

香港国际金融中心的发展的影响因素分析

徐守本 纪逾睿

(中山大学岭南学院, 广东, 广州, 510275)

摘要: 在经济全球化的今天, 国际金融中心在世界经济中扮演着愈来愈重要的角色。我国也在积极打造国际金融中心。香港作为东亚最有影响力的国际金融中心之一, 其崛起也不过是 20 世纪 70 年代以来的事情。本文旨在研究影响其发展的外部因素有哪些以及这些因素对香港国际金融中心的发展有何影响。本文综合前人的研究成果和香港自身的特点提出了一个综合指标体系, 包括国际金融中心的发展水平和影响因素两类指标。以主成分分析的方法, 提取了三个综合指数, 分别反应国际金融中心的综合发展水平、内地因素以及基础设施因素, 并建立计量模型, 采用协整和 VAR 方法探讨了金融中心发展水平与各影响因素变量间的关系。

关键词: 国际金融中心 香港 协整检验 VAR 模型

中国分类号: F 113

文献标识码: A

一、前言

国际金融中心通过聚集的大规模国际金融资源, 成为各种货币资本游戏规则制定地和风险损失的转移地。在经济全球化, 金融全球化的今天, 谁拥有了强大的国际金融中心, 谁才能在够世界经济金融领域享有主动权和话语权。

20 世纪 70 年代以来, 随着各国金融管制的放松以及金融创新的发展, 金融全球化进程加速, 香港等城市也凭借各自的竞争优势, 抓住时机, 崛起为新兴的国际金融中心。

我国从 90 年代初开始时就提出要把上海建设成为国际金融中心的构想, 进入新世纪后上海的国际金融中心建设已经上升为国家战略, 于此同时, 广州、天津、郑州等城市也提出建设金融中心的发展规划。

而在实践中, 我国国金融中心建设出现了一些摇摆和失误, 造成了金融资源的浪费, 影响了国际金融中心的进程。国际金融中心建设可以执行什么样的具体策略, 哪些因素对国际金融中心的形成有着重要影响, 香港是如何从一个名不见经传的小城演变成国际金融中心的, 面对新加坡等其它新兴金融中心的竞争, 香港接下来要如何发展? 所谓“他山之石, 可以攻玉”, 研究香港国际金融中心的形成及其影响因素, 有助于为中国内地打造国际金融中心提供借鉴和经验, 也有助

于对香港自身的下一步发展提供参考。

二、文献综述

国际上对于国际金融中心的研究起步较晚。直到 20 世纪 70 年代末关于国际金融中心成因理论的研究开始大量出现。目前为止,学界在国际金融中心形成和发展的研究中主要存在以下几种观点,其中金融集聚理论和区位理论是两种最主要的观点,此外城市发展阶段性理论、信息流金融中心论也对该领域进行了详细地解释。

而目前对国际金融中心产生和发展现象的量化研究主要采用的是设立一些数量指标后对各国国际金融中心进行对比的方法,以排名或打分的方式,得出各金融中心之间的层级归类或竞争排名,而对国际金融中心演进和发展过程中其发展水平和影响因素之间的关系着墨不多。

2.1 国际金融中心的成因理论

(1) 集聚理论。集聚理论认为金融中心的形成是为了获得规模效应和聚集效应,金融中心的形成实质上是金融机构的聚集过程,而国际金融中心的形成正是为了获得该过程中产生的集聚效应。

Kindleberger(1974) 在论著 *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic* 中,首次对金融集聚理论进行了系统的论述,运用了规模经济的理论来分析国际金融中心的聚集效益。Kindleberger 指出“金融中心的聚集效应主要体现在跨地区支付效率的提高和金融资源跨地区配置效率的提高。”他接着从节约周转资金、方便投融资等角度,分析了金融机构聚集形成的规模经济对金融中心形成的促进作用,认为规模经济是国际金融中心形成的主要动因。

(2) 区位理论。区位理论主要从区位与金融环境、金融服务供需以及区位所在时区优势等方面对国际金融中心的形成与分布进行解释。Jean Labasse(1955)最先从地理学的角度研究国际金融中心,描述了里昂地区银行网络的发展以及中心城市间的金融联系。Hepworth(1981)指出,区位优势(地理条件)是国际金融中心形成的主要条件。E.P.Davis (1988)则将企业区位选择理论运用到国际金融中心形成的研究中。Rsito Laulajainen (1998)认为,三个主要国际金融中心(纽约、伦敦、东京)的形成是由于全球金融中心的时差互补决定的。Kaufman(2001)指出,国际金融中心的兴起与衰落,与其作为主要商贸中心、交通枢纽、政治中心或央银总部所在地的位置变迁以及战争等历史事件的影响有关。

(3) 发展的阶段性理论。克拉克(C.G.Clark)、库兹涅茨(Kuznets)和霍夫曼(Hoffinmal)对大量数据进行统计分析后得出结论:“在不同的经济发展阶段,三次产业结构的演化,经济增长伴随着产业结构的变动”。并且指出当经济发展到更为高级的阶段时,服务业将在经济中占据主导地位。罗斯托(1960)把人类社会发展阶段分为:“传统(初级)社会、“腾飞”的前提创造阶段、“腾飞阶段”、成熟阶段、高群众消费阶段、高生活质量阶段”等六个“经济成长阶段”,而各个阶段的演进是以在经济结构中占主导地位的产业部门的更替和变换为基础的。故而对于一个城市而言,在经济发展到一定的阶段后,它的经济会趋向金融化,而且经济结构中占主导地位的产业将是服务业,这时金融业的发展将成为经济进一步发展的推动力。Gras(1922)把城市的发展进程分为四个阶段:第一,商业阶段;第二,工业阶段;第三,地产业阶段;第四,金融业阶段。其中金融业的集中度最高从城市发展的阶段过程来看,金融中心是最高级的阶段。

2.2 指标体系研究

H.C.Reed(1981, 1983)的两本著作专门研究了国际金融中心的量化指标体系,并对国际金融中心的相对地位进行了定量的分析和比较,在理论界率先提出了系统的指标体系来衡量国际金融中心的发展水平。(分别是以该中心为总部的国际大型银行的资本与存款之比、资本与资产之比、利润与资本之比、利润与资产之比、收入与资产之比等五个营利性和稳健性指标以及日均跨国货币结算额、欧洲货币市场规模、国际债券发行总量、外国金融资产总额、外国金融负债总额、股票市场日均成交总额、拥有的国际大型银行的数量、有分支机构的外国银行数量、与本中心有直接联系的外国金融中心数量、该中心的航空客货运量、航空邮件量等)

美国学者 Poon(2003, 2004)对国际金融中心的研究主要通过聚类分析方法对世界上四十多个城市的资本市场进行比较和分级。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,如股市总市值(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、股票收益率等,并用这些指标对选取的样本城市 1980、1990、1998 年的资本市场进行了分级。然而她的研究方法偏于简单,仅仅是根据股票市场指标对各个城市的金融中心发展水平进行分类。

香港学者饶余庆(1997)提出使用五类指标来衡量国际金融中心的发展水平,一是金融机构数量,二是银行类指标,包括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。三是外汇市场指标,包括市场净交易额、交易的币种结构等。四是货币市场指标,包括关于外汇衍生品和利率衍生品的场外市场交易量的世界排名位次。第五类是证券市场指标,包括各国股票市场的总市值、总成交量、国内上市公司数量指标。

此外,国内不少学者也对金融中心的指标体系进行了研究。干杏娣(2002)从通过对银行业、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、金融衍生品市场赋权打分的方法对伦敦、纽约、香港、新加坡和上海的金融中心发展水平进行了评价。胡坚和杨素兰(2003)认为经济因素、金融因素和政治因素是影响金融中心发展水平的决定因素,并依此构建了国际金融中心的评估指标体系。他们以 GDP 增长率、金融部门产值/GDP、投资比率、股票投资额/GDP、金融市场成熟度、政治风险等级等七个指标为解释变量,以一个赋值指标确定是否为国际金融中心为因变量,对纽约、东京、伦敦、新加坡、香港、汉等国的数据进行了回归分析。但该赋值有较大的主观性,缺乏理论依据,说服力较弱。杨再斌、黄解宇(2004)提出了由必要性指标、依赖性指标和核心一致性指标组成的评价指标体系。由于指标体系庞大,他们运用层次分析法通过两两判断得出各三级指标相对于二级指标的权重。姚洋和高印朝(2007)构建了一套较为全面的指标体系,涵盖了经济环境、金融市场、金融机构和金融制度四个方面。并以各个子指标进行打分和排名的方法对香港、上海、新加坡等东亚的国际金融中心的发展状况进行了描述和分级。

2.3 国际金融中心的影响因素研究

Sang Rim Choi(1986)、Chwo Ming yu (1996)和 Daekeun Park(2002)等人通过建立 To/From 矩阵来研究银行业中心的内部辐射情况。在矩阵中,主对角线上的数据是各个城市拥有的银行总部数量,各行的数据是总部在每个城市中的银行在其他中心城市设立分支机构的情况(辐射度指标),各列的数据是每个城市能够吸引到的以其他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)。他们研究得出的结论是,辐射度和吸引力指标对金融中心的发展水平都有显著的正向影响。

J.P.A.Sagaram, J.Wickramanayake(2005)对澳大利亚、香港、日本、新加坡四个国家和地区在 1977 至 2002 年间的的数据进行了研究,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,设立协整以及面板计量模型来分析金融中心地位和解释因素之间的关系。其中对单个金融中心所做协整分析的结果表明,经济发展水平(实际 GDP)对金融中心发展水平有显著的正向影响。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,教育水平和生活质量水平对发展水平有正向影响。该研究的不足之处在于其指标体系构建的合理性有所欠缺,如把银行业外部资产和负债看成是影响金融中心发展水平的因素等。

苏立峰在其博士论文《全球国际金融中心演进规律的实证研究》中,构建了一个涵盖衡量国际金融中心发展过程的发展水平和影响因素指标体系,考察了伦敦和纽约的金融业各市场发展状况。他主要采用多变量协整方法和面板固定效应模型对伦敦和纽约近三十年间的演进过程进行了

实证检验。

2.4 文献综述小结

由以上文献综述可知，解释国际金融中心形成和发展的理论中，不论是金融集聚理论、区位理论还是历史阶段发展论等，都强调产业经济发展水平、基础设施条件、政策环境、专业人才等因素对国际金融中心发展状况的重要作用。

现有的有关国际金融中心的实证研究，或是只集中于金融业的某个市场，或是仅通过少量的指标对金融中心进行分级或排名，或是指标的设计不尽合理，或是实证研究方法仍然有待改进。

本文试图从指标体系的完整性，计量方法的适用性等方面着力，以期能对该领域的研究起到补充和完善的作用。

三、指标体系的建立

3.1 国际金融中心的发展水平指标体系

回顾已有的文献，无论是金融中心的成因理论还是相关的层级评价中，国际金融中心数量指标的核心要素，需要体现金融中心的集聚度，以及金融中心中各个金融市场的发展水平。金融市场的规模和收益性是考量各金融子市场的重要指标。而流动性作为金融业的重要标志，具有极其重要的作用。在金融产业集聚并形成金融中心的过程中，流动性体现出当地金融产业能否快速满足供需双方的需要，能否快速实现资本的最优配置。金融产品越丰富，金融市场交易越繁荣，越能体现一地的金融业流动性水平。

本文采用以下 9 个指标来衡量香港国际金融中心的发展水平，以综合反应各银行业、证券市场、外汇和债券市场等各金融子市场的规模、收益和流动性。其中金融业产值（FINREV）代表整个金融产业的运行状况，金融机构存贷款总额(DEPOSIT、LOANS)是对香港银行业发展水平度量；选取外汇基金及债权日交易额(FORDEBT)作为外汇市场交易规模的衡量指标；以基金资产净额(FUNDASSET)衡量香港资金管理业的运营水平；保险业的发展水平则采用年保费收入(INSUREV)来度量；采用同业拆息市场的日均成交额(INTERBANK)和股市市价总值(STOVALUE)分别衡量香港银行间货币市场以及证券市场的发展水平。数据来源于历年《香港经济年鉴》、《香港统计年报》以及香港金管局发布的《香港金融年报》。

表 3.1 国际金融中心发展水平各子指标

变量	金融机构 存款总额	金融业 产值	外汇基金 及债券日 交易额	基金资产 净值	保险业保 费收入	同业拆息 市场日均 成交量	新股发 行集资 额	金融机 构贷款 总额	股票市 场总市 值
符号	DEPOSIT S	FINRE V	FORDEB T	FUNDASS ESTS	INSURE V	INTERBA NK	IPO	LOAN S	STOVA LUE
单位	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元	亿港元

3.2 国际金融中心的影响因素指标体系

回顾国际金融中心的成因理论，无论是集聚理论、区位理论还是城市发展阶段性理论，都认为一国或一地的经济发展水平，贸易繁荣程度、基础设施建设以及教育人才因素是决定国际金融中心发展的重要因素。考虑到香港的特殊地理区位，作为中国内地的重要转口城市，一直和中国内地保持着紧密的经济联系。中国内地对香港经济发展的支持和推动作用不言而喻。香港从一个制造中心演进成国际金融中心，这过程中内地对其起到了怎样的推动作用，内地是如何影响香港经济和金融业的发展的，本文旨在分析出内地与香港的经济金融相互渗透影响的关系，再加入中国内地因素作为影响因素指标。

因而本文按经济发展水平、国际贸易、中国内地因素、基础设施因素、教育与人才因素以及商业环境五类因素选取影响因素指标，选取的影响因素指标一并见于表 3.2。相关数据来源于历年《香港经济年鉴》和《香港统计年报》以及世界银行等网站。

表 3.2 影响因素指标一览

经济发展水平和商业环境	国际贸易指标	中国内地因素	基础设施因素	教育与人才因素
国内生产总值 (GDP)	进口贸易额 (IMP)	对内地的出口 (EXPCN)	服务香港的定期航班航空公司数	专业人才人员 (PROFS)
人均国民生产总值 (GNPPC)	出口贸易额 (EXP)	进口 (IMPCN)	目 AIRCOM	IT 服务公司数目 (ITCOM)

年度 CPI	转口贸易额 (REEXP)	内地通过香港的转 口额(REEXP_FCN)	每日乘公交工具的 平均人次 PUBTRAVL	人均期望受教育年 限 (EDUYEARS)
真实利率 RRATE	服务输出额 (SEREXP)	香港对内地的转口 额 (REEXP_TCN)、	领牌车辆数 LISVEHI	每百名学生拥有的 教师数量 (STU_TCH)
商业自由指数 (FREEDOM)		内地企业在香港证 券市场的集资额 (HIPO)	对外电话通讯总量 EXTCALL	
廉洁指数 (CLEAN)		H 股总市值 (HVALUE) H 股日均交易额 (Hexch)	互联网使用量 INTERNETUSE	
		香港对内地的服务 输出	每百人的移动用户 数 MOBPHONE	

四、影响因素的实证检验

4.1 若干综合指标的提出

(1) 国际金融中心发展水平综合指标的提出

在实证检验的过程中,我们往往需要一个单变量来作为被解释变量。现运用主成分分析法将这国际金融中心发展水平的 9 个指标凝练成一个综合指标,以衡量香港国际金融中心的发展水平。本文选取的样本空间是 1989-2009 年 21 年的年度数据。主成分分析的结果显示,只有第一个主成分的 Eigenvalue 大于 1, 本文便将这一主成分提取为反映国际金融中心发展水平的综合指标。原 9 个变量在新指标中的权重如表 4.1 所示。记新得到的综合指标为 indi, 其计算公式为:

$$\begin{aligned} indi = & 0.12761insurev + 0.12549 fundasset + 0.09792 fordebt \\ & + 0.11998ipo + 0.11158stovalue + 0.12637interbank + \\ & 0.11633deposits + 0.12699loans + 0.12682 finrev \end{aligned}$$

(4.1)

表 4.1 原指标在构建综合指标时的权重

变量	Finrev	loans	deposit	interbank	stovalue	ipo	fordebt	fundassests	Insurev
权重	0.12682	0.12699	0.11633	0.12637	0.11158	0.11998	0.09792	0.12549	0.12761

(2) 中国内地因素综合指标

以香港对内地的出口 (EXPCN) 和进口 (IMPCN) 贸易数字、内地通过香港的转口额 (REEXP_FCN) 以及香港对内地的转口贸易额 (REEXP_TCN)、内地企业在香港证券市场的集资额 (HIPO)、H 股总市值 (HVALUE) 和日均交易额 (Hexch) 为基础指标, 通过主成分分析法得到一个香港金融中心发展的内地因素综合指标 MAINLANDFACTOR. 本文选取的样本空间是 1989-2009 年 21 年的年度数据。

表 4.2 原指标在构建综合指标时的权重

变量	EXPCN	HEXCH	HIPO	HVALUE	IMPCN	REEXP_FCN	REEXP_TCN
权重	-0.31556	0.376053	0.298746	0.394773	0.412978	0.410814	0.417846

得到内地因素综合指标的计算公式如下:

$$\begin{aligned} mainlandfactor = & -0.3156exp cn + 0.3761Hexch + 0.2987Hipo \\ & + 0.3948Hvalue + 0.413 * impcn + 0.4108reexpfcn + 0.4178reexp tcn \end{aligned} \quad (4.2)$$

(3) 基础设施因素综合指标

本文选取的考量基础设施因素的基本指标如下表所示。由于该类指标具有同质性, 文章同样通过主成分分析法提取出基础设施因素的综合指标 INFRAST, 其计算结果如式 4.3 所示。本文选取的样本空间是 1989-2009 年 21 年的年度数据。

表 4.3 基础设施各子指标在构建综合指标时的权重

变量	AIRCOM	EXTCALL	INTERNETUSE	LISVEHI	PUBTRAVL	MOBPHONE
权重	0.388901	0.423805	0.411879	0.420807	0.387916	0.414661

$$\begin{aligned} infrast = & 0.3889aircom + 0.4238extcall + 0.4119internetuse + \\ & 0.3879pubtravl + 0.4147mobphone + 0.4208lisvehi \end{aligned} \quad (4.3)$$

4.2 实证检验结果

(1) 单位根检验:

对综合指数变量以及各影响因素变量(控制变量)取对数后进行 ADF 单位根检验, 得到结果显示所有变量都是一阶平稳变量。于是可以用协整检验对各变量的进行检验, 研究它们之间是否存在长期均衡的协整关系。

(2) 协整检验

1、理论模型

协整分析是研究两个(或两个以上)不平稳时间序列变量之间关系的理论。以两个时间序列变量为例, 如果 y_t 和 x_t 是两个一阶单整变量 $I(1)$, 那么一般情况下, 对于一个常数 β , $y_t - \beta x_t$ 也是一个一阶单整变量。但是, 对于某些 $\beta \neq 0$ 值来说, $y_t - \beta x_t$, 有可能是一个零阶平稳过程 $I(0)$, 这意味着它有常数均值、固定的方差以及只与任意两个变量之间的时间间隔有关的自相关。如果有这样的 β 存在, 我们就说 y_t 和 x_t 是协整的。在计量的意义上, 如果两个变量之间存在协整关系, 则说明了两个时间序列之间存在一种潜在的长期关系, 这种长期关系在经济学意义上就体现为一种长期均衡的关系, 从而意味着经济变量之间在长期之间也有一种内在的相互影响关系。当变量是两个以上时, 协整关系判定的原理是相同的。

2、两变量协整

由单位根检验结果可知以上变量都是一阶单整的, 故而可用协整方法进行检验。本文选取了 20 年的时序数据作为样本, 考虑到自由度的要求, 我们首先考虑 *lindi* 单独与每个其他变量的协整关系。采用 E—G 两步法进行检验, 检验结果表明综合指数与所选取的影响因子变量都具有协整关系。得到的协整回归方程如下:

$$LINDI = 1.95LGDP - 8.67 \quad (4.4)$$

$$LINDI = 0.75LMAINLANDFACTOR + 2.74 \quad (4.5)$$

$$LINDI = 0.70CLEAN + 4.34 \quad (4.6)$$

$$LINDI = -0.09CPI + 9.87 \quad (4.7)$$

$$LINDI = 1.19EDUYEARS - 6.32 \quad (4.8)$$

$$LINDI = 0.20FREEDOM + 8.26 \quad (4.9)$$

$$LINDI = -0.70LEXPO + 14.69 \quad (4.10)$$

$$LINDI = 1.10LFINSEREXP + 3.19 \quad (4.11)$$

$$LINDI = 2.11LGNPPC - 1.67 \quad (4.12)$$

$$LINDI = 1.366LIMP - 3.51 \quad (4.13)$$

$$LINDI = 0.44LINFRAS + 3.76 \quad (4.14)$$

$$LINDI = 2.04LPROFS - 13.52 \quad (4.15)$$

$$LINDI = 1.09LREEXP - 0.68 \quad (4.16)$$

$$LINDI = 1.31LSEREXP - 0.96 \quad (4.17)$$

$$LINDI = 0.043RRATE + 9.41 \quad (4.18)$$

$$LINDI = 1.18STU_TCH + 3.33 \quad (4.19)$$

以上回归方程表明，在单独考虑金融中心发展指数和各个影响因素指标的情况下，本文选取的影响因素指标与金融中心综合指数都存在协整关系，除cpi和出口贸易额两个因素以外，其它影响因素都与被解释变量有正相关协整关系，其中GDP、人均gdp、中国内地因素、教育水平因素、进口额等被解释变量显较大系数的相关性。下面继续通过实证方法探讨被解释变量与选取的影响指标间的关系。

3、格兰杰因果检验

下面用格兰杰因果检验研究金融中心综合指数和相关影响因素更为深层的联系。

选取lindi与中国内地因素指标mainlandfactor；lindi与经济发展水平lgdp；lindi与基础设施因素infrast，lindi与经济自由度freedom等变量组进行分析，滞后两期，得到的结果如表4.4。

检验结果表明，中国内地因素显著是国际金融中心发展水平的格兰杰因，在发展水平综合指标与基础设施指标这组检验中，基础设施指标显著是金融发展水平指标的因，而金融中心发展水平不显著是基础设施的原因。可能由于观测值不够，经济自由度与金融发展水平在检验中无明显因果关系，最后一组检验表明政府廉洁度显著是金融中心发展水平的格兰杰因。而被研究最多的一组变量：金融中心发展水平和生产总值的检验中，此处得到了金融中心的发展显著是经济发展的原因，而经济的发展不显著是金融中心发展的格兰杰因。

表4.4 格兰杰因果检验结果

原假设	F-Statistic	Prob
LMAINLANDFACTOR does not Granger Cause LINDI	4.22771	0.0366
LMAINLANDFACTOR does not Granger Cause LINDI	1.50778	0.2553
LGDP does not Granger Cause LINDI	0.77976	0.4774
LINDI does not Granger Cause LGDP	5.33915	0.0189
LINFRAST does not Granger Cause LINDI	3.90567	0.0449
LINDI does not Granger Cause LINFRAST	0.87160	0.4398
FREEDOM does not Granger Cause LINDI	1.75363	0.3130
LINDI does not Granger Cause FREEDOM	0.43637	0.6818
CLEAN does not Granger Cause LINDI	4.12942	0.0654
LINDI does not Granger Cause CLEAN	0.95205	0.4308

5、VAR检验

向量自回归模型（Vector Autoregressive Model）是Sims在1980年提出的。该模型不以严格的经济理论为基础，采用多方程联立的形式，在模型的每一个方程中，内生变量对模型的全部内生变量的滞后项回归，从而估计全部内生变量的动态关系。

1. VAR（向量自回归）模型定义

以两个变量 y_{1t} , y_{2t} 滞后 1 期的 VAR 模型为例，

$$\begin{cases} y_{1,t} = c_1 + \pi_{11.1} y_{1,t-1} + \pi_{12.1} y_{2,t-1} + u_{1t} \\ y_{2,t} = c_2 + \pi_{21.1} y_{1,t-1} + \pi_{22.1} y_{2,t-1} + u_{2t} \end{cases} \quad (4.20)$$

其中 $u_{1t}, u_{2t} \sim \text{IID}(0, \sigma^2)$, $\text{Cov}(u_{1t}, u_{2t}) = 0$ 。写成矩阵形式是，

$$\begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} c_1 \\ c_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \pi_{11.1} & \pi_{12.1} \\ \pi_{21.1} & \pi_{22.1} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1,t-1} \\ y_{2,t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \end{bmatrix}$$

设 $Y_t = \begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix}$, $c = \begin{bmatrix} c_1 \\ c_2 \end{bmatrix}$, $\Pi = \begin{bmatrix} \pi_{11.1} & \pi_{12.1} \\ \pi_{21.1} & \pi_{22.1} \end{bmatrix}$, $u_t = \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \end{bmatrix}$,

则, $Y_t = c + \Pi Y_{t-1} + u_t \quad (4.21)$

含有 N 个变量滞后 k 期的 VAR 模型表示如下：

$$Y_t = c + \Pi_1 Y_{t-1} + \Pi_2 Y_{t-2} + \dots + \Pi_k Y_{t-k} + u_t, \quad u_t \sim \text{IID}(0, \Omega) \quad (4.22)$$

其中, $Y_t = (y_{1,t} \ y_{2,t} \dots \ y_{N,t})'$, $c = (c_1 \ c_2 \dots \ c_N)'$

$$\Pi_j = \begin{bmatrix} \pi_{11,j} & \pi_{12,j} & \cdots & \pi_{1N,j} \\ \pi_{21,j} & \pi_{22,j} & \cdots & \pi_{2N,j} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \pi_{N1,j} & \pi_{N2,j} & \cdots & \pi_{NN,j} \end{bmatrix}, \quad j = 1, 2, \dots, k \quad (4.23)$$

$$u_t = (u_{1,t} \ u_{2,t} \dots \ u_{N,t})'$$

不同方程对应的随机误差项之间可能存在相关。因 VAR 模型中每个方程的右侧只含有内生变量的滞后项, 他们与 u_t 是渐近不相关的, 所以可以用 OLS 法依次估计每一个方程, 得到的参数估计量都具有 consistency。

由于金融中心的发展是循序渐进的, 综合指数指标和影响因素之间可能存在动态关系。我们使用 VAR 详细分析相关影响。考虑到自由度, 可以建立两个 VAR 系统, 一个包括综合指数、GDP、贸易总额、人均 gnp; 一个包括综合指数、真实利率、cpi、人均受教育年限, 对各变量滞后一期作回归的情况。

1) lnindi 与 lngdp 回归的模型稳定。

进行脉冲响应检验, 得到的脉冲响应图如图 4.1、4.2。

回归结果中 lnindi 对 lngdp(-1) 回归的系数仅为 0.07, 表明 GDP 的一期滞后项对金融中心发展水平 (lnindi) 影响甚微, 从脉冲响应图图 4.1 上看, lngdp 的一次变动给 lnindi 带来的冲击也很微弱; 相反, 图 4.2 显示, 金融市场的一丝变化会给实际产出带来较大的冲击, 并且一次冲击会经历放大——衰减的过程。

2) lnindi 与 lntrade 得到的 VAR 模型稳定。 同样得到脉冲响应图如图 4.3、4.4。

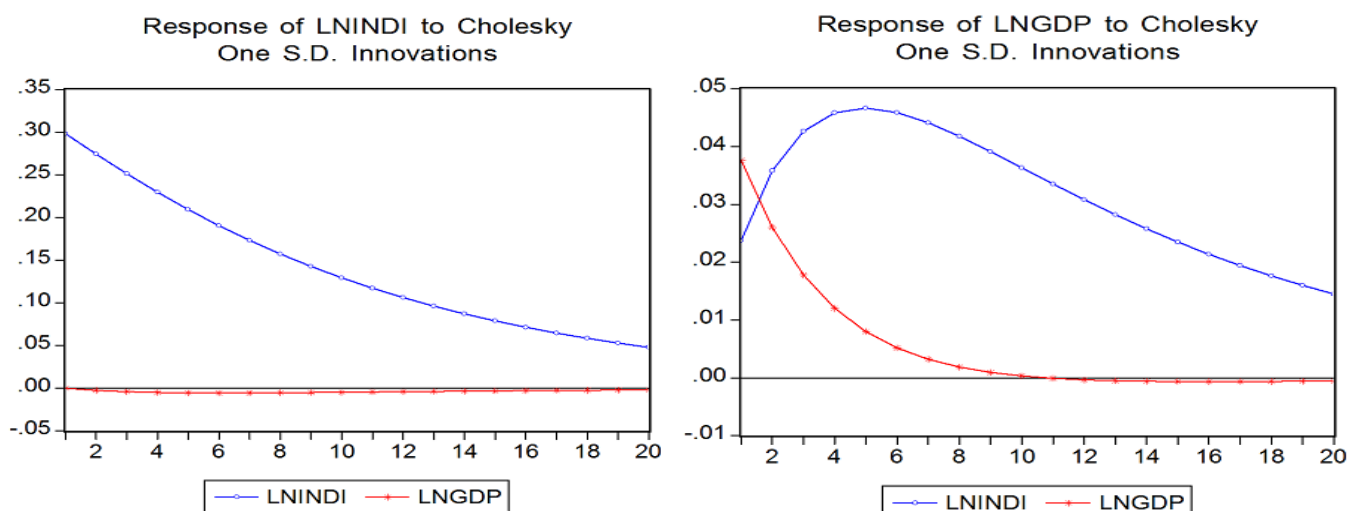


图4.1 金融市场综合指数对GDP的脉冲响应

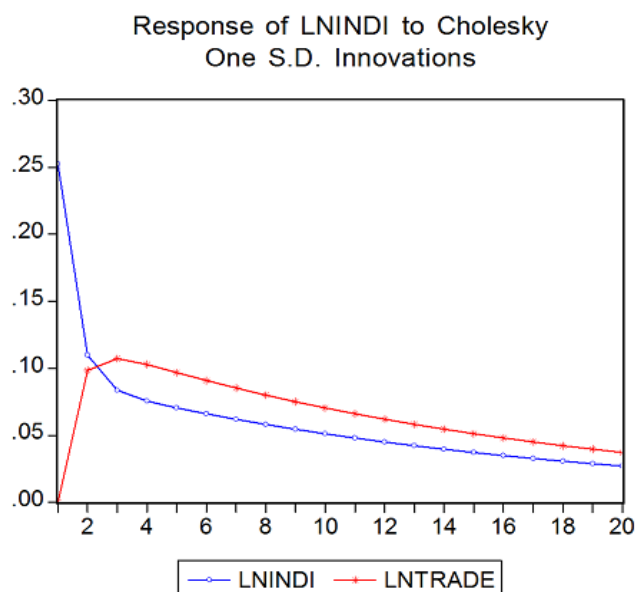


图4.2 GDP对金融市场的脉冲响应

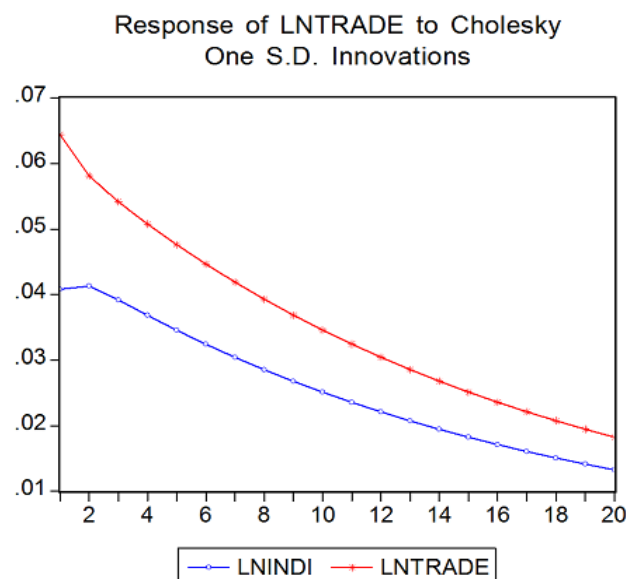


图4.3 金融市场综合指数对贸易额的脉冲响应

图4.4 贸易额对综合指数的脉冲响应

lnindi对lntrade(-1)的回归系数为1.53, 贸易额每增加1%, 会带动金融市场综合指数提升1.53%; 说明贸易额滞后一期项对金融市场有正相关关系, 而从表达式上看, 金融市场滞后一期项对贸易额有正的影响, 但系数很小, 可以说是影响甚微。从脉冲响应图来看, 贸易额的一次变动给金融市场带来的冲击会在2-3期内放大然后又趋于平稳; 而金融市场的变动给香港的贸易额带来的冲击效应并不很大。

3)

对综合指数、真实利率、CPI以及期望人均受教育年限做同样的回归。AR根图显示该VAR模型是稳定的。各变量对综合指数变量的脉冲响应图见图4.5。

回归结果显示, 真实利率、消费价格指数、人均期望受教育年限的一期滞后项都对金融市场综合指数有正相关的影响。脉冲响应图(图4.5)显示, cpi的一次变动, 对金融市场短期有一个正相关的冲击, 而经过5-6期之后, 该冲击会演变成负相关的冲击, 长期会趋于平稳, 可见消费价格指数的上升短期内对香港金融市场能有提振作用, 该冲击可能会一直持续到中期, 演变成拖累市场的阻力。Real rate的一次变动, 短期内对金融市场整体表现冲击不大, 但冲击会持续到中期并放大, 长期会趋于平稳。人均期望受教育年限的变动给金融市场带来一个正相关的冲击并逐渐趋于平稳。

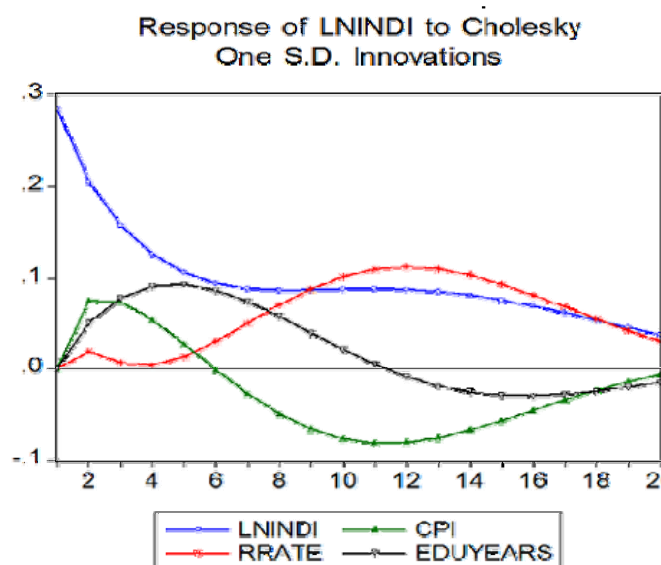


图4.5 金融市场综合指数对cpi、真实利率、人均期望受教育年限的脉冲响应

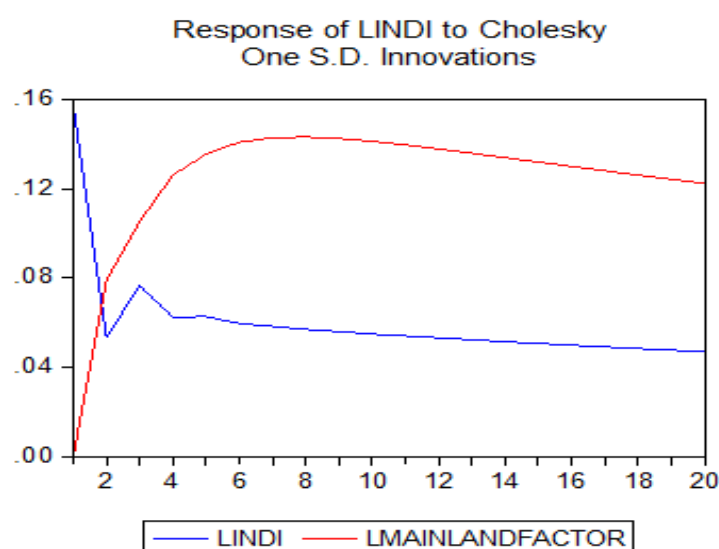


图4.6 发展水平综合指标与内地因素指标进行的脉冲响应图

4) 发展水平综合指标与内地因素指标进行回归得到的脉冲响应图 4.6。回归结果显示，中国内地因素一次正的波动会给发展水平综合指数带来正的冲击，该冲击在短期内会放大，并长期保持。这之前格兰杰因果检验得出的结果一致。中国内地因素是香港金融中心发展水平的重要影响因素。

五、结论

通过上述论述和分析，本文得出的主要结论有：

- 1、 香港能发展成国际金融中心，与其长期增长的经济总量、人均产出以及国际贸易总量的实体经济以及宏观经济状况息息相关。
- 2、 宏观经济状况的改变会对香港金融市场产生冲击，而金融市场的变动会给宏观经济状况带来更大的冲击。金融体系的健康发展及有效监管的加强对经济的稳定发展有着深远的意义。
- 3、 巩固并提升香港的国际金融中心地位，应从香港整个经济体整体着眼，不可顾此失彼，要齐步提升各个产业的发展水平。
- 4、 中国内地一直是影响和推动香港金融中心发展的重要因素，香港和内地的协同发展将是香港国际金融中心向未来发展的重要保障。
- 5、 教育水平和人才数量是金融中心赖以发展的基础。香港自由宽松的商业环境、廉洁有效

的政府机构以及一批高素质的人才也是香港保持国际金融中心地位的独有优势。香港作为金融中心今后的发展要致力于保持原有优势,通过不断加强城市软硬件建设,吸引人才和机构前来集聚。

参考文献

- [1]Budd, L, Globalisation ,territory and strategic alliances in different financial centres.UrbanStudies,1995(32):345-6
- [2]Caroline Van Rijckeghem, Beatrice Weder, Spillovers
Through banking centers: a panel data analysis of bank fl-ows. Journal of Intenational Money and Finance
22(2003):483-509
- [3] Davis,E.P.1988, Industrial structure and dynamics of financial markets:the Primary Eurobond market, Bank of
En-gland Discussion Paper, No.35
- [4] Davis,E.P.1990.Internationalfinancialcenters:An Indus-trial analysis.London:Bank of England Discussion Paper,
No.51
- [5] Jao,Y.C.1997,Hong Kong as an International Financial Centre:evolution, Prospects and Policies,City University of
HongKong Press, HongKong
- [6]Jessie P.H.Poon, Bradly Eldredge, David Yeung.Rank Size Distribution of International Financial Centers,
Inter-national Regional Science Review 27, 4:411-30 (October2004)
- [7]Kindleberge,1974, The Formation of Financial Centers:A Study in Comparative Economic,Princeton:The Princeton
University Press
- [8]Poon,J.P.H.,2003.Hierarchical Tendencies of Capital Mar-kets among International Financial Centers. Growth and
Change 34(2)(SPring2003),135-156
- [9]Reed H.C.,1981.The Preeminence of International Financial Centres, Praeger Publishers, NewYork.
- [10]Yoon S.Park,1989, "Recent Functional Changes in International Finance and their Implication for International
Financial Centers"in Yoon S.Park and Musa Essayyad(eds),International Banking and Financial Centers, Boston,
Mass:Kluwer, 235-46
- [11]Zhao, X.B.,2003.Spatial restructuring of financial centers in mainland China and HongKong: A Geography of finance
Perspective.Urban Affairs Review 38(4), 537-57
- [12]干杏娣.开放与成长:新世纪上海国际金融中心的建设[J],上海市金融学会,论上海国际金融中心建设论文集[C],
上海:上海三联书店, 2002 年 12 月
- [13]干杏娣.试论当代国际金融中心发展的基本动因与政府介入[J],世界经济研究,1997,(1)

- [14]高洪民.经济全球化与中国国际金融中心的发展[J].世界经济研究,2008,(8)
- [14]胡坚.国际金融中心的发展趋势与上海的选择[J].经济科学, 1994,(2)
- [15]胡坚、杨素兰.国际金融中心评估指标体系的构建—兼及上海成为国际金融中心的可能性分析[J].北京大学学报(哲学社会科学版),2003,(5):40-47
- [16]黄解宇, 杨再斌.金融集聚论—金融中心形成的理论与实践解析[M], 北京:中国社会科学出版社, 2006 年 1 月
- [17]潘英丽.国际金融中心形成中政府的作用[J], 上海综合经济, 2002, (10)
- [18]潘英丽, 论国际金融中心形成与发展的成功经验[J], 上海投资, 2003(10):8-11.
- [19]潘英丽.论金融中心形成的微观基础—金融机构的空间集聚 IIJ.上海财经大学学报, 2003,(I)
- [20]杨再斌, 黄解宇.国际金融中心建设量化评价指标体系研究—兼论上海与新加坡的国际比较[J].美中经济评论,2004,(10):7-12
- [21] 姚洋,高印朝,金融中心评价指标体系研究[J].金融论坛 2007(5):3-8
- [22] 苏立峰,《全球国际金融中心演进规律的实证研究》, 2006, 博士论文

Determinants of Hong Kong's international financial center development

Xu Shouben; Ji Yurui

(Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275)

Abstract: International Finance Center is becoming more and more important nowadays. As a influential economic zone, Hongkong is facing many problems. This article studies some causes concerning Hongkong's development. Based on the synthesis of previous research achievements we put forward a comprehensive index system. With the principal component analysis method, the paper gets three composite index, international financial centre respectively reaction comprehensive development level, the mainland factors and infrastructure, and establishing econometric model factors, using cointegration and VAR method, this paper discussed the financial center development level and the influencing factors of the relationship between variables.

Keywords: International Finance Center, Hongkong, cointegration test, VAR

收稿日期: 2011-09-23

作者简介: 徐守本, 男(汉族), 山东烟台人, 中山大学岭南学院博士生, 西方经济学专业; 纪逾睿, 男(汉族), 江西宜春人, 中山大学岭南学院硕士生。

基金项目: 本文受教育部人文社会科学重大研究基地课题《新时期提升香港国际金融中心地位的研究》(项目编号: 09060-3164501) 与 2011 年度教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目《人民币国际化进程中的金融风险与安全研究》的资助。

【责任编辑: 张光南】