

格致出版社  上海人民出版社

国际金融中心

历史经验与未来中国

INTERNATIONAL FINANCIAL CENTER

中卷

全球化背景下的国际金融中心：实证分析（1980—2006）
潘英丽 等 著

F831.2
28
:2

F831.2
28
:2

格致出版社 上海人民出版社

国际金融中心

历史经验与未来中国

INTERNATIONAL FINANCIAL CENTER

中卷

全球化背景下的国际金融
中心：实证分析（1980—2006）
潘英丽 朱喜 苏立峰 等 著

第一章 国际金融中心实证研究概述 001

- 第一节 已有计量研究综述 001
- 第二节 本书设立的国际金融中心指标体系 018

第二章 伦敦国际金融中心 025

- 第一节 1980 年以来伦敦金融业发展概况 025
- 第二节 金融业各市场发展状况 030
- 第三节 影响伦敦金融中心发展的因素 051
- 第四节 对发展水平和影响因素之间的协整分析 061

第三章 纽约国际金融中心 069

- 第一节 1980—2006 年间纽约金融业发展概况 069
- 第二节 金融业各市场发展状况 074
- 第三节 影响纽约金融中心发展的因素 093
- 第四节 对发展水平和影响因素之间的协整检验 100

第四章 东京国际金融中心 105

- 第一节 1980—2006 年间东京金融业发展概况 105
- 第二节 金融业各市场发展状况 107
- 第三节 影响东京金融中心发展的因素 130
- 第四节 对影响东京国际金融中心发展的经济因素的实证分析 140
- 第五节 小结 143

第五章 全球金融中心的国际比较 145

- 第一节 全球金融中心银行业的国际比较 146
- 第二节 全球金融中心证券市场的比较 154

第三节	全球金融中心的外汇市场和衍生品市场	163
第四节	全球金融中心的一般条件与竞争环境	173
第五节	东京国际金融中心的沉没	180
第六章	香港国际金融中心	189
第一节	1980—2006 年间香港金融业发展概况	190
第二节	金融业各市场发展状况	196
第三节	影响香港金融中心发展的因素	220
第四节	对发展水平和影响因素之间的协整检验	229
第五节	小结	234
第七章	新加坡国际金融中心	236
第一节	1980—2006 年间新加坡金融业发展概况	236
第二节	金融业各市场发展状况	241
第三节	影响新加坡金融中心发展的因素	262
第四节	对发展水平和影响因素之间的协整检验	266
第八章	香港和新加坡区域国际金融中心比较	271
第一节	香港、新加坡金融中心发展历史	272
第二节	区域性金融中心——香港、新加坡金融市场发展水平比较	276
第三节	香港和新加坡发展的不同影响因素	300
第九章	金融中心演进影响因素和福利效应的实证分析	307
第一节	实证分析方法	307
第二节	金融中心演进影响因素的实证检验	310
第三节	金融中心演进福利效应的实证检验	320
第四节	国际金融中心发展经验对中国的启示	327
参考文献		333

国际金融中心实证研究概述

众所周知,已有的对国际金融中心的研究主要从经济学和金融学的角度进行理论分析,如从空间经济分布、规模经济效应、外部经济等方面对金融活动集聚现象进行理论研究,即这方面的文献数量众多。对金融活动空间集聚现象研究的另一个角度则是通过体现金融中心发展水平和影响因素的指标体系进行定量分析。相对而言,这类研究较少,且起步较晚,一般认为是从 20 世纪 80 年代之后才开始有较为系统的量化研究。在 80 年代之前,尽管某些学者的研究中用到了一些数量指标,但这些指标除了数量较少之外,指标在横向、纵向间也没有进行对比,指标的作用仅是服务于理论分析,因此还不能算是真正意义上的定量研究。本章将首先对 20 世纪 80 年代之后比较有代表性的定量研究作一概述,然后提出本书采用的实证研究方法,最后介绍本书设立的指标体系。

第一节 已有计量研究综述

20 世纪 80 年代之后对国际金融中心现象的量化研究采用的主要方法是设立一些数量指标,然后对各金融中心进行横向和纵向的对比,得出各金融中心之间的层级排序或竞争力排名,但对金融中心演进过程中其发展水平和影响因素之间的相互关系没有太多着墨。这类定量研究的主要代表有 Reed(1981, 1983)、饶余庆(Yao, 1997, 2003)、Sang Rim Choi, Daekeun Park 和 Chwo Ming Yu 等(1986, 1996, 2002)、Jessie Poon

(2003, 2004)、Sagaram 和 Wickramanayake(2005)以及姚洋和高印朝(2007)、干杏娣(2002)、杨再斌和黄解宇(2004)、胡坚(2003)等。本节将依次介绍这些学者的研究。

一、Reed 对国际金融中心的定量研究

美国经济学家 Reed(1981, 1983)在其 80 年代初的两本著作中专门研究了国际金融中心的量化指标,并对国际金融中心的相对地位进行了定量的分析和比较。其研究的开创性首先在于提出了用系统的指标体系来衡量国际金融中心的发展水平,其次是在一定程度上引入了国际金融中心网络的概念,以此强调金融中心之间的相互关系。在第一本著作中,可能是由于缺乏金融统计数据,Reed 只是用了 9 个衡量银行活动水平的变量来对国际金融中心发展水平进行定量分析,研究范围包括 1900—1980 年间的 80 个城市。这 9 个变量指标被他称为衡量国际金融中心的传统标准。1983 年,Reed 出版的第二本著作通过从微观层面分析公司投资决策来研究国际金融中心现象,将其原来的 9 个指标扩展为涵盖金融机构和金融市场等范围更大的 16 个指标,提出了一套衡量国际金融中心发展水平的现代标准。下面分别予以介绍。

1. 传统标准

在国际金融中心的研究中,Reed 使用 9 个变量来衡量这些中心在长期发展过程中的相对地位。这 9 个指标分别是:

LBHDQ:当地的银行总部,指以某金融中心作为总部所在地的大型国际商业银行的数目;

LBDIL:当地银行直接联系,指通过总部在本地的大型国际商业银行与此金融中心发生直接联系的外国国际金融中心的数目;

PB:私人银行数,所有在本中心有办事处的私人银行数,包括商人银行和投资银行数;

FBO:外国银行办事处,在本中心有办事处的外国大型国际商业银行的数目;

FBDIL:外国银行直接联系,指通过在当地有机构的外国大型国际商业银行与此金融中心发生直接联系的外国国际金融中心的数目;

FFA:涉外的金融资产,由本中心持有的外国金融资产的总额;

FFL:涉外的金融负债,由本中心承担的外国金融负债的总额;

LBR/DIL:当地银行的分行/代表处直接联系,指通过总部在本地的大型国际商业银行的分行和代表处与此金融中心发生直接联系的外国国际金融中心的数目;

FB/RO:外国银行代表处,指在本中心拥有分行与代表处的大型国际商业银行的数目。

Reed 认为,在 20 世纪 80 年代,国际金融中心的组织构架是由以下因素决定的:以该中心为总部所在地的活跃于国际市场上的大型商业银行的数目、该中心所涉及的对外金融负债总额和该中心拥有的对外金融资产总额。在其他时期,直接联系是决定组织结构的重要因素。因此,联系性变量代替了银行总部变量。在 20 世纪 80 年代,有三组超国家的中心:最高级别一组只有伦敦,第二级别包括纽约和东京,第三级别包括 8 个中心——巴黎、法兰克福、苏黎世、阿姆斯特丹、旧金山、芝加哥、汉堡和香港。

研究结果表明,金融中心不仅在金融方面形成等级结构,而且在通讯和管理方面也形成等级结构。结果是,超国家的中心在金融、通讯和管理方面都十分出色。金融中心为国内和该国与世界其他各国间的商品、劳务和资本流动提供便利。通讯中心是那些发生交互影响、交流思想以及收集、分析并传播信息的地方。管理中心是那些需要并能吸引技术人才以一种明确定义的方式组织资源的供应、改良和营销的地方;这种方式自身不断趋于标准化,并最终被广泛地作为惯例所采用。国际金融中心提供了对组成全球政治经济的机构成员的政策和活动进行持续评估的环境、机制和能力。这些中心对于金融资源的组织和分配,评估国家的政策、战略和活动,行业项目的评估和定价,监督组成全球政治经济的机构成员的活动,以及提供货币和资本管理服务都很重要。毫无疑问,中心行使这些功能时所能表现出的效率水平依赖于该中心收集、评估并使用来自全球的信息的灵活性(astuteness)。此外,中心的灵活性在很大程度上有赖于把总部设在该地区的银行的数量(和规模),这些机构在管理上的明智性,这些机构与其他中心间的所有联系,以及该国企业的行业实力和能力。

以上传统标准的主要特点是通过跨国商业银行的总部及分支机构数目、跨国银行的外国资产和负债总额以及通过这些跨国银行所在中心与外国金融中心的直接联系作为衡量金融中心发达水平的主要指标。因此,这一标准比较适用于以银行中介的间接融资为主的金融发展阶段。

2. 当代标准

Reed 认为,使用传统变量标准对金融中心所作的早期的研究具有相当的价值。这些研究对于在长期中建设金融中心所需要的因素(机构、联系、市场等)以及对这些

中心的组织架构、分布和影响都提供了重要的见解。另一方面，仅使用传统标准的研究无法对近十到十五年出现的、可能会对金融中心的基础设施、构架和影响力建设产生重要影响的其他重要因素进行考察。因此，Reed 在早期研究积累的信息和结论基础上，使用了 16 个变量对 20 世纪 80 年代的国际金融中心进行了分析。这些量化指标有：

- (1) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的资本/存款比例。
- (2) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的资本/资产比例。
- (3) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的税前利润/资本比例。
- (4) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的税前利润/资产比例。
- (5) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的收入/资产比例。
- (6) 该中心(日均)跨国货币结算总额。
- (7) 该中心的欧洲货币市场的规模(负债额)。
- (8) 一年中在该中心发行的国际债券的总量。
- (9) 该中心持有的外国金融资产额。
- (10) 属于该中心的对外金融负债额。
- (11) 该中心股票交易活动的日均成交额。
- (12) 以该中心为总部的活跃于国际市场的大型本地商业银行的数量。
- (13) 在该中心设立代表处、分支机构或子公司的活跃于国际市场的大型外国银行的数量。
- (14) 通过活跃于国际市场的外国银行，与本中心建立直接联系的外国金融中心的数量。
- (15) 该中心(每年)的航空客运量。
- (16) 该中心(每年)的航空邮件及航空货运量。

国际金融中心的组织结构主要取决于以下指标：国际货币清算量、欧洲货币市场的规模、对外金融资产以及以该中心为总部的活跃于国际市场的大型商业银行的数量。

如果我们将这些当代标准视为是传统分析的一种延伸，那么国际金融中心的特征是该中心使用的主要货币被国际贸易和国际资本交易所广泛使用；以及该中心的金融基础设施(主要指大型商业银行)已经开始受托管理全球的外国金融负债和资产。活跃于国际市场的大型商业银行对增加国际清算量负有主要责任。在 20 世纪 80 年代，每日国际清算额达到 2 360 亿等额美元，其中，美元清算额达 1 780 亿，而纽约完成了

大约 90% 美元交易的清算。除了货币交易,清算系统还在证券的息票、红利和利息支付中被使用,且还被用于促进证券的转让和登记。

人们普遍认为活跃于国际市场的大型商业银行是应其公司客户的需求而在规模、业务领域和范围上不断发展的。该论断通常得到以下实例的支持:企业首先在海外建立分支机构,为了维持与这些企业的紧密联系,银行跟随其后也建立起它们的海外分支。然而在 20 世纪前半期,海外直接投资规模尚小,却存在大量活跃于国际市场的银行。在一战之前,私人银行和由活跃于国际市场的大型银行提供的与其他金融中心的联系(即这些银行开立分支行或下属办事机构的海外中心的数目)是决定金融中心地位的重要因素。在整个 20 世纪 20 年代,在该中心的外国银行办事处的数量是最重要的决定因素,在 20 世纪 30 年代,以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的数量是最重要的决定因素。从二战后到 20 世纪 50 年代后期,金融中心的地位主要由活跃于国际市场的大型银行的对外金融资产以及与其他金融中心的联系决定。从 20 世纪 50 年代末到 80 年代,主要的决定因素是以该中心为总部的活跃于国际市场的大型银行的数量,以及对外金融负债和资产的总额。当代研究则表明,国际货币清算活动是决定金融中心地位的最主要的标准。

通过对 Reed 的现代标准与传统标准进行比较,我们发现,新的标准中在四个方面进行了扩展。第一是增加了跨国银行资产负债比例和盈利比率方面的指标,这用来反映微观金融机构的健全性和盈利性,也反映金融中心对国际金融机构的吸引力。第二是增加了货币市场、债券市场、股票市场的相关指标,以适应全球范围内国际金融资本流动日益频繁的演变趋势。第三,增加了每日跨国货币结算指标,这与饶余庆指标中的日外汇交易量有相同的意义。第四,增加了欧洲货币市场的规模指标,以反映现代金融中心的一个重要特点。与古典国际金融中心以本国货币作为计价、交易和结算货币不同,现代金融中心通常还运用最重要的国际货币作为计价、交易和结算的货币。

二、饶余庆对国际金融中心的定量研究

饶余庆从 20 世纪 70 年代就开始对国际金融中心现象进行研究,90 年代后他的研究角度也逐步转向定量分析。其前期定量研究的成果主要体现在他在 1997 年出版的专著《作为国际金融中心的香港:演进、前景和政策》中,尽管该书主要是以香港为对象来研究国际金融活动聚集的规律,但饶余庆也用了一章的篇幅提出了国际金融中心的

量化指标体系。

饶余庆(1997)提出了五类指标来衡量国际金融中心的发展水平,第一类是金融机构数量,包括银行、保险公司、基金管理公司的数量等,以及这些机构中外资金融机构的数量。饶余庆也利用英国的《银行家年鉴(1995)》对世界上40个主要城市的外国银行分支数量进行排名:第一是伦敦,有536家外国银行分支,第二是香港,有357家,其下依次是纽约326家,法兰克福277家,新加坡185家,东京153家等。第二类指标是本地银行的外国资产、外国负债、跨境债权、跨境负债、跨境信贷等。饶余庆用国家口径的数据对英国、美国、日本、法国、德国、中国香港、新加坡等十余个国家和地区1994年、1995年存款银行的外国资产和外国负债进行了排序,英国、美国、日本分别排前三名,中国香港排第五,新加坡排第七。在本地银行的跨境银行间债权、债务和信贷的排名也类似。第三类指标涉及外汇市场,包括市场净交易额、交易的币种结构和外汇交易商的机构类型等,研究方法仍然是利用1992年和1995年的国家层面数据进行排名,排名靠前的仍然是英国、美国、日本、新加坡和香港等。第四类指标是关于外汇衍生品和利率衍生品的场外市场交易量的国家排名,英国、日本、美国、法国、新加坡、德国和中国香港排名在前七位。第五类指标是各国股票市场1995年的总市值、总成交量、国内上市公司数量指标,在总市值排名中,美国、日本、英国排名前三,中国香港排名第九,新加坡排名第十八,总成交额排名中,美国、日本、德国、英国排名前四,中国香港排名第十一,新加坡排名第十七。此外,饶余庆还单独研究了在中国香港设立地区总部的外国公司数量,并把这类指标也看成是中国香港作为国际金融中心吸引力的表现。

作为1997年研究的继续,饶余庆在2003年给出了衡量国际金融中心的一些具体量化指标。他认为,国际金融中心基本上是跨国界的进行多种货币金融交易的场所,因此一个大规模的、业务频繁的外汇市场是一个真正国际金融中心的重要特征。外汇市场主要是一个从事货币批发业务的银行间市场,大量的在国际上业务频繁的银行对形成外汇业务的规模经济十分必要。这也正是国际金融中心的重要特征之一,同时这些银行的存在对实现银团贷款、保险、兼并重组等其他金融活动的规模经济和范围经济也是十分必要的。饶余庆以香港的外汇日交易额(670亿美元,全球排名第七)和比利时的外汇日交易额(100亿美元,全球排名第十七位)为依据,并将比利时的数据100亿美元作为一个衡量国际金融中心的临界值或底线,提出以下6个量化指标来衡量一个城市是否是一个真正意义上的国际金融中心:

- (1) 外汇日交易额至少有100亿美元;
- (2) 外资银行(包括代表处)至少有100家;

- (3) 外资非银行金融中介机构(包括代表处)至少有 200 家;
- (4) 跨国界银行间资产和负债至少各有 1 000 亿美元;
- (5) 总的银行海外贷款至少有 200 亿美元;
- (6) 被至少 200 家外资公司(包括银行和金融机构)选为地区总部的所在地。

从饶余庆的研究来看,他提出的国际金融中心定量指标主要涉及金融机构和外资金融机构数量、金融机构的外国资产和负债、外汇市场的交易量、证券市场的上市公司数和股票市场规模、外资公司总部数量等,指标设计虽然较为全面,但研究方法较为简单,只是对全球一些有代表性的国际金融中心进行各种量化指标的排名,所涉及的年份也只是 1994 年、1995 年两年。饶余庆 2003 年提出的衡量国际金融中心的具体量化指标更是略显武断,因为随着经济增长、产业形势变化和金融业的发展,这些指标都会随之发生变化,因此不能以一些恒定的数值来衡量一个城市是否为国际金融中心。

三、韩国学者的研究

韩国学者 Sang Rim Choi、Chwo Ming Yu 和美国学者 Daekeun Park(1986, 1996, 2002)(以下统称韩国学者)等发表了三篇题目相同、研究方法相同、研究内容有所更新的文章,分别对 20 世纪 70 年代、80 年代和 90 年代的国际银行业和世界主要的金融中心进行了量化分析研究。

韩国学者研究文章的题目是《银行业和世界主要的银行中心(1970—1980, 1990, 2000)》,其研究对象是世界上 14 个最为重要的银行业集中的城市或城市对,包括伦敦、纽约、东京、巴黎、法兰克福/汉堡、新加坡、香港、洛杉矶/旧金山、苏黎世/日内瓦、阿姆斯特丹、布鲁塞尔、巴拿马、米兰/罗马、多伦多/蒙特利尔等。韩国学者采用的研究方法主要是,利用《银行家》杂志上排名前 300 的大银行在 14 个城市的分布来研究金融中心的吸引力和辐射度情况,以及影响金融中心发展水平的因素。

韩国学者首先建立了辐射/吸引矩阵(to/from matrices)来研究 14 个银行业中心的内部渗透情况。在矩阵中,主对角线上的数字是总部设在 14 个城市的银行数量,行数据是总部在每个城市中的银行在其他 13 个中心城市设分支的情况(辐射度指标),列数据是每个城市能够吸引到的以其他 13 个城市为总部的银行在本城市开设分支机构的数量(吸引力指标)。

在吸引力指标上,1970 年排名前三的城市是伦敦、纽约和东京,香港排名第八,新

加坡排第十一；1980年前三名是纽约、东京和伦敦，香港排名第五，新加坡排名第六；1990年排名前三的城市是伦敦、纽约和东京，香港和新加坡分别排名第四和第五；2000年排前三名的是纽约、伦敦和香港，新加坡和东京排名第四和第五。在辐射度指标上，1970年排名前三的是纽约、伦敦和东京，香港和新加坡分别排名第十一和第十三；1980年排名前三的是东京、巴黎和纽约，伦敦排名第四，香港和新加坡分别排名第十二、十三；1990年排名前三的是东京、巴黎和纽约，伦敦排名第七，香港和新加坡排名第十三、十二；2000年排名前三的是东京、巴黎和法兰克福/汉堡，伦敦排名第四，纽约排名第六，香港和新加坡排名第十二、十一。^①

在韩国学者1996年发表的第二篇论文中，又引入了一个集中度指标(Centrality)，该指标的分子是其他13个金融中心中在该中心至少有一家银行分支机构的金融中心数量，分母为13。该指标是一个简单化指标，大致能说明某一金融中心对外国银行的吸引力程度。从1970年到2000年，该指标数值排名靠前的基本都是纽约、伦敦、东京、香港和新加坡等，其中纽约后三个年份的指标值都是1，伦敦的则均为0.92，东京、香港和新加坡的数值也较高。

韩国学者在论文中也讨论了影响金融中心间相互渗透的决定因素，主要指出了两点，一是稳定的法律和管制环境，二是充分的基础设施。但他们又指出，在所研究的14个银行中心中，由于它们都是发达国家(或地区)的城市，在全球化背景下它们之间的管制环境和基础设施差别越来越小，因此应该寻找其他因素来解释各金融中心之间的差别。他们认为，银行的利润追逐行为是它们决定选址的重要考虑因素，而这又和预期收入指标正相关，与成本指标负相关。银行业进行海外经营的两个动机是为贸易服务和跟随客户，因此充分的贸易规模和信贷需求是银行业在海外开设分支机构的重要考虑因素。

韩国学者设立了两个统计模型来研究金融中心与影响因素之间的关系，一个是普通最小二乘法模型(OLS)，一个是非线性加权最小二乘法(NLWLS)。两种模型中的被解释变量均是银行在两个中心互设分支机构数目，前者的解释变量有辐射度指标的对数、吸引力指标的对数、金融中心之间的距离等，后者的解释变量还包括金融中心城市的生产总值以及专门为某些城市设置的虚拟变量等。以NLWLS模型为例，韩国学者统计得出的结论是，辐射度和吸引力指标对金融中心有显著的正向影响。

^① 实际上，多数年份中总部在香港和新加坡的银行在其他13个城市开设的分支机构数量仅有数家，这说明香港和新加坡并不是辐射型的金融中心。

四、美国学者 Poon 的研究

美国学者 Jessie P. H. Poon(2003, 2004)对国际金融中心的研究主要通过聚类分析(Cluster Analysis)方法对世界上 40 多个城市的资本市场进行比较分级,这与其他学者的研究大多集中在银行业市场上有所不同。Poon 所考察的 40 多个城市包含了欧洲、北美、亚洲和拉美等最主要的一些大城市,时间范围是 1980 年到 20 世纪末。

Poon(2003)首先总结和分析了 20 世纪 80 年代后金融活动规模迅速扩大的原因,其原因有跨国公司的活动、新兴市场经济体产业的发展、金融管制和资本流动控制的放松等,这些因素使世界金融和资本中心城市之间的层级发展趋势和差异化趋势有所加强,从而使得 20 年来世界资本市场的空间分布结构发生了改变。Poon 对资本市场进行聚类分析所采用的指标主要是股票市场系列指标,如总市值(包括国内公司市场和外国公司市值)、上市公司数量、股票交易量、股票交易额、股票收益率(Dividend Yield)等,并用这些指标对 40 多个城市 1980 年、1990 年、1998 年的资本市场进行了分级。1980 年,资本市场共分为三个层级,其中纽约和东京处于第一层级,伦敦、法兰克福、苏黎世和多伦多处于第二层级,其他 30 多个城市处于第三层级。作者把纽约和东京分到第一层级的部分原因是这两个城市从 70 年代中期开始就加快了自由化进程,而伦敦直到 1979 年才放弃资本控制。1990 年,世界资本市场分为四个层级,第一层级有纽约、东京和伦敦,第二层级有法兰克福、巴黎、多伦多和台北,香港和新加坡仍处于第三层级。

1998 年,Poon 对世界资本市场的分级更加细致,共分为七个层次,纽约、伦敦为第一层级,法兰克福、东京为第二层级,第三层级中有阿姆斯特丹、卢森堡、米兰、巴黎、苏黎世、多伦多、悉尼、台北等,香港和新加坡在第四层级中。在对纽约、伦敦、东京三个最大金融中心城市分析中,Poon 指出了三者各自不同的特点,纽约在全球金融体系中的统治性地位在于它拥有创新性地使用高端电子信息技术迅速地将大量资金和信息进行移动的能力,而伦敦作为国际债券市场和外汇市场中心地位的角色在 90 年代之后大大巩固了,东京的国际金融中心地位更多地来源于日本企业创造大量海外销售额的能力而非城市吸引外来投资的能力。

Poon 等人在 2004 年发表的文章中继续探讨世界范围内的金融一体化进程和资本市场的空间分布特点,仍然是通过股票市场来研究资本市场的国际集聚现象。在这篇文章中,研究的重点不再是对各个城市进行聚类分级,而是分析各国资本市场的不同

同特点以及 20 年来世界资本市场等级规模分布的发展过程。Poon 使用的指标与 1998 年的文章相同，仍然是股票市场市值、上市公司数、股票交易量等。他们分析后认为，伦敦、法兰克福、苏黎世、新加坡的资本市场是外向型的，在这些城市的股票市场上，外国上市公司及其交易量的比重都很大；而纽约、东京、香港等大多数国家的资本市场是国内导向型的，股票市场上外国公司数量和交易量的比重较低。在对等级规模分布的研究中，Poon 等认为，在过去的 20 年里，国际资本市场发生了一定程度的融合，由于地区金融中心和新兴市场的竞争，国际金融中心和城市间的不平衡性程度降低了。

Poon 对国际金融中心研究的可取之处是专门探讨了国际资本市场 20 多年来发展的特点和规律，部分指出了金融资本在全球流动和重新配置的一些原因，这比其他学者在这方面的研究有所深入。然而，其不足之处也很明显，研究范围过于狭窄，仅仅考虑了国际金融活动中的资本市场，而完全忽视了银行业市场、外汇市场、基金管理市场等。因此其对国际金融中心的研究是不全面的，研究方法也过于简单，即仅依靠股票市场指标对各个城市进行分类，因此在方法上还有很大的改进余地。

五、澳大利亚学者 Sagaram 和 Wickramanayake 的研究

澳大利亚学者 J. P. A. Sagaram 和 J. Wickramanayake(2005)对亚太地区的澳大利亚、香港、日本、新加坡在 1977 年至 2002 年间金融活动发展水平进行了计量研究。尽管这四个研究对象在世界范围内的金融中心中不具有广泛代表性，但他们采用的实证方法仍有值得借鉴之处。

他们首先分析了影响金融中心发展水平的一些因素，包括经济活动水平、税收制度、银行资产和负债、管制环境、社会经济因素（如政府经济政策、教育、生活质量、外国机构的税收待遇等），并认为是这些因素决定了四个金融中心的地位和发展可持续性。之后，他们设立三个计量模型来分析金融中心地位和解释因素之间的关系。第一个模型是检验单中心各种变量间长期均衡关系的协整方程和误差纠正模型，其中被解释变量有外国银行数量、股票市场市值、外汇市场日均交易额和证券市场交易额等，解释变量包括国内生产总值、公司税率、银行外部资产、银行外部负债、银行业的外国资产与外国负债之比等指标。第二个模型是对四个中心所有变量的面板回归模型，以找出那些对金融中心的地位和发展有着共同影响的因素，这个模型中的被解释变量和解释变

量与第一个模型相同。第三个模型单独检验社会经济因素(如政府经济政策、教育、生活质量、外国机构的税收待遇等)和政府干预对金融中心地位的影响,该模型中的被解释变量是各种金融活动水平占 GDP 的比例,包括股票市场市值比例、衍生品成交额比例、证券市场成交额比例和互助基金总额比例等,解释变量有教育制度、政府经济政策、生活质量、管制环境、外国公司的税收待遇等,这些变量统一采取国际权威机构和出版物(如瑞士洛桑管理学院、《世界竞争力年鉴》、世界商业成本排名等)对其所作的排名次序。

对单中心所做协整分析和误差纠正模型的结果显示,经济活动水平(实际 GDP)对四个金融中心发展水平均有显著的正向影响,公司税率除对新加坡有显著的负向影响外,对澳大利亚的影响方向虽然为负,但不显著,对日本和香港的影响方向不明显;银行业外部资产变量对国际金融中心地位有显著为正的影响,而外部负债的影响虽然为负,但多数情况下不显著;银行业外国资产与外国负债之比对四个金融中心的影响符合预期的正号,但约一半的长期弹性系数不显著。

对四个中心所做面板回归的结果表明,以外国银行数量、股票市场市值、外汇市场交易额和股票市场交易额为金融中心发展水平代表时,经济活动水平都有显著为正的影响。而公司税率只有当以外国银行数量为被解释变量时其系数才显著为负,其他情况下虽然为负但不显著。银行业外部资产对金融中心的四个指标也都有显著为正的影响,而外部负债对四个被解释变量的影响系数均为负,但均不显著。银行业外国资产与外国负债之比对金融中心的影响也都显著为正,符合预期。

在考察社会经济特征和政府干预对金融中心影响的第三个模型中,教育制度和生活质量水平的影响均为正,个别情况下不显著。政府经济政策的影响,在中国香港、新加坡和澳大利亚为有利于金融中心发展,而日本的政府政策对其金融中心地位的影响显著为负,其原因可能是日本的执政者和政府政策变更频繁而缺乏连贯性。管制环境对四个中心的影响均显著为负,这说明了在金融全球化背景下,过多的管制可能会不利于一国金融中心的发展。对外国公司的税收待遇变量在四个中心均为负向影响,但只有在香港和新加坡案例中显著,不过这已经能够说明不利的税收的待遇会使一个金融中心变得没有吸引力。

澳学者的实证研究探讨了经济活动水平、税收制度、银行业外部资产和负债、社会经济特征等因素对亚太地区四个金融中心的影响,其采用的协整分析和面板分析的实证方法反映了最近 20 多年来计量经济学发展的最新成就,这对于其他学者的研究而言是一个进步。但他们的不足之处在于对指标体系设置的不合理,例如银行业外部资

产和负债指标很难看成是影响国际金融中心地位的因素，而更像是代表金融中心发展水平的指标。而且，以银行业的外部资产和负债作为自变量去解释以证券市场市值、外汇市场交易额和证券市场交易额为因变量的金融中心发展水平，在理论上也很难说得过去，因为它们之间应该没有直接的联系。此外，在具体的计量方法上，包括协整分析、误差纠正模型和面板数据分析等，澳学者所列公式也有需要改进之处。

六、姚洋和高印朝的研究

姚洋和高印朝（2007）首先分析了影响金融中心形成和运行的因素，然后依据国际金融中心的形成和运行具有较高相关度的原则，构建了包括经济环境、金融市场、金融机构和金融制度四方面内容的指标体系。其中，经济环境包括金融中心所在国家和城市的经济总量、经济结构及经济条件等情况，是反映金融中心发展的客户基础、客户需求源泉和服务市场容量的指标，具体指标包括国家 GDP、城市 GDP、中心的金融业产值、进出口总额、投资额等。金融市场和金融机构指标构成金融中心研究的主要内容，前者主要是一些范围和规模指标，从资本市场、外汇市场、黄金市场、衍生品市场、货币和债券市场等各个市场角度设计各类指标，如上市公司数、股票市场市值和成交额、股票市场筹资额、外汇市场日均成交额、黄金年交易额、衍生品年成交量（额）、银行同业拆借总额、债券新发行总额等。金融机构指标包括银行、保险、证券等机构的数量和规模等指标，如银行家数、存贷款总额、保险公司数、保费收入、证券类机构数目及其资产规模、基金公司数目及其资产规模等。金融制度指标是反映金融中心软环境的指标，如监管水平、人力资本素质、税收水平、基础设施条件等，此类指标都是定性变量，姚洋和高印朝借鉴了其他机构对该类因素的排名或打分情况将其量化。

姚洋和高印朝根据他们设计的指标体系首先描述了东京、香港、新加坡、上海、北京、广州、深圳等地金融业及其各自区域（或国家）近些年来的金融业发展、经济发展和制度变革等状况，然后利用这七个城市 2004 年的数据进行层次聚类分析。他们得出结果是，北京、广州和深圳处于金融中心发展的初级阶段，上海处于金融中心发展的第二阶段，可以定义为国内中心，香港和新加坡处于第三层次，是已经由国内中心阶段上升到区域性的金融中心，东京是最高层次，是真正的国际金融中心。

姚洋和高印朝最后对各城市的发展前景进行了预测，他们指出，东京的优势在于日本雄厚的经济实力，香港的优势在于全球最为自由的经济制度，新加坡的优势在于

有较好的制造业基础和相对于香港而言较低的劳动和土地成本。对中国的其他各个城市而言,他们指出,差距不仅仅在于金融业各市场的规模和深度无法与其他国际金融中心相比,也在于金融发展的软环境如法律制度、税收体系、监管水平、人才储备、生活质量等大大落后,而且在未来十年至二十年间可能不会有根本性变化,因此我国建设国际金融中心的制约因素还很多。

可以说姚洋和高印朝对国际金融中心进行的实证研究有一定的创新性,主要是他们设立了一套较为全面的指标体系,该体系涵盖了经济环境、金融市场、金融机构和金融制度等金融中心发展涉及的各个方面,各类指标设计得也很全面和细致。不过,他们研究的不足之处一是对具体的计量方法语焉不详,二是仅仅利用 2004 年的数据来对各个城市进行比较,因此实际上是一种静态分析。并且在最后的前景展望中,他们指出了我国建设国际金融中心存在的不足之处,但却没有提供可行性的建议。

七、干杏娣的研究

干杏娣(2002)在其论文《开放与成长:新世纪上海国际金融中心的建设》中也提出了一个指标体系来衡量国际金融中心的演进水平。她首先从银行业、外汇交易、货币市场、股票市场、债券市场、证券投资基金、保险市场、金融衍生品市场等金融业的八个子市场上对伦敦、纽约、香港、新加坡和上海的金融发展状况进行了描述,所利用的指标主要包括市场上的机构数量、市场总资产规模、市场价值、市场交易额、市场上发行产品数等。在此基础上,干杏娣设立了由三个部分组成的国际金融中心评价比较的指标体系,一是市场运行与结构评价,二是直接基础因素评价,三是宏观与环境因素评价。

在市场运行与结构评价体系中,干杏娣对银行业、外汇交易、股票市场、债券市场、基金业、保险业、衍生品交易额等七个金融业子市场赋予不同的权重,如银行业和股票市场赋予权重均为 25,外汇交易和保险业的权重均为 15,债券市场的权重为 10 等,总权重为 100。在各个子市场内,又根据各个细分指标赋予各自权重,如银行业的细分指标中,“银行资产规模”权重为 20,“外资银行数目”权重为 5 等。根据这个评价体系,干杏娣以五个城市 2001 年的数据为基础,得出纽约、伦敦、香港、新加坡、上海的得分分别为 1 770.21、721.16、100、92.13、36.63(以香港的总分 100 作为基准)或 100、93.75、25.4、22.78、6.16(以纽约的总分 100 作为基准)。两套得分在次序上是相同