



从阿姆斯特丹、伦敦和纽约金融业发展看顶级国际金融中心建设一般规律

李显波

(上海发展战略研究所 200032)

摘要: 一流的国际经济中心强劲支撑着顶级国际金融中心的发展,这背后的逻辑是:处于绝对世界经济中心的超强国家,一定会在财富和价值的创造、分配、交换、流通等方面,稳居世界范围内的枢纽控制地位。鉴于金融是经济的血脉,经济是金融的肌体,经济彰则金融彰,只要对全球各种经济要素拥有顶级的运营、整合与配置能力,这种能力一定会突出体现在金融行为与功能上,一定会出现一个与这种能力相匹配的顶级国际金融中心。

关键词: 顶级国际金融中心 金融资源 金融创新

中图分类号: F127.51 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-1309(2021)11-0056-006

自人类社会历史发展出现金融中心以来,全世界诞生了不少国际金融中心,但普遍公认的是,近 300 年来仅有 3 个金融中心相继站在了国际金融体系之巅,它们分别是 18 世纪的阿姆斯特丹、19 世纪的伦敦以及 20 世纪“二战”以来的纽约。梳理、分析和总结阿姆斯特丹、伦敦和纽约这 3 座城市金融发展的一般规律和经验,显然可为上海未来建设顶级国际金融中心提供良好的启示借鉴。

一、顶级国际金融中心的发展前提: 所在国处于世界经济的中心

根据尤瑟夫·凯西斯(Youssef Cassis)的解释,一座城市崛起成为国际领先的金融中心,与其所在国家经济实力是密切相关的。阿姆斯特丹、伦敦、纽约这 3 座城市之所以能登上国际金融体系的巅峰,是因为其所在国家在不同时期登上了世界经济体系的巅峰。

阿姆斯特丹与荷兰的故事,非常有力地佐证了这一规律。16 世纪末期,世界贸易的重心从地中海转向大西洋时,荷兰确立了其经济的世界领先地位,它拥有高于欧洲其他国家的城市化水平、更有效率的农业、更先进的工业和更充分发展的国际贸易。1700 年,荷兰的人均收入超过列世界第 2 位英国的人均收入 50% 之多。荷兰的霸主地位以阿姆斯特丹成为当时世界最大的贸易中心为基础。那时,每天都有大量来自世界各地的货物和食品涌入阿姆斯特丹,在那里被分类、交易、加工并最终分送到各地,然后再进口,如此反复循环。这些贸易活动不仅仅根植于当地服务业的发展,也以制造业为基础。

荷兰经济在当时处于世界领先地位,极大助力了阿姆斯特丹成为顶级国际金融中心。反过来说,辉煌多年以后,当荷兰经济实力不再领先世界时,虽然荷兰人仍在不断加强金融创新,但 18 世纪后半期由于世界贸易的重心逐渐向英国转移,

作者简介:李显波,法学博士,上海发展战略研究所所长。

荷兰作为世界经济与贸易中心的地位明显下降，加之战争等因素的影响，阿姆斯特丹不可避免地从此顶级国际金融中心位置上滑落，尽管它依然还是世界上重要的国际金融中心。

伦敦从19世纪初期开始处于“世界金融中心之首”的位置，这离不开英国作为世界经济主导者的强力支撑。可以说，在19世纪前2/3的时间里，英国既扮演了世界工厂的角色，又扮演了世界银行家的角色。在1870年之前很长一段时期内，英国一直保持着世界最大经济体的地位，同时处于国际贸易和结算体系的中心。英国的工业化水平是当时世界上最高的。在1860年代，英国居民的人均收入达到欧洲大陆的两倍。1870年左右，虽然美国的GDP已超过英国，但英国在制造业方面仍领先全球，提供了全世界1/3的工业品。即便到了1913年，尽管面临来自竞争对手的很大压力，英国的商业船队仍是世界上实力最强的船队，其商船总吨位占世界的1/3，同时运营着大多数非英国本土的港口贸易。

“二战”后，纽约毫无争议地成为世界第一金融中心，这是美国强大经济实力推动的结果。例如，1946年美国占据世界工业出口额约50%，1950年美国的GDP比英国、法国和联邦德国三国GDP总和的2倍还多。正是借助如此强大的经济实力，美国能对“二战”后欧洲重建提供援助，对世界范围的国际政治经济秩序进行重整，使得美国在世界金融领域的霸权地位更引人注目。特别是美元作为国际储备货币和支付工具这一角色非常突出。进入21世纪，美国经济的霸主地位决定了美国金融机构的运作、业务和金融市场的超强发展，纽约便水到渠成地脱颖而出。

一流的国际经济中心强劲支撑着顶级国际金融中心的发展，这背后的逻辑是：处于绝对世界经济中心的超强国家，一定会在财富和价值的创造、分配、交换、流通等方面，稳居世界范围内的枢纽控制地位。鉴于金融是经济的血脉，经济是金融的肌体，经济彰则金融彰，只要对全球各种经济要素拥有顶级的运营、整合与配置能力，这种能力一定会突出体现在金融行为与功能上，一定会出现一个与这种能力相匹配的顶级国际金融中心。

二、顶级国际金融中心的核心支撑： 发达的国际贸易

促进一个国际金融中心形成的因素很多，除所在国超强的经济实力外，贸易因素在其中发挥的支撑作用也非常关键。可以说，一个公认的国际金融中心，同时必定也是（或曾经也是）一个著名的国际贸易中心。

仔细分析这一规律背后的逻辑，不难发现：金融的本质是融通资本与财富管理，不管如何变化和创新，这两大功能的实现，其终极动力来源一定是金融为经济且主要为实体经济服务。金融服务实体经济的最佳载体，同时也是实体经济涵养金融发展的最佳载体，就是“能够串联起制造业、农业以及服务业等整个经济体系”的贸易活动。用当下的语言表述就是，贸易串联起什么样形态的产业链和经济网络，就会有怎样类型的供应链金融和金融网络。

18—19世纪，一个国际金融中心的最主要职能就是为国际贸易融资。为政府筹款（主要是为战争）的职能虽然很重要，但其重要性仍然次于贸易融资。在那个时代，实际上可以认为“银行业和金融业是贸易的支流”。以伦敦为例，即便到了1934年，《金融新闻》（*Financial News*）在回顾1884—1934年的50年伦敦史时依然写道：“最能代表这个城市的正是那些贸易商的办公室，而不是什么其他的事物。”“银行在伦巴第大街存在，是因为贸易商们需要它们；海运公司兴旺是因为贸易商们的货物需要运送。劳合社保险市场是这些贸易货物和船只的保证。而在那些因为贸易商而存在的银行家的光顾下，证券交易所才得以壮大。可见，正是这些贸易商们成就了伦敦。”

纽约的故事同样说明着贸易与金融关系的规律。1840年，纽约挤掉了主要的竞争对手——波士顿、巴尔的摩和费城，成为美国的金融之都。纽约充分利用自己的港口和内陆河的区位优势，加强与国内其他地方的贸易联系。同时，纽约也奠定了自己作为美国的欧洲商品进出口港的地位。1850年代，美国2/3的进口和1/3的出口都要经过纽约港。波士顿、费城和巴尔的摩被远远地甩



在后面,经过它们的贸易商品加在一起也只有纽约的 1/4。正是在这样的背景与逻辑之下,纽约金融业获得了飞速发展,金融中心的地位得到奠定。

之所以说“贸易隐藏着金融业与金融中心发展的核心密码”,除了上述贸易推动金融发展的直接逻辑之外,“贸易商更有能力和条件转型为金融商”这一逻辑不容忽视。例如,在伦敦,与商业银行家密切相关的是一些大型贸易商,他们同时从事着商业和金融业务。后来大名鼎鼎的施罗德银行,就是因为其创始人 J. Henry Schroder 早年的商贸公司专注于糖的进出口,因此踏足金融票据业务,这为日后跨入银行业奠定了基础。再如,1920 年代,资产接近 5 亿美元的高盛集团(Goldman Sachs Group),其旗下 3 个公司中就包括当时全美国最大的高盛贸易公司。

随着时间的推移,特别是通信技术的进步,贸易商作为外国出口商和国内零售商之间的中介商地位受到打击,有些贸易商则转而增加其金融业务份额,它们的业务活动越来越像纯粹的金融机构。很多大贸易商开始承担商业活动的组织和融资,通过他们的分支机构和相应的合作机构,在国内外进行金融活动和运作。这时候,就出现了具有金融意义上的投资集团(处于传统贸易商和商业银行之间状态的各种公司)。19 世纪的伦敦,有些大投资集团的资本金甚至可以与商业银行相媲美。到了 20 世纪初,这些公司控制的整个集团规模通常超过 400 万英镑,这在当时可以轻而易举地进入欧洲前 50 大公司的行列。

三、顶级国际金融中心的决定力量： 全球金融资源配置力

国际金融中心归根结底是资本之都,是金融资本集聚、配置与流动的中心。相对于资金需求,资金供应是国际金融中心更重要的决定性因素。也就是说,到一个国际金融中心来能不能找到钱,有没有机构帮助解决金融需求的各种问题,这一点至关重要,所以周其仁认为,“帮人家解决金融问题的中心”才是金融中心。顶级国际金融中心则更是将这样的功能辐射到全世界范围。例如,

伦敦和纽约都曾在不同时期获得过“世界银行家”的称号。

高能级国际金融中心之所以能够有效解决各类金融问题,除依托其发达的金融市场外,还依赖其拥有的大型金融机构在国内外的影响力、资本规模和市场网络能力。这背后的道理并不复杂:无论在国际货币市场、资本市场、资产管理市场,还是其他金融市场,只有大型金融机构才是整个金融系统的强力指挥者和主要玩家,它们可以直接影响到各类市场的规模、流量乃至秩序。

大型金融机构可以是大型银行、大型投行、大型保险公司、大型基金、大型资产管理公司,等等。国际经验表明,即便金融市场的盘子打造得再大,如果没有属于自己的大型金融机构的深度参与和牵引,国际金融中心的竞争力也会大打折扣。

客观而言,伦敦金融城每个金融机构都有其自身的作用,但作为中坚机构的大型商业银行,才是伦敦能够成为世界金融中心的关键。例如,19 世纪最负盛名的伦敦五大商业银行是:罗斯柴尔德银行、巴林兄弟银行、摩根银行、施罗德银行和克莱沃特银行,它们各个实力雄厚、富可敌国,不仅可以动用的金融资本数量巨大,而且其高水平的经营能力和发达的市场网络都是对资本质量的绝对保证。19 世纪甚至到 20 世纪前期,为国际贸易提供融资是整个金融城的核心业务,其中主要内容之一是承兑汇票。伦敦市场上的承兑汇票交易量从 1875 年的 5000 万~6000 万英镑增长到 1913 年的大约 1.4 亿英镑。在“一战”前夕,伦敦商业银行的承兑汇票交易量在整个承兑市场的占比高达 70%。

“二战”后,纽约之所以能够登上世界金融体系的巅峰,除美元因素外,其拥有重大影响力的大型金融机构同样功不可没。

一是纽约联邦储备银行在国际金融业务上起着关键的作用。它是外国的主要中央银行和政府在美国的代理行,它从它们那里吸纳存款,也向它们发放贷款,而且还替它们进行大量的证券买卖操作。它同时还为美国财政部和其他联邦储备银行进行外汇和转账业务。

二是纽约拥有世界上最大的商业银行系统。

早在1954年,它们的总资产就达到了323亿美元,伦敦同行则为198亿美元。特别值得一提的是,纽约所有的大银行都有完善的国际业务部门来处理国际业务,如外汇买卖、贸易融资和向外国银行发放贷款等。它们中的大多数在海外设有代表处。

三是大型投资银行是纽约国际金融中心的特色与基石。投资银行是19世纪的产物。投行在19世纪后半期为铁路公司进行融资,为大型有限责任公司提供融资;20世纪初,它们又在席卷全球的并购浪潮中充当重要角色;进入21世纪,比商业银行更能象征美国金融实力的是投资银行,因为美国的投资银行主宰着全世界范围内的兼并收购等业务。2001年,在投行业务方面美国有6家银行跻身全球前10名。华尔街的投资银行能够号令有着充裕金融资源的大型美国金融机构,尤其是那些大型商业银行和保险公司。它们彼此之间有着各种千丝万缕的联系,并建立了多方交叉持股的模式。

四、顶级国际金融中心的发展模式： 取决于所在国实际发展情况

伦敦是典型的“资本输出型”国际金融中心。从19世纪初期起,伦敦的运作机制更多来源于国际金融需求而不是英国国内的金融需求。就像1911年《经济学家》杂志所指出的:“伦敦通常更加关心墨西哥发生的事情而不是英国内部的事情,更加关心发生在加拿大的罢工而不是威尔士的罢工。”伦敦国际金融中心之所以形成这种特征鲜明的成长逻辑,除1821年英镑回到金本位、成为国际货币体系的基石等原因外,还与以下重要因素有关。

一是受伦敦曾作为“全球第一国际贸易中心”的影响。18—19世纪,伦敦的全球贸易主要包括三大部分:一是将美洲和亚洲的消费品以及北欧的原材料通过贸易运到英国国内。二是将贸易来的美洲和亚洲消费品对欧洲其他国家再出口。三是将英国产的商品出口到日益增长的美洲和非洲殖民地市场。正是依托这连接全球几大洲、快速扩张的国际贸易,大量的国际金融需求必然汇集

到伦敦这个最重要的枢纽节点上。

二是受伦敦曾作为“境外债券发行的世界中心”影响。大量的战争融资(包括战后经济拯救)客观上需要发债借钱。由于英国资本实力雄厚,较早建立了政府融资的现代体系,并于1694年设立了英格兰银行,加之拥有信誉卓著的大银行及其发达广泛的市场网络,因此在相当长的时期内,伦敦垄断着外国债券的发行,成为国际借贷市场、境外债券发行的世界中心。1818年普鲁士债券的发行标志着一个全新时代的开始。仅1822—1825年,至少有20种、折合总数达4000万英镑的外国债券在伦敦金融中心发行。在各种金融创新的支撑下,伦敦作为外国政府债券的国际市场中心地位非常突出。

三是受英国曾作为“对外投资第一大国”的影响。资本流动是全球化进程的核心,也是金融中心所承担的最重要的国际业务。国际对外投资从1880年代开始经历了强劲的增长。1913年,投资于国外的股权资本高达440亿美元,其中英国当仁不让,位居最大资本输出国位置,紧随其后的依次是法国、德国和美国。

与伦敦“资本输出型”国际金融中心的成长路径不同,纽约是一个典型的“资本输入型”国际金融中心。正如尤瑟夫·凯西斯所言,虽然在金融中心的发展过程中,相对于资金需求,资金供应是更重要的决定因素,但纽约的贡献则更多地集中于需求方面,可以说在相当长时期内,纽约国际金融中心的首要任务是为美国经济进行融资。纽约国际金融中心之所以走出一条与伦敦截然相反的路径,大致有以下3点原因。

一是美国作为超大型后发国家强势崛起,需要大量外国投资。1870年美国的GDP超过英国,1914年美国的GDP已经与英国、法国和德国三国GDP之和相当。在相对短时期内美国能够产生如此强劲的增长,除国内积累外,离不开外国资金的支持。在“一战”前夕,美国已是海外投资的主要目的地,它积累了大约价值70亿美元的债务,其中近2/3由英国的债权人提供。

二是美国经济活力十足并迅速成为大型企业集聚发展的国度,纽约资本市场的组织方式更多



是利用外国资金为美国公司融资。从 19 世纪中后期的大型铁路公司开始,到后来的大型有限责任公司制造公司,再到并购潮中产生的巨型工业企业,美国是一个非常容易产生大型企业的超级舞台。例如,1901 年创立的美国钢铁公司就是当时世界上最大的企业,其初始股本就超过 10 亿美元。这些公司的融资主要从纽约资本市场上获得,其中功不可没的是那些与国外金融中心有着密切联系的大型投资银行,因为它们总有办法从境外筹集到大量资本。

三是除长期投资外,纽约还是外国资金短期存款的理想地。1920 年代,外国资本继续被投资到美国的经济体中。纽约证券交易所反映了这一切:一方面,国外投资者尤其是欧洲的投资客们,被美国股票所吸引,尤其是他们看到数 10 年的牛市趋势,所有股票价格几乎上涨至原来的 3 倍,而那些最受欢迎的公用事业的股票价格在 1919—1929 年更是上涨超过 4 倍。另一方面,外国银行的流动性资产为股票经纪人提供了短期贷款,这些构成了纽约货币市场的很大一部分。这种国内和国际业务的互动构成了纽约金融中心的主要特征,将其和伦敦区别开来。当这两个国际金融中心的国际发行业务吸引了全世界资金时,纽约在吸引资金投资本国经济方面比伦敦更为成功。

五、顶级国际金融中心的超级魅力: 丰富的金融创新

顶级国际金融中心都是实力超强的巨无霸,在国际银行业务、资产管理、资本市场和其他金融市场等国际金融中心“四梁八柱”领域,都拥有号令天下的实力和地位。但这些都属于硬实力,其真正的超级魅力在于软实力:能够不断创新出引领时代的金融产品与服务,能够成为全世界基准资产、基准价格与金融行业运营标准的发源地,能够为各种不同类型的资产、资源乃至风险进行科学定价,能够独具慧眼地进行价值辨识并创设工具进行风险管理,能够借力发力、借助资源创造资源和重组资源,能够更有效地满足各种类型的金融需求等。

阿姆斯特丹曾经的金融创新在当时就非常有

魅力。延伸证券(一种具有几个不同执行期限的证券)或伦巴德贷款(中央银行给商业银行的证券抵押贷款)是阿姆斯特丹的特有品种。延伸证券被赋予可以把合约的执行推迟 1 个月的权利,除非双方中的一方取消合约,而且它是被名义价值超过优先价值 10% 的股份和债券背书的。整个延伸证券体系通过吸收存款、发放贷款,在当时扮演了“期货市场和银行”的角色。它充满弹性且被许多机构采用,这个市场为储蓄和投资者提供了一个没有利率差额的中介,唯一的差价是借款者付给经纪人的佣金。尽管整个延伸证券体系的本性是投机的,但被认为足够稳定,即便对于保守的投资者(比如储蓄银行)也有很大的吸引力,因此风靡 19 世纪前 50 年。

进入现代,特别是 1970 年代以来,层出不穷的金融创新让纽约和伦敦这两个顶级国际金融中心更加富有魔力。例如,金融衍生品创新大行其道。虽然远期合约(期货)不是什么新事物,但在现代金融衍生品创新中,期货合约在市场上挂牌连续交易,大大降低了做市商的风险,而且期货合约的标的资产也在增加,如货币、利率和金融指数等金融期货。各种金融资产包括期货在内也都出现了期权合约。伴随着衍生品的发展,偏向于远期卖空的对冲基金出现并掀起不小的波澜。再如,专门把债务(特别是贷款)证券化的金融创新,无论是抵押贷款债券(MBS),还是资产抵押债券(ABS),或是专门的信用衍生品——信用违约互换(CDS),这在之前任何时代都是不可想象的。

顶级国际金融中心的软实力——金融创新的兴起,在尤瑟夫·凯西斯看来,主要基于 3 个因素:一是货币的币值不稳定。由于通货膨胀和浮动汇率,人们对利率风险和汇率风险进行套期保值,当然这也为交易商提供了新的盈利机会。二是计算机技术的惊人发展。如果离开计算机,现有的新金融产品不可能如此复杂。三是基础研究在金融上的应用。20 世纪五六十年代,一批经济学家在经济金融理论上取得重要进展。另外,从 1980 年代开始特别是 1990 年代,大量的数学家、物理学家和工程师转到金融业,带来了一种“物理经济学”的新趋势。

可见,能够引领风气潮流的顶级国际金融中心,不仅是资本密集型的,还是知识密集型、科技密集型、人才密集型的,甚至是与金融关系并不明

显的基础研究密集型的。这些都构成顶级国际金融中心的软实力,虽看似无形,但影响深远。□

参考文献:

- [1]尤瑟夫·凯西斯. 资本之都——国际金融中心变迁史[M]. 陈晗,译. 北京:中国人民大学出版社、中国金融出版社,2011.
- [2]周其仁. 货币的教训——汇率与货币系列评论[M]. 北京:北京大学出版社,2012.
- [3]王传辉. 国际金融中心产生模式的比较研究及对我国的启示[J]. 世界经济研究,2000(6):73-77.

- [4]张幼文. 国际金融中心发展的经验教训——世界若干案例的启示[J]. 社会科学,2003(1):26-30.
- [5]李刚,高洪民. 当代国际金融中心发展的决定因素与上海的对策[J]. 世界经济研究,2020(9):65-74,136.
- [6]金鹏辉. 加快推进上海金融科技中心建设[J]. 上海金融,2020(1):2-4.
- [7]宗良,常韵珩,刘津含. 国际金融中心格局变革的前景[J]. 中国金融,2021(1):84-86.

责任编辑:李婉茹

The General Law of the Construction of Top International Financial Centers from the Development of Financial Industries in Amsterdam, London and New York

Li Xianbo

Abstract: The logic behind the first-class international economic center strongly supporting the development of the top international financial center is that the superpowerful country in the absolute world economic center will definitely hold the pivotal control position in the creation, distribution, exchange and circulation of wealth and value in the world. Given that finance is the bloodline of the economy, the economy is the muscle of finance, and if the economy shines, finance shines, as long as it has the top operation, integration and allocation ability for various economic factors around the world, this ability will definitely be highlighted in the financial behavior and function, and a top international financial center will definitely appear to match this ability.

Keywords: Top international financial center; Financial resources; Financial innovation