

# 憂慮與滬相爭 不如安守本份

羅家聰

滬港發展聯合研究所

---

Shanghai-Hong Kong Development Institute

二零一零年十二月



## 作者簡介

羅家聰為交通銀行香港分行首席經濟及策略師

2010 羅家聰

下載網址：<http://www.cuhk.edu.hk/shkdi/OP/OP29.pdf>

# 憂慮與滬相爭 不如安守本份

## Hong Kong and Shanghai: doing the best rather worrying about the competition

### 摘要

香港和上海之間的比較，特別在作為金融中心方面，近期在國內外均引起大家的注意。本文分析金融中心的角色，有別於傳統的評分方法，透過統計分析，從不同角度考量上海及香港作為金融中心之間的優勢，以及將面對的挑戰及機遇，最後以圖表從多角度比較香港及上海的發展週期。

### Abstract

The competition of Hong Kong and Shanghai especially as an international financial centre has occupied much attention both regionally and globally. This paper analyses the role as a financial centre, comparing the superiorities of Hong Kong and Shanghai by statistical analysis other than directly applying the ranking from surveys or academic institutes. It shows the opportunity and challenges of the two cities in the future, and elucidates the similar cycles of Hong Kong and Shanghai by comparing different indices.

對於這一次演講，我頗感壓力，原因有二：第一是我已經離開學界很長一段時間，說話比較憑感覺，也越來越不嚴謹；第二就是，我對中國大陸的資料的準確性有所保留，大部份資料可靠性並不很高，所以對中國大陸的研究不多。要說香港和大陸的關係，雖說不是一個專家，沒有太多要講，但可以講講幾個概念。

首先，很多人在談香港和上海在金融方面的競爭，市面上也有很多關於兩個地方的比較，包括很多排名、評分等等，可我對其可信程度有所保留。因為第一，評分的方法可能是依據調查的結果或是專家的意見，當中可能出現抽樣偏差的問題。例如，要評估的是深圳，但是專家都是比較瞭解深圳的人，可能對其它地方不大瞭解，變成了大部份響應的都是深圳那裡的人。第二，學界也好，我們做研究的也是，拆解資料很容易，比如就金融中心而言，就有生產總值、法制等很多制度性的東西，要拆散來分析很容易的，但問題是怎樣綜合，比重如何分配？我分配比重的方法是先根據歷史資料做回歸之類的分析，找出一些估計參數，再把結果放到不同的要素裡，但是這些都得根據歷史資料，而歷史上只有兩個國際金融中心，紐約和倫敦，由此可見，做統計研究及收集資料是很困難的。要做量化分析最困難的地方在於權重的分配，你說生產總值重要，但其它的因素也重要，我們沒有確實的根據去做權重。舉個例子，在不同的評級機構，他們會採用不同的權重，有時候，那怕權重的變化很少，出來的結果也會有很大的分歧。當然，若兩地之間的差距很大，像香港和巴西，他們的排名可能相差幾十到一百名，出來的結果應該不會有分歧，但如果只是第八名和第十名的差別，我覺得很難分辨出來。

知道了需要面對的困難，我們應該如何去作考量及分析呢？我會追本溯源。這是甚麼意思呢？我們要思考一下，金融中心是用來作甚麼的，甚麼是金融中心。金融中心的本意就是處理資金，你要處理資金的話，首先要從貨幣本身的作用去考量。貨幣有兩個主要功能，交易、儲值。所以要成國際金融中心的話，要有國際貿易的活動，這才會衍生國際性的資金流。另外一個部份就是儲值，世界各國的央行在過去 20 年大幅減息的同時，也大量印製鈔票，導致目前有很多過剩的遊資，而剩餘的資金要找地方去存放或投資，這就促成了對金融中心的需求。從這兩個需要去看，單從交易及貿易的角度來講，上海比香港有優勢，因為要支援龐大的交易量，背後一定有一個強大的國家。我不是說中國是屬於上海的，當然也不屬於香港。但是大家共同的認知或理解就是，上海在扮演著一個中國大陸對外貿易的中心的角色，長遠來說比香港要有優勢。但是從遊資的角度去看：我要投資、保值，香港不一定輸給上海。遊資的投放，要看有沒有投資的機會，有沒有合適的產品，取回資金的難易程度（這與制度有關），資訊的開放程度等等。所以從儲值的角度去看，我估計目前香港比上海要有優勢，但現在沒有詳細的資料和大家分享。前景方面，我們現在正處於後海嘯期，全球貿易不會很快復蘇，短時期內不容易回到金融海嘯之前的水準。就金融中心的交易和貿易方面而言，未來幾年上海方面會有一個折扣。但碰巧全球資金過剩，在全球寬鬆貨幣政策之下，香港正好有優勢去抓住這些資金。

## 金融中心的決定因素

除此以外，我們還可以從哪些方面去考量不同的金融中心之間

的優勢呢？像北京，它比較接近權力中心，是否就有優勢呢？但以美國為例，美國的權力中心在華盛頓，但它的金融中心卻在紐約。很多人會提到一些國家的實力，引用它們的資料，像生產總值、人均生產總值等等。你可以在網上搜索一下，在這些資料中排名前十位的國家當中，有多少擁有國際性的金融中心。故此，我認為是不是政治權力中心及國力等因素和能否成為國際金融中心沒有很大的關聯性。但甚麼才有關聯性呢？我認為歷史因素由為重要，這個因素恰恰是我在信報新聞月刊裡面提到的重點部份。別人為甚麼要以你為金融中心呢？很可能因為你本身已是一個良好的、行之有效的中心。從量化角度而言，具歷史性的自我迴歸項（autoregressive term）經常存在，很多東西都是AR(1)。不妨參考一些股價模型，最能解釋今天股價的變數，往往是上一個交易日的股價，那就是說它上一個階段的變化就是最顯著的/統計性顯著的。這有可能是因為慣性，也有可能是自我應驗預言。

總括而言，關於一些靜態的東西，它的命運很有可能是由市場的慣性去決定的。但是我們的議題是這個慣性會不會被取代，雖然我不知道香港會不會被取代，或是甚麼時候會被取代。不過，如果香港本身已經有一個慣性，已經是一個發展完善的金融中心，要取代它決對不是一件容易及短時期內的事。因為慣性不是被打造出來的，香港作為一個金融中心，有它的地利及人和的因素。地利的因素就是它位處於國際資金的樞紐，人和方面，它擁有制度方面的優勢，這是英國統治之下的一個偶然，背後的原因太複雜，我會把它籠統稱為歷史的因素。

有知名學者曾經提到貨幣因素，人民幣的因素，他日如果人民

幣自由兌換，成為國際貨幣的話，對香港來說會是一個威脅，但香港屆時可以選擇放棄港幣而用人民幣或雙幣並行，甚至將港幣與人民幣掛鉤。於此，滬港可在同一貨幣平台競爭，人民幣便非決定性的因素。但人民幣一天未能自由兌換，上海說要做什麼國際金融中心也是徒然。而且短期內，甚至三、五、七年內，人民幣的兌換也不會取得很大的進程，因為中央對開放金融、開放貨幣的取態，還是比較審慎。看到幾次金融風暴，一次是 1997 年的亞洲金融風暴，一次是 2009 年的金融海嘯，兩次金融危機給我們/全世界的教訓就是，你打開了你的大門，你就很難把它關上。現在中國還未有把它的大門敞開，資金已經可以很有效的流入或流出，如果把它正式打開的話，資金流出的問題會更加嚴重。

除了短期內不會讓人民幣自由兌換之外，另外還有一個猜想，未來幾年上海要加快腳步成為國際金融中心是很困難的。從中國目前的經濟發展來看，它正面臨一個很大的泡沫，而樓市的泡沫很可能隨著全球的通脹上升，令中國的主要城市，特別是北京、上海等地的樓市有一個很驚人的漲幅，緊隨其後的就是暴跌，時間方面，很可能會在 2011 至 2013 年。我猜很可能會在 2012 年見頂，這剛好是全球貨幣在 2009 年大增見頂後 3 年的時間。從過去 3 次大幅通脹的經驗來看(1965 至 1970 年，1973 和 1980 年)，都是在美國廣義貨幣流通量見頂後，大約 3 到 4 年後通脹便會見頂了，所以我估計 2012 年通脹也會見頂。如果樓市在未來幾年有一個暴跌的風險，現在的情況就跟 95、96 年的香港相似，它的後果，你可以從 97 年的香港及 07 年的美國樓市下跌拉動經濟大收縮的情況推論，經濟要 4 到 6 年才可以完全恢復，所以上海經濟的逆轉很可能會發生在

2012-2015 年間。我也曾經問過一些同業及媒體業的意見，他們對此都抱懷疑的態度，認為不大可能發生這種情況。但這跟你在 1995 年或 1996 年問香港人，和在 2007 年問美國人，樓市是否會下跌的答案是一樣的。他們都不會相信樓市會下跌。

作為金融中心，未來香港和上海面對的挑戰和機遇是甚麼呢？對香港而言，挑戰很明顯是香港已經變了一個成熟的體系，增長放慢，更重要的是，香港擁有優良制度的優勢，慢慢地被削弱。上海呢，恰恰相反，它的問題是在往上跑，但同一時間，中央還沒有開放金融，外匯管制，另外就是它的海外網路不及香港。但這些問題不是上海獨自能夠解決的，還得要看中央的決策。

機遇方面，香港不能再局限于傳統的金融業務，雖然在經歷金融海嘯以後，很多人都說我們應回歸傳統，衍生工具、對沖基金等這些金融業務都應避免，但我認為這是削足適履。發展的趨勢是不可逆轉的，關鍵在於做好監管，不能說監管出問題，就不做新的、高端的東西。現在的產品雖不至於一元化，但多元化不足，特別在債市這方面。香港雖沒有債市，發人民幣，港元的債券意義也不大。不過，從很多歐美的債券在亞洲時段的並沒有甚麼交易來看，這個市場還是很狹窄的。所以其中一個發展的方向就是，發展香港成為債市的二手中心。儘管對於銀行及金融機構而言，這只能賺利差，利潤低，而且風險又高，發展窩輪等衍生工具反而可以賺得更多。但就香港整體而言，為歐美政府或機構的債券提供一個大量交易的平臺，是一個可發展的方向。另一方面，香港擁有很多人才，對發展衍生工具也有豐富的經驗，未來可以發展一個跨越時空的金融體系，股市及債市也可以像匯市一樣，不分日夜及地區。

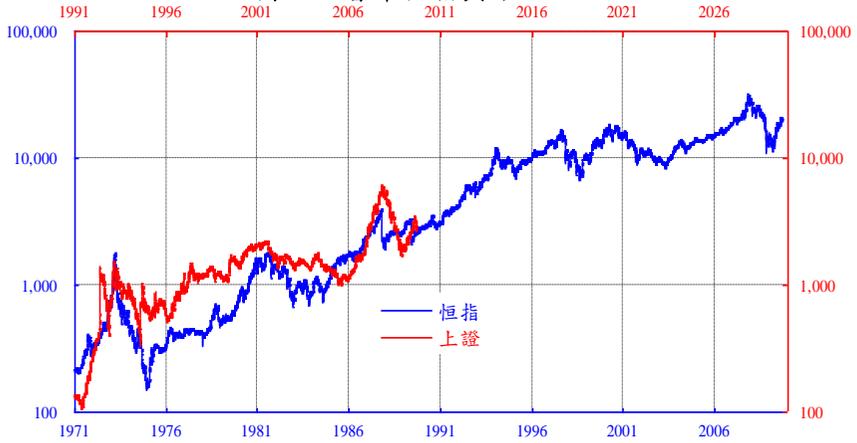
長期來講，在全球化的影響之下，已經沒有地域的限制，不同地區的客戶會在不同的時段交易，發展 24 小時的金融體系會是一個大趨勢。因為現在要在香港購買美國、歐洲的產品並不容易，跨時之後要解決的問題就是跨空。上海的問題首先是它並不是一個開放的市場，現在還有很多保護主義。第二就是要跟國際的遊戲規則接軌，不能靠關係。要和全球接軌的話，不可能要全球來遷就你。雖然現在經濟在上升的週期，但幾年後，如果亞洲的經濟週期逆轉，而美國的經濟復蘇，資金可能會逆流，到那個時候，就會失去了競爭力，所以我還是傾向於和國際接軌。

接著看一下圖一至圖十，紅色的是上海，藍的是香港，相比較之後，發現不管是年度消費、生產總值、人均生產總值，還是指數的走勢、出口、通脹，儘管可能純粹是巧合，但都和 20 年前的香港十分相似，證明了上海就是 20 年前的香港。相差 20 年說明了甚麼呢？這說明了現在的上海就是 1989 年的香港，雖然 1989 年的香港發展迅速，但到了 1993、1994 年，很多方面都見頂了。之後恒生指數橫行，樓價橫行，生產總值產生了結構性的變化，經濟橫行了一段很長的時間，增長大幅減慢。所以上海在 3 或 5 年後，經濟週期很有可能逆轉，之後會面臨增長放慢的問題。現在市場氣氛雖然都一面倒，但我還是堅持己見。

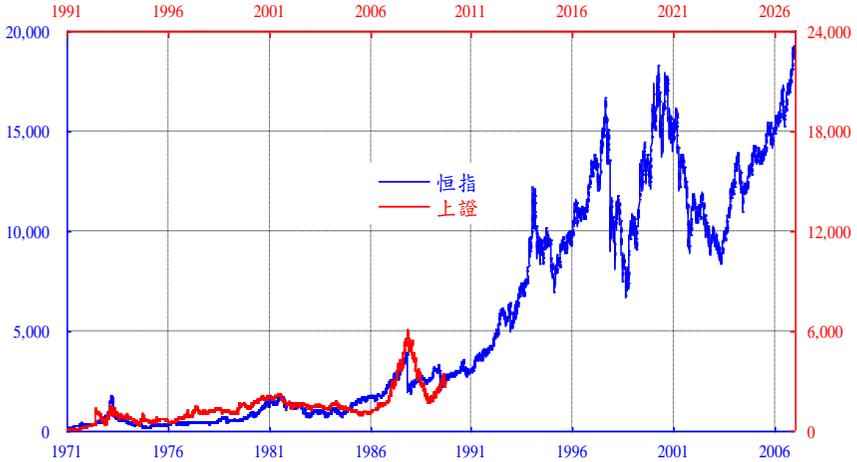
最後，如果要說香港和上海是競爭還是合作，我認為是感覺和心態的問題。某程度上，一定會合作，像一家人一樣，但兄弟之間也難免爭寵、競爭，而我的意見是競爭較多。

# 附錄

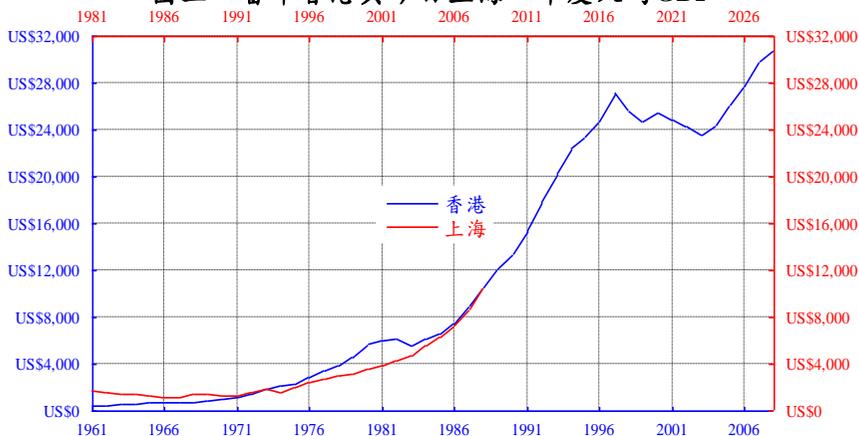
## 圖一：當年恒指與今日上證



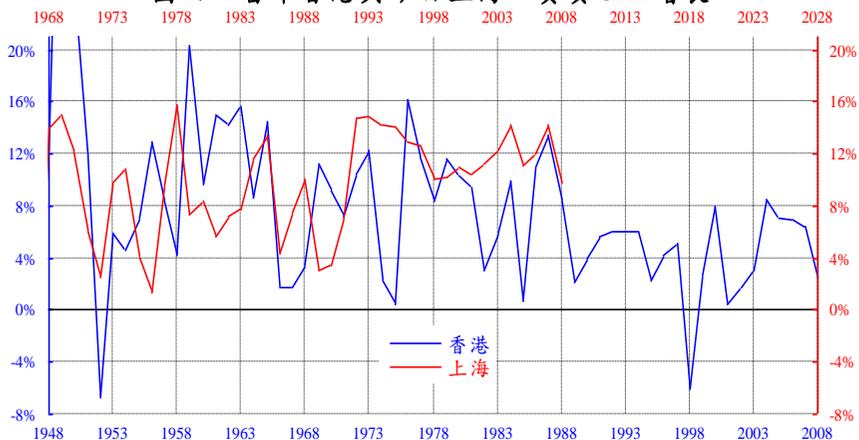
## 圖二：當年恒指與今日上證



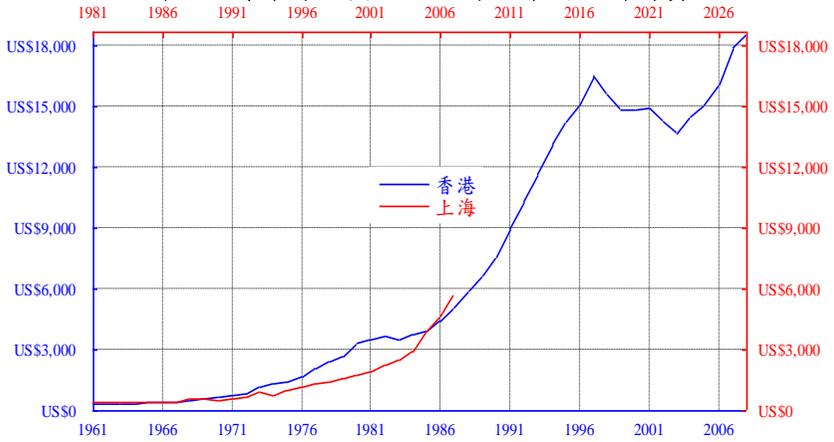
圖三：當年香港與今日上海：年度人均GDP



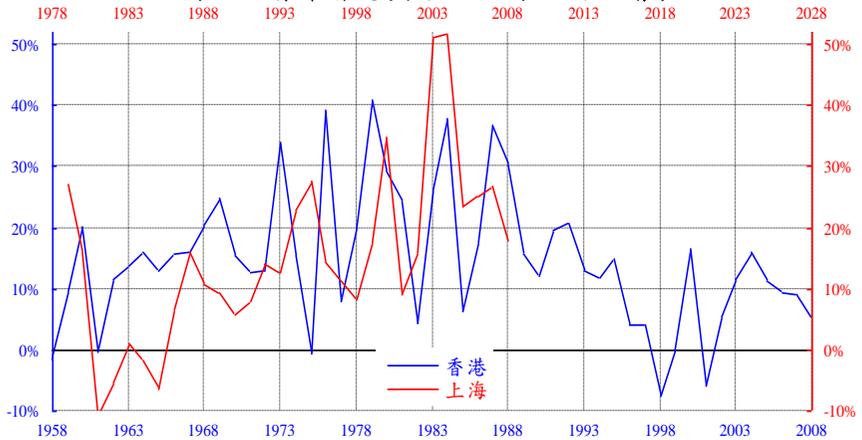
圖四：當年香港與今日上海：實質GDP增長



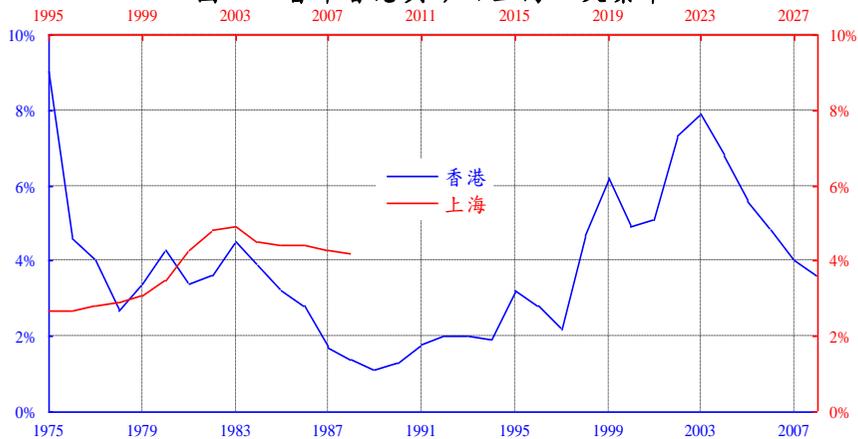
圖五：當年香港與今日上海：年度人均消費



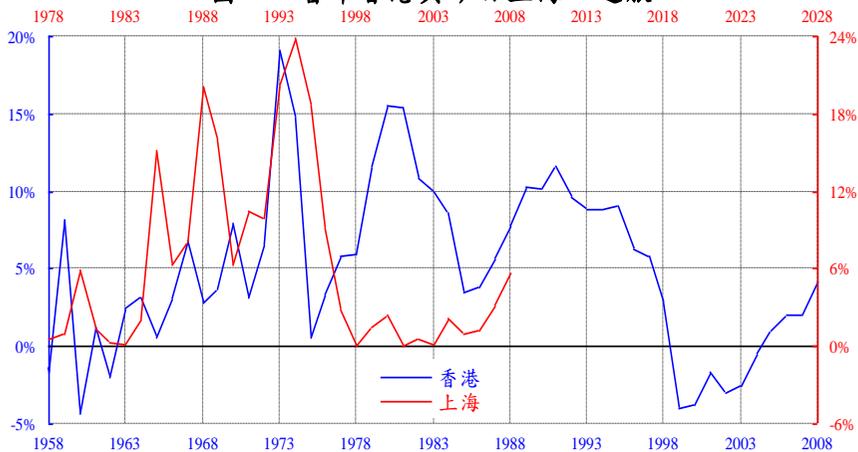
圖六：當年香港與今日上海：出口增長



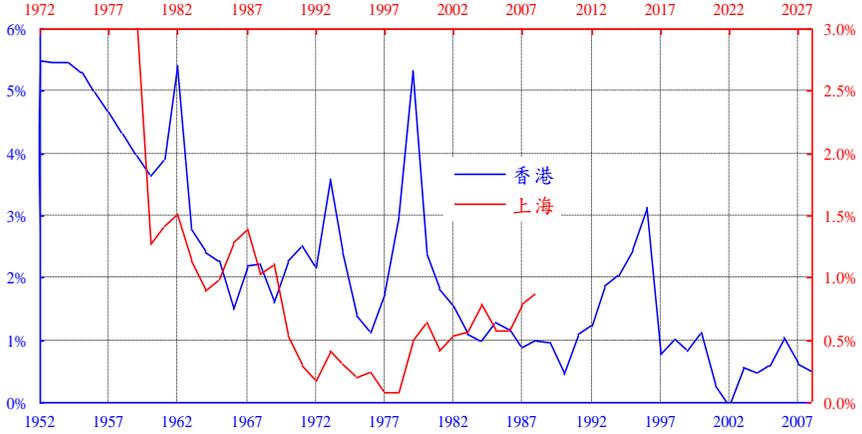
圖七：當年香港與今日上海：失業率



圖八：當年香港與今日上海：通脹



圖九：當年香港與今日上海：人口增長



圖十：當年香港與今日上海：住宅樓價(僅差13年)

