



HKU
BUSINESS
SCHOOL
港大經管學院

香港經濟政策 綠皮書2022



目錄

前言	01
香港經濟里程如何揭示未來方向	03
香港如何保持其作為國際金融中心的競爭力	15
創建優質工作之城	27
香港譜寫國際碳交易樞紐新章	39
香港在大灣區邁向全球創新樞紐大道上的功能	45
香港應聚焦創科發展以應對全球大變局	51
減少公屋錯配 提升產力 再創香港傳奇	59
香港房屋危機之謎	69

前言

本綠皮書所結集的文章，旨在探討香港經濟的重重挑戰。鑑於 2019 年下半年紛擾的政治亂局，以及在 2020 年來臨的新冠肺炎疫情，香港經濟有待復甦之際，港大經管學院一眾學者攜手獻策，結集成書，可謂正合時宜。

文集首章由王于漸教授開宗明義，臚列香港四大階段的經濟發展里程，強調本港賴以成功的關鍵比較優勢，在於維持開放及具競爭力的市場，作為中國與世界各地互聯互通的門戶。然而，地緣政治矛盾漸露，風雲變色之勢或會窒礙香港與全球市場之間的連繫，前景難免滿佈陰霾。可幸香港在維持傳統比較優勢方面仍見曙光：中央政府於 2022 年 4 月發表全國統一市場的指引，假使計劃得以落實，就終於有望根據簽訂於 2003 年的《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》，開放內地與香港之間的服務貿易。要把握此一機遇，香港亦必須致力壯大高技術工作人口規模，以免本地人力資本因人口急速老化而增長停滯。

高平陽教授、孟茹靜博士及游楊博士剖析為何香港上市公司的市淨率較其他國際金融中心為低。三位分析角度在於企業管治不足的弊病，有礙實際反映上市公司的身價；並指出若能透過改善企業管治而提升公司市淨率，即可令香港股市估值搖身一變，躋身世界前列。為強調此一議題如何重要，論文列舉要提高香港作為國際金融中心的競爭力所面臨的各種挑戰和可行解決措施，並討論紐約上市公司在香港上市所面對的挑戰。

鄧希煒教授及吳延暉博士攜手研究，香港如何在面對下列三大逼切問題之際，創建優質工作：增長停滯而欠缺新發動機，生活成本上漲而收入未見增長，不均加劇而中產階級空洞化。兩位學者不諱言香港昔日優勢正受蠶食，急待重建。論文先對在港創造新職位的五大認識誤區逐一反駁，繼而強調若要創建優質工作，則必先強化金融業，升級服務業，以及扶掖新興高科技業。兩位學者建議政府製訂人才策略，推動公私營研發合作，與內地城市開展策略性合作，以及發揮本地優質高等教育功能。

房育輝教授及鄧希煒教授倡議發展碳交易，並加強與「環境、社會及管治」（Environment, Social, and Governance；簡稱 ESG）相關披露，從而提升香港作為金融市場對全球綠色資本的吸引力。香港由此將在大灣區內，尤其在加入《區域全面經濟夥伴協定》後擔當更重要的角色。利用國際金融中心的聲譽、健全的法制，以及金融科技實力，香港可建立廣受認可的第三方驗證系統。此一策略旨在減少甚或杜絕「漂綠」問題，締造完善的碳交易生態系統。香港交易所亦可為大灣區碳市場打造官方平台，並提供專業 ESG 標準及審計。

鄧希煒教授及張紅松博士探討香港支援大灣區發展成為全球創新中心的機會和潛力，聚焦於香港打造知識型經濟，促進大灣區內的有效經濟合作與融合。論文檢視大灣區各大城市中增長最快的產業，發掘香港鞏固科技研發以拓展其比較優勢的優厚潛力。

毛振華教授在其研究中，建議把握北部都會區發展計劃所帶來的機遇，從而引領高端製造業驅動香港經濟轉型。作者認為在當前地緣政治環境中，香港經濟前景最宜聚焦

於「創科+金融與貿易」，亦即製造與服務業並舉的雙輪驅動發展模式。透過高層面政策設計和措施，將種植場及鄉村轉化為新產業和充滿就業機會的新發展北部都會區。這將在深圳與北部都會區之間產生種種協同效應，為經濟發展開創新局面。

房屋嚴重短缺問題得不到解決，香港經濟發展就不能見新天。本綠皮書的最後兩篇論文正好針對本地低端房屋市場的供應短缺問題，其中房屋資源錯配及浪費情況尤為嚴重。要應對有關問題，必須洞悉出租公屋和低端私樓市場中的種種微觀形勢。

阮穎嫻博士著眼於香港房屋政策歷史，尤以出租公屋發展為主。令人遺憾的是，現行政策導致出租公屋資源錯配及浪費。從事經濟活動的租戶大部分集中於新界偏遠地區，而不從事經濟活動的租戶則獲編配位於九龍及香港島市區、且上班地點最集中的公屋單位。阮博士指出，若能解決出租公屋錯配的問題，單是上下班往返時間已可每年節省 1 億 1 千 3 百萬小時之多，交通費則每年可節省高達 19 億港元，相當於工作人口平均每人每月節省 2,000 港元。此舉亦可鼓勵更多不從事經濟活動的租戶選擇於大灣區其他城市居住。

在本綠皮書的最後一篇研究論文中，王柏林博士指出在 2004 至 2020 年期間，香港私人住宅物業價格的實際增長，在低端物業尤為明顯。其研究對象為 2004 年市值 800 萬港元以下的私樓，結論為房屋需求未獲滿足的情況，在低端房屋市場異常嚴重。至於投機性需求、印花稅、美國貨幣政策、內地金融狀況，以及房屋供應短缺等因素，王博士認為均不足以解釋房屋需求為何未獲滿足；而租金偏低和公屋供應緩慢，則為低端私樓價格飆升的主因。增加公屋供應雖可紓緩有關情況，但不足以逆轉低端私樓租金易受波動的基本形態。王博士建議香港房屋政策應加以深化改革，藉以改變政策定位，把前題目標由提供廉價出租公屋轉為資助市民自置居所。



香港經濟里程如何揭示未來方向

香港經濟里程如何揭示未來方向

王于漸

香港的經濟歷史可分為四個時期，每一時期各具特色，不盡相同，亦可說各有其經濟模式，下文將逐一介紹。香港與中國內地以及國際社會的經濟互動隨各時期順時演變，按筆者研究所得，跨時期的嬗遞往往取決於種種政治經濟因素，而在交替之間，亦自有延續性深植其中。歷久長存的因素一如其外在相連的狀態，依然不斷塑造香港的經濟歷史；變與不變，對了解本港的經濟前景同樣不可或缺。

要窺見未來，在此不妨先點出過去一些恆常特色，再挑出部分現在可見的特色。此一方法沿襲管理學泰斗德魯克（Peter Drucker）的研究方法，他曾小心謹慎，點明這並非預測未來的門徑。畢竟沒有人能預知未來，也許通過分析歷史的來龍去脈，展現箇中經濟邏輯，就能凸顯出香港每一歷史時期的變與不變，進而就經濟前途理出一點頭緒。

1. 1842 年之前

根據 1841 年的人口普查，港島區人口約為 7,500。但遠在英國人到來之前，香港水域以及港島以西一帶已是東西方的交匯兼中國門戶，這一事實可追溯至近兩千年前，有考古發現和文獻記載為證。

在香港最早出土的是李鄭屋漢墓，建於東漢時期（公元 25 至 220 年），相信是派駐本地兵營的鹽官之墓。歷史上，珠江口地區以鹽田著稱。公元 111 年，漢滅南越國之後，在番禺（今番禺，位於今香港西北面）設置朝廷邊寨，以管食鹽專賣。

唐朝年間，廣州貿易發達，以至於壟斷全國外貿，據載當地外商為數超過 10 萬之多。香港屯門地區曾於數百年間充當廣州的外港，駐有朝廷水師（海軍），也是宗教兼製鹽中心。公元 424 至 453 年，屯門肯定已有軍隊駐紮，當時杯渡禪師在船隻停靠處背面依山建寺。作為宗教中心，屯門迎來佛教僧侶和伊斯蘭教毛拉也就順理成章。因此，屯門以及大嶼山至今仍以佛寺、道教廟以及天主教堂林立聞名，殊非偶然。屯門海事和海關處所可追溯至唐代初期。

到了宋朝，官辦鹽場遷到今之九龍城，毗鄰舊啟德機場，當時名為「官富場」。1197 年，朝廷從官富場駐軍抽調 300 水師，往大嶼山平定當地民亂。1898 年，當新界租借予英國，清廷駐軍範圍仍在英政府治外；後來發展成為三不管的九龍城寨，終在 1993 年拆卸，經中、英政府雙方同意，改建成九龍寨城公園。

吐露港及西貢一帶當時採珠業興盛，由官府專營。珍珠為貴重之物，故有被盜竊及偷運之虞。專賣場位於大埔，有多達 2,000 士兵守衛巡邏，並負責將採珠押運至廣東。

蒙古人戰勝宋軍後入主中原，建立元朝。屯門地區作為宋室臣民南逃的抗元地點，遭受戰火蹂躪；清關點經珠江北移至黃埔，屯門則退居為船隻停靠點。

元滅明立，治國轉為內向，長年海禁，外貿上僅維持鄰近小邦進貢式的往來。鎖國激發南部沿海的非法活動，海盜猖獗，以致軍事交鋒。由於走私禁無可禁，朝廷最終不得不恢復外貿，但屯門、官富場已風光不再。英國牛津大學博德利圖書館珍藏一幅當年的航海圖，詳細顯示泉州、福建通向非洲東岸的航海路線，圖例以中文和阿拉伯文並註，可見是由當時從事貿易活動的中外海員所共用。

清朝年間只見每況愈下。由於明朝遺臣鄭成功退守台灣，在海峽進行反清復明的行動，清廷遂於 1622 年頒下遷界令，離岸 25 公里以內的沿海地區堅壁清野：居民內遷，拆除建築，運走糧草，以絕鄭氏光復之路。今之香港大部分地區亦受影響，隨之一落千丈。遷界令於 1669 年廢除，此後人口漸增，落戶者多屬客家人。

本來沿岸有幾個城市恢復了外貿，但後來只限於在廣州和澳門進行。屯門和官富場失卻廣州外港的地位後，淪為覬覦豐厚商利的海盜巢穴。英國鴉片商船更多停泊於香港水域，並聘用客家和蜑家移民為幫工。

香港早期史料雖然有限，但其中有三點特別值得關注。第一，由於地理位置及天然環境優越，香港自古以來已是中外貿易和文化交流的通道。今人對本地貨櫃碼頭和內河碼頭仍位於屯門地區或會嘖嘖稱奇，其實不無道理，位於赤鱸角的香港國際機場正好就在該區。

第二，宗主國因能從採珠和製鹽徵取理想稅收，自然願意派駐重兵鎮守，保障生財之道以及當地治安。

第三，香港的盛衰很視乎國家對外開放還是閉關：最繁盛的是對外開放的唐宋兩朝，最冷清的時期是對外封閉的元、明、清初。

2. 從荒石一塊到移民之城

香港成為英國殖民地，在某程度上免受內地政策的影響和干擾，而可以充分利用地利和歷史優勢拓展外貿。這與英國利用香港作為商港的利益不謀而合，英國政府重商，將香港列為自由港也就不足為奇。雖然初期主要靠進口鴉片，但隨着與內地相關的轉口貿易擴大，漸被其他商品的交易所取代。

清末的外貿有一個難關：海關顛預，外商難以打進內地市場。外貿由擔當中間人的中國買辦壟斷，連英商進口鴉片也不可免，華商階層財勢於是日漸壯大。19 世紀末的一項調查發現，香港富商之中以華人家族佔大多數。

1842 至 1942 年這一百多年，除了戰亂封關，香港與內地居民往來兩地不受限制。香港移民人口，因應本地轉口貿易在國際市場的盛衰交替，而有所增減。鑑於期間香港和內地邊界人口流動頻繁，可知兩地工人生活水準相差不遠。即使香港從事外貿的華人富甲一方，但社會上多的是勞苦大眾，生活胼手胝足。相比之下，上海已成為中國的工商業中心，生活方式遠較香港多姿多彩。

南下者每多只為在港謀生的過客，其中以男性居多，打完工自會重返家鄉。再過很長時間，才有較多工人家眷南移共聚。根據香港已知最早的人口記錄，1845 年全港估計

人口為 23,817，其中男性 19,201 人，女性 2,862 人，其餘 1,754 人是兒童。期內一年之間，總有 10% 至 20% 人口離港北返，有些年份的比率甚至高達 35%。

基於當時人口以新近南來的過客佔大多數，主要靠私營善堂和教會提供社會支援，對英殖政府的公共援助和服務需求不大，社經政策只須「輕手」（light-handed）就足以應付。公共收支簡單不過，有相當一段時期，鴉片專賣就已提供了主要庫房收入。全港只有新界原居民最有組織，為維護其特殊身分、地權、土地用途而敢於與政府對抗，這一傳統一直維持至今。1899 年，在抗英的六日戰爭中，500 名新界鄉民戰死，只有兩名英兵負傷。

期間香港經濟成敗端賴外圍因素，無論商賈勞工，為求生存甚或發跡，必須與遠方市場和鄰近地區競爭，對局勢變化及時作出適應。香港得以發展成轉口港，全靠獨特的歷史條件。為求經商利益最大化並節約處理海關成本，香港於是成為免稅港（鴉片除外）。由此重商有價，以致一度壟斷中國對外貿易的廣州相形失色，堪稱香港自由貿易戰勝廣洲專賣貿易的時代見證。

第二次世界大戰結束，香港前途亦出現滔天巨變。難民因為國共內戰而蜂湧南下，香港人口由 1945 年年底的 50 萬激增至 1950 年 236 萬。中華人民共和國成立之後，內地接港邊境從此封關，香港則從過客之地變為永久居民之城。

新抵港者除了來自廣東省的工農大眾，還有不少上海企業家和工業家。由於上海當時是亞洲一大先進經濟中心，這些商家和專業人士所帶來的管理和技術知識以及市場觸覺，催生了一連串嶄新產業，包括製造、零售、銀行、電影、航運，以及各種專業，令香港從原先專攻港口貿易轉向經濟多樣化。

轉口式微以至飛龍在天

1950 年，韓戰爆發，美國連同聯合國對中國實施貿易禁運，香港在轉口貿易方面的獨特優勢戛然而止。加上先前的國共內戰，兩個境外事件令香港在經濟上得以獨立自主，利用在製造業取得的新比較優勢，配合對外貿易的長年經驗，出口主導的製造業於是取代轉口貿易，而成為主要經濟活動。廠商獲本地銀行提供生產信貸，得與英資洋行攜手，先後打開了英聯邦和北美市場。

出於實際需要並為求堅守信念¹，香港政府在經濟政策上仍然奉行「輕手」哲學，以便商界順應世界市場之需，得以謀利。當時在港的創業家和工業家以新移民為主，政府也就較少受到商界游說，否則難免要作出干預。英商可說較接近港府，並雄霸較受規管的服務業。

港英政府既採取積極不干預模式²，自然無意制訂任何推動經濟發展的鴻圖大計³，市民大眾也樂見政府如此短視，繼續自掃門前雪。倫敦政府則但求香港不致加重英國的財政負擔，於願足矣。英國外交部更深明在港的治權終究須交還給中國的道理。此外，

¹ 參看 Monnery (2017)

² 參看 Haddon-Cave (1980)

³ 參看 Monnery (2019)

二次大戰後的「美利堅治世」（Pax Americana）也為香港在積極不干預的政策下，創造出全球最理想的經濟繁榮條件。

香港與新加坡兩地的發展方向南轅北轍，莫此為甚。新加坡傳統上一如香港，優勢在於轉口貿易，不同的是新加坡在獨立之際，缺乏外來的創業精英和勞動力作為新血，而且有別於香港，並未在韓戰期間喪失轉口貿易的優勢。在強敵環伺的情況下，新加坡選擇走上工業化之路。作為新生獨立國家，仍在摸索其在國際間的地位，新加坡政府必須通過其經濟發展局以干預政策主打，爭取外商投資於該國製造業。為支持有關投資，除徵收15%的入息稅，更以中央公積金方式，強制全民將三四成收入撥作積蓄。

香港商界素以創業精神見稱，究其原因，相信源自外來移民人口的自我選擇，加上並無強制全民供款，而政府政策精簡，一切經濟規條清晰簡單，既少繁文縟節，亦在意料之中。

殖民政府期間最大政策失誤，在於二戰後兩年內針對戰前樓宇實施租金管制，以保障租戶，影響廣泛深遠。首當其衝的是，正當香港人口因內地移民湧入而大增之際，市區重建卻因此煞停，導致房屋供應嚴重短缺；私人樓宇租住環境擁擠不堪，非法寮屋應運而生，無疑火上加油。新加坡雖然亦有同類政策失誤，但情況遠不及香港般惡劣，況且李光耀政府對症下藥，推出公營資助「組屋」，創造長遠利益。此類單位的居住面積一般等於香港公營房屋兩三倍，其中以出租單位為主。

香港房屋供應極度短缺，大大窒礙將戰前樓宇居民搬遷以利重建的計劃。Cheung（1979年）就指出，1962至1965年的建屋熱潮，正是為求紓緩重建壓力而改變規管條例所產生始料不及的結果⁴。作者估計若當年的重建申請書悉數獲批，則全港三分之一至半數戰前舊樓就會拆卸重建。

任由清拆及過度重建的放任政策由此釀成災難性後果，以致香港遭遇連串銀行擠兌，發展商紛紛破產，爛尾樓盤處處，大批已搬離清拆舊樓的居民被迫搬進狹窄居所或露宿街頭，寮屋區有人滿之患。整體社會陷入絕望困境，動亂一觸即發。Wong（2017a）提出天星小輪暴動和六七暴動的根源之一，正是租金管制和由此引致的嚴重房屋短缺問題⁵。根據Wong（2017b）⁶，1970年代香港大舉興建租住公屋以及發展衛星市鎮，也是昔日政府施政失誤的永久產物。

內地對香港封關之後，本港經濟發展隨即進入與內地十分隔絕的時期，其作為內地門戶的功能也逐漸減弱。香港戰後的經濟奇蹟，實拜四方面的發展所賜。第一，高度支援性的體制及政策框架，為積極不干預政策提供經濟邏輯。政府的「輕手」式經濟政策體現於低稅率、有限規管、公開競爭、自由貿易，以及出口主導增長。這與其他發展中國家實行進口替代政策卻以失敗告終，可謂大異其趣。

第二，諾貝爾經濟學獎得主佛利民曾鼓吹各國效法香港的自由市場經濟政策。數十年來，香港在這方面已奉為發展中國家的楷模，亦因而奠定了積極不干預政策作為經濟

⁴ 參看 Cheung (1979)

⁵ 參看 Wong (2017a)

⁶ 參看 Wong (2017b)

政策指路明燈的地位。話雖如此，若非戰後有大批內地移民蜂湧而至，香港的輝煌成就大概就要改寫；自由市場方針奏效，畢竟有賴這一大批創業人才和勞動力。

第三，戰後由美國主宰的世界貿易經濟，在關稅及貿易總協定規定下，為出口主導的經濟增長開創有利環境，有助於香港這片殖民地發展經濟，進而搖身一變，成為亞洲四小龍之一。直至近期為止，中國內地也一直受惠於香港有利貿易的環境。

第四，上述期內經濟發展的社會陣痛，在一定程度上因香港發展產業而得以減輕。縱使各行各業一般以龍頭企業驅動，大批競爭力強的中小企業亦功不可沒。中小企不但是香港活力的中流砥柱，也開創了進出自由又開放的市場條件，以達致繁榮共享和社會向上流動性得以世代相傳。聞名於世的獅子山精神，正是這一時代的寫照。六七暴動過後，由於在 1970 年代制訂房屋、教育、醫療、社會福利的進步公共政策，部分嚴重不均及貧困現象得以紓緩。在審慎理財原則下，政府維持有限度公共開支，並避免財政赤字。財政預算所以不必受制於民粹壓力，有賴當時政治氣氛溫和，積極不干預政策得以繼續實行。

3. 中國開放與結構轉型

1970 年代，世界經濟開始受到保護主義抬頭的影響。1974 至 77 年首次實施多種纖維協定，香港製造商既多從事紡織和製衣，難免備受打擊。另一方面，越戰引致經濟滯脹，布雷頓森林制度因美元停止與黃金兌換而結束，以及美國聯儲局時任主席 Paul Volcker 為抗擊通脹而採取高利率政策，令經濟衰退浪潮波及香港。1970 年代，世界局勢在美國主宰下動蕩不安，香港產業一如日本，前路變得舉步維艱。

1977 年，香港政府成立經濟多元化諮詢委員會。該會建議升級本地工業，並將各產業及市場多元化。然而隨着 1978 年中國對外開放，該委員會在 1979 年所發表的報告已不合時宜。其後，香港的經濟面貌亦為之一變。

中國開放對香港的影響可謂立竿見影。1980 至 1981 年的 18 個月期間，從內地進入香港的人數幾近 400,000，瞬即對本地勞工市場產生衝擊，實質工資數年間未見提升，可幸勞動力密集的製造業，倒因人手供應增加而恢復競爭力。

香港製造業逐漸北移，並借助內地較低地價和工資大幅擴充規模。在高峰時期，香港公司在內地聘用的員工多達 1 千萬名；期內在港交易所首次公開招股的公司，亦多屬本地製造業。整段時期內更因靈活的勞工市場，而得以一直維持充分就業。

製造業生產空洞化之後，香港轉型為服務型經濟體。不可不察的是，服務業增長主要在工商業支援服務方面，亦即滿足本地人口需求⁷，企業用以產生產出（而非消費服務）的服務。必須強調，製造業並未在香港消失，一眾公司反而繼續管理在內地的生產業務。此等港商不少在香港註冊為進出口商，而非製造商，實際上都是在內地從事製造業務的工商業支援服務公司。

⁷ 參看 Wong (1996) and Tao 及 Wong (2002)

香港工商業支援服務業的客戶不限於在內地的港資製造商，還包括外資企業和中資企業。設於內地的生產基地與在港的工商業支援服務中心之間的分工，在發展過程中自然形成。內地地方政府機關銳意成立制度和政策環境，從而促進此等經濟合作。香港方面，這是企業擴充的必然結果，正好切合本港政府的自由市場政策。

香港的物流管理服務隨着中國對外開放而快速增長，香港再度成為中國的轉口港。金融服務亦成為增速最快的服務之一，不少有意籌集國際資金的內地企業，則視香港交易所為首次公開招股中心。這有助於香港打進三大國際金融中心之列。

1979 年經濟多元化諮詢委員會報告的建議已遭遺忘。本地製造業北移之際，香港毋須靠投資新技術獲利，以較低的土地和勞工成本，就足以輕易提升生產規模。製造商已不再急需藉多元化，將業務拓展至不同製造產業和新市場。香港曾一度以為單靠工商業支援服務業，就能維持經濟繁榮。

久而久之，這就變成一廂情願的想法。首先，在內地營運的香港製造業群組基本上維持不變，以致本港工商業支援服務的需求增長日趨困難。內地官方對進入不少地方服務市場設下種種關卡，香港的服務提供者往往難以克服。其次，由於工作人口已不再增長，在很多領域內要提升工商業支援服務產能已愈發困難。香港未能通過擴大勞動人口和投資人力資本方式以提升生產力，服務型經濟的發展亦停滯不前，唯一例外的是能引進海外人才的金融服務業。

近數十年來，學校教育和高等教育的公共投資進展十分緩慢。香港人口的平均受教育年數落後於南韓、新加坡、台灣。對於本地和海外新公司，香港缺乏充足的人才庫，已失去值得投資的吸引力。因此，對創新和知識以及研發方面的行業投資，亦已落後於多個地方。雖然問題已受注意多時，政策重點卻放在促進行業投資而非改善職場人力資源的質和量。

製造生產空心化之後，不少工業大廈和物業未能加以有效使用，而將之改變用途或重建亦長期拖延。罪魁禍首實為改變土地用途及重建的諸多規例限制⁸。事後回想，此等因素亦引致本地錯過不少新經濟活動的機會。

一方面而言，香港針對勞動力的自由市場政策成績斐然。龐大結構轉型在短期內已告完成，而且失業率未見任何升勢⁹。由此可見，彈性勞工市場有效促使香港從製造業主導轉型為工商業支援服務業主導，效力非同小可。

1980 年代至 1990 年代，香港製造生產北移，利用內地規模大得多而成本低得多的勞工市場，得以增強生產力。留在香港的工商業支援服務業為設於內地的較大規模生產基地提供支援，彼此專門化與分工的安排，令兩地的生產力同告提升。若非中國內地對外開放並實行市場改革，凡此種種都難以成事，由此所產生的經濟效益確實非同凡響。工商業支援服務成為本地經濟活動，而製造業則變為跨境業務，這是香港的嶄新經濟模式，而積極不干預則仍是政府政策。

⁸ 參看 Glaeser, Gyourko, and Saks (2005)

⁹ 參看 Chan and Suen (1997)

4. 世界工廠兼世界市場

以下兩大分水嶺事件則令中國和世界出現巨變。

首樁大事發生於 1978 年，中國經濟開始改革開放。香港的市場體制於是成為內地的榜樣。市場制度的構建模塊首先移植到深圳，再由其他經濟特區加以效法，然後傳遍全國各地。

第二個分水嶺事件發生於 1990 年。世界經濟進入超全球化的新階段，背後由資訊及通訊科技創新帶動¹⁰。在此之前，佛利民的自由主義市場經濟在美國、英國等地開花結果，全球的經濟生產為之一變。在資訊及通訊科技革命的背景，工廠借助外判，令生產程序化整為零，散佈於全球各地的供應鏈之中。

及至 1990 年，內地已建立運作相當暢順的市場制度，為全球提供大量廉價勞工，以及一點一滴借鏡香港機構和實務，創造營商友善的市場經濟。如此一來，內地迅即成為外商投資勝地。在經濟超全球化年代，中國的國際貿易突飛猛進；與世界經濟接軌，為中國 2001 年加入世界貿易組織鋪路。

下列因素相繼匯集。一、1978 年，中國對外開放；二、此後 10 年，香港市場模式迅速傳到內地；三、1990 年後，超全球化趨勢出現；四、1980 至 2005 年¹¹，佛利民的自由主義市場經濟大行其道。匯集的影響力，使中國成為全球最大的生產和貿易國，經濟騰飛。時至今日，中國的製造增值額高達 4 萬億美元，相當於美國、日本、德國三國的總和。中國也是全球最大的消費市場，2019 年，消費市場總值 6 萬億美元，美國消費市場總值則為 5.5 萬億美元。

中國經濟規模宏大，令香港大有商機。2003 年，內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排（Closer Economic Partnership Agreement；簡稱 CEPA）正式宣佈，CEPA 由董建華政府建議，是兩地之間自由貿易協議。亞洲金融風暴導致香港經濟陷入衰退，協議當務之急，在於促成與內地進一步融合，讓特區經濟復甦。

CEPA 中對服務業自由貿易的承諾，理應切合香港在工商業支援服務方面的優勢，但除了訪港旅客增多之外，實際進展不大。內地地方政府機關在開放其服務業方面進度緩慢。到了 2011 年，國務院不滿進度，將 2015 年設定為「服務貿易自由化」的最後期限。香港立法會金融服務界議員張華峰形容障礙在於「大門開，小門未開」，並表示：「也就是說，香港公司名義上可到內地尋求就業機會和商機，但實際上根本無法做到。」2015 年的死線結果不了了之，內地與香港之間進一步的經濟融合依然有待落實。

重大障礙在於地方層面，以及自市場開放數十年後，仍未形成全國統一市場。2022 年 4 月，中央政府發布習近平主席 2021 年 12 月批准的新指引，以期「加快建設高效、有序、公平競爭、全面開放的全國統一市場」。中美關係惡化後重新強調的「雙循環」發展策略，或有望加快有關進度。

¹⁰ 參看 Baldwin (2016)

¹¹ 參看 Shleifer (2009)

內地因大幅擴張經濟活動規模，而需借助香港資本和金融市場，從而直接引進存戶和投資者。要減低與初次交易客戶的風險，足以取信的本港資本和金融市場就至關重要，此等信用支柱包括：優質專業服務、最高誠信標準，以及為股東和優先債權人提供的有效法律保障，以免這些投資者被企業內幕人士、國家、貪污舞弊的政府官員和政客所剝削。

香港的普通法制度就是這種信用的基石，足以保證合約得以切實履行，而產權亦獲得充分保障。相較於民法制度，普通法制度明顯能提供有利金融和資本市場發展的體制環境¹²，全球領先金融中心均位於普通法司法管轄區。香港為內地提供特殊的法律和制度優勢，藉此可在國際上融資，以助長遠資本累積和金融創新。

有別於製造生產北移的上一時期，當前時期的工商業支援服務業增長，以及香港與大灣區經濟融合進度均一直緩慢。即使中國經濟快速向上，香港的工商業支援服務卻只錄得輕微增幅。需求和供應兩方面都存在挑戰，供應方面，本地工作人口無論在人數或生產力上，都增長乏力。實質工資增長緩慢甚至停滯不前。工商業支援服務的亮點向來就繫於資本和金融市場。

供應方面，香港與大灣區的經濟融合一直進度有限，原因是地區和地方政府機關開放服務界別的進度一直緩慢，自然不利於香港的服務型經濟。觀乎香港服務型經濟的規模較小，當前此等政府機關開放服務業的動機就更小了。

耐人尋味的是，這意味著地區和地方服務業的重重關卡，在國際環境勢將減低開放程度的情況下，不得不一一撤除，以支持經濟增長。中央政府勢將把政策重點放在內循環和效率兩方面。對服務業放寬管制和促進競爭，應會漸受地區和地方政府機關重視，只要妥為執行，則不但內地經濟，香港亦有望從中受惠。本港的監管機構和公營機構應拆牆鬆綁，推動服務業發展。

放眼將來 聯翩浮想

香港在國際上面臨的種種不利因素，始於前美國總統特朗普對中國發動貿易戰，繼而爭取在戰略層面與中國脫鉤，拜登繼任之後，依然蕭規曹隨。國際環境每況愈下，中國強調「雙循環」和全國統一市場，在經濟上實屬明智之舉。中國人口眾多，製造業基地廣大，足以為「內循環」策略提供有力支撐。調整方向，側重消費帶動經濟增長，足可承托其製造基地，同時有利於投資與消費之間的妥善分工，從而達致可持續增長。

在邁向全國統一市場的過程，地區和地方政府機關應會傾向放寬對服務業的管制，將小門逐一打開，內地的經濟效率定能隨之大為改善。小門打開，可為香港的工商業支援服務業釋放出新資源。大灣區內經濟進一步融合，將體現於統一和開放內地地方市場，屆時香港就會再經歷 1978 年的轉型洗禮，只是今次轉型的是服務業，而非製造業。

香港應作好準備，透過招聘海外人才和投資本地人才，以擴充知識人才庫；降低入境簽證門檻以吸引國際人才，更應是重中之重。投資科研和教育可提升經濟融合的高度。

¹² 參看 See Glaeser and Shleifer (2002) 及 La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (2008)。

香港亦須招徠「錨定公司」(anchor companies)到此營運，使缺乏新血已久的工業界重現生機。

香港未來應有什麼類型的公司呢？發達經濟體的最佳企業正日漸側重累積無形資本（而非有形資本）¹³。2020年，標普500公司的無形資本資產價值佔資本資產總值的90%。無形資本資產包括意念、設計、研究等等，現正不斷增長，更已超越實體資產投資。

發達經濟體中生產力最高公司的無形投資資產清單，應包含下列各項：一、電腦化資訊（軟件、數據庫）；二、創新財產（研發和礦產勘探、創作娛樂、文藝創作原著、設計）；三、經濟能力（培訓、市場研究和品牌定位、業務流程重整）。有形投資資產則包括建築及結構、資訊科技設備、非電腦機械、設備及軍火系統、車輛等。絕大部分無形資本資產均由運用高增值工商業支援服務累積所得，並被視為生產力和創新的關鍵動力。

誠信、專業標準、知識產權和品牌定位，對上述公司的顧客和客戶至關重要，富於無形資本資產，是品質、創新和生產力的標記。可歸納其中的專業服務繁多，包括醫療和健康護理、專上教育和培訓、學術和科學研究、產品和過程創新（對製造商、發明家、創意藝術家而言）、款待和個人護理服務、文化、媒體、娛樂服務等等。最具創新能力和創意的公司，正是工商業支援服務業的常客，亦往往大舉投資於無形資本資產。

將香港發展成高增值工商業支援服務中心是長期的承諾，旨在增強香港在吸引和培育人才方面的能力，提升學術和研究社群的產能，以及促進現有及新產業的創新和生產力。未來的最佳公司將具備充足的知識人員，重金投資無形資本資產，並追求最高的誠信標準，這正是工商業支援服務涵蓋的範圍。

超全球化的頂峰時期已過，而地緣政治和意識形態之爭，又有自冷戰結束以來再度死灰復燃之勢，環球經濟面對如此時局，確保維持標準、支持創新、發明、發現和創意，可謂正合時宜。這亦切合本地經濟邏輯，皆因香港的競爭優勢在於人力資本、專業服務和誠信標準、各種無形資本優勢，加上健全的法律制度可為後盾。

有別於製造業產品須面對國際公開競爭的情況，大部分服務只會在由本地持份者主導的受監管市場上互相競爭。要在金融和資本市場、地產市場、專業服務、創新和創意服務中驅動高增值服務，香港應採取積極政策，力求在足以保障私有產權、合約履行和經濟效率的監管制度下，促進公開市場競爭。此一監管與競爭的理想組合，對推進高增值服務型經濟必不可少。

作為中國與全球各地互通的門戶，香港一直仗賴法治為基石，發揮其自由開放、資本主義經濟的獨特作用。此外，亦須勇於制訂一套進取而周詳的政策，旨在累積人力資本和無形資本、堅守誠信標準，並促進本地工商業支援服務業的效率和競爭。凡此種種範疇，皆可借鑑上文本地經濟四段歷史時期的經驗和實務。

¹³ 參看 Haskel and Westlake (2017)

這一切都必需大量私人和公共資本投資。融資可以經由本地的資本和金融市場，亦可透過以折扣價向現有租戶出售租住公屋。公共屋邨單位數目龐大，解封公屋產值，可以有效縮減愈趨嚴重的貧富懸殊問題，鼓勵置業，更足以象徵邁向共同繁榮和社會穩定的關鍵一步。

未來經濟增長所需的另一關鍵措施，在於應對人口急速老化。1945至1950年期間，大批移民蜂湧抵港，加上隨後出現的戰後嬰兒潮，形成21世紀的倒轉人口金字塔。現時香港有大量而且不斷增加的退休人口，卻只有少量而且不斷遞減的適齡工作人口。無庸置疑，香港急需制訂人口政策，從而增加知識型工作人口。此舉足以為經濟前景打下較牢固基礎，否則只會拖累香港發展。

香港必須銳意構思一個大都會願景：在今後25年內容納千萬人口，其中具備寶貴的人才和能力特質。為了實現願景，香港應設法網羅人才，以期在25年內達致千萬人口，亦即每年須引進10萬人。相較於1945至1950年期間每年平均增加372,000人的經驗，這不過是小挑戰而已。一個規模恢宏、氣魄雄偉的大都會，可為香港經濟平添自身應得而全國應有的動感和活力。

參考文獻

Richard Baldwin, *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization*, Belknap Press, Cambridge, MA, 2019, 344 pages.

William Chan and Wing Suen, *Labour Market in a Dynamic Economy (Hong Kong Economic Policy Studies)*, City University of Hong Kong Press, 1997, 172 pages.

Steven N. S. Cheung, Rent Control and Housing Reconstruction: The Postwar Experience of Prewar Premises in Hong Kong, *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 1, 1979, pp. 27-53.

Edward Glaeser, Joseph Gyourko, and Raven Saks. "Why Have Housing Prices Gone Up?" *American Economic Review*, Vol. 95, No. 2, 2005, pp. 329-333.

Edward Glaeser and Andrei Shleifer, "Legal Origins", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, 2002, pp. 1193-1229.

Philip Haddon-Cave, "The Making of Some Aspects of Public Policy in Hong Kong". In *The Business Environment in Hong Kong* Edited by: Lethbridge, David. Oxford University Press, Hong Kong, 1980, 2268 pages.

Jonathan Haskel and Stian Westlake, *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017, 296 pages.

Neil Monnery, *Architect of Prosperity: Sir John Cowperthwaite and the Making of Hong Kong*, London Publishing Partnership, London, 2017, 320 pages.

Neil Monnery, *A Tale of Two Economies: Hong Kong, Cuba and the Two Men who Shaped Them*, Richmond, England: Gulielmus Occamus & Co. Ltd, 2019, 256 pages.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Schleifer, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature*, Vol. 46, No. 2, 2008, pp. 285-332.

Andrei Shleifer, "The Age of Milton Friedman." *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, No.1, 2009, pp. 123-135.

Z Tao and YCR Wong, "Hong Kong from an Industrialized City to a Center of Manufacturing-Related Services", *Urban Studies*, Vol. 39, no. 12, 2002, pp. 2345-2358.

YCR Wong, "Service Industry Growth in Hong Kong", *Symposium on Services Promotion, Hong Kong into the 21st Century: The Servicing Economy*, Hong Kong Government, 12 March 1996.

YCR Wong, "Critical Junctures in Housing Policy Choices – Distant Causes of the 1967 Riots" *Hong Kong Economic Journal*, 7 June 2017.

YCR Wong, Critical Junctures in Housing Policy Choices – Unintended Consequences of the 1967 Riot, *Hong Kong Economic Journal*, 14 June 2017.



香港如何保持其作為國際金融中心的競爭力

香港如何保持其作為國際金融中心的競爭力

高平陽
孟茹靜
游楊

香港法治穩固，金融基建扎實，資本市場富於韌性，早已公認為國際金融中心。即便如此，為保持此一地位，難免面對種種重大挑戰。

2022年3月，Long Finance 與 Financial Centre Futures 發表 Global Financial Centres Index 第31版，香港排名維持第3位，評分下跌1點。在競爭力之下的營商環境和人力資本兩個分項中，香港都排名在新加坡之後，而在金融業發展分項，排名更從第6跌至第11。根據國際管理發展學院（IMD）《世界競爭力年報》，香港亦從第5位跌至第7位。此外，隨着移民海外人數增加，香港人才外流問題也很嚴重。據彭博報導，香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）2021年的僱員流失率更達12%。至於投資者，則既關心市場流動性，亦期望多招徠新經濟企業在港上市。

固然部分挑戰來自宏觀及政治因素引發種種不確定性，包括2019年社會動盪、中美博弈以及相對嚴格的社交距離防疫措施等等。除了這些近期的市場干擾之外，一些更深層根源也威脅着香港國際金融中心的地位，同樣值得深入探討。

作為其中一大議題，企業管治薄弱是近數十年來揮之不去的問題。鑑於恒生指數（恒指）近38%成分股的股價低於其帳面價值，可知企業管治問題堪憂。本文先描述估值偏低在香港市場實屬普遍而持久的現象，再提出一個簡單模型，以分析企業管治在多大程度上屬問題主因，並就如何尋求解決方法提供幾個方向。

投資者保護是任何一個市場促進投資者信心及信任的基本錨定。企業治理薄弱足以構成對香港國際金融中心地位挑戰的根源之一。筆者希望透過本文分析，引起大眾關注，從而推動有關方面採取適當行動，進一步加強香港的國際地位。

近38%恒指成分股公司價值「生不如死」

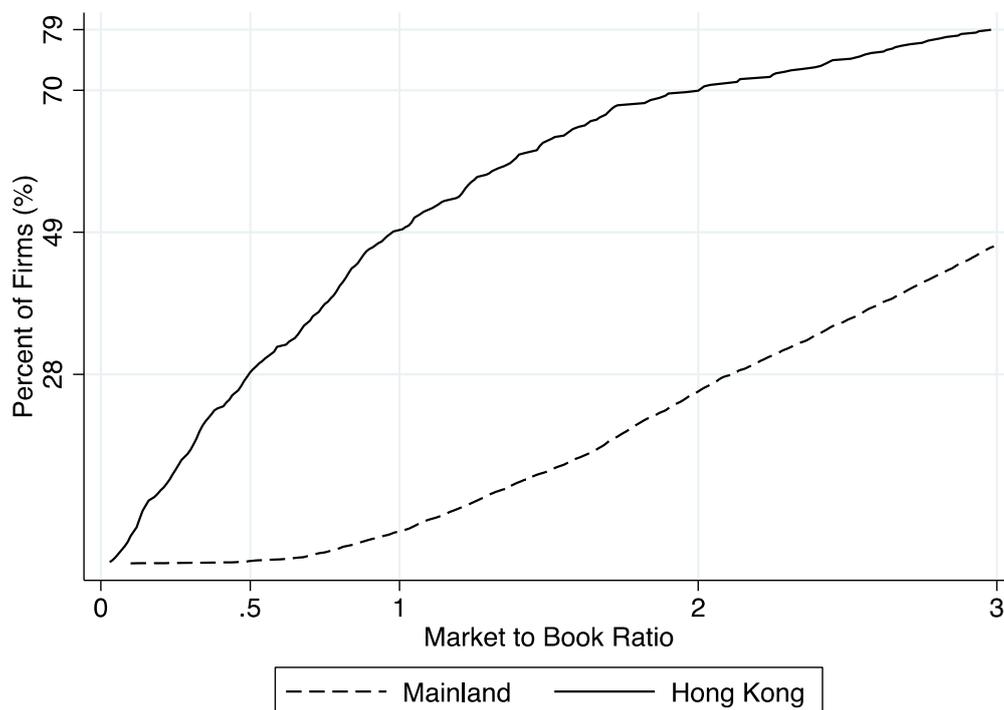
截至2022年8月12日，恒生指數中26家成分股公司（以69家計，比例為37.68%）的市淨率低於一倍（【表1】）。其中新世界發展為0.31倍，長和為0.4倍，恒基地產為0.41倍。若將指數中成分股公司合為一家，其市淨率則為0.83倍。香港頂尖公司的整體價值竟然也「生不如死」！

表 1 恒生指數中估值最低成分股公司

名稱	股票代號	市盈率	市淨率
碧桂園	02007.HK	1.62	0.23
中國聯通	00762.HK	6.76	0.29
中國銀行	03988.HK	3.24	0.3
新世界發展	00017.HK	59.35	0.31
中信股份	00267.HK	3.54	0.33
工商銀行	01398.HK	3.53	0.37
長和	00001.HK	6.09	0.4
建設銀行	00939.HK	3.42	0.4
恆基地產	00012.HK	10.29	0.41
中國石油股份	00857.HK	5.73	0.42
恆隆地產	00101.HK	15.67	0.43
新鴻基地產	00016.HK	10.4	0.47
中國石油化工股份	00386.HK	5.13	0.48
中國海外發展	00688.HK	4.37	0.51
長實集團	01113.HK	9.44	0.53
九龍倉置業	01997.HK	25.93	0.55
中國人壽	02628.HK	5.36	0.57
匯豐控股	00005.HK	10.84	0.7
中國移動	00941.HK	7.58	0.73
中國海洋石油	00883.HK	5.21	0.76
中國宏橋	01378.HK	3.81	0.76
華潤置地	01109.HK	5.4	0.77
中國平安	02318.HK	6.37	0.83
領展房產基金	00823.HK	20.12	0.86
龍湖集團	00960.HK	4.41	0.87
中銀香港	02388.HK	12.8	0.99

縱觀在香港交易所上市的公司的整體表現（基於 Compustat 數據），28% 的公司市淨率低於 0.5 倍，49% 的公司市淨率低於 1 倍，約有 70% 的公司市淨率低於 2 倍。深圳和上海交易所的上市公司則有超過 50% 市淨率高於 3 倍。

圖 1 中國內地和香港公司市淨率分佈



相較之下，滬深 300 指數和摩根士丹利資本國際（MSCI）新興市場指數的市淨率分別為 1.4 倍和 1.6 倍，而 MSCI 世界指數和標準普爾 500 指數的市淨率則分別為 2.9 倍和 4.2 倍。要認真審視這些數字，應取環球各大證券交易所的現行市值加以對比。紐約交易所排名世界第 1，市值達 25 萬億美元；香港交易所位列第 6，市值為 5 萬億美元，排於東京（5.2 萬億美元）、深圳（5.3 萬億美元）、上海（7.4 萬億美元）、納斯達克（17 萬億美元）之後。若香港的市價總值能提升至 2.9 的世界平均值（按追蹤 23 個發達經濟體的 MSCI 世界指數計算），則原本市值可增 3.5 倍至 17 萬億美元，排名更高於納斯達克指數。若能進一步提升至 4.2 倍，與標普 500 指數處於同一水平，則香港交易所就能超越紐約交易所，而成為**全球冠軍**！

【表 2】顯示 2018 年年底至 2021 年期間，香港和內地產業的市淨率中位數。在疫症大流行之前及之後，按 10 項產業的數據，香港的市淨率中位數都低於內地。估值偏低問題遍及各行各業，並非只限於地產業。在香港上市的資訊科技公司，估值一般只及在內地上市的同類公司四分之一至三分之一。在香港上市的醫療公司估值，較內地同業低 50%。整體上，香港上市公司估值只及內地一半左右。與科技有關行業有所增加，固然有助於提高市場整體估值，但當務之急是提升目前同行業內公司的估值。

表 2 2021 年年底市淨率分佈

產業	市淨率中位數 (2021 年)		市淨率中位數 (2018 年)	
	香港	內地	香港	內地
能源業	1.64	1.77	1.34	1.36
原材料業	0.70	3.03	0.84	1.85
工業	0.96	2.99	1.05	1.99
周期性消費	1.12	2.71	1.14	1.78
必需性消費	1.30	3.69	1.49	2.50
醫療保健業	1.85	3.51	1.27	2.39
金融業	0.51	3.50	0.91	2.42
資訊科技業	1.17	4.09	1.06	2.75
通訊業	1.30	3.08	1.22	2.06
公用事業	0.49	1.87	0.44	1.29
地產	0.42	1.07	0.51	1.09
平均	1.04	2.85	1.02	1.95
香港與內地差距	-1.8		-0.93	

資料來源：Compustat Global 數據庫中總部設於中國內地及香港的公司

【圖 2】及【圖 3】顯示 2021 年年底，香港和內地各產業中市淨率低於 1 倍的公司。在香港，10 項產業全都有不少股價低於帳面價值的公司，其中估值最高的能源業的比重為四分之一；地產業中，此一比重則達 90%。相較之下，內地表現最差產業中，股價低於帳面價值的公司約有半數；而表現第二差的產業（公用事業）中，此類公司僅佔 15%。

圖 2 按產業分類的香港公司估值

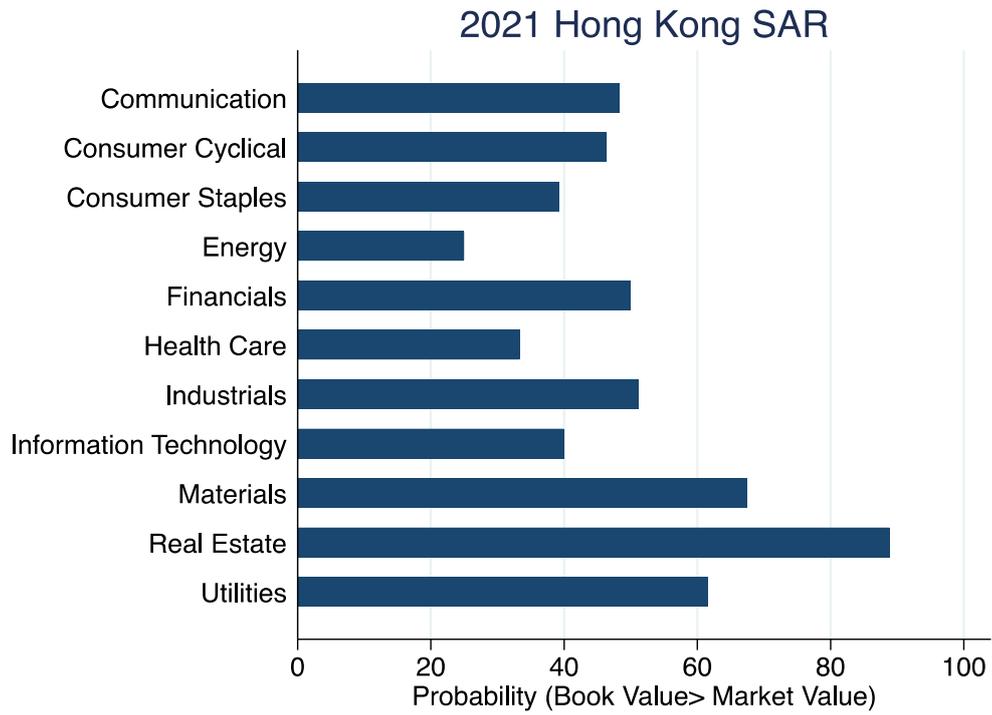
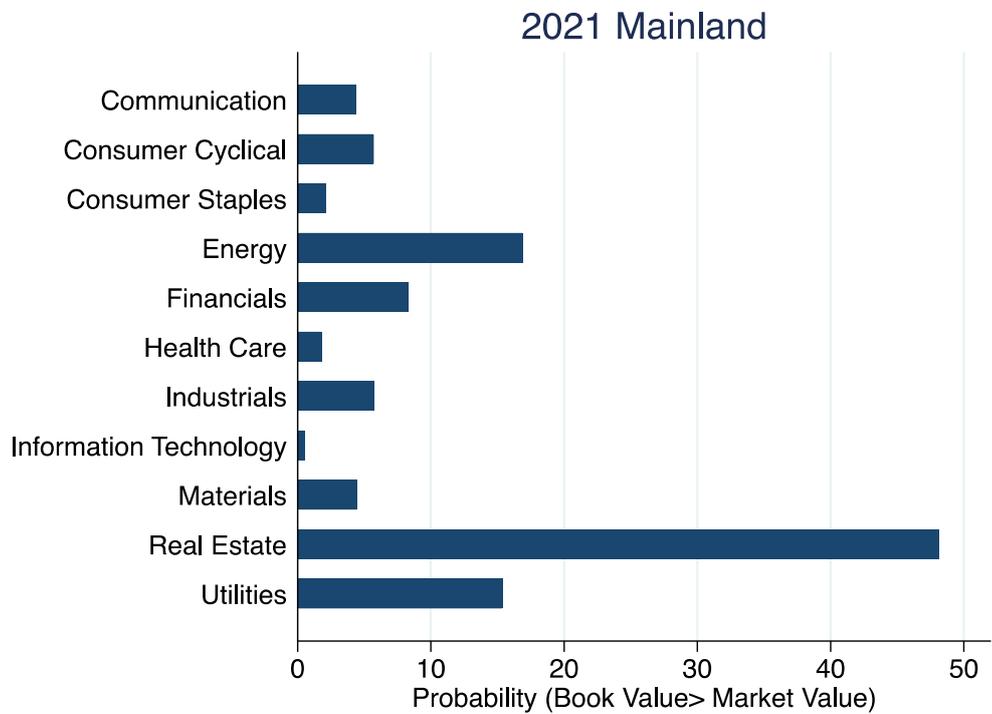


圖 3 按產業分類的內地公司估值

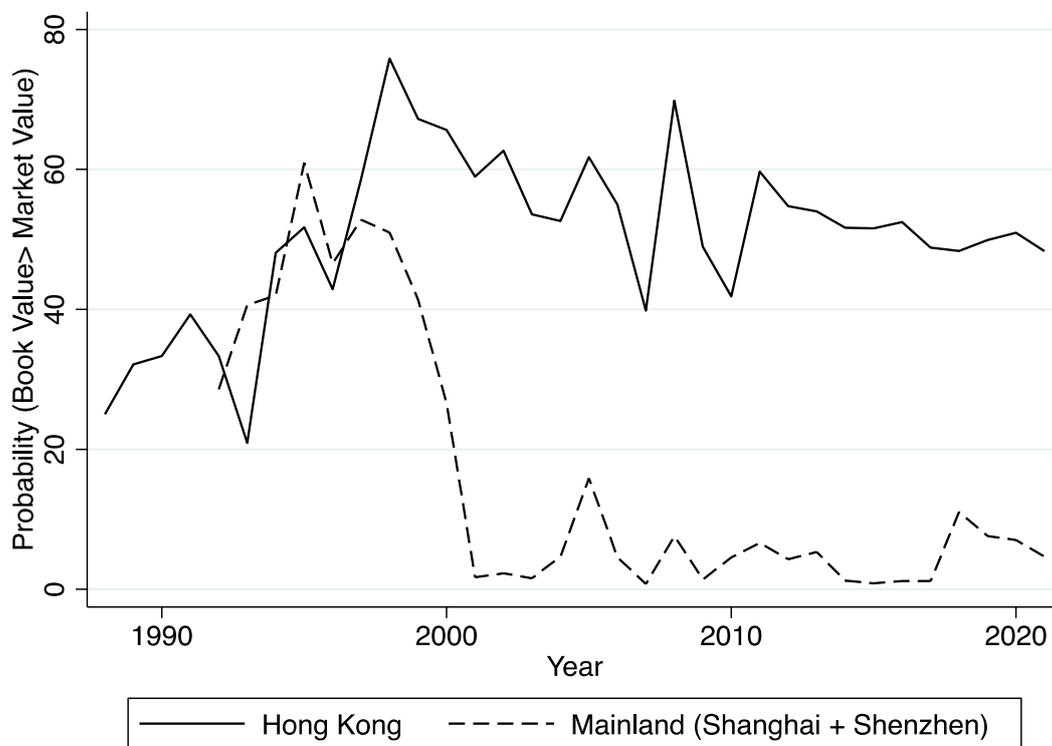


投資契機抑或陷阱？

究竟應如何解讀香港公司的估值指標？香港市場中公司股價所以偏低，是因為市場氣氛陰晴不定或「動物天性」的悲觀傾向，還是出於對香港上市公司的無名恐懼？若然如此，價值投資者在市況一片恐慌之際，就更應心存貪念大膽買入。另一種解釋是估值偏低是否源於本地市場某些結構性缺憾，反映香港作為國際金融中心猶有改善餘地？

筆者的合作研究結果較為支持後者。要區別以上兩方面的假設，方法之一是看這種現象的長久性。上文顯示近 20 年來，有超過半數香港公司的市值經常低於帳面價值（【圖 4】），但狀況相同的內地公司佔比往往不足 10%。自 2000 年以來，半數香港公司的價值處於「生不如死」的狀態。

圖 4 帳面價值高於市場價值的公司比率



將香港與各大發達市場作基準對照，亦揭示相同模式。近 20 年來，除了 2008 至 2010 年（見【圖 5】，由富達國際繪製），香港的市淨率一直落後於標普 500 指數及 MSCI 世界指數。受到 2008 年金融海嘯影響，美國及其他國家估值降幅大於香港，以致差距一度收窄。此後差距又再逐漸拉開，至今已達前所未有的高峰。

圖 5 恒生指數與標普 500 指數及 MSCI 世界指數基準對照

Chart 1: Hang Seng Index looks cheapest in two decades on relative PB basis



Source: Bloomberg, Fidelity International, June 2020

筆者整體總結，估值持續偏低問題在香港市場是普遍而持久的現象，見證投資者對於香港上市公司存在系統性擔憂。

企業管治或為罪魁禍首

圍繞本地公司估值一貫偏低問題，以下透過一個簡單故事作為模型，以便討論背後的可能原因。故事主角約翰斥資 2,500 萬元開辦公司，從市場籌集得 7,500 萬元資金，於是持有公司 25% 的股權。該公司的帳面價值為 1 億元，發行 100 萬股，每股帳面價值即 100 元。但除銀行帳戶中的 1 億元現金，該公司市價還須視乎投資者的期望及對公司未來業務的評估。假使約翰從市場籌得資金之後改變主意（或本來就有此意）；與其運用現金將股東利益最大化，約翰把現金留在公司銀行帳戶，又逐漸向投資者暗示別指望取回一分一毫。投資者獲得訊息後就會權衡其可信度，然後據以調整股價。公司股價應聲下滑至 80 元，隨之跌至 60 元，市淨率更僅得 0.6 倍，引起長線投資者注意。隨着該公司估值持續下跌，以大無畏精神抄底的投資者益增，其後數年股價從 50 元、40 元、30 元價位每況愈下，甚至只值 20 元。

股價在 20 元水平持續波動約有一年，約翰就作出以下宣佈：「本公司在業界數一數二，前景光明。可惜資本市場有眼不識荊山玉，造成股價長期低迷。公司管理層一向致力保障本公司股東利益，謹此建議將公司私有化，以相等於去年全年平均股價 50% 的溢價購買股份，每股 30 元。」董事局贊成私有化，隨即展開盡職審查。各獨立董事亦突出 50% 此點，稱許計劃有助提升股東價值。財務顧問和法律顧問則作出長達數百頁的財務分析，最後得出將買入價定為 30 元是公平合理的結論。在此基礎之上，董事局通過私有化計劃，再交由特別股東大會以大比數通過，計劃得以落實。

上文假設約翰以現金形式存放資產，這樣假設只是為了避免引入複雜的估值問題。否則有人可提出相反論調：市淨率偏低有可能是帳面價值被高估了。無論資產是其他上市公司股票，抑或任何其他實質資產，這個故事的教訓依然絲毫不變。

現金資產的假設還有另一個好處：它讓股東價值最大化的方案變得顯而易見。最低限度，約翰若真心「致力保障本公司股東利益」，就應將公司清盤，以每股 100 元償還投資者。

在以上提出的分析模型中，估值持久偏低的罪魁禍首是企業管治。估值可視為所謂基本價值（實質資產）和企業管治的乘積。企業管治一旦失靈，估值與基本價值之間的連鎖關係就會減弱甚或破裂。無論市淨率如何偏低和偏低現象持續多久，值 100 元的現金資產縱使看似投資良機，但終究是個陷阱而已。即使基本價值（每股 100 元的現金資產）不假，估值可能低至 20 元，因為將基本價值與股東價值聯繫起來的公司治理因素已經失靈。

企業管治的基礎是：股東往往是企業利益相關者中最脆弱的角色。一家公司由各獨立的利益相關者自願通過合約參與，以追求自己的利益最大化。所有其他利益相關者通過合約對公司作出貢獻，同時獲得回報，又以相對頻密的方式與公司重新洽談合約，以保障自身權益。而股東卻不同：股東須先付資金，但回報額和回報期在合約中均未訂明；最終可以得到的回報的數額為扣除所有其他訂約方已取回報後的餘額，這些餘額發還給股東的時機，也沒有法律上的規定。

為免股權投資者裹足不前，於是有企業管治之設，宗旨就在保障股東權益，免受所有其他利益相關方侵害。在美國，由於股權極為分散，股東權益最大的威脅來自管理層，因為管理層有權決定將回報轉給其他持份者。反觀香港市場中的公司情況則不同，股權每多較為集中；為此，企業管治的設計應以保障少數股東免受控股股東剝削。

股東可將其股份在二手市場中出售套現，而資本升值（相對於股息而言）往往是投資者股票回報的主要成分。股東可以用腳投票，然而整體而言，股東所得回報，須源自公司所發股息或公司清盤。

什麼地方出錯了？

下文再利用筆者設計的模型作出分析，從而探討股東如何能夠改寫回報慘淡的結果。

首先，模型世界中的公司東主／主理人約翰對公司的控制權較其經濟利益大得不成比例，為財富從其他股東向控股股東轉移埋下伏線。在香港，股權集中的公司以及由家族控制的公司都十分普遍。然而，股權少於 50% 的部分股東似乎仍頗具控制權。

正如前述，公司是由不同個體為求爭取最佳利益而自願參與的聯合體。這也正是約翰所做的（雖然身為公司董事兼高級經理，卻顯然未有盡其受信責任）。問題是有何制衡機制可以反制約翰凌駕公司的權力？企業管治的部分措施，即專為保障少數股東權益免被控股股東撥用而設，例如董事局代表權，尤其是獨立董事的代表權；聘用獨立財務顧問及法律顧問的規定，以及股東大會的回避制度。然而，這些制度大概只是虛有其表的官樣文章。

其次，公司利益最大化的最顯而易見方案莫過於將公司清盤。以每股 20 元作價，清盤可為公司創造的價值相當於現在價值的 500%。董事局未能採取清盤方案，無疑公然違反受信責任。在現實世界，公司毋須採取清盤這種激進手段，可行辦法多的是：例如派發特別股息或大舉回購公司股份。

跟豐厚派息政策大唱反調的言論時有所聞，無非是公司必須預留資金擴充業務，或以業務增長「改善前景」之類；我們在此作出簡短回應。企業財務課程學生第一課要學的原則，就是企業決策務求將公司價值最大化。第二課要學的是投資決策的淨現值規則。淨現值規則要點在扣減公司資金成本之後的預期未來現金流，亦即公司資金的機會成本。一項新的投資所能產生的經風險調整後的回報率，應不低於任何其他商機所能產生的回報。若一家公司帳面價值為 1 元而股價為 2 角，每派息 1 元就能即時為股東帶來 500% 的無風險回報率。這麼高的回報率對公司新上的幾乎所有項目來講都將是遙不可及的。

第三，穩健的企業管治在在依賴外界規範，包括公司控制權市場（敵意收購）、法院、以及傳媒的監察。在筆者制定的模型中，在帳面價值為 1 元而股價為 2 角的情況下，「城門外的野蠻人」（barbarians at the gate）可曾現身？有何力量足以阻止積極投資者入股，然後透過代表爭取推高派息？當約翰提出以每股 30 元將公司私有化時，其他投資者另提議案加入競爭到底有多難？為什麼最初以 100 元入股的投資者不能依賴法院來找回公道？傳媒對有關交易的報導和分析取態如何？

第四，在約翰採取實際行動轉移資產之前，投資者已被他的言論嚇怕了，對公司的企業管治能否保障公司資產和向他們歸還資產缺乏「信心」。即使不乏專門規條以防止約翰把資產永久封鎖在公司之中，投資者認為企業管治制度保障其利益的成功機會只得 20%，亦即帳面價值為 1 元而股價為 2 角的情況。香港證監會只要有理由相信議案有違股東利益最大化原則，就有權及早介入企業個案。

監管者直接介入企業管治是很難的。在上述模型中，引致股價下跌的原因是約翰就不會將資產歸還股東的聲明。由於他並未採取任何掏空公司資產的行動，監管機構若非肆無忌憚，斷不會在前期階段就輕舉妄動。未能對準問題根源，任何介入行動只會多生事端，白費心機。私有化議案一旦已提上日程，監管機構就更難以介入。建議價格已定為相當於上一年平均價格 50% 的溢價，所有把關者，包括獨立董事、財務及法律顧問，都紛紛提出專業、公允意見，更重要的是，股東投票贊成私有化議案。

此外，控股股東要挪用公司資產，何止私有化一途。運用其他手段，監管機構更難以介入。典型例子是供高層消費的特厚待遇，包括私人會籍以及豪華住房，高管的優厚薪金也足以大大損耗公司資金。至於利用裙帶關係，任人唯親，則可致公司上下都是「皇親國戚」。

由此就會產生惡性循環。一旦投資者對企業管治失卻信心，公司任何風吹草動，也足以壓低公司股價；監管機構亦難以介入，以致公司股價進一步下滑，反過來印證投資者當初顧慮不無道理。

最後，聲譽和重複交易足以對損害股東權益產生威懾作用。假使約翰預期未來將經常為把握新投資機會而在資本市場集資，就不會隨意發表足以壓低股價的訊息。由此可

見，在開到荼蘼的公司或夕陽產業，加上管理層發展空間有限，企業管治亦往往較為薄弱。

香港的企管問題或會變本加厲

筆者相信，假使未能及時採取實質行動加以應對，上述企業管治問題在不久將來就會顯著加劇。種種徵象預示治理問題即將惡化。

首先，宏觀而言，中國內地和香港的經濟日趨成熟，不少公司的增長前景勢將遞減。因此，今後對控股股東而言，與其「將餅做大」倒不如「分大杯羹」。

其次，不少一向帶動經濟增長兼作為高價值企業中堅的中資私人企業，因第一代創辦人 and 創業元老紛紛老去或與時代脫節，正面臨青黃不接困境。這類企業大概率交由家族下一代接棒；若然如此，屆時大致而言，新一代控股股東就未必有足夠動力和能力「將餅做大」。一旦只講求「分大杯羹」，解決企業管治問題就更難上加難。

最後，大批現時在美國上市的中資公司，預期將在數年內轉到香港上市，其企業管治在可見將來也許大事不妙，原因在以下四方面。上述兩點原因也適用於此：與近幾年前相比，這類中資公司也同樣面臨增長大不如前的困境，而創辦人亦將相繼離開公司。此外，這類公司大都採用可變利益實體（VIE）結構，其中蘊含企業管治弱點。再者，這類公司的資產價值主要在於無形資產，較易轉移。

拋磚引玉

筆者並無足以化解企業管治難題的萬應靈丹，這畢竟真是價值數以億萬計的大題目。然而通過本文對有關問題的分析，或可令更多人察覺香港的企業管治系統並非滴水不漏，而必須戮力以赴，加以改善，以免為時已晚。承認問題存在是化解問題的第一步，以上分析更指出尋求解決之道的一些方向。筆者深信決策者只要有決心和毅力，當可令企業管治面目一新，香港作為國際金融中心的地位也隨之更上層樓。



■ 創建優質工作之城

創建優質工作之城

鄧希煒
吳延暉

1. 引言

香港經濟正面臨三大當務之急：增長停滯而欠缺新發動機；生活成本上漲而收入未見增長；不均加劇而中產階級空心化。問題盤根錯節，一個有效的解決方法便是創造優質工作，讓優質工作成為一個穩定、富裕、活力充沛城市的支柱。

何謂優質工作固然難以界定，但一般人對此仍有共識，就是應能提供就業保障，至少能有足以維繫中產階級生活方式的收入，並且有升職和事業發展的機會。在香港，所謂優質工作，離不開管理人員、高級行政人員、銀行家、律師、醫生、設計師、專業代理人，以至教授及成功商家。此等工作莫不衍生於香港蛻化成現代大都會的過程，構成經濟的骨幹。然而，隨着近年的科技革命、貿易和資金流的變化，以及地緣政治的演變，香港人離優質工作愈來愈遠，而整體經濟受惠於優質工作行業也愈來愈少。為免經濟能力下滑和社會不均加劇，香港必須著手重建優質工作城市，聚焦以下兩大問題——優質工作從何而來？怎樣的政策設計才有助於創造此等工作？本文就如何重建一個優質工作比比皆然的香港，勾勒出一套策略性計劃，並且臚列可達成目標的多項可行政策。

2. 背景：關於在香港創造職位的五大認識誤區

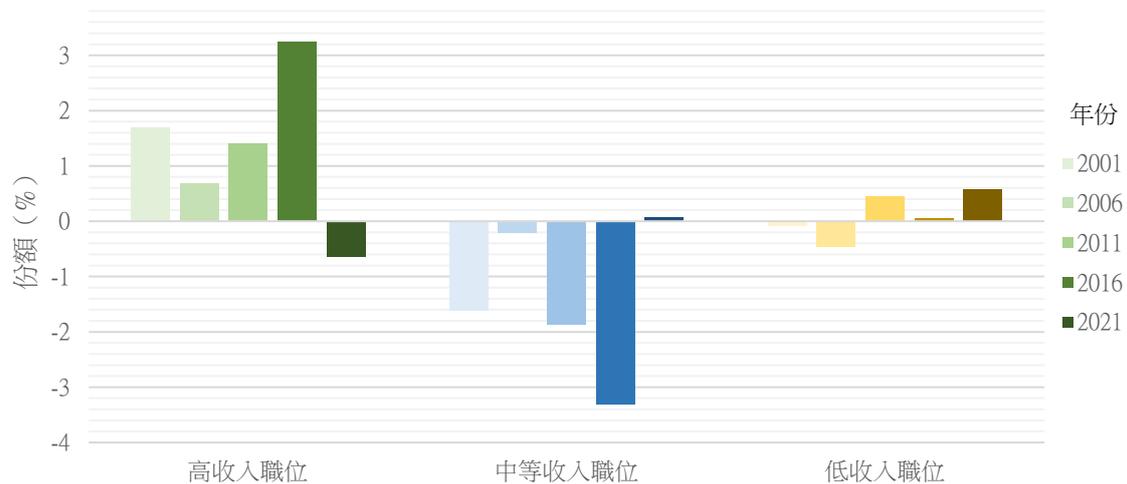
探究如何重建充滿優質工作的香港，必先要問：優質工作從何而來？數十年前，此地作為溝通中西的橋樑，機遇處處，答案自然十分簡單。優質工作既來自香港優於內地之處，也有賴香港在國際貨物、服務、資金進出所發揮的中介作用。時移勢易，問題已不再那麼直截了當，因為香港在亞太區經濟中擔當的角色已不如以往清晰可見。昔日黃金歲月中的優勢，或有礙於今天創造優質職位。要進一步了解此等工作漸失的底蘊，並解答優質工作從何而來的問題，下文將列舉對創造職位以至香港整體經濟的五大認識誤區。

誤區 1：隨着香港經濟重回正軌，優質工作自會恢復舊觀，並有所增加

近幾年來，新冠肺炎疫情對本港經濟產生系統性衝擊。失業壓力應聲加劇，不少優質工作遭削減。特區政府一直以財政手段刺激經濟，以免出現需求危機，同時頂住衰退來勢。樂觀的看法是，只要經濟從疫症大流行打擊中復甦，優質工作自然重來，並會隨經濟增長而增多。可惜創造職位的主要問題既屬結構性，也具分佈性。經濟增長不一定保證就會有充足的優質工作；工作職位兩極化和優質工作整體減少的現象，已在近 20 年來出現。

【圖 1】顯示按職業分類的香港就業市場變化。最令人矚目之處，在於行政人員、生產人員，甚至營銷專業人員等中產職業均正逐漸消失，反而高收入和低收入職位的比重同告增加。根據最新香港人口普查數據，近 10 年來，在整體就業人數比重變化中，低收入職位的增幅甚至已超越高收入工作。

圖1：按職業分類的香港就業市場變化(%)



資料來源：香港人口普查

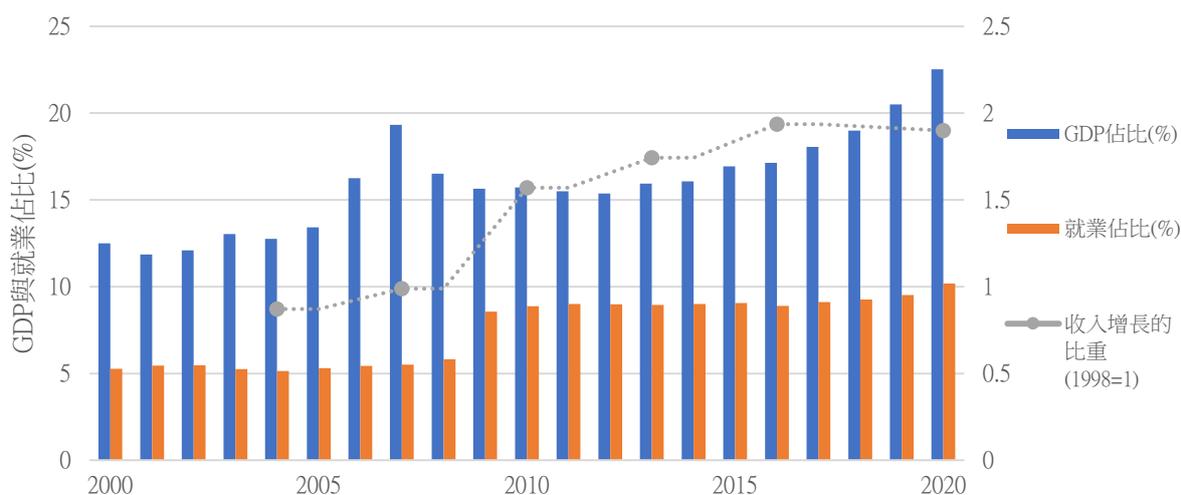
註：「高收入」組別包括管理人員、行政人員、專業人員；「中等收入」組別包括輔助專業人員、文員、工藝匠及有關人員；「低收入」組別包括非技術工人、服務及商店銷售人員、機台及機器操作員及裝配員。就業人數比重變化的計算方法，就是將某年就業比率減去前一年就業比率所得。

香港的工作職位兩極化現象與美國及其他先進經濟體（例如 Autor, 2019）頗相類似，植根於講求頂尖人才而取代中層技能的科技革命，以及全球化所致的區域專業化。因此，香港面臨雙重難關：一、能否保持高收入職位的高比重；二、能否令這些工作產生足夠溢出效應，促使中層技能重受重視，從而增加中等收入工作。

誤區 2：發展蓬勃的金融業能創造足夠的優質工作

一如倫敦和紐約，金融業足以聚集高收入工作。【圖 2】顯示 2000 至 2020 年金融業在香港 GDP、就業、收入增長中的比重變化。自 2009 年以來，金融業在 GDP 的比率從 15% 漸升至 20%，金融業在香港整體就業約佔 10%。可見金融業的增長未必能擴充就業。再者，收入增長在 2016 年之後放緩，將窒礙人才流入金融業。有礙於該行業就業增長的另一因素，在於人工智能迅即獲業界採納，以致不少金融相關工作或將被取代。總而言之，除非金融業銳意發展，目標明確，否則其創造優質職位的能力相信已達上限。

圖2：2000-2020年金融業在香港的變化



資源來源：香港人口普查

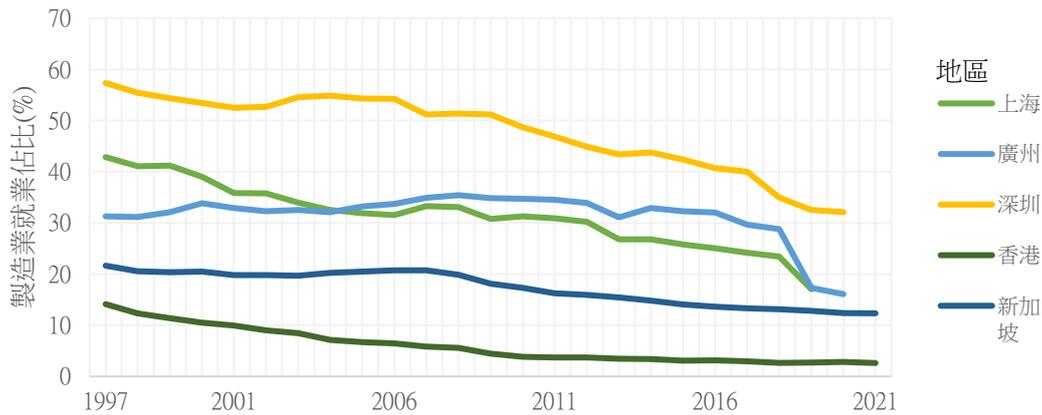
上游企業擴充業務，就可直接為下游供應商創造需求和職位，這種情況多見於製造業，而金融業職位卻無法產生類似乘數效應。簡而言之，金融業屬於供應鏈甚短的產業，即使發展蓬勃，對其他經濟部門的就業溢出效應主要以商品和服務需求為途徑，效果間接，作用有限。從這方面而言，金融業很難為其他經濟領域創造大量優質工作。

誤區3：有必要把製造業工作帶回香港

對製造業由盛轉衰、隨之外移的地區，其解決積重就業難題的慣用方案，往往是把製造業帶回原地，皆因此行業創造職位的威力。眾所周知，香港在1960年代轉型以製造業為主導；1980年代以後逐步發展為以金融、物流、地產牽頭的服務型經濟。2000年，製造業在整體就業中的比重略高於10%，到了2020年則跌至低於4%。令人頗感意外的是，自2010年以來，按製造業每月收入中位數計算，業內職位又漸見增長。觀乎這段歷史，雖然建議將製造業職位帶回香港以創造優質工作和穩住中產階級，可說不無誘因，但這一方案既沒必要，也難以奏效。

製造業式微而服務業興起，是經濟進程必然的趨勢。【圖3】是1997至2021年香港製造業的就業比重與新加坡、上海、廣州、深圳四大亞洲大都會的對照。除卻廣州，其餘城市的製造業一律明顯走下坡；可見製造業規模與經濟體內優質工作的多寡並無關連。

圖3：亞洲大都會的製造業就業比重(%)



資料來源：香港人口普查、新加坡統計局、中國國家統計局

事實上，其他城市仍有頗具規模的製造業，而香港製造業則已近乎徹底空洞化。這一特點有別於亞洲其他小龍（新加坡、台灣、南韓）以及內地大都會（上海、廣州、深圳），實源於香港作為國際貿易及資金流樞紐兼西方企業通往內地市場門戶的獨特優勢。

從經濟學基本原理可知，鑑於香港生活和勞工成本高昂，要重新引入製造業職位，必須具備兩個條件。第一，製造企業必須能夠採納先進科技（以及適當管理實務），以增強其全要素生產力。第二，高技術勞動力供應充足，以利用人力資本與物質資本之間的互補性。否則，產品將難以在激烈的市場競爭中生存，而優質製造業工作即使能夠創造，也將無以為繼。可是這兩個條件一時難以幻化成形；短期以至中期之內，要靠製造業在香港創造大量優質工作，無異緣木求魚。

誤區 4：香港的優質工作已被內地城市偷去

與上述誤區 3 相關，另一個認識誤區是內地城市偷去了香港不少優質工作。無庸置疑，大批由香港企業家創造，或源自香港的優質工作已經北移，特別是粵港澳大灣區內的城市。然而，並無充分證據或理性邏輯足以印證香港和內地城市的優質工作之間有明顯替代關係。

1980 年代，正當大批製造企業遷往內地，香港並未有失去優質工作，反而待遇較高、流動性較大的服務業職位大增。這正是基於對比優勢的專業化威力。今時今日，香港相對於內地城市的優勢已不如昔日明顯，而內地的區域專業化則往往對香港構成競爭壓力。最常引用的例子，就是上海冒起成為可與香港在亞洲分庭抗禮的金融中心。假使在同一產業又面對同一市場，香港相對內地城市並無優勢，按說盈利可觀的商業良機及相關優質工作難免會離港而去。但實情卻並非如此——香港經濟結構如斯獨特，以致任何內地城市都無法複製或取代。反而在香港企業與內地商業夥伴合作的大前提下，香港經濟由此融入大灣區，將有助本港創造優質工作。

誤區 5：在香港投資高等教育難望有可觀回報

一直令外人大惑不解的是，即使在香港高等教育學費相對偏低，為何相對於本地各大學提供的學額，持有學士學位的香港青年仍少得不成比例。博士及碩士課程班上，亦少見本地學生蹤影。一種慣常的解釋是，教育無助於在香港賺錢，投資高等教育回報並不可觀。回到 20 年前，如此解釋倒能自圓其說，因為當時商機處處，營商技能較正規教育更有價值。

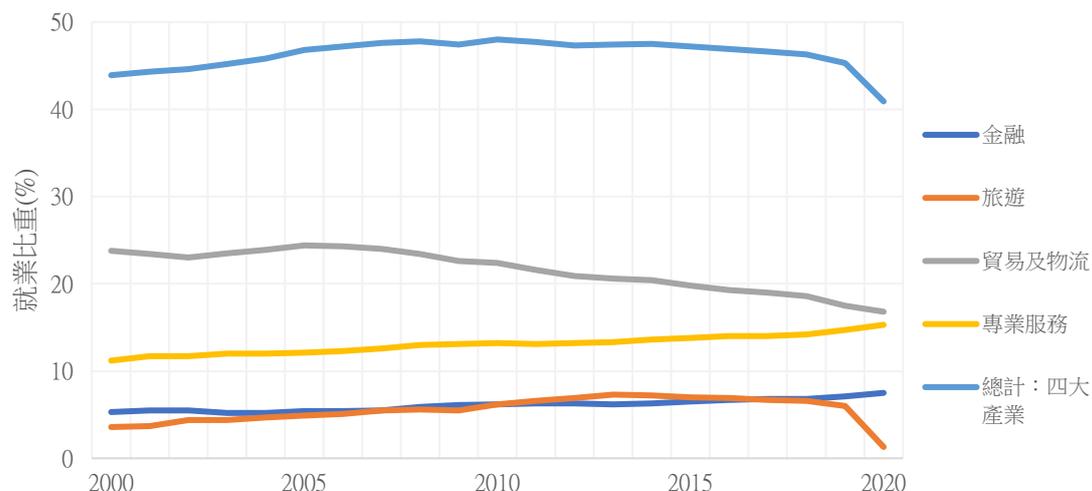
高等教育的回報在香港偏低是結構性問題。香港經濟以服務業為主，其中只有小部分職位（例如金融業）要求具備重金投資的正規學歷。此外，整體勞動市場因高度本地化和僵化，未能為理學和工程學畢業生提供足夠學以致用的機會。然而，隨着香港逐步轉型為更先進經濟體，而與高技術行業聯繫日趨緊密，講求普通科和專科學歷較高的優質工作正日益增加。

3. 策略性計劃：保持並增加優質工作的三大支柱

列舉五大認識誤區，似有筆者對香港前途感到悲觀的意味。相反，筆者用意在於描畫實況，以便為香港經濟制定前瞻性和策略性兼備的計劃。正如上文強調，香港是個獨一無二的經濟體，獨特優勢不一而足，也效法不來。制定可行策略性計劃的關鍵在於發揮這些優勢，並發掘達標途徑，而不致造成對現有經濟的嚴重干擾，引發各界群起反對。

香港的 GDP 和就業支柱一直是四大傳統產業，即金融、旅遊、貿易及物流、專業及工商業支援服務。【圖 4】顯示四大支柱產業的就業比重自 2011 年以來持續下降，背後主因在於貿易及物流和旅遊及相關服務行業的就業急跌。為增加優質工作和促進經濟增長，筆者提出的策略性計劃重點在升級兩大支柱（金融和專業服務），並以新支柱產業（高科技）取代其餘兩個夕陽支柱產業。

圖4：香港四大支柱產業的就業比重(%)



資料來源：香港人口普查

A. 強化金融業

金融業在香港仍是強大支柱，吸納大量優質工作。隨着中美兩國矛盾加劇，不少在美國股市掛牌的中國企業已轉到香港上市。由此可見，香港經濟雖然緊縮，但金融業仍有所發展，此趨勢至少將在短期內持續，在可見未來，金融業可望繼續創造優質工作。

為強化金融支柱，金融市場應改造其現有規管架構，增強靈活性之餘，並提升服務素質，以招徠更多中國內地、印度，以及東亞的企業。金融科技尤其倚重技能，將可創造多系列優質工作，亦可順理成章作為香港邁向高科技的踏腳石，有助促進高技術人員在科技界就業。

創業投資行業朝氣勃勃，無疑對金融業擴充規模大有裨益。令人頗感意外的是，香港不愁熱錢，也充滿創業精神，唯獨創業資金不足。原因也許在於缺乏創新產品。因此，積聚創業資金應與發展高科技產業齊頭並進。

B. 升級服務業

服務業雖在香港整體就業中佔最大比重，但其中大部分工作主要以本地顧客為對象，並未顯著受惠於科技進展和全球化。中產階級萎縮更將進一步打擊本地服務業供應商。以外人（特別是遊客）為對象的服務工作，則極易受外圍因素影響，而難以在瞬息萬變的環境中保持穩定。因此，香港當務之急，是升級服務業作為創造優質工作的發動機。

傳統服務工作之中，為本地商業活動提供的專業服務（例如法律、會計、顧問服務）均屬優質工作範疇。香港經濟融入大灣區，可讓本地專業人員大展拳腳，擴充服務範圍，其中以保健醫療和高等教育尤具吸引力。這兩類中堅行業將可為香港人在創造優質工作方面發揮長遠作用。

C. 振興高科技

近 10 年來，資訊科技與資訊業對就業人口的貢獻續有增加。雖然比重仍小（2021 年僅約 4%），亦可見香港正朝高科技發展軌道邁進。具規模的高科技業得以形成，在經濟增長和創造職位方面，對香港前途至關重要。

高科技工作待遇優厚，全球皆然，可謂科技成就的明證。經濟研究亦顯示，創造高科技工作，足以對其他工作市場，包括非科技產業職位產生乘數效應。以美國為例，Moretti (2012) 發現，每創造 1 個高科技職位，就會在整體經濟中新增 5 個職位，範圍包括高技術及低技術服務業。在這方面而言，創造高科技職位足以促進職位多樣化，並帶動包容性經濟增長。

不少人心中都有此一問：到底香港在高科技方面有何比較優勢？在高技術服務業以外，其比較優勢大概在金融和醫療相關範疇。本港具備足夠潛力發展成製造及設計樞紐，出產醫療、生物科技、製藥、金融業的高科技產品。政府、金融管理局，以及業界對開發大量運用人工智能和大數據的金融科技已有共識。至於醫療和生物科技業，數碼化和採用人工智能亦將成為趨勢。至於保健醫療業與資訊科技業，兩者應有良性跨界合作。

4. 政府扶助：四項政策建議

在上述策略性計劃中，要點繫於不同業界之間重新分配職位。此舉當然不會自然發生。在自由市場經濟，帶動重新分配的是人力資本回報和各行各業的人才，而背後所倚仗的，則為現有比較優勢和科技採納進度。此外，種種市場摩擦將有礙於職位重新分配。因此，要促進創造優質工作的過程，政府介入在所難免。

政府介入的傳統方式有兩種。一是凱恩斯式需求管理，以便政府刺激特定類別商品和服務的需求，達致在目標行業創造職位。另一方式涉及設計產業政策，從而直接將資源重新分配至目標行業。兩種方式都有無法善用公帑和扭曲資源分配之虞。不難想像，由此衍生的政策建議在香港必會遭遇強烈反對。筆者則建議另一種政府介入方式：由政府助一臂之力，以便累積關鍵資源，並為目標行業拆牆鬆綁，放寬限制。

筆者此一建議，學術上本於希曼（Albert Hirschman）的「束意不均衡發展」觀（Hirschman, 1958）以及羅德里克（Dani Rodrik）的「包容性增長」主張（Rodrik and Sabel, 2019）。兩位經濟學家認為，增長停滯和不均加劇問題源於經濟嚴重失效和個人事業與社會所需之間嚴重錯配。因此，政府應該介入，以將理想經濟活動（優質工作）的正面界外效應加以內化，並將有欠理想的經濟活動（劣質工作）的負面界外效應加以抑制。基於此一基本觀念，筆者提出下列 4 項政策建議。

建議 1：人才策略。香港特區政府應採取遠大人才策略，以吸引並挽留頂尖人才，擴充人才庫，改善勞工流動情況。

當今之世，頂尖人才既是很多先進經濟體的關鍵資源，也成為流動性甚高的階層。任何不利因素，都足以觸發人才大舉外流。舉例來說，鑑於中國與西方（尤其是美國）的緊張局勢不斷升溫，西方部分頂尖科技專家，或有動機考慮前赴亞洲發展，因而可為香港及區內其他大都會帶來良機。除了財政誘因及生活條件之外，頂尖人才尤其關心是否有一群能幹的同儕共創新觀念和新產品，又是否有配套人力資源可提升其生產力。若人才庫不夠大，香港就難以挽留頂尖人才。因此，吸引頂尖人才與構建人才庫實為一體兩面；問題是香港人才庫規模仍未夠大。

要解決人才短缺問題，特區政府應採取措施吸引更多外國人才，並將人才市場擴展至中國內地。吸引外國人才的政策方面，政府應考慮微調並擴充現有計劃。例如自 2018 年以來，經科技人才入境計劃來港的技術人員僅得 321 名，遠低於 1,000 人的目標名額。雖然這或與香港近年來經濟不穩不無關係，但某程度上或可歸咎於計劃中部分規定缺乏彈性。例如要求外國技術人員簽署兩年固定期限僱傭合約，以及每輸入 1 名外國人員須另聘至少 1 名本地員工擔任相關職位的網綁式安排，都是企業對此計劃望而卻步的部分原因。

至於將香港人才市場擴展至內地，重點應在促進跨境勞工流動方面，而非特約人才流。香港方面，政府應減少對引入內地人才的關卡。內地方面，香港政府應與內地地方政府及企業合作，以促進雙向人才流。

建議 2：公私營研發合作。特區政府應建立嶄新公私營合作模式，以增加關鍵行業的研究發展開支。

2020 年，研發開支約佔香港 GDP 的 1%。雖然相對於 2001 年僅得 0.5% 的比重已有顯著改善，但仍遠低於大部分發達經濟體（例如新加坡 1.94%、南韓 4.55%、日本 3.26%、美國 2.82%）以及不少內地城市（例如北京 6.3%、上海 4.1%、深圳 4.2%、廣州 3.2%）。

香港研發投資的障礙之一，是政府缺乏決心及政策工具，未能有效分配研發開支。在 2017 年《施政報告》中，時任特首林鄭月娥建議最遲在 2022 年將研發開支相對 GDP 的比率提高至 1.5%（每年約 450 億港元，相當於 58 億美元）。相較於政府多輪抗疫紓困措施方面達 3,000 億港元的支出，450 億港元作為長期按年投資目標的承諾，實在不算過分。但政府最終亦未能實現此一原定目標。

除了就公共研發開支作出具約束力的承諾以外，政府同時應積極與私營界別合作，以提高總研發投資及運用研發資源的效率。為此，政府不妨可考慮將部分大幅增加的研發開支，撥作夥拍私人企業之用，以設立從事技術創新及產品設計的科研機構。先導領域包括生物科技、醫學和金融科技，這幾方面均在香港現有比較優勢之列。當局還可通過本地企業，採購高科技產品及服務。除了這些基於數量的工具之外，亦應靈活運用信貸及稅務寬減等基於價值的工具，以推動私人企業的研發投資，更重要的是改進特定創新者的主動性。

建議 3：與內地城市的策略性合作。香港特區政府應與內地各大城市的政府合作，共增商機並同創優質工作。

正如上述分析，由於具備獨特經濟結構和優勢，香港與內地城市並無直接競爭，反而將憑藉鄰近城市發展興旺而大受其惠。融入大灣區為香港提供大有可為的路徑，從而紓緩短絀資源，升級整體經濟。特區政府應提供經濟誘因，以吸引海外及內地的中國新經濟企業來港設立附屬公司；目標在轉移技術和專門知識，最終得以在港創造高科技職位。向足以創造優質工作的企業提供勞工成本資助等政策，既可解決人才供應瓶頸，亦可提高本地對技術人員的需求。

要與內地城市合作，特區政府務須從中協調，並在決策方面向已建立起一套範例和試驗計劃的對口地方政府取經。例如上海市政府推出的周全人才策略，以及深圳市政府借助私營界別所作研發投資的做法，都廣受讚揚。若能加以學習，不但可便於香港與內地城市合作，也有助於本港的政策設計和執行。

建議 4：借力高等教育。政府應發揮並提升高等教育界的充裕資源，從而促進香港經濟升級，並創造優質工作。

大學在以上 3 項建議政策中，擔當舉足輕重的角色。研究型大學可充當頂尖人才庫；落實公共研發投資的平台；在知識密集生產方面，作為聯繫公私營界別的途徑；以及聚集和創造知識，作為分配給社會各界的工廠。鄰近優秀大學的企業，更在技術轉移和創新過程方面大有優勢。因此，除了增加中層人才的供應以外，特區政府還應同時致力於提高本地大學科研人員的量和質。

本地各所大學的整體研究與教育資源無比豐厚充裕，若要善加利用，政府應予以更大自主權。例如大學教育資助委員會現時對各大學各學系取錄研究生名額都有限定；香港大學經管學院約有 30 名全職研究型教員，但每年錄取的博士生名額最高僅為 8 至 10 個。從培訓及研究方面來看，比例都遠遠未符理想。

須知香港大部分博士生來自內地。即使其數量增加後短期內未能獲本港勞動市場吸納，不少博士生仍能選擇在內地的研究機構、企業、大學工作。這批學生也將是香港與內地之間人才流動的關鍵資源。

同一道理，特區政府亦應放寬非本地本科生的錄取名額，至少在本地生短缺的範疇，例如科學、科技、工程和數學（STEM）相關學科。在香港接受教育之後，愈來愈多內地生將返回內地。這些學生大量回流，促成本港勞動市場融入內地勞動市場，對香港經濟轉型將十分有利。再者，鑑於香港各大學教育和培訓獲全球認可，增加「香港製造」學生，能更進一步鞏固特區的軟實力及其作為全球知識樞紐的地位。

5. 結語

經過長期「得來容易」的增長之後，香港經濟落後於由資訊科技和人工智能迅速驅動的科技革命，並已喪失在世界經濟活動分類中的部分獨特優勢。香港正面臨總體性、結構性、分佈性三大範疇的問題。經濟增長放緩，提供中等收入的商業活動流於空洞化，社會不均加劇。筆者建議，通過將香港創建為優質工作之城，一併解決這些問題。

為香港創造更多優質工作的重要性至今未獲公認。筆者就此一議題的五大認識誤區作出澄清。歸根究柢，香港需要提高產業多樣性，擴充市場規模，並改善勞工流動情況。與其主張急劇轉變，本文建議逐步調整，以達致加強版金融業、升級版服務業，以及新興高科技業；此三大行業將成為本地創造大量優質工作的基礎。

筆者認為，若能紓緩短絀資源，改善整體經濟效率，化解經濟界外效應，則優質工作自會出現。帶領經濟轉型，促進職位向優質產業重新分配，香港特區政府責無旁貸。為協助政府履行其事，上文提出 4 項具體政策建議，包括人才策略、研發投資方面的公私營合作、與內地城市的策略性合作，以及借力高等教育界別。

參考文獻

Autor, David (2019) "Work of the Past, Work of the Future." AEA Papers and Proceedings, vol. 109, pp. 1-32.

Hirschman, Albert (1958). *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press.

Moretti, Enrico (2012). *The New Geography of Jobs*. Houghton Mifflin Harcourt.

Rodrik, Dani, and Charles Sabel (2019) "Building a good jobs economy." NBER Working Paper.



香港譜寫國際碳交易樞紐新章

香港譜寫國際碳交易樞紐新章

房育輝
鄧希煒

引言：可持續投資與碳交易

以往不少企業行政人員認為「環境、社會及管治」（Environment, Social, and Governance；簡稱 ESG）的貢獻僅限於社會層面，而往往視之為對企業資源或開支的耗費。據近期研究及公司報告顯示，ESG 及綠色金融策略可為企業帶來盈利之餘，亦能令整體社會受惠。例如 ESG 策略有助企業在人才爭奪戰中勝出、聯繫客戶、創作社交媒體金句，表達對營運地區內社群的關顧等等。因此，不少企業已開始從事可持續投資和綠色金融。但仍有人顧慮綠色投資和融資策略有產生扭曲效應之虞，部分反對者更稱之為「綠色洗錢」活動，對其實際社會效益深表懷疑。

本文旨在借鑑其他國家或地區的政策和經驗，就香港如何發展成為碳交易樞紐與讀者分享初步意見。碳交易可以分為合規或自願，此概念源自 1992 年通過的《聯合國氣候變化框架公約》，意指一個國家、地區或企業通過合法渠道，獲准排放污染物的權利。時隔 29 年，2021 年聯合國氣候變化大會（COP26）落幕，各國政府和企業共同制定 2050 年實現淨零排放的路徑，把地球升溫控制在攝氏 1.5 度之內。截至 2021 年年底，全球碳排放權價格達每噸 51.45 美元，但據 IHS Markit 估計，碳限額需要增至每噸 147 美元，才能合乎攝氏 1.5 度全球變暖的限制條件。換言之，碳排放權交易的潛力在很大程度上尚未開發，而且往往因價格太低而無法推動大規模脫碳。目前，政府和私營公司的可持續發展和氣候政策仍遠遠落後於預期。

碳交易以市場主導，是一項透過減排而達致節能的方案。政府制定和控制污染總量和分配的機制，企業可按規例獲得配額，並根據自身減排情況，決定在交易市場上增購或出售配額。舉例來說，電動車龍頭 Tesla 今年雖然意外被剔出標普 500 ESG 指數，但 2021 年該公司全年總利潤為 55.19 億美元，其中 14.65 億美元來自出售碳信用（carbon credit），亦即碳交易佔其總盈利四分之一。由此可見，碳交易將成為企業策略和各國減碳措施的關鍵。

利用碳信用交易實現碳排放目標比依靠碳稅或碳排放上限具有重要優勢。理論上，碳排放稅只要設計妥善，監管機構就能藉此實現減排目標。然而，要碳排放稅行之有效，監管機構須掌握各家企業從碳排放經濟活動中所得利潤，及其減排成本，未免不切實際。監管機構亦可制訂整體配額，再分拆成個別配額，然後分配給不同企業；但一如碳稅，若未能充分掌握個別企業的相關資訊，所撥配額未能反映不同企業對環境造成的實際危害。此外，一旦企業在生產目標上受制於嚴苛規限，例如合約責任，就會寧可支付罰款，亦不按配額規定辦事。

另一方面，碳交易制度則容許企業各按所需，購買或出售碳排放權。鑑於碳信用產品的平衡價格，每公噸二氧化碳排放獲益較高的公司自會購買碳信用產品，而獲益較低的企業則會出售排放權。這可使從排放中獲益最高的公司獲得排放權，以致即使碳信

用額未能按公司所需分配，碳排放權交易制度亦足以確保最需要配額的公司能購買得到。容許企業提供碳抵消信用額度，則令交易制度更臻完善。這一鼓勵政策通過成本效益最高的辦法，抵消其他公司的碳排放；在指定碳排放限額之下，得以進一步提升經濟效率。

可供香港參考的成功個案是瑞士的雙軌制。該國自 2008 年起將碳排放權交易市場和碳排放稅並行，減碳和發展交易市場的過程大致分為 3 個階段，歷時十數年。

階段 1：2009 至 2012 年，實施自願碳排放交易，目標在 1990 年的基礎上減少 8% 的碳排放。

階段 2：2013 至 2020 年，瑞士轉為強制性碳排放權交易體系，每年配額總量的目標減幅為 1.7%，並預留 5% 配額用作拍賣或給新註冊公司。與此同時，亦實行碳排放稅制，參與碳排放權交易的公司可在 2013 至 2020 年可獲免徵碳稅。

階段 3：自 2020 年起，瑞士碳市場與歐盟碳市場掛鉤。

瑞士的發展途徑顯示，不同碳市場之間建立聯繫，能創造規模效應，帶來更多交易機會。與歐盟相比，瑞士碳市場規模小、資本流動性較低，但配額價格卻高得多。瑞士通過與歐盟碳市場合作，得以提升其競爭力。

碳交易——鞏固香港作為國際金融中心地位不可或缺的要素

香港政策制定者和融資者推動碳中和的重點，一直以綠色金融方案為基礎，促進企業投資於採用特定 ESG 友善措施的項目。例如港鐵興建的南港島線（東段），每年可減少碳排放 21,000 公噸。若能在香港建立碳交易平台並建立了企業能獲取碳信用的渠道，港鐵等公司就能在造福社會之餘，利用其競爭優勢通過碳信用商品交易獲利。資本市場隨即可將可交易碳權轉化為零售交易所買賣基金（ETF），例如 KraneShares Global Carbon ETF（美股代碼：KRBN），就是其中一個最大的資產管理（AuM）自願碳交易 ETF。自 2020 年 7 月推出以來，資產管理的淨值超過 10 億美元，近兩年來，該基金的價格上升超過 120%（截至 2022 年 7 月底）。

香港資本市場中有不少公司具備參與碳交易的潛力，包括不少領先世界的電動車和新能源產業。目前，除內地以外，亞洲的碳交易市場規模有限，若能建設一個開放、運作暢順的碳交易市場，對環球資金無疑極具吸引力。正當全球銀行及金融業銳意發展碳交易並加強 ESG 相關披露，香港正好順應時勢，在本地建立碳交易市場，以便吸引更多綠色資金和新能源公司來港集資上市。監管機構則應推動企業以 ESG 披露為商業策略，而與環球市場接軌，並招徠更多外國資金。此外，香港亦應思考如何以「超級聯繫人」角色引進資本，助力內地企業「走出去」，並且通過綠色融資上市籌集資金。

建議策略

策略 1：促進公私營合作、運用區塊鏈技術和銜接國際標準以杜絕「綠色洗錢」

香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）「綠色和可持續金融跨機構督導小組」建議，政策制定者應加強企業 ESG 披露現有規定，改善對基金經理可持續投資程序的監察，並建立一套碳市場監管框架，以期將香港變為綠色資本市場。可持續投資循環包含投資指引、資產分配決策、投資組合構建、投資組合管理及監察、積極擁有權主動參與，以及 ESG 報告。正當國際可持續發展準則理事會（簡稱 ISSB）擬於 2022 年年底或 2023 年年初完成制訂首套國際可持續發展準則之際，政策制定者、資本市場及企業應加深認識可持續投資，並為迎接碳交易新時代的來臨作好準備。

現時全球碳信用產品交易中，約有 90% 經由總部設於美國的碳交易平台 Xpansiv 進行。假設一項足以減碳 1 公噸的碳信用交易，交易雙方均須權衡某段時間內有關碳排放而須負的法律責任，並面對當局減碳測量的結果。目前淨零排放尚未有單一的權威標準。部分機構聲稱，透過採取某類綠色能源或減碳技術，即已實現淨零排放。另有機構則通過購買碳信用產品，以最低代價抵消排放，同時聲稱已達到淨零排放。有意物色可持續投資項目的投資者難免無所適從。

要打造碳交易樞紐，必先具備碳交易生態系統。香港具備國際金融中心的美譽、妥善穩固的法制，以及金融科技的實力，應可善加發揮，從而為企業的碳排放和碳信用建立起國際認可的第三者驗證系統。再者，應考慮運用區塊鏈技術，將特定碳信用產品與帶有獨立編碼的碳排放掛鉤。基於區塊鏈的編碼有助於市場參與者確定碳項目的價值，並確保每一碳單位只會計算一次，而從數據收集、分析，以至項目驗證階段，均可全程追蹤。善用本港固有優勢，香港交易所（港交所）可考慮設立官方證據為本的溫室氣體減排平台，其中使用頂級的第三方驗證程序。在創建國際碳交易樞紐方面，港交所理應較私營企業勝任得多。

策略 2：綠色教育：令持續進修基金涵蓋更多綠色金融課程

匯豐「2021 永續融資及投資調查」發現，40% 的亞洲機構投資者因缺乏專長或合資格人才，而難以投資 ESG。受訪投資者中，僅有 39% 持有 ESG 投資或已制訂相關企業政策，遠較歐洲（91%）和美國（72%）的比例為低。綠色金融是一門新興產業，在亞洲大有發展機會。有意踏入「綠色黃金跑道」的公司與日俱增，除了綠色投資和碳交易以外，範圍還包括 ESG 報告與審計、社區關係，以及企業社會責任供應鏈管理。此等趨勢被視為有助於大幅提升對 ESG 專才的需求。在這一新興產業發軔之初，年青一輩可從中把握種種新工作機會。然而，獲批准成為持續進修基金課程並可獲發還部分學費的綠色課程，至今為數有限。從事綠色金融業務的專才，尤其應努力爭取國際標準認證，包括 GRI、BEAM Pro、LEED AP、WELL AP、CFA 綠色投資、合格 ESG 分析員。政策制定者既應物色投資者，並為有關可持續投資及碳交易的持續進修提供支援。

香港的大學也處於為綠色教育做出貢獻的良好位置。我們希望看到以可持續發展和 ESG 為重點的新的本科和研究生學位和證書項目很快被提供。填補香港在 ESG 方面的人才缺口，將對香港發展成為綠色金融和碳信用交易中心的整體戰略起到關鍵作用。

策略 3：港交所設碳交易市場官方平台及標準並聯繫大灣區

2011 年，內地開展碳排放權交易，7 個省市作為試點先行；全國碳市場隨後於 2021 年開始交易。根據內地經驗，可理出碳交易發展路上的幾點障礙。首先，內地碳市場主要由具實際需要的公司，按自身減排情況而帶動。順帶一提，在內地市場交易的機構投資者數量不足。電力公司近期飽受電價下跌與煤價上升的壓力，自然更樂於積極參與碳交易，從而分散風險。

其次，內地 7 個碳市場試點價格變動大，不利於碳市場的長遠發展。碳價偏低，容易令人誤以為二氧化碳減排成本甚低；碳價偏高，則不利於碳轉型。碳交易不單是金融產品，也有其社會功能。有效市場中的有效定價，有賴透明度和流動性，這點至關重要。

根據內地碳排放權交易試點的經驗，香港幾所主要監管機構應提倡互惠基金和 ETF 收取較低管理費。現時不少綠色基金和 ETF 的管理費都超過 1%，通常較歐美的成熟綠色金融市場為低。由於全球各碳交易市場標準不一，碳信用產品的審計和保證程序仍未完全形成。港交所應致力為粵港澳大灣區碳市場建立官方平台，並提供專業 ESG 標準及審計，發揮香港作為國際金融中心的地位。有效的減排市場定價有助於鼓勵更多公司經由香港的碳交易平台買賣自願排放配額。建議中的碳交易市場應運用金融科技和區塊鏈技術，來制定可信的第三方驗證計劃。

現屆政府的減排政策主要基於 2021 年公布的《香港氣候行動藍圖 2050》，以推廣使用可再生能源和低碳發電技術，作為抵消碳足跡的主要戰略。除此之外，有關當局可以考慮香港將來在《區域全面經濟夥伴協定》、大灣區，尤其是全國碳市場的角色。至於與鄰近地區實行碳市場的制度互聯互通，也是政策制定者需為企業拆牆鬆綁的一個重要目標，從而增強香港特區在綠色金融和應對氣候變化方面的領導地位。

結語

二十國集團財長與央行行長去年承認，碳價是應對氣候風險的重要工具之一。香港綠色金融和碳交易發展比其他成熟金融經濟體（如歐洲）落後約 10 年，必須急起直追，借助自身優勢為中國內地與區內綠色經濟的發展作出貢獻。正值香港特區回歸祖國 25 周年，期望各持份者能夠同心協力，促進碳交易市場的發展，作為香港國際金融中心重新定位的關鍵部分，從而為下一代向上流動創造各類優質工作。



香港在大灣區邁向全球創新樞紐大道上的功能

香港在大灣區邁向全球創新樞紐大道上的功能

鄧希煒
張紅松

數十年來，香港在中國內地與世界各地之間一直擔當金融門戶的重要角色。然而，當今之世，去全球化趨勢不但持續，更在地緣政治緊張局勢和新冠肺炎疫災的影響下變本加厲，對本港作為貿易和金融中介的功能構成重大挑戰。此外，雖然金融界在疫情期間表現一枝獨秀，但整體經濟過度依賴金融和地產，令收入和財富不均問題更為嚴重。推動經濟多元化，應有助於促進香港可持續發展和包容性經濟增長。

問題是香港多元化何去何從？筆者認為整體策略應在協助香港從新冠肺炎和地緣政治矛盾中把握機遇。至於遲遲未能開展的經濟轉型，應聚焦於：一、驅動繫於科技和研發的知識型經濟發展；二、按照自身比較優勢，鞏固與其他大灣區城市的有效經濟合作和融合，從而一方面推進區內發展，另一方面克服香港自身局限。

香港特別行政區政府可因應本地、區內以及全球地緣政治和經濟環境，從中抓緊機會以實施所需政策，落實早應推行的經濟轉型，以便帶動經濟的包容性和可持續增長，締造多個創新型知識密集界別，並為兩極化勞動人口創造各式各樣優質工作，從而提供多樣化機會、向上流動性以及職培訓。

為實現上述各項目標，再工業化事在必行，既令產業支柱多元化，亦有利於完善科研及創新的生態系統，助力香港與深圳攜手創建國際創新樞紐。2019年，製造業僅佔香港本地生產總值不足1%，慣常的解說是因為本地生產成本高，跟土地供應有限和工資偏高有關。然而，觀乎另一亞洲小龍新加坡，以至其他發達經濟體（如瑞士和以色列），就會發現不難找到相反證據，足以推翻高生產成本窒礙再工業化之說。

工業化成功的經濟體，並非單靠降低成本就能成事，相較於成本更低的發展中經濟體，就更難有優勢可言。其成績斐然大概可歸因於策略性採用科技、自動化、供應鏈管理，以及在全球各地市場推廣，再加上促進創新及公私營合作的有效政府政策。

本文旨在分析香港過渡成為創新經濟體的路徑，其中所賴的競爭優勢包括基礎科學研究、國際知名大學、完善知識產權制度、根基穩固兼發展成熟的金融市場、專業服務人才及經驗、與外國公司業務往來及出口經驗，以至交通及資訊基建，不一而足。作為大灣區一分子，香港應主動與區內其他城市通力合作，借助其於應用科學研究以及先進製造技術的強項。以下將重點分析大灣區內主要城市，包括深圳、廣州、東莞的比較優勢，以及它們應如何與香港彼此合作，透過協同效應兼溢出效應，達致互惠雙贏。

在大灣區邁向全球創新樞紐的路上，香港可以充當區內研究兼設計中心。鑑於自身的優勢（及缺點），與其考慮大規模工業生產，倒不如著眼於資本及技術密集的研發與創新方面。香港與其他大灣區城市的合作重點，一方面應在區內傳統主導產業，如電腦、電訊和其他電子產品；另一方面則應在高增長產業，例如廢棄資源和廢舊材料回

收加工、製藥產業。此外，鑑於在內地其他地區常見的上游下游縱向產業群集，香港可於不同高科技供應鏈的上游及下游投資，以便擴充大灣區一體化市場的規模。

要達致以上目標，特區政府不妨鼓勵本地企業與大學從事創新，並與大灣區城市合作，通過提供誘因，包括研發補貼、經精簡程序及擴大名額的入境政策以吸引環球人才、增強生活支援（例如教育和房屋津貼）以挽留高端人才，同時採納更彈性措施以招徠並挽留創新企業。特區政府亦應檢視醫療、教育、以及其他服務產業的相關措施，從而促進香港與廣東省之間的人員流動性。

香港優勢與再工業化之路

即使來自其他大灣區城市（尤其是深圳）的競爭來勢洶洶，香港所保持的明顯比較優勢足以參與區內研發、創新，甚至部分產業中某類高端製造業生產及測試。首先，作為國際金融中心，香港不乏充裕資金，來自國際投資者、本地股商巨賈，以至為數眾多的中產家庭，供應源源不斷。其次，香港文化多元與社會包容的特色，對不少海外優才來說，依然極具吸引力。第三，穩健的知識產權保障制度以及穩定的營商環境，有利於在港進行研發和創新方面的長線投資。此外，香港一向擔任內地企業與海外的資訊兼資本中介，近 30 年來不但藉此振興本地經濟，更對深圳發展貢獻良多。雖然隨着內地不斷融入世界舞台，而資訊及通訊科技愈來愈普及之後，此一功能近年已漸見減弱，但香港作為大灣區內的資訊樞紐仍大有競爭優勢，藉以掌握環球市場趨勢，並在瞬息萬變的知識領域保持敏銳觸覺。此等因素賦予香港比較優勢，足以在區內再工業化產業供應鏈的上游（例如研發、創新、小規模高端生產）兼下游（例如市場推廣、出口、售後服務），參與資本及技術密集活動。

當然，香港亦不無缺點，其中包括勞工成本高、土地供應有限且價格高昂、在地理甚至文化上與多個內地市場距離遙遠，以及製造能力不足；現時也缺乏工程和工業人才。1980 至 1990 年代之際事業如日方中的高科技工業家和行政人員，至今大都已經或正臨近退休。香港若要與大灣區內其他城市競爭，同時融入區內供應鏈，此等缺點無疑帶來重重挑戰。

要揚長避短，香港不妨聚焦下列各種活動，為再工業化創造條件。

1. 香港應把重點放在資本和技術密集活動，例如研發和創新。
2. 香港應展現作為國際資訊中心的功能，調撥更多資源到產品設計範疇，以滿足國際市場所需。
3. 香港再工業化應著重自動化一環，並針對高增值產品供應鏈中的高端活動，包括醫藥、醫療設備、電動車零件及組件等。
4. 香港亦可致力保持在提供專業服務方面的優勢，包括為設於大灣區城市的公司提供融資、保險、品質保證、市場推廣、售後客戶服務、專利申批。

與大灣區城市協力打造全球創新樞紐

香港這片彈丸之地，難以為大部分產品建立完整的供應鏈，因此應在創新和再工業化方面與大灣區城市積極合作，在充分施展自身比較優勢之餘，同時創造協同效應。鑑於區內城市在不同產業各具比較優勢，香港不妨在其他城市中選定產業，基於自身所長而發展夥伴關係。

【表 1】顯示 2020 年廣東省內大灣區城市的五大產業。以深圳為例，五大產業由大到小依次是：電腦、通訊和其他電子設備；電氣機械和器材；專用設備；文化產品；一般設備。廣州則優於：專用設備製造；電子；石油化工；電熱力生產供應；食品。東莞集中於：計算機和電子資訊；電氣機械和器材；橡膠和塑料製品，金屬製品，以及專用設備。

表 1 粵港澳大灣區城市五大產業

大湾区城市2020年主要工业产业: 按照GDP排序, 由大到小					
	1	2	3	4	5
广州	专用设备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	化学原料和化学制品制造	电力、热力生产和供应	食品制造
深圳	计算机、通信和其他电子设备制造	电气机械及器材制造	专用设备制造	文教、工美、体育和娱乐用品制造	通用设备制造
珠海	电气机械和器材制造	计算机、通信和其他电子设备制造	医药制造	化学原料和化学制品制造	通用设备制造
佛山	电气机械和器材制造	金属制品	非金属矿物制品	汽车制造	橡胶和塑料制品
惠州	计算机、通信和其他电子设备制造	化学原料和化学制品制造	电气机械和器材制造	电力、热力生产和供应	橡胶和塑料制品
东莞	计算机、通信和其他电子设备制造	电气机械和器材制造	橡胶和塑料制品	金属制品	专用设备制造
中山	电气机械和器材制造	计算机、通信和其他电子设备制造	通用设备制造	金属制品	化学原料及化学制品制造
江门	食品制造	电力、热力生产和供应	金属制品	计算机、通信和其他电子设备制造	电气机械和器材制造
肇庆	非金属矿物制品	计算机、通信和其他电子设备制造	有色金属冶炼和压延加工	家具制造	金属制品

資料來源：各市統計年報。

另一方面，大灣區城市近 10 年來經歷了快速經濟轉型，同時面臨經濟情況轉變帶來的壓力，包括工資和地價上漲，各市政府一直積極推動工業升級，予以應對。一系列新式快速增長產業於是應運而生，為此等城市以至香港創造嶄新商機。從【表 2】可見，大灣區城市在 2012 至 2020 年期間經歷過工業升級。廣州增長最快的行業為：專用設備製造；食水生產和供應；燃氣生產和供應；木製家具和相關製品；醫藥製造。深圳的五大增長最快行業則依次為：廢棄資源和廢舊材料回收加工；專用設備；工藝品；汽車；醫藥製造。

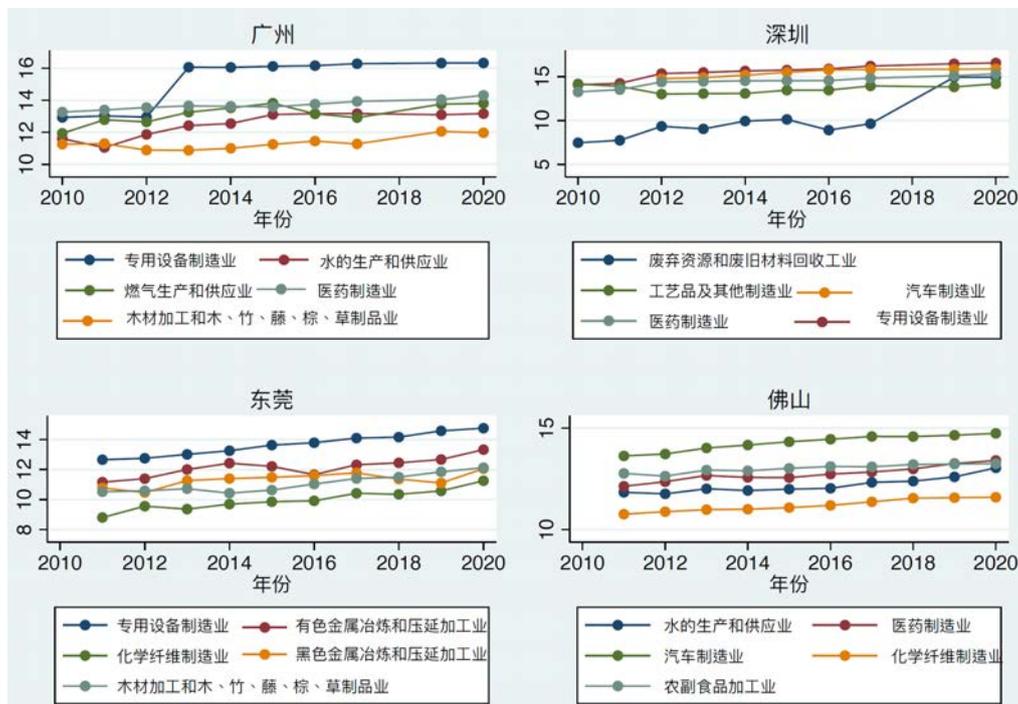
表 2 粵港澳大灣區城市五大增長最快行業

大湾区城市增长最快工业行业 (2012-2020) : 按照增长速度排序, 由大到小					
	1	2	3	4	5
广州	专用设备制造	水的生产和供应	燃气生产和供应	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	医药制造
深圳	废弃资源和废旧材料回收加工	专用设备制造	工艺品及其他制造	汽车制造	医药制造
珠海	废弃资源和废旧材料回收加工	塑料制品	燃气生产和供应	金属制品、机械和设备修理	食品制造
佛山	水的生产和供应	医药制造	汽车制造	化学纤维制造	农副食品加工
惠州	燃气生产和供应	仪器仪表制造	金属制品、机械和设备修理	水的生产和供应	专用设备制造
东莞	专用设备制造	有色金属冶炼和压延加工	化学纤维制造	黑色金属冶炼和压延加工	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品
中山	汽车制造	仪器仪表制造	水的生产和供应	家具制造	通用设备制造
江门	废弃资源和废旧材料回收加工	非金属矿采选	通用设备制造	汽车制造	有色金属冶炼和压延加工
肇庆	燃气生产和供应	家具制造	汽车制造	酒、饮料和精制茶制造	化学纤维制造

資料來源：各市統計年報。

上述產業增長率十分驚人。如【圖一】所示，2012至2020年，廣州的專用設備製造業增值近30倍，達1,230億元人民幣。在深圳，廢棄資源和廢舊材料回收加工業同期增值272倍，2020年按年工業增加值超過300億元人民幣。

圖一 粵港澳大灣區4個城市五大增長最快行業的增值走勢（基於對數加法）



資料來源：各市統計年報。

要是掌握好大灣區城市經濟轉型帶來的機會，通過與各城市的經濟合作和整合，香港就能強化自身研發、創新和再工業化。除了加入大灣區城市傳統優勢產業的供應鏈，香港亦可採取主動，引導本地的研發和創新，以服務此等城市近年來增長快速的行業，從而助力有關行業開發更多新產品，並且提升技術和產品質量。

以香港與深圳的合作機會為例，鑑於深圳在電腦、通訊和其他電子設備、電動機械及器材，以及文化產品方面的傳統優勢，香港可聚焦此等行業，為提供製造服務和設計新產品而多作研發和創新投資。此外，亦不妨在深圳增長快速的廢棄資源和廢舊材料回收加工業投資，皆因香港在這方面不但大有需求，而且具備豐富技術儲備。香港還可運用在製藥產業的科研能力，與廣州、深圳、佛山擴充合作，因為該三市的製藥業近10年來增長迅速。香港可著力於研發，以開發新醫藥、醫療設備和新化驗方法。

除此之外，根據筆者有關內地產業群集的研究，一個行業之內的橫向群集，足以催生縱向產業群集的效應，以致同時為上游和下游產業締造嶄新商機。因此，香港應設法在增長中的供應鏈物色有利的上下游行業，予以投資。鑑於箇中市場潛力巨大，香港應一方面在大灣區各城市新興產業內的上游行業，投資於新技術、新材料和中間產品。另一方面，香港亦可投資於此等供應鏈的下游行業，從而利用大灣區內增長快速產業的生產力增長以及香港在出口相關專業服務方面所具備的實力。

挑戰與政策建議

在邁向再工業化和創新的路上，香港面臨連串挑戰，其中包括來自大灣區城市的競爭、高昂的勞工和土地成本、昂貴的住屋開支和租金、跨境合作和融合過程中的齟齬，以及在金融和專業服務掛帥的經濟中，研發文化匱乏。

要克服這些挑戰，並為創新和再工業化鋪路，筆者建議香港特區政府考慮實施下列政策措施。

1. 香港必須加大力度，制訂有利研發的政策，其中措施包括（但不限於）對研發的稅務寬減，以及研究人員與大學之間知識產權分享的改善安排，從而促進基礎研發的應用。
2. 通過優化措施，以吸引更多國際創新公司來港，在以研發及創新方面形成外部規模經濟。建議措施包括推出獎勵計劃，減低科學園區的勞工成本和地價。可行方案之一是在香港科技園公司興建政府資助宿舍，以容納本地及海外人才，或為任職於策略性產業的青年才俊提供租金補貼。再者，為求改善現有人才政策，香港必須提升輸入優秀人才計劃，精簡入境政策，以招徠國際人才（尤其在科學、技術、工程和數學方面）來港。
3. 香港當前的一大挑戰在於挽留人才。現行的雙重印花稅大大加重了新來港海外人才的置業負擔，因而增加他們短期內離開香港的機會。特區政府可考慮若有關人才在留港數年內取得永久居留權，則已付的雙重印花稅可獲悉數退還。這一措施將可鼓勵新來港人才在港置業，增加在留港定居的可能性。
4. 在大灣區內，各政府部門可加強與香港及其他城市企業之間的跨境合作，辦法包括進一步減少有礙彼此融合的摩擦、為僱主和僱員提供更多資訊服務、增加跨境商務交流，以及為有意在區內任何城市工作者提供雙方同意的醫療及教育服務，從而改善跨境勞動力流動性。



香港應聚焦創科發展以應對全球大變局

香港應聚焦創科發展以應對全球大變局

毛振華¹

摘要：隨着全球經貿與金融往來或因新冠肺炎疫情衝擊、俄烏衝突以及大國博弈而出現新一輪低潮，香港特區在貿易與金融領域的增長動能或將持續削弱。本文認為，本港具有發展創新科技產業的比較優勢，且面臨中國內地構建國內大循環以及日益重視創科要素的發展機遇，未來應當通過「再工業化」實現經濟轉型。

本文建議，當前特區政府應以實施北部都會區發展為契機，以引導高端製造產業發展為主線，積極推動整體經濟向製造與服務雙輪驅動模式轉型。

關鍵字：香港經濟轉型；創科產業發展；北部都會區發展

面對中美博弈、新冠肺炎疫情衝擊及俄烏衝突背景下百年未有之大變局，香港在全球貿易與金融往來中所獲得的發展紅利或將有所削弱，加之內部經濟結構失衡和人口老化等長期問題，既須努力維繫國際金融中心地位，延續原有的貿易優勢，亦須尋找新經濟突破口與增長動力。

再造一個「新香港」既是挑戰也是機遇，香港特區政府應按形勢發展適當轉變自身角色，從單純的有限政府轉成為「有限政府+有為政府」的有機結合，由經濟增長的預測者轉變為經濟發展目標的提出者，充分利用本地發展高端製造業的比較優勢，以北部都會區發展為契機，以加快創新科技產業發展為主線，致力推動香港經濟向「創科+金融/貿易」雙輪驅動模式轉型。

一、香港前景：「創科+金融/貿易」雙輪驅動

當前全球政治經濟格局正面臨滔天巨變，中美兩國從合作共贏轉向博弈，新冠肺炎疫情疊加俄烏衝突，黑天鵝事件大大加速了國際形勢波詭雲譎的變化。近年來，美國在地緣政治、經貿與科技領域不斷箝制中國，中美博弈本質上是新興力量與守成力量之間的關係重整，務須認清貿易戰僅是大國博弈的起點而遠非終點。

2020年，新冠疫情爆發且肆虐至今，環球經濟受到重創，產業鏈、供應鏈的重構或將加速。2022年年初，俄烏衝突一大黑天鵝的出現，促使不同國家陣營的分裂步伐加劇，中國外部環境平添複雜性和不穩定性，包括香港在內的中國經濟運行的外部環境，已經發生了深刻改變。

作為東西方溝通橋樑的香港或將在百年變局下首當其衝，其貿易中心與金融中心地位將受到挑戰。中美貿易戰自2018年爆發以來，香港資本、人才外流壓力大增，其中非儲備性質的金融資產變動淨值由2017年的1747億港元降至2021年的-3791億港元。若中美關係進一步脫鉤，香港亦難以獨善其身，甚至同樣存在脫鉤的風險。俄烏衝突

¹ 作者為香港大學經管學院教授、中誠信國際首席經濟學家

以來，美歐等西方國家對俄羅斯採取的制裁措施，包括將其踢出 SWIFT 等，可視為一場壓力測試——港幣與人民幣或會同樣被逐出 SWIFT。

此外，香港出口貿易中幾乎全部為轉口貿易，其中來自中國內地的轉口貿易佔全部轉口貿易的比重接近 60%，近年來在中美對峙、修例風波以及疫情陰霾下，香港出口波動加大，奧密克戎變種病毒的威脅更令出口再度呈負增長。不言而喻，香港在金融、貿易、航運的優勢備受挑戰。

表 1：香港資本流出壓力加大

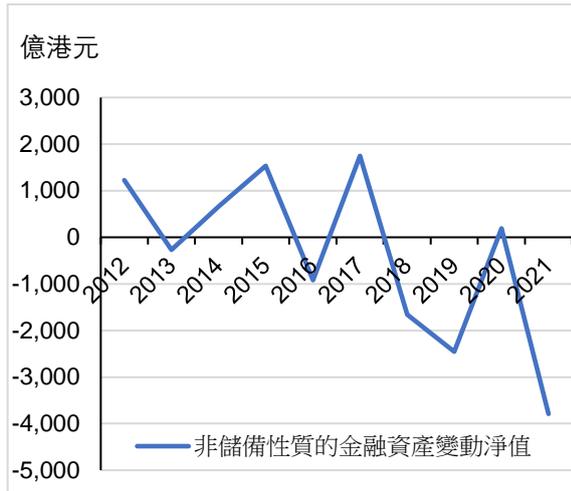
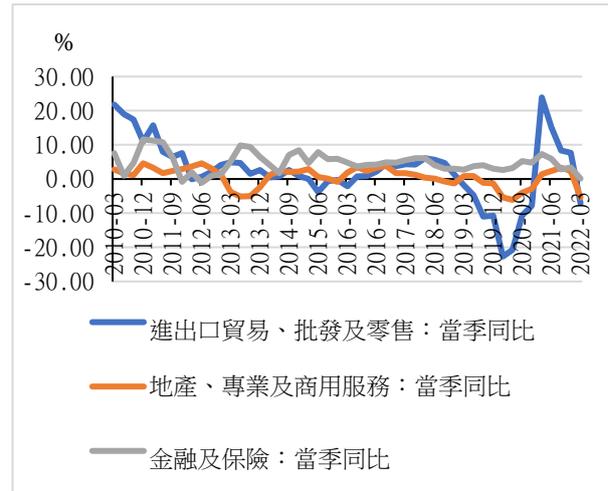


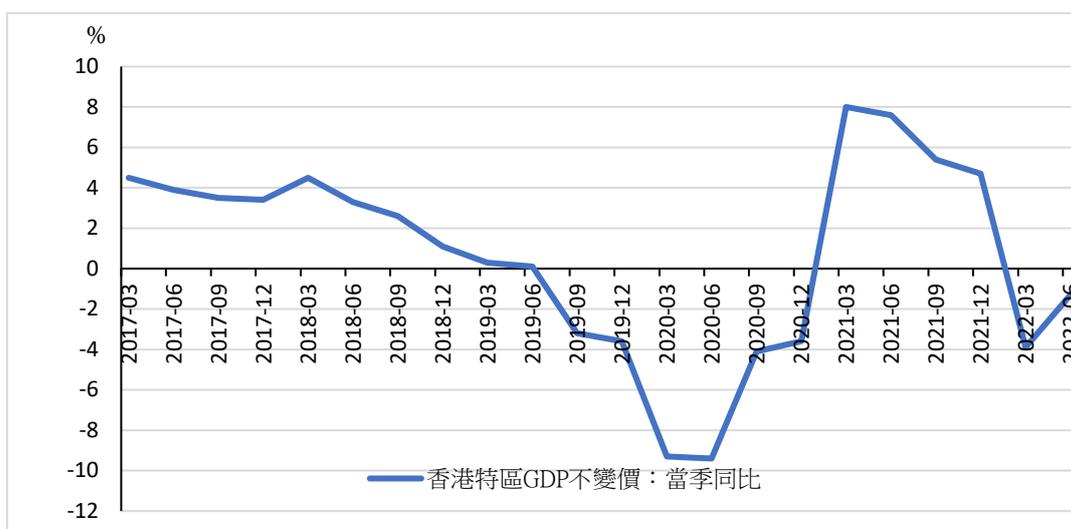
表 2：貿易、地產及金融等主要行業共振下行



香港未來發展戰略的制定需要考慮地緣政治的影響，正是發展創科的良機。一方面，通過發展創科產業，香港可以實現再工業化，延續四小龍時代的昔日光輝。香港的再工業化，並不是重回勞動密集型產業的老路，而是以創科產業為跳板，通過物聯網、新材料、「工業 4.0」與智慧製造等，推動傳統工業邁向轉型升級的新路。另一方面，發展創科產業從長期來看有利於優化產業結構。受第五波疫情影響，香港 2022 年首季經濟收縮 3.9%，第二季度收縮 1.4%，降幅雖收窄，但仍處於負增長區間。

短期來看，隨着疫情影響趨緩，本地經濟有望逐步觸底回穩；但長期來看，服務業佔 GDP 比重超過 90%的結構性問題凸顯。而創科產業與金融產業的雙向發展有利於優化整體經濟結構，促進多元發展。此外，世界政治經濟的分化或有轉機，若全球政經未來能夠重歸合作，香港將能實現創科、金融的雙輪驅動，產業發展將更加平衡。

圖 3：香港經濟再現負增長



二、「一國兩制」下香港發展創科的獨特優勢

在中國經濟雙循環特別是內循環補短板的背景下，香港通過主動對接「十四五」規劃建設國際創科中心、打造北部都會區的科技城，有助實現「創科+金融」雙引擎發展，開拓經濟潛在增長平台。從比較優勢的角度看，「一國兩制」下的香港具備完善的產權保護制度、國際化的資本市場、低稅制以及優秀的創科人才等，有望為創科發展提供充足的「養分」。

1) 「一國兩制」是香港最根本、最核心的優勢。在「一國」的框架下，香港能充分擁抱國內這一全球第二大經濟體，深度參與內地經濟內循環，有效把握中國經濟補短板、轉型升級所帶來的機遇。在「兩制」的設計下，香港保留了原有的資本主義制度，享有高度的自治權，擁有與西方發達經濟體接軌的普通法法治，疊加香港獨立的產權保護制度、互聯網監管制度、相對便利的國際往來和相對西化的生活方式，使得香港對全球的科技人才（尤其是華裔）具備獨特的吸引力。

香港發展創科產業的過程中，應注重發揮「一國兩制」的制度優勢，不僅鼓勵香港人創業，更要廣納百川，吸引更多國際人才和企業來港創業興業。

2) 在資本市場充分發揮香港中西交匯的重要作用。背靠祖國、聯通世界，這是香港得天獨厚的顯著優勢，中央政府也支持香港長期保持獨特地位，鞏固國際金融、航運、貿易中心地位。過去 30 多年，香港作為國家面向世界的視窗和橋樑，為內地經濟的發展作出巨大貢獻，也締造了自身的繁榮。正如香港交易所前行政總裁李小加先生所說，香港為中國的改革開放主要做了三件大事：轉口貿易、外商直接投資、資本市場的大發展。轉口貿易為中國帶來了第一桶金，外商直接投資推動中國成為世界工廠，而香港資本市場的發展則為內地源源不斷地輸送了發展經濟的寶貴資本。當然，香港也因此晉身國際知名的貿易中心、金融中心，香港的發展既倚靠中國內地經濟的發展，也成就了中國內地經濟的發展。

未來，連接內地、面向全球的優勢仍將為香港發展創科發揮不可或缺的作用：一方面，內地市場龐大，且在進一步完善內循環的背景下，更加注重科技創新和產業升級，香港可以瞄準內地轉型升級的關鍵領域（如醫藥、大數據）開展研發，在助推國家經濟轉型的同時促進本地創科發展。另一方面，創科產業的發展離不開資本的支持，香港可藉其國際金融中心的地位，吸引更多資金為本地創科產業提供支援，同時為內地創科企業在海外上市提供金融服務，實現創科、金融的共生共榮。

3) 完善的知識產權保護制度有助於激發企業創新創業。德姆塞茨等新制度經濟學家認為，在現實中存在交易費用的情況下，產權界定對資源配置產生很大的影響；產權的清晰界定能大大提高經濟效率。香港在長期的發展過程中，逐步構建了普通法下完善的產權保護制度，如為申請資產凍結令（**Mareva Injunction**）設置了很高的門檻、建立了健全的知識產權保護制度，百多年市場經濟的發展令整體社會普遍樹立了較強的法律意識，且香港的國際化程度很高，法律人才濟濟，為產權保護提供了有利條件。

對產權的明確界定與保護，則有助於企業形成合理預期，讓企業家創業創新勇於追求自身最大利益，同時實現社會資源的優化配置。《粵港澳大灣區發展規劃綱要》明確提出，「充分發揮香港在知識產權保護及相關專業服務各方面所具優勢，支援香港成為區域知識產權貿易中心」，相信大灣區的發展可把香港的產權保護優勢推到新高度。

4) 簡單稅制及低稅率對創科企業極具吸引力。香港的核心競爭力之一，在於簡單低稅制，其中只設 3 項直接稅，沒有太多間接稅，能有效減輕企業負擔。從狹義宏觀稅負（政府稅收收入/GDP）來看，近 3 年來香港的宏觀稅負僅為 11% 左右，而同期中國內地和美國的宏觀稅負分別為 15% 和 21%。

在瑞士洛桑國際管理發展學院發布的《2022 年世界競爭力年報》中，香港排名從去年全球第 7 位上升至第 5 位，在「公共財政」、「稅務政策」以及「國際投資」等子因素方面亦位於三甲之列。

5) 人才優勢具備強大發展潛力。香港多所大學的教學和科研成就在亞太區內數一數二。根據《2021 年施政報告》，目前特區有 5 家大學獲評世界百大，且設有 16 所國家重點實驗室、6 所國家工程技術研究中心香港分中心、22 間中國科學院聯合實驗室，科研基礎扎實，人才優勢明顯。再者，香港與西方世界有著長期的歷史連接，文化上溝通中西，有利於吸納全球人才，為發展創科提供專才。

值得指出的是，截至 2021 年年底，香港修讀專上課程的學生人數為 30.7 萬，佔總人口的 4.1%，而同期武漢、廣州兩大內地教育重鎮的高等教育（包括本專科生及研究生）學生比例分別為 9.4%、8.2%。事實上，香港的高等教育參與率較其他先進經濟體偏低，理應予以改善，吸納內地、海外學生赴港就讀，將每年高等教育學額增至大約 50 萬個，以便持續為創科發展培育人才。

三、建議利用北部都會區發展創科

再造一個「新香港」既是挑戰，也是機遇，政府建議開發北部都會區，正好為此提供平台與空間。北部都會區規劃首次突破了以行政疆界劃定空間的概念，使「一國兩制」下「兩制」直接融合發展成為可能，觀念的轉變是孕育新突破的第一步。

特區政府應積極有為，充分發揮「經濟發展目標提出者」的角色，提升北部都會區的城市功能定位，以引導高端製造業發展為主線，推動經濟結構轉型。

1) 加強頂層設計，突出高端製造業發展定位。北部都會區發展應進一步突出高端製造業聚集區的定位。深圳現已成為高技術產業及現代製造業重鎮，一河之隔的香港新界北部則仍滿布種植場及傳統鄉村，本應高密度利用的土地資源卻被低效利用。北部都會區規劃涵蓋發展創科產業的構想，但在 300 平方公里的北部經濟帶布局中，僅有 11 平方公里的新田科技城及周邊地帶用於重點發展創科產業，其他新市鎮如何協調發展製造業，如何發揮科技城的輻射作用則尚未有清晰規劃。只有一定體量的產業發展在先，才能依次形成就業容納能力和新的增長動能。包括古洞北等在內的新發展區，以及早期的荃灣、沙田、大埔、屯門等新市鎮在內，都是港府在北部拓展城市發展空間的嘗試，但由於缺少新型產業提供就業機會，這些「睡城」並未能實現職住平衡的基本目標。因此，有關當局有必要繼續優化北部都會區的布局規劃，加強引導高端製造業發展的主線作用。

2) 側重產業引導，注重錯位發展與協調發展。政府在引導產業聚集方面具有一定的助推作用。研究表明²，高技術製造業聚集程度顯著高於其他產業，並在鄰近區域產生較大的正面溢出效應，且多元化的高技術產業聚集更有益於提高創新績效。現代製造業產業鏈條縱深充足，推動業界發展並非意味著要推動工廠聚集，而是可以在基礎研究、應用研究、先進製造等各個產業鏈條形成聯動效應。北部都會區應在土地、金融以及配套政策領域為香港再工業化提供一定支持，在市場因素起主導作用之前加以助推。新材料、新能源及生物醫藥等高技術製造業具有知識密集、資本密集的特徵，且在起步階段並不需要大量土地投入和物流運輸，適於發揮香港的現有比較優勢。

北部都會區發展製造業應注意與深圳及周邊城市的協調發展與錯位發展。雖然產業鏈上下游之間、產業集群之間具有正面的外溢性和互補性，但是通用設備、電子設備以及半導體晶片等行業內部也存在激烈競爭。深圳目前已經推出「20+8」產業集群規劃，香港應針對各產業發展提出自身的引導目標，在深港協同發展的框架下，實現製造業的協調發展與錯位發展。若香港製造業布局與深圳出現過度重合，有可能再次出現產業空心化問題，缺乏實體產業的金融發展將面臨長期波動風險。

3) 發揮政府作用，拓展土地空間與融資空間。設置專門機構加快土地儲備，降低規劃的交易成本。在普通法制度下，大型發展規劃的決策討論充分，但交易成本較高，公眾諮詢、收地賠償、環境評估等各方面較難達成共識。加之新界北有多類土地用途，土地業權較為複雜，為拓展土地空間作出協調的交易成本自然偏高。筆者建議特區政府為此設立專責機構，用以統籌各部門運作，加強與地區居民、土地業權人、環保團

²張彩雲，中國高技術產業集聚效應研究，吉林大學博士論文，2021年；此外，辜勝阻（2018）、Jian Wang（2022）等學者的研究也提出了類似的結論

體等持份者溝通。有關當局也應設法精簡審批程序，加快落實項目，配合社會發展所需選聘人才，持續向公眾更新規劃區內的環保、房屋及基建達標情況，增加透明度並加強議員監察。

為推動北部都會區發展積極籌措資金。港深兩地協同發展有助於大灣區土地價值重估，長遠而言，香港的土地價值並不會因短期供給增加而大幅折損。為基礎建設以及產業建設進行融資之際，應積極引人民間資本，通過「環境、社會及管治」（ESG）、綠色金融及社區投資基金等多種形式，引導私營機構參與建造。政府亦可考慮向機構及個人投資者發行基建債券、市鎮債券。此外，更可鼓勵金融機構通過金融創新參與北部都會區的基礎建設，通過相關機制安排，支援符合條件的企業在內地發行公司債券、中期票據等，以便進行融資。

4) 降低「兩制」成本，推動港深經貿一體化。加快跨境交通建設，完善通關制度。短期而言，北部都會區將要進行大型基礎建設，建材、機械的跨境運輸必不可少，通關效率將直接影響建設速度。筆者認為，應加快港深的跨境鐵路建設，統一和簡化兩地過境手續、衛生檢疫要求等。長期而言，港深融合發展有賴彼此跨境交流暢通簡便，在當前通關政策的基礎上，應進一步優化現行兩地居民的過境安排，力爭達到全天候、不限次的目標。至於加快深港一體化方面，應考慮將包括落馬洲河套在內的深圳河南北兩岸區域規劃為開放區，推進兩地融合聯通，雙方共用電力、食水供應等，以助力北部都會區加速發展。

另外，應提高批核香港與內地企業相互投資的效率。內地資本進入香港的批核主要根據《關於內地企業赴香港、澳門特別行政區投資開辦企業核准事項的規定》，深港雙方可以聯合申請商務部、國務院港澳事務辦公室進一步壓縮上述規定中的批核時間，簡化形式審查，用好香港吸引優質國際資本的能力，通過深港合作便利外資在港深河套地區的投資活動，同時可考慮直接引進海外先進製造企業，落戶新田科技城。

5) 打通市場堵點，提高產學研相互聯通與轉化。促進香港科技研發與內地製造業市場的融合。香港高校基礎科學研究能力強，但礙於種種原因，與內地市場聯通並不密切，研究成果難以直接產品化，因此特區政府相關部門及大學除加強與廣深政府部門、學術機構的合作之外，還應注重與大灣區中下游製造企業加強合作，培育催生香港本地的上游研發製造企業，填補基礎科研與終端產品轉化的缺口。

進一步暢通跨境要素流動，鼓勵中介服務平台建設。將科研需求與產業需求對接離不開科研物資、產業人才、配套資金及大數據時代下數據、資訊資源的雙向自由流動。同時，香港要在發展創科產業上有所突破，尤需不拘一格吸納和培養創新人才。一方面，積極吸納來自海外和內地的優秀人才；另一方面，創科企業可透過員工持股的獎勵方式，來激發創新活力，讓更多中產階級人才共享發展成果，推動社會向上流動。

港深政府應攜手爭取更高層面的政策優惠，進一步降低人才以及資本的跨境流動門檻，精簡規管程序。筆者建議，可鼓勵設立熟悉兩地法律及營商環境的中介服務平台，積極推動本港製造企業熟悉內地市場以及香港成為大灣區先進製造與創科樞紐的亮點。

參考文獻

辜勝阻，2018：構建粵港澳大灣區創新生態系統的戰略思考，《中國軟科學》

毛振華，2022：有為政府應為「目標提出者」，鳳凰衛視專訪

香港特區政府，2021：北部都會區發展發展策略，報告書

張彩雲，2021：中國高技術產業集聚效應研究，吉林大學博士論文

香港特區政府，行政長官 2021 年施政報告

香港特區政府統計處網站 <https://www.censtatd.gov.hk/sc/>



■ 減少公屋錯配 提升產力 再創香港傳奇

減少公屋錯配 提升產力 再創香港傳奇

阮穎嫻

香港房屋問題常被理解為供應問題，導致有關議題的著力處和討論總是圍繞公屋興建進度，並設關鍵績效指標，例如公屋輪候時間，向相關政府部門問責，公營房屋政策的角色或作用，反而少見參詳。本文探討如何藉著公屋政策，維持香港的競爭優勢。

本文先在第一節回顧本地公營房屋政策歷史，審視其如何助力香港發展。第二節詳論重整未來公屋政策兩大原則：產力優先（**productivism**）與編配效率（**allocative efficiency**）。第三節以統計資料闡釋解決資源編配不當的巨大益處，並提供政策建議。最後一節則探索中期而言，如何將公屋融入粵港澳大灣區。

公營房屋政策發展

英殖時期公屋政策

香港首個公共屋邨是為安置寮屋區大火的災民而建。那個年代，大批來自中國大陸的新移民湧進香港，住房不足加上短期供應缺乏彈性，新移民唯有在衛生欠佳、設施欠奉，環境擠迫的寮屋中棲身。港英殖民政府採取自由放任政策，任由寮屋區擴散。1950年代，因寮屋火災喪失家園的災民總數估計至少達19萬（Smart, 2006），最廣為人知的是1953年聖誕節石硤尾寮屋區一場大火，令5萬8千名居民流離失所，從此揭開香港公營房屋政策第一章——徙置寮屋居民。

第二章是社會福利「大爆炸」時代衍生的公營房屋計劃大擴充。「67暴動」觸發社會矛盾，為應對動盪政局，當局致力改善市民居住條件，從而緩解政治紛爭，造福社會，在政治上亦見務實（Scott, 1989, 153; 香港立法局, 1972）。官方論調亦由「自由放任」轉為「積極不干預」。政府將房屋問題闡釋為「市場失效」所致（Tang, 1998），並以此理據干預市場。除了提供9年免費教育、興建地下鐵路、擴展社會服務外，更於1972年展開10年建屋計劃，以紓緩房屋問題。

政府同時逐步搭建「房屋階梯」，協助市民自置居所。1976年，時任總督麥理浩在立法局致辭時表示「促進市民置業實屬理想的社會目標。」（香港立法局, 1976）隨後，居者有其屋計劃單位在1978年首度發售。雖然在1973至1983年期內未能達成為180萬市民提供居所的供應目標，公營房屋市佔率於1980年代末已位列全球第二，「房屋階梯」心態早已植入建制，50年後的今天依然深入人心。

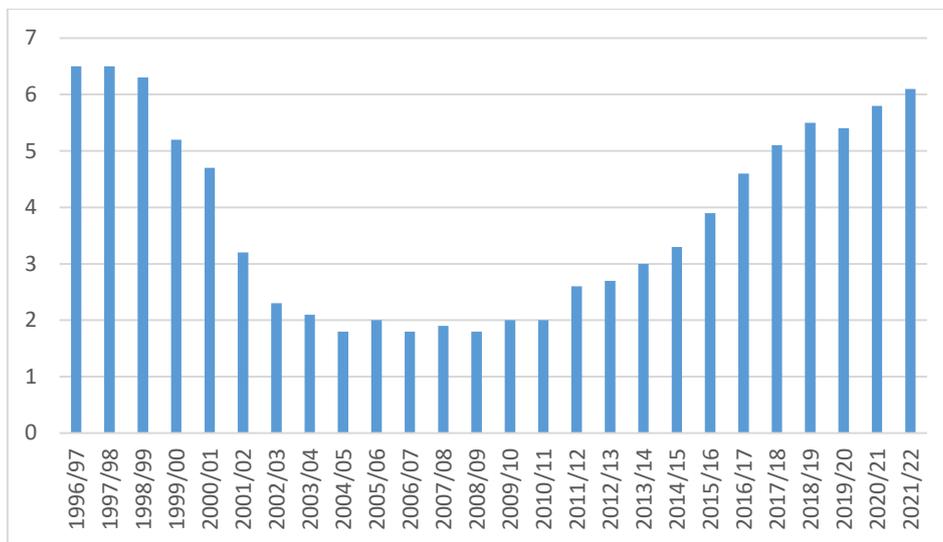
「房屋階梯」理念在後回歸時期的延續性

香港回歸中國之際，樓價已難以負擔，公屋輪候時間亦長（【圖1】）。供不應求截斷了租住公屋與自置居所的「房屋階梯」。首屆行政長官董建華重申協助市民自置居所為整體目標，並立志10年內將1996年46%的自置物業比率提高至七成（行政長官，

1997)。董建華宣布每年興建 85,000 個單位的計劃，卻因亞洲金融風暴衝擊，樓價大跌後而「不存在」。

是次危機觸發房屋泡沫爆破，樓價從高峰滑落谷底，大跌七成。2002 至 2011 年間，公屋輪候時間從 6 年以上減至兩年左右。編配公屋的行政程序需時約一年，故此公營房屋供應可算充足；部分超額興建的資助出售房屋則改作租住公屋用途。

圖 1 租住公屋輪候時間（年期）



資料來源：房屋委員會

難怪曾蔭權「重新定位」房屋政策，容許土地供應由市場主導，以「重建市民對房地產市場的信心，扭轉供過於求的情況，讓房地產市場穩步發展，回復動力。」（行政長官，2008）在他任內，公營房屋單位供應偏低，平均每年只有 15,000 個，比起九十年代一年 42000 個少非常多；居者有其屋計劃亦被無限期擱置。

2008 年後，問題隨樓價回升而浮現。由於未有築起土地庫以供日後之需，房屋需求日增，應對能力卻有限。梁振英與林鄭月娥均在任內《施政報告》中勾畫逐步重建房屋階梯的宏願。然而，由於可供建屋的土地有限，加上種種發展規劃上的掣肘，房屋供應未見充足。

建制中人認為，樓價難以負擔以及社會流動性匱乏是 2014 年以及 2019 年社會運動的成因。這想法與麥理浩相似，他 1972 年在任總督時總結：「房屋供應短缺，以及由此產生的所有惡劣情況，是政府與民眾之間摩擦和不快的其中一個主要和最常見的根源。」（香港立法局，1972）國務院港澳事務辦公室主任夏寶龍明確表示，解決香港房屋問題是當務之急，「明日大嶼」及足以容納超過 90 萬人口的北部都會區隨即上馬。麥理浩建屋計劃 50 年後，本地或將再因社會動盪而掀起又一次建屋「大爆炸」。

在香港供應房屋過程耗時，覓地、規劃至提供「熟地」（即可供發展土地）需時可達 10 年。鑑於已覓得較多土地，並計劃拓展北部都會區，香港 10 年後的房屋供應能力將大增，但短期因為建造工程時間長且不靈活，難以加快。減省官僚弊病可減少延遲，但對於整體進度而言只屬杯水車薪。

既然短期擴充供應不大可行，不如放眼房屋編配。鑑於香港三成人口為公屋居民，改善租住公屋編配，對改善生活自然大有裨益。但編配原則應從香港前途出發。房屋政策究竟僅為提供福利，還是促進香港生產力和競爭力的投資？

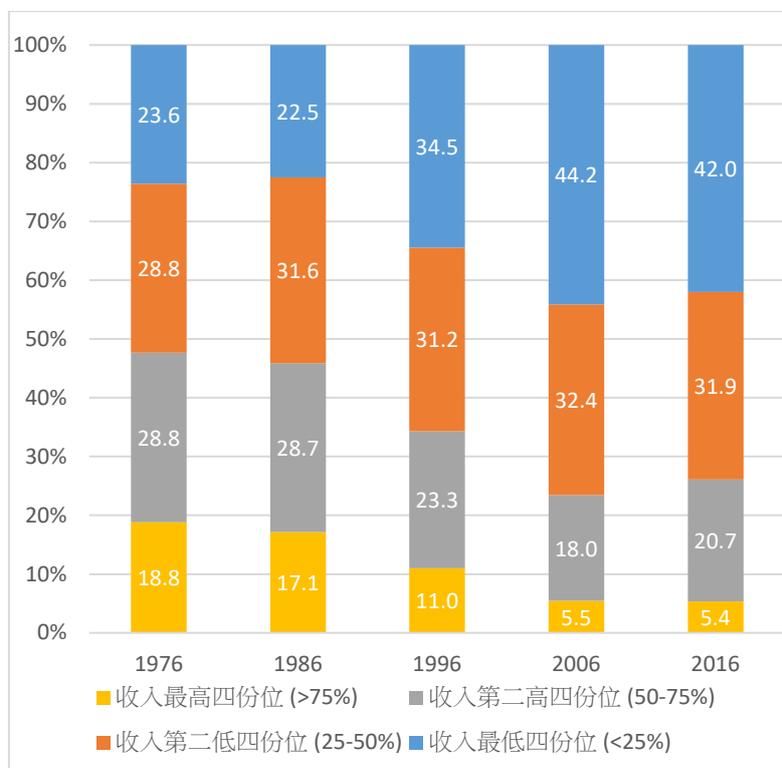
兩大原則：產力優先與編配效率

產力優先與福利式公屋發展取向對比

為此，不妨先研究現行制度。鑑於一直奉行積極不干預政策，香港從來不是（典型的）福利城市。在產力優先的國家或地區，「社會目標須為產力增長攸關的範疇讓路」（Fitzpatrick, 2004, 215）。麥理浩年代大增的福利都是產力優先。香港在不同社會範疇支出並不勻循，政府為免費普及教育和醫療服務撥款，但在社會保障方面卻未見闊綽。以公屋為例，屋邨毗鄰工廠大廈，為出口為主的製造業補貼工資，可見香港這個亮麗東方小島得以蜚聲國際，實有賴公屋助力。

歷經數十年發展，公屋政策已先從產力優先轉為社福為先。數以千計的上一代，至今已屆六、七十歲，全憑在房屋階梯拾級而上，逐步從租住公屋開始，進而購置資助出售單位以至私樓，藉此累積財富，成為中產。然而，公屋現已漸趨社福為先，自 2000 年代以來為愈來愈多全港收入最低四分位數的家庭服務（【圖 2】）。本地約三分之一的長者住在公屋，是一大長者福利。資助出售房屋在市場上供應短缺，也窒礙了在房屋階梯升級和社會向上流動性。

圖 2 1976 - 2016 年公屋戶主（年齡介乎 20 至 65 歲）收入四分位數



資料來源：統計處

鑑於勞動人口日趨老化，生育率低以及移民潮導致人才流失，有必要重新確立產力優先作為設計未來房屋策略的原則，再逐步以此目標引導政策執行。至於如何落實公營房屋系統產力優先原則，可從編配機制著手。

編配公屋應考慮住戶的經濟活動

根據現行公營房屋政策，除非遇上大規模清拆或維修，或有護老、擠迫、社會或醫療方面的特殊理由，否則租戶不會搬遷。寬敞戶可被要求搬到面積較小單位。此等情況外，租戶通常一直居於被編配的單位，直至脫離公屋系統為止，新租戶只獲編配空置單位。2021 至 2022 年，公屋單位總數中僅得 0.75% 因清拆安置或其他調遷安排（香港房屋委員會，2022）而須重新編配，可見租戶選擇有限。

公營房屋政策僵化導致重大效益損失（Wong and Liu, 1988），租戶與單位錯配是主因之一。基於上述理由，公屋租戶流動性較低，住處鄰近工作地點較私樓租戶少（Lui 與 Suen, 2011）。據 2016 年中期人口統計顯示，公屋住戶中僅得 10% 曾經在近 5 年內搬遷（多屬新租戶），其他種類房屋的租戶曾經遷居的比率高達 57%。由此可見公屋單位的錯配程度有多嚴重。

資源錯配引致租住公屋單位所產生的福利減少。例如一個居於天水圍的公屋居民在香港仔任職護衛員，或會覺得日常穿梭這兩個地區既花錢亦耗時（單程交通需時約 1.5 小時，交通費約為 40 港元）。在現行制度下，這不足以構成調遷別區公共屋邨的理由。鑑於租金低廉，該住戶自然不願放棄公屋單位。通勤耗時會減少工作效率及工作機會，甚至令工作人口放棄工作。更甚者，較具經濟條件的租戶或會遷往工作地點的鄰近地區，同時空置並保留公屋單位，浪費公共資源。

工作機會高度集中在市區，而公共屋邨位置往往較偏遠。【表 1】顯示 2016 年，66% 的職位在市區，而位於市區的公屋單位僅為 48%，比例相差 18%。同時，居於市區的家庭約有四分之一並不從事經濟活動，由此可見，現行制度大有空間將在職公屋住戶重新編配至市區和擴展市區，以減少通勤路程。

表 1 職位分布、公屋單位以及不從事經濟活動租戶的比率

地區	職位	租住公屋	不從事經濟活動租戶百分比
市區	66%	48%	26%
擴展市區	18%	38%	25%
新界及離島	16%	14%	26%

資料來源：2016 年香港中期人口統計

註：市區包括香港島及九龍；擴展市區包括北大嶼山、沙田、馬鞍山、將軍澳、荃灣、葵涌及青衣；新界包括屯門、元朗、天水圍、上水、粉嶺及大埔；離島指離島（其他地區）。職位指報稱固定工作地點。

根據現行政策，一般公屋申請人不能選擇市區公屋，但通過「高齡單身人士優先配屋計劃」和「共享頤年優先配屋計劃」的長者可以選擇市區，造成產力錯配。這些政策正正說明當前的房屋理念與提高生產力和效率無關。

大大縮減通勤成本

以下進行一次假設編配去估算妥善編配公屋可提升的效率。方法是先設定對有關住戶「最佳」的編配單位方式，重新編配後，比較編配前後的分別。「最佳」算法準則如下：

- (1) 住戶中收入最高者應在同區工作及居住；
- (2) 若(1)難以安排，則安排住戶中收入最高者住在最便於往返工作地點的另一區域。

算法所得結果是，家庭中收入最高者可在同區居住和工作的比例高達 69%，而非現行編配制度下的 22%，顯示重新編配在效率上可作出極大改善。

通勤的路程、時間、費用也會隨之大為減少。通勤成本數據是從谷歌地圖搜集所得最短路程的約數。假設同區通勤成本為零，則公屋重新編配後，往返工作地點和居所的總距離可縮短 72%，通勤時間可減少 64%，交通費可降低 64%。

減少錯配後，整體效率增幅又有多少？假設一名工人每月在固定工作地點工作 22 天，則全數公屋住戶中收入最高者每年節省的時間最高可達 1 億 1 千 3 百萬小時，節省的交通費最高可達 19 億港元（【表 2】）。即使僅將現行制度略加修改以改善現狀，例如所能獲得的效率提升只有總數的 5%，則每年所能節省的時間和交通費仍分別可達 560 萬小時和 9,600 萬港元，無論從生產力或休閒方面而言，同屬雙贏，對整體民生都大有裨益。

表 2 估計全部公屋租戶每年可節省的通勤時間和費用

單位：百萬	5%	10%	20%	100%
可節省交通費（港元）	96	192	385	1923
可節省交通時間（小時）	6	11	23	113

註：基於 2016 年中期人口統計中 5% 樣本作出的估計。

表 3 可見，每個工人平均每個工作日可節省 54 分鐘通勤時間和 15 港元交通費。如果將每月節省的時間，乘以最低工資，加上節省的车費，則每人每月可節省 1075 港元。按照樣本的平均工資計算，則每月 2193 港元。這些數額足夠支付公屋租金的一大部分，並分別佔住戶中最高收入者平均收入的 7% 和 14%。

表 3 重新分配前後通勤時間和車費以及人均可節省的成本

每個工作天	時間（分鐘）	車費
重新編配前	83	\$24
重新編配後	29	\$9
節省	54	\$15
工資假設	最低工資	樣本平均工資
每月節省總額 （工資 X 節省時數 + 節省的车費）	\$1,075	\$2,193
佔平均收入百分比	7%	14%

註：基於 2016 年中期人口統計中 5% 樣本作出的估計。

當然，以上重新編配安排基於不少簡化假設。例如選擇居所區域的考慮，除家庭中收入最高者的通勤距離以外，尚有收入較低成員的喜好、鄰近親戚住所、校網、單位面積、屋邨樓齡、或純粹抗拒搬遷等。此等傾向難以觀察得之，而無論任何編配制度，均須依靠觀察可得的特徵，因而難以盡善盡美。即使所有喜好都能透過觀察得知，仍須靠編配系統，但編配系統始終難以像市場般高效。另一個被簡化的考慮，在於公屋住戶中收入最高者現時的工作地點本來已經受所住區域影響。不論實際情況如何，減少錯配一定可以令現況大為改善。

針對現行制度改善錯配和提高生產力的政策建議

要逐步改善現有制度下的錯配現象，我有幾個建議。第一，在編配新申請人方面，60 歲或以上的長者住戶，及不從事經濟活動的住戶，可編配至偏遠地區的公屋，為有成員在市區工作的家庭騰出地方，鼓勵他們另謀高就，做效益較大的工作。第二，現行制度規定，除非有調遷計劃或特殊理由作為依據，否則不容公屋租戶隨意調遷。然而，若租戶能提供長期聘書作為證據，則應可選擇調遷到較接近工作地點的屋邨。為此，不妨考慮推出專為這類家庭而設的調遷計劃。第三，任何調遷或安置行動，應以住戶的就業及經濟活動作為編配地區的考慮。第四，可考慮設立官方公屋單位交換制度，便利租戶，進一步善用公屋單位；而這些調遷都是永久的。基於租住公屋為有需要的市民而設，上述各項建議並不影響公屋輪候。

融入大灣區，中期釋出公屋單位

有關中期房屋政策的討論，不必只限於香港特區。根據國家第十四個五年規劃（2021 至 2025 年），粵港澳大灣區將出現新的發展機遇。香港、澳門與廣東 9 個城市之間的更緊密合作和經濟融合，意味將進一步帶來改善公屋編配效率及解決房屋短缺的機會。

大灣區生活成本較低，居住環境較為寬敞，或將吸引非在職家庭移居當地。部分家庭近親居於大灣區，或在當地有全職工作，傾向住在中國大陸。這跟廣東計劃和福建計劃的目的類似，可讓本港長者選擇移居兩省，而繼續獲得特區政府提供社會援助，同時為有需要的家庭騰出寶貴的本地房屋單位。

2016 中期人口統計樣本中，有 1.3% 在職公屋租戶成員在中國大陸及澳門工作，另有 2.3% 居於公屋的學生在兩地就學。整體租戶之中，有 1.9% 近 5 年從中國大陸及澳門遷移到港居於公屋；有 13% 在香港居留 10 年或以下。此等公屋居民或仍與中國大陸或澳門保持密切聯繫，而會選擇移居當地。當被問到 2016 年 6 月 30 日凌晨三點鐘身在何處，3% 公屋租戶回答說在中國大陸或澳門。

若有 1% 的公屋租戶期望前往大灣區生活，就已經有 7,600 個家庭；2% 就即是 15,000 個家庭。這些數字已相當於幾個公共屋邨居民的總數。

再者，近半公屋租戶並非在職或在學，或無固定工作或學習地點。這類居民不像在港有固定工作或學習地點的居民般需要在港生活。按照產力優先和編配效率原則，這類居民大可移居大灣區，本地單位留給高生產力和高技能的在職者居住。

大灣區優質退休生活

至於退休家庭，能否獲得安老及健康護理是重要的考慮因素。香港目前正面臨護理員短缺問題，加上租金昂貴，安老服務收費不菲，服務質素有時未如理想。安老院環境擠迫、個人空間不足，亦不利於精神健康。

同樣，大灣區也許能通過提高編配效率改善社會福利。以珠海為例，當地近年逐步發展成優質退休區，其中醫療保健業發展蓬勃。大灣區安老院收費由 2,000 至 5,000 元人民幣不等（吳迦綏與方玉輝，2019），遠較本地私營安老院便宜。香港長者可藉廣東計劃在當地安老院享用較優質的服務和環境。若香港因缺乏生產要素而未能提供此等服務和環境，在大灣區設立「銀髮邨」，以發展長者社區，相信是較佳選擇。在上述人口統計樣本中，約有五分之一公屋租戶的成員全屬退休人士，遷往大灣區也許能改善其中部分人的退休生活，而所騰出的公屋單位則可重新編配給香港的勞動人口，從而改善整體生產力。

參考文獻

Chief Executive. (1997). Policy Address.
<https://www.policyaddress.gov.hk/pa97/english/patext.htm>

Chief Executive. (2008). 2008-09 Policy Address. Hong Kong.
<https://www.policyaddress.gov.hk/08-09/eng/docs/policy.pdf>

Fitzpatrick, T. (2004). A post-productivist future for social democracy? *Social Policy and Society*, 3(03), 213-222.

Hong Kong Legislative Council. (1972). The session of the Legislative Council of Hong Kong which opened 18th October 1972. Hong Kong.

Hong Kong Legislative Council. (1976). The session of the Legislative Council of Hong Kong which opened 6th October 1976. Hong Kong.

Lui, H.-K., & Suen, W. (2011). The effects of public housing on internal mobility in Hong Kong. *Journal of Housing Economics*, 20(1), 15-29.

Scott, I. (1989). *Political change and the crisis of legitimacy in Hong Kong*. University of Hawaii Press.

Smart, A. (2006). *The Shek Kip Mei myth: Squatters, fires and colonial rule in Hong Kong, 1950-1963 (Vol. 1)*. Hong Kong University Press.

Tang, K. L. (1998). *Colonial state and social policy: Social welfare development in Hong Kong 1842-1997*. University Press of America.

The Hong Kong Housing Authority. (2022). Estimated public rental housing allocation for 2022-23 Hong Kong. <https://www.housingauthority.gov.hk/en/common/pdf/about-us/housing-authority/ha-paper-library/SHC152022EN.pdf>

Wong, Y.-C., & Liu, P.-W. (1988). The distribution of benefits among public housing tenants in Hong Kong and related policy issues. *Journal of Urban Economics*, 23(1), 1-20.

吳迦銓, & 方玉輝. (2019). 粵港澳大灣區安老對香港的啟示 . The Hong Kong College of Community Health Practitioners.



香港房屋危機之謎

香港房屋危機之謎

王柏林¹

近十多年來，香港一直位列全球樓價最難負擔城市（Kwan, 2021）。2004 至 2021 年期間，香港住宅實質價格指數飆升 239%，而同期實質工資指數增幅僅為 7.1%。本地租金昂貴助長政治上的不滿情緒，「劏房」泛濫的情況更受到國際關注。

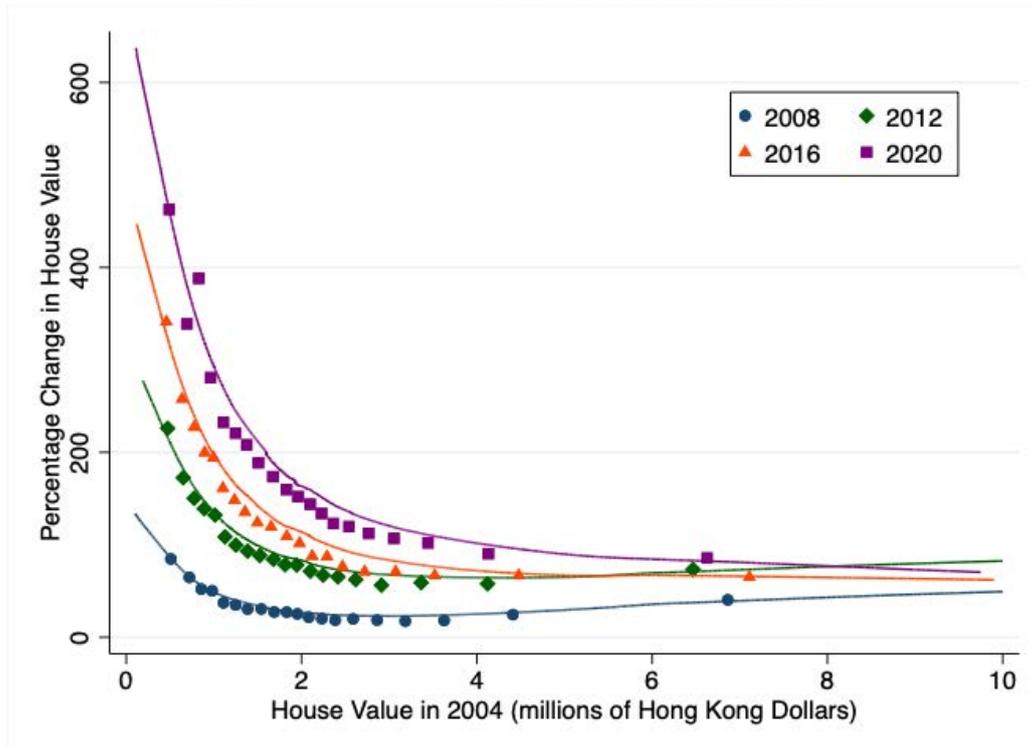
歷來雖已有不少評論就此作出解說，但香港樓價暴升到底成因何在，至今依然是一個謎。近期有關研究發現，香港房屋價格指數與推動房屋需求的宏觀經濟因素（如信貸狀況及經濟增長）無甚關連（Leung, Ng 與 Tang, 2020b; Taghizadeh-Hesary et al., 2020）。不少論者認為建屋進度減慢推高樓價（Leung, Ng 與 Tang, 2020a）；然而，在人口、收入、信貸增幅有限的情況下，建屋進度減慢何以導致樓價攀升，一如脫韁野馬，卻始終令人費解。

謎底之一，相信在於本地低價住宅的樓價增幅遠高於貴價樓多倍。根據從美聯物業二手樓宇成交所得數據，【圖 1】顯示 2004 至 2020 年每四年之間樓價變化分佈。期間樓價為 100 萬港元單位的平均實質價格增加了 3 倍，而樓價 500 萬港元單位的相應升幅則僅為 1 倍。就筆者所知，不同樓價組別變化如此懸殊的現象，過往並無類似紀錄。

香港樓價為何急升，而升幅又為何如此懸殊？本文旨在印證香港房屋危機所以如斯異常嚴峻，實為公營房屋租金未能因時制宜所致。有別於一眾其他城市，香港有近半人口居於由政府興建的公屋，而公屋租金並非與房屋市場狀況掛鈎，其中約三分之二單位的租金則與收入指數掛鈎，並設有上限，每兩年調整一次。其餘單位則為資助出售單位，其中絕大部分在轉售和出租方面均受多重限制。

¹ 電郵地址：mbwong@hku.hk。承蒙 Jimmy Ho 在研究方面提供有力支援，曾維謙先生不吝分享樓宇成交量數據，王于漸教授及 William Lui 提供寶貴意見。

圖 1：2004 – 2020 年香港私樓價格變化分佈



註：圖中顯示基於 2004 年以及所列年份，私樓的實質樓價對成交樓價的百分率變化。根據樓價（以 10 萬至 1,000 萬港元為限），每一圓點代表 2004 年所分成的 20 個等額組別之一。實線代表預測樓價百分率變化，方法是應用局部加權散點圖平滑法（LOWESS）等值化，再將 2004 年樓價與特定年份相對於 2004 年初始值的樓價變化加以迴歸分析。

公屋租金未能因時制宜，意味著香港低端私人樓宇的樓價極受供求變化影響。正如下文所述，2004 至 2020 年期間建屋進度減慢，房屋需求卻穩步趨升。公屋租金上調幅度落後於市場租金增幅，公屋租戶更不願轉租私樓單位。期間公屋輪候時間亦大幅延長。不少低收入家庭因無望獲配公屋單位，被迫爭相在供應有限的低端私樓市場尋覓居所，低端私樓價格隨之暴漲。

樓價因何升勢懸殊

為了系統地分析香港樓價，本文利用一個衍生橫切面價格差異的經濟框架，從而檢視此模型所顯示推動樓價變化的證據。

Landvoigt, Piazzesi 與 Schneider（2015）所研製的房屋分配模型具備三大基石。第一，住戶的房屋需求取決於經濟以及財務特性，如年齡、收入和信貸狀況。第二，為不能分間的相連房屋提供各類相關房屋服務。第三，為決定不在市區私樓居住的家庭提供另類選擇方案。在供求均衡情況下，樓價自會作出調整，誘使住屋服務需求較低的家庭搬到較為低價的房屋。均衡價格的分佈因而取決於人口特性分佈、房屋特性分佈，以及住戶的其他選擇方案。

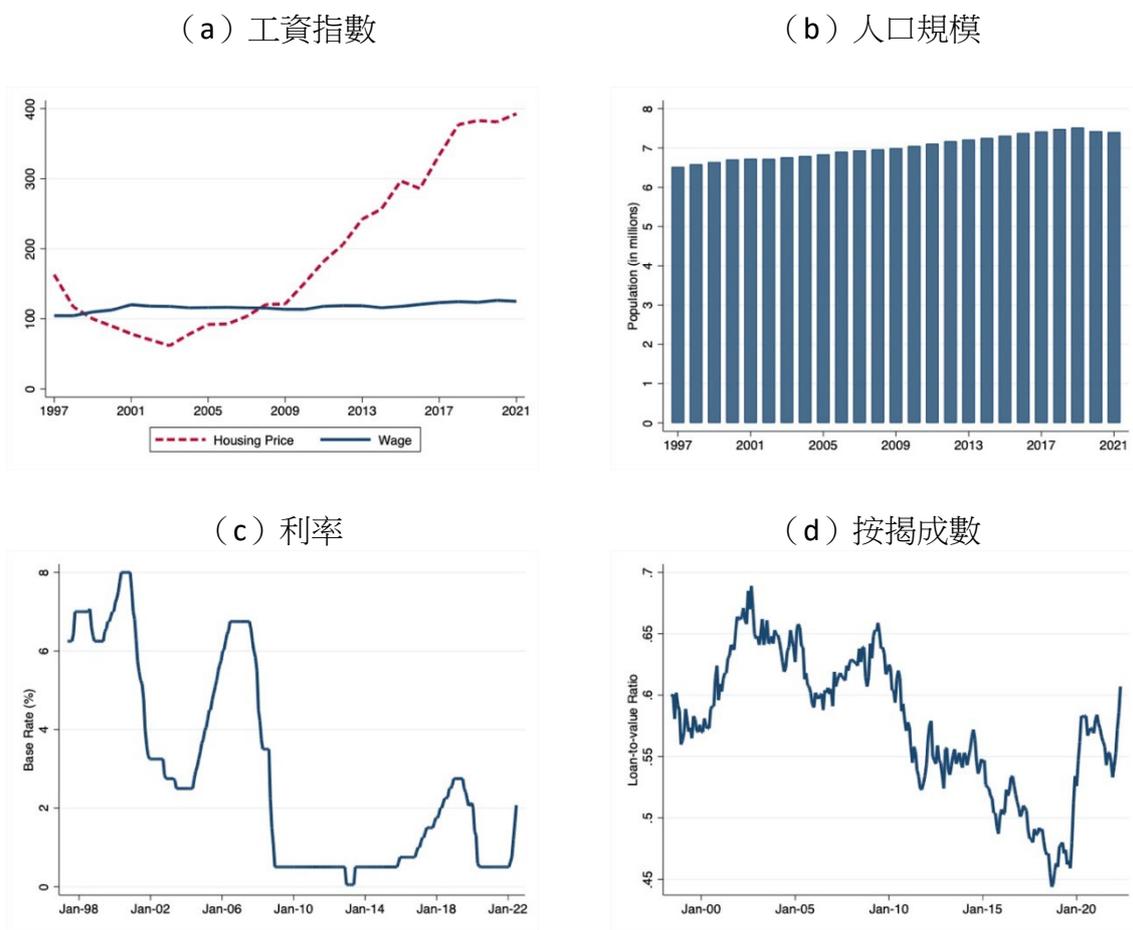
在世界各地大多數都會區，另類可供選擇居住的地點遠離市區，位於低價值荒地或農地。反觀香港基本上並無鄉郊邊界，皆因鄉郊土地極少，況且用途規限嚴格，建屋不易。至於政府主要為低收入市民興建的資助房屋，居住其中的人口卻甚多；可見大眾對低端私樓的需求，大受公屋供應所影響。

上述模型由此顯示，本港低端樓宇價格飆升有三大可能罪魁禍首。第一，收入較低的半數人口，其入息或所能獲取信貸或已顯著增加。第二，細價私樓供應或已急劇減少。第三，公屋供應或已下降。下文展示首兩大可能性均與有關數據相吻合。

房屋需求

低端房屋價格攀升的第一大可能罪魁禍首，在於入息、人口，或獲取信貸情況有所變化，而令房屋需求隨之改變。2004 至 2020 年期間，此等變化尚算輕微，不至於對低收入人口造成不成比例影響，因而不足以構成樓價急升而升勢懸殊的主因。

圖 2：房屋需求因素



資料來源：香港特區政府統計處、金融管理局、差餉物業估價署。

註：圖（a）顯示私人房屋價格指數以及實質工資指數走勢。圖（b）顯示香港人口趨勢。圖（c）顯示香港基本利率走勢。圖（d）顯示平均按揭成數。

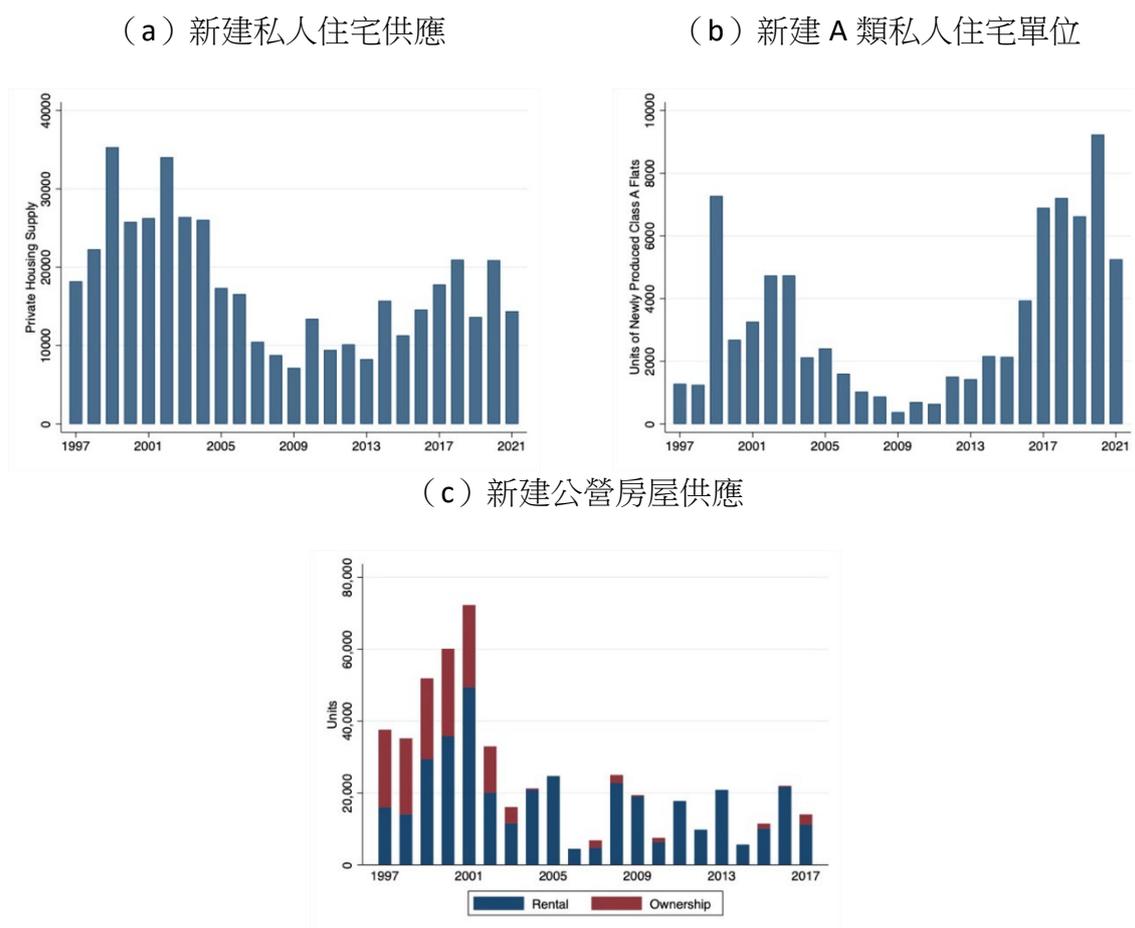
【圖2】顯示收入與人口均增長緩慢。整段時期內，香港實質工資中位數升幅只得7%。2004至2020年期間，人口升勢更慢，每年僅為0.6%。信貸供應的增長亦有限。雖然隨着2008年美國次按危機，利率按聯邦儲備局政策跌至近零水平，為免金融局勢動盪，特區政府提高按揭首期付款及物業交易費，以約束信貸擴張。期內按揭成數因而有所下降。

至於炒家需求，亦不足以構成本地物業價格飆升的主因。期內實施的印花稅及其他交易費已壓抑投機活動。縱使歷經2019新型冠狀病毒病疫情、2022年美國貨幣政策緊縮，以至同年中國內地金融狀況轉趨疲弱，其他資產泡沫隨之紛紛爆破，香港樓價卻並無顯著回落。

私人樓宇供應

上文提及樓價升勢懸殊的第二大可能主因，是細價私樓供應量的減幅高於貴價私樓，但研究數據顯示，這也並非箇中主因。

圖3：房屋供應變化



資料來源：差餉物業估價署及房屋委員會。

註：圖(a)顯示新建私人住宅供應。圖(b)顯示新建A類私人住宅單位。圖(c)顯示新建公營房屋整體供應，即出租公屋以及資助自置居所計劃單位的總數。

即使 2004 至 2020 年私樓供應增長緩慢，期間落成的細價單位數量則大增。從【圖 3】可知，1997 至 2003 年新建私樓單位每年平均約 26,900 個，而在 2004 至 2020 年則跌至約 14,300 個。然而，新建小型住宅單位卻有所增加。新建 A 類單位（即實用面積少於 40 平方米）由 2004 年的 2,122 個增至 2019 年的 6,622 個。新建納米樓（即實用面積少於 20 平方米）由 2012 年的零個增至 2019 年的 1,000 個（團結香港基金，2022）。因此，私樓供應量變化亦不足以引致低端樓宇價格出現不成比例的增幅。

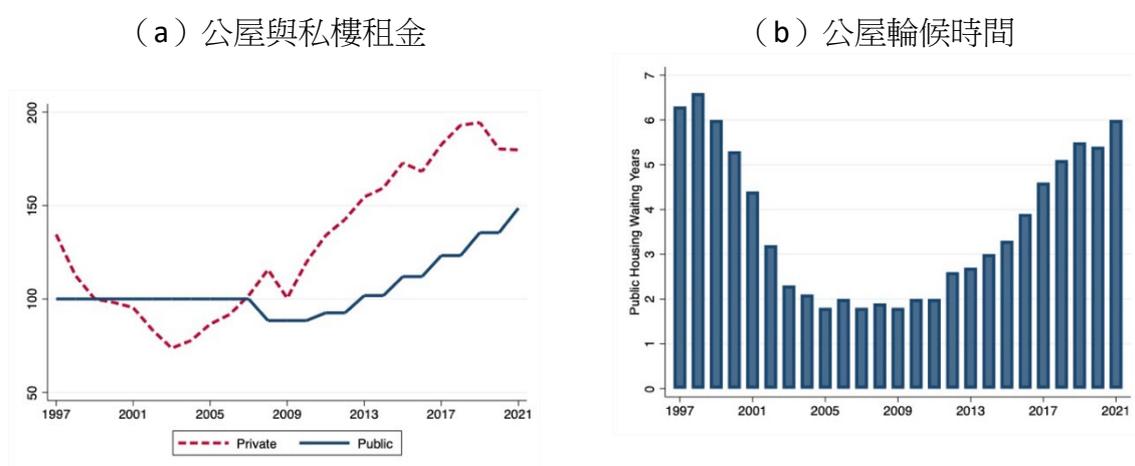
相反，新建小型單位有所增加，其實是物業市場對低端私樓單位需求升勢的回應。鑑於細價私樓樓價升勢不止，這類新建單位的數量未免太少。近期為控制興建小型單位而實施的政策，將產生令房屋危機變本加厲的反效果。

公營房屋供應

餘下關於樓價急升而升勢懸殊的可能主因，就是公營房屋供應量減少。正如下文所示，由於供應減少而租金又未能因時制宜，低收入家庭要獲配居所正日趨困難。

【圖 3】（c）顯示新建公營房屋供應減慢現象：1997 至 2003 年期間，此類單位由平均每年約 44,000 個，2004 至 2017 年則減至平均每年約 15,000 個。加上圖（a）中所示，可見自 2004 年起，整體房屋供應落後於房屋需求。

圖 4：公屋租金與輪候時間



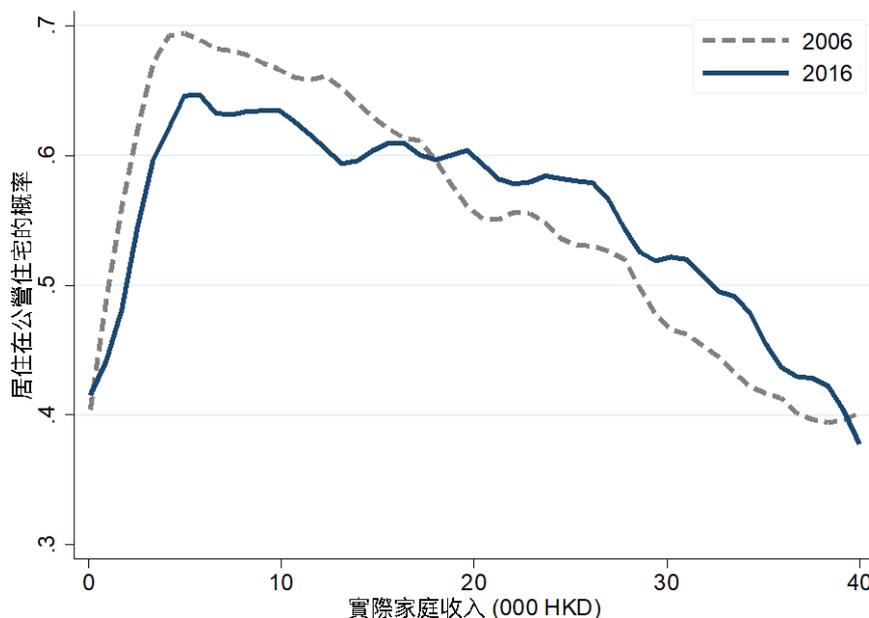
資料來源：差餉物業估價署及房屋委員會。

註：圖（a）顯示私人住宅及公屋租金指數走勢。圖（b）顯示公屋輪候年期。

【圖 4】（a）證實在有關研究期內，公屋租金調整速度較私樓租金緩慢。1997 至 2007 年期間，即使私樓租金大幅下跌，公屋租金仍一直維持不變。2007 年，當局引入租金調整機制，將租金與收入指數的變化掛鉤。然而，公屋租金調整速度仍遠遠落後於愈來愈高的私樓租金。面對私樓租金急升，本來或會遷居私人樓宇的現有公屋租戶，亦漸多選擇繼續留在公屋單位。

【圖 4】(b) 展示，相對於公屋租金而言，私樓租金高企時期與公屋輪候時間愈來愈長相吻合。公屋輪候時間自 1997 年後逐漸縮短，至 2004 年接近最低水平，而同期私樓租金相對公屋租金亦一直下跌。自 2011 年起，公屋輪候時間又再延長，從兩年左右至 2022 年之際長達 6 年以上，期內私樓租金相對公屋租金則又見上升。

圖 5：居住在公營住宅的概率



註：圖中顯示利用 2006 及 2016 年香港人口普查中 5% 樣本，統計不同實質家庭每月收入（2006 年港元幣值）的住戶居於私樓的可能性。採用 Epanechnikov 核加權及 1,000 港元帶寬加以局部均值平滑方法，並包含 95% 置信區間。

【圖 5】顯示，相對於 2006 年，收入最低家庭在 2016 年較有可能居於私人住宅。再者，公屋租戶與家庭收入之間的相關性已明顯減弱，意味公屋輪候時間長，已令低收入家庭獲配公屋的機會大為減低。由於不少低收入租戶被迫爭相租住低端私樓，其樓價上揚也就不足為奇。

結論

香港樓價異常難以負擔的危機，主因在公屋租金未能因時制宜，以致低端私人樓宇的價格對房屋供應不足極度敏感。由於 2004 至 2020 年公屋租金調整落後於趨升的市場租金，現有公屋租戶漸多不願遷到私樓居住。隨着公屋輪候時間大幅延長，不少最低收入家庭被迫爭相租住低端私樓，以致其樓價暴漲，升幅甚至超越豪宅樓價多倍。

增加租住公屋供應將可紓緩上述問題，卻無助於改變問題背後的形勢。即使租住公屋供應得以增加，低端私樓的價格對房屋的供求狀況依然極度敏感。若未來房屋需求升勢再度快於房屋供應，低端私人樓租金自然亦會上漲。屆時，「太空艙」和劏房又將重現。為免房屋危機持續不斷，實有必要深化改革，在確保供應充足之餘，一改香港房屋政策在釐定租金方面未能因時制宜的弊端，而轉以資助出售房屋為政策導向。

一個政治上可行的短期方案，就是容許租置和居屋業主將單位自由出租。政策只需這樣略加修改，就能惠及租置和居屋業主以及低收入私樓租戶，而毋須對公屋租戶加租。租置和居屋業主既可繼續在現有單位居住，亦可享有賺取租金的選擇。低收入私樓租戶則可有較多低端單位可供租住，而毋須繼續捱貴租。如此改革毋須耗費巨額行政成本，亦不牽涉覓地建屋，無疑有利無弊，政府理應從速上馬，予以落實。

長遠而言，政府應該將所有公屋低價出售給住戶，並且容許買者毋須補地價就能自由出租。這個方案能讓低端私樓的價格不再對房屋的供求狀況異常地敏感，也能讓「太空艙」和劏房泛濫的現象不再重現。

參考文獻

- Kwan, Shawna. 2021. "Hong Kong Homes Ranked Least Affordable for 11th Year." *Bloomberg*. Accessed at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-23/hong-kong-homes-ranked-world-s-least-affordable-for-11th-year> on October 11, 2021.
- Landvoigt, Tim, Monika Piazzesi and Martin Schneider. 2015. "The Housing Market(s) of San Diego." *American Economic Review* 105(4):1371–1407.
- Leung, Charles Ka Yui, Joe Cho Yiu Ng and Edward Chi Ho Tang. 2020a. "What do we know about housing supply? The case of Hong Kong SAR." *Economic and Political Studies* 8(1):6–20.
- Leung, Charles Ka Yui, Joe Cho Yiu Ng and Edward Chi Ho Tang. 2020b. "Why is the Hong Kong housing market unaffordable? Some stylized facts and estimations." ISER Discussion Paper 1081 Institute of Social and Economic Research, Osaka University.
- Our Hong Kong Foundation. 2022. "Supply Quick Fixes Exhausted: How to Navigate the Undercurrents Ahead?" Land and housing policy research report.
- Taghizadeh-Hesary, Farhad, Naoyuki Yoshino, Aline Mortha, Alvin Chiu and Niki Naderi. 2020. "Internal and External Determinants of Housing Price Boom in Hong Kong." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* 23:597–620.

港大經管學院參與學者

王于漸教授	港大首席副校長 經濟學講座教授 黃乾亨黃英豪基金政治經濟學教授 香港經濟及商業策略研究所總監
王柏林博士	管理及商業策略、經濟學助理教授
毛振華教授	經濟學實務教授
阮穎嫻博士	經濟學講師
孟茹靜博士	金融學碩士課程總監 金融學碩士（金融科技）課程總監 副教授（教學） 亞洲案例研究中心副總監
吳延暉博士	管理及商業策略、經濟學副教授
房育輝教授	副院長（碩士課程） 管理及商業策略、經濟學教授
高平陽教授	會計及法學學術領域主任 會計學教授
張紅松博士	經濟學副教授 中國經濟研究所副總監
游楊博士	金融學助理教授
鄧希煒教授	馮國經馮國綸基金經濟學教授 亞洲環球研究所所長 中國經濟研究所副總監 香港經濟及商業策略研究所副總監

*按姓氏筆劃排序