

# 国际金融中心的发展:资本流动与惯性效应的作用

钟 阳

(中国社会科学院 人口与劳动经济研究所,北京 100028)

**摘要:**文章通过构建动态面板模型对国际金融中心形成的影响因素进行了实证分析,结果表明资本流动活性和惯性效应在一国国际金融中心发展的过程中发挥了关键作用。并且一国的投资流出或流入水平越高,该国的证券市场交易量越大,其金融市场越发达,该国越容易成为国际金融中心;反之,一国的资本流出或流入水平越低,其金融市场发展越迟缓,国际金融中心地位难以形成和巩固。此外,前一期股票、债券市场规模的扩大,能够进一步促进当前股票和债券市场的发展。因此一国应该有效利用原有的金融基础,充分发挥金融市场的惯性和溢出效应,进而促进国际金融中心建设并确保其持续健康发展。

**关键词:**资本流动;惯性效应;金融市场;国际金融中心

中图分类号: F061.5

文献标志码: A

文章编号: 1008-5831(2014)01-0031-06

## 一、问题的提出

当代的美、英、日等发达国家已经成为了令世界瞩目的国际金融中心,其金融业已获得充分发展,成为各国经济增长的重要动力源。近年来,中国经济的快速增长也受到了各国的关注,持续高速的经济增长创造了亚洲经济发展的奇迹,金融业也获得了一定程度的发展,但是与金融发达的欧美日等国还存在着巨大差距。尽管如此,中国仍在不断努力发展金融业,对于几个重要的金融城市给予很大的政策支持,力争创设区域甚至国际金融中心城市。目前,香港在某种程度上已成为较重要的国际金融中心,还有待于进一步发展和完善,而上海、深圳等城市亦是国家的重点培育目标,能否或者需要多长时间将其建设成为重要的区域或国际金融中心,直接关系到中国经济的持续健康发展。因此国际金融中心形成的关键影响因素以及相关经验具有重要的理论与实际价值,需要我们深入探讨和分析。

国内外学者从不同角度对国际金融中心的发展程度及影响因素进行了一系列研究。Economists Advisory Group<sup>[1]</sup>指出,由于顾客的习惯行为或者简单惯性作用的存在,国际金融中心建立以后会表现出生存的巨大潜力。Gehrig<sup>[2]</sup>将金融中心的聚集效应归纳为几个方面,比如支付机制的规模经济效应、信息溢出效应和市场流动畅通性。Choi等<sup>[3-5]</sup>通过实证分析考察了14个城市作为国

修回日期: 2013-01-15

基金项目: 国家社科基金重点项目“中国积极参与国际货币体系改革研究”(10ZD0054);国家社科基金项目“金融发展、网络外部性与人民币国际化推进战略研究”(12BGJ044);吉林大学“985工程”三期基地建设项目“中国国有经济改革与发展研究哲学社会科学创新基地”

作者简介: 钟阳(1982-),女,中国社会科学院人口与劳动经济研究所博士后,主要从事世界经济研究。

际金融中心的格局变化以及金融中心形成的主要原因。结果表明,城市吸引力主要决定于经济发展水平、银行数量以及与其他经济体的经贸联系,如资本的跨境流动和对外直接投资等方面。Poon<sup>[6]</sup>归纳和分析了20世纪80年代后金融活动规模快速扩张的原因,指出新兴经济体经济的发展壮大、跨国投资的活跃性增强、金融管制的适当放松等使国际金融中心间的差异化趋势显著提高。苏立峰、雷强<sup>[7]</sup>利用五个重要国际金融中心的相关数据,对国际金融中心发展水平和因素之间的关系进行了固定效应模型检验,发现经济增长情况、国内管制程度、国内要素供给和成本等因素对国际金融中心的演进产生了不同程度的影响。这一研究虽然有一定的创新性,但他们在具体方法操作过程中过于主观,缺乏一定的科学性。

综上所述,尽管前人的研究成果为我们提供了一些可借鉴的经验,但是部分研究仅仅通过一些统计方法对国际金融中心的发展程度进行了评价,至于国际金融中心发展的影响因素或关键因素的论述则语焉不详。也有一些文献存在着研究结论的片面性、非科学性或者研究方法的粗糙性,其结论难以令人信服。另外,并未见有对国际金融中心发展影响因素进行动态实证分析的文献。因此本文将通过变量设定的调整和系统的动态实证研究弥补现有文献的不足,使研究结论更具说服力。

## 二、典型国家金融市场发展的动态比较

资本市场作为现代金融市场的重要组成部分,

代表着市场化的资源配置方式,它一方面为投资者提供了更加灵活的直接融资渠道,另一方面可以大幅增加金融资产的供应规模、提高金融资产流动性。对于非居民来说,一个规模大、流动性高的发达资本市场尤其是证券市场更加具有吸引力,所以资本市场的发展是国际金融中心建设的关键。由于证券市场在资本市场的发展中扮演着核心角色,同时其发展可以通过明确的量化指标考察,因此可以用其反映一国金融市场的发展状况及国际金融中心的建设程度。

从图1可以看出,作为全球最重要的国际金融中心之一,美国的年股票交易额在1990年代以来始终位居世界首位,并且在1995年以后远远超出其他国际金融中心,其股票交易额的总体发展趋势处于上升态势,直到遭遇次贷危机冲击才有较大幅度的下降。英国的年股票交易额在1990年代以来的大多数时间里仅次于美国位列第二,这也与其国际金融中心地位相匹配,同时其股票交易规模总体上也处于增长态势,2007年金融危机爆发以后有一定回落。而日本、德国和瑞士的股票市场虽然与美国相差甚远,但也形成了一定的规模,是全球重要的国际金融中心,随着时间的变化其股票交易规模也在逐渐上升,同样在2007年以后发生了一定程度的下降。尽管在全球金融危机爆发以后,各国股票市场交易额都发生了一定程度的下降,但相对而言依然居于世界领先地位。

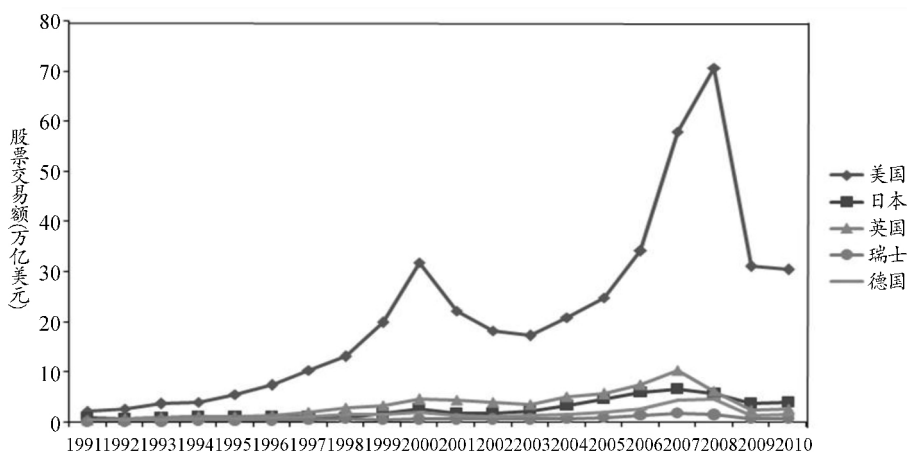


图1 典型国家股票市场交易情况比较

从债券市场的交易情况看,英国各年的债券交易额遥遥领先,其债券市场规模较为庞大,且逐年攀升,直至2007年金融危机爆发后产生了较大波动,出现明显下降。美国债券市场规模虽未达到英国的水平,但是交易规模也较为可观,并且其债券交易额逐年增加,受金融危机的影响较小。德国债券市场发展较有特点,其债券交易额总体上呈现逐年下降

趋势,但其债券市场也较为发达。与其他几国相比,瑞士和日本的债券市场规模相对较小,且各年债券交易额变化不大(图2),但如果从全球范围来看,其债券市场也较为发达,也是重要的金融中心国家。值得注意的是,日本和德国的间接融资市场无论规模还是交易活跃程度都很突出,但其国际金融中心地位明显弱于美英,这也在一定程度上表明证券市

场等直接融资市场的发展更加突出地体现一国是否 拥有重要的国际金融中心地位。

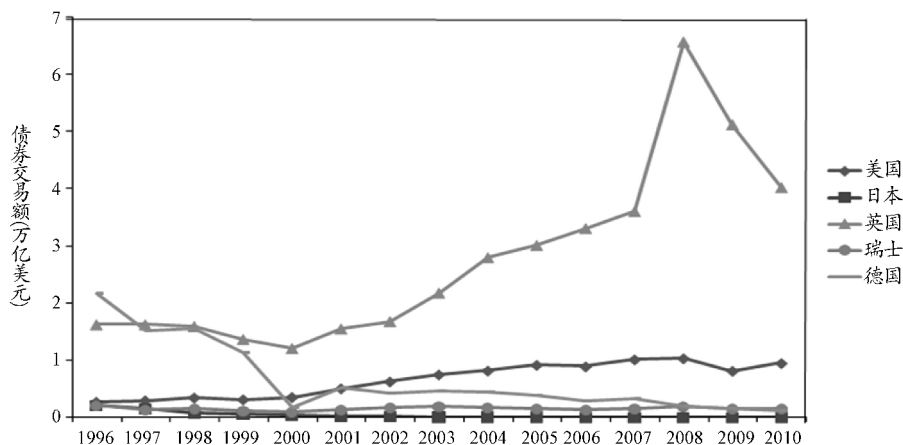


图2 典型国家债券市场交易情况比较

### 三、金融中心形成的影响因素、计量模型的构建及数据说明

以证券市场为代表的资本市场发展可以被视为建设国际金融中心的关键,而可能影响和决定其发展的因素又包括以下几个方面。

一般而言,一国金融业的高度发展要以其强大的经济实力作为坚实后盾,只有经济规模达到相当的程度,金融市场才能充分有效地运作,市场的各种交易活动才能更加活跃。因此经济规模的大小关系到金融中心建设的成效。欲考察一国的真实经济状况仅仅凭借经济总体规模的大小进行判断还过于片面,应该以人们的实际生活水平(典型指标为人均GDP值)来反映一国民众的真实富裕程度,以评价国家的实际经济发展状况。显然只有人们的生活水平达到较高程度,金融市场才能充分活跃起来,同时促进一国金融市场与国际金融市场的联系,有力地推进金融中心的建设。国内供给因素可能会对金融市场的发展产生一定影响。较高的储蓄率可能会使国内资金较为充足,不会出现资金短缺或金融系统链条断裂,给金融市场提供发展的坚实基础。但是如果出现过高的国内储蓄率,又可能抑制资金的流动性,造成金融市场活跃度降低。从世界各国金融市场国际化的历史经验及当今发达和发展中国家的现状来看,放松资本流动管制、促进资本国际流动对于资本市场乃至国际金融中心的建设与发展具有积极作用。稳定有序的资本跨国流动不仅能够增加国内金融市场的资金供应量,还能使投向海外的资金获得一定增值后回流至本国。通过引进外资,创造性地拓宽资金渠道,有效地扩大证券市场规模,增加资本市场容量,能够为金融市场发展注入新的动力。一定规模的资本流出还会扩大投资者的地域范围,吸引更多优秀的公司到本国金融中心筹集资金,从

而增加优质公司的数量。优质上市公司的增多,又会吸引更多的资金流向本国金融中心。这是一国金融市场发展的重要动力,也是一国能否建成国际性金融中心的重要条件。

考虑到有些无法量化的因素同样对前一期金融市场的发展产生了影响,且在短期内变化不大,因此将滞后一期的因变量作为解释变量引入方程,构建动态面板数据模型,以反映包含这些潜在因素的惯性(溢出)效应对金融中心发展的影响。我们将动态面板模型的一般形式表示为:

$$Y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta_i + Y_{it-1} + \mu_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

其中:  $X_{it}$  是  $k \times 1$  维解释变量向量,  $\beta_i$  表示对应于解释变量向量  $X_{it}$  的  $k \times 1$  维系数向量,  $Y_{it-1}$  表示解释变量的滞后一期向量值,  $\alpha_i$  为常数项向量,  $\mu_{it}$  是随机扰动项向量。这里假设随机扰动项相互独立,且满足零均值、等方差为  $\sigma_\mu^2$  的条件。

考虑到数据的可获得性、样本量的大小以及指标的代表性,本文选取股票和债券交易额作为上述面板数据模型中的被解释变量,其原始数据来源于世界证券交易所联合会及美国联邦储备银行网站。本文选取1993-2009年9个国家主要证券交易所的股票交易额和1996-2009年9个国家主要证券交易所的债券交易额,经CPI指数(以2005年为基期)平减将其转换为实际股票和债券交易额。模型中共包含5个解释变量。

本文以一国GDP与世界GDP的比重来反映一国经济规模的大小,以一人均GDP与世界人均GDP平均水平的比重反映一国居民的相对生活水平。四个指标的原始数据来源于世界银行官方网站和《International Financial Statistics》。国内储蓄率指标为国内储蓄总量占国内生产总值的比重,这一数

据由 www.economywatch.com 网站获得。各国的资本流出量是由《International Financial Statistics》查得的国际投资地位项下对外直接投资与有价证券投资流出量之和经过 CPI 指数(以 2005 年为基期)平减将其转换为实际量而得。而各国的资本流入量是由《International Financial Statistics》查得的国际投资地位项下外商直接投资与有价证券投资流入量之和经过 CPI 指数(以 2005 年为基期)平减将其转换为实际量而得。

根据所选择的被解释变量及解释变量的相关指标,可将动态面板数据模型具体表示为:

$$ST_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 GDPP_{it} + \beta_3 DSR_{it} + \beta_4 CO_{it} + \beta_5 ST_{it-1} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$ST_{it} = \alpha_{it}^* + \beta_1^* GDP_{it} + \beta_2^* GDPP_{it} + \beta_3^* DSR_{it} + \beta_4^* CI_{it} + \beta_5^* ST_{it-1} + \mu_{it}^* \quad (3)$$

$$BT_{it} = \delta_{it} + \gamma_1 GDP_{it} + \gamma_2 GDPP_{it} + \gamma_3 DSR_{it} + \gamma_4 CO_{it} + \gamma_5 BT_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$BT_{it} = \delta_{it}^* + \gamma_1^* GDP_{it} + \gamma_2^* GDPP_{it} + \gamma_3^* DSR_{it} + \gamma_4^* CI_{it} + \gamma_5^* BT_{it-1} + \varepsilon_{it}^* \quad (5)$$

式(2)-(5)中, $ST_{it}$ 、 $BT_{it}$ 分别表示第  $t$  期国家  $i$  的实际股票交易额和实际债券交易额; $ST_{it-1}$ 、 $BT_{it-1}$ 分别表示滞后一期国家  $i$  的实际股票交易额和实际债券交易额; $GDP_{it}$ 表示第  $t$  期国家  $i$  的国内生产总值占世界生产总值的比重; $GDPP_{it}$ 表示第  $t$  期国家  $i$  的人均国内生产总值相对于世界平均人均国内生产总值的相对量; $DSR_{it}$ 表示第  $t$  期国家  $i$  的国内储蓄率; $CO_{it}$ 表示第  $t$  期国家  $i$  的对外直接投资和证券投资流出总量, $CI_{it}$ 表示第  $t$  期国家  $i$  的外商直接投资和证券投资流入总量。

#### 四、模型的估计及结果分析

由于动态面板模型中的一项解释变量是被解释变量的滞后项,这可能导致该项解释变量与扰动项之间存在相关性,并且还可能出现解释变量的内生性等问题。如果我们利用一般的估计方法,可能造成参数估计的非一致性问题。因此我们选择 Blundell 和 Bond<sup>[8]</sup>提出的系统 GMM 估计(system GMM)方法对模型进行估计,估计结果见表 1。

表 1 中 Sargan 检验为过度识别约束检验,测定了动态面板估计中工具变量选择的适宜性,由四个模型 Sargan 检验得到的  $P$  值可知,工具变量的选择是合理的,不存在过度识别问题。同时由 AR(2)的  $P$  值可以判断,在采用系统 GMM 估计时,均不存在二阶序列相关,这一结果也支持了工具变量的有效性。表 1 中还给出了 Wald 检验,它常用来检验联合系数是否有效,四个模型的 Wald 统计量设定检验显

示该假设未被拒绝,即解释变量对被解释变量的联合影响具有统计意义。

在股票市场的两个动态面板模型中,由各变量系数估计的结果可以看出,各国的 GDP 比重和人均 GDP 相对水平两个变量均未通过显著性检验,说明在我们的研究中二者不是影响股票市场发展的显著因素。显然,仅仅具备巨大的经济规模,或者拥有较高的实际经济发展水平并不必然意味着具备发达的股票市场。同样在两个模型中,国内储蓄率这一变量的估计系数也均不显著,表明国内储蓄率的高低在一国股票市场发展中并未起到显著作用。而在两个模型中,资本流出和流入量的估计系数均在 1% 的显著性水平下拒绝了解释变量系数为 0 的原假设,同时由两变量的估计系数符号可知,二者均对一国金融市场的发展产生了积极作用。并且一国的投资流出或流入水平越高,该国的股票市场交易量越大,其资本市场越发达,该国越容易成为国际金融中心。反之,一国的资本流出或流入水平越低,其股票市场发展越迟缓,其国际金融中心建设难以快速推进。在股票市场的两个动态面板模型中,滞后一期的股票交易额系数估计值亦均在 1% 的显著性水平下通过了检验,同时由这一变量的系数估计值可以判断,前一期的股票市场发展对当前股票市场的发展起到积极的推动作用,由此证实了股票市场的惯性效应发挥了重要作用。

在债券市场的两个动态面板模型中,由各变量系数估计的结果可知,各国的 GDP 比重和人均 GDP 相对水平两个解释变量的估计系数均未通过显著性检验,表明二者不是影响国际金融发展水平的显著因素。在资本流出模型中,国内储蓄率这一变量的估计系数不显著;在资本流入模型中,国内储蓄率变量的估计系数 5% 的显著性水平下通过了检验,可以认为过高的国内储蓄率有可能抑制资金的流动性,造成债券市场过于僵化,难以搞活。但总体来看,国内储蓄率并不是金融市场发展的重要影响因素。而在两个模型中,资本流出和流入量的估计系数分别在 1% 和 10% 的显著性水平下通过了显著性检验,同时由两变量的估计系数符号可知,二者均对一国债券市场的发展产生了正面影响。并且一国的投资流出或流入水平越高,该国的债券市场交易量越大,资本市场发展水平越高,该国越容易成为国际金融中心;反之,一国的资本流出或流入水平越低,其债券市场越难以快速发展,亦难以促进金融市场建设。在债券市场的两个动态面板模型中,滞后一期的债券交易额系数估计值亦均在 1% 的显著性水平下通过了检验,同时由这一

变量的系数估计值可以得到, 前一期债券市场的规模扩大, 能够进一步促进当前债券市场的发展, 推进债券市场向广度与深度不断延伸, 充分发挥债券市场的惯性效应, 最终成为重要的国际金融中心。

表1 动态面板模型的估计结果

| 相关指标             | 股票市场动态面板模型             |                         | 债券市场动态面板模型            |                        |
|------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|
|                  | 资本流出模型                 | 资本流入模型                  | 资本流出模型                | 资本流入模型                 |
| GDP              | -9.168 8<br>(-0.92)    | -24.054 6<br>(-8.1)     | 6.131 6<br>(1.6)      | 1.525 8<br>(0.29)      |
| GDPPI            | 0.485 7<br>(1.23)      | 0.511 1<br>(1.02)       | -0.003 3<br>(-0.04)   | 0.083 6<br>(0.89)      |
| DSR              | 0.042 6<br>(0.64)      | 0.091 8<br>(1.32)       | -0.008 8<br>(-1.1)    | -0.012 5**<br>(-2.0)   |
| CO               | 2.980 4***<br>(8.46)   |                         | 0.182 6***<br>(3.02)  |                        |
| CI               |                        | 3.122 2***<br>(35.51)   |                       | 0.136 1*<br>(1.8)      |
| ST t-1           | 0.437 8***<br>(12.29)  | 0.297 3***<br>(15.01)   |                       |                        |
| T <sub>t-1</sub> |                        |                         | 0.909 5***<br>(8.05)  | 0.807 ***<br>(22.66)   |
| C(常数项)           | -3.655 8<br>(-0.96)    | -4.263<br>(-1.05)       | -0.338 6**<br>(-2.41) | -0.305 ***<br>(-3.14)  |
| Wald 检验          | 90 130.12<br>(0.000 0) | 269 910.94<br>(0.000 0) | 1 926.02<br>(0.000 0) | 47 251.22<br>(0.000 0) |
| Sargan 检验        | 5.365 4<br>(1.000 0)   | 4.788 6<br>(1.000 0)    | 4.952 6<br>(1.000 0)  | 5.603 4<br>(1.000 0)   |
| AR(2) P 值        | 0.338 5                | 0.342 1                 | 0.278 9               | 0.214 1                |

注: \*\*\*为在1%的显著性水平下显著; \*\*为在5%的显著性水平下显著; \*为在10%的显著性水平下显著; 对应各变量括号内的值为估计系数的z统计量。对应Wald检验和Sargan检验括号内的值为P值。

综合四个模型的结果不难发现, 一国的投资流出或流入水平越高, 该国的证券市场交易量越大, 其越容易成为国际金融中心; 反之, 一国的资本流出或流入水平越低, 其金融市场发展越迟缓, 其国际金融中心建设难以快速推进。此外, 一国还应该充分发挥金融市场的惯性效应, 进而促使国际金融中心建设达到较高水平。

### 五、结论

本文以各国证券市场中的股票交易量和债券交易量来反映一国金融市场的发达程度, 通过构建动态面板模型, 实证分析了影响国际金融中心发展的重要因素。结果表明: 资本流出和流入量均对一国股票、债券市场的发展产生了积极作用。并且一国的投资流出或流入水平越高, 该国的证券市场交易量越大, 其越容易成为国际金融中心; 反之, 一国的资本流出或流入水平越低, 其金融市场发展越迟缓, 国际金融中心地位难以形成和发展。若一国能充分放松资本流动管制, 促使资本能够得到较大的自由流动空间, 无疑会使本国的金融市场蓬勃发展, 并在竞争日益激烈的国际金融环境中取得重要的地位。此外, 在股票市场和债券市场的四个动态面板模型

中, 滞后一期的股票、债券交易额系数估计值亦通过了显著性检验, 同时可以推得, 前一期股票、债券市场的规模扩大, 能够进一步促进当前股票和债券市场的发展, 推进两类市场向广度与深度不断延伸。因此一国应该充分利用原有的金融物质基础, 使已经具备的金融财富为以后的金融发展提供动力, 充分发挥金融市场的惯性效应, 进而促进国际金融中心建设并确保其持续健康发展。

作为最大的发展中国家, 中国目前的经济取得了骄人成绩, 在经济规模上也已成为仅次于美国的全球性经济大国, 但是金融市场的发展还与发达国家存在较大差距。在经济全球化日益加深的背景下, 要想在世界经济竞争日益激烈的环境中立于不败之地, 提升中国金融市场的竞争力, 建设新的国际金融中心, 是中国从经济大国迈向经济强国、资本强国的必由之路, 也是中国金融发展的长期战略目标。为此, 应逐步放开资本项目的管制, 循序渐进地推进资本自由化。在放松金融管制、放宽资金跨境流动方面, 中国政府已进行了初步尝试, 近年来推行了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》和《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行

办法》。这些举措有利于促进资金的流动性,增强资本流动的活跃性,是中国资本市场对外开放进程的一次历史性跨越。截至2010年末,QFII(境外合格机构投资者)和合格境内机构投资者QDII的投资额度已累计达到197.2亿美元和696.61亿美元。在现有QFII和QDII框架下,投资规模的扩大,投资限制的减少,将有助于实现金融市场的对外开放和快速发展。尽管如此,中国在放松金融管制方面所做的努力还远不及一些发达的金融强国,需要借鉴一些金融发达国家资本市场建设的成功经验,并吸取一些国家金融改革的失败教训,以顺利推进中国金融市场建设,打造出真正的国际金融中心。此外,对于一些已经具有较大规模和深度发展的金融市场而言,应该充分利用其发达开放的金融市场、所具有的创新而庞大的金融组织以及健全而先进的金融制度,借助于金融领域各方面的强大实力所产生的惯性和溢出效应,来推进国际金融中心的持续健康发展,使国际金融中心建设经久不衰,长期保持旺盛的生命力。

#### 参考文献:

- [1] Economists Advisory Group. City 2000: The future of london as an international financial center [M]. London: Lafferty Publication, 1984.
- [2] GEHRIG T. Cities and the geography of financial centers [M] // THISSE J, HURIOT J - M. The economics of cities. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.
- [3] CHOI S R, TSCHOEGL A E, YU CHWO - M. Banks and the world's major financial centers, 1970 - 1980 [J]. Review of World Economics, 1986, 122(1): 48 - 64.
- [4] CHOI S R, PARK D, TSEHOEGL A E. Banks and the world's major banking centers, 1990 [J]. Review of World Economics, 1996, 132(4): 74 - 793.
- [5] CHOI S R, PARK D, TSEHOEGL A E. Banks and the world's major banking centers, 2000 [R]. Working Paper, The Wharton Financial Institutions Center, 2002.
- [6] POON J P H. Hierarchical tendencies of capital markets among international financial centers [J]. Growth and Change Spring, 2003, 34(2): 35 - 156.
- [7] 苏立峰, 雷强. 国际金融中心演进影响因素的实证检验 [J]. 世界经济研究, 2009(7):
- [8] BLUNDELL R, BOND S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models [J]. Journal of Econometrics, 1998, 87(1): 115 - 143.

## Roles of Inertial Effect and Capital Flowing on the Formation of International Financial Centers

ZHONG Yang

(Institute of Population and Labor Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100028, P. R. China)

**Abstract:** In this article, a dynamic panel data model is constructed to analyze the factors affecting the development of capital market and financial centers. The estimate results show the activity of capital flow and the inertial effect play significant roles in the development of international financial center. With other conditions remain unchanged, the higher the level of the activity of international capital flow, the more developed the bond market will be, and the easier to build an international financial center, and vice versa. Additionally, the inertial effect of capital market also drives the formation of international financial center.

**Key words:** capital flowing; inertial effect; financial market; international financial center

(责任编辑 傅旭东)