

英国金融“大爆炸”与伦敦金融城的复兴¹

中国证监会 研究中心 高小真、蒋星辉

上世纪初，伦敦作为全球第一金融中心的地位逐渐被纽约所取代；从二战结束到上世纪 70、80 年代，英国金融行业因缺乏竞争活力而面临进一步丧失在全球领先地位的危机。为挽救颓势，在过去的 20 年中，英国进行了两次重大金融改革，即 1986 年以金融自由化为特征的第一次金融“大爆炸”和 90 年代末以混业监管体系为核心的第二次金融“大爆炸”，这两次改革奠定了目前英国金融业繁荣的坚实基础。最近几年，一度被认为衰落的伦敦金融城迅速发展，势力范围不断扩大，昭示伦敦重新获得并强化了国际金融中心地位，缩短了与美国的距离，在某些方面甚至超过了纽约华尔街。特别是最近，随着伦敦交易所收购事件的演变，伦敦金融城在国际金融市场引起了广泛关注。伦敦金融城今天的成就，是英国近 20 年来对其金融系统不懈改革和开放的结果。在我国资本市场面临对内改革和对外开放的双重任务的情况下，探讨英国的金融改革开放过程和效果，对我们具有一定借鉴意义。

¹ 本文完成于 2006 年 5 月，发表前经作者作少量修改。

一、英国二十年金融改革对金融市场发展的影响

英国金融业近年来引人注目的发展得益于许多因素，如完善的法律体系、开放竞争的市场环境、适度而有效率的监管、灵活的劳动力市场、具有吸引力的税收安排以及充分利用技术进步的优势等等，其中最重要的是开放竞争的环境和良好的监管这两个基本因素，为市场流动性和金融创新提供了根本保证。而这一切，在很大程度上归功于被称为两次大爆炸的英国金融体系改革。

（一）第一次金融大爆炸形成了开放竞争的市场环境

1983 年以前，英国证券行业实行分业经营，证券承销、证券经纪和自营等业务是严格分开的，证券经纪实行固定佣金制，金融市场普遍缺乏活力和竞争力。这种状况不仅使伦敦在世界经济金融中的地位每况愈下，而且不能为保守党政府当时大举推动的经济私有化和自由化改革提供金融支持。正是在这个背景下，撒切尔政府实施了第一次金融大爆炸。

这次改革有一个常常被外界忽略的特征，就是同时进行了对内改革和对外开放，也就是在把国内金融企业推向混业竞争的同时，引入了外国金融机构。1983 年，英国政府和伦敦证券交易所签订了著名的 Parkinson-Goodison 改革协议，交易所会员同意在 3 年之内放弃固定佣金制，同时结束自身的垄断地位，接受外国公司成为交易所的会员。该协议给了证券行业 3 年准备期，于 1986 年正式实施。

在对内放松管制的同时，英国向外开放了金融服务业。对比大爆炸前后英国本土证券公司的命运转变，就会发现这种巨大变革带来的双重冲击非常大，直接导致改革后几年之内，从未形成混业竞争能力的英国本土证券公司毫无抵御能力，几乎全部丧失了控制权（见附表 1）。可以想见，对英国这样拥有悠久金融发展史的老牌帝国主义国家来说，当时这种景象带来了强烈的震撼。（关于第一次金融大爆炸的详细情况见附件 1）

然而时至今日，改革所创造的开放竞争环境给英国带来的收益也是巨大的，无论从伦敦证券交易所的国际地位、英国在金融产品领域的领先地位，还是英国本土机构的重生，都说明了英国金融体系的竞争力发生了根本性变化。

今天，伦敦证券交易所（LSE）被认为是世界上最国际化的证券交易所，它不仅是欧洲债券及外汇交易领域的全球领先者，还受理超过三分之二的国际股票承销业务。按市值计算，伦交所是世界第四大证交所。按日交易额计算，伦交所全球排名第三（见附表 2）。

不仅伦交所的地位引人注目，英国在各类金融产品交易领域都取得了或保持着领先地位。伦敦占跨境银行信贷的市场份额从 1992 年的 16% 上升到 20%，同期的外汇市场交投总额份额从 27% 升至 31%。伦敦在国际债券二级市场的份额达到 70%。在迅速增长的信贷衍生产品市场，伦敦的份额约为 45%。（见附表 3）

的确，在大爆炸后的最初 10 年间，大型美国证券公司的地

位不断加强，但在后 10 年里，一些英国本地证券公司又发展起来，为那些不为大银行关注的中小企业提供服务，以满足客户对个性化服务的更高要求。现在的伦敦金融城，是一个更加复杂也更加稳定的金融生态系统。

（二）第二次金融大爆炸奠定了有力而适度的监管基础

第二次金融大爆炸是在工党政府主导下成立统一监管机构的改革。

第一次金融大爆炸后，英国金融市场恢复了活力，外国金融机构大举进入英国金融市场，市场竞争日益激烈。但是，因为英国的金融监管体系非常复杂，当时有包括英格兰银行在内的 9 家监管机构对银行、证券、保险和住房协会等金融机构进行监管。随着金融业混业经营程度的加深，传统的金融监管框架已经不适应新的形势，阻碍了金融业效率的进一步提高和创新发展。于是政府下决心将英格兰银行的金融监管职能分离出来，使其专注于货币政策，同时成立英国金融服务局（FSA）²，逐步将分散的金融监管职能集中到 FSA。

FSA 成立之初，很多人担心这样一个权力高度集中的单一监管机构会使监管系统更加官僚化，给市场增加不必要的监管成本。但 FSA 成立 6 年来的经验证明这些担心是不必要的。一方面，配合 FSA 的成立，英国颁布了《2000 年金融服务和市场法》，

² 需要指出的是，外界一直认为英国成立 FSA 的主要导因是 1988 年英国国际贸易与信贷银行的几乎破产和 1995 年巴林银行危机。这种看法导致了对英国金融监管取向的误区。英国监管当局认为当时没有出手拯救巴林银行是正确的抉择，体现了市场的原则。而成立 FSA 则纯粹是为了提高金融监管的效率，同时保证中央银行的独立性。——见霍华德·戴维斯：《英国的统一监管及对其他国家的借鉴意义》（《建立适合国情的监管结构》世界银行，2003 年）。

取代了以前一系列金融法律、法规，统一了监管标准，大大提高了金融监管效率；另一方面，FSA 以风险管理为核心的监管资源配置和量体裁衣式的监管风格也对提升英国金融市场的竞争力发挥了推动作用。2003 年英国一家独立机构向全球 300 家金融机构做了问卷调查³，结果显示这些机构对 FSA 的表现给予了很高的评价，认为“伦敦品牌”与英国监管机构的监管能力极大相关，英国监管者在能力和监管力度方面都长出美国监管者。

英国开放竞争的环境和良好的监管吸引世界各地的投资者和公司来到英国。1999 年和 2000 年，在美国首次公开发行的外国企业规模超过 800 亿美元，10 倍于伦敦。而到 2005 年，在伦敦首次公开发行的外国企业筹集了 103 亿美元，美国仅有 60 亿美元。欧洲大陆越来越多的金融服务机构都选择常驻伦敦金融城，对冲基金和私人股本基金也在伦敦发展迅速。作为领先的国际基金管理中心，欧洲超过 3/4 的对冲基金资产都在伦敦进行管理，私人股本资金有将近 50% 在伦敦管理。2002 年，伦敦的基金管理着 6,100 万美元的资产，占全球对冲基金资产的 10%。到 2005 年，伦敦管理的资产达到了 2.25 亿美元，在全球资产中所占的比例升至 20%。

二、英国金融服务业成为英国经济比较优势的重要来源

在改革开放中发展壮大的英国金融服务业在英国整体经济

³ 出处同注 2。

中已成为产出、贸易和就业的重要组成部分，是英国经济比较优势和生产率提高的重要支持。2003年，金融服务业为英国经济总增加值（Gross Value Added, 相当于GDP减去税收和补贴）贡献了5.3%；在对外贸易方面，英国金融服务业出口在2003年为200亿英镑，占英国服务业出口的23%、商品和服务总出口的7.2%，是国际收支经常账户最大的净贡献者，金融服务业成为英国贸易比较优势的重要来源；英国金融服务业所提供的就业人数超过100万人，占英国就业人数的3.2%；与其他行业相比，金融服务业对英国生产率的提高的作用也非常突出，从1997年到2001年，金融服务业每小时劳动生产率提高了3.6%，而同期英国经济整体只提高了2%。

英国金融业不仅直接贡献于英国经济，其对英国经济竞争力和影响力的间接贡献更为引人注目。最近英国财政部发表了一份题为《金融服务业：应对全球化的挑战和机遇》的报告，指出具有国际竞争力的英国金融服务业能够帮助英国经济和社会全面应对全球化趋势的挑战：一是利用中国、印度等国的发展机遇，在融资和风险管理方面提供服务；二是在国际竞争越来越激烈的情况下，金融服务业为英国经济提供前沿的建议、最佳获取资本的渠道和风险管理工具，使英国经济在价值链中保持上游，以增强英国的竞争力；三是金融服务业为技术进步和创新提供投资，使技术保持领先地位；四是随着发达经济老龄化的出现，英国金融服务业为全球储蓄提供有效的投资渠道、全套的金融工具和市

场。

三、英国金融市场改革对我国的借鉴意义

英国作为一个老牌帝国主义国家，其经济和金融发展历程有其自身的特点。英国金融业是拥有悠久历史的“百年老店”，在市场深度、市场结构和监管经验方面具有成熟金融市场的一切特征；英国金融市场不仅为本土经济服务，而且背靠整个欧洲大陆，其经济腹地广阔而多样化；英国具有健全的法律体系，社会经济结构更为开放，这些都与我国市场处于新兴加转轨阶段的特点有很大区别。

但中国现在面临的问题与英国第一次金融大爆炸前的特定历史阶段所面临的问题有一定的相似性：一是都迫切需要提升金融系统的效率，以支持私有化（英国）或经济体制改革和结构转型（我国）的过程；二是都需要应对日益迫切的全球化挑战。我国现在也像 20 年前的英国一样，面临对内改革和对外开放的双重挑战。研究和探讨英国 20 年的金融改革历程和成效，对我们有一定的借鉴意义和启示：

第一，有学者曾经探讨过，在同时面临改革和开放的压力时，英国当时有没有可能利用国内市场的改革，让优秀的英国金融机构在竞争中脱颖而出后再对外开放？实践的结果表明这种尝试不是很成功。第一次金融大爆炸前，英国给了本土证券机构 3 年的准备时间（1983 年签署改革协议到 1986 年正式对外开放），但是，仓促合并的英国证券企业在短期内并没有迅速增强竞争

力，实力远远落后于竞争对手，在开放后迅速被外资收购。因此，英国试图在短期内先闭门发展自己的金融产业、使其具备国际竞争力并没有取得预想的效果。实践表明，金融机构可以通过机械拼凑的方式迅速做大，但是金融机构的真正“做强”只有在长期的激烈竞争中才能实现。

第二，对内改革的同时对外开放的结果必然是有得有失的，问题是如何权衡得失利弊，在改革开放中获得最大收益。20年前的英国面临颓势，于是迅速调整战略，推出了大爆炸式的改革，现在看来，这是英国在当时内外压力下的唯一出路和选择。这种战略的代价是一些金融企业的控制权被外资收购，而收益也是多方面的，不仅吸引了国际资本和一流金融人才，利用了美国等国家金融企业的品牌，提高了本国金融系统在全球金融市场的竞争力和控制力，而且增强了金融系统的稳定性，大力支持了本国经济改革和发展。同时，一些本土机构也在与外资的竞争中迅速发展起来。

对于英国金融大爆炸所造成的一些英国证券机构控制权旁落问题，我们注意到，前几年对此问题还有很多讨论和负面意见，然而随着英国金融市场的国际地位迅速上升和加强，现在几乎完全销声匿迹了。开放竞争的环境已经固化为英国金融系统的特色，由于伦敦金融城保持了全球金融中心的优势，虽然开放和放松管制的政策使许多金融机构的所有权被外国资本控制，但伦敦控制全球资本的能力却增强了，对提升英国金融市场吸引力的正

面作用非常明显。而且，这些国际金融机构在伦敦雇佣了大量人员，并培养了大量的金融专业人士，很多英国人不仅在伦敦的国际金融机构担任要职，还被派往香港、纽约等金融中心担任高级职位，其得远远大于失，因此现在已没有人再去讨论局部得失问题了。

第三，金融监管对于巩固和扩大改革开放成果具有决定性意义。为提高金融市场效率和竞争力，监管机构需要在加强监管和促进创新发展之间寻找适当的平衡，在充分保护市场的创新和竞争优势的同时，不降低标准，并尽可能预防那些可能破坏投资者信心的丑闻。与其他一些监管对手相比，英国灵活而有效的监管显然为英国金融城的活力加了分。在这一方面，美国的监管刚好成为反面的例子，而且至少在两个方面间接促进了伦敦的繁荣。一是于 2002 年颁布的《萨班斯-奥克斯利法》，使谋求在美国上市的外国企业需要多付出每年数以百万美元计的额外合规成本，增加了公司董事被告上法庭的风险，让纽约证交所和纳斯达克背上了巨大的竞争负担，把许多拟到美国上市融资的海外公司推到了英国。二是美国在 9.11 之后出台的过于严苛的反洗钱法也使伦敦金融城获益匪浅。许多来自中东的阿拉伯投资者既需要购买美元资产，又担心资产被冻结，于是通过中介在伦敦操作，大客户也成为吸引大量金融机构在伦敦聚集的又一个有利因素。

近年来，由于亚洲市场尤其是中国经济的迅速发展，各国都在竭尽全力争夺新的国际金融市场份额和对市场的控制力，不仅

英美证券交易所在争相吸引亚洲企业上市，新加坡、日本、韩国也都在积极改革其金融体系，希望借此吸引更多投资机构进驻和更多亚洲企业特别是中国企业上市。在这样紧迫而激烈的全球竞争下进行国家博弈，所采取的战略是否得当对各国今后在世界金融格局乃至经济格局中的地位至关重要。英国的两次金融改革是英国政府为了应变这种新的世界竞争格局而做的尝试，对这一改革的具体做法和措施以及得失进行深入的分析能够给予我们非常现实的启示。

值得注意的是，中国的情况和英国存在本质的差异，一方面，作为新兴市场，我国资本市场的成熟度和本土金融机构的竞争力与英国的情况差别很大；另一方面，日益激烈的国际竞争格局迫使我国的金融改革、资本市场及金融机构的发展不得不承受与日俱增的竞争压力。同时，中国经济是一个大国经济，与英国的情况也不可同日而语。因此我们在分析英国金融改革的经验和教训时，必须结合中国的国情加以具体分析，不能照搬照抄英国的做法，这样才能博采众长，为我所用，为我国资本市场的改革开放提供有益借鉴。

附表 1：英国投资银行业所有权变化情况表

原英国公司	外国收购者
华宝	瑞银
克林沃特	德累斯顿银行
摩根建富	德意志银行
巴林	ING
施罗德	花旗集团
富来明	大通摩根
SMITH NEW COURT	美林集团
巴克莱银行（股票及公司融资部）	高盛
国民西敏士（股票业务）	银行家信托

资料来源：菲力普·奥格，《绅士资本主义的死亡》。

附表 2 2000—2005 年外国公司在伦敦证交所发行情况统计

年份	发行家数	筹资金额 (百万英镑)	发行家数	筹资金额
	主板市场		AIM	
2005	19	4,583.42	118	
2004	10	1,364.47	61	
2003	7	1,133.94	26	
2002	9		13	
2001	14	3,600.33	14	
2000	5	121.00	12	

资料来源：伦敦证券交易所网站

⁴ AIM 即英国伦敦证券交易所于 1995 年 6 月成立的替代投资市场 (Alternative Investment Market)，是继美国纳斯达克市场之后在欧洲成立的第一家二板市场。

附表 3 全球主要金融中心占核心批发市场份额

百分比	英国	美国	日本	法国	德国	其他	总计
跨境银行借贷 (2004.3)	20	9	8	8	11	44	100
外国证券交易 (2004.1—9)	43	31			3	23	100
外 汇 交 易 (2004.4)	31	19	8	3	5	34	100
衍生产品交易 ——交易所交 易 (2003)	6	26	2	3	12	51	100
——柜台交易 (2004.4)	43	24	3	10	3	17	100
国际债券—— 二 级 市 场 (2003)	70						100
对冲基金资产 (2004.6)	14	74	1	1		10	100

资料来源：金融服务业：应对全球化的挑战与机遇，英国财政部，2005.3

附件 1:

英国第一次金融大爆炸

一、大爆炸之前

1983 年之前，英国证券市场上商人银行（即投资银行）、经纪商及交易商（做市商）三类机构之间有明确业务分工，叫做“单一业务”制度（SINGLE CAPACITY），实际上就是证券发行、交易和经纪三项业务分业经营。商人银行处于价值链的顶端，业务核心是公司融资，包括 IPO、配股、公司并购、项目融资等；交易商处在价值链的另一头，通过为自营账户买卖证券维持市场的流动性；经纪商则是连接证券发行人、商人银行、交易商的纽带，代理证券买卖。在单一业务制度下，各类证券机构各司其职，经纪商的佣金是固定的，交易商的风险控制也非常简单，因为他们只需要保证自营账户盈利。因为业务单一，改革前英国证券公司规模均较小，以合伙制为主。

二、大爆炸及背景

1983 年交易所改革方案正是在这种大背景下出台的。一方面撒切尔政府坚持自由市场经济的理念，相信只有引入竞争才能使英国金融行业重现活力，只有一个自由竞争的市场才能解决效率的问题。另一方面英国金融界在全球化浪潮中对失去金融中心地位忧心忡忡。他们认为如果不主动引狼入室，让外国券商直接进

入本国市场，伦敦就会错过时机，把成为美国之外世界第二大金融中心的机会拱手让与他国。所以，金融大爆炸实质上肩负双重目标，一是要把国内金融企业推向竞争，二是要引入外国公司，把伦敦金融业在世界金融业中的份额做大。

三、大爆炸之后

英国政府实际上是在 **1983** 年确定的改革方案，与业界签署了金融改革协议，距离真正的大爆炸时点还有三年。协议公布后，人们很快就意识到取消固定佣金制的必然结果是废除单一业务制度，否则经纪公司在佣金竞争的情况下根本无法生存。在废除了单一业务制度以后，一个公司可以同时从事公司融资顾问、股票承销、经纪业务及自营交易。为了应对新形势，英国证券业在三年准备时间内经过了一系列重组和整合，形成了功能比较齐全的投资银行业务部门。但是，市场开放之后，英国证券公司面对的是规模至少十倍于自己的强大的国外竞争者。如美国早在 **1975** 年就取消了固定佣金制，投资银行业的竞争更加激烈，在竞争中脱颖而出的公司如美林、摩根斯坦利等公司在规模、投资银行综合业务发展能力、国际化运作网络建设、技术、管理、风险控制等各方面都远远超过其伦敦的竞争对手。所以，大爆炸后短短几年，英国本土公司就纷纷丧失了控制权。