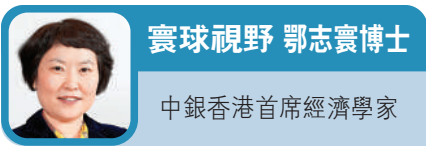




►中國金融業進入開放引領的新時代，香港成為內地金融市場對外聯通的主管道，提供互聯互通的多元選擇。

回歸25年來，香港資本市場和銀行業規模迅速擴張，從區域性金融中心走向全球領先國際金融中心。國家「十四五」規劃提出支持香港鞏固傳統優勢，提升國際金融中心、國際航運中心、國際貿易中心、貿易中心、法律及爭議解決服務中心地位；香港要再創新優勢，大力建設創新科技中心，發展文化藝術交流中心、知識產權的貿易中心和鞏固國際航空樞紐地位。在此其中，國際金融中心的定位是香港融入國家發展的重要切入點，也是香港對國家發展價值的最大體現。

# 港國際金融中心地位穩固



後疫情時代的全球經濟結構性變遷將持續推動國際金融中心競爭格局的轉變：領先金融中心保持基本穩定、新興金融中心加速崛起。面對百年未有之大變局，香港應在保持國際領先排名的同時，認真總結現有機制經驗，維護簡單低稅制及金融監管等方面的優勢，構建國際領先金融樞紐的綜合競爭優勢。

## 一、全球金融中心競爭格局

自2007年起，英國倫敦城公司每年2月和9月兩次公布「全球金融中心指數」（以下簡稱GFCI）。近年來，英國Z/Yen集團與中國（深圳）綜合開發研究院共同編製並發布該指數，目前累計發布超過30餘份報告。

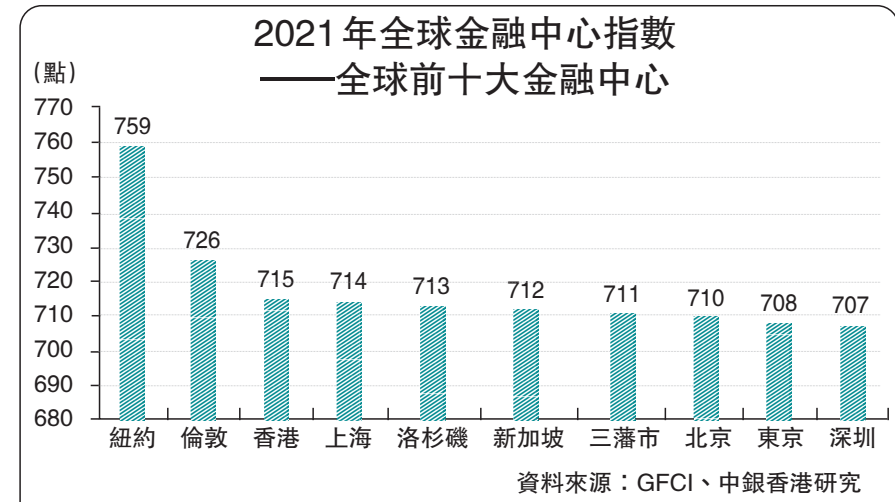
GFCI排名從營商環境、人力資源、基礎設施、金融發展水平、聲譽及綜合等方面對全球主要金融中心進行評價，其中，營商環境包括政治穩定性和法律秩序，機構和監管環境，宏觀經濟環境和稅收及成本競爭力；人力資源包括：有經驗的人力資源的可獲得性、具備彈性的勞動力市場、教育與發展，以及生活質素；基礎設施包括自由港，交通及可持續發展等內涵；金融發展則包括行業聚集的廣度和深度、資本的可獲得性，市場流動性和經濟產出等要素。

筆者發現，該評分標準的全面性和客觀性並沒有獲得市場廣泛的認同，其排名也會受到一定的質疑，但並不妨礙被廣泛引用和參考，具有一定的市場影響力。總結該指數的長期演變過程，可以為國際金融中心格局變遷提供一個觀察角度。

2022年3月24日發布的第31期「全球金融中心指數」報告顯示，紐約和倫敦處於前兩位，香港排名第三。從排名歷史來看，香港多次超過新加坡名列第三，因此美國《時代周刊》一度將紐約、倫敦、香港列為三大世界金融中心，並稱「紐倫港」（Nylonkong），比照2011年3月21日發布的「全球金融中心指數」，倫敦、紐約和香港分別以775、769、759的得分位列世界前三大銀行及其他金融服務城市，其中倫敦略領先於紐約和香港。

全球領先金融中心在劇烈的市場競爭中保持了結構的動態穩定。2011年以來，全球金融中心的前兩位常在紐約和倫敦之間交替調整，但受到外部經濟環境及金融條件等因素的影響，二者得分變動較大。從最新公布的資料看，在競爭力構成的五項主要指標中，紐約國際金融中心在營商環境、人力資本、基礎設施和聲譽方面均居全球首位，金融部門發展居第二位；倫敦國際金融中心的金融部門發展居全球第一，人力資本、基礎設施居全球第二位，營商環境和聲譽方面居全球第三位，分別落後於紐約和新加坡。

從2021年發布的競爭力指標看，香港在營商環境、人力資本、基礎設施和聲譽等方面均居第四位，落後於



紐約、倫敦和新加坡，其金融部門發展則居第五位，落後於紐約、倫敦和新加坡和深圳。綜合上述指標，即是在與倫敦和紐約得分較為接近的時期，與成熟中心相比，香港金融中心仍有一定差距。因此，相對於紐約和倫敦這樣市場成熟的全球金融中心，香港仍具有成長性和波動性。

## 二、亞太地區快速崛起

2021年的報告綜合分析了全球114個金融中心，列出全球前十大金融中心：紐約、倫敦、上海、香港、新加坡、北京、東京、深圳、法蘭克福、蘇黎世。比照2011年GFCI的前十大金融中心排名：倫敦、紐約、新加坡、香港、東京、三藩市、波士頓、芝加哥、蘇黎世、華盛頓，可以發現過去十年間全球前十大金融中心力量對比呈現新的演變規律。

從區域結構看，亞太國際金融中心加快崛起，歐美金融中心波動放緩。在全球前十大金融中心中，亞太金融中心由十年前的三個擴展到六個，在數量翻倍的同時，各中心的分數和排名均有較大幅度的提升。相應地，美國金融中心數量由十年的5家下降到今年的1家，歐洲金融中心數量由十年的2家增加到今年的3家，表明美國金融中心波動放緩，歐洲金融中心保持一定的競爭力。

國際金融中心第二梯隊處於群雄逐鹿、格局劇變期，但其總體表現與領先國際金融中心保持較大差距。在多數年份，香港與新加坡爭奪第三或第四名。第27期《全球金融中心指數》報告（GFCI 27）顯示，全球金融中心指數排名前五位分別為紐約、倫敦、東京、上海、新加坡，香港排名下降三位，與紐約、倫敦兩大國際金融中心的評分差距拉大。外部競爭壓力使得香港國際金融中心面臨被其他金融中心超越並取代的可能性。近年來，上海、北京、深圳等內地金融中心進入全球前十大金融中心排名，尤其是上海近年連續超越香港，名列第三大國際金融中心，內地金融中心競爭力明顯上升。

## 三、積極把握時代機遇

香港國際金融中心經歷了三個重要發展階段：一是在七十年代抓住西方金融全球化的機會開放市場，初步建立了一個以亞洲時區為根基的區域性金融中心；二是香港作為區域性金融中心站穩腳跟後，迎來了九十年代內地金融改革開放浪潮，實現了金融中心的轉型升級，向國際領域拓展；

三是在進入21世紀後，香港又乘人民幣國際化的東風，以建立人民幣離岸金融中心為契機，加快發展成為亞洲地區首屈一指的國際金融中心。回顧發展歷程，香港金融中心建設有兩大支柱：一是內地與香港不斷增強的經濟貿易聯繫；二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。二者的有機結合是香港保持經濟長期繁榮穩定、不斷提升國際金融中心地位的扎實基礎。

近年來，香港抓住了人民幣國際化的歷史機遇，飛速發展成為真正意義上的國際金融中心。2003年中國人民銀行任命中銀香港為第一家離岸人民幣清算行，香港離岸人民幣市場開始起步；2007年1月，人行容許符合資格的內地金融機構在香港發行人民幣債券；2009年以來，中央政府在港發行人民幣國債，由此推動了點心債市場的發展；2009年7月到2011年8月，跨境貿易人民幣結算由試點擴展到內地所有省市，香港人民幣業務由個人向企業和機構業務拓展，市場規模飛速發展；2011年到2013年3月，中央政府實施「人民幣合格境外機構投資者」（RQFII）計劃，並將RQFII擴展至所有在香港註冊和主要經營地在香港的金融機構。香港離岸人民幣市場在設計理念和發展模式方面，從早期單向的現鈔回流內地，轉變為雙向的人民幣資金流動，成為全球開發人民幣產品和推動人民幣廣泛使用的開創者和中心樞紐。

2021年發布的國家「十四五」規劃綱要明確，強化香港全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心功能，深化並擴大內地與香港金融市場互聯互通。近年來，「滬港通」、「深港通」與「債券通」的推出與迅速發展，推動香港與內地互聯互通。香港得天獨厚，憑藉連繫內地資本市場的「滬港通」、「深港通」及「債券通」，在促進國際投資者增加人民幣資產配置方面發揮關鍵的作用。

「十四五」時期，中國金融業進入開放引領的新時代，香港成為內地金融市場對外聯通的主管道，提供互聯互通的多元選擇。香港在保持國際領先排名的同時，當務之急在於認真審視總結現有機制及運行特徵中的優缺點，保持其在簡單低稅制和金融監管等方面的優勢，厚積薄發，不斷構建國際領先金融樞紐的綜合競爭優勢。

# 歐洲債務風險預期升溫



「曾經滄海難為水，除卻巫山不是雲」。儘管自2021年二季度以來，歐洲（歐元區及英國）經濟整體強勁反彈，但伴隨疫情反覆及俄烏衝突的爆發，2022年一季度歐洲經濟整體增速開始顯著放緩，歐元區主要經濟體的產出缺口進一步擴大，反映歐元區經濟增長中長期仍顯動力不足。筆者認為，歐元區日益嚴峻的滯脹風險正在加劇財政收支的不平衡性，儘管這不足以導致實質性的債務危機，但債務風險預期的強化或將弱化歐元持續走強。

具體來看，筆者比較了今年一季度與去年下半年歐洲經濟驅動因素的前後變化：

首先，私人消費正在放緩。儘管歐元區和英國的私人消費對經濟增速拉動在過去1年的時間裏首次出現下滑，導致私人消費支出開始放緩。隨着全球經濟下滑，通脹壓力抬升及俄烏地緣危機的疊加影響，歐元區和英國消費者信心持續下滑。歐元區的消費者信心指數在2022年4月下降至-22，創下自2020年4月以來的最差水準。同樣，歐元區經濟信心指數自今年2月以來顯著下降。筆者預計私人消費預期和經濟信心轉弱將進一步傳導影響居民儲蓄抬升，這將對最終私人消費支出帶來進一步的抑制。

其次，供應瓶頸對投資增長的不確定性正在增加。疫情蔓延和俄烏危機下的供給衝擊，阻礙了歐洲供應鏈和物流體系進一步恢復，這直接衝擊了歐洲交通運輸、建築及有色金屬三大行業。原材料供給受阻，基礎設施建設放緩及物流阻塞導致了歐洲固定投資形成額對經濟增長拉動的不確定性增高。比如歐元區的供應瓶頸直接導致歐洲半導體材料供應缺口加大，影響今年3月歐盟乘用車銷量同比下降20.5%。從最新的4月歐元區和英國製造業PMI（採購經理人

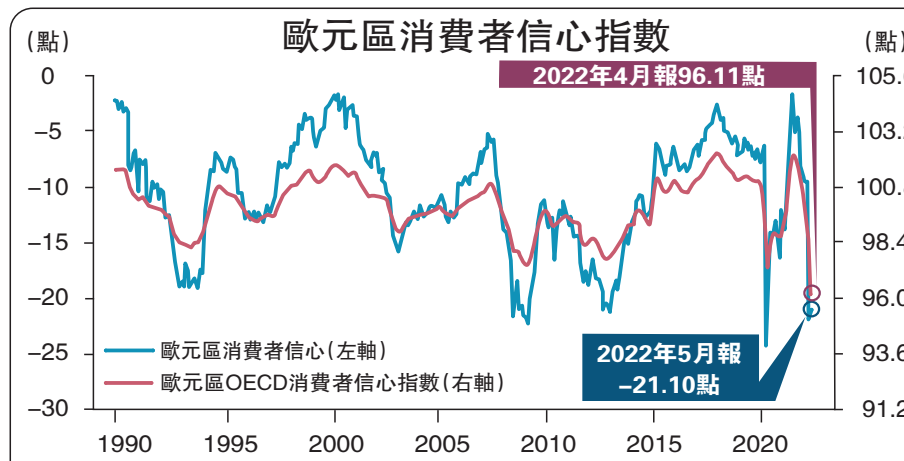
指數）數據來看，供應瓶頸已經持續影響歐元區和英國工業製造業生產活動，並顯著提高了歐元區和英國供應商的訂單交付時間。

考慮到歐洲供應鍊當前的修復狀況，筆者預計供給瓶頸對歐洲交通運輸、建築及有色金屬三大行業的影響將持續至2023年年初。同時，供應瓶頸的外溢效應正在限制部分私人消費。受到交通運輸和物流瓶頸的影響，部分耐用品零售商無法及時取貨，這直接影響了歐元區內個人最終消費支出。

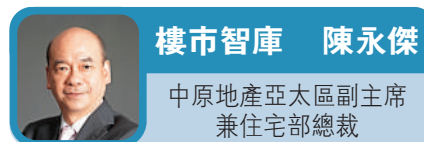
## 經濟增長嚴重分化

最後，歐元區內的經濟分化問題或將持續。疫情影響和地緣危機不僅導致了歐洲整體經濟增長預期下滑，也將進一步加劇歐洲經濟內部的複雜性和分化性。從我們構建的歐洲經濟分化指數來看，儘管今年歐元區及英國的經濟分化將有所收窄，但明年歐洲經濟增長的分化情況或將捲土重來，這種明顯的分化在很大程度上與供給衝擊帶來的結構性影響有關。此外，疫情和地緣衝擊對歐洲經濟大國的影響或將更具持續性。通過烏俄衝突對經濟影響的擬合分析，發現今年及明年英國、法國及意大利三大歐洲經濟體將持續受到供給瓶頸和地緣衝突的顯著影響。

更加糟糕的，在嚴峻的高通脹威脅下，歐元區經濟的滯脹風險將進一步加劇歐元區債務風險預期抬升。實際上，在俄烏危機前，歐元區新增的債務赤字原本已經安排用以支持控制疫情，供應鏈恢復及經濟逆周期政策。但俄烏衝突的爆發阻礙了經濟進一步充分恢復並開始弱化歐元區中長期勞動生產率水準。這一方面導致了歐元區更低的財政收入，另一方面能源供應收縮帶來的高通脹加劇了歐元區的財政支出壓力。儘管歐元區金融機構風險敞口較歐債危機時期顯著收窄，歐元區對債務風險已經具備更強的抗壓能力。然而，短期內滯脹風險將加劇財政收支的不平衡性，這將提高市場對歐元區局部債務風險的預期，導致歐元進一步弱化。



# 聯儲大幅加息 經濟無運行



美國聯儲局昨日宣布加息0.75厘來對付通脹，主席鮑威爾表示，加息0.75厘並非常態，下次會議最可能是加息0.75厘或0.5厘。但局內人心中的中性利率是2.5厘至3.5厘之間，將會有一番角力。儘管聯儲加息至3.5厘，亦只比上個加息周期的2.5厘僅高出1厘，並非高得令市場難以承受，亦低過2006年的周期頂位5.25厘甚多。即使3.5厘息口水平也是低息，屬於適合置業時機。

三藩市聯儲銀行總裁戴利支持聯儲局進取加息，直至通脹回降至合理水平。若聯儲局想要迅速做到這點，必須在未來兩次會議上大幅加息，然後再評估經濟狀況，決定下一步行動。

屬於「鷹派」的聖路易斯聯儲銀行總裁布拉德強調，聯儲局今年應將利率上調至3.5厘，以壓抑高通脹，在有需要情況下，於明年底或後年轉為減息。里士滿聯儲銀行總裁巴爾金表示，聯儲局下個月會議加息0.5厘步伐恰當，除非經濟或通脹前景有大幅改變。目前是讓聯儲局利率正常化的時間，對於下次會議加息0.5厘的看法感到寬心。而聯儲局要改變加息力度至每次0.75厘，需要基本因素的重大改變，特別是通脹預期方面。

巴爾金相信，如果通脹及經濟仍然強勁，可能要有較進取加息行動，但如通脹及經濟疲弱，則可能要減緩行動力度。摩根大通行政總裁戴蒙表示，美國通脹急升，除非聯儲局採取更迅速行動，否則經濟或陷入衰退，市場應對經濟可能颶風「颶風」做好準備。主要憂慮兩大問題，即大幅加息並實施量化緊縮措施，以及俄羅斯與烏克蘭衝突，引發商品與能源價格急升。市場資金充裕，聯儲局並無其他選擇，必須實施量化緊縮及加息，但後果難料。

聯儲局加息的中性利率是2.5厘至3.5厘之間，加息對投資市場的股市及樓市造成壓力，但3.5厘並非太高，市場能夠承受，也是可投資水平。投資者不宜過分悲觀，股市及樓市均可長線投資。

◀美國聯儲局加息步伐未有放緩，相信下個月會繼續加息0.75厘，然而長線投資樓市也不宜過分悲觀。

