

国际金融中心未来竞争趋势与上海的战略选择

高洪民

(上海社会科学院 世界经济研究所, 上海 200020)

摘要: 文章在批判吸收相关文献合理成分的基础上, 从金融需求、金融供给和金融创新动力等三个层面分析了国际金融中心形成和发展的内在决定因素。根据文章的理论分析, 全球性金融危机难以改变现代金融市场和国际金融中心演化的基本方向, 危机后不同发展水平的金融中心将会采取不同的竞争策略, 其中强化金融体系极化效应是当代金融中心竞争的一个显著特点, 而实施动态性、主动性的风险管理将会成为实现未来金融稳定的一种重要的内生性市场机制。

关键词: 国际金融中心; 全球性金融危机; 人民币国际化

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)07-0040-12

一、引言

尽管历次经济和金融危机都会对金融体系造成不同程度的冲击, 并会从不同的侧面对金融发展产生影响, 但世界金融的发展历程表明, 金融业的进化史就是一部金融效率的进化史, 而金融中心的演化过程则集中反应了金融业进化的主要历程和本质特征。^①从金融中心的功能来看, Kindleberger(1974)认为, 国际金融中心不但为国内区域间的支付提供场所, 更为重要的是, 它提供了专业化的国际支付和借贷等服务。从金融中介作用的角度来考察, 金融中心同样可以被认为是在其业务所覆盖的区域内充当沟通储蓄余缺的中介, 只是其金融机构和金融交易量更加集中。对于这种集中性, 理论上通常用金融集聚加以描述, 而规模经济(内部的和外部的)一般被认为是产生这种集聚效应的重要内生机制; 对其中作用机理的研究, 则广泛涉及金融地理学的信息流理论、区域经济发展与区域金融成长的动态作用机制理论以及产业集聚与金融集聚的关系理论等方面(黄解宇、杨再斌, 2006)。

与上述主要从微观角度来分析的理论相对应, 从宏观角度看, 产生于 20 世纪 70 年代的需求供给理论在解释金融中心形成和发展的原因上同样处于重要地位。该理论的主要观点是: 需求反应(demand-following)和供给引导

收稿日期: 2009-04-15

作者简介: 高洪民(1967—), 男, 江苏铜山人, 上海社会科学院世界经济研究所副研究员。

(supply-leading)及其相互作用是一个金融中心成长的重要推动力,即经济增长会产生对金融的需求,金融制度、金融体系和金融结构也随之发生演进,这是所谓的需求反应;^②而供给引导则表现为金融领域的上述变化反过来又会刺激经济的发展。在这一过程中,如果某一金融中心主要是由需求反应所引导的,则其形成路径一般被认为是自然形成型;而如果政府在金融供给中处于重要地位,则被认为是政府主导型。这一理论此后又经过不少学者的充实和发展(Scholey,1987;Davis,1990;Bindemann,1999),对金融中心的形成原因显示出较强的解释力。

但我们认为,这里需要注意的是:第一,在需求与供给的相互作用中,竞争性的市场机制发挥着基础性作用;或者说,虽然从总体上看需求供给理论主要是立足于宏观视野从金融总量供求的角度来加以分析的,但金融中心所在地金融市场的深度和广度及其内在动力机制,则仍然主要与其微观市场主体的竞争性行为密切相关。其中,金融创新是金融发展和演化的一个主要的推动力,也是金融中心产生金融集聚的一个重要推动力。第二,在本次金融危机爆发之前,“全球化、脱媒、竞争的加剧和金融信息的普及以及日益熟练老道的金融产品消费者,减少了进行资产负债表套利的机会,并压缩了与基础金融服务相关的收费水平。”(蒂尔曼,2009)事实上,这种现象的出现与金融业的基本演化趋势是极为一致的,或者说,也是金融全球化条件下发达金融市场效率提高的重要表现。我们认为,这种基本发展趋势即使在金融危机过后也不会发生根本性逆转。这也是我们研究当代金融中心形成机制和未来演化趋势的一个重要前提。

世界发展史表明,经济的崛起必然伴随着金融的崛起,而金融中心的崛起则是金融崛起的一个重要标志,也是以竞争性市场机制为基础的金融演化的一个基本特征。但在这一带有必然性的历史演进过程中,一个金融中心形成和发展的具体路径和过程却可能面临着诸多复杂性和不确定性,其中如何最大限度地发挥偶然性因素和历史机遇的作用,则涉及金融需求与金融供给相互作用的具体方式和内在机制,特别对处于经济转型期的中国金融中心建设来说,尤其涉及扩大金融供给的方向、力度、时机以及提高微观金融市场主体的活力和创新能力,并以此推动金融需求等方面。当前,全球金融形式和中国基本经济条件,在某种程度上为中国的人民币国际化、金融中心崛起乃至金融的崛起提供了重要机遇。为此,本文力图从理论上重点研究国际金融中心形成和发展的各种决定性因素,并结合金融体系演化的基本规律,分析危机过后国际金融中心可能的发展趋势,并以此为基础,进一步分析上海国际金融中心建设近期被进一步明确为国家战略后,如何在推进人民币国际化进程中强化其金融集聚竞争力,以利于推进中国金融崛起的历史进程。

二、当代国际金融中心形成和发展的内在决定因素：

宏观金融供求与微观金融体系极化效应

国际金融中心是各类金融机构高度集聚的场所,并以金融工具为载体,通过金融市场将境内外市场交易和资金余缺者连接起来。一般金融体系的演化效率通常被认为是由生产效率、资本形成转化效率和制度变迁效率等因素所决定的,并且因时因地而异。与这种一般金融体系的演进过程相比,国际金融中心的形成和发展过程具有更多的特殊性,也更为复杂:它虽然在结果上更多地表现为一种经济现象,但其形成过程则广泛涉及国际政治关系、综合国力对比、经济与法律制度、历史与地理因素以及文化和习俗等众多领域。但现有的相关理论研究,一般仅从不同的侧面对金融中心形成和发展的各种内在因素给予解释,这种缺乏统一性的解释,显然不利于从总体上把握当代金融中心发展的主要特征和规律。为此,本文在借鉴这些相关理论的基础上,结合国际金融中心发展史,试图将影响国际金融中心成长的各种因素区分为如下三个基本层次:

1.基础性因素:金融需求。在现代经济中,尽管金融系统的发展不断表现出其自身的规律性,资本的跨境流动变得更加便利和快捷,并有利于金融中心在更广的范围内实现跨境金融集聚,但金融业仍不可能完全脱离实体经济,经济系统中的真实变量(如产出规模和经济交易规模,包括其绝对量和相对量)在金融中心的形成和发展中仍是最为基础性的决定因素。^③另就金融与实体经济的关系看,虽然现代经济学对货币与真实经济之间因果关系的研究仍未达成共识,但在经济增长过程中货币存量亦将与产出的增长同方向增长,真实经济的增长并将导致金融需求的增加,金融体系的复杂化和金融资产的多样化在满足经济主体资产选择需求的同时,也有利于储蓄向投资的转化。由于金融中心是在经济和金融交易过程中实施对金融资源的集聚,起着资源配置中心的作用,因此,无论从金融中心发展史,还是从当代金融中心在全球的分布形态看,在金融中心形成和发展的各类决定因素中,经济和金融规模及其在地理上的分布特征都属于第一层次的核心因素,是产生金融集聚的基础性条件。^④

2.政策性因素:金融供给。国家(或地区)层次上的经济、金融制度和政策可能直接决定着金融供给和金融发展的内容和方向,并由此决定着与境外经济之间联系的深度与广度,以及与金融中心形成和发展有关的金融变量跨境流动的规模和方向。这是第二层次的决定性因素。^⑤

3.市场效率因素:创新动力。如果上述两个因素主要是指宏观性决定因素,那么市场效率因素则更多的是着眼于微观视角。也就是说,当上述第一层次因素(基础性因素)和第二层次因素(政策性因素)的条件具备之后,金融资

源就有在该国(或地区)的某一(或某些)城市集聚而形成金融中心的可能性。这在较大程度上是由真实经济和金融市场在空间和时间上的非均衡发展所导致的。^⑥当仅具有第一层次的决定性因素而缺乏第二层次的条件时(如一个封闭型经济),则仅可能形成国内性质的金融中心。当第一层次和第二层次的条件同时具备时,国际性的金融中心能否在某一城市形成,则主要取决于该城市的地理区位和金融市场条件等微观因素。这里的金融市场条件主要指金融中心本身的金融市场发展程度,包括金融市场流动性的强弱、金融组织形态和发展程度、金融工具和金融产品的创新能力及其丰富程度,以及与降低金融市场交易成本有关的其他综合性市场条件。

美国次贷危机爆发前的近二、三十年来,随着生产要素的国际流动和金融全球化的加速推进,全球金融深化与金融发展的平均水平显著提高,金融运行规则 and 标准逐渐明确和统一,资本市场容量的扩张和功能的强化在国际金融中心竞争中的作用日渐突出。金融业的跨国收购和兼并使得资本要素的跨境流动和在金融中心的集聚和扩散变得更加便利。^⑦特别是在现代信息技术条件下,国际金融中心之间的竞争向最大程度地节约交易成本和对市场交易者提供尽可能高的流动性方向发展,金融中心的信息生产能力在金融集聚上的作用已显著增强。这主要与这类金融中心所具有的如下内在机制有关:其金融工具种类、数量和交易量的巨大增长,使得金融产品的供求和金融中介的组织能力可以满足各类市场参与者的需要,由此形成的巨大的金融存量和流量,汇集成连续的信息流,有效地降低了金融交易成本,并导致更多的金融创新;反过来这又将进一步引致更多的金融交易在该中心进行,从而产生更强的金融集聚效应——金融体系极化效应。这是当代金融发展和演化导致金融集聚方式发生改变的一个重要特征。这种极化效应可能在某种程度上摆脱金融中心所在国或经济区本身经济和金融规模的限制,在更广的范围内集聚金融资源。^⑧

三、危机后国际金融中心可能的发展趋势:

降低交易成本、扩张市场容量与主动性风险管理

1. 金融危机难以改变现代金融市场演化的基本方向

芝加哥学派早期的著名经济学家弗兰克奈特曾于20世纪20年代初开创性地将风险和不确定性等问题引入经济学领域。奈特认为,大多数经营决策都要在不同的程度上涉足未知领域,对任何一个可能发生的结果,都可以视为概率性事件,但决策者却对这个概率一无所知。这一概念被经济学家称为“奈特不确定性”。此后,凯恩斯进一步深化了不确定性的含义,认为时间几乎处于每一个经济问题的核心,时间是不可逆转的,在不确定性的世界中,行为依赖于无法克服的不完备知识,投资风险的不确定性和不可预测性,使得投资决

策只能建立在猜想、本能甚或动物精神的基础之上。不确定性在凯恩斯对经济运行和经济波动的分析中扮演着重要角色,并被当代后凯恩斯主义等经济学流派进一步引申和发挥。世界金融史表明,减少不确定性和分散风险是金融市场演化的一个重要的长期性趋势。

与此密切相关的是,创新则是市场经济的关键性特征之一,也是降低市场不确定性的一项有效途径。即使当前的全球性危机致使发达的市场经济国家的经济和金融体系又一次遭受重创,但爱德蒙德·菲尔普斯(里奥 M·蒂尔曼,2009,第Ⅷ页)仍然认为,从历史上看,尽管市场经济确实存在种种不完善之处和间歇性失灵,但事实还是证明,“它绝对是一个具有典型动力学特征的经济体系”。显而易见的是,现代市场经济在获得充分发展的同时,一方面使得经济体系更趋复杂和更具动态性;另一方面,金融创新的大量涌现则使得储蓄转化为投资的渠道更为顺畅,市场交易成本下降,经济体系中的不确定性也显著降低了。事实上,第二次世界大战后在发达的市场经济国家所出现的一系列金融创新,是市场经济体系具有这种典型动力学机制的最为集中的表现之一。特别是在过去的 1/4 世纪里,这些创新与更具动态性的经济、更具活力的金融机构和内部关联更加错综复杂的资本市场一起,致使当代金融世界更具复杂性和动态性。但特别值得注意的是,在金融领域的这一演进过程中,在应对这种广泛的复杂性和动态性方面,多样化组合可以消除“奈特不确定性”这一基本原理仍然被认为是有效的。^⑨或者从另一个角度看,尽管自本次金融危机爆发以来,世界各国针对危机形成的原因进行了各种反思,^⑩而且这次危机显然与美国次级抵押贷款市场及其相关衍生品的过度发展和疏于监管直接相关;但是,对于近几十年来促进全球金融市场迅猛发展的各类基础性、功能性的金融创新(如非次级类住宅抵押贷款证券化、期货、期权及相关衍生品),在理论和实践上并未予以太多的质疑,更未予以根本性的否定;相反,其降低交易成本、增强市场流动性和规避市场风险等各项基本功能,仍然被认为是未来金融发展和演化的基本方向。^⑪

2.危机过后,不同的金融中心将会采取不同的竞争策略,而有利于降低交易成本和扩张市场容量的金融创新仍将发挥重要作用

莫顿·米勒认为:“任何现存的、成功的创新都必须能够在降低交易成本的同时扩展其市场容量,否则,它是不可能成功的,更不用说它是重要的了。”^⑫显然,就降低交易成本和扩展市场容量之间的关系来说,二者是相互作用和相互加强的,这与我们上文所提到的金融体系极化效应具有内在相关性。一般情况下,成功的金融创新更易于在金融中心所在地发生。在有效的金融市场中,大量金融交易所产生的信息流,促使金融产品的价格迅速反映市场信息的能力增强,市场交易成本降低,交易规模趋于增大,这将导致金融中心对金融资源具有更强的集聚能力。因此,掌握金融市场竞争和发展的基本趋势

是提高未来金融中心竞争力的重要前提之一。

另外可以预见的是,金融危机过后,经济和金融全球化这一根本趋势不可能发生逆转,全球金融系统仍将会继续凸显出其在全球经济中协调、存储和交流各种信息流、资金流和物质流方面的能力和作用,国际金融中心作为经济金融发展的制高点和资源定价与配置中心,仍将处于全球经济和金融竞争的焦点。而就竞争的侧重点来看,我们认为不同的金融中心将会采取不同的策略。如伦敦、香港等已很成熟并具有相对竞争优势的国际金融中心,将会把焦点集中在对金融市场条件(即上文所分析的第三层次的因素)的竞争上,以此进一步增强其金融极化能力,并以此为基础,通过强化与实体经济的联系,进一步扩展其金融集聚覆盖区;而对新兴市场经济国家和发展中国家的金融中心来说(如上海),虽然第一层次的决定性因素(经济和金融规模)的不断强化可能有利于其在更广的范围内集聚金融机构和金融资源,但由于其第二和第三层次的因素仍在演化和完善过程中,因此,从总体上看,其提高竞争力的道路仍会较艰难。但值得关注的,对于这些新兴的金融中心来说,如果能够适时利用全球金融危机所提供的契机,在制度和金融创新供给上加快竞争步伐,则在其金融市场容量的扩张上可能会出现跳跃式发展,因为从供求比较的角度来看,在其经济总量不断扩张的同时,市场对金融产品和服务需求的潜力是迫切而巨大的。

3.除立足于强化监管外,在投资决策中实施动态性、主动性的风险管理,是实现未来金融稳定的重要内生性市场机制

金融危机爆发前,发达金融市场的竞争压力和相互关联性已达到了前所未有的高度。为此,蒂尔曼(2009)认为,基础金融业务所承受的巨大盈利压力和主动性的风险寻求机制,在金融机构创造或摧毁股东价值方面已发挥着越来越重要的作用。据统计,在危机发生前的过去15年里,美国商业银行的净息差(资产和负债的收益差)下跌了25%,主要投资银行的承销费在1997—2007年期间下跌了70%—80%,经纪商所收取的股票交易佣金在最近几十年里也减少了80%—90%。即在危机爆发前,发达金融市场总的发展趋势是,在金融业强大的竞争压力下,金融市场平均收费水平降低,套利机会减少,风险回报下降,由此也造成投资失误的机会大大增加。这导致了如下恶性循环:盈利空间的下降推动金融机构和投资者去追逐越来越大的风险,而这又进一步压低了风险投资的收益率,致使杠杆化和缺乏透明度的风险投资愈演愈烈。这也是美国次贷危机爆发的基本市场背景。

虽然如此,危机过后金融市场的长期演化趋势却并不会因此发生根本性改变。可以预见的是,除了国内和国际层面的监管将会得到强化外,金融市场参与者实施更具主动性的、动态化的风险管理,将会成为未来实现金融市场稳定的一种内生性市场机制。第一,在市场参与者未来的行为选择中,对宏观经

济稳定和波动的分析将会占据更加重要的地位。亦即这次危机爆发之前所表现出的诸多宏观经济特征(如上文所分析的世界经济的非均衡发展、美国长期实行的宽松的货币政策以及虚拟经济发展过度等),在市场参与者心中必将打上深深的烙印。显然,类似因素在决策者对未来前景的预期和自身的投资决策中都将发挥重要作用。第二,市场参与者将会对金融市场的透明度产生更高的要求,这将促使金融市场向更加规范、标准更趋统一的方向发展。第三,针对现代金融场所具有的动态性和复杂性的特点,市场参与者的经营模式也需实施彻底的再造,让主动性的风险业务成为其经济价值创造过程中的一个主要力量。例如,其经营决策不仅要建立在传统的、静态化的成本收益核算的基础之上,更需建立在对资产负债表套利、资本性投资、系统性风险管理、费用性收支和资本结构优化等方面的综合分析基础之上,以便构造出更具系统性、动态性和主动性的反应策略。

四、人民币国际化与上海国际金融中心建设:后发效应与替代效应

上述对金融市场和金融中心未来发展趋势的分析主要是立足于发达国家的情况,而欠发达的金融市场和金融中心(如上海)与此相比仍存在较大差距。这种差距可能产生两类效应:后发效应和替代效应。由于中国的金融体系仍处于转型期,金融结构仍以间接金融为主导,资本市场的结构和功能仍较单一,各类金融工具和市场仍不健全,金融市场的深度和广度仍需大力深化和扩展。与前述发达的金融市场和金融中心相比,这些基本状况为国际金融机构在这类金融中心城市的集聚留下了大量创造盈利的空间。这是所谓的后发效应。但另一方面,如上所述,由于发达的金融市场和金融中心已具有相对较高的金融极化能力,如果欠发达的金融市场难以为市场参与者提供其所需要的金融工具和产品(即难以满足其资产选择需要),那么市场参与者就可能转向那些发达的金融市场和金融中心,从而弱化欠发达金融中心的金融集聚能力。这就是所谓的替代效应。上述两种效应之间构成一对作用力与反作用力,对欠发达金融中心的金融集聚能力具有重要作用。

2009 年 3 月,中国政府首次以正式文件形式,从国家战略的高度明确提出到 2020 年将上海建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心。4 月初,又正式批准上海与广东省的四个城市在全国率先开展人民币跨境贸易结算试点,从而在推进人民币国际化进程上迈出了重要一步。改革开放 30 年来,中国经济持续高速增长,并已成为全球第三大经济体和当代世界经济增长的主要推动力之一;同时,当前的全球金融危机使欧美等发达国家的经济和金融体系遭受重创,长期内还将进一步打击美元、欧元在未来国际货币体系中的地位。这两大事件显然是当前中国加快推进国际金融中心建设和人民币国际化进程的两个重要的基本背景,也为上海金融中心发展提供了

难得的历史机遇。当前上海加快国际金融中心建设面临着这样的内外部环境：实施人民币国际化试点并在转型经济背景下获得金融中心和金融市场发展的一系列优先权，十分有利于上海发挥其后发效应优势，进一步缩短与发达金融中心之间的距离；但这反过来又将对发达金融中心造成压力，并促使其向具有更强金融极化能力的金融市场迈进。^⑬

因此，面临上述机遇和挑战，密切结合人民币国际化进程推进上海国际金融中心建设，不仅对于上海，而且对于整个中国的金融崛起，都具有重大意义。金融国际化是金融崛起和金融中心崛起的必要条件，而货币的国际化在金融国际化和国际金融中心的发展中又处于关键性地位。从推动货币国际化的外部市场条件看，可从如下两个层次来分析：其一，从较宏观的角度看，根据 Rey (2001) 的研究，^⑭ 一国商品被需求得越多其出口越高，对该国货币的需求就越大，其外汇市场就越具有流动性，相关的交易成本就越小。其二，从微观角度看，对该国货币以及以该货币定价的金融资产的需求能够在多大程度上满足市场参与者的资产选择需要，对于该货币的国际化以及金融中心的形成具有重要作用。特别是在当代信息技术和国际货币跨境支付清算十分便利的条件下，由于各国际金融中心在金融市场的深度和广度上具有不同的比较优势，因此市场参与者就可能在跨越国界的更广泛的区域内实施其资产选择行为，从而在相关金融中心之间产生替代效应。例如，在推进人民币国际化进程中，上海的境外企业在取得人民币之后，为使其预期收益最大化，即面临着资产选择问题：包括人民币资产与外币资产之间的选择、人民币货币需求与人民币其他金融资产需求之间的选择，以及人民币金融资产与非金融资产之间的选择等。上海的金融市场如果难以满足其资产选择需要，那么这些企业将会降低对人民币的需求，或者从长期看，当资本项目开放时，它们就会进入香港等发达的金融市场，从而产生对金融产品的替代性需求。因此，从这一角度看，为推进人民币国际化步伐和提升上海金融中心竞争力，在上海加快推进人民币金融产品创新具有重要意义。

为实施上述步骤，建议上海采取如下具体措施：第一，只有努力推动“三中心”（金融、航运、贸易）建设与“两业”（现代服务业、先进制造业）发展的有机结合，才能产生更广阔的金融发展空间和对人民币国际化的市场需求；第二，由于中国的金融市场仍处于转型期，虽然在推进国际金融中心建设方面上海从国家层面获得了一系列政策倾斜，但在具体的金融创新和金融发展过程中，无疑还将受到诸多政策层面的约束。为此，在人民币国际化试点和推进国际金融中心过程中，上海须时刻加强与人民银行、银监会、证监会、商务部等相关中央部门的联系和沟通，以争取其支持和配合；第三，必须进一步加强与香港的协调与沟通，在推进人民币国际化过程中实现双方金融中心建设的共赢。目前，香港显然已将建设人民币离岸金融中心作为其发展的一个重要目标，并根

据危机后国际金融市场和国际金融中心的发展趋势,依托中国内地的经济和金融发展潜力以及人民币未来可能具有的国际地位,将重点放在发展各类金融衍生品等方面,力图打造更具竞争力的全球性资产管理中心。为此,上海在与香港的合作方面应迈出更大的步伐,特别是在金融创新和监管等方面,争取尽快从香港获得更多的经验教训,以加快人民币金融产品和金融市场的创新;第四,在推动人民币跨境贸易结算过程中,从基础设施和软环境建设两个方面,努力构建人民币清算中心,并根据市场需求的变化,积极争取政策,扩大资本项目开放试点(如信贷、股票、债券等领域的对外适度开放),以此进一步推动人民币结算需求和人民币金融市场的扩展。在起始阶段,为增强境外企业人民币结算意愿,可考虑对相关业务实施适当补贴;第五,将信息生产能力建设放在更加重要的战略地位,以便在金融中心较早的发展阶段就将信息生产和价格发现过程建立在规范、透明和符合国际惯例的基础之上,逐步形成人民币金融资产定价中心和具有影响力的全球性金融资产定价中心。

五、结 论

本文将影响国际金融中心形成和发展的各种决定性因素区分为三个基本层次:基础性因素、政策性因素和市场效率因素,它们分别从宏观和微观层面阐释了金融需求、金融供给和金融创新在引起金融集聚和金融中心发展方面所发挥的作用及其动力机制。需要强调的是,尽管宏观层次的经济和金融总量以及政策性因素在金融中心的形成和发展中始终发挥着基础性作用,但在当代国际金融中心的竞争中,由于金融中心的演化过程集中反应了金融业进化的主要历程和本质特征,并且金融业的进化史就是一部不断地降低交易成本和增进金融效率的进化史,因此,以市场竞争为基础的微观金融创新和市场效率的提高在当代金融中心的竞争中起到日益重要的作用。根据本文的观点,虽然本次全球性金融危机会对全球(特别是发达国家)的经济金融体系造成较大的冲击,但金融市场演化的基本趋势不会改变。当然危机过后全球金融发展并不会简单地回复到危机前的发展道路,而动态性、主动性的风险管理策略将在市场参与者未来的投资决策中发挥重要作用,并可能成为实现未来金融稳定的重要的内生性市场机制。就未来国际金融中心的竞争来说,不同发展水平的金融中心将会采取不同的竞争策略。拥有发达金融市场的金融中心,将会在强化金融监管和与实体经济联系的同时,倾向于向更高层次的、拥有更高金融体系极化能力的方向发展;而欠发达的金融中心,则会在后发效应和替代效益这两种力量的相互作用中寻求增强其金融集聚效应的途径。

中国连续 30 年的高速增长和规模巨大的经济金融总量为上海的金融中心发展提供了基础性条件;中国在本次全球性金融危机中遭受相对较小的冲击,而欧、美、日等发达经济国家则受到重创,这为人民币国际化和上海金

融中心的加快发展提供了难得的历史性机遇。近期中国政府出台的一系列措施可以看作是力图抓住这一历史契机的一种努力。为使这些政策供给在提高上海金融集聚能力方面真正发挥作用,以微观金融需求为基础的金融创新和金融供给能力的提高将会处于重要地位。

注释:

- ①伴随着欧洲商业革命的兴起和早期商业经济的发展,威尼斯作为最早的国际金融中心之一,其形成和发展过程就集中反映了这一演化规律和特征。当前国际金融中心在全球范围内呈现出的多层次、多元化发展格局,也是与当今世界的金融演化趋势和金融发展水平十分切合的。
- ②这种因果关系显然与20世纪60年代末雷蒙德·W·戈德斯密斯在研究金融与经济发展的关系时所得到的重要结论一致。根据戈德斯密斯(1994年,第41页)研究,“随着总量的和人均的实际收入和财富的增加,金融上层结构的规模和复杂程度亦增大。在统计资料较充分的几个国家中我们甚至还发现,经济飞速增长的时期也是金融发展速度较高的时期”。
- ③金融业脱离实体经济过度和无序地发展易于造成经济混乱和效率损失,美国次贷危机的爆发及其在全球的蔓延进一步提供了这方面的证据。
- ④显然,我们这里暂且排除了金融中心发展中的离岸金融现象,事实上它与下文所列的第二和第三项因素更为相关。但即使如伦敦这样的全球性金融中心,虽然其离岸金融市场获得了高度发展,但其金融集聚的范围仍主要集中在经济和金融总量巨大并高度一体化的欧洲经济区,即基础性因素仍起核心作用。
- ⑤20世纪60年代伦敦高速发展的欧洲货币市场,以及当前中国政府在政策上推动人民币国际化和上海国际金融中心建设进程等,都属此范畴。这里我们虽然没有直接讨论对金融中心发展具有重要意义的国际化货币因素,但一定程度上可以认为此因素包含在政策性因素中,同时它又与基础性因素和市场效率因素密切相关,因此,国际化货币因素可被视作三项基本因素综合作用的结果。
- ⑥我们这里所使用的“非均衡发展”这一概念显然是比较宽泛的,我们认为,它至少包含了这样几种基本含义:第一,地理区位对经济和金融发展来说,本身就是非均衡的。这里需要强调的是,不仅对于金融集聚和金融中心的发展,而且对于经济总量的集聚(即基础性因素)来说,地理区位的重要性也显而易见。第二,信息是不完全的和非均衡分布的,而与此密切相关的金融集聚效应[例如,Porteous(1995,1999)强调了信息流是国际金融中心发展的先决条件,以及信息对金融集聚的重要作用]还会进一步积累性地导致信息在地理分布上的更大的非均衡。第三,时间是一维的,而历史本身的发展也是非均衡的,在包括前述两个基本因素在内的各种非均衡因素的作用下,在某一时点出现的经济和金融规模的非均衡(如在该时点已形成不同规模的金融中心)又将成为此后经济和金融在时空上非均衡发展的起点,从而导致路径依赖(path dependence)。我们认为,这种路径依赖在当代金融中心的发展和竞争中,突出表现在一些国际金融中心(如伦敦、纽约)一旦形成,就具有相对稳定性。
- ⑦20世纪90年代以来,特别是危机爆发前的近10年来,发生在欧美和欧洲经济区内部的

股票交易所之间的跨洲、跨国收购、兼并和联合现象,代表了这一趋势,交易所之间的竞争向竞争国际性主要交易所的方向发展。

- ⑧关于全球金融危机爆发前国际金融中心的主要竞争趋势和金融体系极化效应的分析,可进一步参见高洪民(2008)。
- ⑨著名的哈里·马克维茨证券组合选择理论阐述了这一思想:当证券组合中包含的证券种类越来越多时,每一种证券收益的随机变动性将会被清除,这就是分散化决策所带来的好处。
- ⑩这些反思广泛涉及全球经济的非均衡、美国轻率滥用的货币政策、人类贪婪的本性以及金融脱离实体经济过度发展等方面。其中,对金融市场的反思,主要集中在对其监管的充分性、有效性及其过度发展等方面,而不是对基础性金融创新工具的基本功能和作用予以根本的质疑或否定。
- ⑪伦敦作为当代主要的全球性金融中心之一,其每年发布的《国际金融中心竞争力指数》在全球已具广泛影响力。本次金融危机爆发后,在其2009年3月发布的最新一期竞争力指数报告中,反映一个金融中心金融市场深度和广度的证券化水平、股票和债券及其衍生品的交易规模和市值等指标,仍是衡量一个金融中心国际竞争力的几个最为重要的关键性指标之一。
- ⑫莫顿·米勒(2002),第9页。
- ⑬近期香港正努力利用推进人民币国际化的契机,加快与人民币离岸金融市场相关的金融创新,并加强与深圳等内地城市金融市场和实体经济的联系,努力打造更具竞争力的全球性资产管理中心。
- ⑭刘志明(2008),第35页。

参考文献:

- [1]弗兰克·奈特.风险、不确定性和利润[M].北京:商务印书馆,2006.
- [2]高洪民.金融全球化与中国国际金融中心的发展[J].世界经济研究,2008,(8):20—24.
- [3]黄解宇,杨再斌.金融集聚论:金融中心形成的理论与实践解析[M].北京:中国社会科学出版社,2006.
- [4]雷蒙德·W·戈德斯密斯.金融结构与金融发展[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994.
- [5]里奥·M·蒂尔曼.金融进化论[M].北京:机械工业出版社,2009.
- [6]刘志明.金融国际化——理论、经验和政策[M].北京:中国金融出版社,2008.
- [7]莫顿·米勒.金融创新与市场的波动性[M].北京:首都经济贸易大学出版社,2002.
- [8]上海财经大学现代金融研究中心,上海财经大学金融学院.2007中国金融发展报告——建设上海国际金融中心专题研究[M].上海:上海财经大学出版社,2007.
- [9]Bindemann K. The future of european financial centres[M]. London: Routledge,1999.
- [10]City of London. The global financial centres index 5[EB/OL]. www.cityoflondon.gov.uk/economic research,2009.
- [11]Davis E P. International financial centers: An industrial analysis[R]. London: Bank of England Discussion Paper, No.51, September,1990:1—23.
- [12]Kindleberger C P. The formation of financial centers: A study in comparative econom-

- ic history[M]. Princeton: Princeton University Press, 1974.
- [13]Porteous D. The geography of finance: Spatial dimensions of intermediary behaviour [M]. Aldershot: Avebury, 1995.
- [14]Porteous D. The development of financial centres: Location, information externalities and path dependence[A]. Martin R. Money and the space economy[C]. Wiley, Chichester, 1999: 95—114.
- [15]Scholey D. Essential features of international financial centers[A]. International financial centers. Structure, achievements and prospects[C]. The 40th International Banking Summer School 1987: 11—24.

The Trend of Future Competition among International Financial Centers after the Financial Crisis and Shanghai's Strategic Choice

GAO Hong-min

*(Institute of World Economy, Shanghai Academy
of Social Sciences, Shanghai 200020, China)*

Abstract: Based on the repudiation and absorption of related theoretical analysis, the paper analyzes the inherent decisive factors in the formation and development of an international financial center from the angles of financial demand, financial supply and the motive force of financial innovation. It maintains that the ongoing global financial crisis will not change the long-term trend of the evolution of modern financial market and international financial centers, and after the crisis financial centers with different development levels will take different competition strategies. The competition among modern financial centers is significantly featured by the emphasis on the polarization effect of financial systems. The initiative and dynamic risk management will become a critical endogenous market mechanism for the future financial stabilization.

Key words: international financial center; global financial crisis; RMB internationalization

(责任编辑 喜 雯)