

## 《「十一五」與香港發展》經濟高峰會

### 金融發展

#### 目的

國家「十一五」規劃表明了加快內地金融體制改革，以及保持香港國際金融中心地位的政策方向。本文旨在探討香港的金融發展策略，以配合「十一五」的推行，應對相關的挑戰和機遇。本文是從政府及公營機構的角度初步分析「十一五」規劃與香港金融發展的機遇與挑戰，希望藉此引發社會各界的討論，以便在未來數月制訂一份務實可行的「行動綱領」。

#### 香港作為國際金融中心的現況

2. 鄧小平先生說，金融很重要，是現代經濟的核心。金融的重點在於資金融通，亦即是說，有效地把儲蓄引導到用於經濟活動和投資。金融體系的平衡發展和有效運作，對經濟的可持續增長和發展非常重要。基本上，資金融通是通過金融體系進行，主要分為銀行、股票和債券市場三個渠道，以及本地和國際兩個層面，把儲蓄者的投資意欲和集資者的融資需求相結合。而一個國際金融中心的地位取決於其是否可以提供一個有效的平台，讓本地及國際層面的資金融通活動進行。

### 作為全球金融中心

3. 至 2005 年底，香港銀行體系的總資產超過 8,000 億美元，居亞洲第 4 位，全球第 17 位。股票市場的總市值為 10,550 億美元，是亞洲第 2、全球第 8 大的市場；以 2005 年度的集資額計算，香港更是亞洲第 1 及全球第 5 大股票上市集資中心。香港債券市場的規模則相對遜色，已發行債券餘額約為 1,000 億美元，位居亞洲第 8、全球第 35。附件一列出香港與其他主要經濟體系的金融中心比較的數據。

4. 由於香港本地經濟規模較小，在過去的二十多年間，主要是為國際資金提供了一個進入亞洲包括內地的平台，而相關的金融活動較多通過銀行和股票市場兩個渠道進行。在銀行方面，早在七十年代末期，不少外資企業在香港設立地區總部，利用香港提供的融資，投資亞洲及內地。國際最大的金融機構均在香港設有分支機構，提供所需的銀行服務。而在股票市場方面，香港近年已發展為國際資金投資內地企業的主要渠道以及內地企業的 IPO 中心。2006 年 6 月底，共有 350 家內地企業在香港股票交易所上市。其中，內地股份有限公司（H 股）和內地有關公司（紅籌股）佔總市值的 41% 及 2006 年頭 6 月市場交易額的 53%，並於 2006 年上半年籌集了近 1,300 億港元（佔市場籌資總量的 73%）的資金。由此產生的結集效應也幫助了香港資產管理業務的蓬勃發展。國際上主要的基金管理公司紛紛進駐香港，就是為了抓住內地相關資產管理而帶來的商機。

### 作為國家及區域金融中心

5. 從國家的角度來看，香港在過去主要是提供了一個引進外資的有效平台，此角色在促進毗鄰廣東地區的發展，尤為顯著。現時香港的銀行在內地共有 82 間分行，其中超過三分之一設在珠三角地區。此外，在香港籌借銀行貸款和上市的內地企業，也有不少來自珠三角地區。不過，如上所述，這主要已反映在香港進行的國際層面資金融通活動。在內地本身的資金融通方

面，即讓內地的投資者和集資者利用香港的平台結合，成為內地的金融中心，香港到目前為止發揮的作用較為有限。

### 香港不足之處

6. 上述的過去經驗為香港國際金融中心的未來發展提供了一些啟示。香港具備良好的法治體制、高效率的金融基礎設施、亞洲區內最穩健的銀行體系及符合國際水平的金融監管制度，可以說具備大部分作為國際金融中心的條件。然而，與其他國際金融中心例如紐約、倫敦和東京相比，香港最明顯的不足之處是其規模較小的本土經濟。紐約和東京金融中心的發展分別是背靠美國和日本龐大的經濟體系，倫敦則在某種程度上為歐洲大陸經濟提供資金融通服務。由本土經濟活動所產生的資金融通需求，成為了有關金融中心金融活動的基礎，從而形成結集效應，吸引來自其他地區的資金融通活動。

7. 在過去二十多年裏，由於沒有龐大的本土經濟，香港國際金融中心的發展偏重於為內地國際層面的資金融通活動提供服務。鑑於內地現行的外匯管制措施，香港的金融體系在內地本地層面的資金融通活動中的角色仍然十分有限。因此，香港作為國際金融中心，如果要趕上紐約、倫敦和東京，除了需要不斷提升本身條件之外，其中的一個重要策略，就是加強與內地的經濟體系融合，更多地滿足內地這個龐大經濟體系的資金融通需要。因此，我們需要深入了解內地的金融改革和開放。在這方面，尤其需要關注的是「十一五」規劃的推行，及其對內地金融體系發展的影響。

### 「十一五」規劃的金融政策方向

8. 國家「十一五」規劃第三十三章定出的加快內地金融體制改革措施包括四方面：一、深化金融企業改革，完善金融機構的公司治理結構，穩步發展多種所有制金融企業；二、加快發展直接融資，如股票、債券等資本市場，穩步發展期貨市場；三、

健全金融調控機制，包括穩步發展貨幣市場和逐步實現人民幣資本項目可兌換；以及，四、完善金融監管體制。

9. 廣東省為落實國家「十一五」規劃的金融政策方向，提出的具體措施包括：探索地方金融體制改革，積極推進金融機構股份制改革，和完善金融監管體制；以及健全現代市場體系，發展壯大資本市場等等。

10. 從國家及廣東省的「十一五」規劃中的金融改革措施，我們可以看到內地的金融體系今後的發展主要會有三方面對香港的影響最大。

內地需要提升金融體系資金融通的效率，以確保經濟的持續增長

11. 第一，現時內地本地層面的資金融通過於倚賴銀行渠道。儘管股權分置改革解決了存在多年的非流通股問題，內地股票市場亦因而有所回升，但其融資功能尚未完全恢復；而債券市場，尤其是中長期的企業債，尚待發展。由於直接融資的渠道並不發達，有發展潛質卻規模不大的企業融資相當困難。就儲蓄者而言，除銀行存款以外，投資工具的種類不多，質素亦參差不齊。內地現時的儲蓄率超過 GDP 的 45%，卻未充分有效地轉到集資者手中。

12. 有鑑於此，「十一五」規劃中明確指示必須加快發展直接融資市場，以拓寬集資者的籌資渠道，提高金融體系整體資金融通的效率。而發展股票和債券市場，首要工作就是要加強公司管治，包括確立投資者和債權人的權利以及提高披露和會計準則的水平。同時，內地亦需要發展衍生工具市場，為集資者和投資者提供風險管理的渠道。

## 實現人民幣資本項目可兌換

13. 第二，人民幣現時並非完全不可兌換。從過往到現在，內地開放人民幣兌換的政策路向有三個特點：一、先入後出；二、先經常項目後資本項目；及，三、資本項目則再分為先長期後短期。

14. 在經常項目方面，早於 1996 年 12 月內地已宣佈接受國際貨幣基金組織協定第八條款的義務，允許經常帳目交易的人民幣自由兌換，例如支付貿易、旅遊等開支。資本項目方面，按先入後出原則，內地很多年前已允許外資兌換人民幣在內地直接投資內地資本項目。近年，內地更鼓勵企業「走出去」到海外直接投資，2006 年 6 月更全面取消有關海外直接投資的兌換限額。對於開放證券投資的兌換限制則較審慎。2002 年 12 月內地開始允許海外機構投資者透過 QFII 機制，以外幣兌換人民幣流入內地證券市場。而在流出方面，中國人民銀行在今年 4 月發佈了 [2006] 第 5 號公告，放寬了內地機構和個人進行境外投資的限制。

15. 從上述情況可看到，人民幣在經常帳目交易和直接投資等方面的兌換已基本開放。未來的放寬主要是會涉及短期資金跨境流動的範疇，例如證券投資。相關的機制經已設立，未來的開放可以通過額度的不斷增加來實現。而現時內地良好的宏觀經濟情況，經濟高速增長、低通脹和國際收支錄得龐大順差，為實現人民幣資本項目進一步可兌換創造了有利的條件。加上近年外匯不斷流入，為貨幣與匯率管理增加了難度，有需要按着漸進性、可控性和主動性的原則，讓資金有序流出。

## 人民幣走向國際化

16. 第三，中國內地在急速的現代化發展下，已成為全球最龐大的經濟體系之一。以國內生產總值計，內地經濟在 2005 年全球位列第四，並且繼續急速增長，目前每年的實質增長率約為

10%，遠高於大部分先進經濟體系。作為其中一個全球最大規模經濟體系的貨幣，人民幣的國際化是一個必然的大趨勢。人民幣亦會與其他主要經濟體系的貨幣一樣，成為國際貨幣。

17. 國際貨幣是指一種貨幣在其所屬經濟體系以外的地方，擔當着 交易中介、記賬單位和價值貯存的功能。若人民幣成為國際貨幣，對內地的好處包括有：央行因境外對人民幣的需求而產生的鑄幣稅收入；境內居民和機構以人民幣進行對外貿易和投資交易，可以避免匯兌風險和節省匯兌費用；以及內地的機構可以在境外發行以人民幣計價的債券，這有助用人民幣來支付國際收支的逆差。但另一方面，境外對人民幣需求的過度波動，有可能為內地的金融穩定和貨幣政策的運作帶來風險。

18. 預期人民幣國際化的過程將會是循序漸進的，最初將會是用於國際貿易的交易，而現時內地以人民幣作為交易單位的「邊境貿易」是人民幣用於國際貿易的早期型態。其後隨着人民幣在國際貿易交易中的使用和境外的持有量有所增加，人民幣用於集資和投資活動的需求將會相應產生，人民幣金融市場亦會在內地境外逐漸形成。長遠來說，人民幣最終或有可能成為其他經濟體系的儲備貨幣，以及區內的貨幣錨。

## 「十一五」規劃為香港帶來的挑戰與機遇

### 挑戰

19. 內地金融體制改革的推行以及上述內地的金融發展路向的實現，可能會為香港國際金融中心的地位帶來一些挑戰：

- (一) 隨着內地股票及債券市場不斷改善，內地企業可善用內地市場集資，而減少利用香港的平台集資；

- (二) 當內地實現了人民幣資本項目可兌換的時候，境外投資者將可直接進入內地的金融市場進行投資，再不用通過香港；
- (三) 當內地的金融市場全面開放的時候，再沒有必要分割國內和國際部分，也沒有必要區分國內和國際市場參與者。香港作為國際金融中心的作用將隨着時間逐步減少，因為市場活動將轉到屆時已開放的、規模更大和流動性更強的內地市場；及
- (四) 當人民幣成為了國際貨幣的時候，在提供以人民幣作為交易單位的金融服務方面，區內的其他金融中心會是香港的競爭對手。

### 機遇

20. 然而，若果香港能夠配合內地的改變而「轉型」，做到與時俱進，上述內地的金融發展路向，將會為香港帶來至少以下三方面的機遇：

#### 作為全球金融中心

- (一) **香港可強化和繼續發展為國際與內地之間資金融通的角色：** 香港可利用在亞洲時區的優勢，配合倫敦、紐約的金融中心，提供 24 小時的國際金融服務。香港在這方面，尤其是作為國際資金進入內地的平台，已有一定的優勢，而此優勢必須鞏固。除了把境外的儲蓄資金帶引到內地之外，隨着內地實現人民幣資本項目可兌換，有關資金流出的政策將會繼續放寬，跨境資金的流動趨於雙向。內地有着龐大的儲蓄，但主要是由官方部門持有境外資產，非官方投資者的對外投資需求得不到滿足。香港可以成為有關資金「走出

去」渠道，為內地的機構和個人的境外投資提供服務。

### 作為國家及區域金融中心

(二) 香港可參與內地本地層面的資金融通活動：在作為內地國際層面資金融通的平台基礎上，因應內地提升金融體系資金融通效率的需要，香港可以從兩方面入手，加強在內地本地層面的資金融通中的參與。一方面，涉及需要在當地提供的金融服務，內地的廣大客戶市場，給予香港的金融機構極大的發展空間。由於珠三角地區毗鄰香港，預期香港金融機構將能更有效地在該地區參與提供金融服務。

另一方面，隨着內地資本項目的開放，內地集資者及投資者將可更自由地「走出去」。香港也可以提供方便、低風險和有效的平台，讓內地的投資者和內地的集資者結合，從而把內地的儲蓄帶引到內地集資者的手上。例如在股票方面，現時有不少比較優秀的內地企業都來香港上市。隨着內地放寬對境外投資的限制，內地的投資者將可投資於內地企業在香港上市的股票。

### 香港在內地金融體系與國際接軌過程中的角色

(三) 香港可為由人民幣國際化提供試驗場地：香港是內地境外第一個地方容許銀行提供人民幣的存款、兌換、匯款及銀行卡服務。自 2004 年以來，香港積累了經營人民幣業務的經驗，再加上香港和內地的金融監管機構一直維持緊密的合作關係，香港將可為人民幣走向全面可兌換，以及人民幣在國際貿易和金融交易中的使用，提供一個穩健可靠的試驗平台。現階段國務院正積極研究進一步擴大在香港經營人民幣業務



的範圍，包括香港進口商以人民幣支付來自內地的直接貿易進口和內地金融機構在香港發行人民幣金融債券試點等項目。香港應早着先機，進一步發展成為內地境外以人民幣為單位進行貿易支付及金融活動的金融商業中心，配合人民幣國際化的大趨勢。

## 建議

21. 中國的情況十分特殊，同時有着內地和香港兩個不同的金融體系。這兩個金融體系的關係應該是互助、互補和互動的。內地更多利用香港現有的金融平台，一方面是有助加快內地金融體制改革，另一方面亦有助保持香港國際金融中心的地位。

22. 要保持香港作為國際金融中心的地位，香港當然需要維持穩健的金融體系，以及進一步拓展金融市場的廣度和深度，特別是債券市場。而針對在「十一五」規劃下內地金融改革和開放所帶來挑戰和機遇，應該充分發揮香港在內地的國際和本地層面的資金融通以及人民幣國際化過程中的角色。為達至此目標，香港的金融發展可就五大方向推進：

### (一) 香港金融機構「走進去」內地

透過「內地與香港更緊密經貿關係安排」或其他渠道，加強香港金融機構（包括銀行、證券公司和保險公司等金融機構）在內地的服務範圍和類別，積極開拓內地的市場。香港的金融機構和人才熟悉內地及珠三角地區的情況，也擁有國際經驗，可在技術轉移和提供金融工具和服務方面，為內地作出積極貢獻。

### (二) 香港作為內地資金和內地金融機構「走出去」的大門

香港擁有一個高效率、多種貨幣的金融平台、內地的投資者對香港的市場也較其他的市場更熟悉，是內地資金有序「走出去」的一個有效的渠道。與此同時，香港亦是內地金融機構開拓國際業務的據點。

### (三) 香港金融工具「走進去」內地

利用例如雙上市或預托證券的方式，使兩地的投資者均可買賣香港上市的股票和證券。除了股票市場的金融工具，也可讓其他的金融工具如債券和衍生產品進入內地市場。這既可以滿足內地投資者的需求，又可讓內地企業，尤其是珠三角地區的企業，繼續通過來港上市以提升其公司管治的水平，更可以有助加強香港金融市場的發展。

逐步引入兩地的金融工具互通，除了有助解決現時兩地股票「同股不同價」的問題，亦有助推動監管標準的統一化。

### (四) 加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位的交易的能力

內地儲蓄者和集資者進行的金融活動是以人民幣計價的，即是說香港若要充當內地的本地層面的資金融通角色，則必須加強香港金融體系處理以人民幣為貨幣單位的交易的能力。特區政府不斷推動擴大香港人民幣業務的範圍，正是朝着此策略方向推進的一步。配合內地實現人民幣資本項目可兌換的進程，香港人民幣業務的範圍可相應擴大。

## (五) 加強香港與內地金融基礎設施的聯繫

為便利兩地資金合法流動、增加資金融通效率、監測資金流動情況和依法管理，有需要加強香港與內地金融基礎設施的聯繫。與此同時，內地隨着金融體系的對外開放，其支付系統需要與國際的支付系統連接，以配合日益增加的跨境貿易和金融交易。

現時，內地與香港之間的金融設施的聯繫，是首先與廣東和深圳連接，包括跨境港元、美元和人民幣支票結算機制。從此可見廣東、深圳在兩地金融合作項目上的策略性地位。今後可以配合廣東省的規劃，進一步研究區域性的基礎設施連接。

23. 推進以上五個方向的發展項目，其中的一個先決條件，就是要加強兩地金融監管機構的合作。這對兩地的金融穩定和發展亦是必要的。另外，在通過上述五個方向推動內地的資金融通活動更多利用香港的金融體系時，有需要和空間在香港發展更多元化的風險管理工具市場，以作配合。

### 結言

24. 以上建議的金融發展策略五個方向，旨在應對內地的金融改革開放所帶來的挑戰和機遇，讓香港能夠為內地的金融改革和發展作出貢獻，並同時強化香港作為國際金融中心的地位。

25. 請各專家成員就以上建議提供意見及其他值得考慮研究的課題。

### 邀請專家成員發表意見

(i) 上文就香港國際金融中心的國際競爭力的分析是否充分

全面及深入？有哪些須補充的地方？

- (ii) 上文就香港國際金融中心在國家「十一五」規劃中的機遇與挑戰的分析是否充分全面及深入？有哪些須補充的地方？
- (iii) 上文就香港國際金融中心在廣東省「十一五」規劃或區域發展中的機遇和挑戰的分析是否充分全面及深入？有哪些須補充的地方？
- (iv) 上文就政府及公營機構為進一步鞏固及發展香港國際金融中心所提出的一系列回應措施是否對題？有哪些策略方向須加以調整？
- (v) 上文就進一步鞏固及發展香港國際金融中心所提出須進一步研究及考慮的課題是否恰當？

香港金融管理局

2006年9月

香港與其他主要經濟體系的金融中心比較

	銀行	股票市	已發行	銀行	股票市	已發行
	總資產	場總值	債券餘額	總資產	場總值	債券餘額
	(億美元)			(佔國內生產總值比率)		
香港	8,084	10,550	990	454%	592%	56%
美國	105,302	170,009	237,794	84%	136%	190%
英國	76,288	30,582	29,125	362%	145%	138%
日本	70,765	75,427	85,118	166%	177%	200%
新加坡	2,169	2,573	1,074	186%	220%	92%
中國內地	35,629	4,019	6,222	158%	18%	28%

2005 年數字

數據來源：國際貨幣基金，World Federation of Exchanges 及國際清算銀行