

序

建華兄是我多年的好友，他的刻苦好學、勤於思考以及嚴謹治學精神是我十分敬佩的。不久前，他將《邁向二十一世紀的香港金融》一書交給我，請我為他的大作寫序。我當然十分樂意。

回歸後的香港面臨亞洲金融危機的猛烈衝擊，香港金融能否保持其國際金融中心地位、二十一世紀香港金融走勢怎樣，一直是人們關注的焦點。該書創國內外研究風氣之先河，對這一重大問題展開探討，並取得重大進展。我一方面為之高興，另一方面也在吸取該書成果的基礎上，認為應該寫一些東西，以引起人們對這一問題的重視。

一、二十一世紀香港經濟的錨定何方：

聯繫匯率制的評估與展望

貨幣主義學派的旗手，諾貝爾經濟學獎得主弗里德曼教授有一句名言：“金融制度的關鍵在於它有一個‘錨’，幫助金融制度定位。”聯繫匯率制就是香港金融體系的“錨”，也是香港經濟體系的“錨”。在二十一世紀，這個“錨”將把香港這艘航船定在何方？全體港人和中國內地同胞廣為關注。

香港聯繫匯率制產生的直接原因是為了控制因中英關於香港問題談判時市場認為前景不明朗而引發的港元暴跌。一九八三年港元從一九八二年的六港元兌一美元急挫至九點六港元兌一美元的低位。港元匯率的高高低低使得實質 GDP 增長飄忽不定，一九七九年為百分之十一點五，一九八二年又變成百分之二點七。一九八三年十月十五日，香港政府宣佈實行聯繫匯率制，取代了自一九七四年開始的浮動匯率制。

聯繫匯率制成為香港現行貨幣制度的核心，是香港金融穩定

的關鍵所在。聯繫匯率制首先表現為香港的發鈔制度。在聯繫匯率制下，發鈔行（目前為匯豐銀行、渣打銀行和中國銀行）在發行港元鈔票時，必須事先以一美元兌七點八港元的固定匯率向外匯基金提交等值美元，換取“負債證明書”作為港元鈔票的法定發行準備。同樣，發鈔行也可以“負債證明書”和港元鈔票以七點八的固定匯率向外匯基金贖回等值美元。這種發鈔制度稱為貨幣發行局制度。聯繫匯率制雖然以固定匯率與美元掛鉤，但它與固定匯率制有着本質的不同。聯繫匯率制規定的一美元等於七點八港元的固定匯率只適用於發鈔行與外匯基金之間的發鈔準備規定，在香港外匯市場上的港元與美元的交易並不受此約束，匯價由市場的供求力量決定。因此，實際上香港存在兩種匯率，一種是固定的發鈔行與外匯基金的發行匯率，另一種是自由浮動的市場匯率。

與固定匯率制的另一不同是，聯繫匯率制有兩個自我維護機制。從理論上講，有兩個內在的、自我調節的機制迫使市場匯率接近聯繫匯率，從而保證聯繫匯率制的穩定性。

第一個機制的運行過程如下：假使因港元受狙擊或資本流出致使外匯（主要是美元）減少，發鈔行不僅不能增發港鈔，還可能因為外匯頭寸緊張而向外匯基金交還“負債證明書”以贖回美元，由此基礎貨幣減少，貨幣供應量隨之減少，貨幣供應量減少的結果是利率上升、物價下降，最終達到匯率穩定的目的。這一機制是自動的、持續的，但產生效果的時滯較長。

第二個機制的運行過程如下：假設市場匯率上升到七點九，所有的發鈔行都由於套利的動機，而以七點八的固定匯率向外匯基金交回“負債證明書”贖回美元，再以七點九的匯率在市場上拋出，結果將是使市場匯率與官方的固定匯率趨同。在一般的市場波動情況下，這一機制實際上能夠發揮作用，但如果面臨的是蓄謀已久、規模居大的攻擊，這一機制則倍顯單薄。

聯繫匯率制簡單明瞭，並具有較強的可操作性。它沒有一攪

子貨幣掛鈎時那種複雜的匯率計算，從而為市場提供了透明度高並能為各方面和各階層認識所掌握和運用的計算辦法；對貿易和投資而言，它提供了清楚穩定的成本核算辦法；對普通市民而言它提供了衡量財富的尺度。穩定的匯率要求商人加緊在自身產品的競爭力上下工夫，而不是琢磨在貨幣體系中進行投機。

香港是小島經濟，具有小型開放經濟的典型特徵。香港的經濟增長要受到當局無法控制的若干外來因素的影響，外資外貿增長變化的貨幣表現，同樣很難為貨幣管理當局控制。所以，用利率或貨幣供應量作為貨幣政策目標是不切實際的。要維持其外向型經濟的優勢，並避免外來生產波動的衝擊，將匯率這一最敏感最沒有穩定性的金融指標最大限度的穩定在一定水平上，就成為小型開放經濟貨幣政策目標的唯一選擇。由於香港政府注意維護其貨幣政策的唯一性，聯繫匯率制在穩定市場方面發揮了巨大的作用，近些年來，香港經歷了多次重大事件的衝擊，如一九八七年的全球股災、一九八九年的內地政治風波、一九九〇年的海灣戰爭、一九九一年的國際商業信貸銀行事件、一九九二年的歐洲匯率機制解體、一九九五年的墨西哥金融危機的擴散以及一九九七年的東南亞金融風暴等等，而聯繫匯率制充分表現出其承受力，市場匯率的波動從未超出上下百分之一的水平，並且港元多數時候處於偏強的位置。

香港經濟在聯繫匯率制下邁向繁榮。一九八四年到一九九四年十年間，實際 GDP 年平均增長百分之六；人均 GDP 年平均增長率為百分之五；出口大約相當於 GDP 的百分之二百；貿易盈餘平均佔 GDP 的比例為百分之八；財政盈餘平均佔 GDP 的比例為百分之二；人均收入一九九五年達到二萬二千七百七十美元。根據世界銀行的統計，百分之五已經是高收入經濟體系中最快的人均增長率。聯繫匯率制下的雙高——高增長和高收入，引導香港經濟平穩地發生了結構性變化。香港從八十年代的工業經濟，迅速轉向

九十年代以服務為主的經濟。香港私營部門中，製造業佔就業的比重從一九八〇年的百分之四十九點三，下降為一九九六年的百分之十四點四；貿易與金融服務業所佔比重從百分之三十一點八增加到百分之六十點四。而其他國家或地區的經濟體系，由於不具備“雙高”的條件，都要經過相當的痛苦和衰退才能實現經濟的轉型。韓國目前就處於這種相當的痛苦和衰退之中。現時的香港，服務業佔了工作崗位的大約百分之七十，其中，金融和商業服務佔全部工作崗位的百分之十六。服務業對 GDP 的貢獻大約百分之八十五。在早期騰飛的四小龍中，香港繼續佔據了經濟的制高點。香港是幸運的，這種幸運是和構築在高效而敏感政府機器、審慎的財政政策以及龐大的外匯儲備基礎上的聯繫匯率制密不可分的。

應該指出，聯繫匯率制的理論基礎是經濟能夠就着聯繫匯率制進行調整，而不是聯繫匯率制就着經濟進行調整。香港經濟所特有的靈活性、豐富性以及較高的生產力和競爭力，使它對於聯繫匯率制有很好的適應性，使得聯繫匯率制成為持久和令人信服的制度。

聯繫匯率制的關鍵在於市場信心。金融管理局在近年來發展和完善了各種金融工具和貨幣政策工具，如一九八八年實施的會計安排允許外匯基金影響銀行同業的流動資金水平；一九九〇年發行外匯基金票據增強公開市場操作能力；一九九二年建立流動資金調節機制作為香港式的貼現窗口影響銀行同業的短期利率，等等，大大增強了干預市場和維護聯繫匯率制的能力。然而維護聯繫匯率制的關鍵還是在於維護市場的信心。

金融問題的要害在於它的敏感性。只要出現信心缺口，再完善的貨幣制度也可能面對難以應付的危機。像香港這樣完全開放、自由化程度高、信息流動快、地理面積和經濟體積均較小的地區，一有風吹草動，就可能出現恐慌。一旦人們認為聯繫匯率制會

放棄，預期港幣會貶值，外匯資金的抽逃就會加劇，貨幣管理當局干預市場的籌碼難以支撐，聯繫匯率制就真的岌岌乎殆哉。

因此，維護市場對聯繫匯率制的信心至關重要。在香港回歸前後，在東南亞金融風暴突起、香港遭遇攻擊前後，中國中央政府的經濟決策層和香港金融管理層反覆強調了維護香港聯繫匯率制的信心和決心，特區首長董建華，香港金管局的總裁任志剛、副總裁沈聯濤等，只要有機會，就會宣講聯繫匯率制的意義，“提醒投機者注意，金管局沒有通脹率、就業率等其他目標，只有匯率穩定的單一目標”；中國人民銀行的行長戴相龍、副行長陳元等也是一有機會就為聯繫匯率制助陣，“中國人民銀行已經承諾對香港的貨幣穩定提供支持，一九九六年初，中國人民銀行與香港金管局簽定了美元國債回購協議，我們充分相信香港金管局管理香港金融的能力，在他們需要的時候，我們將提供資金，穩定港元的匯率”。可以說，他們已經直接投入到香港聯繫匯率制的信心保衛戰之中。

一九九八年一月十四日，美國芝加哥大學經濟學教授，諾貝爾獎獲得者莫頓米勒應中國金融學會的邀請就東南亞經濟危機作了精彩的演講。他高度評價了香港捍衛聯繫匯率制，中國努力維護匯率穩定，從而為避免東南亞金融形勢的惡化作出了巨大的貢獻。他也強調，聯繫匯率制的關鍵在於信心，在於將恐慌的情緒扼殺於搖籃之中。一九九一年，米勒先生向阿根廷（也是實行聯繫匯率制，當時市場狀況使聯繫匯率制有所動搖）進言，希望一定要堅決維護該制度。阿根廷政府將米勒先生的建議大字標題公諸報端：“米勒先生說一定要維護聯繫匯率制”，頓時扭轉了市場預期。米勒先生微笑着告訴大家，今天，他要給香港說的也是這句話。

綜上所述，聯匯制作為香港的貨幣政策目標，能夠高效地發揮其預期的功能，一方面是由於建立了日益完善的貨幣機制；另一方面是有足夠的外匯基金作為保障。

那麼，面對即將到來的二十一世紀，聯匯制還能走多遠抑或怎

樣走得更遠以適應新的形勢變化？對此，筆者貿然抒一管見，以供大家參鑒。

——前面已提及，聯繫匯率制具有固定匯率制和浮動匯率制的雙重功效，正是這種“雙重性格”才使得香港的金融經濟在過去的十多年裏能夠穩定健康的發展，同時在下個世紀的機制運行過程中將會面臨極大的挑戰。

因為首先，港元與美元的固定匯率僅適用於發鈔銀行與外匯基金的發鈔準備之間，市場匯價則完全由供求關係決定。當市場匯價高於七點八，港元處於貶值壓力時，發鈔行要以高於七點八的匯價才能從市場上換回美元。但向外匯基金交納一美元只能發行七點八港元，其中的匯率損失就要由發鈔銀行自行承擔。其次，港元與美元掛鈎，則港元市場利率容易受到美元利率水平的制約。當美國的經濟處於動盪之際，港元也要隨之波動，不僅不利於香港各銀行貸款利率的制定，並且需要大量的外匯儲備的應付隨時可出現的問題，使這部分外匯資金難以用於經濟的發展上。最後，香港貨幣當局缺乏對貨幣政策調控的自主能力。特別是當香港與美國處於經濟周期的不同階段時，要維持聯匯制，就必須付出通貨膨脹的代價。當通脹出現時，香港貨幣當局又難以運用利率等有效的操作手段控制流通中的港幣數量。一九九一年，港府曾嘗試將港元利率提高，抽緊銀根，抑制通貨膨脹，結果導致了外匯市場上對港元需求的增加，造成港元匯率上升，給聯匯制帶來了巨大的衝擊。

因此，二十一世紀的香港貨幣當局應拓寬視野，集思廣益，在匯率和通貨膨脹之間尋求一個有效的平衡點，以解決聯匯制可能出現的波動問題，增強維持其穩定性的經濟基座。

——預計二十一世紀的香港貨幣政策仍是以聯匯制為目標，以外匯基金為操作手段的完整的運行機制。由於港金局已有管理外匯基金的自主權，這對於在未來繼續聯匯制原有的運行機制，保

證港元匯率的相對穩定奠定了基礎。可見，外匯基金對於香港金融秩序的穩定具有舉足輕重的作用。

筆者着眼於外匯基金構成中起着控制市場利率，穩定匯率的純操作性資金，以此說明一下這類資金在未來的貨幣工具作用如何改進的問題。它們包括銀行體系結算額、外匯基金票據和債券、流動資金調節機制。

銀行體制系結算額是一九八八年七月外匯基金與匯豐銀行達成的“新會計安排”。它實際上利用匯豐銀行的特殊地位，使外匯基金的市場操作通過匯豐銀行傳遞給整個銀行同業。通過改變銀行同業拆借利率，達到影響市場匯率的目標。隨着二十一世紀中國銀行在香港金融界聲譽日增，香港特區政府可考慮修改“新會計安排”，在權衡中應吸納中國銀行的市場影響力，使得港市匯率更有牢固的制約因素。

外匯基金票據實際上是香港版本的公開市場業務，它發行的目的是為了通過在市場上票據的買賣，調節市場上港幣的流通量，而達到放鬆或緊縮銀根的目的。二十一世紀伊始香港市場上的外匯基金票據和債券總額將超過一千億港元，它們不僅為外匯基金提供了靈活、便利的市場操作，同時，也為未來香港的債券市場提供了較長期限的基礎利率指引。

流動資金調節機制是在外匯基金票據的基礎上實施的，它的作用相當於一般中央銀行的貼現窗口。下個世紀的香港貨幣當局應積極利用強勢管制進一步健全這一機制，使外匯基金對銀行同業流動資金的調控能力得到加強，使其真正成為銀行體系最後的貸款人。

——雖然中國內地的貨幣政策內容有別於香港，但作為貨幣政策的操作，它們在保證各自的貨幣政策目標實現上都是行之有效的。互相彌補，共同完善是保障雙方金融與經濟穩定運行的重要條件。二十一世紀的國際金融一體化和國際投機資本跨國流動

趨勢將更為顯著，香港貨幣當局無法推卸不斷強化、完善貨幣調控機制的責任，以加強自身的調控能力，運用各種貨幣操作工具靈活、有效地實施貨幣政策的良好功效。

隨着時光漸進二十一世紀，中國政府捍衛港元匯率的信心彌堅。因此，在得到中國政府的有力支持下，港元幣值的穩定，聯匯制的有效維持，將使得香港的金融和經濟得到更快更好的發展。

二、二十一世紀香港金融中心地位面臨的挑戰及機遇

國際金融中心一般定義為國際性金融市場的集中地。以集中程度為標準，通常又可分為地區性的國際金融中心和全球性的國際金融中心兩類。一些共同的特徵構成國際金融中心的基本標誌。這些特徵是：(1)金融機構雲集。大量國內外金融機構匯聚其中，成為金融市場的活動主體和結構主體；(2)金融服務全面。各類趨於成熟或創新的金融品種與金融工具在此被廣泛使用並向外傳播，帶動金融市場的業務拓展與產品更新；(3)金融制度完備。涉及金融交易、監管、司法以及信息流通的規範體系得以確立，保障了金融市場與金融機構有序並有效的發展；(4)金融交易活躍。資本管制的全面放開、便利暢通的投資及交易場所吸引並促進了金融市場的規模擴展和投資流動；(5)金融人才充沛。大量集中的市場擁有大批專業化的人才，而活躍的市場和不斷創新的交易產品及其技術又不斷培育出新的專業人才。

近二、三十年，香港經濟發展最引人注目的成就，莫過於香港國際金融中心地位的崛起，並且，這已成為香港經濟發展的主要內涵和特徵。

二十多年來，香港金融市場發展日趨成熟，國際金融中心地位不斷鞏固，但二十一世紀的香港金融業仍將面臨不少挑戰。

一是從內部來說，首先，香港金融市場體積仍相對較小，開放性較大，較易受到國際熱錢的衝擊。近年來，香港股市波動較大就是一例；其次，為了香港金融市場的穩定，現時香港經濟仍實施聯

繫匯率制度，但香港通貨膨脹長期高於美國，使各業在港經營的成本迅速上升，直接影響香港的國際競爭力；第三，近年國際市場新的金融衍生工具不斷推陳出新，如監管稍有不慎，便會發生如巴林及大和銀行等事件，所以，各金融機構及監管當局對這些產品要加倍研究，並密切注視其發展。

二是對“一國兩制”、“港人治港”的信心問題。儘管《基本法》已明確規定：“九七”以後，香港特別行政區實行港人治港、高度自治，保留現行的社會、經濟制度五十年不變；儘管港人對香港前途的信心不斷在增強，但“一國兩制”畢竟是史無前例的構想，投資者對這一政策能否真正實施以及實踐效果，心中之慮仍未完全排除。因此，加強對“一國兩制”、“港人治港”構想的宣傳，加強香港與大陸的溝通，從制度、法律等各方面確實保證“一國兩制”的順利實施，仍將是一項長期而重要的任務。

三是就外部環境來說，香港正面臨着亞太周邊國家和地區日益強勁的競爭壓力。

首先，來自新加坡的競爭。作為亞太地區三大國際金融中心之一的新加坡，長期以來一直是香港最主要的競爭對手。新加坡與香港經濟結構基本類同，金融業的發展水平十分接近，但在總體規模上新加坡仍次於香港。一般認為，就國際金融中心的發展而言，香港在客觀經濟條件和金融政策管理方面更優於新加坡。然而，近年來對香港這一優勢進行挑戰的是新加坡在繼續向離岸業務提供特別優惠政策的同時，逐步運用彈性管理辦法和進一步優惠政策來鞏固其國際金融中心地位。例如，一九九〇年三月，新加坡政府宣佈對金融與保險業和外國投資者提供一系列優惠稅收政策。其中包括對新設立基金和金融中心的跨國公司的課稅由百分之三十二減至百分之十。這一舉動對香港震動不小，被普遍認為是對香港傳統的稅制優勢的一個挑戰（香港公司稅為百分之十六點五）；降低股票交易印花稅，鼓勵股票二級市場發展；對從事商品

貿易的國際貿易公司給予減稅百分之十；將離岸租賃稅率降至百分之十，延長先驅工業地位公司的優惠稅率。同時，新加坡政府還宣佈外國人持有本地銀行的股權上限從百分之二十提高到百分之四十，豁免對投資亞洲美元債券所得利稅等。因此，面對新加坡政府的政策調整，香港如何在管理政策上保持已有的對外資的吸引力是其面臨的重大挑戰。

其次，來自東京的挑戰。東京是舉世公認的亞洲第一大金融中心和世界上僅次於紐約和倫敦的第三大金融中心。外匯市場和資本市場的表現尤為突出。一九九五年東京外匯交易中心的日淨交易額為一千六百一十四億美元，大大高於香港的九百一十億美元。雖然市場規模遠遠大於香港，但在管制程度上卻遠不如香港寬鬆。日本政府歷來對金融業有嚴格的管制，為使離岸市場不致對國內市場造成衝擊，日本政府對國內外業務有嚴格的界限之分。因此，東京市場屬於國內國際業務分離的“分離型離岸中心”。與東京市場不同的是，香港是亞洲地區唯一的沒有離岸業務和本地業務之分的“混合型離岸中心”，外資機構進入數量和參與程度也居亞洲第一，其自由化和國際化的程度是東京市場和新加坡市場所不能比擬的。與日本不同，作為國際資金集散地，香港融資功能的特點不在於依靠本身具有充足的過剩資本來支撐其金融業務，而是通過跨國銀行和各種外資機構，調集境外資本提供各種境外金融服務。雖然香港以中國大陸為腹地，有優越的地理和時區條件，但香港最主要的是靠自由、靈活、方便和安全的金融環境來吸引國際資本的。僅這一點，東京市場是無法取代的。但是，隨著日本國內市場的自由化程度加深以及國際化步伐加快，在市場規模和業務競爭方面會逐漸加大對香港的壓力。

再次，來自中國上海的壓力。中國金融發展在九十年代的一項重要任務，就是為將上海在下世紀初建成亞太地區新的國際金融中心創造條件。其前提就是利用浦東開發開入的契機，將上海

首先建成國內主要金融中心。

上海的形象效應在於世紀之初十里洋場乃冒險家的樂園。這一歷史誘惑對於越來越具有全球流動性、甚至是投機性的國際資本及其擁有者仍是不可抗拒的。支撐這一形象的是上海融合四方的文化和商業氣息、機敏而教育程度相對較高的人力資源、相對發達的交通和通訊便利、相對紮實的經濟和金融基礎。上述這引起上海獨特的優勢為浦東開發開放的政策機遇中找到了的擴散機會，而外來資本、外來技術及其人才又可不斷充實並豐富已有的優勢。與世紀之初的情形相仿，一個貫通中西、匯聚內外的大都會格局的重現，將成為上海國際金融中心的形態基礎。

八十年代後期以來，在中央政策推動下，上海的金融業和金融市場迅速發展。一批全國性的金融市場在上海相繼建立，如上海證券交易所（一九九〇年）和中國外匯交易中心（一九九四年）。中外資金融機構去集上海，至一九九七年年中，在滬落戶的外資經營性機構已達五十家，中資銀行的總行和分行二十家，一百五十多家外資金融機構設立了代表處，全國數百家證券公司設立了營業部，以及一大批保險公司、信托公司在滬開業。除證券市場和外匯市場這兩個全國性市場外，上海的銀行同業拆借市場、保險市場、期貨市場正在逐步發展。一大批金融中介服務機構蓬勃發展，其中包括會計師事務所、律師事務所和投資諮詢公司等。上海在走向國際金融中心的道路上邁出了可喜的步伐。但我們也要看到上海亦存在許多問題。

第一，從體制方面看，制約上海國際金融中心建設的因素有諸多方面；一般來說，要成為金融中心必須先成為經濟中心，即擁有雄厚的經濟實力和較強的經濟集聚和擴散能力，與相鄰的腹地有很緊密的經濟聯繫，進而直接影響腹地經濟發展的規模和速度。由於我國現存經濟體制的束縛和市場體系發育的不成熟，導致地區間利益侵害，橫向經濟聯繫鬆散，阻礙了上海與其腹地經濟一體

化的進程，在短期內上海還難以成為經濟中心。

第二，從政策方面看：金融中心的形成與發展有賴於中央政府實施一系列金融自由化和國際化的政策。中國儘管實現了經常項目下貨幣自由兌換，但資本項目下貨幣自由兌換尚在很低水平。最近東南亞貨幣金融危機爆發，人們普遍注意到了資本項目開放對這一事件的影響。因此，中國資本項目貨幣自由兌換的進程不會加速。這樣，上海金融市場的國際化必將受到限制。此外，按照目前的金融體制，國內幾大國有商業銀行的總部均設在北京，各總行的結算和大宗業務交易也都在北京進行，如中國銀行在北京完成的交易量佔全行的百分之四十，這種格局對上海國際金融中心的形成顯然是不利的。

第三，從組織方面看：金融中心的重要構造之一是有一大批商業化的金融機構。上海目前的金融機構過於單一，銀行佔了絕對比重，非銀行金融機構很不發達，這種狀況不利於上海國際金融中心地位的確立。

第四，國際金融中心通常是外資銀行的雲集之地。鑑於目前中資金融機構的經營水平，人才、管理等均與外資金融機構有一定差距，競爭中無明顯優勢，近期限外資機構尚不可能大規模進入上海金融市場，這顯然不利於上海國際金融中心建設，二十一世紀較長一段時期香港將繼續執中國金融牛耳。

隨着二十一世紀的到來，香港要鞏固和提高其國際金融中心地位所面臨的競爭與挑戰固然是嚴峻的，多方面的，但從發展趨勢來看，香港國際金融中心地位的前景依然看好。

第一，《基本法》為香港經濟、金融的發展奠定了強有力的法律基礎。中英《聯合聲明》和《基本法》均列明：“香港特別行政區將保持香港國際金融中心的地位”，“原在香港實行的貨幣金融制度……予以保留”“港元作為當地的法定貨幣繼續流通，自由兌換”，以及“香港特別行政區將不實行外匯管制政策……繼續開放外匯、

基金、證券、期貨等市場”等等。這些不僅充分顯示出中國對香港作為國際中心地位的重視，而且在法律上提供了強有力的保證。

第二，“中國因素”繼續為香港經濟的發展提供動力和機遇。“中國因素”是香港國際金融中心地位崛起的主要推動力。香港回歸後，中國經濟的持續增長以及與世界經濟的進一步融合也必將為香港鞏固和發展其國際金融中心地位提供更強大的動力和更多的機遇。

從正展開的內地“九五”計劃來看，一九九六年至二〇〇〇年內地經濟增長的速度將保持在百分之八至百分之九左右，計劃吸收外商直接投資一千五百億美元，到二〇〇〇進出口總額將超過四千億美元，在未來五年中，全社會固定資產投資將高達十五萬億人民幣，平均每年增長百分之三十八。與此同時，內地將進一步加快經濟體制改革的步伐，在國有企業、金融、財政、貿易、價格、市場等方面的改革都會重點突破。就拿資本市場來說，今後五年內地將有一千家左右的大型企業集團轉向資本市場直接融資，其中有不少企業集團將利用香港的國際金融中心發行股票和債券，這對香港股票、債券市場的發展會起到巨大的推動作用。

第三，亞太地區經濟持續發展的需要。香港成為國際金融中心的過程，始終是與亞太地區、特別是東亞地區逐步成為全球經濟發展的重心聯繫在一起的。預計未來幾十年內，亞太經濟持續的蓬勃發展以及東西方經濟日益頻繁的交流，必將強化香港的金融中介角色。

世界銀行最近發展的一份研究報告認為，為迎接經濟發展的挑戰，東亞地區基礎設施投資額佔國內生產總值的比重，已從七十年代的百分之三點五上升到八〇年的百分之四點六，到九十年代已達到百分之五點五，並可望於下世紀初達到百分之七左右。該報告預測，從一九九五至二〇〇四年的十年內，東亞和太平洋地區的基礎設施投資將高達一萬三千至一萬五千億美元，其中中國的

投資額就佔到一半左右。亞洲發展銀行在前不久發表的《亞洲發展前景》報告中也指出，在未來的年代中，東亞地區在出口商業投資的帶動下，經濟前景依然光明，年增長率可維持在百分之七左右，相當於世界其他地方的三至四倍。這意味着，今後促進世界經濟增長的動力將主要來自亞洲。隨着亞太地區經濟的持續發展，對基礎設施和其他領域投資的不斷增加，以及區內貿易的日趨興旺，香港在東西方各國之間集聚和分配資金的中介功能將進一步強化，這無疑對香港保持國際金融中心的地位提供了良好的外圍條件。

第四，香港經濟自身發展的有力支撐。目前香港同時又是國際貿易、航運、旅遊及信息中心。一九九五年香港的本地生產總值達一點一一萬億港元（折合一千四百二十五億美元），人均 GDP 二點三萬美元，一九九六年達到二點五萬美元，已超過部分西方發達國家的水平。一九九五年香港的有形貿易總額達五百八十四億美元，在全球亦處於前列位置。目前香港已擁有龐大的外匯儲備，總額超過六百多億美元，以人均計算，居世界第二位，僅次於新加坡。到一九九六年，香港的集裝箱吞吐量已連續五年居世界第一，香港機場的客運量名列世界第二，貨運量則居第四位。在短短的幾十年間，香港這一彈丸之地能創造出如此巨大的成就，堪稱世界經濟奇跡。在可預見的將來，香港經濟仍將持續發展的態勢，並將成為支撐香港國際金融中心地位進一步鞏固和提高的重要基礎。

對於香港而言，回歸中國並不意味着過去二、三十年發展進程的結束，而是香港新的發展進程的開始，從這個角度看，香港的國際金融中心地位還將會進一步鞏固和提高。我們有理由相信，到下一世紀，隨着中國內地經濟的騰飛，香港經濟的發展必將會進入一個新的更高的境界。

三、二十一世紀香港證券市場的功能開發展望

香港作為一個著名的國際金融中心，其證券市場在回歸中國

後的地位、作用和發展前景已引起了世人的廣泛關注。回歸對於二十一世紀香港證券市場的功能開發會產生新的契機，研究和廓清這些問題無疑具有十分重要的現實意義。

二十一世紀的香港證券市場在功能開發上將陸續會有一系列動作，具體表現為：

(1) H 股市場的規模將進一步迅速擴大

至一九九七年第一季度，已有二十六隻 H 股在香港聯交所上市，流通市值已具有不小規模。它們的市場新穎性已引起了各方投資者的關注。香港證券市場上房地產、金融、商業類股票較多，但工業類尤其是重工業和能源類股票嚴重偏少，H 股的加盟無疑開始彌補這一市場缺陷，有助於改善市場結構，提升香港證券市場的國際地位。因而，香港方面對 H 股的發行與上市甚為積極、主動。另一方面，香港證券市場的基礎性條件和市場氛圍也決定了它是中國籌集和利用外資的一個十分理想的場所。因而，中央政府再三強調香港市場是國企境外上市的首選。實際上，後續赴港上市企業已在進行預選中。

(2) 與內地相關的金融衍生產品將會推出

香港聯交所對此表示了濃厚的興趣，中國證監會和滬深兩家證交所也表示了支持與合作。香港證券市場開設金融衍生產品的條件也較為具備。這些金融衍生產品包括中國證券的期貨與期權。上海的上證三十指數期貨和深圳的成份股指數期貨都有望在香港推出，也不排除待時機成熟時，在香港市場以備兌權證交易的形式探索內地的部分公股流通問題。香港完全可能發展成為中國的主要衍生產品交易中心。同時，其開設金融衍生產品的經驗會為內地證券市場所借鑑和吸收。

(3) B 股將可能在香港作第二上市

當初在內地證券市場設立 B 股的目的是為了籌集和利用外資，但經過幾年的實踐，現在看來，B 股市場的規模偏小，擴大規模

的約束條件較多。這不利於國際資本的進出，從而難以真正激起國際資本的較大興趣。買賣B股的投資者中，國內人士越來越多。因而，B股雖能吸收國內人士手中的外匯，但卻沒有很好地實現充分利用外資的初衷。再說，從發展趨勢來看，國內證券市場的A、B股最終是要實現併軌的。所以，B股在香港作第二上市以充分地利用外資的方案便日益受到重視。在深圳證交所掛牌的招港B股已成功地在新加坡作第二上市更是增強了這種方案的可行性。香港證監會已設立工作小組研究內地B股到港作第二上市的問題，聯交所也已開始了這種方案的細化研究。

(4) 香港聯交所將努力嘗試為內地上市的股票提供買賣

證券交易的國際化趨勢和香港與內地的特殊關係都使得香港有關方面會努力進行這種嘗試。一九九五年三月初，香港證監會、香港聯交所的官員前往北京，與中國金融機構的有關官員交換意見，討論香港回歸後聯交所為內地上市股票提供買賣的可能性與可行性。實際上，這意味着內地證券交易所的交易網絡與聯交所聯網，也即內地證交所的交易終端延伸至香港市場。從純技術操作的角度而言，這並不難辦到。但它將涉及證券法規、會計制度、信息披露、人民幣與港幣的兌換、地區利益等諸多問題，近期内難以實現。然而，對這一問題的研究和重視卻是十分必要的，因為內地證券市場向世界全面開放，必然首先經過向香港開放這一環。隨後，香港聯交所的交易終端延伸至內地市場，即上交所和深交所為國內普通投資者買賣香港上市的股票提供場所也將成為題中之義。

(5) 內地與香港的合作投資基金將組建

實踐已經表明，投資基金的組建和發展對於證券市場的健康成長是必不可少的。出於更有效地利用外資和實現中國基金規範化、國際化的要求，組建中外合作投資基金的設想已提出兩年多了。但由於面臨法規、外匯管制等諸多問題，一時難以也不宜大規

模鋪開進行。香港回歸後為組建內地與香港合作的投資基金提供了契機。這種投資基金也將成為組建中外合作投資基金的預演和突破口。因為在“一國兩制”框架中，港幣在內地和人民幣在香港仍是以外幣方式來處理的。

內地與香港合作的投資基金在組建上有許多有利條件：首先，內地與香港雖存在“兩制”、“兩幣”，但畢竟同屬一國，在技術操作上的協商餘地較大。其次，與香港毗鄰的深圳的投資基金在國內已形成初步優勢，擁有深圳投資基金管理公司、深圳藍天基金管理公司等多家全國著名的專業投資基金管理公司，基金資產已達幾十億元之巨，其中“天驕”、“藍天”基金規模在全國排名第一、二位。由於地域和業已存在的聯繫與交流等條件，深港合作投資基金有望率先組建。實際上，各有關方面對此的態度一直是積極的。

(6) 港元國債的香港發行、上市

無論從理論上還是從象徵意義上說，香港證券市場都沒有理由游離於中國國債的發行與交易之外。而且，國債的引入也有助於增強香港債市的活力。在一九九六年五月“香港邁向金融新世紀”研討會上，財政部副部長劉積斌表示，財政部將考慮在香港發行港幣國債，為香港證券市場的繁榮助一臂之力。港幣國債籌集的資金可直接用於政府的有關財政支出，無需再兌換成人民幣，這樣既方便了政府，又易於技術性操作。

(7) 內地企業債券將在香港發行、上市

香港證監會已成立內地債券小組來研究這一問題，它既可滿足內地企業籌措外資的需要，同樣也將推動香港證券市場的發展。

一些人擔心中國政府會打壓香港以發展上海，這種憂慮完全是多餘的，不必要的。上海和香港兩地的證券市場今後將形成各有分工和功能互補的格局。上海以籌集內資為主，香港則以籌集外資為主；上海證券市場成為中國人民銀行從事公開市場業務的主要場所，香港證券市場則非常可能發展為中國的主要衍生產品