



OUR HONG KONG
FOUNDATION
團結香港基金

發揮香港潛力
再創經濟奇蹟



目錄

關於作者	4
序言	5
摘要	6
1. 引言	7
2. 全球及中國經濟現況	11
3. 香港經濟面臨轉捩點	17
4. 與紐約及倫敦比較，香港有何優、劣勢呢？	23
5. 香港作為首屈一指的國際金融中心	31
6. 香港作為東亞地區的國際創新及創投中心	43
7. 香港作為國際創意藝術中心	51
8. 香港作為國際專業服務中心	53
9. 珠江三角洲的經濟合作	59
10. 香港在「一帶一路」國家政策上的角色	65
11. 結語	69

關於作者

劉遵義教授

劉遵義教授現為香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授。他自 1966 年起任教於史丹福大學經濟系，1976 年晉升為正教授，1992 年出任該校首任李國鼎經濟發展講座教授，2006 年自史丹福大學退休並出任李國鼎經濟發展榮休講座教授。2004 年至 2010 年間劉教授擔任香港中文大學校長。2010 年至 2014 年劉教授擔任中投國際（香港）有限公司董事長。

劉教授現任中國人民政治協商會議第十二屆全國委員會委員及其經濟委員會副主任。他也是中國國際經濟交流中心副理事長、國際歐亞科學院中國科學中心副主席、中華人民共和國國家統計局顧問、全國港澳研究會理事、中國國家開發銀行國際顧問委員會成員及台北蔣經國國際學術交流基金會董事會成員。

劉教授也是香港特別行政區外匯基金諮詢委員會及其轄下管治委員會主席、貨幣發行委員會及投資委員會之委員，以及團結香港基金副主席與呂志和獎獎項推薦委員會委員及主席。他現任友邦保險控股有限公司、中國海洋石油有限公司、希慎興業有限公司與台灣遠傳電信股份有限公司獨立非執行董事。

水志偉先生

水志偉先生現為團結香港基金高級研究員，專攻經濟分析及發展和創新科技的研究。此前，他曾於不同機構從事不同的研究工作，包括香港金融管理局，以及於政府統計處出任統計師等。水先生擁有香港中文大學數學榮譽學士學位以及經濟哲學碩士學位。

熊艷艷教授

熊艷艷教授分別於 2001 年及 2004 年獲得浙江大學企業管理學士及勞動經濟學碩士學位，並於 2008 年獲香港中文大學頒授經濟學博士學位。2009 至 2011 年間，她先後在香港中文大學及清華大學從事博士後研究工作。2011 年，她在東南大學經濟管理學院出任副教授一職。2014 至 2015 年間，她是哈佛大學及麻省理工學院的訪問學者。

序言

首先，本研究報告作者要感謝董建華先生的支持及鼓勵，並衷心鳴謝張麗玲博士、莊太量教授、何永煊先生、劉麥嘉軒女士、劉松楠先生、廖柏偉教授、孫明春博士及黃元山先生的寶貴意見及建議。惟若報告有任何錯漏，作者承擔全部責任。此外，本報告發表之所有意見僅屬作者個人的立場，並不反映與作者相關的任何組織的立場。

就如第十一章「結語」所述，撰寫「發揮香港潛力 再創經濟奇蹟」的主要目的是要「拋磚引玉」。觀乎目前在內地以致全球經濟體系所發生的種種，均反映香港經濟正面臨轉捩點。香港必須依循着新的方向前行，才能繼續蓬勃發展。本報告就是匯集各種可行方案的目錄和菜單。

「發揮香港潛力 再創經濟奇蹟」是一篇很長的報告，共有 11 個篇章。此序言為讀者指引，讓讀者可以選擇閱讀最感興趣的部份。首三篇章是此報告的背景資料，包括第一章的引言、第二章「全球及中國經濟現況」、以及第三章「香港經濟面臨轉捩點」。若讀者對全球及內地目前的經濟情況已有一定了解，可直接跳入第四章「與紐約及倫敦比較，香港有何優、劣勢呢？」及第五章「香港作為首屈一指的國際金融中心」。這兩篇剖析香港可以如何趕上紐約及倫敦，成為全球領先的國際金融中心。有關建議包括：在香港發展債券市場、泛東亞證券市場、國際資產管理中心、卓越人民幣離岸中心及東亞地區的再保險市場。

第六章「香港作為東亞地區的國際創新及創投中心」探討香港可以如何運籌帷幄，致力成為東亞地區的矽谷及（早期的）納斯達克。第七章「香港作為國際創意藝術中心」及第八章「香港作為國際專業服務中心」研究了香港成為東亞地區的國際服務中心的潛力，當中涵蓋創意藝術、高等教育、醫療保健及法律服務等行業。第九章「珠江三角洲的經濟合作」描述香港作為珠三角都會中的領頭羊，帶領香港以至廣東、深圳及澳門經濟發展的潛力與前景。第十章「香港在『一帶一路』國家政策上的角色」則討論香港可如何把握「一帶一路」國策的契機。



摘要

香港雖缺乏天然資源，但在 1961 至 1980 年，實質本地生產總值由 126 億美元攀升至 637 億美元（按 2015 年價格計算），以每年平均 8.5% 的增長速度，在短短二十年間累積升幅超過四倍，經濟增長速度震撼全球。1980 年，香港躋身發達經濟體的行列，人均本地生產總值達 12,605 美元（按 2015 年價格計算）。而在 1980 至 2015 年間，香港實質本地生產總值年均以 4.6% 的增長速度進一步增長至 3,100 億美元（按 2015 價格計算），增長速度超越同期發達經濟體經濟表現最好的城市。在中國自 1978 年起的經濟改革開放成功的路途上，香港從中亦扮演着不可或缺的角色。然而，隨著過去 38 年中國經濟奇蹟般蓬勃發展，香港經濟卻愈趨依賴內地經濟。到底香港未來的經濟發展前景如何？本報告將會探討多個可行方案及不同的發展策略、比較香港與紐約及倫敦作為全球卓越的國際金融中心的相對優勢及缺點，並探討香港在其他發展方向中可以擔當的角色。總括而言，香港經濟仍存有巨大的發展潛力，關鍵在於看港人能否具備長遠的方針及目標，並採納合適的計劃和策略來一步步創造屬於香港的經濟奇蹟。

1. 리튬

1. 引言

香港雖缺乏天然資源，但在 1961 至 1980 年短短二十年間，實質本地生產總值由 126 億美元攀升至 637 億美元（按 2015 年價格計算），升幅超過四倍，以每年平均增長 8.5% 的增長速度，短短二十年間累積升幅超過四倍，其經濟增長速度震撼全球。而在 1980 至 2015 年間，香港實質本地生產總值每年平均亦以 4.6% 的增長速度進一步增長至 3,100 億美元（按 2015 年價格計算），增長速度是同期發達經濟體地區經濟表現最好的城市¹。不過，近期香港經濟正面臨下行壓力，不僅轉口貿易增長速度正在放緩，零售業銷售額亦不斷下跌，訪港旅客也停止增加。香港最重要的貿易夥伴——內地經濟逐步轉型至以內需市場為主導的「新常態」，同時經濟增長速度自 2013 年開始放慢，而且外商直接投資內地總額（傳統上大部份都會經過香港）的增速放緩。雖然香港前景看似黯淡，但仍能發現到不少亮點：中國對世界各地的直接投資總額明顯增加，而且大部份資金都會先經香港，更重要的是中央提倡的「一帶一路」政策承諾會為香港經濟帶來新機遇。

過去香港經濟每次遇到逆境時，都能展現出適應力、靈活性及承受衝擊的能力。1949 年中華人民共和國成立及 1950 年朝鮮戰爭爆發，西方國家對內地採取禁運政策，導致香港當時經濟命脈的傳統轉口貿易，出現大幅萎縮，但同時間香港人口卻因內地難民的湧入而急速膨脹。由於香港人口激增，政府遂在觀塘及其他地區提供土地興建工廠，香港的輕工業如塑膠花、假髮、針織、紡織品、印染和服裝等便在內地人力資源及資本湧入和政府的支持及鼓勵下迅速發展。1970 年代早期，工人薪酬上升，加上工人短缺，美國又對進口紡織品實施配額限制，對香港輕工業構成重大打擊，不少工廠因此遷移至較低成本的地區，如台灣和其他東南亞經濟體。不過，1978 年內地實施經濟改革開放政策，香港的企業家得到一個重生的機會，紛紛將製造工場搬到內地，而產品的推廣及出口業務仍留在香港，促使香港的轉口貿易再次起飛。1997 年香港回歸中國的過程相當順利，雖然當時西方媒體預測回歸會為香港帶來嚴重不利影響，但從經濟角度來看，回歸仿如沒有事情發生一樣。然而，香港經濟在 1997 至 98 年受到亞洲金融風暴的衝擊，2003 年又受到沙士（SARS）的摧殘，內地推出的「自由行」措施對本港及後經濟仍能逐步重回正軌可謂功不可沒。內地居民的收入及財富持續增長，直接及間接帶動香港的金融、法律、物流港口服務、寫字樓、住宅物業、零售及旅遊業的需求，這種情況在 2008 年環球金融危機後更加明顯。不過，2013 年起，內地開始推動結構性經濟轉型至「新常態」，並推出「一帶一路」政策，故香港經濟亦應作出相應調整，進入屬於香港的「新常態」。過去香港一直能在政府的支持及鼓勵下重新定位，相信今次亦不例外。

本研究報告目的在於指出香港仍存有巨大的經濟發展機遇及尚未發掘的發展潛力去支持經濟進一步增長。香港完全有可能超越其兩大競爭對手 -- 紐約及倫敦，成為全球領先的國際金融中心（尤其當英國根據公投結果正式脫離歐盟，將會削弱倫敦作為國際性金融中心的地位）；香港亦絕對有可能繼續在人民幣離岸市場中擔

1. 法國、日本、英國及美國同期年均實質經濟增長率分別是：1.8%、1.9%、2.3%及2.7%。

當領先的角色；更可以成為國際創新及創投中心（有如東亞的矽谷²）、創意藝術及電影製作的國際中心（有如東方荷里活），以及東亞區的國際教育、醫療保健及法律服務中心，服務覆蓋整個中國內地，以至東亞地區及世界各地。

推動本港經濟向上的動力除了來自估計將於2030年取代美國成為全球最大經濟體的中國外³；受中國「一帶一路」政策支持、將在未來數十年迅速崛起的東盟十國⁴也是另一潛在推動力。中國公佈的「十三五」規劃（2016-2020）報告中，明確表達了中央支持香港繼續發展成為國際金融中心（及領先的人民幣離岸中心），並成為創新、國際法律、仲裁及調解服務中心。報告也支持香港在「一帶一路」及珠三角經濟發展中積極發揮其角色。不過如何把握這些機遇，則需要香港自行研究一個具體可行的策略，達致中港雙贏。

香港實質本地生產總值由1961年的126億美元（按2015年價格計算）攀升至2015年的3,100億美元，年均增長速度達6.1%，為香港經濟寫下傳奇的一頁。與此同時，香港實質人均本地生產總值由1961年的3,974美元上升至1980年的12,605美元，達致發達經濟體的水平⁵。在1980至2015年間，香港實質人均本地生產總值每年平均以3.5%增長至42,430美元，能與大部分發達經濟體媲美。展望未來，香港人必須攜手合作，共同創造另一個經濟奇蹟。

現時香港是全球發達經濟體中，貧富差距最嚴重的地區之一，為了逐步、平穩及和諧地收窄貧富懸殊的距離，經濟必須持續增長。一個經濟緩滯的社會，任何透過重新分配入息，例如：增加薪俸稅和轉移支付，以紓解貧富懸殊的措施，都只是零和遊戲 -- 一個人的收益必然來自另一個人的虧損。反之，在一個持續增長的經濟下，如若能令低收入人士可以分享較大部份由本地生產總值升幅所帶來的經濟效益，長遠上社會入息分配平衡的同時，亦可以令人人受惠。雖然做法偏袒低收入人士，但有助於維持社會和諧。

不過，香港的經濟前景取決於它能否同時擔當作為一個中國城市及國際城市的角色。既服務中國內地，特別是南部地區，又同時於東亞以致全球立足。由於香港的經濟體系小，單靠內需不足以發展經濟，故根本不能奉行任何獨立主義或保護主義。香港必須充分利用其相對優勢，兼顧目前及未來潛在的競爭，再推行可為香港、內地以及東亞地區帶來長線增值的策略。長遠來看，只有互惠互利的共贏政策才是可行兼持久的方案。

2. 本報告所指的東亞地區除包括東盟十國（ASEAN），即汶萊、柬埔寨、印尼、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南外，還加上三個國家，分別是中國（包括香港、澳門及台灣）、日本及南韓。

3. 雖然內地經濟年均增長速度下跌至6.5%，但仍然是全球最快速增長的經濟體之一。值得注意的是，由於經濟規模變大導致基數增加，以絕對值計算，今日6.5%的增長率相等於十年前13%的增長率。

4. 就東盟成員國資料，請參照註釋2。

5. 例如2015年法國、德國、日本、英國及美國的實質人均經濟生產總值（按2015年價格計算）分別為36,248美元、41,219美元、32,477美元、43,734美元及55,759美元。除了美國的數據來自美國經濟分析局（BEA），其餘國家的數據均來自世界銀行的全球發展指標。

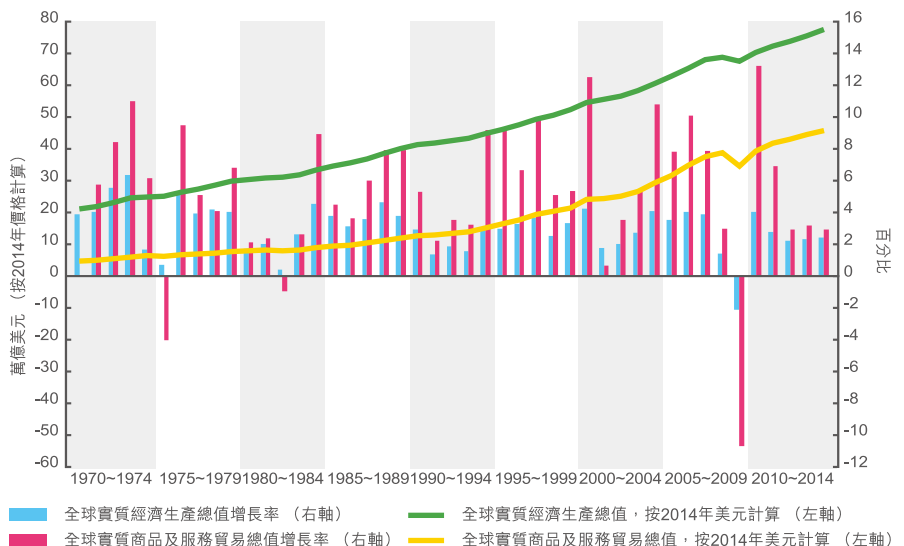
2. 全球及中國經濟現況

2. 全球及中國經濟現況

香港經濟一直與全球及內地經濟環境息息相關。過去 30 年間，全球經濟的重心已逐步從美國及西歐轉移至東亞地區，而東亞區內經濟的重心也由日本轉移到內地。1960 年，東亞地區的經濟生產總值佔全球經濟生產總值約一成。時至今日，有關比例已躍升至約 25%，經濟規模足以與美國及歐元區比併。鑑於北美、歐洲及其他地區（印度除外）的經濟增長相當緩慢，相信未來 5 至 10 年間，東亞地區佔全球經濟生產總值的比重會進一步攀升。東亞地區佔全球進出口及國際貿易的比重由 1960 年的約 10%，升至 2015 年的逾 25%，增速與其經濟生產總值佔全球的比重一致。由於內地及東亞地區（日本除外）的經濟高速增長，帶動區內的供需，東亞各經濟體之間的區內貿易較區外貿易的愈加頻繁。相對於 30 年前，東亞貿易以美國及西歐國家的外貿為主，至現時有約一半為區內貿易，變化可謂翻天覆地。近年東亞各經濟體的相互依存程度大幅上升。而由於東亞地區勢將成為全球僅有經濟高速增長的區域之一，在未來 5 至 10 年區內各國之間的經濟關係將會更趨密切。

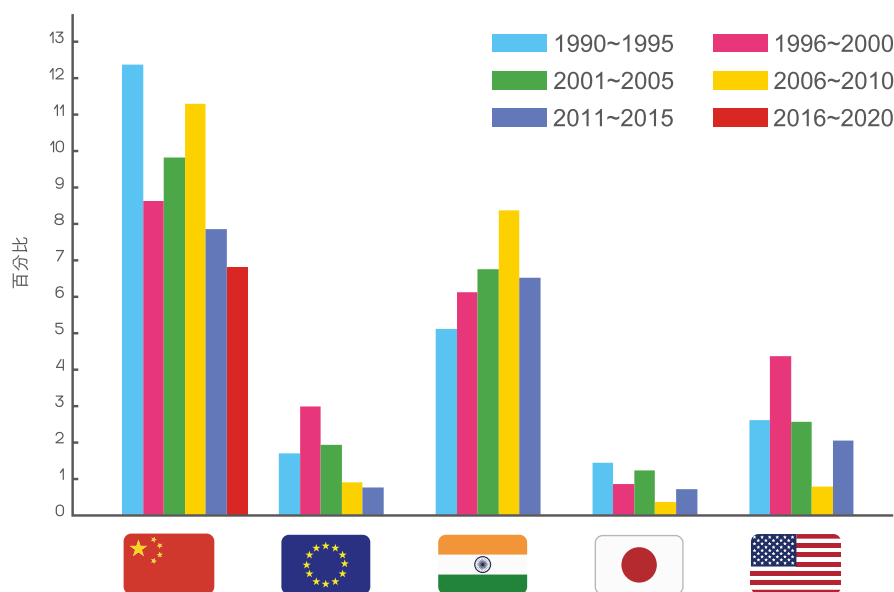
目前全球經濟已不可與十年前同日而語。全球實質經濟生產總值及國際貿易總額增速跌至數十年來最低（見圖 1，綠色及黃色折線圖代表年度總額，而藍色及紅色棒形圖分別代表全球實質經濟生產總值及實質國際貿易總額的增長率）。2012 年以來，全球實質經濟生產總值的增長跌至 3% 以下，國際貿易總額的增長亦只是輕微高於 3%，反映國際貿易再不是帶動全球經濟增長的引擎。再者，過去 25 年間，美國、歐盟及日本等發達經濟體增長放緩，尤其在 2008 年雷曼兄弟破產引發全球金融海嘯之後。相反，以中國內地及印度為首的發展中國家同期卻似乎未受東亞貨幣危機、金融海嘯及歐債危機衝擊，經濟仍增長強勁（見圖 2）。

圖 1：全球實質經濟生產總值、商品及服務貿易總值及其增長率（按 2014 年美元計算）



資料來源：世界銀行

圖 2：部分經濟體自 1990 年來每隔五年的年均增長率



註：由於歐盟、印度及日本的最新經濟生產總值數據為2014年，該經濟體2010-2015年間平均年度增長率被定為與2010-2014年間相同。中國在2016-2020年間的增長率為「十三五」規劃採取的平均經濟增長目標。

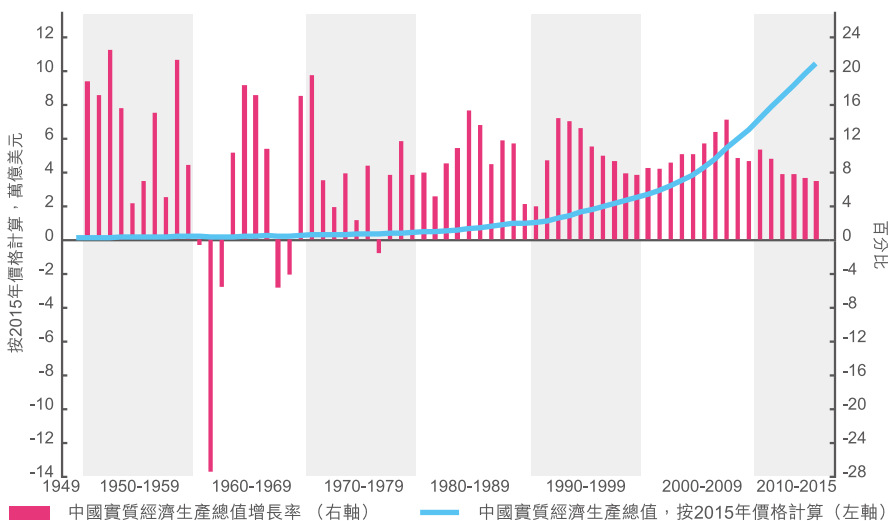
資料來源：中華人民共和國國家統計局，世界銀行，美國經濟分析局

過去十年，發達經濟體的長期實質利率顯著下跌，導致短線資金外流至發展中及新興經濟體，以尋求更高回報。不過，自 2009 年開始的低息時代即將告終，過往全球大部份企業的盈利來自低息利好環境，而它們再不能預期這種環境能夠持續，發展中經濟體將要面臨資本淨流出、利率上調、匯率以及資產價格下跌的局面。

與此同時，內地經濟經過連續 38 年年均增長超過 10% 後，正調整至一個「新常態」。這個「新常態」對於內地經濟又意味着什麼？

首先，實質經濟生產總值的年均增長率將會由接近 10% 減慢至約 6.5%（見圖 3）。2015 年內地經濟增長為 6.9%，雖然是自 1991 年以來經濟增長最慢，但經濟表現亦不俗。根據中國「十三五」規劃（2016-2020），內地經濟年均增長率將會從「十二五」規劃的 7.8%，放緩至 6.5% 以上，人均可支配收入由 7.7% 下跌至 6.5% 以上。單看 2016 年，內地全年實質經濟增長目標定在 6.5% 至 7%。報告強調經濟增長的「質素」，包括著重環境問題（包括環境保育、生態保護、生態修復工程及改善生態環境）、普及教育、醫療養老等一般不會計算入生產總值的項目。

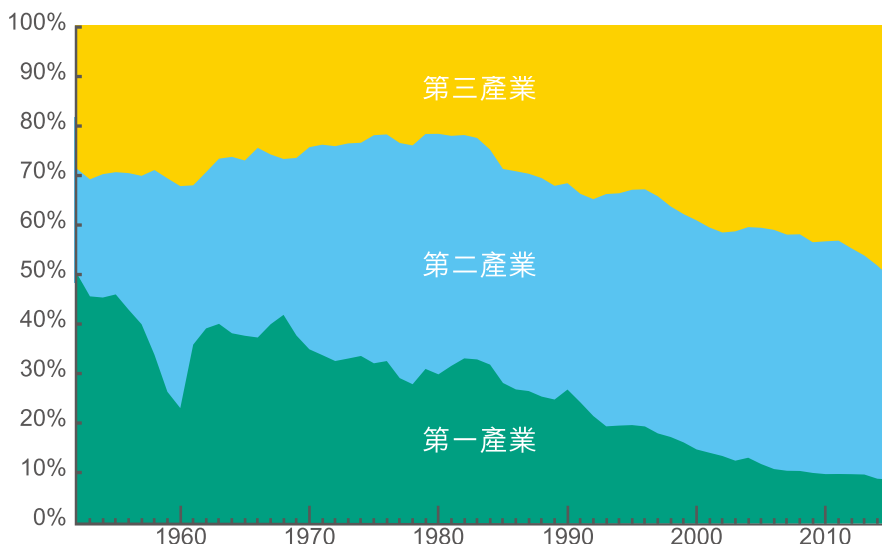
圖 3：內地實質經濟生產總值水平及其年均增長率（按 2015 年價格計算，萬億美元）



資料來源：美國經濟分析局，作者估算

其次，內地經濟生產總值內各產業的組成比率將會經歷轉型（見圖4）。第三產業（又稱服務業）目前已取代由建造業、製造業及採礦業所組成的第二產業（又稱製造業），成為內地經濟生產總值構成的最主要行業，佔2015年內地經濟生產總值50.5%；同期第一產業（又稱農業）佔經濟生產總值降至9.0%。行業轉型令內地對能源（包括電力）及交通基建（包括鐵路運輸）需求下降，固定投資總額亦會相應下跌，它們在生產總值的佔比也會隨之下滑⁶。

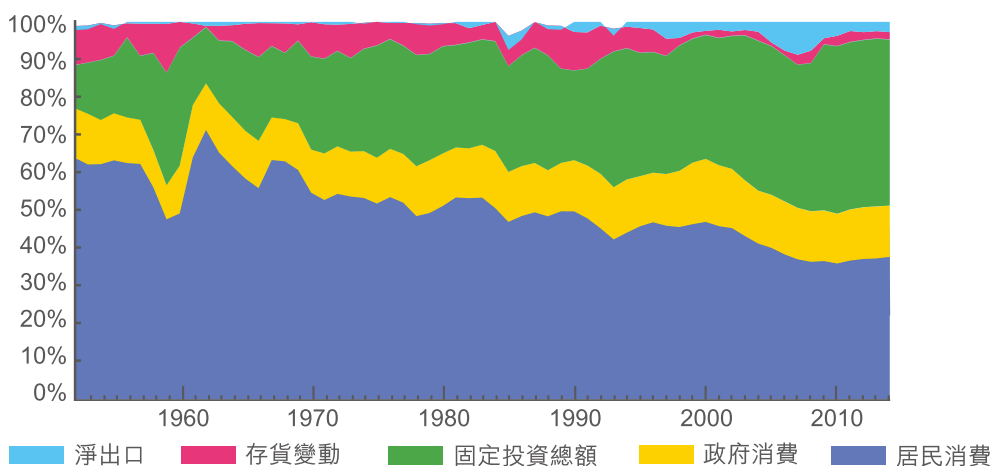
圖4：按生產法計算的中國經濟生產總值內不同產業比重



資料來源：中華人民共和國國家統計局

第三，內地市場總需求的構成亦出現轉型（見圖5）。淨出口、製造業及房地產的固定投資，以及公共基建投資曾是中國內地總需求增長的三大主要來源，但未來淨出口、製造業及房地產投資對內地經濟增長的拉動力將會減弱。由於人民幣升值及本地工資上漲，出口增幅跌至單位數，其中輕工業出口如鞋履、紡織品及玩具跌幅最大，全球生產線也開始遷離內地及香港。另外，「十三五」規劃是在過去多個五年計劃中，第一次沒有明確提及國際貿易增長的量化指標。今次規劃的目標在於達至國際貿易收支平衡。當世界油價及其他天然資源價格下跌的影響被市場完全反映後，中國出口貨值的增長將預期減慢甚至橫行，貿易順差亦很大機會將會下跌。事實上，即使內地商品及服務貿易總值維持於4.67萬億美元，但內地商品貿易總值仍然由2014年的4.15萬億美元下跌至2015年的3.72萬億美元，跌幅為10.4%（見圖6）。規劃中也提及繼續有序實現人民幣自由兌換，但未有提到具體日期。

圖5：中國經濟生產總值開支組成部份比重



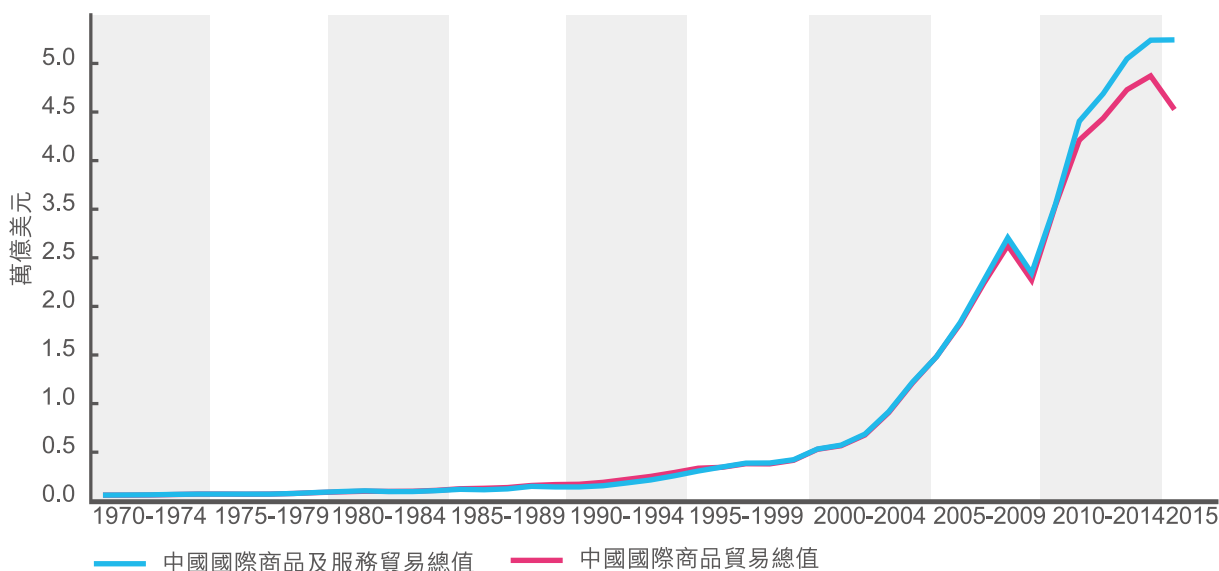
資料來源：中國數據在綫

6. 這也是為何「克強指數」並不能準確預測近年中國實質經濟生產總值的走勢。「克強指數」是以中國國務院總理李克強命名的衡量經濟發展狀況的指標，由耗電量、鐵路貨運量和信貸規模三個指標的比重平均值組成。

在「新常態」下，內地經濟增長將主要由內部需求帶動。固定投資總額比重雖仍佔內部總需求中最大部分，但比重會逐漸減少。然而，由於幾乎所有工業（如：煤炭、鋼鐵、水泥、平板玻璃、鋁、造船、太陽能板等）都產能過剩。加上內地除北京、上海、廣州及深圳等一線城市以外地區過度興建住宅物業，工業或住宅房地產的固定投資總額將會萎縮，因此固定投資總額中的其他組成部份將要增加以填補萎縮的部份。固定投資總額將繼續是經濟增長的重要一環，但將側重於公共基建投資⁷及公共項目投資⁸。政府及居民消費比重會繼續增長，成為內部總需求的主要來源⁹，特別是與環境保護相關的公共服務消費。服務消費在總消費的比重也會增加。雖然實質居民消費增幅是實質經濟生產總值增幅的 1.5 倍，但仍然需要一段時間居民消費才能由佔生產總值逾 40%，增至與最發達經濟體相若的 60% 至 70% 水平。

第四，經濟增長火車頭會由有形投入（包括有形資本 -- 建築、設備及基建，及勞動力），逐漸變成技術進步（又稱「全要素生產率」(TFP) 增長）。技術進步主要由無形投入如人才及研發投入帶動。根據 Lau (2015) 的分析，中國自 1978 年經濟增長的主要推動力有四方面：（一）1978 年前計劃經濟下潛藏的經濟實力得以釋放（12%）；（二）有形資本（56%）及勞動力（10%）增長；（三）科技進步（又稱「全要素生產率」增長）（8%）；以及（四）經濟規模（14%）¹⁰（見圖 7）。自 1978 年，有形投入（即資本及勞動力）的增長佔中國經濟增長的三分之二，技術進步只佔 8%，但隨着對人才及研發方面的資本投入迅速增長，加上中央政府大力推動創新，技術進步將會在經濟增長上扮演更重要的角色。

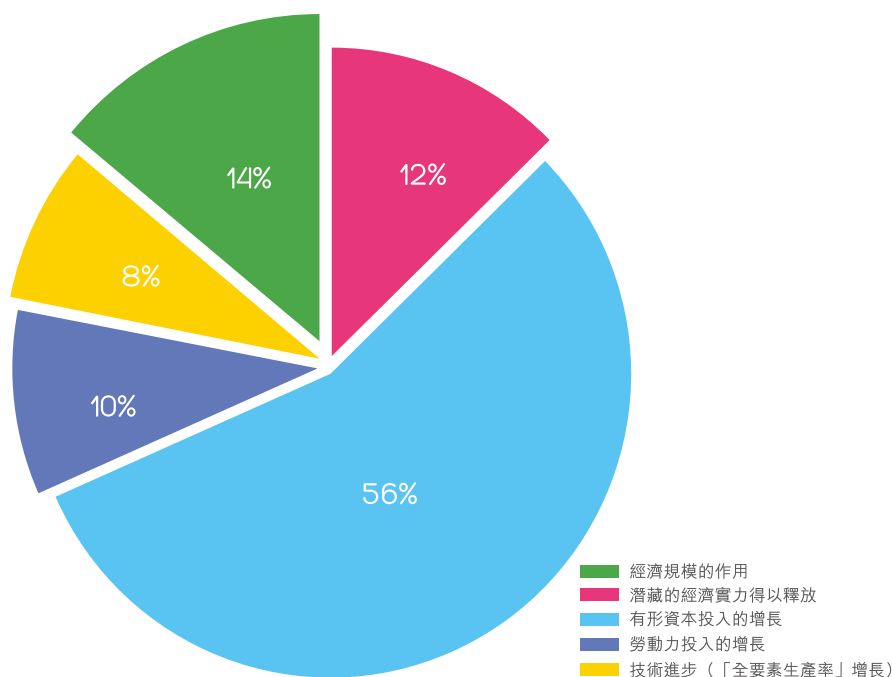
圖 6：內地跨境商品及服務貿易總值與商品貿易總值，以萬億美元計算



資料來源：中華人民共和國國家統計局，國家外匯管理局

7. 例如高鐵、大型公共運輸系統及其他公共設施，當中包括公共無線上網設施、公共房屋、清潔能源甚至在長江以南城市興建冬天用的大型住宅暖氣系統及鄉村地區的高速寬帶接入建設。
8. 例如教育、醫療、養老，及維持潔淨空氣、水及泥土等環境保護、保存及恢復。
9. 2015 年度，政府及居民消費共佔內地經濟生產總值逾 60%。
10. 有部份經濟師認為全要素生產率 (TFP) 佔內地近年實質經濟增長總值過半，但只要考慮到工業產能過剩及房地產過度發展，就知道是不可能的。

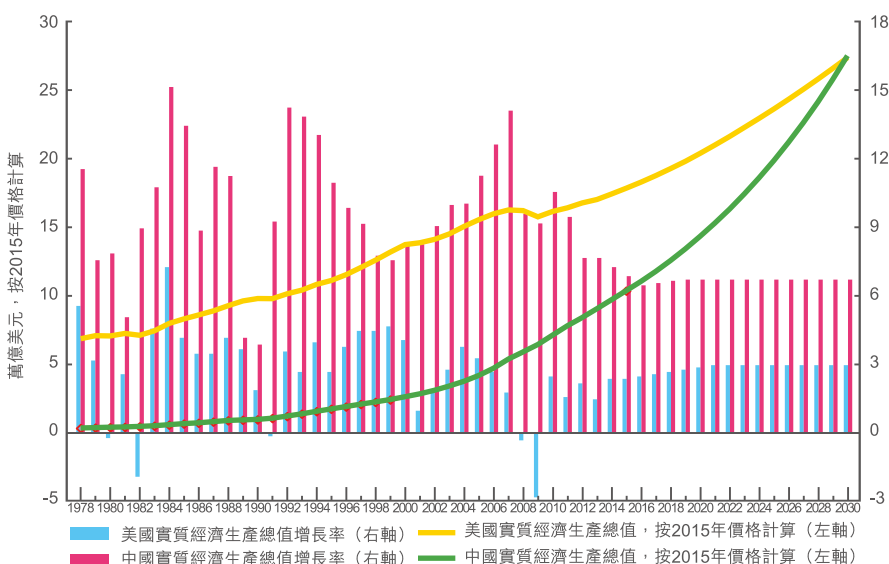
圖 7：中國自 1978 年以來經濟增長的推動力



資料來源：Lawrence J. Lau (2015), "The Sources of Chinese Economic Growth Since 1978," Paper presented at the Conference, "A Just Society: Honoring Joseph Stiglitz", The Columbia Business School, Columbia University, New York, 16-17 October 2015

即使內地經濟實質年均增長放緩至 6.5%，仍然是全球經濟發展最高速的經濟體之一，同時內地經濟生產總值預期在 2030 年趕上美國（見圖 8）¹¹。與內地比較，香港實質本地生產總值增長也由 2013 年的 3.1%，下跌到 2014 年的 2.5% 及 2015 年的 2.4%。香港特區政府預計 2016 年經濟增長介乎 1% 至 2%¹²。在可見的將來，內地經濟增長率將會超過本港的三倍。

圖 8：中國及美國實際的及估計的實質經濟生產總值及其增長率（按 2015 年萬億美元計算）



資料來源：美國經濟分析局，作者估算

11. 以上中國及美國的實質經濟生產總值預測是假定兩國在 2015 年至 2030 年間，年均經濟實質增長分別為 6.5% 至 7% 及 2.5% 至 3%。中國實質經濟生產總值將以 14 年左右的時間超越美國。大約在 2030 年，中國與美國的實質經濟生產總值都會多於 27.5 萬億美元（按 2015 年價格計算），兩者分別較 2015 年多出超過 2.5 倍及 1.5 倍。

12. 香港實質本地生產總值表現應比政府預測為佳，因為特區政府預測一般偏保守。

3. 香港經濟面臨轉捩點

3. 香港經濟面臨轉捩點

眾所周知，香港缺乏天然資源，而地理位置一直是香港其中一項最重要的優勢。1949年之前，香港作為內地的轉口港，尤其處理中國南部地區的轉口貿易，因此轉口貿易是當時香港的主要經濟活動，相反只有少量工業發展。此外，當時香港的繁榮程度遠不及上海。但1950年後，香港經濟不能再依賴與內地相關的轉口貿易。因此自1950年代中期，香港開始發展輕工業，專注生產塑膠花、假髮、玩具、紡織品、電子等產品，其後，香港積極開發住屋用地及重建房屋以滿足當時急速增加的住屋需求。有賴於輕工業和房地產業的發展，香港蛻變成為一個富裕的城市。同時，1958年大躍進及1966至1976年文化大革命困擾內地政府近20年，窒礙當地的經濟發展，卻為香港的發展及成長帶來機遇¹³。當內地在1978年開始改革開放，香港是當時內地與外商進行貿易或外商對內地直接投資的唯一窗口¹⁴。香港企業及企業家是第一批進入內地的投資者，尤其是在廣東及深圳。內地改革開放為香港輕工業帶來新機遇，龐大的勞動力及低廉的土地吸引香港廠商紛紛北上。而香港廠商亦成為外國與內地的橋樑，利用香港通訊、金融及交通基建網絡，促進內地進出口，以及協助內地引入外資。1978年內地改革開放後數十年的經濟成果很大程度有賴於香港的貢獻。倘若沒有香港的參與，深圳經濟特區的建設及東莞的輕工業發展都不能如此成功。另一方面，香港亦受惠於內地經濟起飛的成果。

1980年香港本地生產總值規模相當於內地經濟的七分之一，但隨著內地經濟崛起，2015年香港生產總值跌至內地經濟的不足3%（3,100億美元對10.4萬億美元，按2015年價格計算）。在1980年，香港人均生產總值超過內地的30倍；到2015年，香港人均生產總值雖然仍然領先，但卻只有內地的5.6倍（42,430美元對7,584美元）。即使以2003年計，資產總值超過十億美元的內地富豪估計有十名，而香港則有不到三十名。截至2013年，內地有超過600名十億美元富豪，而美國只有大約500名。雖然內地收入不均的情況亦同時擴大，但是其經濟增長強勁這一點是明確的。

今天，香港與內地經濟關係緊密，香港經濟發展亦依賴內地。內地一直堅定不移地支持香港經濟發展，使香港能夠安然過渡1997-1998年的亞洲金融風暴、2003年沙士疫症、2007-2009年環球金融危機及隨後的歐債危機。內地又對港人的經濟福祉照顧有加，由賣東江水、延遲興建上海迪士尼及押後推出上海證券交易所國際板、開放「自由行」、在港成立第一個人民幣離岸中心，到近期推出的滬港通及即將推行的深港通。香港因是中國的一部分而在經濟上大有得益，但香港卻不需要向中央繳稅，甚至不用負擔解放軍駐港部隊費用，不同於香港在1997年回歸之前要支付殖民地政府的防衛費用。

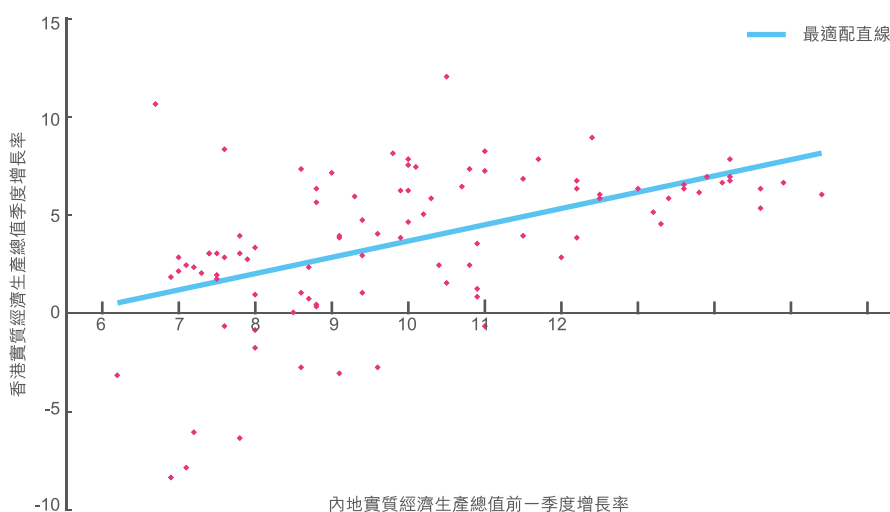
香港及內地經濟唇齒相依。■ 9 把香港季度實質經濟增長的表現與內地前

13. 除了1966至1967年這段時間香港亦同樣受內地文化革命影響。

14. 在內地經濟改革初期，上海由於在1992年之前曾一度被中央政府禁止發展，影響力早已大不如前。

一季實質經濟增長的表現比較，偏差雖然頗大，但當內地前一季的實質經濟增長越高，香港當季的實質經濟增長也會越高，兩者成正比關係。而圖 9 的藍色直線為香港季度增長與內地前季增長的最適配直線（最小平方方法）。

圖 9：香港實質經濟生產總值季度增長率與內地實質經濟生產總值前一季增長率對比，1992-2015



至少在未來五至十年，內地經濟仍預料年均增長約 6.5%。根據圖 9 中藍色趨勢線的預測，如在經濟政策維持不變的情況下，香港本地經濟年均增長預期不會超過 1%。為提振經濟，因此香港必須探索其他新的發展方向，令其總需求趨向多元化。

自上海於 90 年代初經濟起飛以來，香港已不再是內地經濟的唯一門戶。現時海外投資者可以直接投資內地，毋須再經過香港。隨着內地經濟進一步轉向至龐大的內需市場，內地進出口的增長將會放緩，與此同時越來越多內地對外國貿易的港口裝卸活動會由香港港口遷移到內地港口，香港必須突破被動的角色，為自身創造更多的實質價值。

「十三五」規劃港澳專章（第五十四章）提到，中央政府重申會全力支持香港及澳門政府發展經濟、改善民生、推進民主及促進社會和諧。規劃具體表明支持香港：第一，鞏固及提升國際金融、運輸及商貿中心的地位；第二，發展及培育創新科技；第三，成為國際法律、仲裁及調解服務中心。規劃也提到中央政府會繼續支持香港擔當全球離岸人民幣業務樞紐及國際資產管理中心，推動金融、商貿、物流及其他專業服務等高端、高增值業務的發展。規劃文件還提及兩個重點：「一帶一路」及珠三角地區¹⁵發展。不過，專章中並沒再談到來港內地旅客。

「十三五」規劃對香港有何啟示？本地生產總值及國際貿易額增長放緩，顯示出內地對香港的產品及服務如航運、運輸、物流、零售及旅遊、資產（包括股票及房地產）等的需求下降。內地有機會下調關稅及放寬對進口的限制，再加上人民幣邁向全面自由開放，都進一步令香港失去對內地的兩大相對優勢，零進口關稅及港幣的自由流通及兌換性（即不會限制資金進出香港）。

人民幣很有可能在未來五至十年間實現完全自由開放的貨幣¹⁶，雖然港幣在基本法下仍然是香港的唯一法定貨幣，人民幣將會在香港居民，甚至其他地方居

15. 這覆蓋珠三角經濟區、大珠三角地區（包括廣州、深圳、香港和澳門，及四個城市之間的地區），以及泛珠三角地區（包括福建、江西、湖南、廣東、廣西、海南、四川、貴州和雲南九個省份，再加上香港及澳門）。2015年，泛珠三角地區經濟生產總值合共3.74萬億美元，總人口4.9億。

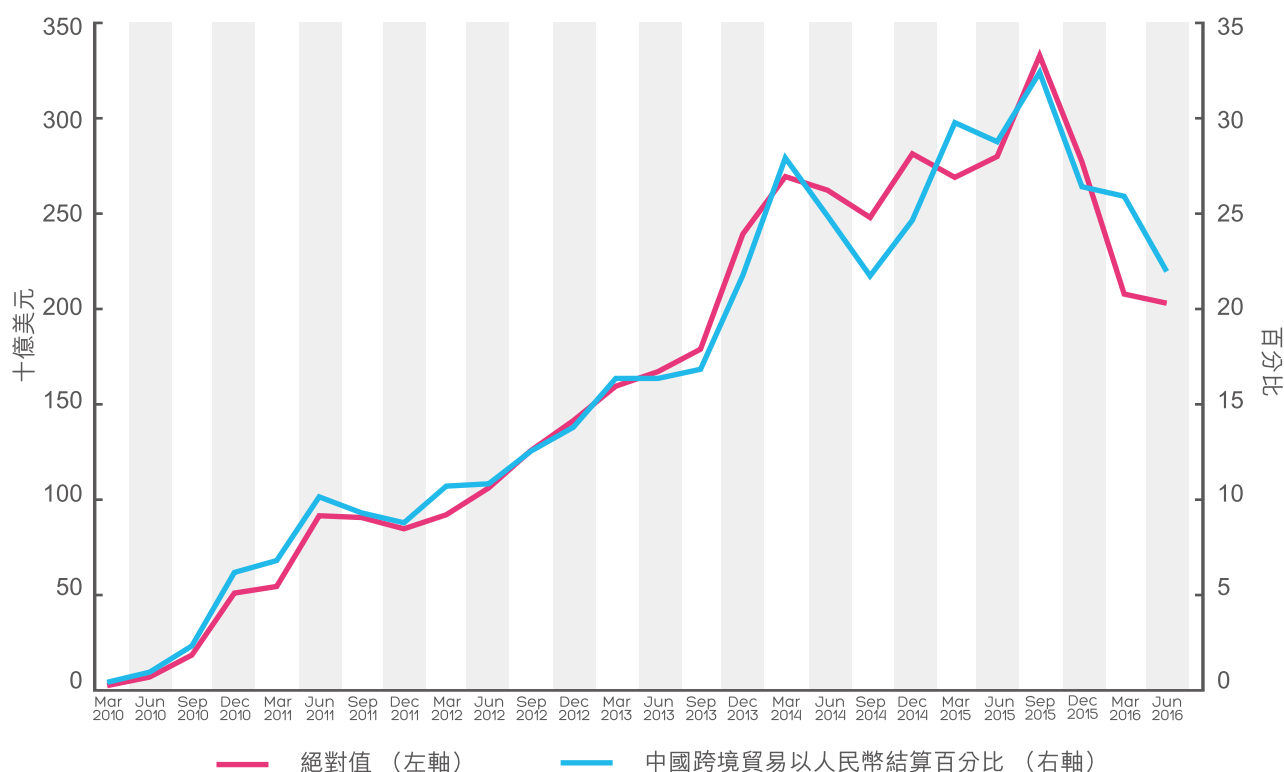
16. 在未來五至十年內，人民幣資本帳將會實現完全自由兌換（儘管短期仍有可能對資金流出及流入維持一定程度的管制）。

民的貨幣交易及保值中擔當重要的角色¹⁷。雖然如此，但人民幣進一步國際化，最終成為可自由開放的流通貨幣，將會為香港帶來龐大機遇。香港不單是人民幣清算及結算交易中心，還可以成為人民幣融資的國際樞紐。所以更重要的是香港能否有效地處理內地與國際間的人民幣交易，以及當中人民幣的清算和結算安排。

但是當人民幣可完全自由開放，將大大削弱內地企業在本港上市的理由，國際投資者也不必透過港交所買入內地股票，特別是現時大多數內地公司在內地擴張業務時，會選擇持有人民幣而非外匯¹⁸。截至2016年七月底，內地官方外匯儲備超過3.2萬億美元，年度出口商品及服務貿易順差估計達4,500億美元，因此內地對外匯淨流入並無強烈需求。另外，越來越多內地跨境貿易以人民幣進行支付。對比2010年初的0%，現時已激增至接近四分之一（2015年第二季為22%，或以年率計總額多於8,000億美元）的內地跨境貿易是以人民幣支付¹⁹（見圖10）。2015年經香港銀行進行的人民幣結算總額達6.63萬億元人民幣，相等於1萬億美元，較2014年的6.26萬億元人民幣上升9%。

綜合以上因素，即使內地對外直接投資額上升，中國使用外匯進行交易的需求也會隨時間逐漸遞減²⁰。故此，港交所必需作出相應調整，研究容許以人民幣及其他外匯如美元進行集資及交易，以方便環球債券及股票發行人及國際投資者。同時，要加大力度擴大業務至內地及香港以外市場，例如吸引東盟企業及以內地業務為主的跨國企業在香港以港元、美元或人民幣進行集資及發債。

圖 10：人民幣結算的中國跨境貿易（十億美元，百分比）



資料來源：CEIC

17. 正如今天澳幣在澳門被港元與人民幣大比數取代。

18. 除了當內地企業打算直接投資外地。但即使這樣，在外地直接使用當地貨幣進行融資是更好的選擇。

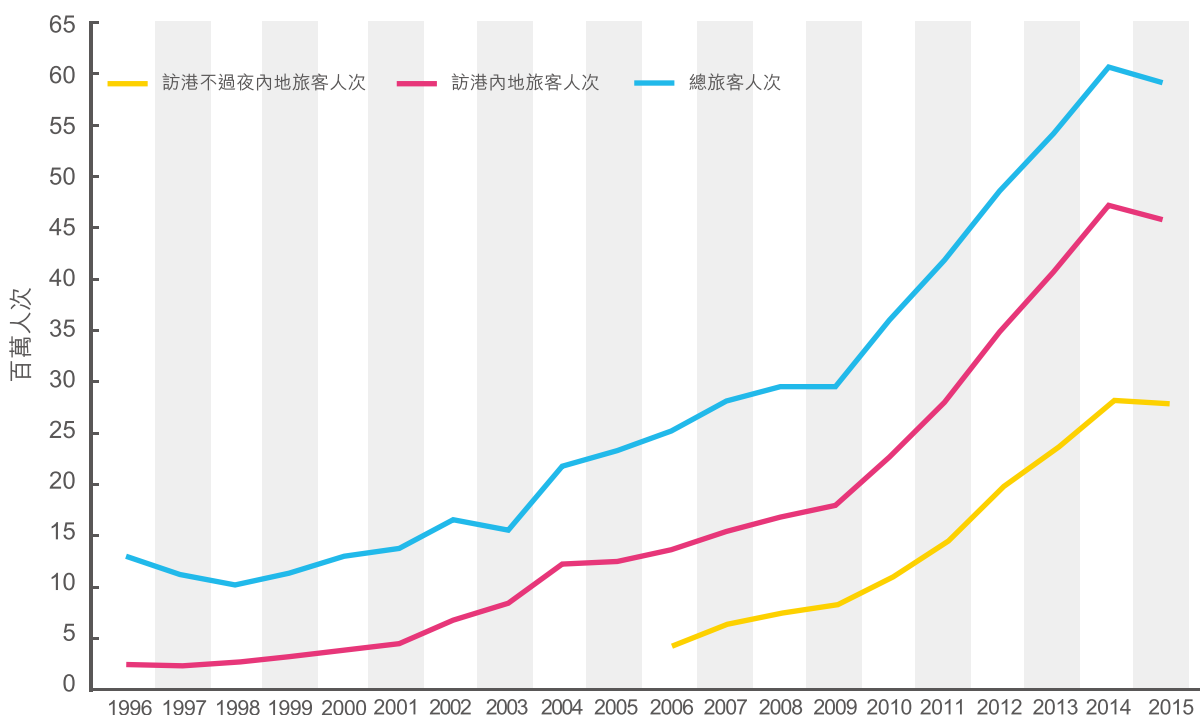
19. 事實上，中國跨境貿易人民幣結算的比例在2015年第三季已經達到32.4%，若非因為2015年8月人民幣突然貶值4%以及人民幣的匯率浮動，有關比例將會更大。有見最近人民幣匯率回復平穩，中國跨境貿易人民幣結算比例將會恢復增長。

20. 2015年度，外商直接投資內地總額為1,263億美元；內地海外直接投資總額為1,180億美元。2016上半年外商直接投資內地總額為694.2億美元，內地非金融類對外直接投資總額為888.6億美元，估計全年內地對外直接投資淨額會少於400億美元。

中國加入世貿，加上持續減少關稅及放寬對進口產品的限制，可以預期香港作為自由貿易港口/ 低關稅的優勢將會被削弱。香港需要對此做好準備，不能再單靠作為內地與國際貿易的窗口以帶動經濟，還需要發展其他經濟活動。與此同時，由於美元（乃至港元）強勢，以及內地減免關稅、稅制改革使進口產品在內地越見普及²¹，加上內地旅客選擇到東亞、歐洲及美國旅遊²²等因素，香港作為一個購物中心對內地及其他地方遊客來說會漸漸失去吸引力。

旅遊業是香港經濟的重要支柱，為娛樂、酒店、餐飲、零售及交通業製造了大量低技術且不可遷移的職位²³，這亦是香港失業率能維持在低水平的主因。內地是香港最重要的旅客來源，2002 年全年訪港內地旅客總人次為 683 萬。2003 年，香港因沙士導致經濟蕭條，當時內地應特區政府要求，推出「自由行」政策，其後更多次放寬其額度。全年訪港內地過夜旅客及不過夜旅客總人次自此大幅上升至 2006 年的 1,360 萬。而在 2009 年，香港再一次受環球金融海嘯拖累，內地再在特區政府要求下，加大自由行額度。2014 年全年訪港內地旅客人次達至高峰的 4,725 萬人次，其中不過夜旅客所佔比例由 2006 年的 31% 上升至 2015 年的超過 60%。不過自 2013 年 11 月起內地大力打貪，官員不可送禮或收受禮物，為香港高級奢侈品的零售業帶來巨大的負面衝擊。近日內地訪港旅客亦感到不受歡迎和不安全，加上美元及港元相對歐元、日圓及其他貨幣強勢的情況下，更能吸引內地遊客到訪其他地方，造成訪港內地旅客人次下跌（見圖 11）。在 2016 年首六個月，內地訪港旅客數目按年減少 11%，香港與旅客相關的零售銷售額亦相繼開始下跌，導致大量零售商鋪結業及鋪租下降。2016 年內地旅客人均消費也下跌 7% 至 8,100 港元²⁴。

圖 11：1996 年起訪港旅客及訪港內地旅客人次



資料來源：香港旅遊發展局

21. 香港高昂的租金及薪酬更不在話下。

22. 例如中國旅客可以免簽證進入大部份東亞國家。《申根公約》(Schengen Agreement) 便利中國旅客到訪歐盟成員國。中國旅客如果持有美國 10 年有效期簽證亦方便他們到訪美國。

23. 在全球一體化及即時通訊普及的時代，任何可以遷移到低工資地區的工作已經或者將會被移走。

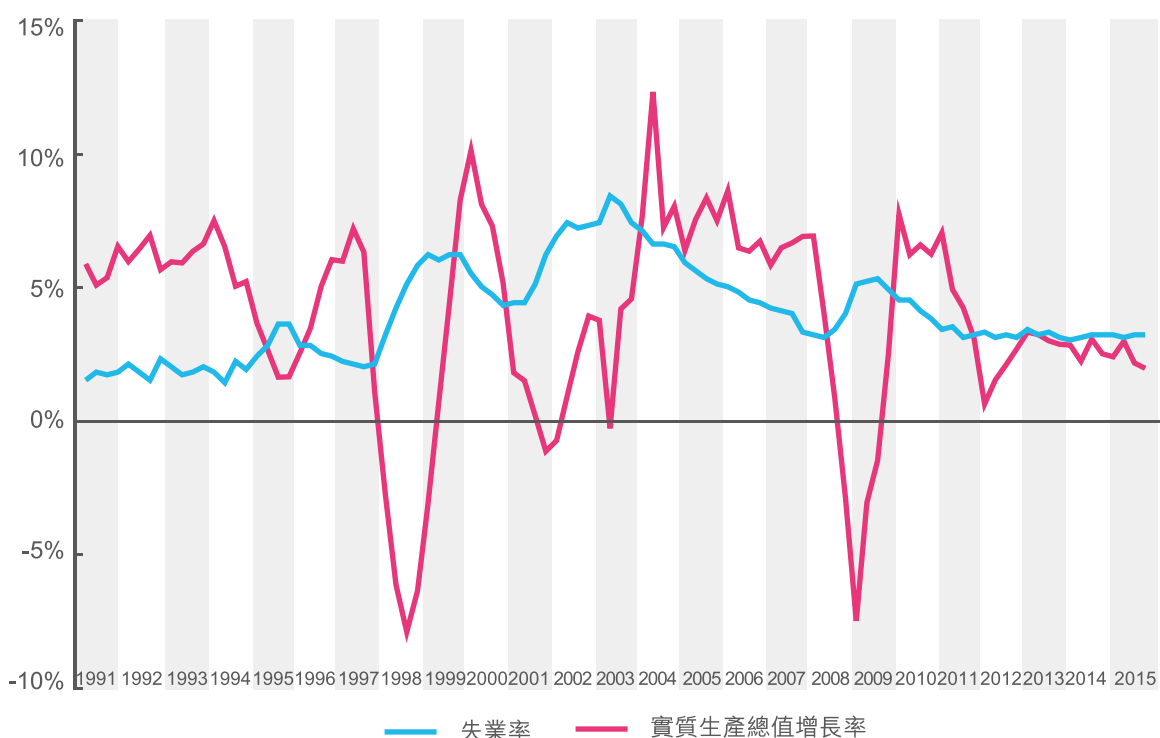
24. 《國際版紐約時報》，2016 年 5 月 4 日。

今日，香港最重要的相對優勢是人才。但人才，與資本一樣，若不增值就必面臨貶值。再者，值得留意的並不是香港現有的人才數目，而是需要與現時及潛在的競爭對手比較人才的多寡。隨着內地經濟進一步開放，大專學府不斷進步，英語（至少在大城市）越來越普及，內地將會趕上香港在人才上的相對優勢。除此之外，在全球一體化的年代，所有可以遷移到更低成本地區的職位都會被遷移。因此香港必需嘗試尋找自己獨有的特色，形成區域壟斷，以及推廣如旅遊等的行業，創造一些「不能遷移」的本土職位。

內地勞工成本上漲，人民幣升值，導致內地進出口增長放緩。內地經濟進一步轉型至依靠其自身的龐大內需市場，尤見於服務業。加上全球經濟增長呆滯，以上種種因素令內地經濟增速放緩。香港經濟亦開始受內地經濟的「新常態」影響，不但實質經濟生產總值增長率開始下降，失業率亦預期會由目前自1997年以來的低位開始上升（見圖12）。內地輕工業出口增長減慢，也對投資內地的香港人構成衝擊，特別是位於廣東東莞的廠商。這亦影響到香港作為轉口港的貨運量。種種跡象都證明香港不能因循守舊，要在瞬息幻變的全球及內地經濟環境中尋找自己的新角色。

展望未來，香港需要重新出發。香港經濟需要新措施、新策略。要制定策略及落實政策，需要一個有效率且有民意基礎的政府，爭取民眾認同，以動員實行政策。這需要行政與立法機關緊密合作。未來如何，還看香港人能否凝聚共識，落實改革計劃及策略。

圖12：香港失業率及實質生產總值的季度增長率





4. 與紐約及倫敦比較, 香港有何優、劣勢呢?

4. 與紐約及倫敦比較，香港有何優、劣勢呢？

香港具備成為東亞地區甚至是全球領先金融中心的潛力²⁵。地理上，香港位置十分優越，既面向中國內地，亦是中國內地與東盟地區的中轉站。中國內地總人口達 13.7 億，經濟生產總值達 10.4 萬億美元，再加上居民收入、消費及財富高速增长，中國內地可以提供一個龐大的市場及可觀的儲蓄來源。而東盟地區本身亦是一個十分龐大的市場，該區總人口達 6.3 億，經濟生產總值為 2.44 萬億美元，居民收入以及資本投資和消費需求都不斷增加。大中華及東盟地區的人口合共 20.3 億，經濟生產總值合共 14.2 萬億美元。香港可以而且應該善用其優勢去捉緊機遇，積極服務區內經濟體。

每當提及國際金融中心，必定依次地提及紐約、倫敦及香港三地。這三個城市有何共通之處呢？

第一，三地都有其獨特的時區、地理和歷史優勢。紐約是北美洲（及南美洲）時區的金融中心，倫敦是歐洲時區的金融中心²⁶，而香港是東亞時區的金融中心。香港時間比倫敦快八小時，倫敦時間比紐約快五小時，而紐約時間則比香港慢十三小時。由於三地於一天內不同時段服務不同地區的客戶，因而它們是互為補充，而不是相互競爭。

紐約以美國為經濟腹地，一直以來享有服務世界最大經濟體的優勢。同時，紐約坐擁世界最大的資本市場。華爾街是大多數現代創新金融產品（不論好壞）的發源地。相反，倫敦已非舊日大英帝國的政治、經濟和金融中心，沒有一個明顯的經濟腹地。可是，基於英國貨幣（英鎊）作為第二次世界大戰後兩個主要國際儲備貨幣之一（另一貨幣為美元）的歷史因素，以及英國與其前殖民地包括澳洲、加拿大、印度、新西蘭、南非和香港等地區的密切政治、經濟和文化聯繫下，倫敦仍然享有優勢。此外，倫敦貨幣交易監管較紐約寬鬆，有助倫敦成為歐洲美元交易中心。語言方面，英語作為現今商業世界通用的語言，亦令倫敦比其他歐洲城市享有更大的優勢。作為保險業的發源地，亦為倫敦發展成金融中心帶來一定優勢。勞合社（Lloyd's）於十八世紀成立後，倫敦財產保險業務至今仍然發展蓬勃，領先全球。倫敦憑藉其地理優勢及殖民歷史，不單一直是英國的金融中心，更服務歐盟、其他歐洲國家、以至亞、非各國。但是，以上種種成就並不是基於英國現時的經濟或金融實力²⁷。在英國預期會退出歐盟的情況下，倫敦作為歐洲國際金融中心的地位有機會被嚴重削弱。當英國不再是歐盟或歐元區的成員國，倫敦將難與法蘭克福和巴黎在歐盟成員國的金融業務上競爭。

香港作為自成一隅的城市，相對倫敦享有更少的腹地。可是，自香港主權

25. 雖然東京擁有金融資源，但基於不同原因，東京似乎無意成為一個服務其他經濟體系的國際金融中心。

26. 但是隨着英國公投通過脫歐，市場預期英國將會脫離歐盟。倫敦能否繼續保持其歐洲時區內國際金融中心的領先地位暫時仍屬未知之數。法蘭克福及巴黎很有可能隨後趕上並取代倫敦作為歐盟國際金融中心的地位。

27. 假如倫敦今天要從頭開始發展成一個國際金融中心，相信難以成功。

在 1997 年由英國移交予中國後，在「一國兩制」下，近年經濟急速發展中國內地作為全球第二大的經濟體，有潛力成為香港的經濟和金融腹地。事實上，內地經濟有望於 2030 年，即 14 年間，追上美國的經濟生產總值。不過，若香港要成為中國唯一或主要的國際金融中心，香港與上海的競爭是無可避免。但與香港相比，上海地理位置更貼近中國的中心，與中央政府的連繫亦更緊密²⁸。然而，香港更適合服務中國南部。除了因為香港的地理優勢，亦由於香港有不少人來自中國南部城市，包括大珠江三角洲地區、潮汕地區，以及福建省。廣東省（包括深圳）連同香港及澳門的人口合共 1.15 億人，比起德國的總人口（8 千 3 百萬²⁹）為多，只比日本總人口（1.27 億³⁰）少一成。此外，香港能滿足東盟經濟體的國際金融需要。東盟地區的海外華僑和其他居民一向視香港為財富避風港³¹，香港可以善用箇中的網絡連繫成為東盟地區的國際金融中心。因此定位上，上海可以集中內地業務，而香港則可以服務整個東亞以及世界其餘各地，使香港和上海適當地分工。這同時讓香港可以分散在經濟層面上倚賴內地的風險，邁向更多元化的經濟發展。無可否認，香港仍需面對新加坡的競爭。新加坡比香港更具地利及政治優勢，更靠近其他東盟經濟體。不過，雙方最終的競爭結果將會由兩地的相對效率、流通性和定價決定，而這進一步取決於兩個國際金融中心的商業規模和交易量。

第二，紐約、倫敦、香港這三個城市都奉行普通法，致力尊重、維護及實踐法治精神。三地法院均以廉潔、有效率、公平和具透明度見稱。三地政府都奉行自由貿易政策，實施低關稅及減少貿易限制³²。三地都沒有資本管制，所有主要貨幣在三地均有活躍的交易市場，外幣買賣與本地貨幣買賣同樣便利。

第三，三地都是主要的通訊和交通樞紐³³。三地均可連接世界每個角落，更能透過互聯網或其他傳統方法獲得即時且不受限制的資訊，是國際金融機構及跨國公司的全球或區域業務總部的優良選址地點。香港既是希望打進龐大內地市場的跨國企業的理想基地，也是中國內地國營和民營企業走向世界的理想據點。

第四，三地都有高教育水平的勞工及大量經驗豐富的專業人才，能提供一流的會計、銀行、法律等專業服務³⁴。再者，三地均有頂級高等學院，能培訓所需的專業和技術人才³⁵。

第五，三地都是國際大都會和理想的居住地方。三地都有完善的配套設施（如港口和公園）、相對潔淨的環境、便捷的交通、多元化的文化設施（如畫廊、博物館和表演藝術中心）、優良的教育和醫療系統、享譽的食肆和一流的購物設施。此外，三地罪案率低，英語通行。因此，三地均適合金融和高科技界別的專才在此定居。

第六，三地都不是各自所屬地區的政治中心。美國的政治中心是華盛頓而非紐約。倫敦固然是英國的首都，可是倫敦並非歐洲的政治中心，再者最近英國已公投決定離開歐盟。今天歐洲的政治中心可算是德國柏林（或是比利時布魯塞爾）³⁶。

28. 上海亦大概被認為能更可靠地作出符合中國利益的決策。

29. 德國聯邦統計局。

30. 日本統計局。

31. 尤其是在五、六十年代。

32. 雖然這可能在未來有所改變。

33. 可是，自英國脫歐之後，倫敦與歐盟經濟體的連繫將變得有限。

34. 英國脫歐後，或許會對非英國籍但於英國工作的人士有一定影響。

35. 就人力資本而論，香港可能稍微處於劣勢（見圖15）。

36. 法蘭克福同樣不是德國的政治中心，最有機會在英國脫歐後取代倫敦成為歐洲時區國際金融中心。

而現今中國的政治中心是北京。香港在可見的將來都不會成為任何地區的政治中心。作為非政治中心對一個城市來說其實是一種優勢，這樣可以令該城市專注其經濟及金融發展。這是其中一個因素令紐約比華盛頓更繁盛，倫敦比柏林更繁盛，香港和上海都比北京繁盛。

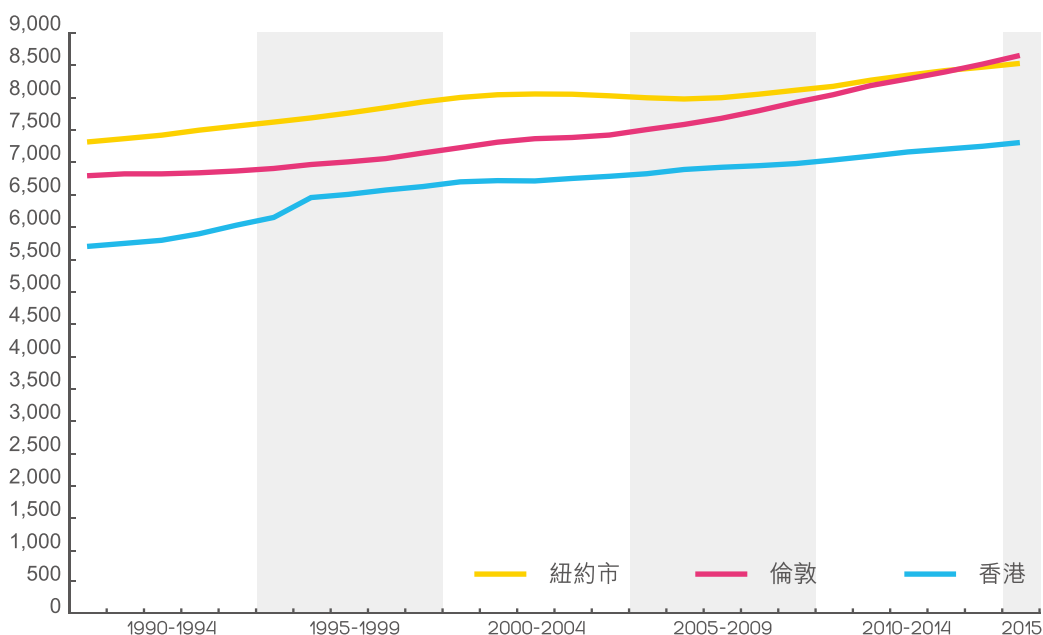
第七，紐約、倫敦以至近日的香港都經歷過製造業及服務業職位外遷的情況。然而，紐約及倫敦均能透過持續創建及維持金融業的核心競爭力來保持強勢。同樣地，香港都能夠尋找並專注於其核心競爭力，使經濟發展再創新高。

可是，三地均需面對騰貴的商業和住宅租金此缺點。這意味企業於香港的經營成本相對高昂，不論是寫字樓租金，或是流動性高的高級管理層和專業技術人員的薪金（包括住宿津貼），均所費不菲。

下面我們不妨探討有什麼是紐約和倫敦具備而香港缺乏的？首先，上文已提及香港並無經濟和金融腹地。但是，香港在「一國兩制」和「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排（CEPA）」下，可以並且應該以中國內地作為其腹地，尤其是中國南部地區。情況就如倫敦透過歐盟成員國身份把歐洲作為腹地一樣。由於香港與內地的經濟在很多方面可以互補，所以兩地的經濟合作應可以達至雙贏局面。如今英國脫歐的過程正展開，香港應把握機會，取代倫敦的國際金融中心地位。

其次，香港的人口比紐約和倫敦少，2015年香港人口只有732萬人，紐約和倫敦則分別有855萬人及867萬人（見圖13）。同時香港人均本地經濟生產總值亦遠低於紐約和倫敦。2014年香港人均本地經濟生產總值只有4萬美元，比紐約的7.8萬元和倫敦的7萬美元為低（見圖14）。而且，雖然在1990年香港成年人口平均接受教育年數較英國高，但現時香港成年人口平均受教育年數只有10年，遠低於美國的12.9年和英國的12.3年（見圖15）。若同時考慮紐約及倫敦可以吸引到所屬國家的高教育水平人才，香港與這兩個競爭對手的差距會進一步擴大。這是香港人均經濟生產總值遠低於紐約及倫敦的主要原因之一。此外，相比香港，紐約和倫敦可以隨時隨地吸引所屬國家其他城市甚至周邊地區國家的人才，以增加其人力資源³⁷。這正是香港與紐約相比的潛在劣勢（但與倫敦相比，香港這項劣勢的差距可能不會再明顯）。只要香港擴大其高等教育規模，同時簡化引入合資格內地及海外專才的程序，香港便能夠將這個不利因素減低。

圖13: 紐約、倫敦和香港的人口總數，千人



資料來源：CEIC，紐約市經濟發展公司，彭博

37. 隨著英國將會退離歐盟，倫敦將不如以往般容易吸引歐盟地區的人才。

圖14: 紐約、倫敦和香港的人均實質本地經濟生產總值 (按2014年價格計算)

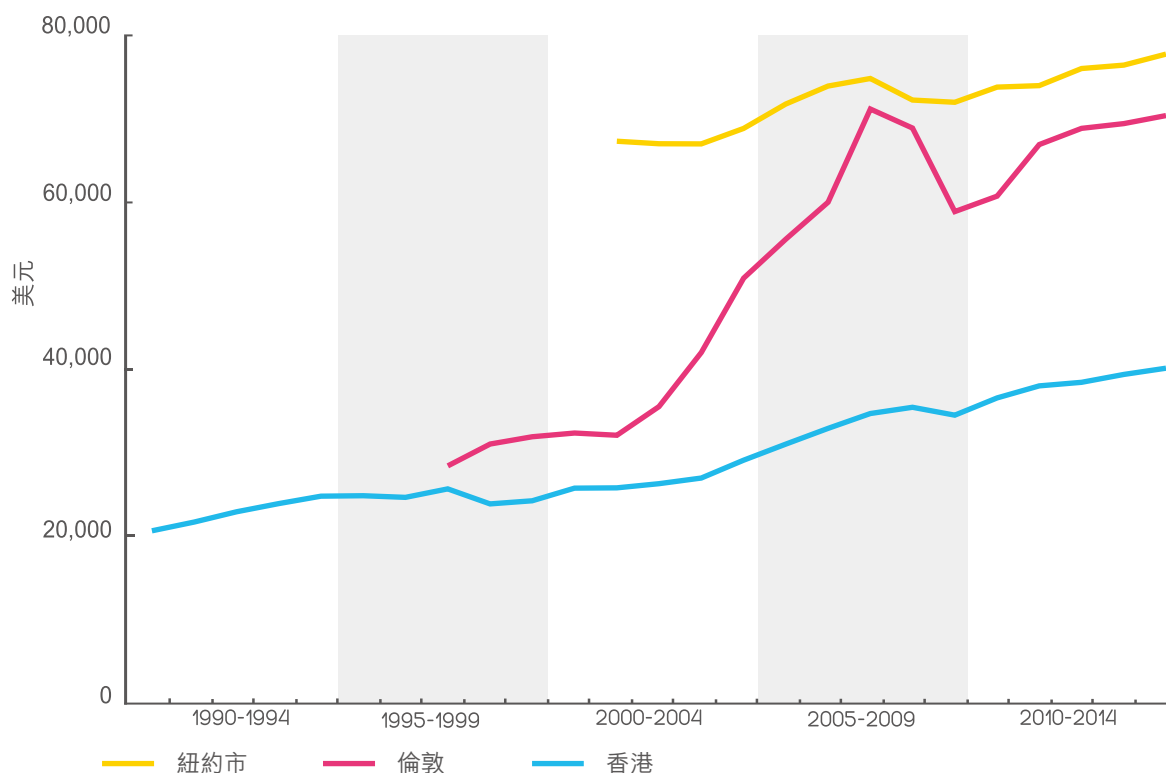
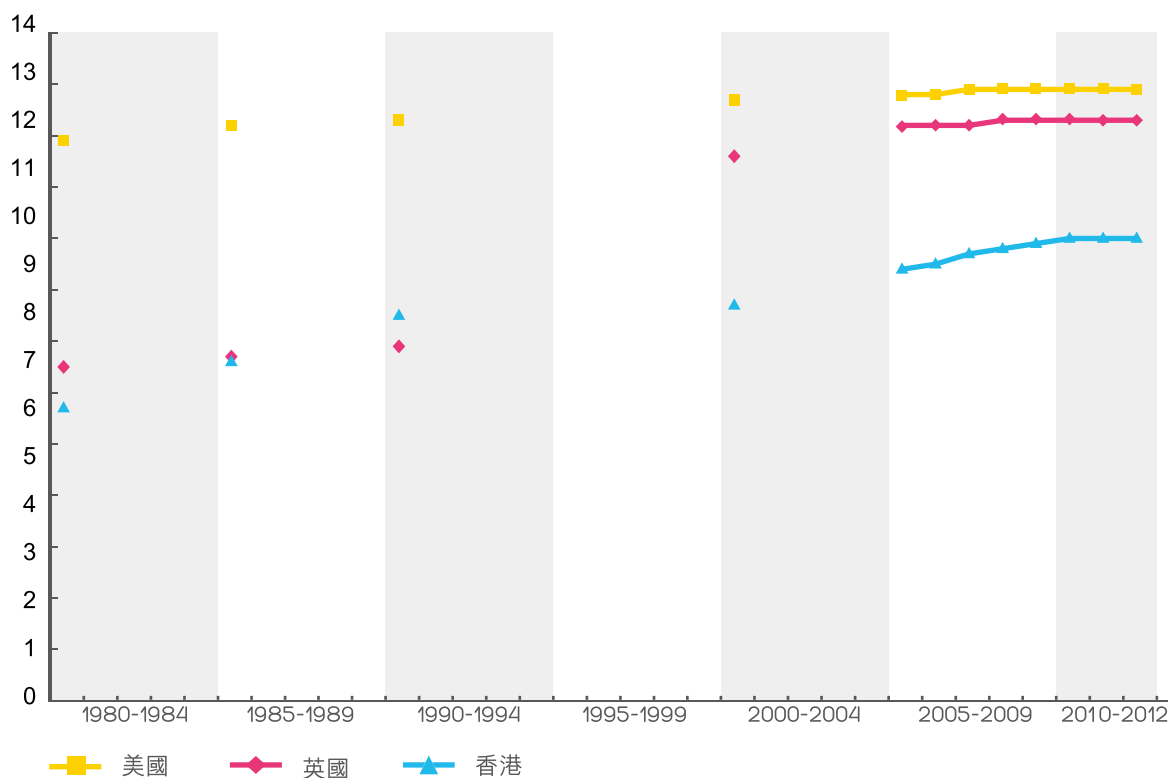


圖15: 美國、英國和香港成年人口平均接受教育年數

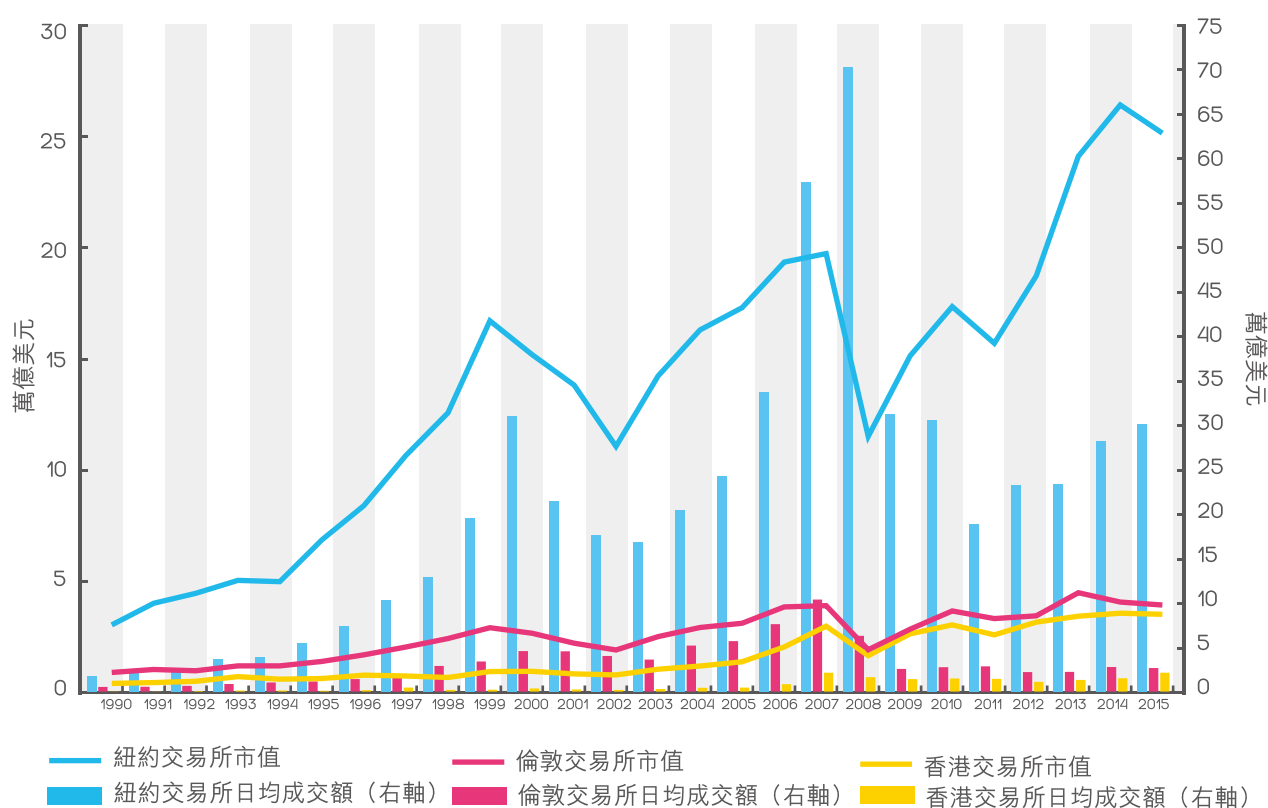


備註：根據聯合國開發計劃署，成年人定義為25歲或以上。平均接受教育年數是以學歷資格以及獲得該學歷所需的教育年數所計算。
資料來源：聯合國

第三，香港沒有像紐約及倫敦般，擁有一個活躍、具規模及流動性高的長短期政府及企業（定息）債券市場。事實上，現時香港債券市場談不上活躍。這不利大部份資產管理公司，包括定息基金、保險公司、貨幣市場基金、退休基金、主權財富基金及跨國企業財資部門等在香港發展。香港之所以欠缺一個活躍的債券市場，原因之一是香港特區政府的財政預算慣性出現盈餘，以至政府沒有在市場發債集資的需要。因此，香港（主權級別的）無風險利率及孳息曲線的基準均難以確立，不利香港債券市場發展。

第四，香港的股票市場無論在規模上或國際化程度上亦不如紐約及倫敦（見圖 16）。港股的市值在三地中屬最低，2015 年港股的市值為 3.2 萬億美元，雖然貼近倫敦的 3.9 萬億美元，卻不足紐約 25 萬億美元的百分之十五。以 2015 年日均成交額計算，港股只有 2.1 萬億美元，比倫敦的 2.7 萬億美元和紐約的 30 萬億美元均為低。

圖 16: 紐約、倫敦及香港三地交易所的總市值及日均成交額（以萬億美元計）

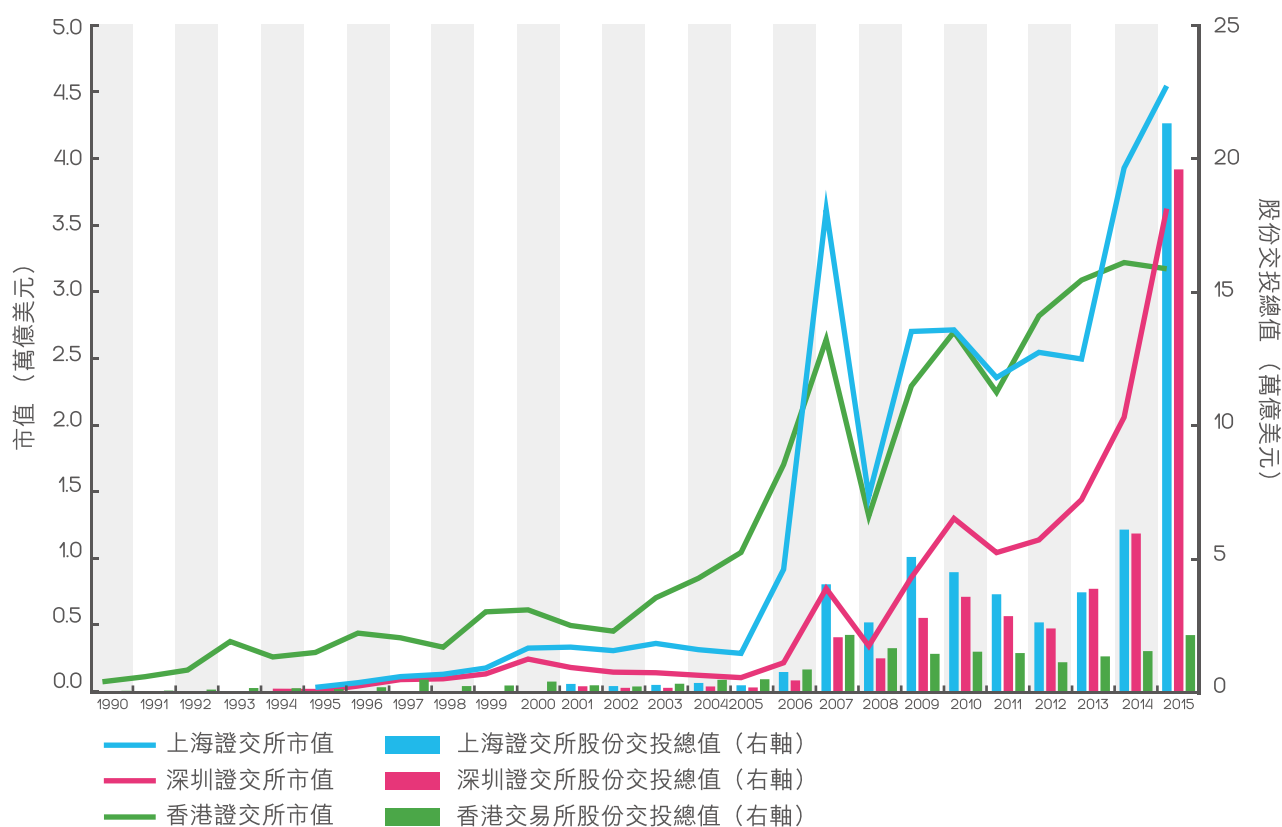


資料來源：世界交易所聯合會

儘管香港金融市場的發展暫時落後於紐約及倫敦，但內地投資者潛在的龐大且與日俱增的購買力，可以為香港未來股票市場規模的擴大提供強而有力的支持。上海證券交易所（上交所）及深圳證券交易所（深交所）2015 年合共的市值已超越香港交易及結算所（港交所）。若將滬、港、深三地的證券交易所一併計算，總市值便達 11 萬億美元，而紐約證券交易所和納斯達克交易所這兩大美國交易所合共的 25 萬億美元總市值（見圖 17）。自 2009 年以來，上交所及深交所的股份交投總值持續高於港交所。以股份交投總值計，滬、深、港三大中國交易所合共有 45 萬億美元，超越美國兩大交易所合共的 30 萬億美元。由此可見，內地投資者的潛在購買力相當龐大，只要資金運用得宜，特別是內地資本管制完全解除後，可以為香港股票市場的成長帶來巨大的推動力。現時內地投資者的投資組合內海外股票及債券的比重偏低，當內地資金管制完全撤銷後，他們首要做的事相信是重新調整其現有的投資組合，這將會為海外股票及債券帶來一次性的強烈需求。希望屆時香港可以把握

機會，為內地投資者提供相關的資產選擇。在初始資金由內地流出後，內地投資者為了分散其投資組合的風險，將對海外股票及債券有持續的需求，故香港市場期望亦能繼續受惠。因此，香港要追上倫敦並不困難，但需要相當的努力才能趕上紐約。

圖17: 深圳、上海及香港三家中國交易所的市值及股份交投總值（以萬億美元計）



資料來源：世界交易所聯合會

因此，要增加市場上可供買股票的數量，香港股票市場必須為吸引東亞經濟體的藍籌股企業到香港作第二上市及發行新股份作好準備。正如很多非美資企業透過美國預託證券（ADRs）形式在紐約交易所或納斯達克交易所作第二上市般，東亞地區企業亦可以透過香港預託證券（HDRs）的形式在香港掛牌。透過「預託證券」買賣跨境上市股票有助減低跨境資金流的頻率和流量。舉例稱，若三星電子在港交所發行預託證券，非韓國投資者要買入三星電子，只需在港以港元或美元買入預託證券便可，並不需要以韓圓進行交易。實際上，所有東亞地區的藍籌股原則上均可以利用預託證券的模式在本港以港元或美元進行買賣。同樣地，香港應該吸引於內地或東亞地區擁有大量業務或較高市場佔有率的跨國企業，利用香港預託證券方式來港作第二上市，或考慮將其東亞附屬公司分拆在港上市。這樣東亞地區以及環球企業不僅能夠在它們所屬的本土股票市場集資，亦能在國際市場開拓一個新的融資渠道。同時，香港股票市場可以從中引入更多的可投資產品，令可投資產品數目能夠持續提升。越來越多內地個人及機構投資者希望可以簡單地透過港交所完成東亞及全球其他經濟體的證券投資，這將會增加港交所的「買方」需求以及總成交額。一個大型、具增長力及流動性高的股票市場一旦與全球增長最快的地區連接起來，便可以吸引到環球資產管理公司進駐香港，以買賣東亞地區的藍籌股。

第五，雖然東亞市場對意外保險及人壽保險的需求急增，同時中國及其他東亞經濟體的新增財富將會帶來龐大的風險資本，但香港沒有一個為投資者及投保者服務的活躍的再保險市場。香港可以向成為像倫敦或蘇黎世般的東亞地區再保險市場這個目標進發。

第六，紐約是摩根大通的全球總部，倫敦則是巴克萊及匯豐集團的總部。不過，有別於紐約及倫敦，沒有一家可與摩根大通、巴克萊或匯豐集團媲美的世界級商業銀行在香港設立總部。儘管香港有為數不少的商業銀行的在本地設立總部，但是以資產總值計的全球十家最大型的商業銀行中，沒有一家在香港設立其總部。能夠有至少一家的十大商業銀行在香港成立其環球總部，可以大大提升香港作為國際金融中心的競爭力。或者，將來中國銀行和匯豐集團這兩間在香港歷史源遠的發鈔銀行都可以考慮在香港設立其環球總部³⁸。

第七，紐約及倫敦不但是金融中心，亦是藝術及文化興旺的地區，畫廊、博物館、演奏廳、歌劇院、劇院及各種工藝坊遍地林立。香港近年亦開始注重藝術方面的發展，政府積極推動及鼓勵本地創意藝術工作，如每年都會舉辦萬眾矚目的巴塞爾藝術展覽，西九文化區亦逐漸成型，而不少海外電影製作公司近期都在香港開設分公司。不過，香港在這方面仍要急起直追，才能趕上紐約及倫敦。

談論過紐約及倫敦的長處後，到了最後我們會問究竟香港有何獨特優勢是紐約和倫敦所沒有的？首先，香港背靠年均經濟增長率達 6.5%、經濟增速較美國及歐洲經濟體快逾一倍的中國內地，內地有潛力成為香港的經濟及金融腹地。再加上內地預期於 2030 年前後成為全球最大的經濟體，意味香港能夠藉著內地龐大且急速增長的儲蓄及財富，鞏固本港資本市場的（買方）需求。

其次，香港的稅率比紐約及倫敦明顯為低。香港的利得稅是 16.5%，個人入息薪俸稅率最高只是 15%，而且紐約及倫敦在全國收入稅以外，還有增值稅（VAT）、地方收入及銷售稅³⁹。除此之外，無論是香港居民或非香港居民均毋須繳交資本增值稅或股息收入稅。

第三，由於本港地理位置優越，加上文化及語言關聯度高，香港有一個獨特、緊密及便捷的方式運用中國及東亞地區的龐大且不斷增長的儲蓄。傳統上香港是東南亞資金的安全港，東盟地區的海外華僑社區團體一直與內地及香港保持緊密聯繫，而且中國內地及東亞地區潛在的資本需求，及股票、債券等金融產品的供應數目均相當龐大，並不斷增長。

第四，香港社會奉行雙語，大部份香港居民都操流利的中文及英文，令香港成為內地外向和內向直接投資及組合投資的最佳平台。

第五，現時香港是全球最大及交易最頻繁的離岸人民幣清算、結算、交易及融資中心，並相信這個優勢可延續下去。香港的人民幣即時支付結算系統（RTGS）於 2015 年日均成交額按年增加 29% 達到 9,470 億人民幣。而且香港得到中國人民銀行人民幣業務的全方位支援，這是其他離岸人民幣中心不能比擬的。

第六，「一帶一路」策略、亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）、新開發銀行（又稱金磚國家開發銀行）及絲路基金，均是內地推動的長線計劃，為香港的國際金融中心地位帶來更多獨特的機遇。例如，香港正在拓展伊斯蘭債券市場，以發行適用於伊斯蘭國家的債券相關投資工具。這種伊斯蘭債券目前已在倫敦出現，東亞地區則只有吉隆坡及新加坡發行，而紐約仍未有。鑑於「一帶一路」策略覆蓋不少的伊斯蘭國家涵蓋阿塞拜疆共和國、孟加拉，甚至土耳其和烏茲別克斯坦，香港能在此擔當一個獨特及重要的金融角色。

38. 數月前，匯豐集團決定將總部留在倫敦，但英國脫歐公投後或許會重新考慮其總部選址。

39. 不過，要吸引環球資產管理公司及財資部門於香港設立基地並善用香港市場，香港必須將基金經理及資產最終受益人（舉例稱，美國投資者買入由韓國公司於香港發行的企業債券）相關的稅務制度完善化。2016年5月，立法會通過修訂《稅務條例》，在符合指明條件下，企業財資中心的相關利息支出在計算利得稅時可獲扣免，以及就指明財資業務的相關利潤，寬減利得稅百分之五十。



5. 香港作為首屈一指的 國際金融中心

5. 香港作為首屈一指的國際金融中心

成為全球領先的國際金融中心對香港有何意義？第一，當投資者有意買賣金融資產如股票、債券、互惠基金或金融衍生品時，香港會是他們的首輪選擇之一。其次，若企業或政府需要集資和發行股票及債券，香港會是首輪考慮的地點之一。第三，當跨國機構財資部門決定要將閒置企業資金暫時停泊在一個地方時，香港會是首輪想到的目標地方之一。故此，香港的資本市場必須要活躍、具規模、高流動性、沒有資本限制、制度簡單、低稅率、低交易成本、結算程序高效率且可靠，並符合法治。

而實際在過去數十年，全球經濟重心正逐步移向亞洲的東部及南部，相信這個現象在未來會持續，而且東亞地區的經濟生產總值佔全球的比例已超過 25%，預期此比例在未來還會不斷上升。香港證券（債券及股票）市場能夠且應該發展成為服務整個東亞地區，而不單是服務中國市場的平台。讓東亞地區的企業及政府可以來港進行集資、發行股票及債券，而全世界的投資者包括資產管理公司、保險公司、投資基金、退休基金、其他金融機構及個人投資者等只需來到香港，便能夠投資與東亞經濟體相關的債券、股票及私募股權基金（包括風險投資基金）。

過去，特別是當金融市場出現震盪，東南亞國家的人民都會視香港為資金安全港。香港與東盟經濟體有非常緊密的貿易聯繫。2014 年十大東盟國家中，香港是其中七國的十大貿易夥伴之一，而新加坡及泰國更同時屬本港十大貿易夥伴（見表 1）。以 2015 年數字計算，東盟經濟體的總人口規模高達 6.30 億人，經濟生產總值合共 2.44 萬億美元，人均經濟生產總值達 3,874 美元，國際貿易總額達 3.27 萬億美元⁴⁰。而且東盟地區的經濟正以逾 5% 的年均增長率迅速增長。相信東盟各個經濟體會歡迎香港作為服務東亞地區的證券市場，因為這不但有助帶動該區債券及股票的需求，而且可以增加外資對各自經濟體的直接投資及證券投資。

服務東亞地區的證券市場可以是一個三元貨幣市場，投資工具可以港元、美元或人民幣（甚至可以是各個東亞經濟體的當地貨幣）計價。進行投資買賣時，不僅可以港元支付，也可以美元或人民幣支付（正如不少在倫敦進行的金融交易都不是以英鎊支付，而是選擇美元或歐元）。同時容許使用多種貨幣計價的其中一個重要原因，是讓股票及債券發行商能夠避免貨幣錯配的風險。舉例稱，只有人民幣收入的內地企業應該發行人民幣債券以減低匯率風險，同樣地透過出口到內地並賺取人民幣收入的印尼公司，亦可以發行人民幣債券。對上述兩家公司來說，若發行以美元或港元計價的債券，風險都較發行人民幣債券為高。不過，對於一家以美元收入為主要的公司，如替蘋果公司的 iPhone 進行組裝的富士康，發行美元債券的風險便相對較低。另一個容許使用多種貨幣計價的重要原因，就是避免匯率風險。譬如內地投資者可以買賣以人民幣計價的債券和股票，以避過匯兌損失，而以香港客戶為主的香港保險公司則可把港元計價的股票及債券納入它們的投資組合內。

40. 由於沒有緬甸的數據，國際貿易總額不包括緬甸。

表 1：2014 年香港作為各亞太區經濟體貿易夥伴的排名位置，以及各亞太區經濟體作為香港貿易夥伴的排名位置

經濟體	香港作為該經濟體貿易夥伴的排名位置	該經濟體作為香港貿易夥伴的排名位置
內地	2	1
澳洲	20	14
汶萊	20	129
柬埔寨	3 ⁽¹⁾	43
印尼	15	24
日本	12	3
韓國	9	6
老撾	14	114
澳門	2	20
馬來西亞	10	11
緬甸	2 ⁽²⁾	66
新西蘭	22	38
菲律賓	6	17
新加坡	5	5
台灣	4	4
泰國	9	9
美國	17	2
越南	10	13

備註：(1) 2013年排名。(2) 2010年排名。
資料來源：國際貿易中心 (ITC)

香港應該力爭成為內地投資者（不論企業或居民）投資海外證券的首選市場，並成為東亞企業及政府透過發行股票或債券募集不同貨幣（港元、美元、人民幣或當地貨幣）資金的理想地方。要實現這個目標，香港需要發展一個活躍的債券市場，同時需要擴大香港股票市場的規模，吸引除內地企業外的東亞企業來港作第二上市。香港在以上兩方面仍要加倍努力。

香港發展成為服務東亞地區的債券市場

要成為一個領先的國際金融中心，必須擁有一個活躍、具規模、高流動性且兼備長短期債券市場，可惜的是目前為止香港仍不具備上述條件。因此，香港應該努力去發展一個蓬勃的債券市場。首要一步，香港要發展一個以港元計價的主權或準主權債券市場，建立一條完整的「無風險」孳息率曲線，作為其他非主權級別的港元計價債券工具的息率及計價基準，這需要香港特區政府發行不同年期的主權債券。不過，由於香港政府的財政長期盈餘，所以沒有迫切需要發行任何類型的債券，而只可以發行用作大型公共基建項目融資的債券。例如香港國際機場便可透過發行年期介乎 5 至 30 年（直至 2047 年）的港元計價債券進行融資，用作興建第三條跑道，債券會由特區政府承擔，而相關的支出將來自未來的著陸費。同樣，高鐵香港段工程費用亦可藉發行長年期債券以募集資金或進行再融資⁴¹。此外，香港金融管理局（金管局）轄下由特區政府全資擁有的香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）亦可發行與按揭相關的港元計價長期定息債券（例如 35 年期債券）籌集資金，用作購買原本由香港商業銀行批出的合資格^{42 43}以及符合按揭金額上限的自住物業按揭貸款。這讓商業銀行能夠向借款人提供浮息及定息按揭貸款兩種選擇。假設原有提供按揭的商業銀行將定息按揭貸款售予按揭證券公司，銀行除了可以收取與發放貸款有關的費用（origination fee）外，於按揭期內每年亦可以收取一筆貸款服務費（loan service fee），而同時毋須鎖定銀行的資本。此外，由於按揭證

41. 不同的是由於這是香港鐵路有限公司(港鐵公司)的項目，而且牽涉私人股東。不過，這亦有數種方法解決，例如鐵路擁有權屬政府，然後以長期租賃的形式予港鐵使用。

42. 作為按揭貸款抵押品的住宅物業除要滿足質素、安全度及面積等要求外，還需要是自住物業，並符合按揭金額及按揭成數上限。例如：每宗貸款上限為1,000萬港元。

43. 亦適用於現有公屋租戶購買可供出售的公屋時有關的按揭貸款。

券公司會購入的按揭貸款一般會有較低的貸款金額上限，故不會對銀行現有相對較高價住宅的按揭貸款造成競爭。香港的保險公司及退休基金一直渴望買入及持有這些以港元計價的長年期債券，特別是那些由主權或準主權級別機構發行的債券，但是這些債券的供應相當短缺。一旦香港的保險公司或退休基金買入這類型債券，它們一般不會在二手市場放售，而會選擇持有債券直至到期日。

香港公債偏低，而且香港特區政府和按揭證券公司都應能獲得主權信貸評級，所以，不論債券年期長短，特區政府及按揭證券公司都能夠以最低的息率發行債券。即使基建項目融資可能只屬一次性，但香港對長期定息住宅按揭有龐大且持續的需求，這足以維持一個活躍、具規模及高流動性的債券市場。

利用長期定息債券支付住宅按揭貸款如何提高香港對自物業的可負擔能力呢？首先，每月平均攤還按揭貸款計劃的年期愈長，每月供款額會愈低。若其他條件不變，以現金流來看，就能夠提高低收入家庭對自物業的可負擔能力。與15年按揭貸款比較，若按揭攤長至35年，每月還款額預計可以減少約一半。其次，大部份有意置業的低收入家庭的未來收入來源都是相對可預測且增長緩慢，因此他們對於浮息按揭貸款所可能帶來的利率及每月還款額突然上升的風險承受能力將會最少⁴⁴。故此，他們較偏好於明確、保險及穩定的固定利率及每月固定供款額。不過，由於香港的商業銀行沒有相應年期的定期存款，它們難以提供固定息率的長年期按揭貸款。如果銀行單方面批出長期定息按揭貸款，這會令其資產與負債的到期日出現嚴重不對稱的情況，而有機會導致災難性的後果⁴⁵。但當有按揭證券公司的介入，長年期定息按揭貸款就能夠於市場推出，偏好定息按揭多於浮息按揭的香港低收入業主便能夠受惠⁴⁶。

值得注意的是，此處提議的是把合資格的住宅按揭貸款間接證券化，即透過按揭證券公司發行及直接向公眾（包括機構及個人）出售債券，並將債券收益用以向批出按揭銀行購買合資格按揭貸款。建議間接證券化而非直接把按級別劃分而成的多組樓宇按揭證券化並售予公眾⁴⁷，是因為間接證券化可以將不同級別的樓宇按揭捆綁，分散貸款違約的風險，並且可以運用按揭證券公司的準主權信貸評級，而毋需由信貸評級機構為各個級別的樓宇按揭進行評級，有助降低按揭證券公司和按揭借款人所承受的利率，也可以節省銷售成本及承銷費開支⁴⁸。

在香港聯繫匯率制度下港元兌每美元維持在7.8的水平，加上港元是可自由流通及兌換的貨幣，故香港機構發行的美元債券的孳息率曲線應大致跟隨港元債券的孳息率曲線，因此香港機構發行的美元債券可以根據其信貸評級定價。一旦建立了合適的債券息率基準和孳息率曲線，並在每日交投量充足的情況下，香港可利用內地及其他東亞經濟體龐大的儲蓄資金作為契機，吸引世界銀行、亞洲開發銀行、亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）、其他綜合金融機構、政府及全球企業發行商來港發行短期及長期美元債券。事實上，如果美國財政部願意，香港亦應容許它們在港發行美元計價的債券。

最後，香港應同時鼓勵中央政府財政部及準主權債券發行人如國家開發銀行、中國進出口銀行、亞投行及金磚國家開發銀行在港發行各種不同年期的人民幣債券，藉以確立離岸人民幣無風險利率及債券的孳息率曲線。香港亦可以鼓勵依靠

44. 定息貸款息率不一定長期低於浮息貸款息率，但是在整段貸款期內，定息貸款下的息率會固定及可預計。

45. 參照美國於1980年代「儲蓄和貸款協會」(Savings and Loan Association) 的慘痛經歷，由於浮息存款與定息貸款的到期日出現不對稱的情況，導致整個「儲蓄和貸款」行業淪陷。

46. 長年期定息住宅按揭貸款能夠提升業主對購買自物業的可負擔能力，同時降低生活成本，提升生活質素和有助營造社會和諧。

47. 美國普遍採用直接證券化。

48. 要做到這一點，其中一個重要條件是按揭證券公司須由特區政府全資擁有，讓按揭證券公司及內部高級管理層能去除追求短期利潤最大化的壓力（不致於重蹈90年代後期美國聯邦國民抵押貸款協會（FNMA，又稱房利美）和2000年代早期美國聯邦住房貸款抵押公司（FHLMC，又稱房地美）的覆轍）。

人民幣收入的國家來港發行人民幣債券，例如俄羅斯因向中國輸出石油和天然氣而有可觀的銷售收入，及東盟各國均對內地有顯著的貿易順差而有潛在的人民幣收益。當人民幣無風險利率基準及債券的孳息率曲線確立後，再加上足夠的交易量，政府及企業就可以根據它們的信貸評級定價及發行各種年期的人民幣債券。

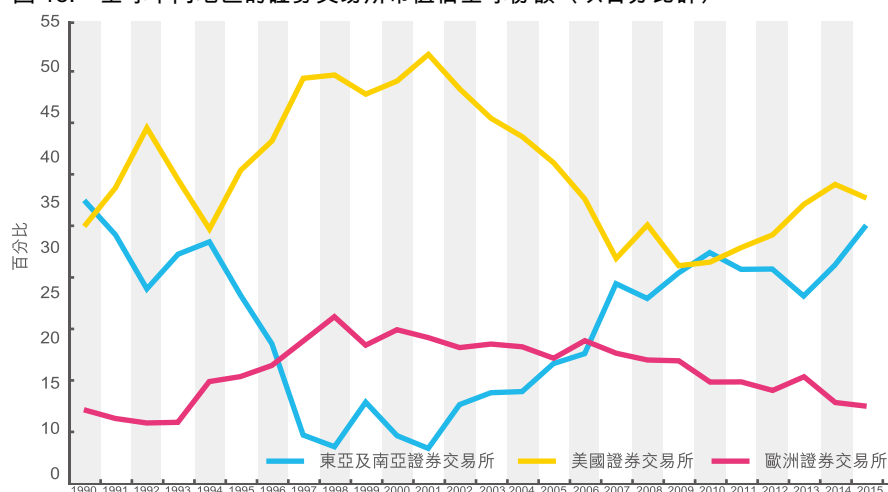
香港應朝著成為一個交投活躍、有規模、具流動性並擁有不同年期港元、美元及人民幣債券⁴⁹的市場這個目標進發。當香港債券市場發展成無論規模、交投活躍程度及流動性都足夠成熟，香港可讓本幣以外（如：新加坡元、馬來西亞幣，甚至其他貨幣的抗通脹債券）的主權債券及企業債券上市買賣。這對香港有利，更有助東盟經濟體及一帶一路政策沿線地區經濟體的發展。

香港發展成為服務東亞地區的股票市場

由於現時未有一個單一市場予投資者買賣所有主要東亞企業的股票，令區內的多個股票市場規模較細及分散。投資者需要以不同的貨幣在不同國家的股票市場買入股票，大大增加區內及區外跨境投資者的交易成本。香港應以善用內地龐大的儲蓄帶來的龐大資產購買力，來鼓勵東亞企業來港發行股票及債券集資。香港亦可以成為國際資產管理公司以美元或港元（已跟美元掛勾）購買東亞藍籌股（例如MSCI指數成分股）的單一市場，毋須擔心外匯兌換及資本進出的問題。由於與美元掛勾令港元匯率穩定、資本自由進出，加上不設資本增值稅或股息利得稅，故香港十分適合發展成為服務東亞地區的股票市場。然而，香港應嘗試與其他國家或地區簽訂避免雙重課稅協定，尤其是有潛力在港第二上市之企業的所屬國家或地區⁵⁰。這樣，即使投資者於香港進行東亞股票市場買賣，而不是直接投資於有關股票的國家或區域市場，投資者亦不需要承擔較多的稅務處理。

東亞及南亞證券交易所市值佔全球份額正迅速提升，不僅源於該區的經濟生產總值急升，同時也與當地迅速增長的財富及高儲蓄率有關。除了菲律賓以外，大部分東亞經濟體均擁有高國民儲蓄率，數字上甚至超過25%，因此會有龐大的儲蓄資金可以流入東亞資本市場，支持市場發展。**圖 18** 顯示，自2000年以來，東亞及南亞股票市場市值佔全球份額上升，而美國及歐洲股票市場市值佔全球份額則相對下跌⁵¹。

圖 18: 全球不同地區的證券交易所市值佔全球份額（以百分比計）



資料來源：世界交易所聯合會

49. 某程度上這跟倫敦市場現況甚為相似，英鎊、歐元及美元債券可以於倫敦市場發行及買賣。

50. 大多數的避免雙重課稅協定都會要求各稅收管轄區交換財務資料。2016年6月，香港立法會通過修訂《稅務條例》，容許香港執行由經濟合作與發展組織（OECD）就自動交換財務帳戶資料頒布的新國際標準，預計會在2018年年底進行首次財務資料交換。鑑於世界上大部分國家及地區都採納打擊清洗黑錢活動及銀行帳戶保密措施，香港要實施資料交換的成本不高，但卻與香港被視作為稅務天堂的優勢相違背的成本是高。

51. 1990年東亞及南亞股票市場佔全球份額較高是由於當時日本股市泡沫所致。

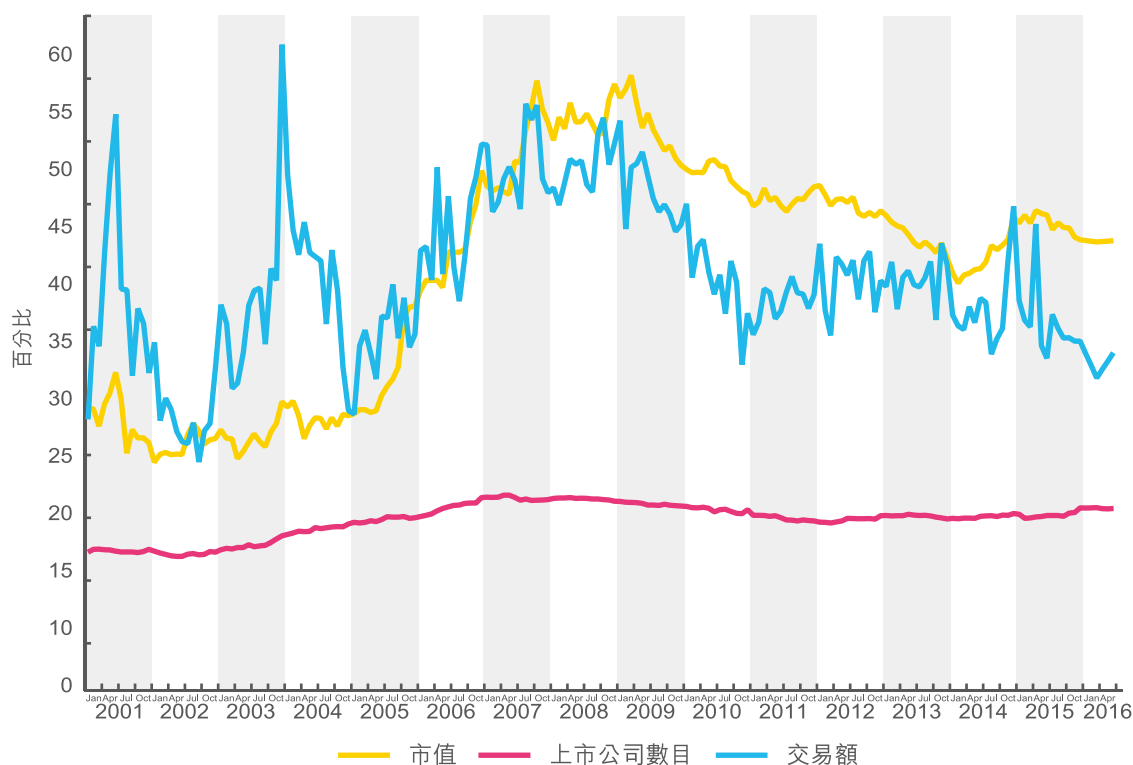
非香港股票要在香港上市及買賣，可以透過香港預託證券（HDRs）形式在港作第二上市。香港要發展成為服務東亞地區的股票市場，便要招攬主要東亞地區所有已在本土市場上市的藍籌股來港交所上市及買賣，包括上海寶鋼、中國移動、中國石油、索尼、LG集團、豐田汽車、三星電子、台積電（TSMC）、長江、生力啤酒、新加坡航空、暹羅水泥集團（SCG）及印尼食品公司 Indofood。

我們應該如何審慎監管這些於兩地同時上市的企业呢？我們建議香港東亞股市及第一上市地的監管及監督機構有明確分工⁵²。基本原則是，其中一方主要負責企業營運相關的監管及監督。例如確保企業符合有關法律及規定以合時提供準確的財務資料與其他資料披露；保障股東，尤其是小股東的利益；企業的管治；監察及執法以禁止扒頭交易、內幕交易或股價操控等不當的買賣行為。而另一方則負責確保預託證券市場公平及公開，監察及執法以保證市場行為恰當，包括監察及禁止任何內幕交易或股價操控活動。香港亦應完善本地的法規，大大簡化上市和相關監管及監督程序，便利如三星等東亞企業來港發行預託證券。

東亞股市將更有效地運用東亞區內的儲蓄資金。投資者除了可以在各國市場分別進行交易，亦提供一個單一買賣市場予投資者，這將會有效地逐步收窄各國市場市盈率的差距，尤其當套戥活動可以於同一時區或鄰近時區進行，亦令整體資本更有效地分配。

現時，內地企業佔港股總體市值及交易量分別超過 40% 及 34%，但以上市公司數目計則不足兩成（見圖 19），反映來港上市的內地企業主要是大型企業。撇除內地企業，外國企業只佔很小部份，如意大利的普拉達（Prada）及俄羅斯的俄羅斯鋁業聯合公司（Rusal）。因此香港股票市場仍然可以容納來自其他經濟體的公司，尤其是東亞地區的企业⁵³。

圖 19: 港交所上市內地企業的市值、交易額及上市公司數目佔比



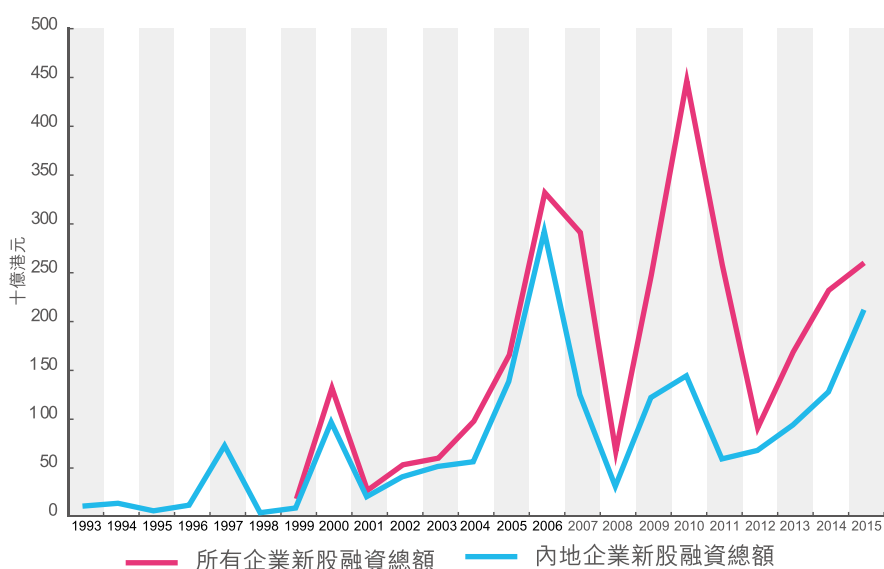
備註：2016年的市值及交易額只有季度數據。
資料來源：香港交易及結算所有限公司，彭博

52. 應該就是證券及期貨事務監察委員會。

53. 事實上，沒有理由外資企業如空中巴士公司、蘋果、波音公司、迪士尼、愛馬仕及微軟等不可以在本港市場作第二上市，如可成功上市亦會便利內地證券投資者投資相關企業。

港交所一直是內地企業首次公開招股（IPO）的首選上市地，這不僅由於本港完善的監管及監督制度吸引到海外投資者，還基於內地企業對外匯的需求（見圖 20）。目前內地企業每年差不多佔本港新股融資總額近 80%，但這現象未必能維持。隨着內地企業轉為服務本土市場，以及內地逐漸成為投資基金的主要來源地，內地企業的資金需求將由外匯變成人民幣。此外，內地證券交易所上市公司的市盈率估值遠高於港交所。再者，由於上海擁有更充裕的人民幣供應，上海比香港更加適合內地企業募集人民幣資本。內地企業選擇來港或遠赴其他地方上市的其中一個原因，是在上海即使已獲批的新股也需要排隊，要輪候一段長時間才能上市。

圖 20: 每年於港交所上市的內地企業及所有企業的新股融資總額



資料來源：香港交易及結算所有限公司

2014 年，由於港交所拒絕容許採用同股不同權架構的新股上市，阿里巴巴最終遠赴紐約掛牌，港交所失去了這個全球歷來發行規模最大的新股。無可否認，同股同權架構有助港交所保障少數派特別是股東的利益。但是，很多正在冒起的民營內地企業仍由創辦人經營，相當多創辦人傾向公司上市後仍能保持控制及管理公司的權利。而事實上，投資者亦可能支持創辦人於公司上市後能夠繼續管理公司⁵⁴。其中一個可行的平衡方法，是實施同股不同權的同時可以對控股股東附加額外的責任要求，以作為其持有股票的權利較一般投資者為高的對應措施。如「超級投票權」不能轉讓，控股股東在出售股票前一段時間如數月前，需要作出售股預告，令投資者可以選擇繼續持股或預先沽售。因此，配合完整的上市前披露及對控股股東附加額外的責任要求，而投資者又願意認購新股，將能保持市場公平的原則。因此，香港是時候重新檢視同股不同權機制，找出一個以平衡投資者、控股股東及監管與監督機構各方的利益和需要的方法。完善上市機制後，甚至會吸引更多成功的民營企業來港作首次公開招股，有助提高港交所的市值及交易量。（若本港上市機制改變，或許已於紐交所上市的阿里巴巴會選擇來港作第二上市）。無論是滬港通，即上海投資者可直接投資港股（相反亦然），或未來的深港通，均應該有助大幅提高香港、上海及深圳三家交易所的交易量及流動性。

MSCI AC 遠東指數是量度遠東上市企業表現的基準指數。十大指數成分股包括豐田汽車、騰訊、三星電子、台積電、亞里巴巴、友邦保險、中國移動、日本電訊營運商 KDDI、三菱日聯金融集團及建設銀行 H 股⁵⁵。截至 2016 年 6 月，上述十大成分股的總市值達 1.443 萬億美元，佔所有 MSCI AC 遠東指數成份股總市值

54. 實際上，其中一個真正的風險就是企業創辦人有可能在公司上市後決定離開，然後成立另一家新公司與舊公司競爭。

55. H 股指該股票於港交所買賣。

16%。十大成分股中，4家為內地企業，3家為日本企業，分別各有一家來自香港、南韓及台灣。十大成分股中，騰訊、友邦保險、中國移動及建設銀行H股這四家均在港交所上市。截至2016年6月30日，十大成分股的權重、市值及來源地均在下方表2列出。

表2: MSCI AC遠東指數十大成分股的權重、市值及來源地 (截至2016年6月30日)

企業名稱	MSCI遠東指數權重百分比	市值 (十億美元)	來源地
豐田汽車	2.35	147.43	日本
騰訊	2.29	213.51	內地
三星電子	2.25	153.31	南韓
台積電(TSMC)	2.22	130.31	台灣
亞里巴巴	1.41	198.45	內地
友邦保險	1.29	70.48	香港
中國移動	1.25	233.93	內地
日本電訊營運商KDDI	1.02	74.82	日本
三菱日聯金融集團	1.01	60.00	日本
建設銀行H股	0.99	160.65	內地
總數	16.08	1,443.40	

資料來源：MSCI，彭博

香港作為東亞地區領先的國際資產管理及金融機構總部中心

當香港成功建立一個活躍且蓬勃的東亞地區股票及債券資本市場，將會大大提升香港對債券及股票發行商、國際投資者、大型跨國金融及非金融機構財資部門的吸引力。環球及區域性金融機構如銀行、保險公司、資產管理公司將會更願意在香港設立總部，有助進一步加強香港作為東亞地區卓越國際金融中心的地位。

不過，香港針對資產管理企業之監管法規及稅務架構，有必要與時並進，以反映這些企業業務的全球性和跨國性。這類為客戶提供資產管理的公司包括銀行、保險公司、退休基金、其他金融機構及非金融機構的財資部門。值得注意的是，由於不同司法管轄區有不同的監管要求及稅務負擔，針對企業的監管法規和稅務處理必須考慮到企業隸屬於不同司法管轄區，避免當企業在香港設立全球或區域總部，或經營其財資業務時處於不利位置。採用地域來源徵稅制度，可防止駐港跨國企業承受雙重的法規監管及稅務負擔，變相鼓勵這些企業來港設立環球或區域總部及財資部門。舉例稱，來自非香港居民（個人及法律實體）賺取的資產管理收益和相關帳戶的收益可以且應該獲得香港利得稅及薪俸稅的豁免。

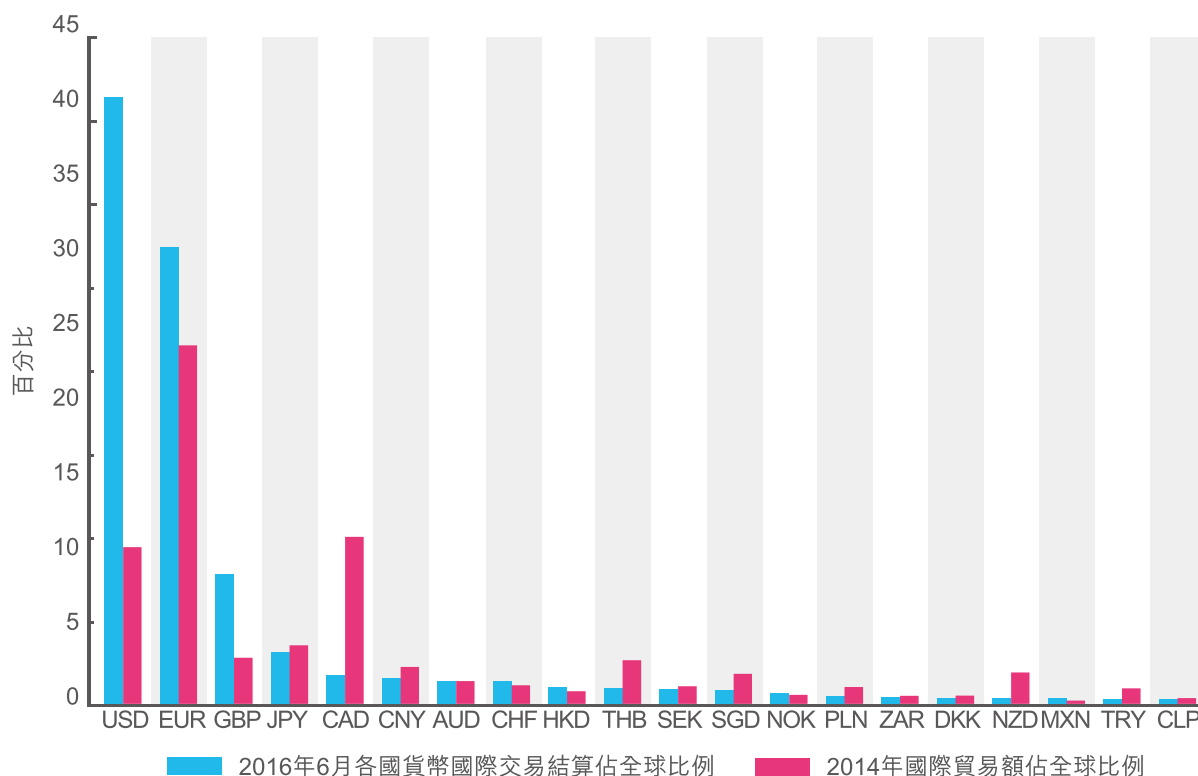
香港應鼓勵亞投行、國家開發銀行及金磚國家開發銀行來港設立區域總部。這樣不僅便利它們集資，更有助為它們內地及外國的借款機構提供融資服務。

香港作為卓越的人民幣離岸中心

香港是現時規模最大且最活躍的離岸人民幣清算、結算、交易及融資中心，日均成交額接近1萬億人民幣，相信香港可以繼續保持其人民幣離岸中心的領先地位。面對未來十到二十年人民幣國際化程度不斷提高，這會為香港帶來莫大的優勢。目前全球以人民幣進行國際交易結算的佔比，遠低於內地在國際貿易市場所佔的份額。從圖21可見，國際交易結算中使用的貨幣按照2016年6月所佔全球比重由高到低、左至右排列。參照2016年6月的數據，儘管美國只佔全球國際貿易不足

11%，美元作為國際交易結算貨幣仍是在毫無爭議聲中奪冠，美元於 2014 年佔全球國際交易結算總額的 41%。歐元緊隨其後，佔全球國際交易結算總額的 31%，歐元區則佔全球國際貿易超過 24%。英國雖僅佔全球國際貿易份額稍微超過 3%，但英鎊則佔全球國際交易結算額近 9%。日圓佔全球國際交易結算額超過 3.5%，而日本在全球國際貿易中佔 4%。人民幣是全球第 6 大國際交易結算貨幣，惟佔比不足 2%，但內地在全球國際貿易市場份額卻有逾 10%⁵⁶。由以上數據可見，人民幣在全球國際交易結算額的佔比有很大的提升空間。若有一半與內地相關的國際貿易能以人民幣結算，將會佔全球國際交易結算額逾 5%，相等於每年以人民幣結算的國際交易總額將會增至超過 2 萬億美元。這會為香港這個領先離岸人民幣中心帶來更多生意，同時降低中國人民銀行維持大量外匯儲備的需要。

圖 21: 各國貨幣國際交易結算額及國際貿易額佔全球比例



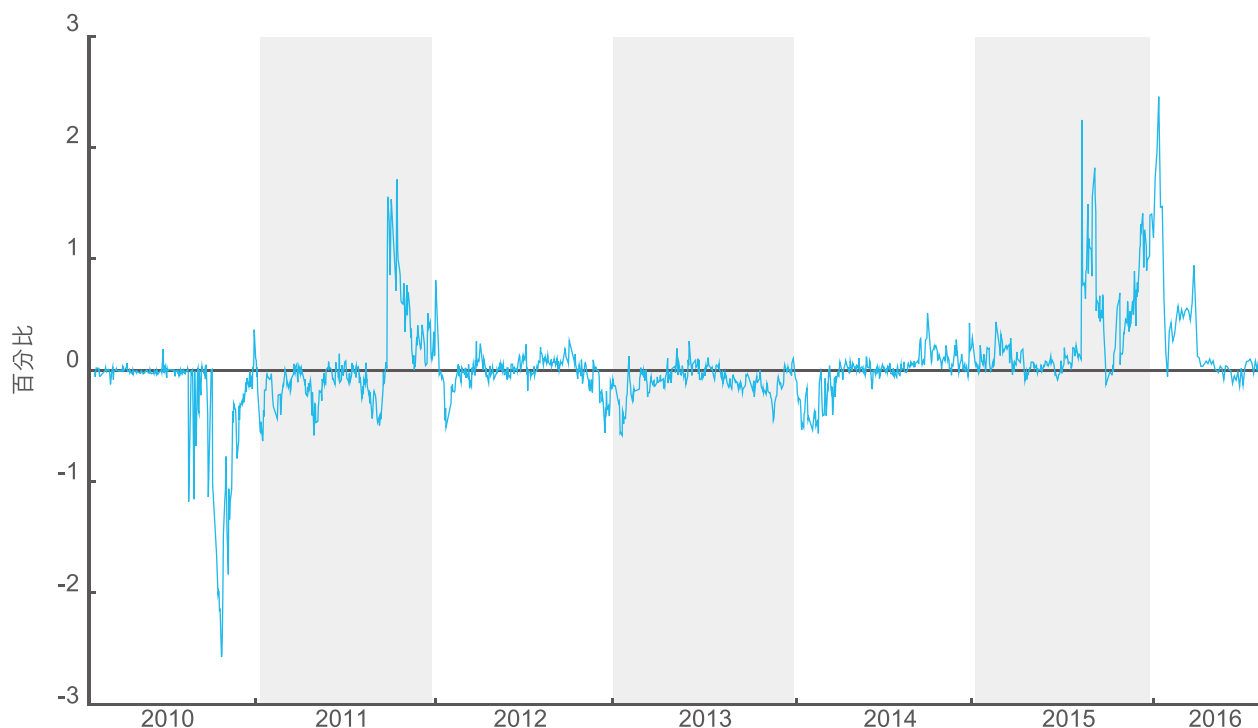
資料來源：環球銀行金融電信協會 (SWIFT)

香港要維持其離岸人民幣中心的領先地位，人民幣市場須能夠以人民幣交付，有別於新加坡等其他市場不能以人民幣交付（意謂需要以其他貨幣結算）。作為一個可以人民幣進行交付的市場，香港的離岸人民幣匯率（CNH）不能與北京的在岸人民幣匯率（CNY）相差太遠（見圖 22），正如英鎊兌美元的匯率跟歐元兌美元的匯率在紐約及倫敦也相距不大⁵⁷。從圖 22 可見，整體上離岸及在岸人民幣匯率的差距很小，只有在岸人民幣突然出現難以估計的波動時，就像 2015 年 8 月 12 日及 2016 年 1 月 6 日般，離岸人民幣的匯率才會明顯低於在岸人民幣。無論是升值或貶值，若離岸及在岸人民幣匯率出現重大差距，將會為市場帶來不穩定因素。人民銀行可授權如中國銀行等可以在內地和香港買賣人民幣的合資格金融機構參與離岸及在岸人民幣匯率的套戥活動，令離岸及在岸人民幣匯率的差距最終得以收窄。由於香港商業銀行的人民幣存款持續增長，香港金管局有必要維持足夠的人民幣結餘，以應付一家或數家商業銀行突如其來提取人民幣存款的需求，才能保障本港貨幣穩定及擔當「最後貸款人」的角色。

56. 人民幣曾於 2015 年全球國際交易結算貨幣中排名第五，但於 2016 年回落至第六位。

57. 由於離岸及在岸人民幣市場均可以人民幣進行交付，故此兩地的人幣匯率應不存在差距。對於不能以人民幣進行交付的市場，沒有必要縮窄在岸與離岸的匯率差距，而且隨着人民幣國際化的程度不斷提高，這些不能以人民幣進行交付的市場將會隨時間被淘汰。

圖 22: 在岸及離岸人民幣匯率差距 (百分比)



香港作為東亞地區的國際再保險市場

東亞地區房地產保險、意外保險及人壽保險需求的激增，會在該區衍生出龐大的再保險產品需求。因此，所有保險公司均需再保險產品來分散風險。再保險就像保險一樣，是一個規模經濟的行業。現時東亞經濟體已成長至擁有足夠的需求去支撐一個享有規模經濟效益的大型再保險市場。再者，內地及其他東亞地區經濟體擁有高儲蓄率，都可成為再保險業務風險資金的主要來源。故此，香港實在沒有理由繼續將大部份再保險業務拱手相讓予倫敦、蘇黎世或其他地方，尤其是金融危機、歐債危機和近期英國脫歐公投的結果削弱了倫敦及蘇黎世對於籌集支持保險或再保險業務之資金的能力。東亞可以發展出一個國際再保險中心，要訣是需要各地政府的協調及整理各地的保險規例，容許一家或多家東亞再保險公司可以合法地於整個東亞地區經營，如果這家東亞再保險公司是跨國擁有會更理想。

香港有獨有條件成為東亞地區的國際再保險中心。要成為國際再保險中心必須要具備以下四個條件：首先，必須要有大量的投資者及資金願意且有能力冒納風險。由於倫敦可以運用其高流動性且資金自由進出的資本市場，而蘇黎世則有管理全球大部份私人財富的優勢，所以兩地都有充裕的風險資本。第二，必須要有穩定的貨幣及資本自由進出的條件，才能收取世界各地投保人的保險供款，以及可以支付世界各地的保險索償。第三，政局必須穩定，亦要有源遠流長的法治基礎，及一個具公信力、高效率且公平、公開的司法制度，才能及時處理保險合同和索償的裁決與執行相關事宜。最後，必須要有大量經驗豐富的會計、精算、法律及風險評估的專業人才。

基於坐擁內地及東南亞儲蓄的優勢，香港有足夠的風險資本，而澳門繁盛的賭博業和上海、深圳 A 股市場正正顯示這些資金對風險投資的需求。貨幣方面，自 1983 年港元與美元掛勾令港元兌每美元長期維持在 7.8 的水平。而且香港亦不設任何資金管制，港元自由兌換，資金可以自由進出本港。司法制度上，香港一直擁有獨立的司法系統，有效並公平地處理商業糾紛，絕不偏袒任何一方。人才方面，香港有大量經驗豐富的專業人才以應付保險及再保險業務的需求，香港還可以按需

要吸納海外人才，亦有能力培訓本地人才。

現時香港及內地的房地產、船務、交通運輸和倉務業都有蓬勃的發展，因此兩地均有充裕的商業交易量去支持本地或區域保險與再保險需求。無論是香港單獨或與深圳的前海地區合作，都絕對勝任為東亞地區（包括內地）領先的國際再保險中心。

為配合「一帶一路」政策而成立的亞投行、金磚國家開發銀行及絲路基金，將會刺激未來數十年在東亞、南亞及中亞地區的基建投資項目。亞洲開發銀行於2009年撰寫的報告估計，未來十年將有總值8萬億美元的基建投資項目在亞洲出現。這些項目均需要意外保險、責任保險、風險保險及再保險。

不少大型內地保險公司已落戶香港，有數家甚至已於港交所上市，全球大型人壽保險公司之一的友邦保險更在香港設立總部。香港要成為東亞地區的國際再保險市場，第一步可以先嘗試吸引內地大型再保險公司來港設立地區或海外總部。內地保險公司對再保險服務將有足夠需求，能把香港的再保險費率降至一個能吸引東亞保險公司的水平。當在港的再保險公司建立了公平及快速的賠償的過往紀錄，全球各地的保險公司都會因再保險業務的關係來港尋找發展機會，以分散風險。

不過，要積極發展再保險業務，香港必須簡化海外保險及再保險公司於本地設立環球或區域總部的程序。香港必須努力與其他司法管轄區協調其監管規定，以免對那些願意將總部選址香港的國際性保險及再保險機構構成不便。

香港作為東亞地區領先的國際金融中心

要讓香港成為東亞地區領先的國際金融中心，特區政府要主動地制定長遠計劃，同時聯繫社會各界，包括大型企業，齊心合力向這個目標邁進。要達至目標，香港亦需要得到中央政府的支持。除了因為內地投資者預期會成為香港市場證券及其他金融資產之需求的主要來源，中央政府亦有助鼓勵內地的公營及私營企業利用香港作為其國際部門的基地，促使內地金融機構如銀行、保險公司及再保險公司將國際業務遷移到港，更可游說東亞國家及地區政府，在香港設立服務東亞地區的證券市場後，所有東亞經濟體都能受惠。當香港成為東亞地區的證券市場重心，香港的地位便難以被撤換或取代。

由於香港擁有緊密的國際銀行和金融聯繫網絡，加上完善的專業服務行業，香港可以成為內地對外直接投資的跳板。香港還可以向有意（透過香港的附屬機構）投資海外的內地企業提供必要的會計、金融、法律、物流與其他服務以及基建的支持。香港的資本市場亦能夠為內地企業提供「自然」對沖海外直接投資的市場，例如透過在香港借入外幣用作海外投資，令以外幣計價的資產與負債對稱。不過，香港要擔當這個「超級聯繫人」角色，將有賴特區政府提供合適到位的政策支持⁵⁸。

58. 例如香港可以與美國等其他稅收管轄區簽訂避免雙重課稅協定。



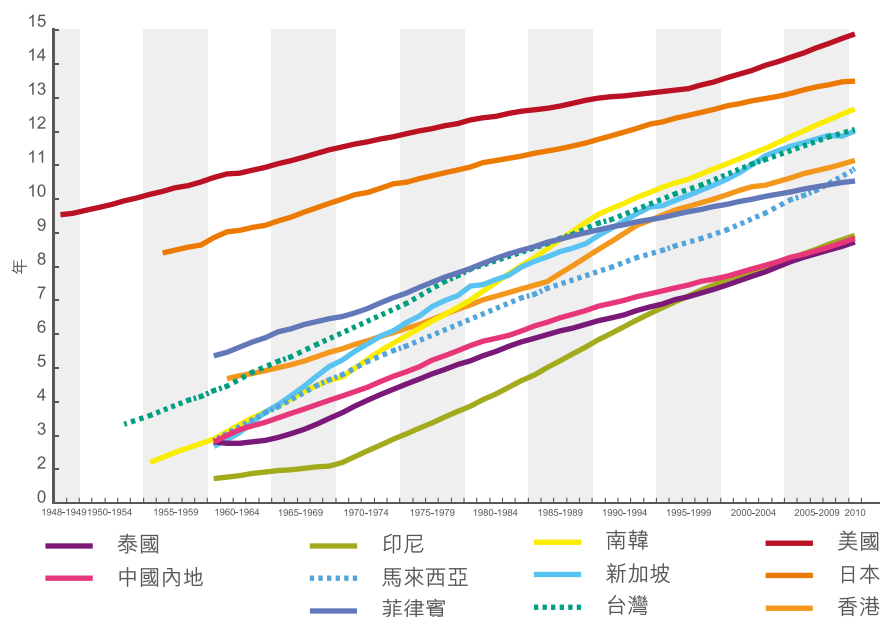
6. 香港作為東亞地區的 國際創新和創投中心

6. 香港作為東亞地區的國際創新和創投中心

香港亦可以發展成國際創新和創投中心，成為整個東亞地區的「矽谷/128公路地區」⁵⁹暨納斯達克，致力創造無形資本（人才、研發資本、商譽、知識產權及知識資本），並透過「首次公開招股」及「合併與收購」的方式將無形資本的商業價值資本化。要達到以上目標，香港必須四管齊下：加強人才投資，特別是大專及學士以上程度的教育；加強研發投資；建立創投生態圈，孕育一個創投的生態系統；並幫助成功的初創公司籌集更多資金，包括協助它們進行首次公開招股，及促進合併與收購市場。

然而，如圖 15 顯示，香港在人力資源方面不但遠遠落後於紐約及倫敦，亦遜於其他發達及發展中經濟體。根據圖 23 的勞動年齡人口平均在學年數⁶⁰比較，香港於 2010 年的平均在學年數只有 10.7 年，不但遜於南韓、台灣及新加坡這三個東亞新興工業經濟體，有關年數亦大幅落後於美國和日本。鑑於絕大部分勞動年齡人口一般在 30 歲後便不會再接受額外的正規教育，但他們在 60 或 65 歲前仍屬於勞動人口，故平均在學年數的數據隨時間變化相當緩慢，預計香港和內地要用數十年才能趕上美國等發達經濟體的人力資源水平。

圖 23：選定經濟體的勞動年齡人口平均在學年數（1948 至 2010 年）



備註：勞動年齡人口定義為包括所有16至64歲的人士

59. 128公路地區是圍繞大波士頓地區的半環形公路，沿路有多家高科技公司相繼創立，一如加洲北部的矽谷。

60. 注意圖23中「勞動年齡人口」的定義和圖15中「成年人口」的定義並不相同。

人才平均水平偏低亦是令香港貧富懸殊日益加劇的重要因素。在這個高科技年代，世界各地非技術勞工的薪酬水平大幅落後於技術勞工。香港若要增強人才的競爭力，必須銳意提升現時僅約 20% 的高等教育（學士學位）升學率。相較之下，內地相應的高等教育升學率超過 30%，南韓為逾 90%，而台灣更超過 100%⁶¹。香港亦應同時吸納整個東亞地區甚至全世界的優秀學生來港升讀本地大學。這些學生如在畢業後選擇留港發展，將能提高本港勞動人口中曾接受高等教育的比例，即使他們決定回國，也能成為香港的親善大使。

事實上，香港學士學位課程的低入學率，導致為數不少的學生在中學畢業後攻讀兩年制副學士學位課程。這些副學士課程與美國初級學院或社區學院的課程相近，內容大致覆蓋傳統學士學位的首兩年課程。這類課程為中學成績表現未如理想的學生提供另一個機會，故頗受社會歡迎。然而，在港推行的副學士課程卻存在兩大基本問題。第一，學費偏高，即使是香港永久性居民就讀本地全日制副學士課程，每年需要繳付的學費遠高於香港大學等本地公營綜合大學。相反，美國的初級學院或社區學院主要由公立高中校區營運，學費幾乎全免。第二，副學士畢業生在港缺乏升學出路、就業前景黯淡。有別於美國的副學士⁶²，香港只有極少數的副學士畢業生能銜接升讀學士學位的三年級課程，他們甚至不符合申請政府公務員或政府資助公共機構職位的資格。副學士畢業生需投資大量時間及金錢完成學位，但學位卻未能帶來更好的就業前景，難免令人沮喪，而且浪費資源。副學士畢業生缺乏升學與就業的機會，亦增加香港時下年輕一代對社會的不滿。

要解決這些問題，最顯而易見的辦法是政府可以參考現行資助官立中小學教育的模式，為就讀合資格副學士課程的香港永久性居民提供學費津貼，並同時調撥資源予本地資助大學開設更多為副學士畢業生銜接升讀的三年級學士課程學額。政府可透過大學教育資助委員會（教資會）直接資助每家資助院校，加開相等於現有常規學士課程一成的政府資助學額，專門取錄持副學士學歷的申請人。由於副學士畢業生只需再讀兩年便能取得學士學位（一般學士學位課程需時四年），教資會年度預算的實際增幅將不會高於 5%。不過，此學額數量並不足以滿足每年所有的副學士畢業生。特區政府可與國家教育部商討，從內地現有逾二千所高等學府中挑選部分內地大學，每家大學每年為香港副學士畢業生提供 50 至 100 個三年級學士課程的學額，並為獲取錄的香港學生提供學費資助⁶³。特區政府亦應保證這些完成內地學士銜接課程的畢業生，回港後能具備申請政府公務員或政府資助公共服務機構職位的資格。

研發資本的投資對推動一個經濟體的創新發展（技術進步）同樣重要⁶⁴。香港的研發開支佔本地生產總值的比率一直處於極低水平，不僅大幅落後於各個發達經濟體，還遠遜於其餘三個「新興工業經濟體」，即南韓、新加坡和台灣（見圖 24）。香港在 2015 年的研發開支只佔本地生產總值 0.73%。相比之下，新加坡的研發開支佔國內生產總值約 2%、台灣佔 3%，南韓更佔超過 4%。香港的比率更明顯落後於美國 2.5% 和日本 3% 的歷史平均值，亦較毗鄰的深圳的 4% 和北京的 6% 為低。內地 2015 年的全國研發開支佔國內生產總值 2.1%，略低於其 2.2% 的目標。根據「十三五」規劃的目標，此比率預計將於 2020 年升至 2.5%。

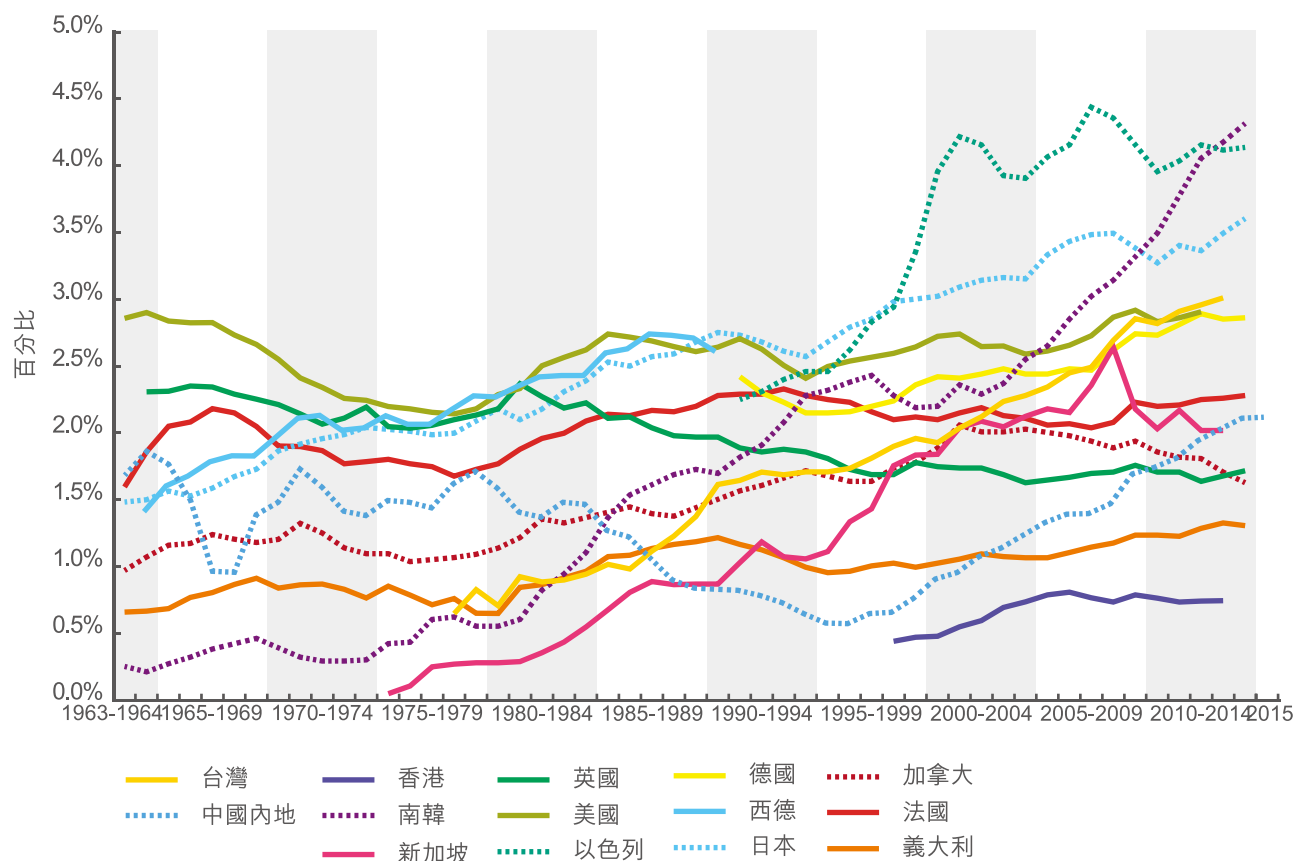
61. 超過100%是因為有些學生在完成第一個學士學位後繼續攻讀第二個學士學位。

62. 美國初級學院和社區學院的畢業生可報讀超過2,000個公立或私立學院的學士學位課程，以轉校生身分入讀第三年課程，兩年後便可取得學士學位。

63. 內地大學的學費普遍較便宜，一年的學費一般低於10,000人民幣。即使香港學生由於屬非內地居民而需支付較高的大學學費，金額仍低於教資會資助香港院校每名學生的費用。

64. 隨後有關研發開支及專利權的討論來自Lau and Xiong (2015)。

圖 24：研發開支佔經濟生產總值比率：G-7 成員國、四個東亞新興工業經濟體、中國和以色列



資料來源：經濟合作與發展組織 (OECD)

現時香港研發開支佔本地生產總值 0.73%，其中 55% 屬公營開支（包括政府和大學等其他公共機構的開支），私營機構則佔 45%。這與在其他經濟體系中，私營機構佔研發開支較大部份的情況恰好相反。例如，以色列的公共研發開支只佔總研發開支 16.7%、南韓佔 19.5%、日本佔 22.9%、內地佔 23.8%、美國佔 25%，及新加坡佔 38%。

香港應大幅增加研發開支佔本地生產總值的比例。Tsui, Lun and Cheung (2015) 為團結香港基金撰寫的「香港創新科技業概況研究報告」中，建議特區政府在未來十年把政府資助研發開支佔本地生產總值的比例由現時的 0.4%（55% 乘以 0.73%），提升至 1%。我們建議政府應訂立長遠目標，在未來十至二十年內，把總研發開支增至本地生產總值的 4%，與以色列、南韓和深圳看齊。相比現時 0.73% 的比例，此目標可謂相當進取，但有見其他與香港競爭的經濟體（包括內地及世界各地）均已轉型至創新驅動型經濟，此增長目標對維持香港的競爭力更顯必要。因為只有透過持續的創新發展，才能製造更多高薪職位，持續地提升香港實質人均可支配收入的水平和增長速度。

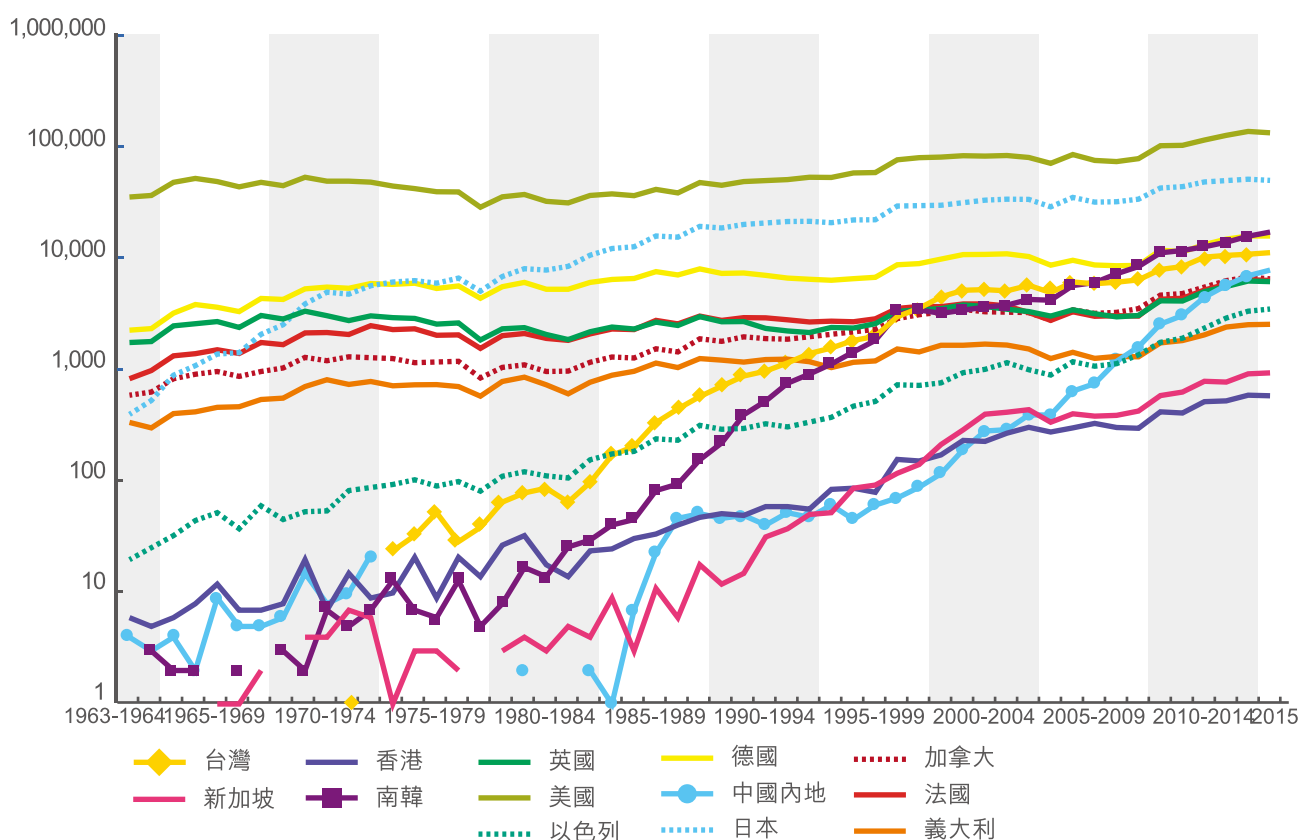
若香港研發開支的長遠目標是要達至本地生產總值的 4%，當中政府所佔開支的比重應與新加坡一致，即約 40%。這意味政府資助研發開支應由現時佔本地生產總值的 0.4%，提升至約 1.6%。其實此目標並非遙不可及，只要把政府資助的研究項目的首席研究員總薪酬和相關支出包括在內，已能輕易把政府資助研發開支倍增至本地生產總值的 0.8%，即使研發規模的實際增長不多⁶⁵。若研發規模能在未來十年倍增，政府資助研發開支的比重便可達至本地生產總值的 1.6%。

65. 這是因為在現有的規定下，政府資助的公立大學研發項目不能將首席研究員的薪酬計算在研發項目開支內。所以在運作上，為了減輕首席研究員的教學工作，令他們有更多時間從事研究，公立大學需承受代課教師薪金成本。若把首席研究員的薪金計算在內，研發項目的實際開支將明顯上漲。詳情見劉麥嘉軒(2016)的論述。

不過，這亦意味在未來數十年內，非政府資助的研發開支應由佔本地生產總值的 0.33% 增至 2.4%。政府需制定積極進取的政策，才可達成如此進取的目標。雖然部分本地研究機構有足夠的競爭力爭取到內地或海外其他國家/地區的企業或撥款機構的資助或合同，但大部分的研發開支仍以私營機構資助的項目為主。政府必須鼓勵私營機構以創新創意及市場觸角去增加研發投資。因此除了增加公營研發開支，政府亦可以透過土地、稅務及知識產權註冊與保障政策，製造合適的條件、環境和誘因，鼓勵更多來自非政府（特別是私營機構）的資金去支持不同的研發項目。稅務誘因上，政府可以容許企業在計算應評稅利潤時，在營業收入中雙倍扣除它們的研發開支。當創投公司在港投資失利時，容許他們將有關虧損從目前或未來的收入中扣除。在知識產權政策上，政府可以加強本港對於專利權、版權、商標、商業秘密及工業知識的保障。政府亦可以為本地及海外私募基金及創投公司提供誘因，吸引他們把全球或區域總部設於香港，以及吸引他們注資以香港為基地的初創公司，協助獲注資成功的初創公司於香港（或深圳）上市，或以其他方式離場。

另一有效顯示國家創新能力的指標是每年的專利授權數目。圖 25 展示美國每年向各國公民（包括美國公民）批出的專利數量。過去四十年間，美國鶴立雞群，2015 年有 140,969 項專利授權。位居第二的日本同年有 52,409 項專利授權。（由於這些專利由美國審批，不排除有主場優勢；不過，其餘國家和地區之間的比較應沒有偏頗。）1980 年代中期以前，美國每年向內地批出的專利授權僅屬單位數字，但在 2015 年的專利授權數目已大幅升至 8,166 項。南韓和台灣 2015 年分別獲美國授權 17,924 和 11,690 項專利。香港則再一次在四個東亞新興工業經濟體中排名最低，2015 年只獲 601 項專利授權。

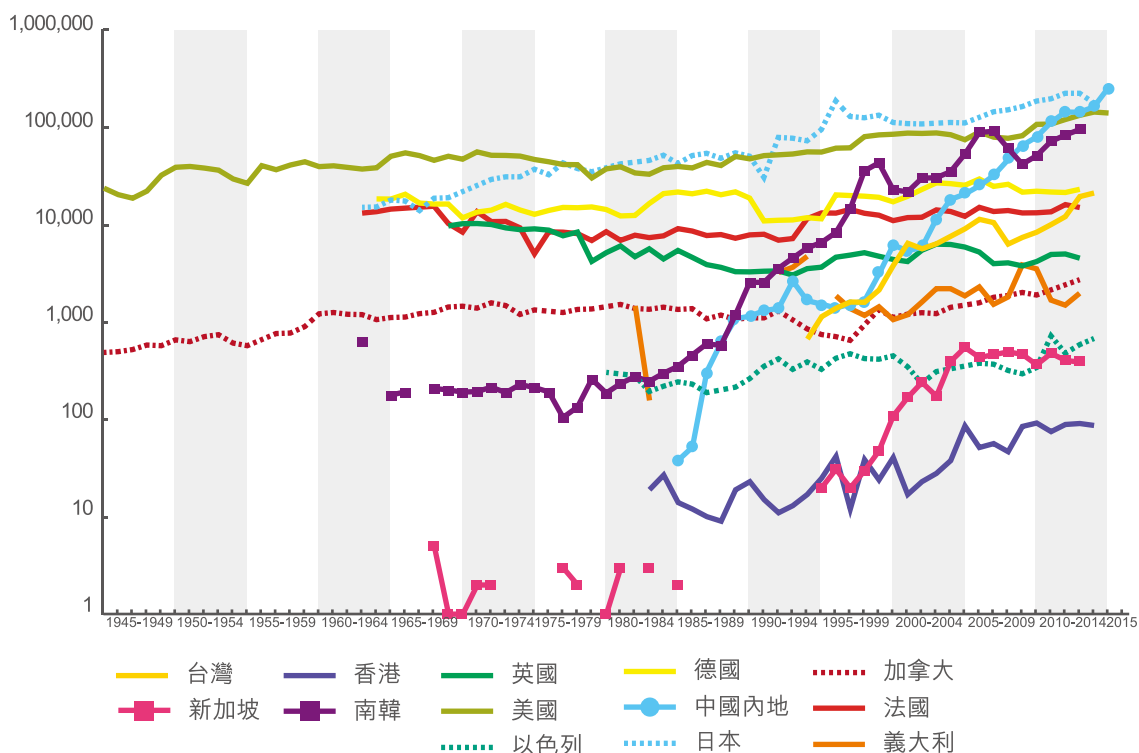
圖 25：美國專利授權數目：G-7 成員國、東亞新興工業經濟體、中國和以色列



資料來源：美國專利及商標局

2015年，內地向國內的發明批出了256,000項專利，是全球批出國內專利最多的國家，超過美國同年批出的140,969項國內專利（見圖26）。香港再次排名最後，2014年只批出88項本土專利⁶⁶。內地近年開始認真保障知識產權，已在北京、上海及廣州設立知識產權法院，專門處理有關案件。

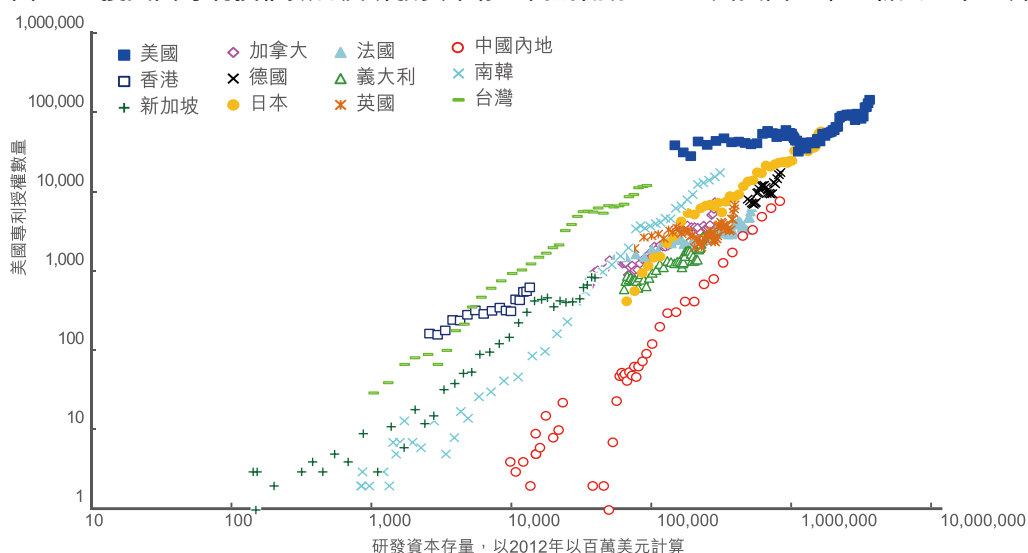
圖 26：每年申請者於本土獲專利授權的數目：G-7 成員國、東亞新興工業經濟體、中國和以色列



資料來源：世界智慧財產權組織，美國專利及商標局，中華人民共和國國家知識產權局中國知識產權年鑑

研發投入一般需要多年才能得出具體有用的成果，因此應視之為資本。一個國家或地區的研發資本存量可以定義為累計過去實質研發開支，減去每年10%的折舊。這個定義下的研發資本存量與專利授權數目有直接的因果關係（圖27把每個國家或地區每年獲美國授權的專利數目與同年的研發資本存量比較）。圖27顯示當一個經濟體擁有較多的研發資本存量，一般都會有較多的美國專利授權，香港和內地亦不例外。

圖 27：獲美國專利授權數目及研發資本存量間的關係：G-7 成員國、東亞新興工業經濟體和中國



66. 不過值得一提的是，同年香港獲601項美國專利授權。這是由於大部分投資者及資助有關研究的公司，考慮到香港市場潛力小，相比在港申請專利，商業上會偏好於美國申請專利，近年亦著重於內地申請專利。

然而，不論是發明新產品、新服務還是新製造方法，創新總需要一定的固定成本，而這成本要在龐大及具潛力的市場中才能容易及有效地被攤銷。因此，成功成為東亞地區的創新中心，打入內地市場對香港有舉足輕重的作用。香港的發明必須同時獲得內地和美國批出專利授權，才能充分發揮其商業價值。香港政府相關部門應與內地專利機關達成兩地專利互補協議（或加快審批已經對方批核的專利申請⁶⁷）。香港的創新產品若不能進入龐大的內地市場，將難以取得商業成功，而即使能打入內地市場，在沒有內地專利的保障下，也會徒勞無功。若香港能與內地達成專利互補的協議，香港的發明和創新業界便能輕易取得內地市場的入場券。此舉亦有望吸引外國發明家來港申請專利，以獲取內地的專利保障，這更可惠及由香港貿發局建立的知識產權交易平台。

除了市場潛力龐大，內地亦可作為香港發明的製造基地。2006年成立的航拍初創企業大疆創新科技有限公司（大疆創新）便是一個好例子。大疆創新的產品在香港研發，在深圳製造，然後分銷到內地以至世界各地，現在已成為全球首屈一指的無人機設計和製造商。

作為創新中心，香港亦必須加強對本土知識產權（包括版權）的保障。在保障科技創新之餘，亦需推動書本、設計、戲劇、時裝、電影、音樂、繪畫及雕塑等創意藝術的發展和商業化。

總括來說，人才、研發資本和創投的結合能為香港經濟，甚至為內地和東亞整個地區創造極大的價值。以矽谷和 128 公路為例，前者於史丹福大學附近建立，後者在哈佛大學和麻省理工學院周邊發展，沿路有多家高科技公司相繼創立。自 1960 年代起，這些以研究為主導的高等學府一直是創新意念的搖籃，不斷帶領美國的創新發展。香港若能大幅增加對人力資源及研發方面的投資，特別是本地大學的研發投資，亦有望從後趕上。香港亦可與深圳合作，推動兩地的優質高等學府從事基本研究及應用研發，藉著深圳密集的高科技產業及內地市場的龐大潛力，成就區內的創新發展。

活躍的創新科研，配合風險資本，加上龐大的市場潛力及離場機會，均能成就創投和創投資本家的蓬勃發展，匯聚創新者、發明家和企業家。香港應成為富有創新意念的人籌集資金的地方，亦應成為資本擁有者尋找投資機會的地方。眾所周知，創投的成功率極低，十間初創企業中只有不多於一間能夠成功，所以政府較罕有去注資這些企業，因為它們將要承擔損失，即使這些損失是可以預料。但香港可與深圳攜手合作，充分利用兩地的優勢，包括大學、研究機構、高科技企業、金融機構，以及港交所和深交所，致力發展成為東亞地區的矽谷及納斯達克。

67. 其中一個方法是協議雙方共同認受已獲批本土專利權的申請者所提交的工作文件。



7. 香港作為國際創意藝術中心

7. 香港作為國際創意藝術中心

香港可以致力成為東亞的國際創意藝術中心，吸引不同領域的創意專才來港定居，例如建築師、藝術家、設計師、電影製作人、攝影師和作家等。香港坐擁國際都會及中西文化薈萃的優勢，造就了「結合傳統與現代，融會中國與西方」⁶⁸的獨特能力。

在七十年代，香港曾是僅次於日本、屬東亞第二重要的電影製作中心，但現時已被南韓超越。不過，香港電影業乘勢再起的條件已經成熟，內地院線票房收入急速增長是重要的推動力。內地很大可能會超越美國，成為全球最大的電影市場。香港製作的電影可在內地放映，而且內地對與海外及華人（包括香港）電影公司合拍的電影均設有進口優待，這亦提供一個額外的誘因吸引了不少海外電影製作者以香港為製作基地，而華納兄弟就是其中一間電影公司在港設立生產公司。此外，香港面對的限制較少，為電影製作提供更靈活及更自由的創作環境，亦能製作出同時吸引中西方觀眾的作品。為支持香港的電影業進一步國際化，香港應努力發展其國際電影節，成為一個可媲美康城影展及威尼斯電影節的國際級盛事，吸引世界各地的優秀作品參展。香港具備成為東亞荷里活的龐大潛力。

除了電影製作，香港也可以鼓勵美術（如繪畫、雕塑及書法）、文學及音樂的製作與發行。香港的畫廊和博物館數目不斷增加，包括發展中的西九文化區。巴塞爾藝術展成績不俗，藝術品拍賣會亦在港蓬勃發展。

香港在其他領域也獨具優勢，包括廣告服務（香港是海外供應商進軍內地市場的理想據點，反之亦然），翻譯和即時傳譯服務（香港可以成為中英雙語翻譯及即時傳譯的中心），以及托管書籍、音樂和電影的流動串流服務提供及供應相關內容。

68. 此為香港中文大學創校校長李卓敏教授的名言。



8. 香港作為國際專業服務中心

8. 香港作為國際專業服務中心

服務業是香港經濟的優勢之一。除了第五章已經討論過的金融服務業，以及旅遊服務業外，香港的教育、醫療保健和法律服務，均對推動整體經濟和促進就業兩方面愈來愈重要⁶⁹。

服務業的發展方向應讓香港成為一個「目的地」，而非只是一個過境 / 轉運站。若香港能成為一個「目的地」或「樞紐」，將能更容易留住就業機會。樞紐是一個讓大眾聚集的地方，以彼此的連結互動甚至促成交易為目的，從而在有關過程中創造價值，這正是一個潛在供應連繫上潛在需求的地方⁷⁰。

各界的預設期望是一個樞紐的成功關鍵，若潛在供應及需求均預期能在樞紐中滿足其所需的需求 / 供給，雙方便會在樞紐聚集並完成交易，從而成就一個成功的樞紐。樞紐成功與否亦繫於人流的多寡，簡單而言，人流越多越好，而人流量取決於大眾對樞紐的預設期望，同時亦有著自我實現預期的特質。因此任何能增加人流的措施，均能對香港有所裨益。

在全球一體化的年代，所有可以遷移到更低成本地區的職位都會被遷移，香港亦不能倖免。因此，香港政府有責任確保所有永久居民，不論技術高低，均能獲得充分和穩定的就業。現時大部份在輕工業及後勤辦公室的低技術職位已遷離本港，餘下的皆是為在港人士（包括本港居民、或如旅客等短期居留人士）提供服務的職位。只要旅客持續訪港，這些職位便不能被遷移，但此類工作的工資不高。其中一個挑戰在於要創造更高薪的職位，又不能過於倚賴易受不同因素影響的旅遊業，並同時提升勞工的技術水平，讓他們能勝任更高薪的新職位。

服務業的另一優勢是它對環境的負面影響很少，只需極少的人才投入及土地空間等固定投資，因此不需直接或間接地消耗大量能源。

香港作為國際教育樞紐

香港應致力發展成為東亞地區的國際教育（及研發⁷¹）樞紐，樞紐，仿倣國際教育樞紐典範的波士頓。大波士頓地區擁有全球其中兩所最優秀的大學—哈佛大學及麻省理工學院，吸引來自世界各地最有才華的教授和學生。此外，該區亦雲集多所著名學府，如塔夫斯大學、衛斯理學院、波士頓大學、布蘭迪斯大學、波士頓學院，以及其他如東北大學、巴布森學院和伯克利學院。總的來說，在波士頓方圓 50 里範圍內，可能有近百所大專院校，大部分均以私營但非牟利的方式營運。它們組成了

69. 與創意藝術相關的專業服務，如廣告、市場推廣和設計等，已在第七章進行探討。

70. 例如讓賣家連結買家，或讓老師招收學生的地方。

71. 就香港發展成為國際研發中心的討論請見上文第六章。

一個深受全美以至全球傑出學者和新生青睞的國際教育樞紐。這是一個充滿活力知識及創新的社群⁷²。哈佛大學和麻省理工學院的存在自然能吸引最頂尖的教職員及學生進駐該區。此外，位處大波士頓區的眾多大專院校能提供多樣化的選擇，滿足不同能力、喜好、品味和財政預算的學生，大大增強該區的吸引力⁷³，來自四面八方的本科生或研究生均嚮往入讀這些大專院校。而這些學府的研究生，包括哈佛大學和麻省理工學院，在博士學位畢業後一般都傾向留在該區，以便與他們的指導教授及同窗保持聯繫，正好成為了該區大專院校教職員的重要來源。基於當地無論對教授或學生均有很大的需求，令大波士頓區匯集了來自各地正在物色教學和研究機會的教授及尋找入學機會的學生。這些大專院校（及研發機構），以及他們孕育的高科技公司，亦順理成章成為了該區的主要僱主，創造了大量不能被遷移的就業機會。

香港能否仿效波士頓，成為一個成功的國際教育樞紐？這絕對有可能，但或許需時十年甚至更久，且堅持不懈的努力⁷⁴。波士頓的成功要素有二：第一，哈佛大學和麻省理工學院擁有世界一流的地位，就像磁鐵般能吸引各地具學術抱負的人才；第二，大量多元化的大專院校為大波士頓的高等教育「市場」實現規模經濟（亦稱「聚集經濟效應」），即尋找工作教授的總能覓得教席，而待學的學生亦總能找到入學機會。

為了成為東亞地區的波士頓，香港需要持續投入額外的資源，致力提升其中一至兩所研究型綜合大學至國際最高的卓越學術標準，讓香港可在世界高等教育版圖上佔一席位。這將有助招攬世界各地最優秀的教授及學生來港。有見及此，政府應實行「角色分工」，專注扶植一至兩所高等學府的基本研發與應用科研，以及支援有關的研究生，並應鼓勵私營機構跟隨，例如提供基金配對資助。「角色分工」意味每所大學或學院，特別是公立學府，均不應依照相同的使命、責任及財務預算來運作。例如，有的可以研究為主導，有些專注於特定學科，其他則可以側重於教學。由於不同能力、抱負和志趣的學生需要不同種類的大專院校去培養所長，香港的大專院校不能全都立志成為世界級卓越的研究型綜合大學。政府亦沒有必要向所有公立大學及學院提供相同程度的資助，即為每一所學府相同學科的學生提供一樣的補貼。然而，因為「角色分工」意味有些學府將享有更優惠的待遇，所以未必受所有人歡迎。但在資源有限的情況下，若我們對所有學府都一視同仁，則沒有學府能達到世界級地位。

有近 4,000 萬人口的加州公立高等教育體系正是合理角色分工的範例。教育體系的頂層有加州大學系統屬下的多所研究型綜合大學，校園分別設於柏克萊、洛杉磯、聖地牙哥、聖塔芭芭拉及其他城市。中層有加州州立大學系統，以本科教育為主，只提供有限度的研發支援，分校包括三藩市、聖荷西、洛杉磯等。而在最底層，城市及社區學院系統則由各校區營運，主要提供副學士課程，部份學院亦提供常規學士學位課程，但教職員幾乎不用從事任何研究。鑑於公眾對高等教育的需求多樣化，在有限的資源下，加州所採用的系統實屬明智。以教學為主的大專院校所需的成本結構確實遠低於研究型綜合大學。

不過，只有強勢的政府才能落實把額外的研究資源撥付予一至兩所特定的公立大學。另一實行「角色分工」的方法是將現時一間或以上的公立大專院校私有化，把它們轉型為非牟利機構，由各校的獨立管治架構管理。如此，各學府均能自由靈活地自行發展。政府可以繼續提供基本資助，對每一位入讀此私營學府的香港永久性居民給予相同的補貼。政府的資助開支基本上和以前相同，但各學府則可自

72. 請見上文第六章有關128公路地區的討論。

73. 尤其該區有足夠的學額滿足本地對高等教育的需求。

74. 這的確需要長時間的投入，但絕對值得，而我們總需要踏出第一步。

由訂立學費、籌集資金、為有需要的學生發放獎學金、專注於研究或任何其他方向以達至世界一流的地位。一個教育樞紐應允許各種公立或私營（包括非牟利）大專院校能夠按照其發展方向訂立合適的成本結構、收入需要、學費及重點學科。

若香港要發展成一個國際教育樞紐，必須顯著提高本港高等教育界可提供的學額總數。有關增長可來自提高現有大專院校的收生人數，及增加院校數目⁷⁵。然而，單靠政府資助來增加高等教育的入讀人數並不可能。香港要增加大專院校的數目，相對較便捷的方法是透過成立新的私營兼非牟利大學及學院。興建學府的資金可來自個人、基金會、宗教機構，甚至非本地學術機構。政府應鼓勵和支持有關發展，同時探索在高等教育界運用遙距教學與互聯網的高科技替代方案，就像本地的香港公開大學和美國鳳凰城大學的教學模式，以及「大規模開放式在線課程（MOOCs）」⁷⁶。我們必須設法摒棄，私營學府只為牟利或維護其創辦人的利益而令教學素質必然偏低的概念。

眾所周知，美國擁有多所優秀的私營非牟利大學，如哈佛、麻省理工、耶魯、普林斯頓和史丹福大學。日本亦有許多著名的私營大學，如慶應義塾大學和早稻田大學。至於人口約 5,000 萬的南韓，其高等教育入學率超過九成，但全國只有 11 所政府資助的國立大學，分別位於 11 個行政區。最頂尖的韓國大學為首爾國立大學，排行第二的延世大學及第三位的高麗大學均屬私營。台灣方面，有指當地的高等教育入學率超過 100%，當地亦有很多私營大學如東海大學及元智大學。

不過，香港在增加招收非本地學生之前，必須先滿足本地對專上教育的需要。若本港未能滿足本地永久居民的需求，卻意圖成為一個國際教育樞紐，這在政治上站不住腳。因此，香港應計劃把本地入學率提升至最少 40%。非本地學生的人數相對本地學生的比例不能太高，如非本地本科生不應超過 30%（與目前的 20% 相比），但應容許招收較高比率的非本地研究生⁷⁶。非本地的本科生及修課式研究生應屬自資模式，並應繳交非本地居民的學費，以彌補學校的全部邊際成本。對於那些真正優秀的非本地尖子，則可授予獎學金。在香港及不少國家⁷⁷的公立高等教育界別，向本地及非本地學生收取不同學費均屬常規。只要非本地生的學費足夠彌補院校招收額外非本地生的所有邊際成本，此做法無論對本地生、大學以至香港都更有利。

香港能夠吸引非本地學生來港，是因為本港於多個學術領域出類拔萃，得到東亞地區以至全球的認可。香港的大專院校應能為非本地生提供高質素，或其本土國家和地區未能提供的特定學術領域的教育機會。這些學生應得到如客戶及消費者的待遇。因此香港的大專院校需向香港居民以及來自世界各地的學生提供最高質量的教育，從而羅致全球最頂尖的精英⁷⁸。

假若香港變成一個國際教育樞紐，將可帶來什麼裨益？首先，擴大高等教育規模將會吸引更多專才來港，並定居發展，有助加強及提升整體勞動力的質素，保持香港的競爭力。

其次，國際教育樞紐能創造大量需要不同技能的永久職位，這些都是不能被遷移的就業機會。教席相對穩定而且高薪，為滿足日漸增加的本地及海外學生而創造的服務性職位，雖與服務訪港旅客的工作相似，但不會受經濟周期影響而出現

75. 正如上文第六章的討論，政府應該支持製造更多銜接機會，讓有意進修的副學士畢業生能銜接升讀學士學位課程。

76. 國密西根州屬下的公立學府密西根大學，州外（包括美國境外）學生佔全校入學率約35%。而入讀位於大波士頓區大專院校的學生，則有至少一半來自該區以外。

77. 例如，海外本科生在劍橋大學和牛津大學的學費約為24,000英鎊，即相等於每年240,000港元。英國其他大學的學費相對較低。

78. 美國是其開放高等教育體系的重大得益者，其教育制度幫助該國成功招攬全球最有才華的學生。即使這些精英的國家及地區已為他們的18年成長及教學付出了全部成本及努力，但許多學生在畢業後選擇留在美國，為美國的經濟和社會作出顯著的貢獻。

重大變化，較為穩定及長久。此外，海外學生數目上升，將間接帶動其父母及親友來港旅遊消費。只要把香港打造為成功的國際教育樞紐，每年便可為本地服務業帶來持續的需求。

第三，香港可充當東亞地區的人才培訓中心。包括內地的非本地學生在香港接受全日制高等教育，受香港的生活文化薰陶，耳濡目染，可培養出對香港的了解、認同、甚至歸屬感。無論他們學成後選擇留港與否，都對香港百利而無一害。若這些學生學成後選擇留港發展，就能擴大香港的人才庫。假若他們選擇畢業後回到他們的國家或地區，亦能成為香港的親善大使。

第四，香港本地學生有機會接觸不同國家及文化的人士，擴闊眼界，在這個愈趨全球化的國度上佔有優勢。

最後，擴展高等教育有助香港邁向知識型經濟，創造高技術及高薪職位以取代低技術職位，同時有助提高香港居民的平均收入水平。面對內地及東南亞城市的廉價土地及低勞動成本，知識型經濟可讓香港保持其相對優勢。

香港具備什麼優勢成為國際教育樞紐？香港雲集吸納人才的要素：行動自由、言論自由、完全的學術自由，以及線上線下皆不受限制的資訊自由。新聞自由亦是全球數一數二的。香港奉行法治傳統，保障知識產權，而且居住環境舒適安全⁷⁹，加上通訊及交通網絡四通八達，聯絡和來往中港或東亞地區都非常方便。香港沒有資本管制，資金可自由進出。對外國人來說，香港是認識中國及中國經濟的理想地方。最後，香港社會奉行雙語，中英並重，是東亞地區內少有在學在職甚至生活上都能英語通行的地方。

要增加大專院校的數目，香港應鼓勵、提倡及支持設立私營兼非牟利的大學及專上學院。那麼香港政府可以做什麼？政府可從多方面以直接或間接形式提供支援。

首先，香港寸金尺土，故土地成本是發展一大障礙。只有政府願意向大學及專上學院以象徵式租金（例如每年 1 港元）提供土地興建校園，才能發展全新的私營非牟利教育學府。要避免土地可能被變更為商業用途，租約應納入嚴格條款，沒有特區政府的同意，嚴禁改變土地原有用途或出租予其他機構，而且政府擁有准許或拒絕的絕對權利。

第二，新辦的大專院校要吸引本地及海外學生就讀，香港必須為新的大學及專上學院在香港、東亞地區以至全球訂立一個具公信力的公共或準公共認證系統。此外，香港要確保已認證的大專院校所開辦的課程或頒授的相關學位，能獲得香港以及海外學生所屬國家或地區認可，以保障他們的就業前景（包括公共機構的職位）。要讓香港的學位獲得認可，香港可能需要同時選擇性地承認部份國家或地區的學位資格⁸⁰。

第三，從上述觀點引申，香港應建構雙邊認可專業資格的制度。專業資格雙邊認可的難度更高，但應可按個別專業與特定國家或地區磋商。舉例稱，香港出身的會計師在專業機構考獲專業資格後，可以在其他國家或地區從事會計相關的工

79. 撇除居住成本偏高的因素。

80. 香港並不需要承認所有國家或地區所頒授的學位，但香港確實需要認可部份學位的資格，如該國家或地區最優秀的高等學府的學位，因此香港應著手計劃及制定有關學位認可的程序。

作。酒店管理專才應可與會計師的情況相若。難度最大的應是醫療及法律的專業資格，但仍需要達至某程度上的雙邊認可。

第四，要吸引最優秀的專才來港工作，無論其應聘的是長期或短期職位，政府應為教授提供更靈活的工作簽證安排。政府應與內地、美國及其他國家和地區簽訂避免雙重課稅的條款及協議，讓非本地教授可享雙重課稅寬免，同時降低本港大專院校聘任他們的淨成本（見 Ayesha Macpherson Lau (2016)）。

第五，政府應考慮提供更多優惠政策，以鼓勵私人捐款予公營及獲認證的私營非牟利大學、專上學院及其他大專院校。例如，有關捐款可從應評稅收入中作雙重扣除，並調高可獲扣除的捐款上限，或由政府提供配對資助。

第六，政府亦可考慮向非本地的全日制學生，簽發多年可供多次入境的學生簽證。政府亦可考慮放寬非本地學生於香港實習的規限，畢竟本地學生都有獲得內地和海外的實習機會。對於畢業於本地大專院校的內地學生，政府對他們留港求職、工作以及申請永久居留權方面的規定已相當寬鬆，基本上他們在港讀書的年數亦可計算在七年的所需居港年數內。香港可考慮將有關特惠政策擴展至其他非本地學生。

從本地經濟生產總值及就業市場的角度來看，高等教育可以成為香港其中一個主要「產業」，尤其當私營（非牟利）界別的參與度明顯提高時。正如第六章所述，高等教育、科研及創新環環緊扣。香港發展成為國際高等教育樞紐是一項長期事業，需要政府、市民、企業、教育機構及教育工作者的長遠承諾，但此發展有助香港向知識型經濟邁進一大步。

香港作為國際醫療保健樞紐

香港具備成為東亞地區國際醫療保健樞紐的潛力，成為專門為區內各種奇難雜症的病人提供進一步檢驗、測試、診斷及治療的地方。病人會從四面八方來港求醫，就像香港的病人會到美國接受治療一樣。內地及東亞地區對醫療的潛在需求相當龐大，因為很多國家或地區未能提供高質素的醫療服務，而且即使病人能負擔醫療費用，亦因一定限制而未能在本土得到最佳的治療，所以會遠赴本港求醫。

不過，香港要發展為醫療保健樞紐，必須大幅提高其醫療系統的負荷能力，例如增加醫生、護士及床位的數目。若本地病人未能夠獲得及時充分的照顧，香港亦不能成為國際醫療保健樞紐。儘管香港有明顯潛力把醫療保健打造成重點服務行業，能吸引大量私營或非牟利界別的參與，增加對醫護專才的需求，並製造更多相關職位，但在中短期內，本港的醫療體系仍面對供應短缺，特別是醫生人手不足的壓力。香港在發展成為醫療保健樞紐上享有獨特優勢，因本港的醫護人員能融合西醫學及傳統中醫學之長，提供最優質的治療。當香港醫療保健服務的規模擴大，亦可反過來帶動相關研究及發展。

香港作為國際法律服務樞紐

香港奉行普通法由來已久，未來亦會繼續奉行普通法。擁有悠久的法治傳統，有效且公平公正的司法制度，加上大量專業法律人才，香港可成為東亞地區的國際法律、仲裁、糾紛調解及解決中心。香港可以為內地企業投資海外及外資機構投資內地時，提供必要的法律與相關服務以及基建配套支援。香港更可以為「一帶一路」項目的所有參與者提供法律相關的服務（見下文第十章的討論）。當然，若服務整個東亞地區的證券市場能成功實現，將為香港帶來大量持續的來自本地、內地以及海外客戶的法律服務需求。

9. 珠江三角洲的經濟合作

9. 珠江三角洲的經濟合作

香港未來的經濟能否更上一層樓，將取決於與鄰近地區的關係。香港應該利用其背靠內地的地理優勢，與廣東（包括深圳）特別是珠三角，以及澳門和中國南部地區緊密合作。廣東（包括深圳）是香港的天然經濟及金融腹地，有潛力為香港提供一個龐大的市場，尤其在服務業領域。首要一步，香港必須向這腹地的企業及居民提供最優質的金融、教育、醫療保健、法律及其他專業服務，讓他們毋須到其他地方尋求或自行發展有關服務。假若香港不能得到這班潛在客戶的青睞，香港在成為卓越國際金融及服務中心的路上將荊棘滿途。

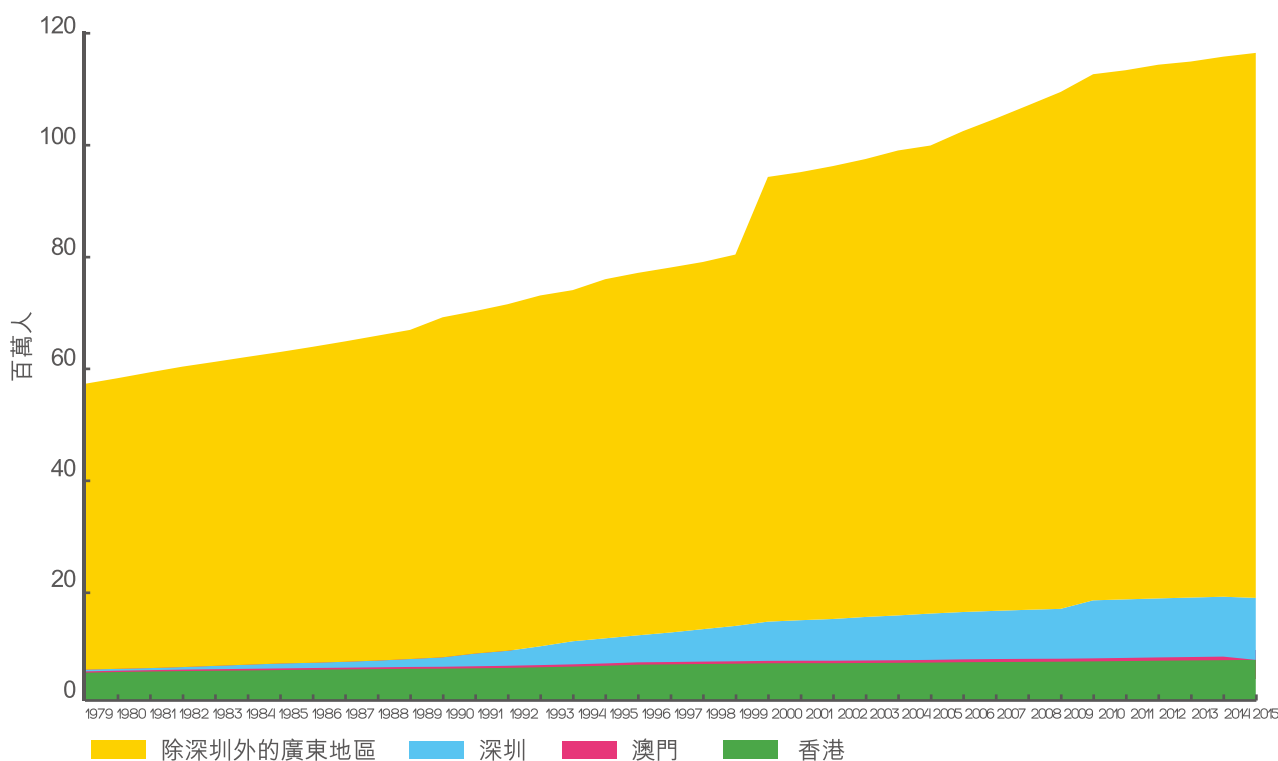
圖 28 顯示了香港如何成為珠三角經濟區的領頭羊，帶領廣東省九個城市，包括東莞、佛山、廣州、惠州、江門、深圳、肇慶、中山及珠海，再加上香港及澳門兩個特別行政區。珠三角經濟區將會發展成一個大都會，2015年總人口已近6,700萬人，經濟生產總值超過1.32萬億美元。

圖 28：香港作為珠三角大都會的一部份



大珠三角地區及泛珠三角區域的核心正是廣東省（包括深圳）及港澳兩地，因此香港應該採納「為鄰居服務」的策略。廣東（包括深圳）於 2015 年的人口⁸¹為 1.0849 億人，為內地人口最多的省份。若加上香港（732 萬）及澳門（65 萬），整個地區的總人口將達至 1.1646 億人，超過德國的 8,300 萬人，追上日本的 1.27 億人（見圖 29）。2015 年廣東的經濟生產總值為 1.122 萬億美元，相等於香港 3,100 億美元的 3.6 倍，同時也是內地經濟生產總值最高的地區，佔內地整體經濟生產總值 10.76%。澳門的經濟生產總值為 461.8 億美元。若將廣東、香港及澳門 2015 年的經濟生產總值合併計算，則高達 1.48 萬億美元，相等於內地整體經濟生產總值近 14.2%（見圖 30）。2015 年廣東的人均經濟生產總值為 10,339 美元，香港及澳門分別是 42,430 美元及 71,984 美元。若把三地一併計算，人均經濟生產總值則有 13,541⁸² 美元，高於發達經濟體 10,000 美元的門檻（見圖 31）。2015 年廣東的國際貿易總額為 1.02 萬億美元，相當於內地整體國際貿易總額的 25.9%。若分開進出口計算，2015 年廣東佔內地出口約 28.3%，進口則佔約 22.6%，是內地所有省市中佔比最高的地區⁸³。

圖 29：香港及其鄰近經濟體的人口（百萬人）



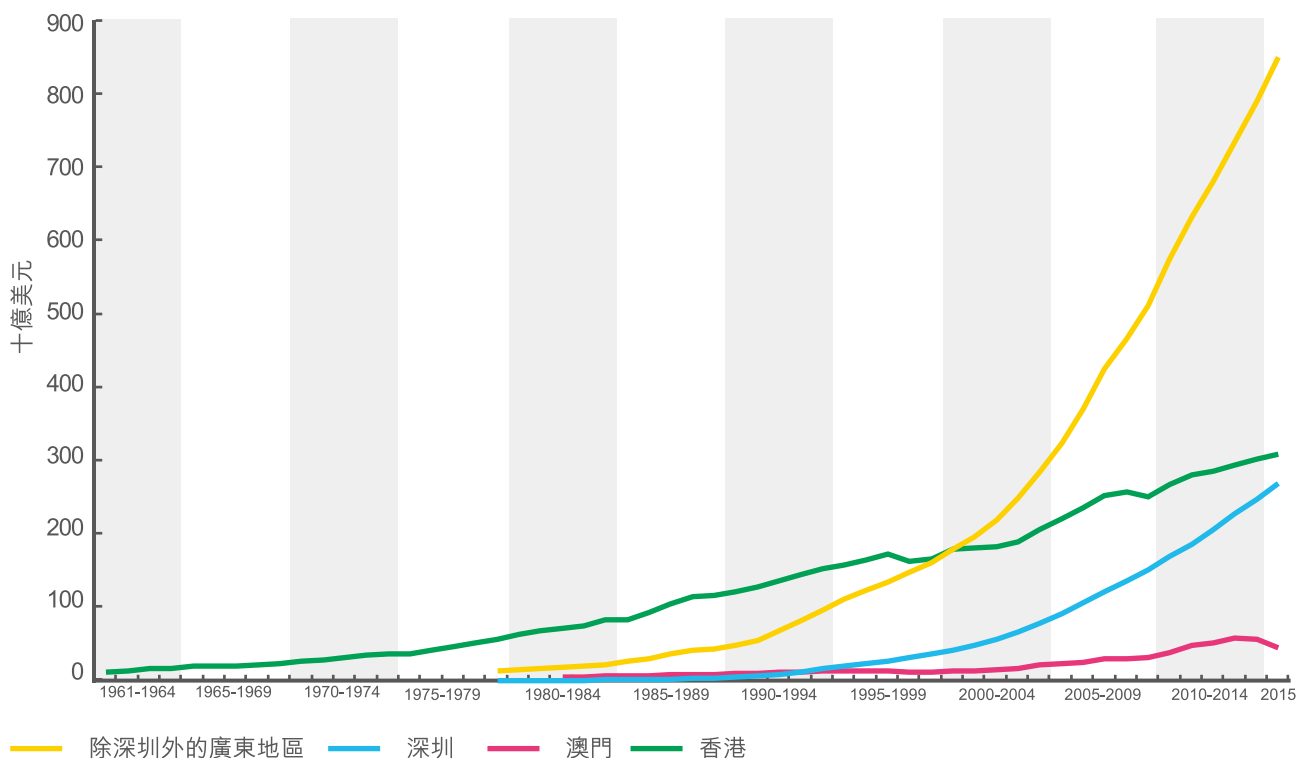
資料來源：香港政府統計處，IFS

81. 所有人口數字均為年底數據。

82. 廣東、深圳、香港及澳門的數據分別來自所屬政府的統計機構。

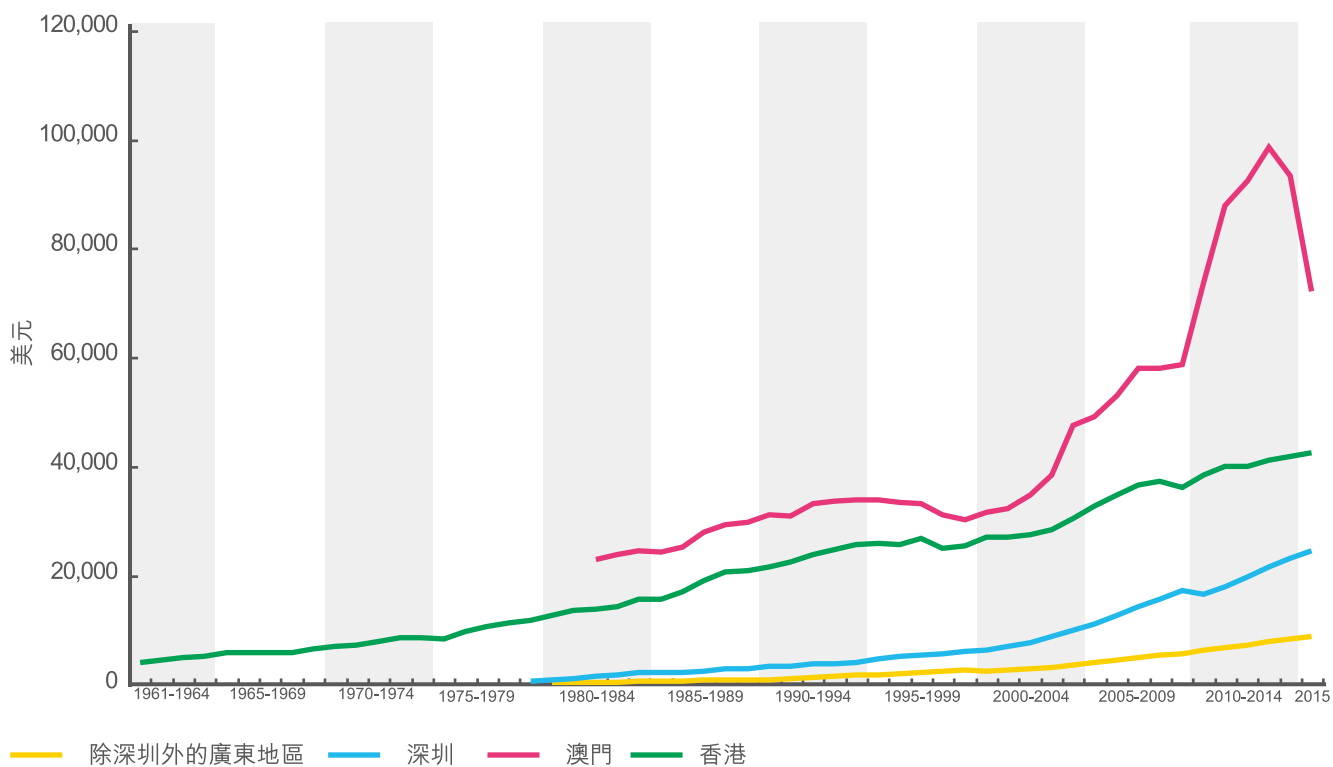
83. 90年代，廣東佔內地國際貿易總額高達40%。當然，值得注意的是廣東佔內地出口的增加價值，與其佔內地總出口貿易額的份額比較，可以存在很大的差異。

圖 30：香港及其鄰近經濟體的實質經濟生產總值（按 2015 年價格計算，十億美元）



資料來源：中國數據在綫，深圳統計年鑑

圖 31：香港及其鄰近經濟體的實質人均經濟生產總值（按 2015 年價格計算，美元）



廣東、深圳、香港及澳門的經濟是相互補足。廣東（包括深圳）擁有多元化的工業基礎，輕工業、重工業⁸⁴及高科技工業⁸⁵兼備，但在教育、醫療保健及科研方面的發展則相對較弱。現時香港只餘下極少數，甚至可說已沒有任何工業，特別是高科技工業，惟我們卻擁有世界級的研究學府，如香港大學、香港中文大學和香港科技大學，能提供科學、科技及醫學領域的專才及科研技術。與此同時，香港具備強大且成熟的金融業，可協助廣東省級政府、地方政府及企業在港發行股票及債券，募集資金。舉例稱，香港可以招攬那些仍在排隊等候往上交所上市的廣東企業，改赴香港掛牌，香港亦可助廣東省級及地方政府發行以人民幣或港元計價的基建債券。即將推出的深港通，就是香港及深圳兩地經濟合作互惠互利的最佳示範。香港未來亦可以有更多不同形式的區域合作，如設立聯合機場管理局，並以高鐵連接區內各個機場。由此可見，香港、澳門及廣東（包括深圳）有很大空間作進一步的專業化、分工及合作，從而達至多贏局面⁸⁶。

因此，與廣東保持更緊密的關係，對香港絕對有利。香港不僅鄰近廣東，兩地在語言甚至文化上亦相近。香港及廣東均以廣東話為最常用的語言，而且大部份香港居民的祖先均植根於廣東省各地。

日本雖是全球第三大經濟體，當地經濟發展卻停滯不前。按照目前的經濟增長速度，在未來十年左右，由廣東、深圳、香港及澳門共同組成的區域經濟將有望超越日本。然而，要讓這個四方經濟合作取得成功，必須讓貨物、服務、人才及資本自由流動，並共享各地的基建設施。舉例稱，港珠澳大橋落成後，在珠三角經濟區往來澳門及珠海國際機場將變得更加方便，各界亦因此可為兩地機場構想更多別具創意及經濟效益的用途⁸⁷。

廣東—深圳—香港—澳門自由貿易區試點計劃應加快啟動及推進，容許貨物及服務在自貿區試點內自由流動。當進口貨物經過關檢⁸⁸後，便能夠自由輸往自貿區內不同地方，毋須再徵收任何關稅或再進行檢查⁸⁹。自貿區試點亦可簡化區內居民的海關出入境手續，並推行學歷及專業資格互認⁹⁰，達至人才自由流動。不過，要實現資金自由流動，仍需要配合自貿區試點與內地其他地區的資本流進及流出限制，至少直至人民幣資本帳完全開放為止。

84. 例如：本田汽車、豐田汽車及比亞迪。

85. 舉例稱，深圳企業如華為、中興通訊及華大基因均是世界一流的高科技企業。

86. 由於香港鄰近深圳，兩地往來方便，加上經濟互補性強，不在政治上合作，亦會向經濟融合方向發展。

87. 舉例稱，澳門國際機場的其中一個可行角色是成為珠三角地區的私人飛機中心；珠海國際機場則可以成為東亞地區的空運及速遞服務樞紐，不僅面向內地市場，亦涵蓋東盟國家，為內地以及國際的承運商服務。

88. 內地、香港及澳門政府部門可聯合進行貨物關檢工作。

89. 這可以利用標籤方法來實行，如使用射頻識別技術（RFID）識別標記。

90. 若成功設立一個自由貿易區試點，即日來回的跨境水貨客問題（即內地及香港居民在香港購買貨物，再在內地轉售）將會消失，因為香港的進口商及批發商可直接將貨品運往深圳及廣東。



10. 香港在「一帶一路」 國家策略上的角色

10. 香港在「一帶一路」 國家策略上的角色

內地提倡的「一帶一路」策略及相關項目（包括亞投行、金磚國家開發銀行及絲路基金），覆蓋 66 個國家涉及人口 44 億、經濟生產總值達 21 萬億美元，預期需要數十年才能完成。不過，值得強調的是「一帶一路」策略與涵蓋 57 個成員國的亞投行雖明顯是相輔相成，兩者卻沒有任何直接關聯。

根據亞洲開發銀行 2009 年的報告，單計亞洲區，未來數十年所需的基建投資介乎 8 萬億至 13 萬億美元，可見基建投資的需求相當龐大。另一個報告亦預測，自 2020 年起計十年，每年的基建投資需求約 7,500 億美元。「一帶一路」策略的目的是加強亞洲、歐洲及非洲的聯繫，因此策略將對區內基建帶來龐大的額外需求。新成立的開發銀行如亞投行（法定資本規模 1,000 億美元）及金磚國家開發銀行，最多只能滿足一小部份的基建融資需求。

芸芸基建項目中，有兩類較難以募集資金：一是以發展為主導的基建項目⁹¹，另一是具重大外部效應的基建項目。其中一個以發展為主導的基建項目例子，便是 19 世紀期間興建，連接美國大西洋及太平洋海岸的橫貫大陸鐵路，當年鐵路成功帶動美國西部的經濟發展。「一帶一路」的最終目標就是將亞洲及歐洲連繫成一個大型且統一的市場。若能建立一條有效連接歐亞大陸的橋樑，就像昔日的美國橫貫大陸鐵路般，可以帶動周邊所有國家的經濟發展。具重大外部效應的基建項目例子則有城市大眾運輸系統。城市大眾運輸系統為私家車駕駛者提供高效及方便的另類交通選擇，能減低空氣污染、氣候變化及交通擠塞的問題。可惜的是，無論是以發展為主導的基建項目，還是具重大外部效應的基建項目，都難以單靠商業資本市場募集足夠的資金。

由於資金短缺，包括亞投行在內的開發銀行必須巧妙地利用槓桿，吸引私營資本參與投資基建項目的股票及融資債券。為了將道德風險降至最低，基建項目必須有來自本土政府、本土私營機構、或兩者混合的資金。開發銀行一般會承擔最長年期的融資，而中年期的融資則預期可透過商業資本市場，以發行不同形式及年期的債務證券籌措。這將需要為債務證券作風險分級甚至作貨幣掉期交易。

香港可充當「一帶一路」基建項目融資的國際金融中心，既可透過公開發行或私人配售股票及債券的方式募集資金，也能直接籌措商業貸款或發展貸款。香港同時可以嘗試為「一帶一路」項目的股票及債券設立二手市場，讓投資者進行買賣，保障流動性。與此同時，由於大部份「一帶一路」沿線的國家都是伊斯蘭國家，香港可進一步發展成為發行伊斯蘭債券或符合伊斯蘭律法的債券的國際中心。香港

91. 但這類基建項目長遠將帶來最龐大的經濟效益。亞投行及其他多邊發展金融機構應集中向以發展為主導的項目提供融資。

銳意打造服務東亞的證券市場，此目標亦符合「一帶一路」政策。香港特區政府正積極與「一帶一路」國家商討雙重稅務協議。由於「一帶一路」的另一端是歐洲，而香港與歐洲在經濟上早已建立長期緊密的關係，故香港可在推動歐洲商界參與「一帶一路」項目上，扮演一個重要的角色。「一帶一路」政策亦覆蓋東盟地區，特別是海上「新絲綢之路」的部份，同時亦延伸至南亞、中東以及非洲等地。

假如香港可以維持一個活躍且高流動性的股票及債券市場，便能為整個東亞地區帶來龐大的效益。基建項目傳統上需要較長時間才能完全回本，若香港市場可以在項目回本期間提供流動性，便可大大提高投資者的意欲，以及降低基建項目融資的有效成本。本土貨幣融資及買賣對東亞地區發展中國家的基建項目貸款人而言相當便利。此舉亦容許開發銀行善用其有限的資本基礎，資助更多基建項目。

除了協助基建項目進行融資外，香港可為基建項目提供各種類型的保險及再保險服務，亦可提供如建築、設計、工程和項目管理⁹²等一次性服務，以及會計和法律等經常性服務。此外，香港法治傳統悠久，擁有大量經驗豐富的專才，大可以成為「一帶一路」的仲裁、糾紛解決及調解服務中心。

亞投行必會成功，因為這是首個由中國牽頭及推進的多邊項目，當局絕不能讓它失敗告終。某程度上，亞投行已經在全球產生正面的影響。它的成立已成功促使美國國會最終批准如國際貨幣基金組織及世界銀行等多邊機構的資本重組計劃。儘管非洲開發銀行、亞洲開發銀行、歐洲復興開發銀行、世界銀行等多邊開發銀行之間存在一定競爭，但有關競爭皆屬良性。亞投行致力保持廉潔、綠色及精簡。我們祝福亞投行成功，並希望很快見到它在香港設立分部。

92. 舉例稱，香港鐵路公司在建造及營運城市大眾運輸項目方面擁有國際管理經驗。

11. 結語

11. 結語

本報告的主要目的是要拋磚引玉，為香港的經濟發展宏圖提出一些極具潛力且可行的建議方案。以上的建議都必須經過進一步的研究和公開討論。即使目標可能顯得進取，但我們認為只要有足夠的承擔和決心，絕非不可行。

相對於其他經濟體，香港的金融體系有一缺點，就是我們不能隨意印港元，或強行增加貨幣供應。因受制於貨幣發行局制度，每增加香港的貨幣供應，金管局便必須相應增加官方外匯儲備內的美元數目。對於值得推行的公共項目，香港的確有一定的能力以港元發債集資。但若然香港要試圖發行人民幣或美元等其他幣值的債券，則極具風險。香港在財務穩健性和融資選擇方面，更接近如希臘、新加坡和台灣等小型經濟體。香港政府亦有特別責任，確保香港低收入階層的實質生活水平不會變得越來越差。

香港必須致力挽回其競爭優勢。這意味要解決高地價，以及其引伸而來的住宅及寫字樓租金高企的問題。然而若容許土地價格下跌，政府賣地收入將會相應減少。此處我們可參考「供給學派」經濟學的說法：薪俸稅率下調可能在某些情況下反而增加薪俸稅的總收入，因為人民可能因此更努力工作，並賺取更多收入。同樣，當香港的土地價格下降，雖然政府的賣地收入必然會減少，但低地價或能起激勵作用，直接和間接地提升居民的收入及利潤，帶動政府稅收上升。

此報告提出了不同的方案，就如一個推動香港經濟長遠發展的「菜單」。香港確實有潛力超越紐約和倫敦，成為全球領先的國際金融中心。香港亦可以成為東亞地區的國際創新和創投中心、國際創意藝術中心，以及國際專業服務中心。香港更可在珠三角的經濟合作及「一帶一路」國家政策上發揮關鍵作用。要把香港發展為人才、貨物、服務和資金流動的國際樞紐是一項長期工作，需要香港特區政府、市民、公營及私營機構的持續承擔。我們需要全心全意讓願景成真。

上述建議的各個策略成功與否，亦有賴中央政府的支持。香港必須先盡其本份，制定可行的計劃和策略，再尋求中央政府的援助與支持，締造中港雙贏局面。正如在中國經濟改革和對外開放初期，香港曾扮演不可或缺的角色，未來能否繼往開來，還看我們如何取決。

顯然香港經濟仍存在巨大潛力！沒錯，香港絕對可以再創經濟奇蹟！時機就是關鍵，現在就應立即行動！



參考文獻

K. C. Chan (2015), “One-Belt, One-Road: Opportunities for Hong Kong,” the Li Dak-San Shanghai-Hong Kong Development Lecture , Shanghai-Hong Kong Development Institute, The Chinese University of Hong Kong.

Carol Hsu and Sia Siew Kien (2015), “Prospects and Challenges of the Development of ASEAN Exchanges,” SWIFT Institute Working Paper No. 2014-001.

Ayesha Macpherson Lau (2016), “Recommendations for Enhancing the Eco-System of Innovation and Technology in Hong Kong,” unpublished paper, March.

Lawrence J. Lau (2015), “The Sources of Chinese Economic Growth Since 1978,” paper presented at the Conference, “A Just Society: Honoring Joseph Stiglitz” , The Columbia Business School, Columbia University, New York, 16-17 October 2015.

Lawrence J. Lau (2016), “The Thirteenth Five-Year (2016-2020) Plan and Hong Kong,” Working Paper No. 47, The Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, March.

Lawrence J. Lau and Yanyan Xiong (2015), “Are There Laws of Innovation? Part I: Introduction,” Working Paper No. 39, The Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, October.

Lawrence J. Lau and Huanhuan Zheng (2015), “How Much Slack Was There in the Chinese Economy Prior to Its Economic Reform of 1978?” Working Paper No. 34, The Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, September.

Lap-Chee Tsui, Rita Lun and Edwin Cheung (2015), “The Ecosystem of Innovation and Technology in Hong Kong,” Hong Kong: Our Hong Kong Foundation, December.

鳴謝

我們衷心感謝團結香港基金創會主席董建華先生的鼓勵和支持。

我們亦希望向團結香港基金總幹事鄭李錦芬女士、副總幹事兼公共政策部主管黃元山先生以及本基金的研究委員會成員，包括：

亞洲金融集團總裁陳智思先生
載通國際控股有限公司副主席陳祖澤博士；
香港城市大學前校長張信剛教授；
最低工資委員會主席翟紹唐資深大律師；
香港黃金五十創辦人林奮強先生；
香港特別行政區行政會議成員羅范椒芬女士；
香港珠海學院校監李焯芬教授；
南豐集團集團董事長及行政總裁梁錦松先生；
香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所研究教授及經濟學榮譽教授廖柏偉教授；
香港大學醫學院外科學系主任盧寵茂教授；
香港科技大學經濟學系主任雷鼎鳴教授；
香港大學金融學院經濟學講座教授王于漸教授；
香港中文大學協理副校長王淑英教授；
會德豐控股（私人）有限公司主席吳光正先生；
中國金融學會執行副會長任志剛先生；及
香港中文大學賽馬會公共衛生及基層醫療學院醫療體系、政策及管理學部主管楊永強教授，
對本研究的參與及貢獻表達謝意。

本研究得以圓滿完成，亦有賴多位本研究範疇的專家、學者、專業人士以及持份者，給予眾多寶貴意見，作者謹此致謝。

此外，我們亦感謝蘇悅華、曾聖宇、姚卓榮和溫韞對本研究作出的努力。

若報告有任何錯漏，乃作者本人之責任。此外，本報告發表之所有意見僅屬作者本人的立場，並不反映與作者相關的任何組織的立場。

關於團結香港基金

團結香港基金是於 2014 年 9 月在香港註冊的非牟利組織。其宗旨是集合本港、內地和國際精英，以香港長遠和整體利益為出發點，為香港政府、公共服務機構及廣大市民提供多元化的公共政策研究、分析和建議，務求促進香港社會和諧、經濟繁榮及可持續發展。

免責聲明

本報告僅供說明，並非對任何行業或經濟每項重大事實的全面分析。事實陳述乃從可靠來源獲得，但團結香港基金或任何聯屬公司不會就其完備性或準確性作出聲明。本報告中所有估計、意見及建議構成截至本報告日期的判斷。團結香港基金不會就使用本報告或其內容而產生的任何直接或由此招致的損失承擔任何責任。本報告不應與任何合約或承諾予以依賴。

如英文版本與中文版本有任何不一致或不清晰之處，請以英文版本為準。



團結香港基金

香港中環干諾道中88號
南豐大廈19樓

二零一六年九月

ourhkfoundation.org.hk