



香港國際金融中心發展的內在邏輯 及其應對外部衝擊的現實基礎

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士

2020年以來，突如其來的新冠疫情導致國際貿易投資活動停滯，全球經濟面臨新一輪大蕭條的威脅，企業倒閉和失業攀升加劇社會動盪。部分美歐政客為掩飾自身應對疫情不力，祭起民粹主義和保護主義大旗，甩鍋中國，國際政治環境急劇惡化。特朗普把香港作為中美貿易戰的棋子，以“港版國安法”為由宣佈採取行動取消香港作為中國其他地區之外一個單獨的海關和旅行地區的特殊待遇，包括美國與香港協議、引渡條約、軍民兩用產品的技術管制等方面。香港國際金融中心在經受中美貿易戰和香港反修例風波持續發酵的雙重壓力後，又將面臨美國可能出台金融制裁引發的外部衝擊。

從香港國際金融中心發展的歷史看，“一國兩制”下香港良好的營商環境及市場效率是香港國際金融中心地位持續提升的現實基礎；發揮「國家所需、香港所長」的獨特優勢，滿足內地各類企業不斷上升的融資需求，是推動香港經濟保持長期繁榮穩定、香港金融市場加快發展的強大動力。這兩大支柱共同定義了香港國際金融中心長期發展的內在邏輯。這一獨特性是此前的社會動盪和可能到來的美國金融制裁所無法摧毀的。

一、香港國際金融中心發展的內在邏輯

九層之台，起於壘土。香港金融中心跨越式發展有兩大支柱，其一是香港良好的營商環境、簡單低稅制、資金自由港、與西方接軌的司法制度、金融監管高效，以及最自由經濟體等制度優勢；其二是內地與香港不斷增強的經濟貿易聯繫。二者有機結合保證了香港經濟長期穩定，推動香港持續提升國際金融中心地位，亦是當前香港保持國際金融中心競爭力、應對外部挑戰的制勝之道。

從國際經驗來看，能否建成國際金融中心取決於三個主要因素：人才、監管環境及市場流動性等。

首先，金融市場的深度和廣度是金融中心發展成熟與否的重要指標，金融市場的流動性形成過程較為複雜，需要多項因素長年累積發揮作用。香港長期保持全球最自由經濟體地位，資本自由進出，沒有任何投資限制，與主要金融市場及各國客戶保持著自由便捷的聯繫。上世紀七十年代，香港抓住經濟金融

全球化的機遇，取消外匯管制、黃金管制和放寬銀行管制，成為歐美金融機構在亞太區從事金融活動的重要節點。香港在亞太時區完整對接國際金融市場及各類投資者，蓄八方之水，積累成為香港金融市場源源不絕的流動性池塘。

過去 30 年內地經濟規模的快速成長是香港金融中心實現跨越式發展的最大動力。九十年代香港積極吸引內地企業來港上市集資；2009 年以後，香港抓住人民幣國際化的趨勢，大力擴展離岸人民幣業務，成為歷史最久、規模最大、運作最為規範的離岸人民幣樞紐。近年來，世界經濟重心轉向新興市場，亞洲成為世界財富增長最快的地區之一，特區政府提供合適的法律及監管框架、清晰而又具有競爭力的稅務環境，吸引更多不同種類的基金公司以香港作為基地，擴展基金業務的種類及範圍，提升香港作為國際資產管理中心的地位。

就人才層面而言，多年來，香港實行開放高效的人才政策和不妨礙商業活動的勞動法例，不拘一格大力吸引來自世界各地的優秀金融人才和專業服務人才。世界經濟論壇 (WEF) 和洛桑國際管理學院 (IMD) 研究發現，香港的優秀人才在亞太區各主要經濟體中處於領先地位，全港逾 20 萬名金融從業人員和數以萬計的專業會計師、律師、大律師及資訊科技專家，很多都是高層次的國際專才，擁有豐富的國際經驗，隨時提供金融技術和專業支援。特區政府數據顯示，近年香港金融業的從業人員增加超過 30%，是吸納及引進最多人才的行業之一；法律、會計、核數和資訊科技等專業人才增加了近 50%，為香港金融中心及其他專業服務業發展提供了人才支撐。吸引優秀人才是香港國際金融中心重要競爭要素。

香港擁有嚴格規範及符合國際標準的監管環境。國際金融監管是涉及法律體系、監管架構、經濟政策和監管成本等諸多方面的系統工程。香港以普通法為主體的法律架構靈活透明，可以較大幅度地維持市場公平及具有較高效率，有利於金融創新和發展；現有金融監管架構及其嚴格監管方式不會削弱，反而有助於增強競爭能力；特區政府經濟政策具有靈活性，隨客觀環境變化及時調整能力；行政管理體系有利於商業活動，以及金融監管成本相對較低。在亞太區主要經濟體中居於領先地位的監管環境是香港國際金融中心非常重要的競爭優勢。

香港的商業基礎設施成熟度較高，營商環境高度開放和公平公正，企業和個人稅制簡單透明並具效率，鼓勵商業發展和引進投資，培養大批融合東西方文化，並配有較強的英文能力的專業人員。這些因素互相關聯、形成良性循環，確保市場力量能發揮最大效能，推動香港金融中心從區域走向全球。

總體而言，隨著內地經濟起飛，並不斷增強與香港的經濟及貿易聯繫，大量內地企業赴港融資上市，激發了香港金融市場基礎設施的獨特優勢，香港新股上市集資連續多年保持全球領先，推動香港國際金融中心的體系結構由銀行業主導轉向資本市場主導，奠定了全球領先金融中心的核心理地位。

當然，與金融中心重要性同步提升的營運成本和生活成本等，在長期內逐漸侵蝕金融市場競爭力，必須從根本上尋求解決之道。

二、香港國際金融中心受到實體經濟減速的挑戰

中美貿易戰、反修例風波持續發酵和新冠疫情對香港經濟產生了由外部到內部的三重衝擊。新冠疫情導致全球經濟活動停頓，旅遊、酒店、航空、餐飲和零售業等大受影響，國際貨幣基金組織對今年全球、美國和歐元區經濟的預測分別是下跌 3%、5.9% 及 7.5%，並表示可能再次下調。高度外向型的香港經濟再度面臨衰退的威脅，特區政府預測介乎 -4% 至 -7%，可能超過 1998 年亞洲金融風暴期間 5.9% 的紀錄跌幅。

香港實體經濟舉步維艱，在一定程度上影響金融市場表現。而中美貿易戰及美國極限施壓長遠可能打擊國際投資者對香港金融市場的信心，對香港國際金融中心地位帶來新的挑戰。

2018 年以來，全球化退潮帶來中美貿易摩擦的持續深化，對香港出口和轉口均產生巨大影響。美國和中國內地是香港兩個最大的經濟和交易夥伴，是香港外需的重要組成部分，二者之間的貿易爭端必然影響香港相關的進出口和轉口企業的業務和盈利增長，同時，中美貿易摩擦帶來的巨大不確定性引發了全球範圍的金融市場動盪，衝擊商業和投資信心，加劇香港實體經濟所面臨的下行壓力。

從回歸 22 年香港經濟發展進程看，作為高度開放小型經濟體的典型代表，香港經濟運行的突出特徵表現為外需主導經濟增長，極易受到全球經濟波動的影響。此外，香港經濟存在產業結構固化，服務業外向化和貨幣政策的非獨立性等結構性問題，增加了經濟波動的風險。

近年來，香港呈現經濟轉型困難期和社會矛盾凸顯期及外部衝擊加劇期三期疊加，經濟增長動力不足。香港經濟下滑及內外部環境的變化對香港金融中心發展構成新的挑戰。

三、香港金融市場表現出較強的系統穩定性

實體經濟舉步維艱，影響香港金融市場信心，但是，香港金融中心仍然能夠正常運作，表現出一定的抗衝擊性和韌性。其主要原因在於：

首先，香港金融市場具有離岸特徵，內地企業佔香港股市市值和交易量的 70% 左右，只要內地經濟穩定增長，香港股市對全球投資者仍具吸引力。2019 年全年，得益於阿里、申萬宏源等內地企業多宗大型項目集中在港上市，香港 IPO 繼續保持了全球領先的地位。顯然，香港仍然是內地企業國際化發展和國際企業走進中國內地的主要平台。同時，香港銀行體系的總資產超過 24 萬億（港元，下同），銀行業貸款超過半數為非本地貸款，本地經濟表現對銀行業影響有限。

其次，港元銀行體系總結餘保持基本穩定，沒有出現大規模資金外流。最近以來，港元拆息高於美元拆息，港元匯率接近強方水平。

第三，香港恒生指數估值相對偏低，市盈率值只有 10 倍左右，對國際投資

者仍較具影響力。

第四，與 1997 年、1998 年和 2008 年金融危機時期相比，目前香港金融市場基礎更為穩健，金融體系運作透明度高和監管水平嚴謹，外匯儲備和政府財政儲備充裕，貨幣基礎超過萬億，港股市值超過 35 萬億，有助抵禦短期因素衝擊。

第五，香港與內地金融市場的互聯互通為香港金融市場應對外部衝擊提供了內在穩定器，近年來，與人民幣國際化進程相配合，內地相繼推出了滬港通、深港通、債券通和基金互認等機制，推動制度銜接和政策融通，為香港金融和專業服務業提供了更大的發展空間，也有助於香港金融市場抵禦外部衝擊，保持市場的基本穩定。

四、特區政府仍有政策空間對沖經濟下行及外部壓力的不利影響

經濟下行和疫情發展影響香港勞動力市場表現，導致失業率上升。2 至 4 月份香港失業率升至 5.2%，較 1 至 3 月份大幅增加 1 個百分點，反映失業情況迅速惡化，單月失業率數字或已升至 6.5% 左右，其中建造、零售、住宿及膳食服務，以及製造業的升幅最大，2 至 4 月份分別達到 10.0%、9.0% 及 6.2%。

首先，面對嚴峻的經濟和就業形勢，特區政府在《財政預算案》公佈價值 1,200 億紓緩措施外，分別再推出兩輪 300 億及 1,375 億的「防疫抗疫基金」，整體財政承擔總額為 2,875 億，包括 800 億「保就業」計劃、向 18 歲或以上香港永久性居民發放 10,000 元現金等，並為最受疫情影響行業提供支援，如客運業、旅遊業、建造業、航空界和餐飲業等，全面協助企業繼續經營、保住員工的就業、減輕企業和市民的財政負擔，讓經濟盡快復甦。

其次，香港財政儲備充裕，具備較大政策空間，進一步擴大財政政策支持經濟增長的力度，提升內需對經濟的拉動作用，對沖美國可能進行的金融制裁衝擊的不利影響。

第三，針對全球性保護主義升溫帶來的不利影響，特區政府著力推動多元化經濟發展，推出一些長期性的措施：簽訂更多雙邊及多邊協定，保持香港在區域內商貿影響力，密切監察中美貿易摩擦及美國可能進行的金融制裁對香港的影響，適時推行支持業界的措施。特區政府提供出口保險，提供融資擔保等支援中小企業發展的措施正陸續見到成效。

第四，特區政府加大基建投資，增加公共開支。政府消費有所加快將為經濟增長提供了穩定的支援。政府大力推動創新及科技發展，在大學研究、再工業化、應用科技等領域投入資源，提升香港的全球競爭力。特區政府著眼長遠，積極採取措施，增加土地和房屋供應，從源頭上控制樓市升幅，降低整體營商成本，從根本上推動實體經濟發展。短期紓困措施和長期結構性政策相互配合，在一定程度上提升了香港經濟韌性。

五、中國金融開放將為香港國際金融中心發展提供長足發展空間

今年以來，內地陸續推出 12 項對外開放新措施和取消合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）投資額度限制，以及 RQFII 試點國家和地區限制等政策，吸引外資進入內地資本市場，推動外資在內地股市和債市佔比持續提升，進一步促進內地資本市場的開放。顯然，中國金融服務業將進入開放引領的新時代，將為香港國際金融中心發展提供長足發展空間。

首先，香港作為中國資本市場對外聯通的主管道，在為內地與國際金融市場的互聯互通提供多樣性選擇的同時，也提升了自身的國際影響力。在中國金融市場開放模式中，滬港通、深港通和債券通率先實現了境內股票和債券市場與香港資本市場的互聯互通。香港作為全球資金自由港，具備輻射其他主要金融市場的先天條件，香港金融業通過多種類型的跨區域金融合作，大力增強與全球主要金融市場的聯繫。中國金融業亦充分發揮香港金融市場的整體優勢，打造區域經營管理平台，全面加快境外資產積累和境外經營成果的顯現，加快提升全球化投融資和金融服務能力，提升國際化管理和營運能力。

其次，香港市場具有完善的金融監管體系，保障銀行體系的穩健發展。在 1997 年亞洲金融危機和 2008 年全球金融危機期間，金管局曾推出非常時期流動性便利措施和存款保障計劃，有效控制了銀行體系的系統性風險。自 2010 年起，香港金管局連續推出多輪按揭貸款審慎監管措施，提前防範樓市逆轉導致信貸質素惡化的風險。過去數月，經濟下行壓力加劇，金管局也從紓緩資金壓力、加強信貸能力和增加市場流動性三方面入手，包括容許企業客戶「還息不還本」、推出「百分百擔保特惠貸款」、下調逆周期緩衝資本，以及推出「美元流動資金安排」等，使金融體系能更順暢地發揮資金融通功能，支持實體經濟。國際銀行業普遍把香港作為進入中國市場的首選平台，中資銀行亦以香港為基地打造全球全面風險管理的能力，提升合規經營的意識和水平。

第三，香港為銀行業提供完全競爭的市場運行環境，規範金融機構的經營發展和風險管理機制建設，有效防範和化解單一銀行所面臨的經營風險。香港具備良好的營商環境、簡單低稅制和與國際接軌的司法制度，以及最自由經濟體等制度優勢，使之成為全球銀行最集中的地方之一，香港銀行體系的總資產，約為香港 GDP 的 8.5 倍。

第四，香港進一步提升銀行業的金融科技水平和服務能力。香港較早完成了利率市場化，推動銀行業大力拓展中間業務收入，彌補淨息差收窄造成利息收入的減少。多年來，香港主流銀行緊貼市場的發展需求，加強金融產品創新能力，積極開拓多元化收入來源；近期陸續推出的虛擬銀行將進一步加大銀行業整體的資訊技術資源投入，為客戶提供選擇更為多元、使用更加便利和更低成本的服務管道，提升客戶體驗。

第五，香港在離岸市場人民幣業務方面具有先發優勢和規模優勢，擁有全球首家離岸人民幣清算體系、全球最大的人民幣資金池和活躍的人民幣交易市場和較為多元的人民幣產品體系。隨著人民幣國際化進程的推進，離岸市場逐漸從香港擴展到東南亞，形成橫跨亞洲、美洲和歐洲的離岸中心網路。在內地加快對外

開放的新形勢下，人民幣國際化將以市場驅動為主，更多地服務實體經濟，服務走出去企業，而東南亞作為一帶一路的重要區域，將為人民幣國際化提供新的實驗場。

六、提升香港在大灣區金融業的功能定位

2020年5月，中國人民銀行、銀保監會、證監會及外管局聯合發佈《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》，把《粵港澳大灣區發展規劃綱要》關於金融業的主導思想具體落實到銀行、證券、保險等領域，提出26項重大舉措，助力建設富有活力和國際競爭力的一流灣區。

粵港澳大灣區金融服務實體經濟能力持續提升，將為區域經濟增長注入新動能，有效擴展國家發展的戰略迴旋空間。在全球經濟承受下行壓力、國際治理面臨百年未有之大變局的背景下，粵港澳大灣區在人口、面積、經濟規模、貨櫃吞吐量等方面與東京、三藩市等世界級灣區並駕齊驅，除規模效應外，大灣區積極探索創新、開放、綠色和共用發展路徑，不僅為中國經濟增長提供重要引擎，也具備條件成為全球經濟發展重鎮。大灣區金融業將呈現新的發展格局，為香港全面提升在大灣區金融業的功能定位提供了新的歷史性機遇。

首先，大灣區將推動金融市場和基礎設施的互聯互通，逐步開放港澳人民幣清算行參與內地銀行間拆借市場，優化完善“滬港通”、“深港通”和“債券通”等安排，適時研究擴展至“南向通”。上述措施將為香港銀行業帶來巨大的業務增長空間。

其次，大灣區將擴大區域內人民幣跨境使用規模和範圍，在依法合規前提下，共同設立粵港澳大灣區相關基金，吸引內地、港澳地區及海外資本，為大灣區建設提供資金支援。推動人民幣在大灣區跨境便利流通和兌換，有助於香港在與其他離岸人民幣中心的競爭中脫穎而出，強化全球離岸人民幣業務樞紐地位。

第三，大灣區將加快推動綠色金融合作，支持香港打造綠色金融中心，建設國際認可的綠色債券認證機構，鼓勵更多大灣區企業利用香港為綠色項目融資及認證，支持相關金融機構在港發行綠色金融債券及其他綠色金融產品。港澳的特色金融大有可為，將不斷強化國際資產管理中心及風險管理中心功能，打造服務“一帶一路”建設的投融資平台。

第四，大灣區將構建多元化、國際化、跨區域的科技創新投融資體系，建設科技創新金融支持平台，促進科技成果轉化。《意見》還推出創投基金的跨境跨境匯兌、區塊鏈在貿易融資領域的應用、大數據及人工智慧推廣應用等措施，為大灣區金融機構建設場景生態、實現精準營銷和智慧風控提供有利條件，推動金融機構數字化轉型。香港金融業應抓住新契機，盡快加強金融科技能力建設。

總之，香港國際金融中心地位是經過幾代人長期不懈的艱苦努力，持續不斷打造起來的，香港金融業有信心直面挑戰，未雨綢繆、開拓創新，不斷提升金融市場效率和水平，有效控制金融風險隱患，更好地服務中國金融市場對外開放進程，在「一帶一路」深化發展和大灣區建設全面展開進程中發揮不可替代的作用。以上兩大核心內容是香港國際金融中心應對外部衝擊的現實基礎。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2018	2019	2019/Q4	2020/Q1
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,355	27,030	7,238	6,371
升幅 (%) Change(%)	2.9	-1.2	-3.0	-8.9
二. 對外貿易 External Trade			2020/4	2020/1-4
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	41,581	40,961	3,095	11,407
進口 Total imports	47,214	45,714	3,328	12,680
貿易差額 Trade balance	-5,633	-4,753	-233	-1,273
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	7.3	-5.6	-3.7	-8.1
進口 Imports	8.4	-8.1	-6.7	-9.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	2.9	1.9	1.9
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	79,193	74,804	4,866	17,610
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-5.5	-50.9	-34.6
五. 勞動就業 Employment			2020/1-2020/3	2020/2-2020/4
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	10.5	12.4	16.2	20.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.8	3.3	4.2	5.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.2	2.1	3.1
六. 零售市場 Retail Market			2020/4	2020/1-4
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.8	-11.1	-36.1	-35.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.6	-12.3	-37.5	-37.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,515	5,590	0.4	349.3
年升幅 (%) Change(%)	11.4	-14.2	-99.9	-85.3
八. 金融市場 Financial Market			2020/3	2020/4
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	783.6	779.3	775.5	775.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	-0.4	2.6	8.1	6.8
M2	4.3	2.8	2.2	2.0
M3	4.3	2.7	2.0	1.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.0	2.9	1.6	1.1
港元存款 In HK\$	3.6	2.5	-0.1	-1.1
外幣存款 In foreign currency	6.4	3.2	3.3	3.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	4.4	6.7	7.2	7.3
當地放款 use in HK	4.0	7.1	8.4	7.2
海外放款 use outside HK	5.3	5.8	4.8	7.3
貿易有關放款 Trade financing	-7.7	-0.7	-1.4	0.6
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.1250	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	25,846	28,189	23,603	24,644