



社會環境、金融基礎設施、金融文化是香港作為國際金融中心持續繁榮的三大核心支柱。

一個國際金融中心的形成與發展，有其特殊成因，涵蓋所在國的區位和時區優勢、貨幣的可兌換和自由流動、經濟全球化的加速等多重因素。事實上，國際金融中心的崛起既是一國或一地區傾力打造，又是自然演化的結果，其間經歷了一個一體多面、多種成分長期進行作用和演變的「結晶」過程，所需條件包括舒適的生活環境、完善的契約制度、快速的信息傳遞、暢通的資金流動、肥沃的創新土壤等。

# 港金融繁榮倚仗三支柱

經過對倫敦和紐約兩大國際金融中心的長期觀察，以及與國際金融專業人士的交談，筆者發現一個國際金融中心能保持持久魅力與繁榮，有其「中流砥柱」所在。總結歸納成功經驗，筆者認為社會環境、金融基礎設施、金融文化是支撐國際金融中心持續繁榮的三大核心支柱。

## 一、和諧的社會環境

### (一) 穩定的社會政局

國際金融中心發揮的功能是通過大規模的金融機構在一定地域的集中匯聚，承擔資本、外匯、債券、商品期貨、黃金等全球金融交易的安全性職責。只有國際金融中心所在國家或地區的穩定，才能確保國際金融交易的安全性，而一個動盪的社會政局無法吸引國際資本、金融機構及金融人才。

荷蘭首都阿姆斯特丹曾是首個世界金融中心，但隨着「鬱金香泡沫」的破裂，以及荷蘭連年戰爭引發的社會動盪，極大削弱了阿姆斯特丹的金融產業。根據國際金融中心指數報告，如今的阿姆斯特丹未能進入世界金融中心前十。縱觀數百年，倫敦和紐約由於其國內政局長期保持穩定，金融產業蓬勃發展，長時期居全球頂級國際金融中心的位置。歷證表明一個金融中心能否得到發展，穩定的社會政局至關重要。

### (二) 優良的城市生態

國際金融中心也是一個國家在國際舞台上的金字招牌。它的成功不僅僅體現在擁有「傲視群雄」的金融地標建築群，也體現在擁有優質的城市生態。當經濟條件處於低等時，人對物質追求是第一要求；當經濟處於發達時，人對環境保護、環境噪音、空氣質量等宜業宜居宜人生態環境有更高要求。

倫敦就充分意識到在國際化發展趨勢中生態環境扮演越來越重要的角色，一直在城市生態和環境改善上做努力。倫敦提出了要成為「最綠色的全球城市」目標，頒布了《倫敦環境戰略》，致力於打造更清潔、更環保的城市。國際金融中心要吸引高層級國際金融機構投資、國際金融精英人士落戶，就要在打造優質的城市生態上下功夫。國家經濟實力讓金融中心強大，城市生態環境讓金融中心壯大。

## 二、強大的金融基礎設施

### (一) 高效的硬件設施

高效的支付系統和齊全的要素市場是金融中心運行的重要硬件基礎設施。支付系統承擔着在金融資產交易過程中為交易參與者提供結算和清算服務；公平、透明地為市場參與者提供全球結算和清算服務，對於國際金融中心穩健運行起着重要的作用。為此，國際金融中心要配備安全、高效的支付系統，把全球金融資產涉及的資金交易進行銜接，及時消除交易對手的信用風險和流動性風險。為實現支付系統連續高效運行，支付系統參與者應提供日間透支或授信等形式的流動性支持。支付系統一方面體現着國際金融中心的硬實力，另一方面對增強金融中心的穩定性起着關鍵作用。

金融要素市場是金融資產交易、資金融通、資源配置的重要金融基礎

中心	GFCI 31		GFCI 30		較上期變化	
	排名	得分	排名	得分	排名	得分
紐約	1	759	1	762	0	▼3
倫敦	2	726	2	740	0	▼14
香港	3	715	3	716	0	▼1
上海	4	714	6	713	▲2	▲1
洛杉磯	5	713	7	712	▲2	▲1
新加坡	6	712	4	715	▼2	▼3
三藩市	7	711	5	714	▼2	▼3
北京	8	710	8	711	0	▼1
東京	9	708	9	706	0	▲2
深圳	10	707	16	699	▲6	▲8

設施。股票、債券、外匯、期貨、保險等金融資產交易所把持着金融資產交易規則的制定權、交易的准入權，直接影響金融資產交易的規模、流量、秩序。金融要素市場要跟隨金融中心發展的廣度和深度，以及金融機構業務模式的深化進行升級配置。功能多元的要素市場有助於國際金融中心打造成全球金融中心的引領者；反之，缺少要素市場的金融中心在交易功能上欠缺飽和度，就難以成為頂級的世界金融中心。

### (二) 完備的軟件設施

健全的法律體系和嚴格的會計規則則是金融中心躍升為國際金融中心的重要軟件基礎設施。在複雜的國際金融活動中，金融機構對於法律的執行要求有較高的期待。金融機構與金融機構之間、金融機構與企業之間必然會產生糾紛，給予爭端各方公平、合理的利益界定，這就需要健全的法律體系起作用。完善的法律制度使得金融機構和金融從業人員都能夠平等的享受法律保障，使得國際金融中心更具信賴度和認可度。

嚴格的會計規則能夠對國際金融交易活動起到規範作用，促進國際資本流動的活躍度。執行與國際金融活動相匹配的會計規則，一方面提升金融交易活動的透明度，使全球各利益相關方了解金融事項、金融動態，有利於投資者開展金融投資決策；另一方面，國際化的評判標準能夠充分考慮全球各方的利益，有利於保護投資者的利益。

## 三、公信的金融文化

### (一) 韌性的監管文化

金融體系的穩健經營，風險合規文化的培育，除了金融機構自身的治理文化外，監管文化也扮演着重性的角色。隨着金融機構不斷拓展業務範圍，金融創新的不斷湧現，業務合規性的界限變得模糊，對監管機構提出了更高的要求。金融機構的不當行為可能對金融中心造成傷害，使其國際聲譽受到嚴重損害，為此嚴格的金融監管是必要的。但監管行為起到懲罰警示，保護公眾利益，贏得國際社會信任作用的同時，不能使得金融機構產生「恐懼感」，捆綁其業務發展的手腳。這就要求國際金融中心構建富有韌性的監管文化。

金融監管的效用既要防控金融風險事件的發生與傳導，又要能促進和保障金融穩健、良性發展。這就要求國際金融中心的監管者不僅具備傳統行政機關的職能和能力，還需建立一套行之有效的容錯糾錯機制。國際金融中心是金融創新發展的高地，金融機構在國際化業務探索發展過程中可能會存在一定程度的失誤，甚至犯一些錯誤行為。能否準確把握金融機構創新發展的監管尺度，關係到國際金

融中心的創新力和吸引力。有效的容錯糾錯機制要從業務發展的動機出發，對於達到或履行了盡職要求，且符合容錯情形的金融機構，監管當局依法依規對其進行從輕或甚至免於責任追究。

### (二) 國際化的融合文化

在一個開放的國際市場環境中，各類文化不斷接觸、碰撞，包容性文化是國際金融中心實現高質量發展的重要金融文化基因。國際金融中心在全球化經營中，需引入和倡導尊重和承認彼此文化差異的兼容並蓄型文化，讓各種和諧文化釋放的量能共同服務於金融中心的發展。倘若一家跨國金融機構強制推行一種本國的主流文化，而忽視其他外來文化，那麼其後果不僅嚴重打擊外來文化群體的積極性，也會使主流文化群體陷入各種衝突漩渦中。長久的排他文化必然會阻礙金融中心的繁榮發展，唯有包容文化才能凝聚力量，推動金融中心的持續繁榮。紐約就是一座及具包容性的國際金融中心，匯集了全球不同膚色、不同信仰、不同語種的金融英才，為金融中心的持續發展儲備了豐富的金融人才。

開放創新文化越來越成為推動國際金融中心在世界金融體系中獲得重要地位的內生動能，其創新發展要符合和切入國際經濟發展的新潮流和新趨勢。從現階段來看，ESG（環境、社會與公司治理）發展理念在全球的關注度持續升溫，是各國大力提倡和發展的一種經濟模式。對金融領域而言，ESG理念可引伸為綠色金融和數字金融。當下國際金融中心若要謀求高層次的發展，應把握住ESG契機，在綠色債券、綠色信貸、數字貨幣等領域開拓創新，把自身打造成為綠色金融中心、數字金融中心。

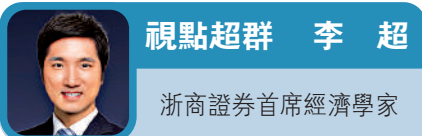
英國脫歐後，部分金融機構已把金融業務撤出倫敦，爭奪金融資源已在歐洲上演。一方面，法蘭克福、盧森堡、巴黎各出其招、各盡其能，搶奪倫敦金融資源，以此為契機提升自身國際金融中心地位；另一方面，倫敦在積極捍衛世界金融中心的核心理念，政府部門、金融監管機構、倫敦金融城出台了「優待政策」。

由此可見，在一個競爭激烈的國際環境中，國際金融中心的地位不是一成不變的，地位需要鞏固和深化。作為亞洲首屈一指的國際金融中心，面對新加坡和迪拜的競爭，香港須鞏固和深化自身的國際地位，就要在「一國兩制」這個偉大實踐中，進一步夯實三大支柱，把全球最優秀的金融機構、最豐富的金融資源、最頂級的金融人才吸引到香港，促進香港國際金融中心的持續繁榮。

（作者豐習來為建銀國際（控股）有限公司總裁、陸高飛為中國建設銀行蘇州分行副總經理）

資料來源：第三十一版國際金融中心指數(GFCI 31) (Global Financial Centres Index) 簡稱GFCI)於2022年6月24日發布。

# 加碼量寬谷經濟 日圓未見底



視點超群 李超  
浙商證券首席經濟學家

近期日本國債市場出現大幅波動，6月15日日本國債期貨大幅暴跌，創下2013年以來的最大跌幅。現貨市場同樣出現一定程度的回撤，日本10年期國債收益率自6月10日突破收益率曲線的控制目標0.25%升至0.26%，6月15日利率進一步升至0.27%。筆者認為，日債大幅波動的實質在於，今年以來日本央行貨幣政策與美聯儲大幅度背離，其可持續性受到機構交易者質疑。

今年以來，日本貨幣政策在發達國家中一枝獨秀。自2021年全球通脹壓力持續升溫以來，全球央行多數走向緊縮周期。不過，日本央行方面仍保持獨立、維持高度寬鬆的貨幣環境，甚至進一步加碼寬鬆。根據6月貨幣政策決策，日本央行將短端基準利率繼續維持在-0.1%不變；長端繼續通過收益率曲線控制將10年期日債利率鎖定在零利率附近。

此外，為了對抗市場的博弈情緒，日央行本周進一步加碼寬鬆鞏固收益率曲線控制政策。6月14日，日央行臨時加碼寬鬆，規模總計2.45萬億日圓。

在日央行貨幣政策和全球主流趨勢大幅背離的情況下，日本要維持現有的收益率曲線控制所付出的政策代價與日俱增。資本市場開放國家的主權債券本就處於全球套利交易(Carry Trade)的資金流中，一國加息抬升主權國債利率，都會間接對其他國債利率產生聯動的抬升作用，上週四(6月16日)瑞士央行意外加息，繼而帶動歐元區債、意債收益率大幅上行便是典型例證。同理，在美歐央行陸續進入加息周期後，日本國債收益率本身就面臨更大的上行壓力，全球機構投資者也在下注日本寬鬆政策難以持續。

進入今年以來，日央行為維持收益率曲線控制而執行的購債規模明顯增加，2022年1月至5月平均每月增持日本國債3.4萬億日圓(折約280億美元)，2021年平均每月拋售規模約1.2萬億日圓的日本國債。如果考慮臨時加碼的2.45萬億日圓購債計劃，6月購債規模還將進一步提升。在此背景下，當前日央行持有的國債規模已達到538萬

億日圓(折近4萬億美元)，在整體國債中佔比已達43%。

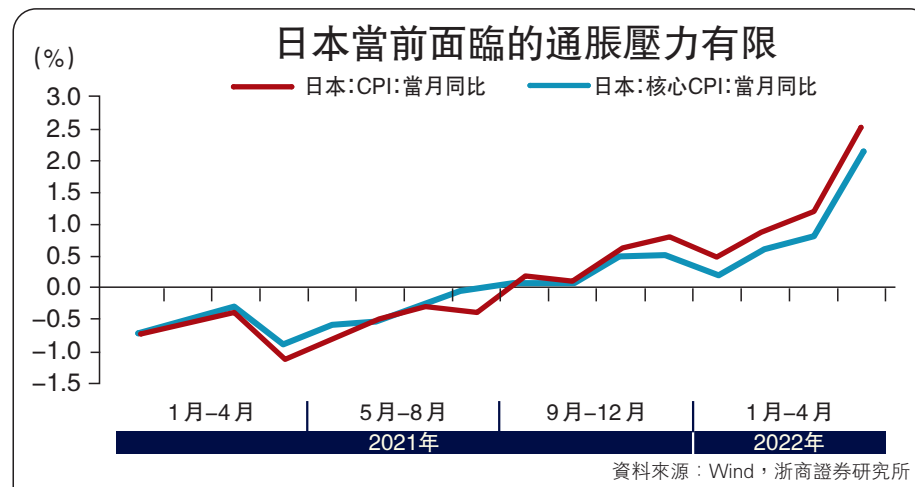
不過，筆者認為全球機構與日本央行的對賭較難成功，主要原因在於日本當前國內面臨的通脹壓力較小，日央行進一步執行寬鬆貨幣政策的內部約束相對有限。與歐、英央行類似，日央行同樣是盯住通脹的單一目標制央行，通脹目標為2%。當前日本消費者物價指數(CPI)同比增速2.5%，核心CPI增速2.1%，通脹壓力遠低於美國和歐洲；考慮到年末能源價格將逐步回落，日本央行對於年末CPI的預測為1.8%至2.0%區間(區間中值低於政策目標)，核心CPI約為0.8%至1.0%區間。

## 經濟低迷 槓桿高企

經濟增長方面，在疫情反覆、大宗商品價格高企等多重因素的疊加刺激下，日本當前經濟增長仍然低迷，2022年首季度國內生產總值(GDP)增速約為0.4%，環比增速-2.1%。背後原因包括：一是當前日本家庭出門消費的意願疲弱，首季度日本家庭消費三年複合增速仍是負值，僅為-1.4%；二是大宗商品價格的快速上漲也嚴重壓制了日本這一大宗商品進口國的需求，繼而衝擊日本企業資本開支，首季度日本私人企業設備投資三年複合增速同樣是負值，僅為-2.9%；三是歐美發達國家央行大多進入貨幣緊縮周期，利率抬升壓制外需繼而影響日本出口和企業資本開支。

債務槓桿率方面，日本當前政府部門槓桿率依然高企，疫情期間的大規模財政支出疊加經濟回落使得政府槓桿率快速膨脹，截至2021年四季度達到224.9%(2020年首季度為204.5%)。在經濟低迷疊加高槓桿率的組合下，日本的政府債務體系對貨幣寬鬆的依賴度持續增強。

展望未來，在日本通脹可控的情況下，筆者預計未來日本10年期國債收益率預計仍將保持穩定，但30年期國債收益率缺乏收益率曲線控制的支持可能進一步走高，10年、30年國債期限利差可能走闊。不過，日債收益率不跟漲的結果是匯率「捱刀」。在日本央行加碼寬鬆的背景下，日圓匯率可能進一步承受下跌壓力。結合筆者對美聯儲貨幣政策的判斷，7月之前日圓匯率仍將進一步貶值。



# 加速房屋流轉 扶持青年上車



樓市新態 汪敦敦  
祥益地產總裁

喜見候任特首李家超及其特區政府管治班子，在房屋供應這一民生焦點上，很重視簡化造地的程序，亦重視創新的房屋建設方法，積極去增加供應。筆者認為，市場要支持特區政府在造地及通關問題上取得突破，也包括在防疫措施方面積極作為，這些都是影響香港整體利益的關鍵。

當然，支持特區政府也包括給予意見。筆者在本專欄較早前發布的5篇文章中(2020年4月20日至5月18日逢周三見報)，已經詳細提出了有關短期供應的一些看法，合共可以增加大概30萬個短期(3至4年內)的一手及二手供應，另外增加轉流率的概念也是十分重要的，所以希望在這方面多補充一點內容。

筆者一再認為樓市轉流率的重要性，假設政府必須兼顧的房屋起碼有5個板塊，包括：公屋、居屋、居屋細單位換樓的目標即3房單位、私樓細單位、私樓換樓3房單位。當然，實際操作上並不需要全部板塊都能提供增量供應，因為很多的需求都可以在增加

轉流率上滿足到。只要轉流率健康，只要五分之一左右的增量供應已經足夠。

增大轉流率是可以透過稅項、按揭，甚至一些鼓勵措施去做到的，所以特區政府應該要在供應方面作出管理，而不一定要創造全新的供應。

為了良性增加公屋置業來增加公屋轉流率，筆者認為應該要在供應足夠或者激活轉流率之後重啟「置業資助貸款計劃」，即是說為真正合適自住的上車人士(尤其是年輕人)，提供數十萬元的現金資助去買樓。不要以為這種方法只會增加公屋開支，其實也能夠幫着受資助者通過置業成為納稅人，亦享受到樓市紅利。

也有些人會說，現在讓年輕人買樓是否存在風險呢？如果買樓自住，以目前很嚴格的入市門檻來說，在樓市辣招推出之後，市場出現大泡沫的機會會微小，出現大幅下調的機會亦會大減。過去幾年間，住宅樓市在市場動盪之下守得固若金湯已是一個很好的證明。以內地作為例子，近20年來，房地產市場高速分配財富給予普羅大眾，不單只讓市民生活得更好，亦在一定程度上解決到貧富懸殊的問題，房地產是比證券更成功的財富分配工具，亦是可大量減少福利和依賴的良策。