



▲香港是全球最國際化的金融中心，服務對象大部分是非本地的投資者和集資者。

國際金融中心是安排國際層面資金融通的場地。實事求是來看，香港國際金融中心的發展，必須聚焦於安排內地與外地之間的資金融通，讓內地的集資者與投資者能夠分別與外地的投資者和集資者碰頭，滿足各自的需要。所以，那些認為香港金融越來越內地化的人，應該實事求是看待香港國際金融中心的功能。他們說的內地化，其實是香港國際金融中心能成功發揮其基本功能的現象。

# 港國際金融中心何去何從？



高瞻遠矚 任志剛  
香港行政會議成員  
金管局前總裁

香港國際金融中心有一個獨一無二之處，與其他國際金融中心不同。作為一個金融中心，香港可以說是全球最國際化的，服務的對象大部分都是非本地的投資者和集資者。其他的國際金融中心如紐約，主要服務外國投資者購買美國金融資產或外國集資者到美國融資。

考慮到香港國際金融中心的獨特性，金融基礎設施亦要有相應的獨特性，去更好地滿足大量的內地與外地投資者和集資者的需要，方便他們進行金融活動和管理風險。相信大家都不留意到，在香港金融市場的發展上，已經出現了一個讓市場參與者可以選擇運用多貨幣作為交易媒介的獨特模式。

## 「何去何從」的關鍵

筆者過去經常提醒，香港是只有七百萬人的彈丸之地，要求其貨幣體系穩妥地滿足內地十多億人與外地的資金融通需要，長遠來說是不切實際的。香港國際金融中心走到今天這一步，已經是非常難得。當然，一個穩如磐石、固若金湯的貨幣體系，讓外來的市場參與者都不擔心貨幣風險，是重中之重。但當國際金融活動的量，相對香港貨幣體系的容量繼續迅速增加時，外來的市場參與者對管理貨幣風險是可能採取較積極的態度。大家可能都知道，**港股市值是香港生產總值的十幾二十倍**，而美國只是大概兩倍左右。所以，香港讓市場參與者能夠選擇運用不同貨幣作為交易媒介，是一個獨特且具前瞻性的演變。

講開香港的金融基礎設施，筆者有一個看法和大家分享。近年科技日益進步，運用先進的金融科技去提供金融服務，已經成為一個明確的方向。在公平競爭的環境下，讓金融中介機構走自己的路，百花齊放，是一個正確的政策姿態。但金融基礎設施不同，它是一個公共產品，包括各種交易、支付、清算、託管、安全傳遞保密資料等系統，負責金融體系穩定和發展的機構，亦都要有前瞻性地将各種金融基礎設施現代化，不但要適應金融科技發展，亦要考慮如何更好管理各種風險，如地緣政治風險。

香港國際金融中心往後是否可以繼續扮演內地與外地間資金融通的主要場地？關鍵在於內地金融領域上的政策取向。內地金融體系的發展日趨成熟，但問題仍然存在，如個別銀行資不抵債需要破產清算、影子銀行的「野蠻生長」等。面對百年未見的大變局，金融霸權主義抬頭，金融武器化的趨勢明顯，內地開放資本項目管制的進度，便要更加小心。但另一方面，內地經濟發展到現階段，有必要繼續讓集資者和投資者走出去，融資和投資的渠道更加國際化多元化，爭取更低的資金成本和更高的投資回

報。

問題是，如何在風險可控的環境下，繼續滿足這個「走出去」的需要。這個問題的答案，其實很清楚，便是更好地利用香港國際金融中心，將已存在審慎風險管理措施的互聯互通渠道多元化，擴容量、增流量、豐富產品，讓內地和外地的投融資雙方更廣泛參與。

內地的政策取向，是香港國際金融中心何去何從的關鍵。保持金融穩定和發展金融更好支持經濟，兩者之間一定程度上是存在矛盾的。要有好的整體策略和相應的政策措施，才可以兩者兼得。在金融領域上，內地現時所面對的情況極具挑戰性：一方面要處理可能影響金融穩定的結構性問題，另一方面要應付外國隨時可能發動的金融戰，更加要穩妥地運用金融手段協助調控。

相信大家都留意到，今年兩會期間，中共中央國務院發布了「黨和國家機構改革方案」。裏面有共十九條改革方案，第一條就是「組建中央金融委員會」，而中央金融委員會要負責的第一個事項，是「金融穩定和發展的頂層設計」，可見這個課題的重要性。此外，還有七條都是金融領域上的改革方案。我熱誠期待這個最高規格、負責「金融穩定和發展的頂層設計」的中央金融委員會的組成，亦希望這個「頂層設計」能夠包括香港國際金融中心，在國家「金融穩定和發展」上，應該扮演的角色。

## 「頂層設計」的元素

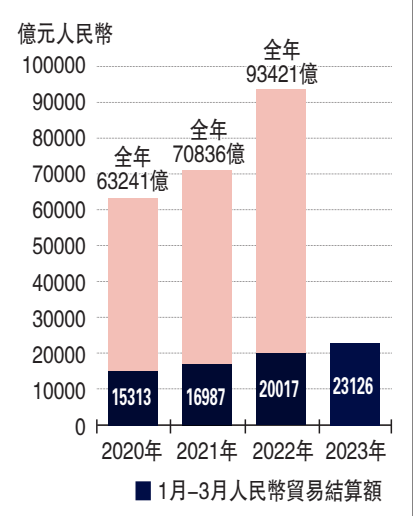
就「金融穩定和發展的頂層設計」應有的元素，在這裏提出幾個純粹個人的觀點和建議。

一是「話語權」。在國際金融領域，各個官方國際金融機構，如國際貨幣基金組織、世界銀行，以及負責制訂國際金融標準的委員會，國家需要致力爭取合乎國家在全球經濟比重的話語權。要特別注意的範疇，是國際貨幣體系的演變。由一個主權貨幣獨大，且常有霸權行為出現的國際貨幣體系，是不可持續的。任何突然的、恐慌的、斷崖式的改變，或是有序的演變，對全球經濟都會有重大影響。要演變成為多邊化或是雙邊化，或是以非主權貨幣為中心化的國際貨幣體系，國家都應該有立場和有幾手準備。要有足夠的話語權，才能照顧到國家利益和人類命運共同體的總體利益。

二是「備戰」。爆發金融戰的可能性是有的。我有信心國家已作好準備，以保障金融安全。香港在打金融戰是有些經驗，但國家現時面對的地緣政治影響下，可能發生的金融戰，在性質上、規模上都有所不同。我只是想指出「居安思危」的重要性。打金融戰，要像孫子兵法內所說：「無持其不來，持吾有以待也。無持其不攻，持吾有所不可攻也。」備戰的舉措，明顯應以減低對美元的依賴和將人民幣繼續國際化為重點。

三是「人民幣國際化的策略」。作為人民幣國際化的發起人，香港大

本港人民幣貿易結算額



約在二十年前建立了人民幣離岸市場，我希望「金融穩定和發展的頂層設計」會有人民幣國際化的方向性策略，以便香港國際金融中心，最活躍的人民幣離岸市場，可以快速有效地為國家作出應有貢獻。過去，香港人民幣離岸市場為人民幣國際化發揮了積極作用。但需要經過二十年，到現在才有眉目將人民幣有意義地在離岸資本市場自由使用，我認為步伐仍需要加快一點。希望人民幣在香港股票市場的使用，可以讓人民幣，不單在交易媒介的功能上，亦開始在財富儲存的功能上，成為一個真正的國際貨幣。

四是要充分發揮「一國兩制」的優勢。「一國兩制」是成功的，是獨一無二的。在金融領域上代表中國有兩個金融體系，可以為國家服務，可以在兩個金融體系之間取長補短，和創造協同效應，提升資金融通的穩定性、可靠性、多元化和效率，更好地支持國家經濟發展。

五是讓香港金融體系能充分參與「金融內循環」。當然，有關風險，例如走資的風險，是需要審慎管理的。我有信心有關當局是有能力設計到一個妥善管理風險的系統。現時互聯互通渠道中的額度管理、項目管理和單位管理，都是好的風險管理手段。另外一個辦法，令香港金融體系可以充分參與金融內循環，融入國家發展大局，助力國家經濟發展，是通過在大灣區使用有效的「閉環管理」辦法，在大灣區內容許：1）跨境資本流通；2）貨幣兌換暢通；3）貨幣跨境流通；4）金融機構可跨境辦理資金融通；5）金融基礎設施跨境聯通。在這個大灣區的「閉環五通」的金融穩定和發展的頂層設計內，可以讓市場在金融資源分配上起決定性作用，符合國家既定的政策方針。

六是讓香港當「金融外循環」的主要渠道。雖然這似乎已是不爭的事實，在「頂層設計」有這個明確的元素，會是吸引外地投融資者來香港的強力磁石，大大提升香港國際金融中心的功能、地位、市場流動性和競爭力，將香港變成國家在國際層面的資金融通的主場，內地投融資者直接到外地所冒的風險，包括大變局下的地緣政治風險，將會大大減低。

（編者按：本篇文章節錄於任志剛本周一出席研討會的主題演講內容）

# 「股權財政」能否替代「土地財政」？



宏觀漫談 羅志恒  
粵開證券  
首席經濟學家

在房地產下行、「土地財政」難以為繼的背景下，尋找新的財政收入增長點、彌補財政資金缺口成為地方政府迫在眉睫的問題，「股權財政」受到眾多經濟學家和財政人士的關注和討論，希望國有資本和國有資源能在國家財政中發揮更大的作用。

有關股權財政，我們需要具備三點認知：

一、「股權財政」是新提法，不是新實踐

「股權財政」是指政府憑藉產權所有人和出資人身份從國有資產使用中獲得收入，對應的是「土地財政」，市場對其討論越來越多，但尚未有一個明確、清晰的概念。實際上，這是一種不嚴謹的提法，容易引發公眾對政府權利過度干預市場的認知和預期，且在實踐中早已有之。

一方面，部分觀點認為「股權財政」是提高國有資產的收益率。有專家通過簡單的測算指出，通過提質增效、提高國資總資產收益率一個百分點，則可產生超3萬億元的收益，彌補土地財政減少帶來的收入缺口。但實際情況是，財政部資產管理司數據顯示，2021年國有企業利潤總額為4.31萬億元（人民幣，下同），據此計算的國有企業總資產收益率為1.5%，提高一個百分點意味着利潤總額增長三分之二，實現難度較大。從上市公司來看，由於國企大多涉足重資產行業、公用事業等，其盈利能力長期低於民營企業。提高國有企業利潤率一直在推進中，但這是一個中長期課題，短期內難以迅速見效。

另一方面，部分觀點認為「股權財政」即發揮國有資本的引領和帶動作用，吸引社會資本參與投資具有核心競爭力的高新產業、國有資本實現保值增值，在實施資本市場有序退出後，投向下一個產業，實現良性循環。簡而言之，政府將原項目中的財政撥款補助變為投資和股權，即「撥改投」，實際地方政府已經這樣操作很多年了。進入21世紀後，政府希望解決創投企業股權融資市場失靈問題，又不希望以傳統直接財政補貼的形式耗費大量財政資金，政府引導基金模式應運而生。根據私募通數據，截至2023年一季度，中國共設立2126隻政府引導基金，目標規模12.9萬億元，已認繳規模約6.6萬億元。

二、股權財政短期內無法取代土地財政

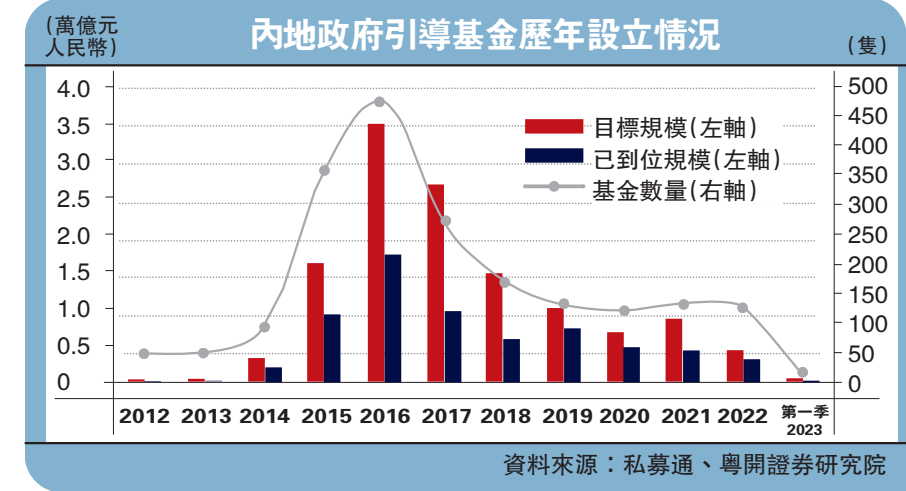
首先，從收入體量來看，股權財政與土地財政相差巨大。2022年全國國有土地使用權出讓收入6.68萬億元，即使較上年減少超2萬億元，相當於一般公共預算收入的61.4%；國有資本經營預算收入5689億元，與土地出讓收入體量相去甚遠。同時「土地財政」不僅是指政府性基金預算中的土地出讓收入，還包括房地產貢獻的相關稅收，如開發環節的耕地佔用稅、城鎮土地使用稅、土地增值稅、企業所得稅，交易環節的增值稅、契稅、印花稅，以及居民轉讓環節的增值稅和個人所得稅等，同時還包括經營性房地產的房產稅等。2021年土地財政貢獻稅收收入佔全國財政收入（一般公共預算收入與政府性基金預算收入之和）近四成，達到37.9%，佔地方政府的53.1%。

其次，土地財政對經濟的拉動作用是「股權財政」無法達到的。土地財政與房地產業相伴相生，作為國民經濟的重要支柱，2022年房地產業增加值接近7.4萬元，佔GDP的比重達到6.1%。同時，房地產業還間接帶動了建材、傢具、有色金屬、水泥等製造業，以及金融、商務服務等第三產業。而地方政府為了推動產業轉型升級，新成立的政府引導基金更加聚焦新一代信息技術、高端裝備製造、生物醫藥、新能源、新材料等重點領域，短期內規模有限。

再次，股權投資尚沒有成熟的機制，而且容易引發隱性債務問題。當前地方政府主導的股權投資存在優質項目稀缺、專業管理人才缺乏、投資限制較多等問題，實際國有資本經營收益率較低甚至為負。同時，為了吸引社會資本進入，政府往往在募資階段承諾最低收益，容易產生地方隱性債務問題。

三、「股權財政」的本質在於推動經濟轉型

政府獲得財政收入的形式主要包括稅費利債，其中稅收才是財政收入的主力軍。市場上關於「股權財政」的討論，是想表達從過去以地引資的模式轉向基金招商和重塑稅基，並非真正意義上的股權財政。如前所述，中國目前「四本賬」中的國有資本經營預算、政府性基金預算中的土地出讓收入就是真正的股權財政。基金招商、政府股權投資的意圖是發揮國有資本的引領作用，吸引社會資本參與投資具有核心競爭力的高新產業，實現國有資本保值增值的同時，重塑稅基和產業結構，從過去的「以地引資」過渡到「政府引導基金重塑稅基」，實現稅收與經濟的同步性。



# 供應增加 新盤定價更貼市



樓語縱橫 楊永健  
世紀21，Q動力總經理

近日樓市稍稍吹淡風，儘管美國聯儲局最新議息會議表示，「息口將會是今個月唔加下月加」。雖然美國息口維持不變，但由於市場亦已普遍預期下月將再度加息，加上近日香港銀行同業拆息持續高企，資金緊張之下，下月本地銀行料將跟隨美國加息。

息口仍會上升，買家入市審慎，二手交投回落，蝕讓聲亦明顯增加，反映出只有個別業主願意減價、蝕讓求售，亦自然會有部分買家考慮趁低吸納。

當然息口上升確實會令買家入市心態變得審慎，但筆者重申息口上升只會是短暫的影響。正如本專欄上星期提過的，未來美國再加息的空間確實有限，雖然無人能夠確定聯儲何時重啟減息，但明年減息機會亦相當高，美國高息不會維持太長時間，息口只是短暫影響。

息口不明朗會令買家心態變得格外審慎，另一個關鍵因素是新樓供應增加，儘管新盤銷售近月有所放緩，但不少發展商仍計劃繼續推盤。保守估計，

未來兩、三個月將有多達十個新盤，部署於短期內推出，合共涉及多達4342伙單位。當中，包括協成行筲箕灣傲華，恒地位處啟德城市區內的HENLEY PARK、佳明士瓜灣明雋。

上述3個新盤定價均以低於市價推盤，以低價作招徠。當中啟德HENLEY PARK屬於經已落成的現樓新盤，另外佳明士瓜灣明雋亦是接近現樓的新盤，現樓新盤登場，用家不容忽視。

再者，自去年開始樓市已進入新盤落成的高峰期。根據差估署的推算，雖然今年新樓落成量預期不足2萬伙，較去年的2.11萬伙輕微減少不足一成，明年的新樓落成量更會高達2.6萬伙，將會是近20年以來的新高，私樓落成量持續上升，發展商現樓貨尾亦自然增加，發展商自然需要加快推盤步伐。

與此同時，按房屋局提供的未來三、四年一手私人住宅的潛在供應，截至今年一季度為止，市場潛在的新供應將多達10.7萬伙，數字創近20年有統計以來新高。潛在供應增加，發展商面對「去庫存」壓力，相信未來的新盤定價會貼近市價甚或低於市價。在此情況下，買家選擇增加的同時，亦會是用家入市的好時機。