



梁祥煊
高級經濟師
billleung@hangseng.com

嚴愛群
首席經濟師
joanneyim@hangseng.com

2009年6月24日

上海成爲國際金融中心的前景

- 中國內地計劃 2020 年之前將上海建設成國際金融中心，是人民幣國際化的規劃中的一部份。內地有意提升人民幣的國際地位，尤其是環球金融危機後，美元因美國政府負債累累而受壓。一個更廣、更深、發展更完善的金融市場將會促進人民幣國際化。
- 上海很大程度上已是內地的全國性金融中心，但在市場開放程度、市場規模及所提供產品的種類及複雜性方面，上海較諸全球主要的金融中心，仍然存在差距。
- 不過，較諸區內其他眾多競爭對手，上海擁有成爲國際金融中心的明顯優勢，包括背後有全球其中一個最活躍的經濟體系及政府的優惠政策支持。上海能否縮窄與全球主要金融中心之間的差距，將取決於內地如何放寬目前防礙上海成爲國際金融中心所存在的限制，包括資金流動方面的限制及人民幣不可自由兌換等。而這很大程度上將視乎內地如何衡量人民幣國際化的相關利益及風險，及何時能具備抵禦該等風險所必需的基礎設施。

內地政府於 4 月 29 日公佈了一項計劃（稱「計劃」），目標是於 2020 年之前將上海建設成國際金融及航運中心。一如所料，「計劃」於內地及香港引起廣泛關注及討論，特別是有關「計劃」對人民幣的兌換性及國際角色的影響。

藍圖

根據「計劃」，內地會於 2020 年之前將上海建設成與中國經濟實力及人民幣國際地位相稱的國際金融中心（表 1）。到 2020 年，政府希望上海擁有功能齊備及高度國際化的金融市場，當中齊集具國際競爭力的金融機構及專業人士，及具備必要的稅收、信用及監管等法律法規體系。



表 1: 上海邁向國際金融中心的發展框架

政府的主要目標：

1. 於 2020 年之前將上海建設成與中國經濟實力及人民幣國際地位相稱的國際金融中心
2. 到 2020 年，上海將擁有
 - 功能齊備及高度國際化的金融市場體系
 - 齊集具國際競爭力的金融機構
 - 金融專業人士充備
 - 符合發展需要的稅收、信用和監管法律及法規等體系

資料來源：《國務院推進上海建設國際金融中心和國際航空運中心》，新華網；恒生銀行

廣泛而言，內地政府對上海至 2020 年的願景與一般認為國際金融中心應具備的條件定符合。根據國際貨幣基金組織的定義，「國際金融中心是大型的國際性全方位服務中心，具備先進結算及支付系統，支持大型境內經濟，市場具深度及流通性，當中有廣泛的資金來源及用途，其法律及監管架構足以保障委託與代理二者關係及監察職能的誠信」⁽¹⁾。

根據「計劃」，內地政府將會於未來數年在上海引入更多金融產品、衍生工具及期貨交易(表 2)，並會鼓勵國際發展機構發行更多人民幣債券。其他境外企業亦會陸續獲准發行人民幣債券，及在上海證券交易所上市。上海更將透過鼓勵國際再保險公司於上海開業，以及成立中資及中外合資再保險公司，致力發展再保險市場。

「計劃」尤其著重發展投資銀行、基金及資產管理公司以及融資租賃公司，藉以形成一群具備國際競爭力的金融機構。內地政府將積極發展各類股權投資及創業投資基金，及拓展各類金融業務，包括私人銀行、離岸金融、汽車金融及商業銀行的併購融資業務。

總括而言，在上海邁向國際金融中心的過程中，「計劃」涵蓋強化上海金融基礎設施的框架及具體措施。在業務國際化方面，上海將會發展新金融機構、服務及產品，並開放市場。在金融體系的運作及監管方面，將會引入國際法律及監管慣例，並會培訓必需的專業人才。

¹ 「離岸金融中心」，IMF Background Paper，國際貨幣基金組織，2000 年 6 月 23 日



表 2: 建立功能齊備及國際化金融體系的具體措施

為建立功能齊備及國際化金融體系將發展的新市場工具及將採取的新措施：

1. 發展企業債券、資產擔保證券、外幣債券等
2. 發展以股票指數、匯率、利率、股票、債券、銀行貸款等為基礎的衍生產品
3. 引入能源和金屬類商品期貨交易
4. 擴大上市公司的行業覆蓋面和規模
5. 發展證券投資基金和保險基金等各類型機構投資者
6. 逐步允許境外投資者參與上海金融市場、擴大國際開發機構發行人民幣債券的規模，並允許境外公司發行人民幣債券
7. 發展再保險市場。將會引入中資及中外合資再保險公司、鼓勵國際再保險公司在上海開業，及研究開展境外再保險業務的可能性
8. 推進內地與香港的金融合作

將發展的金融機構和業務體系

1. 各類金融機構，重點為投資銀行、基金及資產管理公司、貨幣經紀公司、融資租賃公司等
2. 各類股權投資基金、創業投資基金等
3. 私人銀行業務、離岸金融、信託融資業務、汽車貸款等
4. 開展商業銀行的併購融資業務
5. 推進金融市場對外開放

資料來源：《國務院推進上海建設國際金融中心和國際航運中心》，新華網；恒生銀行

人民幣國際化

內地政府早已希望發展上海成為國際金融中心。早於 1991 年，已故元老鄧小平已經有意恢復上海過往的金融中心角色；這一意念其後於 1992 年舉行的中國共產黨第十四次全國代表大會中被採納為政策目標²。

中國內地計劃 2020 年之前將上海建設成國際金融中心，是人民幣國際化的規劃中的一部份。內地有意提升人民幣的國際地位，尤其是環球金融危機後，美元因美國政府負債累累而受壓。一個更廣、更深、發展更完善的金融市場將會促進人民幣國際化。

上海已是全國性的金融中心

多年來，中國內地曾作出多番努力恢復上海的金融中心角色。上海市浦東區陸家嘴金融貿易區正是努力的成果，是中國內地的華爾街。陸家嘴金融貿易區薈萃內地大部份重要金融機構，包括中國人民銀行繼北京之後的第二總部、中國外匯交易中心及中國債券交易中心(表 3)。

² 黨代表大會採納政策建設上海為三個中心：國際經濟中心、國際金融中心及國際貿易中心。



表 3: 上海主要的金融機構

機構	成立
中國人民銀行第二總部	2005 年
上海證券交易所	1990 年
中國外匯交易中心	1994 年
全國銀行間同業拆借中心	1996 年
中國債券交易中心	1997 年
黃金交易所	2002 年
石油期貨市場	2006 年
中國金融期貨交易所	2006 年
中國人民銀行征信中心	2008 年

資料來源：《建設上海國際金融中心：戰略目標、進展與面臨的挑戰》，徐明棋，上海社會科學院，2007 年；恒生銀行。

今日，上海作為中國內地全國性金融中心的地位毋庸置疑。以市值、成交額及募資金額計，上海擁有全國最大的股票市場(表 4)。上海亦擁有內地最大的債券市場（以交易價值計）及唯一的黃金交易市場，並為境內註冊成立的外資銀行最集中的城市（以數量及資產計）。

表 4：上海在內地金融市場的領導地位

市場／行業	參數	2008 年底	佔全國百分比	
股票市場	市值（人民幣億元）	97,252	82.2	
	市場成交額（人民幣億元）	180,430	67.5	
	募資金額（首次發行上市+再次發行，人民幣億元）	1,918	61.3	
債券市場	現貨交易（人民幣億元）	2,076	97.8	
	回購交易（人民幣億元）	24,269	100.0	
黃金市場	現貨交易（噸）	4,457.6	100.0	
保險市場	管理資產（人民幣億元）	10,000（約數）	46（約數）	
	基金管理公司數目（中外合資）	30 (19)	49.2 (57.6)	
基金管理	管理基金（中外合資）（人民幣億元）	7,210 (5,000)	37.1 (58.2)	
	銀行業	境內註冊成立境外銀行	數目	17
總資產（人民幣億元）			8,451	84.8
保險業	境外財產保險公司	數目	7	63.6
	中外合資人壽保險公司	數目	12	46.2

資料來源：《2008 年上海金融市場交易總額超 167 萬億元》，新華網，2009 年 1 月 3 日；《2008 年中國金融市場發展報告》，中國人民銀行；中國人民銀行；上海市人民政府網頁



但仍非國際金融中心

儘管上海在內地金融市場舉足輕重，然而，較諸倫敦或紐約等全球主要金融中心，上海在市場規模及所提供金融產品及服務的種類及複雜性方面仍有不足。例如，內地的外匯交易額不足倫敦的 1%(表 5)。而縱使上海證券交易所的市值較倫敦高，但籌資金額卻不足倫敦的四分之一，成交額更不足紐約的十分之一。

表 5: 上海在全球金融市場的地位

		上海	香港	東京	紐約	倫敦
股票市場	市值(2009年3月, 億美元)	18,630	13,070	26,110	79,460	16,760
	成交額(2008年, 億美元)	25,870	16,290	55,860	336,390	64,740
	募資金額(2008年, 首次發行上市加再次發行, 億美元)	280	520	110	1,510	1,250
已發行債券(境內, 2008年底, 億美元)*		22,100	500	110,770	246,220	12,230
外匯市場成交額(2007年4月, 每日平均, 億美元)		90	1,750	2,380	6,640	13,590
銀行外部資產(2008年底, 億美元)		不適用	7,890	25,750	26,000	56,390

* 整個國家/地區, 非個別城市

資料來源: 國際證券交易所聯會; 國際清算銀行

上海與世界主要的金融中心比較，除量方面見不足，質方面亦有差距。根據倫敦市最新發表的環球金融中心指數(Global Financial Centre Index)，2009年上海在全球 62 個金融中心中排名第 35 位(表 6)，與布魯塞爾(32 位)及哥本哈根(38 位)的級別相近。環球金融中心指數是按照金融專業人士對各金融中心的人才多寡、稅制、法律及監管環境、資訊渠道、與客戶及國際金融市場的聯繫等因素的評估，將全球 62 個金融中心排名。

上海肯定在某些方面較其他金融中心優勝。例如，2008 年，上海位列全球橡膠期貨交易首位，並繼倫敦金屬交易所之後位列全球銅、鋁及鋅期貨交易次席。上海亦位列全球黃金現貨交易首位。然而，整體而言，上海仍需著力提升多方面水平方可成為國際金融中心。問題是，在 2020 年前上海與全球主要金融中心之間的差距可以縮窄多少。



表 6: 環球金融中心指數

城市	排名	分數	主要評估因素
倫敦	1	781	<ul style="list-style-type: none"> • 人才 人才多寡、勞動市場靈活性、商業教育及「人力資源」發展 • 營商環境 監管、稅率、廉潔、經濟自由及營商難度 • 市場參與 證券化程度、股票及債券成交量及成交額，及一個中心中從事金融服務的眾多公司的聚集效應 • 基礎設施 樓宇及辦公室的成本及供應、其他基礎設施因素如交通 • 一般競爭力 整體競爭力，以一般經濟因素釐定，例如價格水平、經濟氣氛及生活質素
紐約	2	768	
新加坡	3	687	
香港	4	684	
蘇黎世	5	659	
東京	15	611	
上海	35	538	
北京	51	478	

資料來源：環球金融中心指數，2009年3月，倫敦市

上海的競爭優勢及限制

較諸眾多競爭對手，上海具備成為國際金融中心的明顯優勢。上海背後有全球其中一個最活躍的經濟實體支持。1998 至 2008 年間，中國內地的經濟增長平均每年 9.6%，增速躋身全球前列。儘管中國未來十年的經濟增長將會放緩，但預期內地仍可於數年內超越日本，成為僅次於美國的全球第二大經濟實體(表 7)。

表 7: 中國內地已為全球第三大經濟實體，並預期將於數年內取代日本名列第二

	2008 年全球國內生產總值佔比	
	按市場匯率	按購買力平價匯率
美國	23.5%	20.7%
日本	8.1%	6.3%
中國	7.3%	11.5%
德國	6.0%	4.2%

資料來源：國際貨幣基金組織

2007 年，中國內地亦是全球第三大外貿國，排名僅次於美國及德國之後，並是全球第六個最多外商直接投資的國家(表 8)。上海位處內地最活躍和繁榮的長江三角洲核心地帶，加上中國內地在全球貿易及投資方面的顯赫地位，未來的商業及金融流量有堅實保證。一個城市如果擁有龐大的商業及金融流量，不僅可以推動自身的增長，更能凝聚海外的投資者。



表 8:中國內地的國際貿易及投資地位

商品出口加進口，2007 年			外商直接投資流入，2007 年		
	億美元	佔有率，%		億美元	佔有率，%
美國	31,829	11.3	美國	2,328	12.7
德國	23,850	8.5	英國	2,240	12.2
中國	21,737	7.7	法國	1,580	8.6
日本	13,339	4.7	加拿大	1,087	5.9
法國	11,686	4.1	荷蘭	994	5.4
英國	10,574	3.8	中國	835	4.6
小計	113,015	40.1	小計	9,064	49.4
其他	168,925	59.9	其他	9,269	50.6
全球總計	281,940	100.0	全球總計	18,333	100.0

資料來源：世界貿易組織；聯合國貿易暨發展會議《2008 年世界投資報告》

註：根據聯合國貿易暨發展會議，外商直接投資流入包括境外直接投資者向外商直接投資企業（直接或透過其他關連公司）提供的資金，或境外直接投資者從外商直接投資企業取得的資金。外商直接投資包括以下三個組成部分：股本、再投資盈利及公司間貸款。

然而，內地亦存在本身的限制及弱點，當中最明顯的莫過於資金流向的限制。資金流動受制無可避免會限制內地金融市場的商業流量(表 9)。人民幣不可自由兌換是另一個限制諸如外匯買賣及首次公開發行上市等業務的因素。其他限制包括對資訊及外商參與的控制。內地能否或會否放寬該等限制將會決定上海能否於 2020 年前追上世界其他主要金融中心。

表 9：部份中國內地的限制及弱點

限制	弱點
<ul style="list-style-type: none"> 資本控制 人民幣兌換性 資訊控制 外商參與的限制 利率及貸款控制 	<ul style="list-style-type: none"> 人才多寡 風險管理 企業管治 國際競爭力 金融基礎設施

資料來源：恒生銀行

部份弱點例如人才不足，可以透過恰當的薪酬激勵而較易解決。上世紀 90 年代外商直接投資大舉流入內地亦證明法律及監管環境不足未至妨礙外商流入。但其他限制將較費時處理。

例如，控制資本流動的目的是減少任何外來衝擊對本地經濟的影響；人民幣在資本帳項下不可自由兌換亦如是。面對當前的環球金融危機後，內地政府不大可能於短期內放寬任何該等控制。



一個國際金融中心不但可以幫助內地大大提升資金運用的效益，有利經濟持續增長，同時亦會為內地不斷增長的財富造就更多投資機會，及更能切合境內外企業的需要。發展國際金融中心的過程亦有助促進人民幣的國際化。

上海能否在 2020 年前縮窄與全球主要金融中心之間的差距，將取決於內地如何放寬上述的限制。而這將視乎內地如何衡量人民幣國際化的相關利益及風險，及何時能具備抵禦該等風險所必需的基礎設施。

免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非（亦不可作為）買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。