

## 優化金融政策 增強競爭力

高文宏 李惟宏  
香港立法會議員

香港回歸祖國27周年，社會全面進入由治及興的關鍵時期。自從3月通過《維護國家安全條例》，完成了基本法第23條立法，堵塞了香港維護國家安全的漏洞，也為商界、政界以至整體社會帶來更大的安全保障。完成立法後，不僅對香港金融業發揮正面、穩定作用，香港特區政府以至社會各界更可合力拚經濟、謀發展，全力改善經濟。

受惠於國務院4月份發布的新「國九條」政策，以及中證監公布的5項資本市場對港合作措施，港股市近期呈現回升跡象，日均成交額及新股上市申請數目亦漸見增多。根據港交所的資料顯示，6月份港股日均成交額為1112億元，較去年同期的998億元上升11%；而正在處理的新股上市申請數目達152宗，當中有81宗是自年初接受的新申請。

為維持港股穩步上升的趨勢，筆者近期收集了業界意見，建議香港特區政府可對以下一系列金融政策採取優化措施，進一步推動香港金融服務業向前發展：

## 1、放寬南向「港股通」限制

港交所可與內地監管部門商討，研究放寬南向「港股通」限制，包括調低上市公司的准入門檻，如容許30億元市值公司加入；放寬內地個人投資者50萬元人民幣的投資門檻；考慮提高南向「港股通」投資者徵收的股息紅利稅，以帶動更多南向資金流入港股。

## 2、優化「新資本投資者入境計劃」

根據香港投資推廣署的數據，截至6月21日，投資推廣署已接獲逾300宗申請，但只批出3宗符合投資規定的申請，反映審批流程長，審批效率有待改善。有業界人士建議，投資推廣署應增加對資產審查的靈活性，例如容許以聯名及公司方式持有個人3000萬港元資產證明，亦不應嚴苛要求每日結餘須有3000萬港元資產，而可改以同等資產值的月結單作證明。

此外，舊有的資本投資者入境計劃是由入境事務處審批，而「新計劃」則由投資推廣署負責，兩個部門的執行標準尺度不一致；故建議訂立清晰的執行

指引，執行時亦不宜以鐵板一塊方式處理。為確保「新計劃」順利開展及達到預期效果，香港特區政府亦須持續審視現行的審批機制，積極聽取業界意見作出改善，從善如流。

## 3、擴闊跨境理財通

監管機構可與內地監管部門作進一步磋商，調低合資格香港券商的入場門檻（包括現有要求在指定時期內交易額不少於5億港元），讓更多香港中小型券參與，並且繼續擴闊投資產品範圍，涵蓋更多不同類型的投資產品。同時，亦可研究將「跨境理財通」擴容至服務領域。目前，理財通的痛點是在實際操作層面，兩地人員未能互相推廣有關產品，希望兩地監管機構能夠作出改善，讓業界可以落實到大灣區推廣有關業務，加快香港金融服務業融入大灣區。

## 4、促進貴金屬發展

有業界人士指出，目前韓國從香港進口黃金和其他貴金屬，須徵收3%的進口關稅，許多韓國公司則選擇從澳洲以零關稅進口黃金，主要是受益於韓國與澳洲簽訂自由貿易協定。因此，香港特區政府應積極爭取盡早加入《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP），從而能夠以零關稅輸入黃金和其他貴金屬至韓國、日本以及其他RCEP成員國家，提高香港貴金屬業的國際競爭力，亦有助促進香港成為國際商品中心。

## 5、推動虛擬資產零售化

業界歡迎證監會接納業界意見，就虛擬資產交易，適度容許零售投資者參與大型加密貨幣買賣；建議監管機構透過加強投資者教育，穩步增加零售投資者參與更多不同虛擬資產產品交易，並強調他們在本地合規平台買賣將得到更大的監管保障，以促進香港虛擬資產市場發展。

同時，業界亦期望證監會能夠加快審批資產管理牌照升級事宜；適度放寬中介人銷售虛擬資產交易所買賣基金（ETF）的規定（例如相關產品聲明和客戶知識評估），以及開放更多虛擬資產期權及期貨的衍生產品，豐富香港虛擬資產生態圈。

筆者期望，香港特區政府與監管機構積極探討上述業界關注的議題及建議，共同攜手帶領香港金融服務業踏上發展新階段，提升及鞏固香港國際金融中心的樞紐地位。

## 香港復甦的三個階段(上)

樓市新態 汪敦敬  
祥益地產總裁

儘管港人近年來都覺得經濟欠佳，但根據Altrata公布的《全球超級富豪報告》顯示，香港合乎超級富豪資格人數為全球第二多。這反映出，很多港人的財富仍然在增長中。筆者認為，香港的整體復甦會分為三個階段：

在第一階段，即兩、三年前，香港特區政府全力回復本港的人口規模。本港人口曾在2020至2022年中出現下滑，一個城市如果人口不增長就會欠缺競爭力，而且會失去活力，亦容易令到質素較差的服務成為主導。譬如通關之後，香港與內地服務比較下就相形見绌。香港社會的奮鬥心空前薄弱及質素低迷，也是因為長期以來輿論被錯誤引導所致。

## 人口總規模回升

香港人口政策是最重要的一場仗，也令到人口在2022年之後出現回升。近幾年引入的人口普遍是接受高等教育、較為年輕及在職場上充滿活力，而且是即將上位的，這種新的人口結構令香港

樓市立刻受惠，租金在2023年重新進入上升軌道。2024年樓市撤辣之後，雖然大部分的購買力解除入市約束，但是很多購買力都沒有起動，唯非本地購買力一枝獨秀。

如果以買家姓名的普通話拼音做標準，有些樓花地盤的買賣約佔六成比例。而二手買賣方面，內地客戶以往長期佔不超過5%，但是近期亦增加到兩成，這是很大的改變。

## 港樓回報高 吸引內地投資者

上述內地買家可能開始覺得租金貴了，所以進入市場買賣物業。其中部分人士都是高薪的，筆者曾接觸一些客人月薪是10萬元左右，他們想買二手樓作收租之用。內地客戶十分喜歡香港物業市場，除了投資回報率高之外，在法例及市場成熟方面香港房地產也都是穩健的，加上購買香港物業亦等同買美元資產，在金融上又多了套數功能。

香港愈來愈國際化，開始愈來愈多境外的置業者出現，包括巴基斯坦籍和非洲籍，雖然數量不算很多，但的確成為趨勢。當然，大家亦看到近期香港與大灣區其他城市的人口流通相當成功，這本身是好事。

關於其他兩點，下回再談。

▶政府支援房地產企業，可令行業恢復正常市場循環，並使地產銷售回歸常態，從而打破經濟需求收縮的趨勢。



當前中國經濟面臨的壓力來自於內循環，而非外循環。內循環的關鍵堵點，同時也是當前中國經濟的主要矛盾，是房地產企業信用風險高企所導致的地產銷售疲弱。要穩定經濟增長，需要更加積極的財政政策及普惠性救助地產企業。

## 積極財策是穩經濟關鍵

憑高望遠 徐高  
中銀國際證券  
首席經濟學家

經濟增長的下行壓力仍然主要來自地產投資。2024年上半年，中國經濟「外暖內冷」。一方面，中國出口表現不錯，帶動相關行業（尤其是高技術製造業）景氣處於高位；另一方面，國內地產行業的風險仍然沒有得到有效遏制，地產投資增長在今年二季度進一步下滑。而在收入增長預期弱化的背景下，國內消費也顯出疲態。

過去幾年，趨勢性走低的房地產投資資金來源體現了地產行業的壓力。房地產投資資金來源指標涵蓋了房地產企業從定金及預付款、開發貸、按揭貸款、自籌等各個渠道獲取的資金總量。該指標的下行，意味著房地產企業資金鏈緊縮，自然會讓地產投資跟隨走低。房地產投資資金來源規模在低位穩定了接近一年之後，在今年6月再度明顯走低。

隨着二季度GDP（國內生產總值）增速跌破5%的目標值，市場進入了一個關鍵的政策觀察期。在今年3月兩會給出了「5%左右」的全年GDP增長目標之後，高層領導多次表示了實現該目標的決心。今年6月25日，國務院總理李強在參加夏季達沃斯論壇時表示，中國有信心、有能力實現全年5%左右的經濟增長目標。而在剛剛閉幕的二十屆三中全會中，黨中央也強調了要「堅定不移實現全年經濟社會發展目標」。

也因此，在二季度4.7%的GDP增速發布之後，市場正在觀察宏觀政策走向，以確定之前的政策預期是否能兌現。即將在7月末召開的政治局會議，將是市場對政策的一個關鍵觀察點。接下來的穩增長政策是否能針對當前經濟壓力採取有效措施，會顯著影響市場對今年下半年，乃至對更長期經濟走勢的預期和信心。

當前經濟下行壓力主要來自於內循環，即國內市場偏弱的支出意願，以及隨之而來的內需收縮和預期轉弱。要穩定經濟增長，重點在於提振實體經濟中的支出行為。在經濟下行階段，市場化經濟主體普遍會有收入預期減弱、支出意願下降的情況。而宏觀經濟是一個內部相互聯繫的有機體，一戶經濟主體的支出就是別的主體的收入。如果各個經濟主體都縮減其支出，則大家的收入都會下降，令整體支出意願進一步降低，從而形成惡性循環。

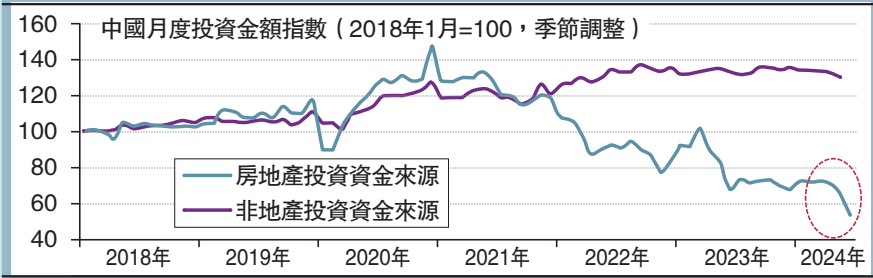
## 實體融資需求下滑

為打破這種循環，需要經濟主體逆勢增加其支出，從而帶動其他經濟主體的收入增長，進而打破收入預期弱化的趨勢。

在提振實體支出方面，貨幣政策只有間接效果。無論是中央銀行，還是其他金融機構，其本身並不是實體經濟中的主要買家。它們的作用更多體現在為實體經濟各主體提供融資，幫助其擴張支出這方面。現在的問題是，金融機構就算願意借出資金，實體經濟主體也可能未必願意借入。

貨幣寬鬆可以降低金融體系中的資金成本。正常情況下，面對更低的

## 房地產投資資金來源規模在今年6月再度明顯走低



資料來源：萬得、中銀證券

資金成本，實體經濟主體的借款意願會相應上升。但如果實體經濟中的各主體對未來缺乏穩定預期，則資金成本的下降也難以帶動經濟主體的借款意願和支出意願。

這正是當前貨幣寬鬆碰到的問題——在中國實體經濟需求收縮、預期轉弱的情況下，貨幣寬鬆對實體經濟支出擴張的傳導已明顯受阻。目前，中國金融市場利率水平已經創出了近十幾年的新低，但同期金融體系向實體經濟的社會融資投放規模卻增幅明顯偏低。

更值得關注的是，過去十多年的幾輪周期中，社會融資增幅與金融市場利率水平顯著負相關，低利率往往伴隨着社會融資規模的高增。而在今年，利率已經明顯低於過去幾輪周期的底部水平，社會融資增長卻未能隨之加快，反而與利率走勢形成了罕見的背離。在實體經濟融資擴張對利率不再敏感時，貨幣政策的穩增長能力就受限。

面對實體經濟的需求下滑，財政政策是可選的手段。畢竟，財政可以在實體經濟中直接花錢，從而給別的經濟主體創造收入。財政的收支赤字是衡量財政政策擴張程度的常用指標。財政赤字愈大，財政政策就愈積極，對實體經濟需求帶動的作用就愈明顯。最近3個月，中國中央財政收支赤字確實比去年同期有所擴大。但同期，地方財政收支赤字與去年同期持平，政府基金性收支（主要是地方政府土地財政相關收支）赤字卻明顯減少。於是，將這三部分財政收支赤字加起來，反而是相比去年同期有所減少。在提振實體經濟需求方面，廣義財政政策有進一步擴張的必要。

不過，財政的擴張也面臨約束。在當前經濟下行期，中國財政減收壓力較大。2024年前5個月，中國政府稅收收入同比下降5%，國有土地使用權出讓收入同比下降14%。理論上說，在經濟下行期，財政應逆周期行事，通過財政赤字的擴張來對沖經濟的下行壓力。但今年3月全國人大會議已經定出全年財政赤字和財政的發債規模，在報請人大會議上調赤字規模之前，財政擴張的力度受到財政收入、赤字，以及發債規模的約束。當然，如果有更加積極的財政政策出台，對減輕經濟需求不足的壓力，提升各方信心，會有積極意義。

## 釐設地產紓困基金

穩增長還有另一個更為有效的選擇，即針對地產行業當前的主要矛盾，用一兩萬億元（人民幣，下同）的財政資金設立「地產紓困基金」，用公共資金普惠性救助房地產企業，打破地產行業內的市場失靈，恢復行業的正常市場循環，從而讓向常態回

歸的地產銷售來打破經濟中需求收縮的趨勢。

地產行業的疲弱並非不可避免，更不是如有些人所說的那樣，越過了所謂不可逆轉的轉折點。僅用一個事實就可以說明這一點。2021年以來，中國商品房期房（尚未完工的房屋）銷售面積下降了超過一半，而商品房現房（已經完工的房屋）銷售面積卻沒有降低，反而在今年明顯走高。也就是說，這幾年老百姓是不敢買期房，而只是不太敢買期房了。如果地產銷售真的是因為收入預期或是人口老齡化而下降，應該看到的是商品房期房和現房銷售面積同時下降才對。

今年年初，政策加大了「保交樓」的力度，並推出了地產項目「白名單」制度。但在當前的市場環境中，「保交樓」與化解房地產企業信用風險是不能分割的。試圖繞開房地產企業，直接給地產項目提供融資，並不能化解地產行業的風險。這是因為，如果地產企業的信用風險繼續處於高位，老百姓的「惜購」情緒就難以被抑制——在評估期房「爛尾」風險時，老百姓更關注的是對應地產企業「爆雷」的可能性，而非某項目是否被納入了「白名單」。而如果「惜購」情緒不能被抑制，地產銷售難以提振，「保交樓」政策也就難以進入良性循環。

阻礙地產行業市場循環的關鍵堵點正是房地產企業高企的信用風險，它既催生了購房者的「惜購」情緒，也帶來了金融機構的「惜貸」情緒。實體經濟融資需求利率敏感性的下降也主要來自於此——當購房者在擔心房屋爛尾風險時，房貸利率的下調自然難以明顯推升地產銷售。當前，金融機構並不缺錢，政府也多次要求一視同仁滿足不同所有制房地產企業的合理融資需求。但站在每家金融機構自身的角度，都會因為壞賬風險的考慮而有很強「惜貸」情緒。換句話說，各家金融機構處在「囚徒困境」中，在沒有外力的情況下，很難打破這種協調失靈的市場僵局。

在市場失靈的時候，疏通市場循環所需的外力只能來自政府。政府此時可以設立「地產紓困基金」，普惠性地購入各個房地產企業的股份和債券。這個行動可以打破地產融資市場中的「囚徒困境」——政府資金注入房地產企業後，金融機構的壞賬憂慮便會顯著消退，金融市場的流動性就會大量向地產企業流動，從而化解地產企業的信用風險，打消購房者的「惜購」情緒，讓地產市場恢復正常。

在GDP增速落入5%之後，市場進入關鍵的政策觀察窗口期，如果看到政府積極的穩增長動作，市場情緒和經濟表現都能明顯改善。



◀特區政府今年2月公布樓市撤辣後，內地買家來港置業的個案增加。