在另一個城市完成，反之亦然。隨著電訊的發展與進步，通過利用專用主幹綫（dedicated trunk lines），兩個城市之間的電話可以變成本地電話；如有需要，雙方能夠互相看見對方。通過視頻和電話會議的設施，兩地便能合二為一，成為一個合體。實際上，滬港之間的聯繫，跟浦東與浦西之間的聯繫，或香港與九龍之間的聯繫，可以做到毫無任何分別。

有很多上海人和他們的後代居住在香港——有一些是 60 多年前就來到香港定居的。同樣，目前也有很多香港人長期居住在上海。在 1949 年以前，上海是全中國最國際化的城市，甚至比香港更國際化。而香港目前是亞洲的世界城市。因此，在這兩個城市之間，架起文化和心理的溝通橋樑，困難不會太大。

即使是整合後的滬港證券交易所，其市值仍僅為紐約證券交易所市值的約 40%（見表 1）。所以，滬港要成為“世界金融中心”，仍需要一番努力。上海和香港必須充分利用各自獨特的優勢。

表 1: 2010 和 2011 年底紐約與滬港證券市場市值

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

滬港證券交易所的優勢，是它們的新股發行額。自 2006 年開始，它們的新股發行額，每年（除了雷曼兄弟倒閉的 2008 年）都超過紐約證券交易所（見圖 4）。同樣，滬港交易所總市值的年均增長率，也已經顯著地超過了紐約交易所（見圖 5）。

圖 4: 每年紐約和滬港證券交易所的新股發行額

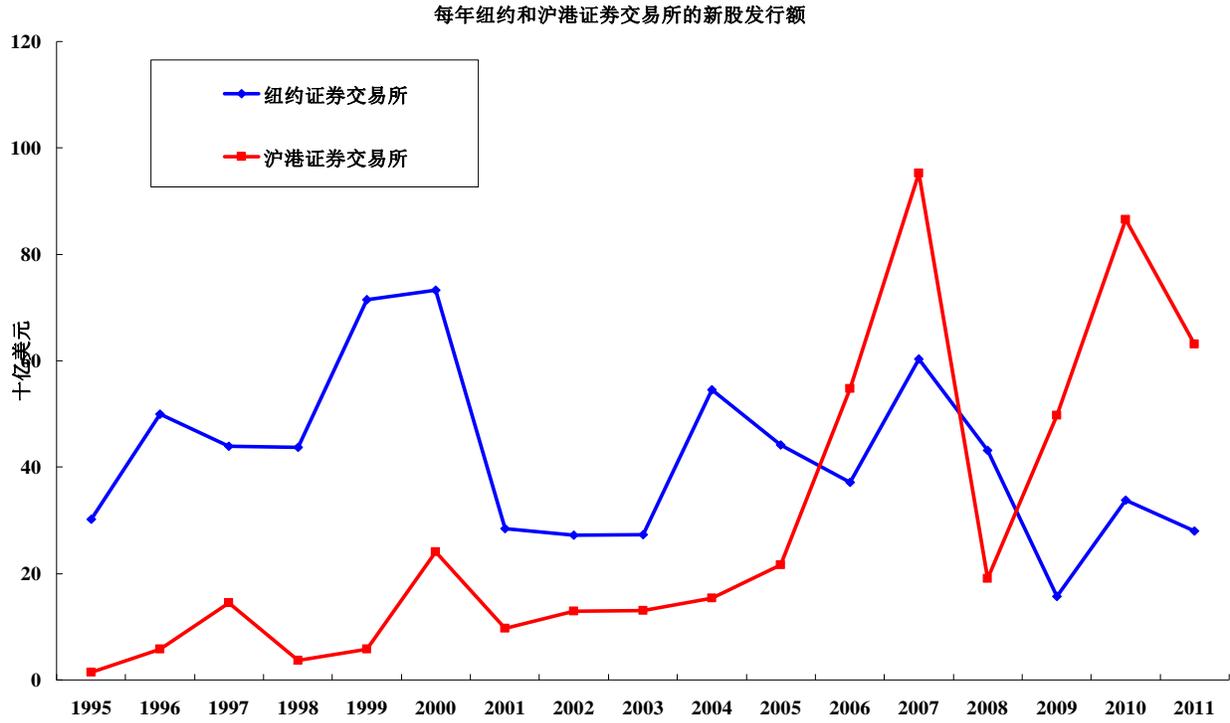
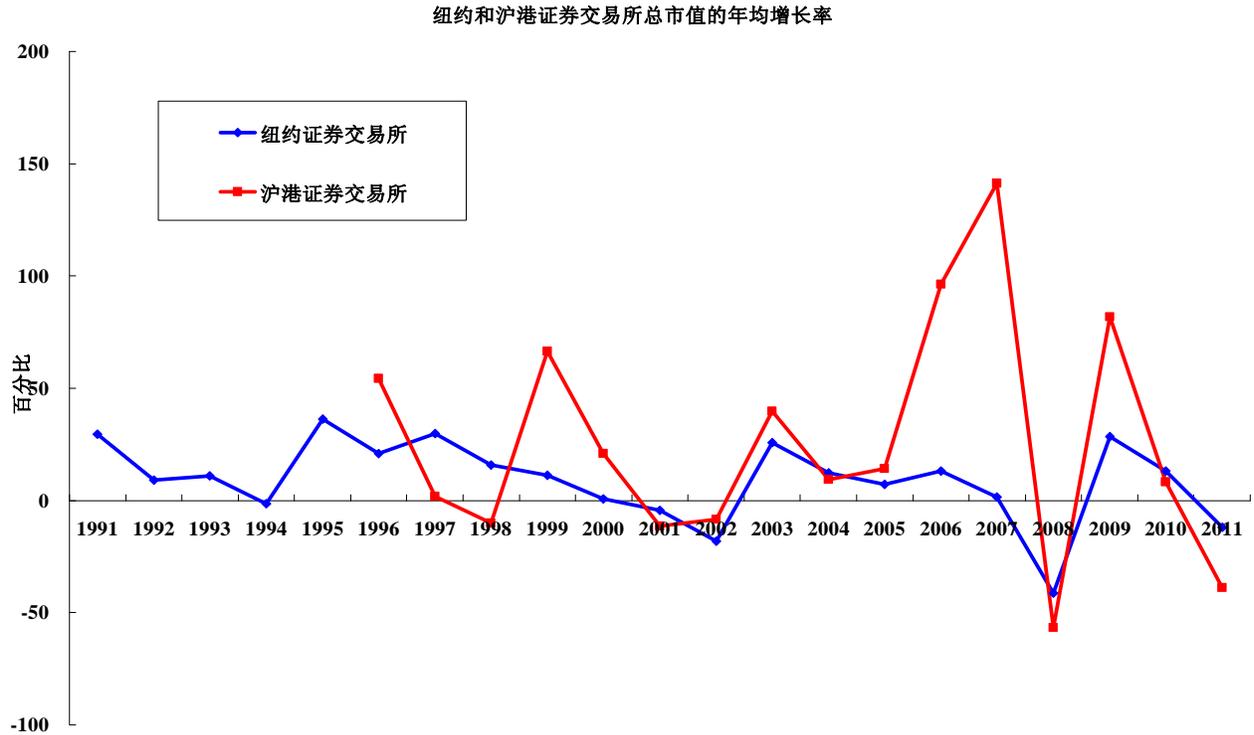


圖 5: 紐約和滬港證券交易所總市值的年均增長率



2. 當前的經濟環境

中國的儲蓄率在世界上是首屈一指的，不時地達到 50%(見圖 6)，比中國內地的高投資率還要高(見圖 7)。所以中國內地，是儲蓄盈餘的主要來源地，世界其他地區可以利用這些儲蓄盈餘。以中國內地的高儲蓄率做後盾，滬港的資本供給將會非常充足。相比之下，西方發達國家則資本短缺，這是由於它們相對較低的儲蓄率，經濟的蕭條，巨額的國債，以及金融機構去槓桿化 (de-leveraging) 的需要。

圖 6: 部分亞洲經濟體的儲蓄率 (1952 年至今)

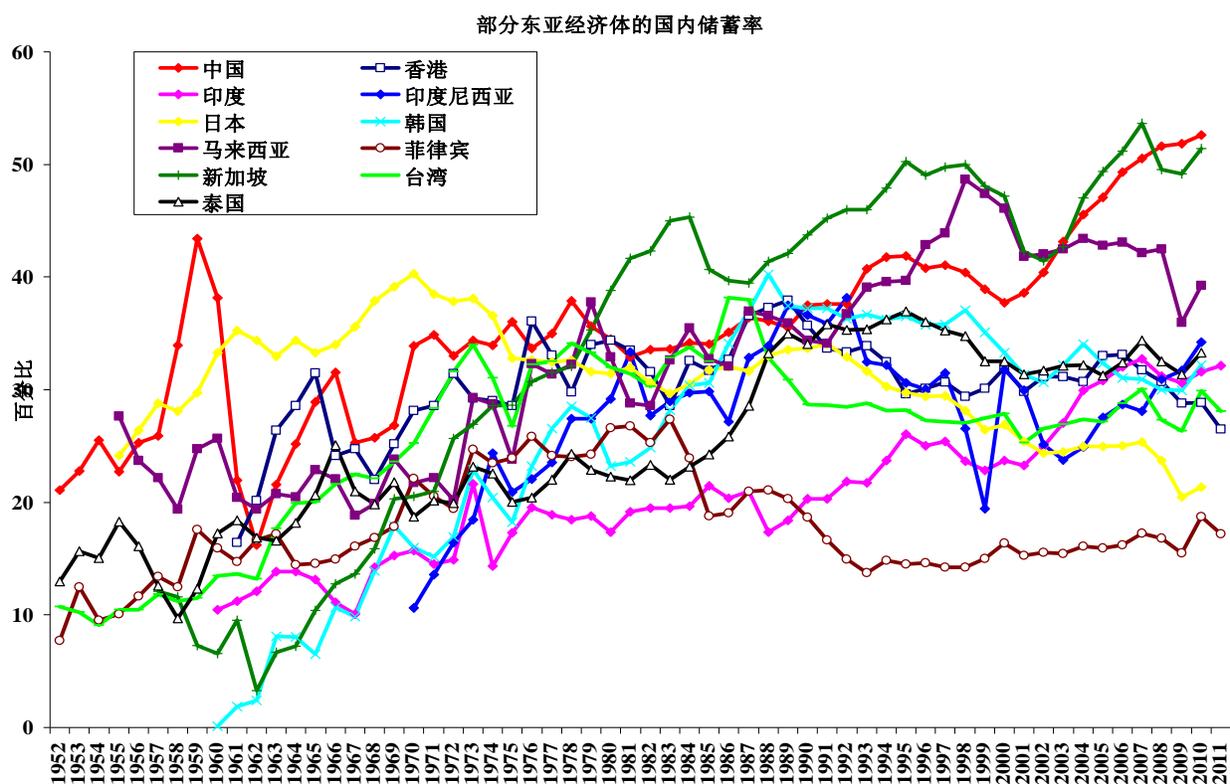
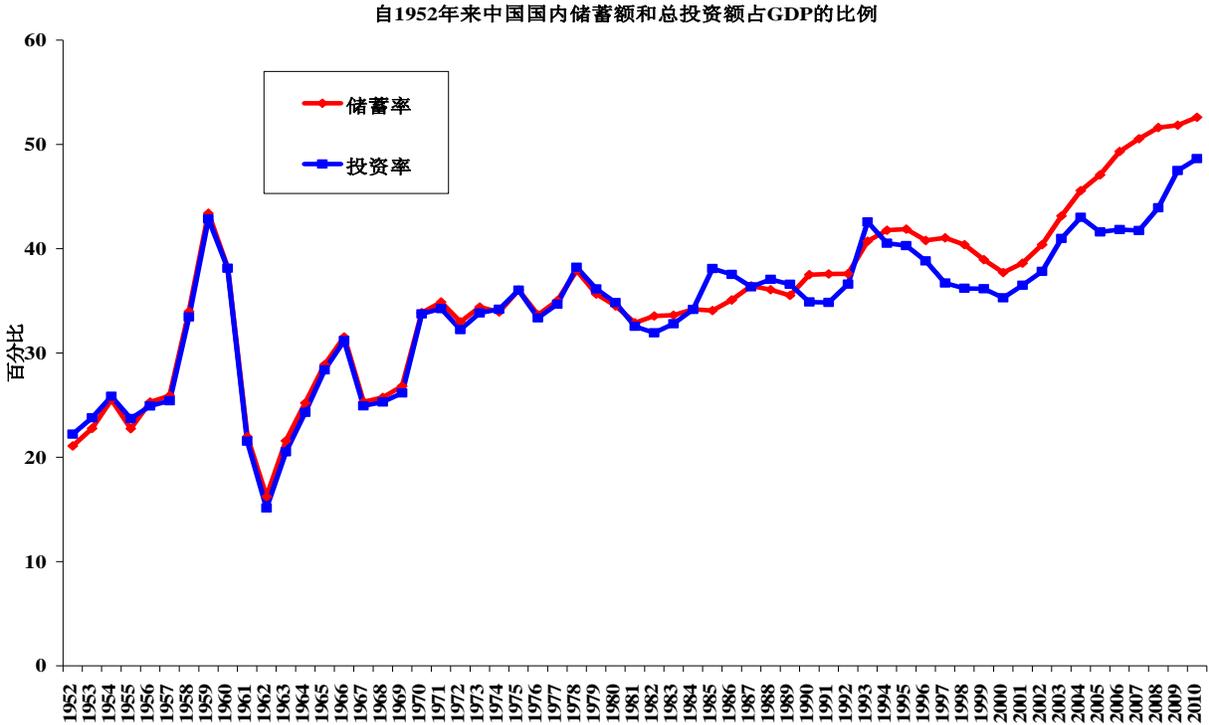


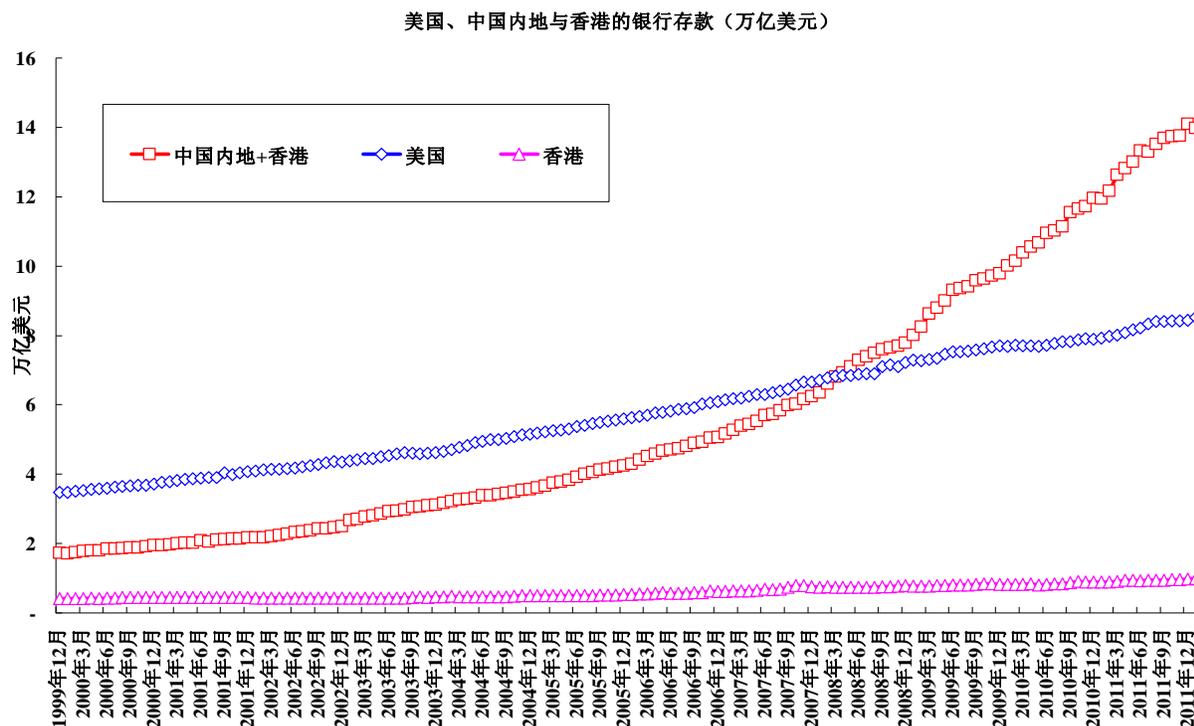
圖 7: 中國國民儲蓄以及國內總投資佔 GDP 的比例



中國企業，不論是國有企業還是民辦企業，目前都希望資產與業務多元化，也都希望投資海外。同樣地，由於在國內的金融投資工具選擇有限，中國內地投資者目前也希望有機會走出去，使他們的投資組合地區多元化。全球直接和證券投資者都希望投資到亞洲快速成長的經濟體，尤其是中國和印度，滬港則是一個理想的進入口。

在過去十年裏，中國內地居民的金融資產快速增長。例如，中國內地的銀行存款，目前已高達 13 萬億美元，相比之下，美國的銀行存款是 8.4 萬億美元，而香港則不到 1 萬億美元(見圖 8)。滬港市場可以得到中國儲蓄者雄厚財力 (deep pockets) 的支撐，它潛在的經常資本供給量可能會超過美國。

圖 8: 美國、中國內地與香港的銀行存款



中國民辦企業的融資，將會更多地依靠國內外的資本市場，而不是向國有銀行貸款。這種發展趨勢，也為滬港提供了另一個潛在的、巨大的、而且不斷增長的資本需求。

出於充分的理由，中國現時仍將繼續控制資本的流入與流出，而香港卻沒有任何資本流動的控制。雖然中國將很有可能放鬆對長期資本流入和流出的控制，但是至少在一段時期內，仍將繼續控制短期資本流動，因為短期資本流動可能會擾亂外匯市場、造成人民幣匯率不必要的波動，從而對實體經濟造成負面的影響。因此，上海和香港攜手合作，則能為中國資本市場帶來很大的靈活性。短期資本流動可以途經香港，而長期資本流動則可以途經上海。

最後，與紐約相比，滬港會在監管方面有一些優勢。薩班斯-奧克斯利法案（The Sarbanes-Oxley Act）對美國上市公司增加了很可觀的營運成本，但卻避免不了 2007-2009 年的全球金融危機。金融衍生產品，例如信貸違約掉期（credit default swaps），並沒有

被歐美政府適當的監管。高速計算機化的證券交易也沒有受管制。滬港則可以採用一些令資本市場更安全、公平、透明以及穩定的規章制度。

3. 上海和香港的互補性

上海與香港有很多相似之處—其共同點如下：

第一，兩地都是活躍的國際金融中心。

第二，兩地都是國際貿易和物流中心。

第三，兩地都擁有世界級的研究型大學，例如上海的復旦大學和上海交通大學，香港的香港大學和香港中文大學。

第四，兩地都擁有高教育水平的勞動力，而且都有國際化的傳統。

第五，兩地都有良好的創業環境。

第六，兩地都處在同一時區(time zone)。

然而，上海與香港也有許多不同之處，這些不同點意味著滬港兩地可以互補。

首先，由於內地居民儲蓄率較高，上海擁有充裕的資本供給，而香港居民儲蓄率較低，其 GDP 也僅是中國內地 GDP 的一個小份數。

第二，中國仍然繼續控制資本的流入和流出，人民幣也尚未實現資本賬戶下的自由可兌換。人民幣現時實行有管理的浮動匯率制度。香港具有可完全兌換而且穩定的貨幣，緊盯住美元，資本可以完全自由流動，而且香港擁有歷史悠久、持續活躍的龐大外幣市場。

第三，從地理上看，上海位於華東地區的中心位置，香港處於中國內地與東南亞國家的連接處。歷史上，香港也充當過東南亞資本的安全港，尤其是在 20 世紀五六十年代。

第四，香港出入境方便，全球大多數國家和地區的居民，都可以豁免簽證。香港學術氛圍與訊息交流自由，較易開展可行性研究和謹慎性調查(due diligence)，有助於它成為資本使用者與提供者的活動交流中心。

第五，香港的企業所得稅、個人所得稅稅率均較低，並且無銀行利息稅、資本增值稅與現金股息稅；而內地的累進企業所得稅和個人所得稅稅率較高，也對銀行利息、現金股息分紅等徵稅。

第六，香港有運作良好、效率與透明度較高、公信力較強的司法制度，有便於合同強制執行與保險索償仲裁。

第七，香港擁有在國際金融方面經驗豐富的勞動力，上海也正迎頭趕上。

4. 分工、專門化與協作

上海與香港應當如何分配職責，利用雙方各自的專長，通過分工合作，共同在中國打造“世界金融中心”？

某些優質企業證券可在上海、香港兩地同時掛牌交易。兩地上市能擴大該企業證券的市場，提高交易總量，增加流動性，促成對該企業更有利的定價。兩地同時掛牌後，境外投資者無需轉移資本進出中國內地，便可以買賣內地企業的股票。它們可以在香港交易內地企業股票，也可以在上海交易相應股票的中國股權受益憑證（**Chinese depositary receipts (CDRs)**）；而國內投資者不僅可以交易境內企業股票，也可以交易在兩地證券市場上市的境外企業股票。

兩地上市的證券，將同時需要第一市場（主要上市地）和第二市場監管機構的批准。兩地上市企業的監管（比如訊息披露與公司治理），將由主要(第一)上市地的證券監管機構負責，而當地監管機構將負責落實當地市場行為規範，例如防止內幕交易（**insider trading**）以及操縱股票市場行為。在第二市場上市的形式，可以是普通股票，或者是股權受益憑證（**depository receipts**）。股權受益憑證的優點在於國內投資者買賣境外證券，可以用本國貨幣進行交易，而無需兌換外匯，因而避免影響外匯市場。在上海證券交易所的股票（包括股權受益憑證）可以用人民幣進行交易，而在香港交易所的股票（也可包括股權受益憑證），原則上可用多種貨幣進行交易（港幣、美元、人民幣）。

上海證券交易所國際版（International Board）預期將在最近成立，吸引主要的境外上市公司（包括外國、香港、澳門，甚至臺灣上市公司），在上海再次上市，以人民幣進行交易。國際版的成立，將使外國企業（如波音、微軟等）可以在中國內地發行以人民幣計價的股票（中國股權受益憑證），從而募集資金，也為內地的機構、個人投資者，提供了更多的投資選擇。境外企業也可在上海發行人民幣面值的債券。以上形式在境內募集的人民幣資金，可在中國國內使用，也可兌換成外匯電匯出境，在境外使用。

在上海上市的內地企業，亦可以香港股權受益憑證的形式，在香港發行股票，以人民幣、港幣或美元交易，這使境外的機構與個人投資者，可以投資內地企業而無需申請將資金轉入境內，方便其隨時進入或退出。內地企業以這種形式募集到的資金，可在境外直接使用（比如在國外直接投資），也可以兌換成人民幣匯回國內使用。大家應當注意，發行股權受益憑證時，資本的流入或流出都是一次性的，並不會造成持續性的人民幣匯兌市場的供給或需求。

第一市場中的證券經紀商可能會反對兩地上市（以及在上海建立國際版），他們會（錯誤地）認為第二市場中的證券經紀商，搶走了原本應當屬於它們的業務。他們並沒有意識到，第二市場的建立，會擴大證券的潛在投資者範圍，產生對證券的額外新需求，增加證券的流動性。假使第二市場上不會產生新的需求，那麼根本也不會發行額外的新股份在第二市場上市。

第二市場中的投資者也可能會反對兩地上市（以及在上海建立國際版），他們會（錯誤地）認為市場上對證券的總需求是固定的，增加新供給（兩地利用各種形式上市的股票），只會導致市場平均價格水平的降低，令他們當前持有的投資貶值。他們沒有意識到的是，新的證券供給，將會吸引新的投資者，從而擴大市場的總需求。

上海的國際版將負責吸引跨國企業在上海上市，而香港則可憑藉其與東盟(ASEAN)地區企業——尤其是當地華人企業——的長期密切關係，吸引該地區（包括文萊、柬埔寨、印度尼西亞、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國和越南）的主要企業來港上

市。近期也有俄羅斯、意大利、蒙古的企業在香港上市，但是在吸引東南亞企業方面，香港有其獨特的歷史優勢。

建立一個統一的東亞股票市場，使該地區所有主要企業的股票，都能以股權授益憑證的形式，在同一個地方交易，時機已然成熟。統一的東亞股票市場能更有效地利用該地區的儲蓄，降低該地區企業的資金成本。香港不僅是這個股票交易所的理想之地，也是建立東亞統一債券市場、交易東亞各經濟體發行的當地或國際貨幣債券的理想之地。對東亞企業與它們的投資者來說，資本的流動性與進入和退出的便利程度，比規模的考慮更為重要。在這點上，香港比上海較有優勢。

風險投資(venture capital)資金的供給與其他融資性質不同，雖然其涉及金額一般並不大，但主要是在於評估這種項目，需要有專業與科技的知識，比較困難，同時風險投資的成功率也比較低。香港出入境較方便，資本可完全自由流動，訊息獲取快速，因而更加適合作為大中華地區乃至整個東亞地區的風險投資中心。低稅率是它另一個優勢，而其司法制度更有助於對產權、尤其是知識產權的保護。風險投資極需要知識產權的保護。

目前，大中華地區和東亞地區已擁有充足的保險需求（包括意外傷害保險、財產保險、人壽保險）和足夠能承擔風險的資金，因此有條件考慮在大中華或東亞地區，建立一個保險—再保險中心，以減少對倫敦和蘇黎世的依賴，降低東亞地區的保險淨成本。上海與香港可以合作達成這一目標：香港可負責保險業務的運作，並利用其有效率、公正、可靠、可信與透明的司法制度，裁決保險索賠；而上海則可調動中國內地的風險資本來作為該區保險產業的後盾。（如果澳門賭場能有如此興旺的生意，內地就必定有充足的風險資本供開發！）

長期跨境的直接或證券投資對投資國和被投資國都有利，但是往往會為匯率的波動與長期的不穩定性和不可預測性所阻礙。典型的直接投資一般為期超過五年以上，在此期間，匯率的變動可能會導致以被投資國貨幣計算是盈利，但以投資者母國貨幣計算則是淨虧損的情況。一般來說，長期的貨幣對沖是很難做到的；超過 24 個月，對沖貨幣的市場

就變得非常小了。而且，這些對沖工具價格昂貴，並受制於交易對手風險(counter-party risk)。

在無對沖的情況下，投資者若需遵循“市值計價”規則（“mark-to-market” rule），以投資所在國貨幣計價的直接或證券投資的淨值，在匯率波動較大時，該投資者以母國貨幣計價的收入、虧損以及資產負債表，會直接受到影響。而且，如果該投資項目的收入是以被投資國貨幣計價的話，更會產生潛在的資產和負債貨幣錯配的問題。

降低匯率風險的一個辦法，是讓投資者借被投資國的貨幣，來進行在被投資國的直接或證券投資。（假定投資者也將獲取被投資國貨幣的收益）。這樣一來，資產和負債在貨幣上就匹配了。匯率的波動幾乎對資產負債表不產生影響，被投資國貨幣相對於投資國貨幣升值或貶值，將同時提高或降低投資者在被投資國的資產和負債的價值。在這種安排下，按市值計算原則就不會對投資者以母國貨幣計算的收入、虧損以及資產負債表有太大的影響。上述情況的基本假設是，投資項目的收益，主要是以被投資國貨幣結算。（如果能以投資者本國貨幣結算，比如，通過出口回到投資者本國，就不會出現貨幣錯配的情況。）

多數外國長期投資者並不是匯率專家，所以他們會歡迎這種自然的對沖形式，即是平衡被投資國貨幣計價的資產和負債。當然，外商直接投資項目可能會失敗。所以，爲了避免道德風險，要麼就由直接投資者的母公司（如果它的債信好）擔保貸款，要麼就由直接投資者提供以投資國貨幣計算的同額保證金或其等同形式。需要注意的是，外國投資者遲早會使用被投資國貨幣貸款，來進行固定投資或有價證券投資，並用其作爲以被投資國貨幣計價貸款的抵押品，從而釋放部分或全部的保證金。然而，上海與香港必須合作，使這種以保證金爲支撐的貸款方式得以運作，因爲以投資者本國貨幣計價的保證金將留在境外，而貸款則留在內地。上述安排可適用於外國投資者對中國的境內投資和內地投資者的境外投資。在後一種情況下，人民幣保證金將留在中國的銀行，而外幣貸款則由境外（香港）的銀行提供。

上海與香港注定要在人民幣國際化過程中扮演領導角色。兩地已是中國的國際貿易和物流中心，隨著人民幣更加普遍地用於國際貿易結算，它們必將成爲中國境內外的主要人民幣金融中心。此外，人民幣與其他貨幣（尤其是東亞國家貨幣）進行直接兌換，而不通過第三方國際儲備貨幣（如美元），也將愈加普遍。上海與香港可以共同爲這個區域內的每一種貨幣打造一個人民幣統一外匯市場。人民幣與外幣直接兌換可以替中國和其所有貿易夥伴節省交易成本，同時也降低大家面臨的匯率風險。

5. 需要做什麼？

爲更便於合作，上海與香港在市場行爲規則上應盡可能保持一致，以防範投資者在兩地上市的股票（和股權授益憑證）在交易上進行“市場選擇”（market shopping）。若要使兩地上市規則完全一致，困難重重，但是上海與香港證券監管機構基本都已同意在公司訊息披露與治理上採用世界最佳的實際做法（best practices）。

如果能使稅收的法律與規章保持一致，兩地市場將會更像一個統一市場，但是期待完全一致是不現實的。兩地收入所得稅稅率不同，銀行利息與現金股息稅務的處理方式也不同，在一定時期內，這種狀況不會改變。因此，兩地仍需繼續努力，使彼此之間的體系更趨合理，最終實現兩地市場能做到單一價格。

在某些方面，可以而且已經採取了一些措施。比如，在香港上市但主要在內地運營的企業，已經開始扣留現金股息的內地所得稅。通過證券賬戶的實名制（反洗錢法已要求實行該措施），可以辨別不同國家和地區的投資者，從而在必要時採用不同的稅收辦法處理。

中國已與差不多 100 個國家和地區簽訂雙邊稅務協定，包括所有主要的國家，例如美國和澳大利亞，避免向有跨國收入的企業和個人雙重徵稅。目前，香港也已與 20 多個國家和地區簽訂該種協議。香港如果要有效地爲內地要走出去的投資者提供服務，就需要努力與盡可能多的國家和地區簽訂雙邊稅務協定。

在中國內地完全取消資本流動（尤其是短期資本流動）控制之前，有必要授權給數家機構，作為套利專家 (arbitrage specialists)，以降低兩地上市的股票在上海香港兩地證券交易所之間、或兩地與世界其他交易所之間的差價（溢價 (premium)與折價 (discount)）。這些機構將獲得一定額度的人民幣與外匯，來進行套利交易，而交易所得的任何淨利潤，將歸還給兩地的證券交易所。同一股票在不同交易所持續的價格差異，表明其供需存在根本上的不平衡，應及時調查其成因，在可能條件下，採取補救措施。

最後，上海與香港之間應達成協議，在兩地政府授權的金融機構之間，人民幣與外匯結餘，都可以在兩地之間自由轉移，無須再經過國家外匯管理局或香港金融管理局批准。

6. 邁向資本項目的可兌換

即使資本賬戶下的人民幣可以完全自由兌換，上海和香港的合作將會繼續造福於兩個城市。他們將會共同負責維護一個統一市場，使全球所有的貨幣，都能與人民幣自由直接兌換，從而決定每天的匯率。

自 1994 年起，人民幣實際上已實現在經常賬戶下的自由可兌換。在現時，長期資本賬戶下的人民幣，也已基本上可兌換，不僅包括外國直接投資，還包括了長期的外國證券投資和貸款。唯一懸而未決的問題是短期資本項目的自由可兌換。（中國公民每年可匯出 5 萬美元。）

比較優勢理論指出了自願進行商品和服務貿易的兩個經濟體將會互惠，雖然可能在互惠程度上各有不同。這是支持國際貿易，特別是自由國際貿易的理論基礎。同時，在沒有特權下自由進行的外國直接投資，將有利於投資國與被投資國。這理論同樣適用於長期的外國證券投資。然而，沒有相應的理論能說明，短期投機性的國際資本流動，究竟有什麼好處。它僅僅是一種信仰——越少的資本跨境流動管制，對經濟越好。

此外，與貿易無關的短期資本流入，也可以在短時間內迅速撤出，而這種短期資本並不會使資本流入國受益，反而可能會對其產生重大的損害。1997-1998年的東亞金融危機就是一個例證。流入的短期資本並不能在目的地國得到有效配置，它們假如被用來提供長期投資項目融資時，就會由於期限不匹配和貨幣錯配的問題，對目的地國及其企業造成很大的麻煩。短期資本的流動，除了有利於辦理貨幣兌換和轉移的銀行，對流出國也不會產生什麼有利的影響。

資本控制餘下的主要目標，就是對短期投機性流入和流出的熱錢的控制。熱錢的流入和流出不僅不會使目的地國受益，相反地還會擾亂外匯市場，造成匯率的不穩定，從而對實體經濟造成不利的影響。但是如何才能區分長期和短期的資本流動呢？這並不容易，但是有一個可行的辦法，就是對所有兌換超過一定價值的外匯買賣（但豁免所有與國際貿易相關的貨幣兌換），徵收托賓稅（Tobin tax, 以已故的諾貝爾經濟學獎得主詹姆斯·托賓（James Tobin）教授命名），例如對兌換成人民幣等值 100 萬元以上的資本流入或流出，徵收 0.5% 或 1% 的托賓稅。

對於長期的直接投資者和證券投資者來說，托賓稅可以在一段時間內攤銷，因此幾乎等同於沒有徵收。而對於短期投資者，托賓稅可高達年利率 6% 或 12%，從而顯著降低了短期貨幣投機的預期收益率。當人民幣通過商業銀行兌換成其他貨幣時，除非此筆交易與國際貿易相關或者低於規定的門檻，都可以對其徵收托賓稅。銀行可以被賦予徵收托賓稅的責任。同時，拒絕徵收托賓稅的銀行應當被禁止進行人民幣的交易。

7. 結語

總而言之，上海和香港，通過共同合作，可以超越紐約、倫敦和東京，成為“世界金融中心”。這對上海和香港是雙贏之舉，對中國也是最佳的選擇。