

上海 - 香港的金融发展  
香港中文大学 李达三博士滬港发展讲座  
2013年12月18日

沈联涛<sup>1</sup>  
香港经纶国际经济研究院 总裁

尊敬的李达三太平绅士，  
宋恩荣教授，  
各位嘉宾，  
女士们先生们：

我非常荣幸被邀请前来参加“李达三博士滬港发展讲座”。李达三太平绅士是一位非常成功，著名的企业家和慈善家。李先生数年来积极参与社会服务和公益活动，对宁波、上海和香港的社会发展，教育，作出了巨大的贡献，并捐建了香港中文大学，他的母校复旦大学，和浙江大学的“李达三楼”。

此次讲座的主题是关于上海和香港的金融发展，但是我想扩展一下这个主题，来讲讲这两个城市在整个中国，乃至全球经济发展中的定位。我的一位恩师，已故的利国伟爵士，曾经将中国比作一架正在起飞的喷气式飞机，而香港和上海正是这架飞机的双引擎。他一定会非常自豪地看到中国在刚刚完成的十八届三中全会上宣布的一系列具有历史意义的重大改革方案以及上海通过建立自由贸易区而进入下一个发展阶段。

在我们即将告别蛇年，迎来马年之际，我们应该看到，过去的一年尽管充满了变数动荡，但是也有很多好消息。首先，本月初，世界贸易组织在巴厘岛重申了关于继续多边主义的协议。这是一项有助于自由贸易的好消息，而香港，上海和中国都是自由贸易的积极参与者。另外，十八届三中全会的胜利召开再一次强调了深化改革的决心，提出并启动了一系列具体的改革纲领和改革方案。

请允许我将我的演讲分成两个部分。第一部分将围绕国际环境和全球金融改革对亚洲和中国的启示，当然，其中包括对上海和香港作为国际金融中心的发展的分析。第二部分，我想讲一下十八届三中全会提出的改革方案的引申含义，并分析这些改革措施对上海和香港的影响。

### **后全球金融危机格局：对金融市场的启示**

经纶国际经济研究院刚刚成功举办了第二届亚洲-全球对话。这个对话提供了一个全球性平台，让企业家、金融家、决策者和思想领袖对亚洲的经济增长，就业，和机遇展开反思。我们可以看到，虽然亚洲经济在中国的十一届三中全

---

<sup>1</sup> 作者感谢黄祖顺、王瑶、李世友和胡文静对本文的研究协助。本文仅代表作者个人观点，与作者所属机构无关。

会后仍处于快速发展中，但也遇到了发展道路上的巨大问题和障碍。而目前发达经济体中，美国经济虽然正凭借页岩油的创新和强大的企业竞争力步入复苏的阶段，但仍然存在不可忽视的社会分歧，并面临艰巨的全面结构调整。欧洲，作为一个统一的经济货币体制，拥有全球10.3%的人口，和28.4%的GDP；但社会支出却占了全球总量的一半，有人认为是不可持续的系统。另外，我们都希望看到安倍经济能够带领日本走出困扰其经济近20年的低迷和通货紧缩。但他的第三支箭—结构性改革正待发射。而其他新兴市场目前正遭遇由于量化宽松货币政策（QE）退出预期而导致的国际资本流动逆转，新兴经济体需要及时作出政策调整，来应对可能出现的资本市场动荡和货币贬值等负面影响。

在刚刚结束的“亚洲-全球对话”会议上，前以色列央行行长，即在亚洲金融危机期间担任国际货币基金组织副总裁的Stanley Fischer教授—最近被奥巴马总统提名为美联储副主席—向我们提出了一个非常具有挑战性的问题：如果亚洲希望以平等的合作伙伴和全球公民的身份参与国际重大问题的对话和讨论，那么我们就必须拿出像G7会议（七国会议）一样具有深度，原创性的亚洲思想和研究。我们得务实的承认在建设性和领导力方面亚洲还没达到G7的高度。

我个人非常同意Fischer教授的看法，并且完全认同这个事实：我们在近两次金融危机中所遭遇冲击的程度与西方国家相当。我想引用一段，Fischer教授也提到过的，Keynes的一段话：“经济学家和政治哲学家的思想，不论其对错，都比一般人想象的要有力得多。实际上世界就是被这些思想所统治的。实干家们自以为摆脱了任何思想和理论的影响，却往往只是某位已故经济学家的奴隶而已。那些疯狂的当权狂者们，似乎是空穴来风般的作出决策，但实际上也不过是从多年前随手涂鸦的学者那里取其妄想。我确信，与思想的蚕食能力相比，既得利益的作用被大大高估了。”

在现今的21世纪，我们仍然被20世纪的思想所左右和误导。其中一个最为明显的例证是，我们利用上个世纪的理论作为指导，采取了运用量化宽松政策来提高通货膨胀的做法。再一次引用Keynes在《和平的经济后果》一书中所说的，“列宁无疑是对的，摧毁货币是颠覆现行社会基础的最精妙绝伦的做法。摧毁货币的过程调动了经济规律中潜藏的所有毁灭力，面对这种毁灭，几乎无人可以洞悉”。

货币所具有的这种力量在金融体系中体现得最为淋漓尽致。20世纪，我们通过金融创新和高负债率创造了史无前例的财富，但与此同时，也造成了前所未有的社会不平等。而现在，提倡储蓄的顺差经济体被不断指责，称其应该为债务国的庞大赤字承担责任。而勤奋和节俭亦被指责为过度借贷和过度负债创造了条件。前美联储主席格林斯潘（Greenspan）最近的访问讲话充分体现了华尔街那种不受约束的资本主义观点在道德和智力上都已经破产：

*“在这段时间里，我对于世界如何运行的看法被彻底扰乱了：金融分析模型在人们最需要它们的时候被证实充满了谬误，…而且这些谬误又都是系统性的，…在我看来，利用数学作为整个金融系统定价基础的理念失败了。那个被*

称作‘Harry Markowitz 方法’的整个风险评估体系失灵了，…评级机构完全没有对风险水平作出最基本的判断，金融监管也失败了。”<sup>2</sup>

那么，我们在全球金融危机中能够得到怎样的教训呢？

- 第一就是信用的缺失：在我们的金融体系中缺少能够扮演公共储蓄保管人的信托责任；
- 第二是短期行为与不良激励机制使得金融系统非常脆弱；
- 第三，我们的金融体系所依靠的现有的经济和金融理论存在严重的缺陷和不足。

总而言之，华尔街金融未能真正地服务于实体经济的有效发展。为了解决这个问题，自金融危机爆发以来，涌现出了一系列的新的政策和改革。其中包括像 Dodd-Frank，量化宽松政策，新巴塞尔协议，Liikanen，Vickers 等新的法律法规。然而这些政策法规的实施不仅会影响发生危机的国家，也会对其他国家和地区的经济产生影响。

现有金融理论中所存在的缺陷，将会对亚洲金融体系的发展产生相当深远的影响。然而幸运的是，15年前的亚洲金融危机使得亚洲的金融机构变得小心审慎，在亚洲的各个金融中心的业务中，无论是买方还是卖方，都没有过分依靠金融创新和金融杠杆来创造财富。然而也正是由于这样的谨慎，亚洲的资本市场没有得到更进一步的发展，金融体系仍然停留在以银行为主导的阶段。<sup>3</sup>

亚洲经济的未来将取决于实体经济的发展。尽管存在短期的不确定因素，亚洲实体经济的几个相当显著的特点在短期之内将不会改变并维持亚洲实体经济的活力：

- 亚洲经济体将通过促进国内消费作为经济增长的第二引擎来重新获得平衡发展。而中国已经开始在这个方向上努力了。
- 亚洲经济体将试图实现三个社会目标。第一，利用人口结构的优势促进经济增长和劳动力就业；第二，通过增加工资，提高社会福利，和财政转移支付等方法解决社会不平等现象；第三，我们要应对日益严峻的环境挑战，例如清洁的空气，水，能源和资源节约，从而营造一个更好的生存环境。
- 亚洲的人口结构有利也有弊。东盟和南亚的人口结构相对年轻化，而这就需要该地区提供大量的教育投资，基础设施投资和创造更多的就业机会；而人口老龄化相对严重的北亚地区，则将要为更多的老年人口提供如医疗保健，社会保险和养老金等的社会福利。
- 在逐渐城市化和迈向中等收入阶层的进程中，亚洲的财富积累将会达到一个非常可观的水平，因此亚洲的金融业应该抓住机遇大力发展财富管理业务，从而更有效地利用这部分储蓄资产。

---

<sup>2</sup> 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#axzz2mrYWzLOi>

<sup>3</sup> 详见 Andrew Sheng, Chow Soon Ng, and Christian Edelmann, Asian Finance 2020, <http://www.funglobalinstitute.org/en/asia-finance-2020-framing-new-asian-financial-architecture>

- 为了提高生产效率，亚洲经济体要更有效地利用科技创新和技术革命，不断加大研发占整个GDP的比例，大力促进有效竞争。

我们基本可以肯定的底线是，亚洲仍将作为全球增长的主要动力，其 GDP 的增长仍将占全球一半以上。根据汇丰银行的预测，到 2050 年，全球 26 个快速增长的经济体中，将有 11 个经济体来自亚洲。<sup>4</sup>而麦肯锡预计，到 2025 年，全球将有 136 个新城市进入世界前 600 城市的排名，这些城市都将来自于新兴市场；而其中将有 100 个城市来自于中国，13 个城市来自印度。<sup>5</sup>

目前，全球大约有42亿居民居住在亚洲，占全世界的三分之二；这三分之二的人口参与了40%的全球贸易，创造了三分之一的全球GDP，并拥有四分之一的全球金融资产。为了更好的服务于经济发展，亚洲金融业需要考虑如下问题：

- 要创造就业，促进贸易和维持增长，亚洲的金融市场就必须大力发展贸易融资，为中小企业提供资本金和营运资金的支持，提供长期的基础设施建设融资和项目融资，并且为投资者更好地管理财富。
- 应该大力发展保险，养老金和资产管理行业从而降低金融市场的期限错配，使这些机构投资者能够为这个经济体系提供长期、稳定的资金支持。另外，保险和养老基金还可以提高社会保障，规避经济体系中的风险并为新兴产业提供风险资本。
- 整体而言，金融业必须提供普惠金融，降低金融抑制，并有效地为私营部门注入资本，吸收风险，从而强化私营部门的稳健性。
- 此外，金融部门应该在其产品和服务的交付过程中更多地利用科技来提高效率，降低成本；并逐渐恢复其作为受托人的信用。

这些变革对于上海和香港这两个作为国际金融中心的城市又将意味着什么呢？

首先，这些国际金融中心城市之间的竞争在日益加剧（或者：金融中心呈现多区域性的竞争局面）。金融时报在今年三月的一项调查显示，香港，上海和北京的外商直接投资流入额（inward FDI）<sup>6</sup>分别位于世界前三位，而伦敦则降至第四位。但事实上，从全方位的金融服务体系上看，想要取代纽约和伦敦的位置却远没有那么容易。

另外，很多区域性的金融中心也在与上海和香港竞争，其中包括北京，深圳，首尔，台北，东京，新加坡，悉尼和孟买。根据由Z / Yen于2013年10月编制的全球金融中心指数，最具竞争力的金融中心是伦敦，纽约，香港和新加坡；其次为东京（排名第5）首尔（排名第10），悉尼（排名15），上海（排名16），深圳（排名27），北京（排名59）。

---

<sup>4</sup> HSBC, The World in 2050, available at [www.hsbc.com/~ / media / HSBC-com / about-hsbc / ...in-%202050.ashx](http://www.hsbc.com/~ / media / HSBC-com / about-hsbc / ...in-%202050.ashx)

<sup>5</sup> 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

<sup>6</sup> 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>

这些金融中心是否能够成功将取决于一系列的因素。比如，香港，新加坡和悉尼的优势在于它们的普通法体系，强有力的监管，以及活跃的、流动性高的外汇市场和股票市场。

此外，而香港和上海目前的一个明显优势在于，人民币作为国际货币的崛起。下面我就来谈谈这个非常值得讨论的问题。

### **十八届三中全会的改革措施 对上海和香港的影响**

目前，毫无疑问，香港已经是一个重要的全球性金融中心了，而中国政府的目标是想要上海成为中国境内的一个全球性金融中心。想要实现这个目标就需要开放人民币资本账户。从这方面来讲，这次的十八届三中全会所提出的改革决策中有很多改革措施，会对上海产生积极影响。我想引用秦晓博士对十八届三中全会的历史意义的一段解读来分析这个问题：

“十八届三中全会关于全面深化改革的决定是中国继上世纪七十年代末十一届三中全会开启改革开放进程之后又一重大的、具有历史意义的改革纲领。它对当下中国经济、社会的重大问题给予了回应，确定了改革的方向、目标和时间表，成立了权威的领导和实施机构。这标志着中国已步入升级版的改革进程，改革前景可期，但改革征途不会是平坦大道。”<sup>7</sup>

“决定”准确的指出，经济改革的核心问题是“处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用”。

在实施决定的过程，中国将会逐步实现利率市场化，人民币汇率市场化，最终实现资本账户的开放。这些都将推动中国全面融入全球经济一体化，贸易一体化和投资一体化。

1993年我来到香港金融管理局工作，至今已过去了二十年。当时的香港已然是一个全球性的国际金融中心，而上海却只是中国的金融中心。那个时候，香港的国内生产总值（GDP）是1096亿美元，中国是6132亿美元，香港是中国的六分之一。而香港拥有430亿美元的外汇储备，是中国外汇储备（211亿美元）的两倍。现在，二十年过去了，上海2012年的国内生产总值（GDP）已经达到2万亿人民币，约合3,212亿美元，已经超过了香港的GDP（2630亿美元）。中国内地2012年的国内生产总值达到82,300亿美元，是香港的33倍。不仅如此，目前香港的外汇储备为3174亿美元，仅占中国内地33,000美元外汇储备的十分之一。当然，从人均的角度来看，香港仍然远高于上海和中国内地。香港的人均GDP为36,763美元，而上海仅有13,434美元，中国内地为6,091美元。香港人均收入较高一方面也是因为其人口相对稳定地保持在720万左右，而上海的人口在2012年已经达到2,370万。

---

<sup>7</sup> 财经杂志，2013年第35期，<http://magazine.caijing.com.cn/2013-12-08/113663152.html>

诚然，上海的土地面积为2,448平方英里（6,340平方公里），而香港只有426平方英里，约合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，新加坡的国土面积为275.8平方英里，约合714.3平方公里，而人口总数为540万。

以上所讲的大部分是从流量的角度对上海和香港的经济、金融发展做出分析和预测。下面我想换一个角度，从全球财富的视角来看看这两个城市金融发展的潜力。根据IMF最新的预测，在未来五年内，香港的GDP增长率将保持在每年3.5%到4%的水平，而中国内地则大约为每年7%。两倍于香港的增长速度意味着，在实际收入和财富水平方面，中国将进一步缩小与香港之间的差距。同时，在未来几年，人民币在国际经济和贸易中的地位也将变得更加重要。

《2013瑞士信贷全球财富报告》<sup>8</sup>将“财富”定义为个人和家庭的财富。报告指出，全球最富有的国家是美国，拥有财富72.1万亿美元；其次是日本，拥有22.6万亿美元；然后是中国，拥有22.2万亿美元。欧洲作为一个整体，拥有76.2万亿美元总财富。与2012年的最高点，241万亿美元相比，全球财富增长了4.9%；与2003年相比，增长了68%，其中有72%的增长来自于美国。全球人均财富达到了一个新的历史高点，5.16万美元。而瑞士的人均财富也回到了50万美元以上的水平。

《瑞士信贷报告》预计，在未来五年内全球财富将上升近40%，达到334万亿美元。新兴市场将贡献29%的增长。中国将占到新兴经济体财富增长的近50%。

2018年，美国财富总额将以一百万亿美元的总身家，保持领先地位。中国将超过日本，成为世界上第二富有的经济大国。到2016年左右，中国就将拥有约34.7万亿美元的总财富。而欧元区国家目前占全球财富的24%，但其财富水平预计于2016年达到76.8万亿美元，占全球财富的比例下降至23%。换句话说，到2018年，作为金融中心的上海必将掌管着相当可观的中国财富。但即使中国的财富增长迅速，但世界最主要的金融中心仍然将会在美国和欧洲，因为中国的财富规模仍只是欧洲的一半，美国的三分之一左右。

截止到2013年6月，相比较于中国22.2万亿美元的个人财富总值，香港的个人财富约为9000亿美元，新加坡的财富为11万亿美元。

基于GDP的高速增长，到2018年，中国的财富大约为34.7万亿美元，比2013年高出56.7%。除非新加坡、香港、澳大利亚和其他地区能够实现同等规模的GDP增长，并吸引境外资金和外资银行，否则，这些金融中心的规模将会相对小于中国的金融中心，特别是上海。另外，北京、深圳等其他金融中心也将与上海竞争中国金融发展中的领导地位。

总而言之，随着经济的持续强劲发展，中国的财富在未来五年内将继续增长。因此，这对于上海和香港来说是一个巨大的发展机遇。

---

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

到目前为止，我还没有具体讲到关于上海和香港在中国金融发展方面应该有哪些贡献。这些内容已经在中国人民银行和中共三中全会的改革纲领中描述得非常详细，所以不需要我再加以说明了。

毫无疑问，随着人民币国际化和资本账户完全开放（预计将于2020年实现），人民币将在提高香港和上海国际金融市场地位的过程中发挥关键作用。国际清算银行2013年的外汇调查显示，人民币在全球外汇交易中排名中已经上升至第九名：从2010年每天340亿美元的交易额，飙升至2013年的1,200亿美元。可是，尽管人民币已经是世界第九最活跃的外汇货币，其占全球外汇市场的份额仍然只有2.2%，人民币距超越英镑、澳元、瑞士法郎和加拿大元等其他国际货币仍然有一段时日。而且，大部分人民币交易仍然局限于离岸交易。

汇丰估计，在未来的三年内，30%的中国贸易总额将会以人民币结算，其中50%来自于新兴市场国家的双边贸易。换句话说，到2015年，将近2万亿美元的跨境贸易会以人民币结算，届时人民币将成为全球贸易中三大货币之一。

为了支持这项进程，自2010年6月，中国人民银行已经与全世界超过20个国家的央行，签订了超过2.6万亿元人民币（4260亿美元）的双边互换协议。最近与英国央行、印尼央行和欧洲央行签署的互换协议将促进贸易融资，并更大程度地促进人民币成为官方外汇储备货币。

央行愿意使用双边货币互换，以支持贸易的举措是鼓舞人心的。因为这意味着贸易融资将不会像2008年金融危机期间那样中断，央行可以作为最后贷款人对贸易融资提供支持。

总之，上海和香港将继续扮演在金融，贸易和投资方面重要的角色，帮助中国“走出去”。

在结束演讲之前，我不能不讲一下上海自由贸易区（FTZ）。尽管上海自由贸易区仅占地28平方公里，但作为一个试点项目，它是中国的监管改革大胆向前迈进的一步。

12月2日，中国人民银行（PBOC）公布了《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》<sup>9</sup>，探讨如何促进投资、融资和支付的方式，推动资本项目自由兑换；推动保税区内跨境使用人民币和更灵活的人民币政策，促进利率市场化改革，以及深化外汇体制改革，适当的放松外汇管制制度。

这些政策建议在某程度上意味着自由贸易区是以香港这一自由港为原型在上海的复制。而事实上，中国已经在前海、横琴和南沙建立了不同版本的“香港”，因此香港在新的竞争环境下需要改变策略。如何改变是另一个演讲的主题。

## 结论

---

<sup>9</sup>[http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2013/20131202094934794886233/20131202094934794886233\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2013/20131202094934794886233/20131202094934794886233_.html)

十一届三中全会对市场经济改革的决定、中国收入和财富的增长以及亚洲区域增长的势头，让我相信上海-香港金融发展的前景是充满潜力的。未来十年将会带给香港和上海巨大的改革机遇，使市场更好地服务实体经济。香港在某些领域可以补充上海，而在其他领域则可以寻求和上海不同的发展路径，充分服务小众市场。所以，香港和上海两个市场结构和发展模式也不一定要完全相同。

谢谢大家。我很乐意回答关于以上演讲内容的任何问题。

香港

2013年12月18日