

危机后的全球金融中心 *

史蒂芬·柯恩

〔摘 要〕金融中心之间的国际竞争极为激烈，而全球金融危机将加速其格局的改变。美国和欧盟的金融市场仍旧提供着全球近四分之三的金融服务，但危机之后，它们在许多市场领域的活动都明显萎缩了。新兴金融市场，尤其是亚洲，在过去几年内迅速增长，并且开始加速它们对传统金融中心的追赶步伐。北京、首尔、深圳、上海和迪拜等新兴金融中心自 2007 年以来国际排名迅速提高，在竞争力水平方面，首尔上升了 42%，北京 27%，孟买 22%，上海 16%。关于金融中心的未来竞争态势，我们总结出了四个重要的影响因素：第一，由于既有的市场优势和良好的经济环境，伦敦、纽约、香港和新加坡等传统全球金融中心在危机后仍是全球金融的集聚地；第二，长期来看，新兴金融中心可能在建设市场环境的规模和广度方面取得成功，从而进入全球金融中心的第一集团，而此次危机可能加速这一趋势；第三，地区和区域性金融中心可能会寄希望于市场参与者与政策制定者重新将注意力放到国内市场，然而这种优势很可能不会持续太长时间；第四，良好的监管体系是金融中心的重要竞争优势，那些不遵循国际监管规则的金融中心将面临越来越大的国际政治压力和指责。

关键词：金融中心 金融危机 金融监管

JEL 分类号：G01 G15 G18

一、引 言

金融中心并不容易撼动。它们是经过长期历史阶段形成的。即使金融市场陷入动荡或者经济条件恶化，金融中心在其商业环境中所发挥的支柱性作用也很少受到影响。在过去的数十年里，世界的主要金融中心迅速成长，与经济相互支撑，共同发展。在大多数发达与新兴市场经济中，国内经济增加值的份额有显著上升。

不过，在最近这次大规模高强度的金融危机之后，我们有必要就危机对世界主要金融中心的潜在影响及后者的经济前景进行考察，进而对其未来的发展道路进行评估。显然，金融中心的运行状况构成了全世界各行业企业运营的商业环境的重要部分，因而对其他部门、就业和经济具有广泛的影响。危机对金融中心的最终效应只有在今后才能看到，本文则对主要发达与新兴金融中心的当前状况进行考察，并且提出了影响其未来竞争力的重要因素。

二、危机后金融中心的总体状况

虽然金融危机对美国和欧盟造成了重大冲击，它却并未立即导致全球主要金融中心结构的实质性改变。美国与欧盟的金融中心成功地保持了其强大的统治地位，并且继续提供全球金融服务约四分之三的份额，不过在许多具体市场领域中其地位则要弱得多。

* 史蒂芬·柯恩(Steffen Kern)，德意志银行国际金融市场政策部主任，经济学博士。本文为主编特约稿。

银行:超过三分之二的全球银行资产集中在美国和欧盟的金融中心^①。整体上看,它们获取了全球投资银行服务收益的四分之三以上^②。

股票市场:美国、欧盟、日本、香港和新加坡的传统股票交易所仍然占据着统治地位,占有全球股票市场约三分之二的资本额,尽管这一份额相对于 2000 年 90% 的峰值已经大大降低了^③。与此同时,它们占据全球股票交易量 79% 的份额,标志着其仍然牢牢地把持着世界股票交易中心的地位^④。此外,美国和欧盟的股票衍生品超过了全球总量的四分之三^⑤。

债务票据:超过 70% 的私人和公共债券和近 80% 的利率衍生品净值在美国与欧盟的传统金融中心登记^⑥。在所有新的国际债券当中有近四分之三是在纽约或欧洲的主要金融中心发行的^⑦。

外汇:外汇交易仍集中在伦敦和芝加哥,而英国和美国占据了全球交易量的 50%^⑧。外汇衍生品交易中有 70% 是在美国和欧盟进行的^⑨。

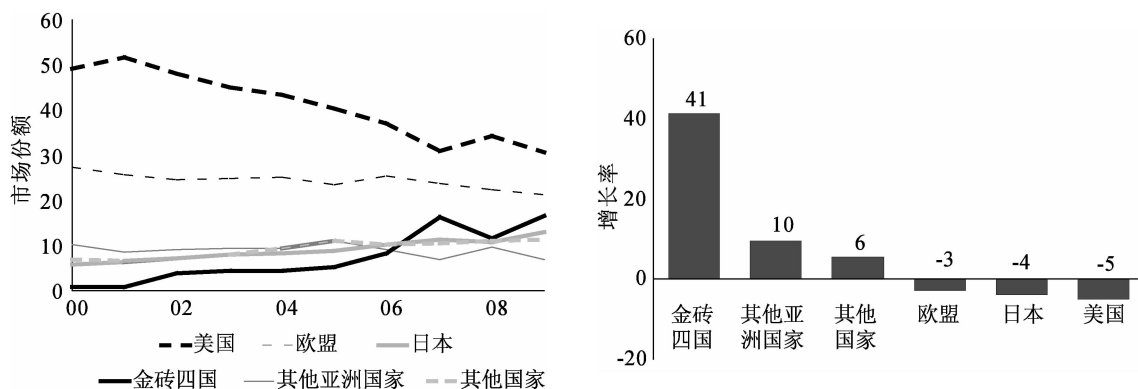


图 1 传统股票市场的衰退

注:两图分别为国内上市公司资本额占全球总量份额(%)和 2000 年~2010 年复合年均增长率。

数据来源:世界交易所联合会和德意志银行研究。

不过上述数据并不能掩盖欧洲和美洲传统金融中心的历史地位正受到新兴金融中心的挑战这一事实^⑩。股票市场是这方面的典型例子:大西洋两岸金融中心在全球股票市场资本额中所占的份额由 2001 年 78% 的峰值跌至目前的勉强超过 50%,与此同时,它们在股票交易量中所占的份额也由 86% 跌至勉强超过 70%^⑪。值得注意的是,金砖四国股票市场的年增长率超过了 40%,而欧盟和美国市场则实际上收缩了。与此相似,金砖四国在上市公司数量上所占的份额也由 2000 年的仅仅超过 2% 上升到了今天的 22%^⑫。2009 年单是中国就占了全世界 IPO 的一半以上^⑬。相

① 参见 Transatlantic Business Dialogue(2010),第 9 页。

② 参见 International Financial Services(2010),第 5 页。

③ 数据来源于世界交易所联合会(World Federation of Exchanges)和德意志银行研究。

④ 数据来源于世界交易所联合会(World Federation of Exchanges)和德意志银行研究。

⑤ 参见 Transatlantic Business Dialogue(2010),第 9 页。

⑥ 参见 Transatlantic Business Dialogue(2010),第 9 页。

⑦ 数据来源于国际清算银行和德意志银行研究。

⑧ 参见 Transatlantic Business Dialogue(2010),第 9 页。

⑨ 参见 Transatlantic Business Dialogue(2010),第 9 页。

⑩ 关于美国 and 欧盟金融市场在世界经济中地位的详细分析,参见 Kern(2008)和 Transatlantic Business Dialogue(2010)。

⑪ 数据来源于世界交易所联合会(World Federation of Exchanges)和德意志银行研究。

⑫ 数据来源于世界交易所联合会(World Federation of Exchanges)和德意志银行研究。

⑬ Kern(2008),第 22 页。这一数字包括香港特别行政区。参见 International Financial Services(2010),第 8 页。

似地，亚洲在全球投资银行收益中所占的份额从 2000 年的 13% 上升到了 2009 年的超过 20%^①。

鉴于上述长期趋势，显然传统金融中心，包括纽约、伦敦、巴黎、苏黎世，还有香港和新加坡，在保持其地位上面临着越来越大的压力。

三、金融中心之间的竞争

世界各大金融中心的竞争态势也反映了上述趋势。传统金融中心数十年来不断发展壮大，在国际竞争力上总是占据高位。就竞争力而言，位居前十位的金融中心通常都会包括伦敦、纽约、香港、新加坡、东京、芝加哥、苏黎世和日内瓦^②。其他发达经济体内的金融中心如悉尼、多伦多、法兰克福、波士顿、旧金山、华盛顿、卢森堡、巴黎则经常出现在前 25 名之内。

表 1 世界金融中心排名

1 到 20 名	11 到 20 名	21 到 30 名	31 到 40 名
伦敦	多伦多	墨尔本	哥本哈根
纽约	法兰克福	蒙特利尔	维也纳
香港	波士顿	开曼群岛	威灵顿
威灵顿	北京	爱丁堡	马德里
东京	旧金山	首尔	奥斯陆
芝加哥	华盛顿	都柏林	米兰
苏黎世	卢森堡	汉密尔顿	罗马
日内瓦	巴黎	阿姆斯特丹	赫尔辛基
悉尼	温哥华	斯德哥尔摩	孟买
上海	迪拜	布鲁塞尔	布拉格

注：本表依据全球金融中心指数(GFCI)的前 40 名。

数据来源：伦敦城与德意志银行研究。

过去的几年里，上述金融中心无论在排名或竞争力水平上都没有发生显著变化。除去一些微小变化之外，世界主要金融中心的排名表基本上是静态的，而其竞争力水平的提高——2007 至 2010 年间对于伦敦、纽约、法兰克福和巴黎在 1% 和 3% 之间——也很小。

这些金融中心表现的持续性与新兴金融市场的迅速崛起形成了鲜明对比。自 2007 年初以来，北京、首尔、深圳、上海和迪拜等新兴金融中心在全球排名上取得了大幅提高，分别向前跃进了 20、17、14、13 和 4 位^③。更引人注目的是，这些金融中心的竞争力水平也有相当大的进步，首尔上升了 42%，北京是 27%，孟买 22%，上海 16%。

这些新兴金融中心成功地把握住了向传统交易中心逼近的机会。相应地，金融中心竞争力水平在 2007 至 2010 年间的提高与其初始排名密切相关^④。

我们将金融中心分类以便分析其发展状况。大多数分析都显示了金融中心在其地理影响范围

① 参见 International Financial Services (2010)，第 5 页。

② 参见 City of London (2010)，第 28 页。这里的排名基于伦敦城全球金融中心指数(GFCI)，这一指数自 2007 年以来每半年发布一次，基于人力资本可得性、商业环境、市场渠道、基础设施、总体竞争力和市场参与者的评价等方面的指标对全球 75 个金融中心进行排名。其他的相关评估材料还包括世界经济论坛的《全球竞争力报告》，其中基于金融市场发展水平、当地股票市场融资、贷款渠道的便利性、风险投资可得性、资本流动限制、投资者保护力度、银行稳健性、证券交易监管和法定权利等诸方面得出金融市场状况指数，对 133 个国家进行了评估。报告未对金融中心进行个别分析。参见 World Economic Forum(2010)，第 337 页。

③ 参见 City of London(2010)，第 28 页。排名的变化根据表中城市的加入和退出做了调整。

④ 2007 至 2010 年间全球金融中心指数水平的百分比变化与 2007 年的金融中心排名之间有着密切的相关性(r=0.71)。

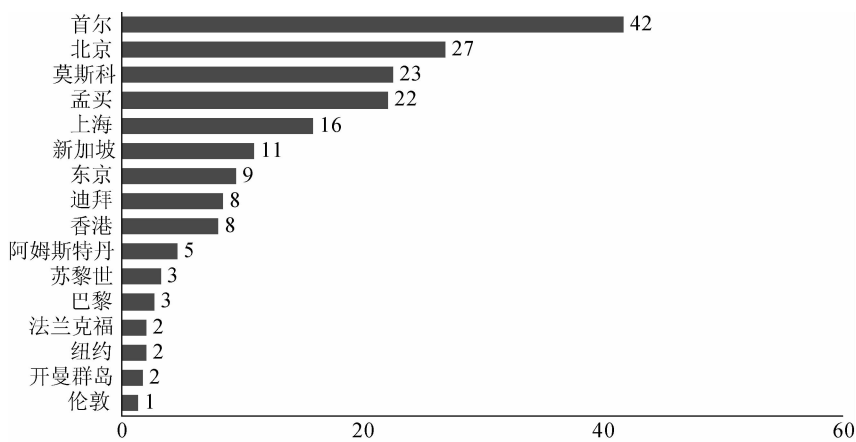


图 2 新兴金融中心竞争力的提高

注：本图反映了特定国家 2007~2010 年间全球金融中心指数排名的百分比变化情况。

数据来源：伦敦城与德意志银行研究。

和发展成熟水平方面的差异性。在一个极端上,那些具有全球影响力的成熟金融中心包括芝加哥、法兰克福、香港、伦敦、纽约、新加坡、多伦多和苏黎世。在规模水平的另一端,布达佩斯、伊斯坦布尔、利雅得等城市被认为在影响力上主要是区域性的,并且处于通往具有较大深度与广度金融市场发展过程的初期阶段。在两者之间,有着地理影响范围——从本地到国际与全球——和发展程度——从新兴到成熟——各不相同的大量金融中心。我们所讨论的绝大部分竞争力排名与水平的变化都发生在金融中心排名表的中低位置。

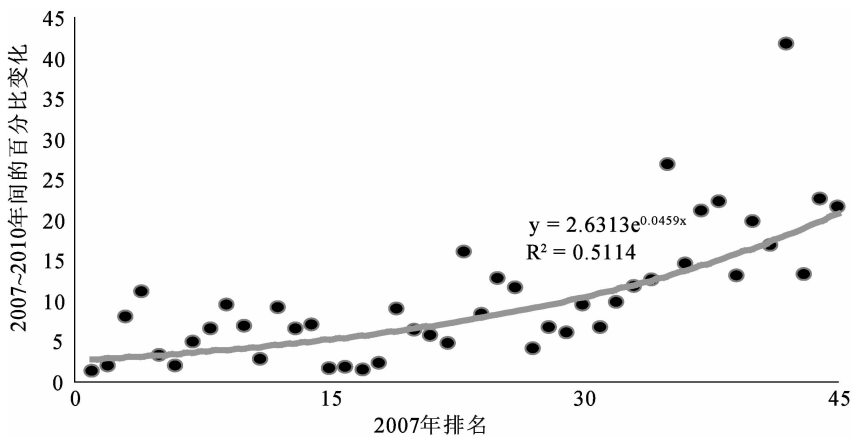


图 3 新兴金融中心的追赶过程

注：本图反映了金融中心 2007 年及之后全球金融中心指数排名的百分比变化与 2007 年排名之间的关系。图中为指数趋势。

数据来源：伦敦城与德意志银行研究。

在这里,有三点值得我们特别注意。第一,尽管传统金融中心仍居于统治地位,竞争力排名表的前列已经不是它们的专利。更重要的是,上海、北京和迪拜已经成功地进入金融中心竞争力的第一集团,尽管在市场规模与成熟程度上它们仍属于新兴金融中心。

第二,欧洲金融中心的排名总体下降了。伦敦、巴黎、马德里、米兰、法兰克福和阿姆斯特丹显然已经在与其他发达及新兴金融中心的竞争中落后,并且看起来正在失去提高其竞争力的机会。

最后,对金融部门竞争力的实证评估的结果各异甚至不时相互矛盾^①。根据竞争力、市场成熟水平、复杂程度和其他指标所适用标准的不同,金融中心可能位于完全不同的发展阶段。

表 2 世界金融中心的竞争力水平

前 20 名				最后 20 名			
首尔	42	布达佩斯	13	日内瓦	6.8	马德里	4.1
北京	27	华沙	13	赫尔辛基	6.7	苏黎世	3.2
莫斯科	23	卢森堡	13	斯德哥尔摩	6.6	巴黎	2.7
孟买	22	维也纳	13	芝加哥	6.6	墨尔本	2.3
雅典	22	哥本哈根	12	旧金山	6.5	法兰克福	2.0
罗马	21	温哥华	12	蒙特利尔	6.4	纽约	2.0
布拉格	20	新加坡	11	米兰	6.0	开曼群岛	1.8
里斯本	17	奥斯陆	10	都柏林	5.7	爱丁堡	1.7
上海	16	东京	9	悉尼	4.9	汉密尔顿	1.5
威灵顿	15	布鲁塞尔	9	阿姆斯特丹	4.7	伦敦	1.3

注:本表反映了全球金融中心指数(GFCI)竞争力水平的前 20 名与最后 20 名在 2007 至 2010 年间竞争力水平的百分比变化。

数据来源:伦敦城与德意志银行研究。

四、危机后竞争力的影响因素

金融危机为金融市场的发展过程踩了一记刹车。一些核心市场领域暂时衰弱甚至枯竭了。重要的市场参与者被削弱甚至从市场中完全消失。政策制定者忙于金融监管体系改革。所有这些因素都影响着金融中心的竞争力。

诚然,危机的最终效应仍然是不确定的。最近几个月的情况显示金融市场可能从 2007 至 2009 年的严重动荡中相对迅速地恢复。股票市场正在从低谷回升,主要国际银行的资本和盈利状况都已得到改善。总体上,2010 年中重要金融领域的市场规模都已经回到甚至超过危机前的水平^②。与此同时,我们还不清楚这种恢复是否标志着危机已经过去,或者在未来可能仍有反复。

基于这些不确定性,我们需要了解支撑金融中心竞争力的究竟有哪些因素,以及危机的二次效应有多大程度的长期影响。在这方面可以提炼出四个主要因素。

(一)大是美好的——并且未来依然如此

世界的传统全球金融中心——伦敦、纽约、香港和新加坡——在危机后仍然是全球金融的集聚地。

金融市场活动会随着经济活动而繁荣。历史上看,金融中心都是在强大的经济体——如美国、欧洲或亚洲——及其重要商业枢纽之中或附近发展起来的。关于金融中心位置、分布和规模的理论研究反复证明了与实体经济活动的相关性或趋近是其发展过程最为重要的驱动因素^③。金融危机既未改变金融中心与其相应经济活动之间的基本关系,也没有根本性地改变世界主要经济体的经济实力。金融中心为经济与市场服务的基本逻辑则更未被危机所触动。

① 例如世界经济论坛的《全球竞争力报告》的金融市场成熟指数就给出了金融市场及其中心截然不同的排名,其中美国、英国和许多欧洲金融市场的位置都低于印度和黑山共和国这样的国家。参见 World Economic Forum(2009)。

② 那些受到特别严重冲击的领域尚未恢复,这些领域包括资产担保证券(ABS)、抵押担保证券(MBS)和商业票据。

③ 这方面的理论综述可参见 Jarvis(2009)和 Arner(2008)。

伦敦、纽约、香港和新加坡仍然得益于其在全球金融活动中的传统重要地位。全球金融服务中有相当一部分是这些金融枢纽所提供的。尤其是投资银行服务绝大部分出自此处。例如,全球股票交易有近四分之三是通过它们的股票交易所进行的,尽管这些地方的上市公司数量不到全球总数的四分之一。

这些金融中心得益于历史上的增长和经济活动的集聚优势。这些优势包括更高的市场流动性、正向的网络效应、强大且稳定的市场基础设施,以及监管者更为专业化的危机管理能力。更具流动性和更为成熟的市场与监管体系是市场参与者的优势,尤其在面临危机所导致的各种困难时更是如此。因此并不奇怪,四大股票交易中心所占的比重不仅在 1990 年至 2007 年间逐渐从 40% 上升到了 60%,而且在金融危机最严重的时刻更跃升到了 70%,这反映了市场在困难时期对流动性和质量的渴求。

对于新兴金融中心而言,市场流动性、市场基础设施以及可靠的监管体系等因素是最难以追赶的。它们或者有赖于市场的长期发展因而难以一蹴而就,或者需要花费极大的代价才可能建成。这使得挑战大型金融中心的地位更加困难。

因此,就目前而言,传统大型金融中心的地位仍然相当稳固。根据其未来发展,它们可能进一步巩固其地位,强化在市场流动性和政策体制等方面的优势。

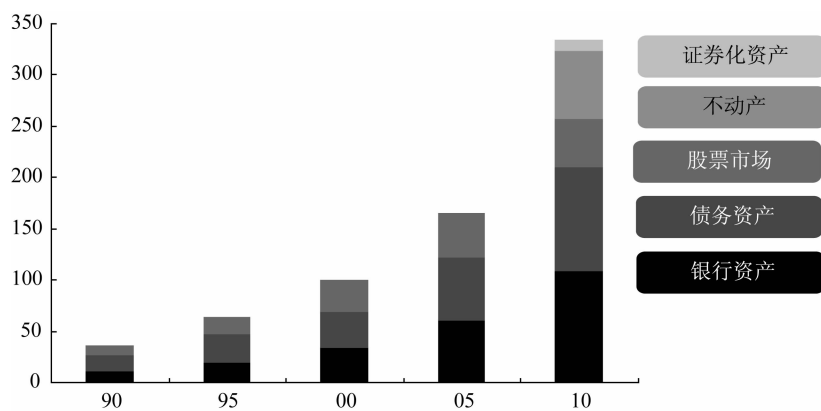


图 4 全球金融市场的增长

注:本图反映了世界股票市场资本额、全球 1000 家最大银行的总资产、债券净值、不动产投资或可投资的商业不动产(07 年之后)、证券化资产净值(07 年之后)的变化情况。单位为万亿美元。

数据来源:德意志银行研究,各公共部门。

(二)金融产业的多极化趋势

长期来看,新兴金融中心,尤其是亚洲的中心,更有可能在建设市场环境的规模和广度方面取得成功,从而帮助它们进入全球金融中心的第一集团。在这样做的时候,它们将会继续保持市场高速增长的趋势并不断提高其竞争力,这也是亚洲和海湾地区自 1990 年代以来的特征。

重要的是,金融危机可能会加速上述趋势。随着新兴市场在全球经济中地位的提高,它们金融市场的潜力也在不断提升。这一过程正在进行之中,并且已经得到了大量数据的证实。美国和欧盟在世界 GDP 中所占的比重已经由 1990 年代的三分之二跌至 2009 年的约 50%。相反,中国、印度、巴西、俄罗斯和海湾地区等重要新兴市场的份额在过去的几十年里快速增长。这种增长率差距在未来还可能进一步扩大,因为亚洲发展中经济体在中期内预计将继续保持 8% 的年增长率,中东地区接近 5%,拉丁美洲是 4%,而发达经济体则很难越过 2% 的门槛^①。

^① 参见 International Monetary Fund(2010),第 155 页。

这一增长动态意味着未来对金融服务的强劲需求,举例来说,新兴亚洲经济体的固定资本形成预计将以 5% 甚至更高的速度增长^①。与此同时,从发达经济体向新兴经济体的金融服务流动则预计会低于过去的水平^②,这意味着新兴经济体未来金融需求的很大一部分要通过国内的金融市场来加以满足。

这一增长动力也是许多新兴经济体最近财富积累过程的重要源泉。在 2009 年,亚太地区的高净值财富人士(High Net Worth Individuals)持有近 10 万亿美元的资产,其规模和数量在历史上首次超过了欧洲^③。亚洲和美洲的中产阶级人数及其资产规模也同样在迅速增长^④。除了这些私人财富之外,许多新兴经济体建立了数量可观的基金来管理主权财富,其资产规模在 2010 年达到了 3.7 万亿美元。这些私人与公共资产将是当地金融中心业务的重要来源。此外更不用说一个充满活力的金融部门将带来的现时收益,这一部门为经济创造的增加值通常在 4%~8% 之间,并且提供了金融公司和服务供应商的大量优质就业机会。

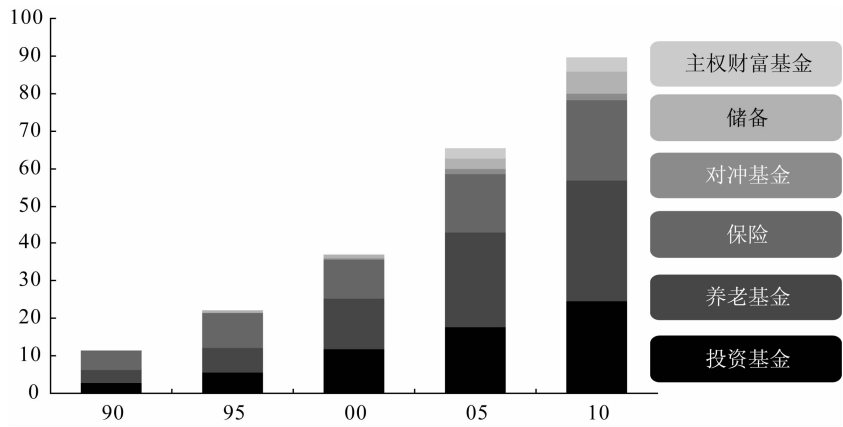


图 5 世界机构投资者的资产状况

注：本图反映了机构投资者管理的总资产状况,单位为 10 亿美元。公共机构投资者的资产包括主权财富基金和除黄金之外的储备。私人投资者包括对冲基金、保险公司、养老基金和投资基金。

数据来源：德意志银行研究,各公共部门。

基于上述优势,新兴经济体正在不断夯实它们金融中心的根基,谋求全国、区域甚至全球中心的地位。这其中最为重要的例子是北京与上海。得益于金融市场的开放政策、1990 年代末开始的监管体制改革、先进金融监管体系的建立和不断成熟的市场,它们成为了中国大陆最重要的金融中心。不断增长的国内金融服务需求和政府的改革政策预期会保持中国金融产业的活力,使其银行业在全球金融市场中的份额由 9% 上升为 13%,债券业由 2% 上升为 5%,股票业由 6% 上升为 16%。

类似地,尽管受到当前经济问题的困扰,迪拜仍然有着成为区域金融中枢的宏伟蓝图。为了实现这一目的,当局已经提供了管制宽松的市场环境,进行了大量金融市场基础设施的投资,并且创建了世界主要证券交易所的持股网络。世界其他新兴经济体也有着类似的金融发展计划,尽管其规模可能没有那么大。

就危机的影响而言,它可能反而会加速新兴市场金融中心的崛起。大多数新兴经济体及其金融市场在此次危机中表现稳健并且实力得到了提高。监管者证明自己具备处置美国和欧洲溢出的金融冲击的能力。主要新兴经济体的政策制定者迅速接受了七国集团的邀请,组成了二十国集团,

① 参见 International Monetary Fund(2010),第 157 页。

② 参见 International Monetary Fund(2010),第 179 页。

③ 参见 Cap Gemini(2010),第 4 页。

④ 这方面的例子可参见 Saxena(2010)。

极富建设性地参与到全球经济与监管政策的协调当中。

总体上,中国、印度、巴西、俄罗斯和其他一些国家成功地提高了其作为稳定与可靠市场的声誉,那些传统金融中心拥有更完善监管体制和能力的观念则受到了相当的质疑。与此同时,新兴经济体的金融市场也比发达经济体的市场恢复得更快,在市场价格、规模与流动性等方面都很快就回到了危机前的水平。

不过这些国家所取得的进步仍然无法掩盖下述事实,即与伦敦、纽约、香港、新加坡、法兰克福或巴黎等传统金融中心相比,许多新兴金融中心在市场规模、流动性、成熟程度、产品丰富程度、市场基础设施的能力与稳定性、金融监管能力等方面还有相当的距离。不过无论如何,我们都可以相当肯定地预测上海、孟买、迪拜和其他一些金融中心将会在未来十年内成为重要的区域甚至全球金融中心。

(三)对国内市场的重视仅仅是小型金融中心的暂时性优势

危机之后的一个重要趋势是市场参与者与政策制定者重新将注意力放到了国内市场。因此,地区和区域性的金融市场可能会寄希望于这一趋势持续下去,尽管这种对国内市场的关注可能仅仅是一种暂时现象。

本次金融危机已经显示了不同国家或区域金融市场之间的相互关联性。为了降低风险,许多市场参与者都削减了国外业务或跨境交易,回到更为熟悉的本地市场来进行借贷和融资。相应地,客户也在担心跨境业务——如未保险的外国银行存款或无保护的外国银行证券——所隐含的风险。这种回归国内市场的倾向在许多金融领域都有明显反映,包括跨境贷款规模下降、欧盟银行持有的第三方银行权益减少、跨境并购业务急剧萎缩,而与国外交易相关的国内货币市场业务则大幅上升。与此相似,政策制定者主要关心的是国内市场的稳定,银行救助措施和财政刺激政策自然也针对的是国内经济。

最近金融监管方面的变化显示,这种重视国内市场的倾向仍将继续。首先,美国和欧盟关于银行支持与破产清算体制的监管条款可能使跨境业务处于相对不利的地位。此外,国内监管者可能要求外国银行保持更多的资本金作为缓冲。那些限制大型银行规模与复杂程度的法规也可能阻碍外国业务或投资。

这些趋势的基本点是,至少就中期来看,市场的相关各方倾向于关注国内市场而不愿意去境外冒险。这对于那些正受到全球金融中心及其市场参与者越来越大竞争压力的地区性、全国和区域性金融中心来说是一个难得的喘息之机。于是这里的关键问题是,这种偏重国内市场的趋势能够持续多长时间?

长期来看,我们有充分的理由相信市场参与者和监管者将会回归稳定的全球市场。就市场参与者而言,跨境分散风险和寻求境外投资机会的潜在收益是巨大的,它们在一个多世纪的时间里都是金融产业发展的重要动力。与此相反,在一个其他大多数行业都比金融业务更为全球化的世界里,只关注国内市场将会大大限制在产品种类、风险分散和商业机会等方面的选择。因此,我们有充分的理由认为市场中的跨境业务将会复苏。

当然,各国的国内危机救助措施对于金融部门及相关领域是极为关键的。然而,它们在外国业务方面的长期效应可能是有害的。此外,美国、欧盟和其他经济体针对危机所采取的监管改革远未能实现 G20 会议的预期。尽管各国都承诺要对金融监管进行全球性的国际协调,但是在一些重要监管议题上的跨境合作,包括资本金要求、银行破产清算和衍生品结算,则在 2010 年分崩离析。

尽管存在上述问题,全球性的统一监管方案仍有可能最终达成。一则,国际资本的自由流动本身并未被认为是危机的起因,最多只是其传染渠道。更重要的是,长期来看,一旦金融市场恢复了其全球业务,仅仅关注国内的救助措施可能会阻碍更高程度金融稳定的实现。相反,金融市场监管需要更为有力的国际协调,远超出目前 G20 和其他国际组织提出的计划。随着时间流逝,可以预

期监管规则与实践的协调将在 G20 的层次上得以实现，从而为后危机时代的金融市场提供适当的监管框架。

如果上述逻辑成立，当前地区与全国性金融中心所享有的市场关注可能不会持续太长时间。这并不意味着对区域性金融中心功能的否定，但是会对其客户竞争与商业机会产生不利的影响。

(四)良好的监管是一种竞争优势

能否提供确保金融稳定和促进市场效率与创新的监管框架，将是金融中心发展竞争力的核心决定因素。

金融中心监管框架的可靠性一直是判断其竞争力的重要标准，在未来还将变得更为重要。在这一政策性框架上有两个重要影响因素。第一，旨在保障金融体系稳定性的有效规则与程序是最重要的政策议题，也是市场参与者选择其运营地点的关键性条件。第二，优越的监管环境还会提高市场效率并为金融创新提供良好环境。市场效率不仅有益于金融服务提供者的客户，也有助于市场稳定，降低由于低效率和监管套利所导致的市场扭曲风险。尤其是，如果监管方面的低效率导致市场参与者到有监管的市场之外去开展经营，从而业务被挤出到监管程度较低的市场，那么它就可能威胁到金融市场稳定的政治与社会目标。

此次金融危机的一个重要后果是金融市场的政策制定者越来越不能容忍对金融产品和市场不加监管的行为，尤其是那些不遵循税务、洗钱、腐败、恐怖活动融资等方面国际规则的金融中心。G20 会议缩小各国监管差异和在敏感领域推进国际标准的决定也反映了这一点。全球税收透明度与情报交换论坛（Global Forum on Transparency and Exchange of Information）、金融稳定委员会（Financial Stability Board）和金融行动专责委员会（Financial Action Task Force）已经开展系统性的工作来判定高风险的法域并打击在国际监管上的不合作行为，这使得许多法域开始接受相关的国际监管标准并禁止其金融中心不遵循上述标准的市场行为。

作为结果，随着国际政治压力的加大和对其市场及其参与者指责的上升，那些以往依靠放松监管或税收套利取得成功的金融中心可能会在未来发现竞争越来越困难。最终，离岸金融中心将面临困难的战略选择：或者是冒着承受更多指责和声誉下降的风险坚持当前的模式，或者全面接受全球性的监管标准，在一个政治上可接受的平台上开展竞争。

在安全和税收等高度敏感的议题之外，监管对于金融中心的影响则不是那么明确。在危机过程中，为了使金融体系具有更大的活力，美国、欧洲和其他经济体的政策制定者都有很强的意愿去强化监管框架，并在此领域加强国际协调以保持步调一致。G20 会议的进程及决议也反映了这一点。这是市场稳定方面的一个重要进展，但它同时也对金融中心的竞争态势有着很大影响。一方面，主要发达和新兴经济体在 G20 框架下的政策协调和核心市场准则的一致化将使得监管竞争的空间大大缩小，并有助于扼制监管套利。另一方面，G20 会议的商议过程也说明要使参与各方最终达成一致性的规则非常困难。相反，国内政策考虑越来越压倒建立国际一致性规则的需求。在这种情况下——例如，如果 G20 领导人未能接受巴塞尔协议作为银行资本金要求的国际标准，或者在不同投资工具的处理或银行破产清算体制方面出现意见分歧——市场规则上的差异将会影响美国或亚洲等不同法域金融中心的竞争地位。

愈演愈烈的监管竞争的效应也很复杂。总体上看，监管良好的金融中心由于其可靠的审慎性要求和有效的干预机制将成为大多数市场参与者的安全港，尤其在危机压力之下更是如此。与此同时，市场参与者又背负着巨大的成本压力，因而对于不同国家和地区的监管体制所导致的运营成本差异非常敏感。还有一些市场参与者则在积极地寻求监管套利的机会。就金融中心而言，这带来了两个重要问题。第一，它们将会发现就监管对于市场参与者业务地点选择的影响进行分析非常有用，并据此做出相应的政策调整。第二，只要金融中心能够影响其所在法域的政策制定过程，它们就会试图影响它们愿意接纳的业务类型和业务活动。

五、结论

金融危机及其监管效应正在改变世界金融中心的总体格局和竞争态势。这种调整的幅度将取决于大量相互关联的复杂因素。

非常肯定的是,此次危机不会改变多年来的基本趋势。在美国、欧洲和亚洲的老牌金融中心成功保持住其统治地位的同时,新兴金融市场正在迅速成长并在本地与区域性业务中获得越来越大的份额。因此,纽约、伦敦、香港或新加坡等老牌中心和上海、迪拜或圣保罗等新兴中心都将在度过危机后变得更为强大。

一些新兴金融中心有着国际性的发展抱负。在不久的将来,北京、上海和迪拜就会具有全球影响力并挑战老牌金融中心的地位。如果此次金融危机对上述趋势有所影响的话,那也是加速这一进程。

与此同时,国内金融市场正由于市场参与者和政策制定者将注意力转向国内而受益。但是有迹象表明这种趋势可能不会持续太长时间。那些在经济增长或金融活动集中度等基本要素方面有所欠缺的金融中心——包括法兰克福、巴黎或马德里等欧陆金融市场——将会在长期的竞争中面临困难。

最后,监管正在成为金融中心竞争中越来越重要的因素。关键问题是,在 G20 国家成功地就金融监管框架达成更高程度的一致意见之后,它将在多大程度上成为金融中心的差异化因素。由于政治过程的不确定性,这个问题只有在将来才能回答。不过可以肯定的是,那些在过去依靠监管套利、避税甚至非法活动获得成功的金融中心——尤其是离岸中心——将会面临越来越大的国际政治压力。

有两个因素极为重要。第一,在金融市场监管的全球化标准和既定市场规则的一致化与相互承认方面更具决定性的进展,将是实现更富活力的全球金融市场的关键。只有监管跟上金融全球化的步伐,它才能从根本上提高全球金融体系作为一个整体的可靠性。这符合所有金融中心的利益。最后,在金融中心的竞争中,监管竞争必须发挥建设性的作用。它不应导致金融监管的各自为政,这只会让所有人都付出更大代价。金融中心也不应该通过降低监管标准来获取竞争优势,这将会导致金融体系的整体损失。

参考文献

- Arner, D. (2009): "The Competition of International Financial Centres and the Role of Law", in: *Economic law as an economic good, its rule function and its tool function in the competition of systems*, K. Meessen, ed., Sellier, Munich.
- Cap Gemini (2010): *World Wealth Report 2010*.
- City of London (2010): *Global Financial Centres 7*, London.
- Faulconbridge, J. (2008): "London and Frankfurt in Europe's Evolving Financial Centre Network", mimeo.
- International Financial Services (2010): *International Financial Markets in the UK*, London.
- International Monetary Fund (2010): *World Economic Outlook*, April, Washington.
- Jarvis, D. (2009): "Race for the money: International Financial centres in Asia", *Research Paper Series*, Lee Kuan Yew School of Public Policy.
- Kern, S. (2008): "EU-U.S. financial market integration—work in progress", *Deutsche Bank Research*, Frankfurt.
- Kern, S. (2009): "China's financial markets—a future global force?", *Deutsche Bank Research*, Frankfurt.
- Leung, C. and Unterbroderster, O. (2008): "Hong Kong SAR as a financial Center for Asia: Trends and Implications", *IMF Working Paper*, WP/08/57, International Monetary Fund, Washington.
- Saxena, R. (2010): *The middle class in India*, Frankfurt.
- Transatlantic Business Dialogue (2010): *EU-U.S. financial markets—need for cooperation in difficult times*, Brussels and Washington.
- World Economic Forum (2009): *The Global Competitiveness Report 2009–2010*, Geneva.

(责任编辑:程 炼)