

# 國安法後香港世界金融中心前景之探討

●邱萬鈞／美國波士頓東北大學財務金融系教授（Northeastern University, Boston, MA, USA）

## 壹、前言

中華人民共和國全國人民代表大會常務委員會於2020年6月30日通過香港版《國安法》，嚴重限制香港特區的人權自由，並引發國際制裁。美國總統川普於2020年8月7日簽署行政令，宣布對香港行政長官林鄭月娥等十一名中國及香港官員實施制裁，渠等名下的財產和財產權益，以及由他們直接或間接擁有50%或以上的任何實體、或單獨擁有或與其他人共同擁有或控制的任何實體的所有財產和財產權益都會被凍結。中國亦據此對數名美國官員、國會議員、及非政府組織主管實施報復性（但無實質效果的）制裁。

中共政權在香港強推港版《國安法》，對外商而言，扼殺香港名存實亡的高度自治，香港金融中心在中國收緊管制下將面臨巨大困境，造成外人在港做生意意願為之卻步。此波政治緊縮必然會衝擊經濟層面，金融圈出現討論香港金融版圖是否有將轉移至亞洲其他國家的可能。

自1997年7月香港主權回歸後，中共政權在此後十五年利用香港有限的民主制度的弱點來逐步限縮香港的民主自由，例如：立法會選制有利於建制派，利用特殊的制度設計操弄特首選舉。另一方面並採取以今天的角度相對較溫和的手段懷柔港人，例如：興建密集的交通基礎建設及網路設施，期冀香港完全融入了廣東省周邊地區，並鼓勵年輕中國專業人士移民香港，漸次取代急速老化的原香港住民。最後再推動上海作為中國主要的金融城市，讓香港失去與北京抗爭最重要的本錢。由2014年「雨傘運動」到2019年「反送中運動」，乃至2020年港版《國安法》引起的爭議與對抗，固然讓香港的國際金融中心地位面臨巨大挑戰；但對國際資本來說，其所在意的關鍵乃在於香港的「法治與透明」而非香港的「民主與人權」。只要香港的資金進出流動、稅務制度、上市規章等財金相關法規沒有重大改變，短時間內仍難以撼動其地位。然長期美中衝突變化，中國經濟成長下修壓力之下，加上北京對香港控制力道之變化，法治與政府清廉與效能降低，對香港金融中心地位在世界的地位都有相當的影響。

## 貳、香港世界金融中心地位

吾人首先需了解國際金額市場之地位。根據全球金融中心指數（Global Financial Centres Index，簡稱GFCI），下表一臚列全球前二十五名最重要的金融中心及亞洲排名較前之國家。GFCI指數係綜合線上問卷調查評估，以及使用世界銀行（World Bank）、經濟合作與發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development，簡稱OECD）及經濟學人智庫（Economist Intelligence Unit，簡稱EIU）等組織的一百多個指標，將各中心五個主要領域量化，包括：商業環境、財務金融部門發展、基礎建設、人力資源、以及長期聲譽和綜合因素，對金融中心競爭力進行評比的指數。受到近三年來社會紛擾的影響，尤其2019年北京當局無視港人的反抗，開始審議《逃犯條例》修訂草案，引發香港人民的示威抗議，幾乎成為香港每週的常態性活動，一開始的和平示威逐漸演變成激烈的警民衝突，警方也開始過度使用武力無差別攻擊市民，甚至出現許多不明原因的死亡案件。影響所及，造成香港在國際金融中心地位的排名，由長期穩居的第三降至2020年全球第六名，東亞的龍頭位置亦拱手讓給東京。

表一、世界與其他亞洲主要國家全球金融中心指數排名（2020年3月）

排名	較2019排名	國家及中心	GFCI評分	排名	較2019排名	國家及中心	GFCI評分
1	不變	美國紐約	769	33	排名上升3	韓國首爾	694
2	不變	英國倫敦	742	44	排名上升1	馬來西亞吉隆坡	677
3	排名上升3	日本東京	741	45	排名上升27	印度孟買	672
4	排名上升1	中國上海	740	58	排名下降8	泰國曼谷	657
5	排名下降1	新加坡	738	59	排名下降32	日本大阪	656
6	排名下降3	香港	737	69	排名上升21	印度新德里	646
7	不變	中國北京	734	74	排名下降1	中國成都	641
8	排名上升4	美國舊金山	732	75	排名下降41	台灣台北	640
9	排名上升17	瑞士日內瓦	729	93	排名下降2	印尼雅加達	617
10	排名上升3	美國洛杉磯	723	98	排名上升6	中國杭州	612
11	排名下降2	中國深圳	722	99	排名下降66	中國青島	610
12	排名下降4	阿拉伯聯合大公國杜拜	721	100	排名上升2	中國天津	609
13	排名上升2	德國法蘭克福	720	101	排名上升2	中國南京	608
14	不變	瑞士蘇黎世	719	102	排名下降1	中國大連	607
15	排名上升2	法國巴黎	718	103	排名下降6	菲律賓馬尼拉	606
16	不變	美國芝加哥	717				
17	排名上升12	英國愛丁堡	716				
18	排名上升7	盧森堡盧森堡	715				
19	排名上升4	中國廣州	714				
20	排名下降10	澳大利亞雪梨	713				
21	排名下降2	澳大利亞墨爾本	712				
22	排名上升2	加拿大溫哥華	711				
23	排名下降12	加拿大多倫多	710				
24	排名上升4	美國華盛頓特區	709				
25	排名下降7	美國波士頓	708				

資料來源：Z / Yen Group。

表一這項排名也可以看出部分理由，為何北京中共政權甘冒國際制裁之大不諱，執意推動港版《國安法》，撕破1985年具國際法完整法律效力的「中英聯合聲明」，推翻「維持香港本身的資本主義制度和生活方式五十年不變」的承諾。中國拜加入世界貿易組織、成為世界工廠之賜，不僅成為世界第一大經濟體（以購買力評價purchasing power parity而言），其一線城市如上海（排名第四）、北京（排名第七）、深圳（排名第十一）、廣州（排名第十九）均已躍升世界主要的金融中心，甚至於二線或新興都市如成都、杭州、青島、天津、南京、大連也已側身進入全球百名金融中心城市之列。中國經濟快速發展帶來的過度自信與驕傲，忽略以人均國內生產總值（per capita GDP）而言，中國僅達開發中國家的水準，中共政權漸漸對香港的全球金融中心特殊地位視為可有可無。尤其北京政權視給予香港「一國兩制」及其他經濟優惠之特殊待遇為莫大恩惠，數百萬香港市民數年來多次起身抗議「二十三條」、「送中條例」，不光觸怒中南海龍顏，更可能啟發中國內地人民，嚴重威脅中共政權的領導地位。中共政權對香港市民一些優惠待遇固吸引大批中國內地移民（特別是高學歷且具國際化專業能力的年輕人），但亦造成內地人民對香港市民享有特殊待遇的不滿。對香港管控的增加，既可將香港降級為一個中國的城市，加強管轄力道，相對提高其他中國城市的地位，更能殺雞儆猴警告異議人士、平撫內部不平，收一箭雙雕之效。

在此分析香港在二次世界大戰之後逐漸成為世界金融中心，歸納其主要的的原因有四。第一，香港使用英美普通法系（English Common Law），與另三大世界金融中心——紐約、倫敦、與新加坡——為相同的法系，且通用語言皆為英語，與世界金融中心市場溝通不僅困難性較低，且思維方式亦較相近。且根據財務經濟實證研究，普遍同意普通法系對財產權之保障及法律執行效率高於其他法系。其次，中國龐大的實體經濟與國際貿易與外國的金融交易，創造金融服務（如首次公開募股或企業購併）的需求，特別在中國加入世界貿易組織（WTO）前，香港儼然是中國對外交流的獨家緩衝與窗口。直到今日，超過九成的港股上市公司為中國企業或實際在中國營運的公司，而香港超高密度的國際金融機構，也提供中國的富人進行便利而隱私性高的國際交易。第三，香港的稅制簡單，無論個人所得稅（2020年稅率提高至17%）或企業所得稅（2020年稅率由15%提高至16.5%）都低於大多數高度發展的國家，同時，公司設立登記程序也簡便。這使得香港與新加坡長年被評為全球經濟自由度最高的國家（不過這些評鑑項目未必與政治自由或人身經濟自由有關）。最後，港幣採取緊盯美元（\$1:HK\$7.8）的固定匯率，使國際投資者不需擔憂匯兌風險，但香港的代價則是放棄自主的貨幣政策。不過這項固定匯率政策也因香港經濟與中國日益緊密，面臨相當的挑戰。就投資者而言，只要匯率有相當程度的穩定，不一定要採用固定費率，就會有相當投資意願。

觀察表一所述之國家，唯二具候選資格取代香港世界金融中心的地位，只有東京與新加坡。其原因為在此一時區間（東京與香港及新加坡時差一小時），僅新加坡與日本具高度資本流動自由、金融法規與他國接軌程度高；特別是新加坡也使用英語，為英美

普通法系，且產業結構與金融機構客戶端服務市場（主要為中國以及東南亞國家）與香港的重疊性亦高，更較東京具優勢。至於中國，其經濟體系仍屬低度對國際開放，外匯管制甚嚴，人民幣也長期有顯著的人為干預。中國雖欲藉由一帶一路將其過剩的基礎建設產能輸出，並促進人民幣國際化，若上述問題沒有解決，並再加上中國中央政府及貨幣長期保持最高債信等級，終將難以被接受為國際流通貨幣。故根據世界交易所聯盟（World Federation of Exchanges）之資料，雖2019年終上海、深圳兩股市的總市值合計為約六點五兆美元，較香港股市三點九兆美元為高，但赴港股市場及美股市場掛牌交易始終為中國企業募資之首選。以上現象可以風險投資的供需來解釋：此前中國企業爆發的財務造假醜聞並未讓美國及其他投資人卻步，看中中企未來成長的潛力，仍有意投資這些公司。對國際投資人而言，中國是全球某些最快速成長新創的孕育之地，他們所提供的機會對全球投資人來說十分具有吸引力。對許多在成長階段的中國企業來說，美國仍是最容易募資的市場（2019年終之紐約證券交易所加上那斯達克股票交易所總市值合計為超過三十三兆美元），且一方面借外人之手保護其資產免被政府或官員掠奪，二方面又可於中國建立國際名聲。

表二係五項金融中心在各個領域競爭力的評估的績效。紐約與倫敦各占歐洲與美洲兩時區之鰲頭，穩居全球前二名；香港於商業環境、人力資源雖居亞洲榜首，但在財務金融部門發展、基礎建設、以及長期聲譽和綜合因素皆於2020年落後於新加坡，而東京、上海、北京在多項指標則瞠乎其後。基礎建設因素考慮了該位置辦公空間的價格、可及性（availability），以及公共交通。長期聲譽和綜合因素屬於印象分數，有部分主觀性與歷史僵固性，例如創新，品牌吸引力，文化多樣性和競爭地位。然即使過去數年中共當局與香港政府如此倒行逆施，引發社會的動盪不安及國際制裁，令人驚豔香港的國際金融中心仍舊處於重要地位。

表二、全球金融中心指數五項領域競爭力績效（2020年3月）

名次/項目	商業環境	財務金融部門發展	基礎建設	人力資源	長期聲譽和綜合因素
1	美國紐約	美國紐約	美國紐約	美國紐約	美國紐約
2	英國倫敦	英國倫敦	英國倫敦	英國倫敦	英國倫敦
3	香港	新加坡	新加坡	香港	新加坡
4	新加坡	瑞士蘇黎世	日本東京	盧森堡	香港
5	德國法蘭克福	德國法蘭克福	香港	新加坡	挪威奧斯陸
6	瑞士蘇黎世	香港	瑞士日內瓦	中國上海	日本東京
7	美國芝加哥	瑞士日內瓦	瑞士蘇黎世	中國北京	法國巴黎
8	瑞士日內瓦	荷蘭阿姆斯特丹	瑞典斯德哥爾摩	法國巴黎	愛爾蘭都柏林
9	加拿大多倫多	中國上海	中國上海	美國芝加哥	中國上海
10	加拿大蒙特利	日本東京	美國舊金山	阿拉伯聯合大公國杜拜	中國北京
11	挪威奧斯陸	美國舊金山	中國北京	日本東京	瑞士蘇黎世
12	英國愛丁堡	法國巴黎	阿拉伯聯合大公國杜拜	比利時布魯塞爾	荷蘭阿姆斯特丹
13	丹麥哥本哈根	阿拉伯聯合大公國杜拜	法國巴黎	美國舊金山	德國法蘭克福
14	荷蘭阿姆斯特丹	盧森堡盧森堡	澳大利亞雪梨	德國法蘭克福	英國愛丁堡
15	愛爾蘭都柏林	丹麥哥本哈根	加拿大溫哥華	美國洛杉磯	澳大利亞雪梨

資料來源：Z/Yen Group。

另值得注意的是，表二顯示近年來中國金融業人才之適用性、勞動力市場的靈活性、商業教育的品質、勞動力的技能水準、以及生活品質均有大幅提升。且中國資本市場和其他金融市場中交易的數量和價值，亦隨經濟發展大幅成長，各種形式金融服務公司的集群效應，就業人口和經濟產出指標亦相當亮麗，凸顯其財務金融部門發展已非吳下阿蒙。惟法規改革、稅制、社會貪腐程度、經濟自由、以及開展新業務的難度未有提升，商業環境尚難以與香港與其他先進國家並駕齊驅。若台灣主管機關有志為台灣爭取在香港之金融機構搬遷來台之機會，一圓「亞太金融中心」的美夢，可借鏡其金融業人才培育經驗，加速與歐美日市場接軌，並避免重蹈其所犯之錯誤，修訂法規、改革稅制、打擊貪腐、促進工商發展。

表三係按各業務類別全球前五名之金融中心。除盧森堡於保險業務稱霸全球，紐約在銀行業、投資管理、金融專業服務（如會計、企業顧問、法律服務等）、政府和監理機構服務均執世界之牛耳；而倫敦則為歐洲市場之中心。香港則於金融專業服務、政府和監理機構服務為亞洲首位，保險業務則次於新加坡，另銀行業務、投資管理次於上海及新加坡。表三亦顯示上海之銀行業、投資管理均成長至世界第二位，加上大約位居六、七名之北京，已儼然形成一股不可忽視之勢。此與中國經濟發展與就業人口大幅成長，大量金融業人才與國際金融機構進入，形成金融服務公司的集群效應，以量取勝於其他國家。訂價技術困難度更深且需長期關係的保險、金融專業服務、及政府和監理機構服務則急起直追。

表三、按業務類別全球金融中心（2020年3月）

名次/項目	銀行業	投資管理	保險	金融專業服務	政府和監理機構
1	美國紐約	美國紐約	盧森堡	美國紐約	美國紐約
2	中國上海	中國上海	美國紐約	英國倫敦	英國倫敦
3	英國倫敦	新加坡	英國倫敦	香港	盧森堡
4	香港	英國倫敦	新加坡	阿拉伯聯合大公國杜拜	香港
5	日本東京	香港	瑞士蘇黎世	新加坡	新加坡
6	新加坡	中國北京	瑞士日內瓦	中國上海	中國上海
7	中國北京	德國法蘭克福	德國法蘭克福	加拿大多倫多	日本東京
8	美國舊金山	加拿大多倫多	香港	瑞士日內瓦	瑞士蘇黎世
9	瑞士日內瓦	美國舊金山	阿拉伯聯合大公國阿布達比	德國法蘭克福	德國法蘭克福
10	中國深圳	美國波士頓	中國上海	中國北京	美國洛杉磯
11	澳大利亞雪梨	阿拉伯聯合大公國杜拜	美國洛杉磯	瑞士蘇黎世	以色列特拉維夫
12	澳大利亞墨爾本	日本東京	加拿大多倫多	日本東京	中國北京
13	德國法蘭克福	盧森堡	美國芝加哥	以色列特拉維夫	美國舊金山
14	法國巴黎	中國深圳	中國北京	澳大利亞雪梨	立陶宛維爾紐斯
15	中國廣州	瑞士蘇黎世	阿拉伯聯合大公國杜拜	美國舊金山	瑞士日內瓦

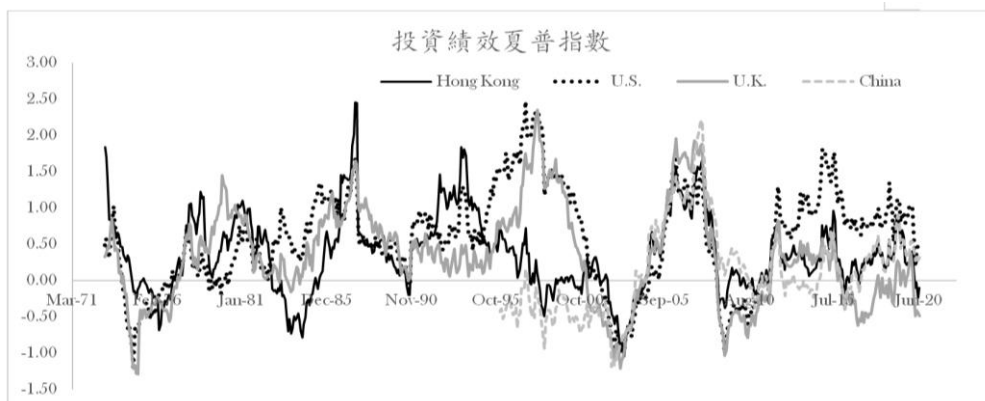
資料來源：Z/Yen Group。

長期而言，香港金融中心地位的沉淪，亦標幟整個中國可能的倒退。取得香港市民身分證已成為許多中國內地年輕世代的人生規劃目標，追求個人自由（例如不用冒違法風險使用翻牆軟體就可看外國網站）與經濟上的發展機會，讓他們有「偽出國」到香港發展的動機，而其努力的成果亦將回饋貢獻到中國的經濟與社會發展。當香港已經成為中國共產黨牢牢控制的城市，也將逼迫中國內地的年輕世代，特別是家庭經濟條件較佳者，只能選擇離鄉背井遠赴其他國家發展。人才的斷層，與世界交流的限縮，教育與經濟的鎖國，將使得中國領導階層的近親繁殖更為嚴重，將有可能對中國長期發展產生負面且深刻的影響。

### 參、香港經濟與其他國家關係

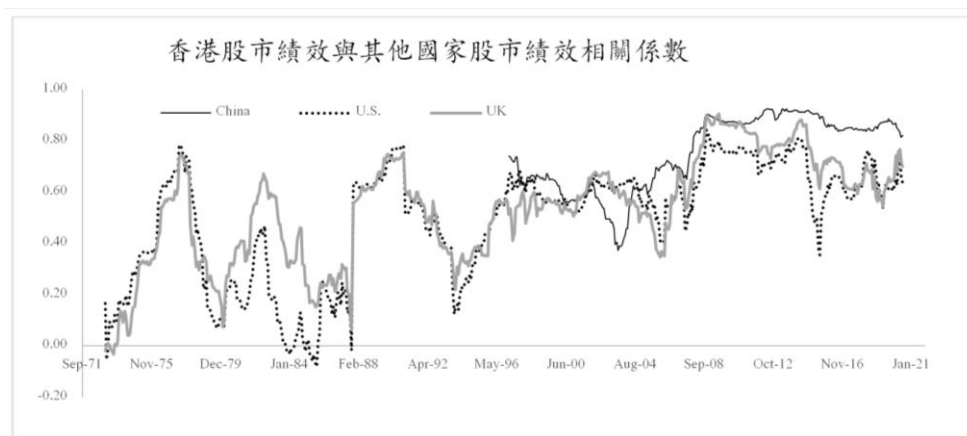
若股市為經濟的櫥窗，股票價格漲跌即反映投資大眾對企業獲利前景的看法；唯報酬率僅反映資產價值的變化，並未考慮風險。「夏普指數」（Sharpe Index）則為風險調整後投資績效，數字愈高代表績效愈好。圖一為使用「摩根史坦利資本國際指數」（Morgan Stanley Capital International Index，簡稱MSCI Index），觀察香港、美國、英國、與中國各國股市長期投資之夏普指數變化。香港股市在1990年代初期前，尚屬新興市場之特性：受景氣影響激烈，一旦經濟情勢為佳時，績效較美國、英國股市為高；反之經濟情勢反轉時，損失程度亦較美國、英國股市為烈。1993年後中國股市開始邁入國際資產管理之範疇，唯初期表現遠遜於先進國家；由於港股與中股的聯繫開始加深，如

紅色資本企業進入香港股市並逐漸晉身「恒生指數」(Hang Seng Index)成分股(紅籌股)。1990年代中期後至2008年全球金融海嘯前，兩者表現均多遜於英美股市。2011年後，美股表現大部分時期投資效率顯勝於港股、英股與中股。



圖一、投資績效夏普指數 (Sharpe Index)

股市間報酬率之相關係數變化，亦可測量其間互動關係；當相關係數極低或為負的情形下，適當的國際資產組合將帶給投資人相當的風險分散利益。圖二顯示當香港在1980年代中期前與英、美股市相關係數呈週期性大幅變化，數字可由低-0.05至高0.8；此乃因當時經濟全球化程度不高，除非因重大事件（如七〇年代及八〇年代的能源危機）發生，各國經濟連動性不高。但自1987年10月因紐約華爾街「黑色星期一」引發的全球股災後，港市與美英股市表現績效日益高度亦步亦趨，似乎意味著經濟依賴程度的提升。九〇年代後之後，港股與中股連動程度日益加深，現已超越美英股市。由2008年金融風暴後，港股與中股之相關係數長期維持在0.8的高相關。



圖二、香港股市績效與其他國家股市績效相關係數

## 肆、影響香港前途的變數

由2019年「反送中運動」到2020年「港版《國安法》」引起的爭議與對抗，固然讓香港的國際金融中心地位面臨巨大挑戰；但對國際資本來說，其所在意關鍵在於香港的法治與透明。然而只要香港的資金進出流動、稅務制度、上市規章等財金相關法規沒有重大改變，短時間內仍難以撼動其地位。然香港乃至中國與世界主要國家的關係，在近一年來的變化之快，已超乎過去一般設想。以下臚列四點足以改變中長期之發展變數，或可密切注意參考。

### 一、美中衝突如何逆轉經濟全球化趨勢

在2020年1月，持續多時的美中貿易爭議剛簽訂第一階段協議，隨即發生因中國隱瞞武漢肺炎的疫情，導致至8月底美國有近六百四十萬人被感染、超過十九萬人死亡。因為封城與停工，使失業人口數暴增，6月底失業潮更達高峰，失業率由2月的3.5%達到14.5%，全年平均失業率達預計到10%以上。根據國際貨幣基金（IMF）2020年6月之預估，全球經濟成長率為-4.23%，超過90%國家經濟成長率為負，而此比率在2019年僅有24.6%，2018年及前四年皆低於20%，顯見此次世界經濟衰退之嚴重。2020年中國經濟成長率估計僅為1.20%（2020年7月新估計），為1989年「六四天安門事件」國際制裁後之新低；香港經濟高度依存中國，自首當其衝。

疫情爆發後，美國總統川普與國務卿龐貝歐多次站出來嚴厲指責中國政府與世界衛生組織（WHO），之後索性宣布終止與世界衛生組織的關係。美國不但擴大出口禁令，甚至要求使用美國科技生產晶片的海外業者，必須取得美國許可，才能出售晶片給華為。華為雖然是全球最大的電信設備公司與第二大智慧型手機製造廠，但華為多數高階手機均依賴台積電所生產的先進晶片，台積電還替華為生產網路晶片與人工智能處理器。美國擴大禁令使華為手機晶片最大供應商的台積電自5月15日起停接華為訂單，9月中之後則停止對華為出貨。在美國疫情仍持續上升的同時，台積電被迫選邊站，宣布在美國亞利桑那州投資一百二十億美元建立五奈米製程先進晶圓廠，使美國得以確保晶圓產業鏈的安全性。除此之外，抖音、阿里巴巴、騰訊、中芯、微信、海康威視、大疆創新以及百度等中國科技廠商均被美國政府點名，捲入對中國進行高科技的防堵戰之中。即使為美國企業，但與中國有過於密切的資訊依賴與交流者，如Zoom，亦受到美國政府主管機關嚴重關注。

美國目前針對中國資訊龍頭華為的作為，已使華為的手機市場受到重創，而美國不斷對華為限縮，華為產品不僅不能搭載美國企業（如Google）服務項目，也要求全國半導體廠商停止供貨華為，華為買不到高階晶片，產品效能降低，自然也影響到銷量，銷量下降影響就業，就又回到需求和消費雙降的惡性循環中。

南海爭議亦是美中衝突的焦點。2020年8月美國商務部及國務院對二十四間中國企



業，因其協助中國在南海興建軍事用途的人工島及設施，包括在香港上市的中國交通建設集團旗下子公司、中船重工集團以及中國電子科技集團等分公司，列入制裁實體清單。值得注意的是這些企業也是中國「一帶一路」的主要參與者。

在2020年7月後，美中外交戰已越演越烈，演變為相互關閉對方在本國境內的領事館，逮捕申報虛假入境資料的解放軍軍官，拒發或拒絕延長記者簽證，驅逐訪問學者，關閉孔子學院，甚至禁止部分對方企業業務的情況。同時，美中兩國在亞洲、印度洋、太平洋、與東海及南海甚至於台海周邊，屢屢進行武力較勁，更是牽動國際敏感的神經。尤其2020年11月美國總統大選的結果若是需要進行政權交接，由大選結束後到新任總統上任前的「政治真空期」之間，可能引發解放軍在台海挑起爭端。

儘管美中之間衝突持續升溫，然而非常諷刺地對許多中國公司來說，美國卻仍是最具有吸引力的上市地點。2019年整年有二十五家中企在美募資的三十五億美元，2020年至8月底已有超過二十家中企在美上市，募資金額達共達四十億美元，募資規模也已經超越2019年。這些企業多數隸屬於科技領域。而2020年4月爆發中國企業財務報表造假（如瑞幸咖啡 Luckin Coffee）的弊案後，使得美國證管會（Security Exchanges Commission）對中國公司上市的審核將更謹慎，而香港股市將更成為中國企業融資的大本營。例如「阿里巴巴」（Alibaba）旗下的「螞蟻金服」，將於香港上市，可能超越沙烏地阿拉伯國家石油公司（Saudi Aramco），成為有史以來最大的首次公開募股（IPO）。中國政府似乎已意識到中國公司無法於美國上市公司的影響。2020年8月中國證券監督管理委員會向美國對口監理機構「會計監督管理委員會」（Public Company Accounting Oversight Board，簡稱PCAOB）開始協商提出新的財務稽核方法，但由於中國以國家安全考量，堅持調整中國國營企業部分資訊，美國未必會重開中企上市的大門。然港市是否為迎合中國企業而降低金融監理之標準，進而打擊國際投資人的信心？頗值得觀察。

此外，香港人權問題將可能成為中國與自由國家衝突的引爆點。2020年北京當局堅持推動港版《國安法》，引發國際撻伐。由於香港不再擁有高度自治，因此不再符合美國法律下特殊貿易待遇。香港地位的降級，不僅作為開放國際商業城市的信譽與地位受到威脅，也意味著全球對香港司法體系的信心瓦解。首當其衝的是香港與美國之間貿易（2019年總額約三百五十五億美元，較2018年四百三十六億美元為低；另2019年中國對美國出口額為四千五百一十七億美元，出超金額為三千四百五十二億美元，亦較2018年四千一百九十億美元為低）將會面臨遭到衝擊，八萬五千萬名住在香港美國人與六十餘萬其他歐、美與澳洲等自由國家的公民面臨去留抉擇，在香港約有一千三百多家美國企業也可能須考慮撤離，對香港經濟與社會帶來巨大的。美國知識密集產品占香港進口份額的5%，一旦限制香港公司採購高科技產品，將使香港對中國的商業優勢煙消雲散。另外，香港在世衛組織（WHO）和亞洲開發銀行（ADB）等組織恐怕不得再擁有獨立代

表。香港人恐也比較不容易入境美國。東方明珠蒙塵，也將關閉中國真正了解世界的一扇窗。

根據目前情勢，預期美中衝突在未來數年恐怕將難以收場，其形式將由貿易擴展至國際關係乃至軍事對抗，美國並將迫使各國企業、甚至各國政府選邊站，此舉將會逆轉經濟全球化趨勢，可能促使理念相近多國之新政治經濟整合組織的成立。世界各國分工合作、自由流通的全球化趨勢雖然不會停止，但是中美貿易戰會延緩經濟全球化的步調。即便美國於2020年底總統選舉有可能輪替，美中對抗的基調一時之間恐難以改善。

## 二、駐香港國際金融機構態度

如前所述，香港得天獨厚的環境，讓世界各地環抱淘金夢的外商趨之若鶩。然港版《國安法》雖已頒布實施，但近80%港人認為此法許多細節定義不清，存在很多含糊或一些含糊的地方。法條意義不清，固與黑箱立法，事先封鎖法條內容，也不容外界提出不同意見有關；另外，正是要刻意且具政治意味地讓特區政府和中央政府擁有選擇性、針對特定人員的彈性，以製造恐懼與限縮。根據香港美國商會2020年8月初的調查結果顯示，在「港版《國安法》」通過後有9%受訪者表示考慮短期內離香港，44%受訪者稱考慮中長期離港，而表示不會離開香港的則僅有46%。美國商會也指稱考慮離開香港的比例持續增加中。此外，44%受訪者對香港經商的前景感到悲觀，10%受訪者更稱，即使短期樂觀，但對中長期仍感悲觀。至於受訪的公司會因為「港版《國安法》」而撤資離港，高達39%表示會於短、中、長期撤資。隨香港情勢逐漸為中國掌控，這個比例不僅會持續上升，考慮離開香港的公司的趨勢變得更明確。

此外，隨著香港「中國化」（Chinafication）加深，不諳中文聽說讀寫的外籍銀行家求職難度增，造成香港金融業質變為中國金融圈。國際居民占香港總人口約5%，且主導著香港銀行與投資產業。從香港金融業對說中文者的偏好，也能看出中國在這個國際金融中心的影響力與日俱增，凸顯了這座城市不斷變遷腳步的特質。根據許多獵人頭的人力資源公司觀察，對不會說中文的人來說，要在香港找到一個適合的工作愈來愈困難，這種現象在銷售和研究等第一線面對客戶的職位，尤其非常明顯。而在不到十年前，香港金融機構所需要的是有銜接西方資本市場能力的人才，但是現在會說中文的應徵者也已具備那樣的才能。近五年來，金融業招募說中文者的趨勢持續加速，特別在需要面對客戶的領域，例如企業併購、股權私募、固定收益證券、股票投資和資產管理等領域，對說中文者都有需求或需求更高。至於技術、風險管理與產品設計等經營類的職缺，對說中文的需要所占的比例較小。

香港的經濟發展在經歷一年來的政治動盪之後，再加上疫情也打擊旅遊需求和當地消費，使得2020年衰退狀況進一步加劇。進入下半年，香港同時面臨多重的不利因素，包括最近的第三波疫情的爆發，貿易緊張局勢加劇，以及香港《國安法》頒布後可能威

將香港為亞洲金融中心的未來。根據2020年8月香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority）的報告指出，將2020年經濟成長預測下調至-6%至-8%之間，創下歷史最低水準，超越1998年亞洲金融風暴時的萎縮5.9%，可說是二次世界大戰以來最糟紀錄。根據官方公告顯示，最新經濟預測比先前的-4%至-7%還要來得更嚴重，此外香港也發布了2020年第二季國內生產總額（GDP），較去年同期衰退9.1%、與前季-9.0%相比更加衰退0.1%，其中本地固定資本形成總額衰退21%、服務輸出衰退46.1%、私人消費衰退14.2%。以產業別而言，影響最劇者分別為住宿及膳食服務（-47.6%）、運輸、倉庫、郵政速遞服務（-32.3%）、進出口貿易（-21.5%）。以上第二季數字，均較第一季嚴重萎縮。香港其特殊的「城邦」地位（city state），以三級產業為主的經濟結構，加上與中國「前店後廠」的國際貿易分工，高槓桿的運作下使得其成長與衰退的程度相較具相當規模一、二級產業的國家為高。

國際投資第一考量因素就是「危邦不入，亂邦不居」，國際金融機構進入香港亦不例外。香港由「一國兩制」改為「一國一制」，因不符合中共權力核心集團的經濟利益，故從未成為中國國內的主流思考方向，此政策更顯無香港民意支持。唯一可解釋的理由就是中共黨內派系鬥爭而想要藉由「港版國安法」全面控制香港的經濟利益。此時就考驗著外商承擔風險賺錢的毅力，與中共黨內派系想要控制香港的決心。

### 三、中國經濟下修壓力對香港影響

表四列出國際貨幣基金（International Monetary Fund，簡稱IMF）蒐集歷史資料並整理2020年4月更新的世界主要與台灣與相關國家的人均國內生產總值成長率（Gross Domestic Product per capita Growth Rate），從2016年到2019年的變化與近兩年來的預測，我們可一探各國相對強弱之處。中國於2016年後經濟成長率已逐步放緩，2019年已降至6%以下；2020年預計達三十年來的歷史新低。若考慮中國高通貨膨脹率，實質經濟成長可以斷言為負。由於此資料發布於4月，香港的衰退情況比最新公布數字為佳。若說2019年是中共政權的經濟成長瓶頸的惡夢，進入2020年後，中南海可能更明確地瞭解那2019年才是惡夢的開始。根據最新的預測，由於台灣政府當局妥為對策，此次疫情風暴對台灣經濟成長之衝擊較似比其他亞洲經濟地位接近之國家為輕。2021年世界經濟將有相當幅度的改善，台灣政府應審視新經濟與企業模式，與國際地緣政治變局，對產業政策作出適當調整，輔助民間廠商於險境求新生。

表四、人均國內生產總值增長率（Gross domestic product per capita growth rate）

國家／年份（%）	2016	2017	2018	2019	2020 F	2021 F
香港	2.20	3.81	2.90	-1.22	-4.84	3.93
台灣	1.96	3.17	2.67	2.65	1.00	3.49
中國	6.22	6.38	6.34	5.76	1.20	8.91
法國	0.83	1.99	1.57	1.18	-7.42	4.19
德國	1.41	2.08	1.22	0.32	-6.96	5.22
印度	6.85	5.65	4.74	2.88	0.55	6.03
日本	8.30	7.00	6.10	4.20	1.90	7.40
韓國	2.54	2.87	2.18	1.83	-1.32	3.32
英國	1.90	1.90	1.30	1.40	-6.50	4.00
美國	1.60	2.40	2.90	2.30	-5.90	4.70
越南	6.70	6.90	7.10	7.00	2.70	7.00

資料來源：國際貨幣基金；台灣中華民國中央銀行；2020及2021年為預測值。

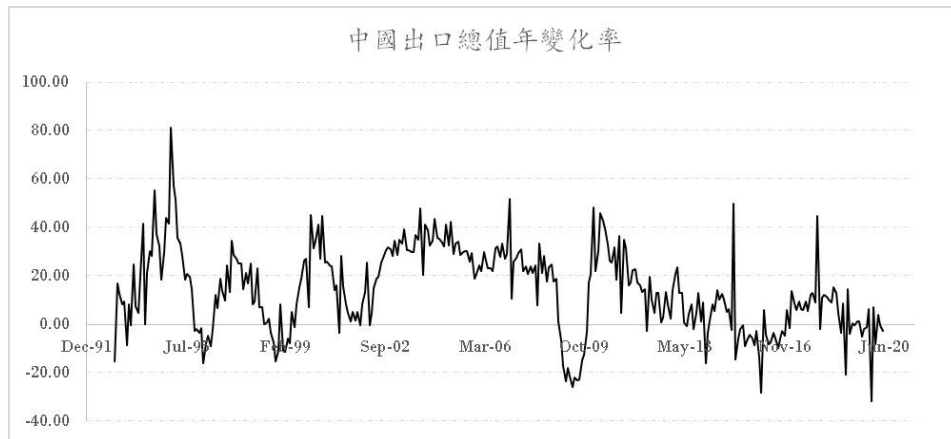
表五列出中國與主要國家及亞洲國家由2018年第四季至2020年第二季國內生產總值變化率。由於中國既是武漢肺炎最早的起始國，也是世界重要生產國及消費國，因此2020年第一季中國境內多個城市受到封城、停工的影響，導致全球許多產業因為缺乏原料或零組件而停產，嚴重衝擊全球化經濟體系的規模，遠遠大於近代歷史上任何大型瘟疫。唯第二季已見反彈。而其他國家，如亞洲的日本、韓國，歐洲的英國、歐盟各國以及美國均在第二季反映疫情之影響。另外，印度之表現在前兩季相對良好，唯該國疫情在2020年6月後日益嚴重，至8月底確診案例已逾三百五十萬例，位居全球第三名，每十萬人死亡率為四點六人；其經濟成長情況，將決定於此新興的世界工廠是否會步其他國家之後塵。特別中國與印度不僅經濟上競爭日趨激烈，兩國領土爭端已造成嚴重傷亡，乃至中國、印度、巴基斯坦三國角力，再再投下不安的變數。

表五、國內生產總值各季變化率（%）

時期	中國	日本	韓國	英國	美國	印度	歐盟國家（除去英國）
2018-Q4	1.30	0.57	0.87	0.21	0.33	1.17	0.48
2019-Q1	2.00	0.70	-0.34	0.66	0.73	1.41	0.54
2019-Q2	1.20	0.41	1.01	-0.06	0.37	0.91	0.25
2019-Q3	1.40	0.04	0.38	0.51	0.64	0.84	0.32
2019-Q4	1.30	-1.80	1.31	0.00	0.59	0.86	0.09
2020-Q1	-10.00	-0.62	-1.28	-2.19	-1.26	0.66	-3.18
2020-Q2	11.50	-7.82	-3.33	-20.37	-9.49	0.48	-11.90

資料來源：聯合國經濟合作與發展組織（Organisation for Economic Co-operation and Development; OECD），國內生產總值計算採支出法。

圖三報告以美元計價季節性調整後中國各月份出口總值的年變化率。中國自2015年後，出口多呈現退多長少之勢；2018年下半年後，更看到屢在衰退中震盪，不似2010年金融風暴中的反彈。中國作為世界工廠自2017年之後，出口順差占國內生產總額（GDP）比率已多年低於1%，比起2010年前連年領先世界各國，無法同日而語。由於美中關係齟齬於2020年後美中貿易協定簽約後，竟急遽嚴峻，在中國境內的外商相繼出走，此次因為武漢肺炎引來的全球供應鏈的問題與國安議題，更進一步加速美商撤出中國，勢必將會引發中國經濟更大的下修壓力。反觀，韓國與德國拜其科技產業，將持續維持相對強大競爭力，其中韓國將持續在國際成為亞洲其他國家主要國際貿易的競爭國。



圖三、美元計價季節性調整後中國各月份出口總值年變化率（%）

近二十年來經濟全球化發展加速，令參與其中的國家經濟迅速發展。過去數十年的經濟全球化，呈現的事實是無論是民主國家或是專制國家，只要開放市場、積極參與全球化，則經濟發展都會因此而成長；而且擁有較多高學歷專業人才、科技技術與資訊產業、金融體系健全的國家，愈能在經濟全球化的發展過程中占有優勢。此次武漢肺炎讓許多倚重中國生產與製造原物料及零組件的跨國大型企業，意識到全球化生產的脆弱面，將會重新思考供應鏈的風險管理。過去十年大企業於全球化精細分工所倚重的效率，疫情期間卻因過細與過長的分工而面臨斷鏈的危機，暴露了全球供應鏈過於依賴中國大陸的脆弱性。全球供應鏈的重組則將使中國的勞動市場出現巨大的改變，若中國就業狀況沒有改善，將會進一步危及習近平政權消除貧窮的首要政策目標，並對中國經濟反彈力道加壓。不僅如此，失業狀況的惡化甚至可能導致北京最害怕的民眾抗爭事件的發生。

因應中國經濟迭遭重創，中共國家副總理劉鶴及黨總書記習近平在2020年6月後提及「內循環」——希望發揮中國國內大循環，配合國內外的經濟雙迴圈的格局，透過擴大內

需止住經濟衰退局勢，繼續維持經濟的成長動能。但在中國大環境完全沒變好的情況下，寄望「內循環」，恐難達成目標。中國內循環另還有一重大弱點，就是晶片、糧食及能源大量依靠進口。內循環依靠完整的產業鏈，一旦中國國內的外資廠商開始陸續大量外遷，就可能會出現供應鏈中斷的情況。

美中第一階段貿易協議的檢討會議已經無限延後，釋放出中國在武漢肺炎重創經濟之後已力有未逮的資訊，難以達到美方的多樣且高額採購要求。對此，美國不會放寬管制，中國經濟極可能出現惡性循環。因經濟預測不佳，需求和消費不會成長，可支配所得降低，內需經濟失去最重要的動能，自難形成所謂的雙迴圈經濟格局。即使中共增加政府採購，因為中國經濟穩定發展的因素消磨殆盡，恐也難以帶動民間投資。這些因素包括環境與勞動力條件惡化、美中衝突、武漢肺炎疫情、香港局勢持續動盪，再加上中國內部企業「國（企）進民（企）退」，造成企業家人心惶惶，也增加民營企業投資不穩定因素。

#### 四、中國在經濟戰與金融戰之籌碼

香港對中國最大價值係其對外的金融窗口，不僅為企業融資，香港高密度的國際金融機構也提供中國達官顯貴進行便利而隱私性高（甚至法令邊緣）的國際交易。隨著美中緊張關係大幅升溫加劇，可能的下一步——金融戰，導致中國被逐出全球美元系統的可能性也跟著增高，特別是十一名中國及香港官員遭美國制裁後，有限度的金融戰已然浮出檯面。若一旦金融戰全面開展，香港高槓桿的經濟特性，勢必遭到更嚴重的衝擊。

2020年除了經濟衰退，眾所周知，中國尚面對其他嚴厲的挑戰，實質面經濟的損害已大幅動搖金融市場的穩定性。這些包括：武漢肺炎疫情，以及由4月下旬起一連串由四川至華中及華南糧食生產區的洪災，造成重大損害。2018年開始的非洲豬瘟疫情猶在，其他經濟動物的傳染病又接踵而來；而非洲的蝗災及其他昆蟲災害，使得2020下半年後極可能出現長期的糧食危機。對此，中國不得不從美國進口產品，一方面穩定價格，另一方面履行其購買美國農產品的承諾，不過中國與西方國家持續的政治緊張關係，可能導致價格增加等貿易障礙，也對中國食物供應鏈帶來不確定性，進一步威脅中國的食物供應安全。

雖然中國在賬面上有高達約三點二兆美元的外匯存底（2020年8月底），然而其中超過60%的外匯儲備是以美國國債和其他債券形式存在，其外匯儲備的流動性偏低，易受到美中雙邊關係、美國國債市場規模的影響。再加上中國對外的國際貿易近70%是以美元結算，而流動性外匯存底又與其國際貿易金額接近，足以維持正常情況支付；一旦中國發生非預期的緊急需求，例如：內部的糧荒或其他重大天災，真正能動用的流動性空間其實有限。且若中國利用美國國債為金融戰之武器，恐自損其外匯儲備之價值。雖中國人民銀行力推人民幣國際化，期望降低風險；然一旦美國對中國開啟金融戰，恐連香

港的世界金融中心地位將一併受到動搖。

前述糧食供給大量依靠進口係中國內循環一大弱點，中國雖是全球最大的糧食生產國，同時也是全球糧食進口大國，自2000年代初期之前還能由自給自足，至十餘年後國際需求急速成長，2019年淨進口糧食達到一點一一億噸，其中黃豆（主要用作飼料、沙拉油）的進口量約八千萬噸，小麥及大米等進口量約六百萬噸。根據中國社會科學院預測，中國糧食缺口將持續擴大，至2025年可能到達一點三億噸。考量屆時農業就業人口比重將下降到20%左右；其中約25%務農人口為六十歲以上，農業生產力下降將是中國糧食自給自足的一大挑戰。中國糧食消費分析，其中人類食糧占30%，飼料用糧40%以上，形成人畜爭糧。中國經濟富裕後，消費習慣大幅改變，進口糧食絕大部分是飼料用糧。另一方面，中國國土流失過速，污染嚴重，竭澤而漁的濫用資源以至貧瘠，使原本能養育綿延數千年中華文明的地力，於數十年內消耗殆盡，亦形成生態與糧食供給的威脅。

美國可能採取的金融戰法，包括：將中國逐出美元結算系統，或是限制中資企業使用美元，甚至凍結及沒收中國持有的美國公債。中國在面對美國上述可能制裁手段，十分脆弱且難有還手之力，其中可行回應之道係將人民幣國際化，降低對美元支付系統的依賴。而人民幣國際化，正是「一帶一路」在貨幣政策方面的總目標。但人民幣國際化的進展，可能因為中國嚴格的資本管制與匯率操控而受挫，也可能面臨來自主要國際貨幣國家（美國、歐盟、英國、日本）等國的抵制。此外中國的銀行也面臨不良放款增加的危機，2020年6月底不良貸款率（Non Performing Loans Ratio）達1.9%，較他國（如台灣0.2%、美國1.5%、英國1.1%、香港0.5%、日本1.1%、韓國0.6%）都為高。中國銀行業在2005年3月全國打消呆帳前，不良貸款率曾飆高至12.4%，以歷史經驗而言，中國金融體系並非強健到足夠面對國際衝擊。另一手段則採用數位人民幣來規避國際的反制，加強貨幣政策的控制。不過數位化一國貨幣比發行「加密貨幣」（Cryptocurrency）更為複雜，且至今尚無主要實體貨幣數位化的經驗。其成效亦尚難定論。

中共一連串高壓控制的行動，等於放棄其手上本來握有的所有籌碼，用相對溫和、寬鬆的方式主導香港變化的方向，反而將香港的特殊性摧毀，不只有失去了香港這個生金蛋母雞的風險，更可能進一步將中共推入了與歐美日民主國家公開對抗的新冷戰時代。因此，美國哥倫比亞大學新聞學院Howard French教授評論中共高壓手段對付香港，正是反映一個脆弱、不安全的國家體系，試圖透過這些行為，掩飾正被一個有民主的中國城市所困擾，對其日趨僵化的威權主義帶來威脅的事實。2020年一連串鐵腕鎮壓的事件並不是中國有信心的表現，只展示了一個害怕改變、害怕放鬆限制和控制、害怕自己人民的國家，造成其自身無法估計的損失。



## 伍、結論

2020年7月「港版《國安法》」的實施，引發一連串國際制裁的危機，並將中國與美國（亦可能日後逐漸擴展到對歐洲及印太地區盟邦）各個面向的對抗，推向新冷戰的邊緣。固然香港的民主人權係檯面上爭論的理由，香港的法治與透明影響巨大的商業利益，更為各國寸步不讓的問題核心。基本上，北京政權的盤算主要有二，一是相對提高其他中國城市金融中心的地位，特別是上海、北京、深圳；另一方面，增加對香港的管控，加強打擊中共黨內反對勢力及外部抗爭勢力，收殺雞儆猴之效。

中國雖已有數個世界金融中心城市，甚至深圳、廣州地理上與香港也可歸屬同一大都會區，但香港具有包括：法治、語言、文化等優勢，香港超高密度的國際金融機構，簡單而相對低的稅制，公司設立登記程序簡便，緊盯美元的固定匯率，皆是這些中國城市望塵莫及。亞洲其他城市具取代香港世界金融中心地位候選資格者，只有東京與新加坡，然其他皆另有其他限制。只要香港的資金進出流動、稅務制度、上市規章等財金相關法規沒有出現重大改變，短時間內中共政權實仍難以撼動其地位。但香港情勢近二年來變化，可謂瞬息萬變，且中共政權思考模式異於一般理性的政府，無法使用常理推論。香港中長期其地位變化需觀察美中衝突下如何逆轉經濟全球化趨勢，及駐港國際金融機構態度。此外中國經濟下修壓力對香港影響，以及由中國及香港官員遭美國制裁可能衍生的美中金融戰的後續發展，亦值得密切觀察。◆