

中国香港对中国内地经济贡献评估

—— 基于中间商佣金的测算 *

潘圆圆

本文分别针对贸易、投资、金融三项服务计算了中国香港作为中国内地中间商的经济贡献。2018年中国香港作为中国内地中间商的经济贡献估值是1261亿~1630亿美元。中国香港对中国内地经济的贡献与中国内地GDP的比值从1998年的2.3%~2.5%下降到2018年的0.9%~1.2%。同期中国香港服务中国内地企业获得的利润占中国香港GDP的比重从14%~15.4%增长到34.8%~44.9%。本文假设了中国香港服务能力下降的不同场景并进行测算。测算结果表明，当中国香港每年的服务能力下降20%，5年后中国香港赚取的中间商利润将是1089亿~1463亿美元。当年度服务能力下降40%，5年后中国香港的中间商佣金将降至735亿~951亿美元。

关键词：中国香港 经济贡献 中间商 佣金

2019年以来中国香港的社会形势出现了重大变化，未来的不确定性快速上升。对中国内地而言，梳理中国香港和中国内地的经济联系，评估中国香港作为中间商而产生的经济贡献，衡量中国香港形势变化对中国内地经济可能产生的影响变得非常迫切。

在谈及中国香港对中国内地的经济贡献时，时常被引用的指标包括：中国香港的转口贸易占中国内地进出口的比重、来源于中国香港的资金占中国内地外商直接投资（FDI）的比重、中国内地对外直接投资中以中国香港为目的地的金额、

潘圆圆供职于中国社会科学院世界经济与政治研究所，系澳门城市大学经济研究所特约研究员，Email: panyy@cass.org.cn。

* 作者感谢匿名审稿人提出的宝贵建议，当然文责自负。

中国内地企业在中国香港首次公开募股（IPO）的数量以及融资的数量等。笔者认为，这些指标可以描述中国内地与中国香港的经济联系，但学界需要对数据进行更详细的分析，区分货物与资金的来源和去向，以便于理解中国香港在中国内地对外经济联系中扮演的角色，这是本文的第一个目的。

中国香港为中国内地提供的服务包括转口贸易、投资中转、融资平台等，这些服务的共同点均为中介性质。鉴于中国香港公司主要是中间商，以及各项服务是中介服务的现实情况，我们应当基于中介的本质讨论“贡献”问题。中间商“参与交易的金额”这个指标不能完整描述中间商的贡献。通常来说，中间商获得的佣金是更好的指标。

举例来说，中国内地企业在中国香港发债数量或中国香港股市市值反映企业的融资需求，但用融资数来衡量中国香港对中国内地的贡献并不准确。我们需要审视中国香港资本市场能否提供足够低的利息率，提供的服务能否减少融资过程中面临的不确定性，以及能否提高交易速度、精简手续，这些方面的便利才是中国香港对中国内地企业的贡献，也是中国内地企业选择在中国香港发债或上市，并愿意让渡部分利润来支付中间商佣金的原因。佣金水平反映了市场均衡的结果：一方面说明了中间商的利润丰厚度，也就是中国内地企业对中国香港服务独有价值的判断；另一方面，佣金水平也描述了市场规模大小，即在给定中国香港企业服务价格的情况下，愿意接受该价格的中国内地企业数量。诚然，中国香港作为国际金融中心具有多方面的优势，可能因此对其提供的服务征收溢价，这同样反映在佣金数量上。本文第二个目的是以佣金数量，或者说中间商利润来衡量中国香港作为中国内地中间商的经济贡献。

本文关注的中国香港对中国内地的经济贡献，不是经济学意义上的要素投入对产出的贡献，而是中间商为交易完成做出的贡献。

笔者借鉴了“定价”的思想讨论中间商的贡献，分贸易、投资、金融三方面论述中国香港作为中国内地中间商的经济贡献，并将其加总，评估中国香港总的经济贡献。最后将预测中国香港服务能力下降的不同场景可能产生的影响。

中国香港与贸易中转

（一）中国内地与中国香港之间的转口贸易

1998年以后，中国香港占中国内地出口和进口总值的比重有所下降。中国香

港占中国内地出口比重从1998年的21%（387亿美元）下降到2019年的10.8%（2792亿美元），同期中国香港占中国内地进口比重从4.7%（67亿美元）下降到0.4%（91亿美元）。同时，中国内地仍然是中国香港重要的贸易伙伴。过去十年，中国内地占中国香港出口和进口总值比重的平均值分别超过50%和45%。

中国香港的贸易商连接着中国内地与国际市场。中国香港与中国内地相关的转口贸易分为三类（图1所示）^[1]。本文将进行分类叙述，并在表1中以①②③的方式给出测算结果。

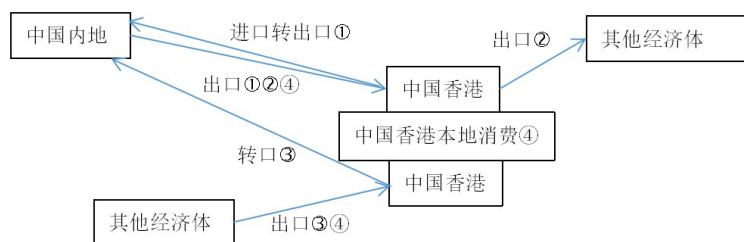


图1 中国香港与中国内地相关的转口贸易

注：①②③分别表示中国香港和中国内地转口贸易的细分类（中国内地通过中国香港复进口数、中国内地通过中国香港的出口伪报、其他经济体通过中国香港向中国内地的转口数）。

来源：作者整理。

第一类情况是，中国内地对中国香港出口，中国香港将部分进口货物再次对中国内地出口。从中国内地的角度来看，属于出口复进口。中国内地的出口复进口中超过90%^[2]通过中国香港完成，属于中国内地的虚假出口。

借鉴已有的研究方法，这部分的估算以中国内地从中国内地的进口^[3]两次除以1.1^[4]，将到岸价转换成离岸价。同时扣除贸易商在复进口中的加价，取中国香港贸易商平均毛利率20%，这样得到中国内地通过中国香港复进口的数量，列在

[1] 除去中国香港本地消费，即第④类。

[2] 吴海英、徐奇渊：“中国出口真实规模的估计”，《东南大学学报》（哲学社会科学版），2014年第6期，第34~39页。

[3] 这指中国内地出口到达转口地，第二次从转口地复出口到中国内地的情况。

[4] 通常，贸易统计中出口按照FOB（离岸价）统计，进口按照CIF（到岸价，包括成本、保险加运费）统计，两者的差价常为10%（冯国钊、刘遵义：“对美中贸易平衡的新估算”，《国际经济评论》，1999年第3期，第10~20页）。两次除以1.1是第一次从中国内地到达转口地，第二次从转口地复出口到中国内地。

表1①列中。

第二类情况是，中国内地对中国香港出口，中国香港将部分货物转口到中国内地之外的其他经济体。这部分是中国内地途经中国香港的出口伪报（mis-invoicing）。与中国香港有关的出口伪报包括两部分：一是将中国香港作为一个整体，中国内地与中国香港之间的出口伪报；二是将最终目的地进口数据减去中国香港的转口额，再与中国内地的出口数据比较，得到中国内地与最终目的地之间的出口伪报。本文主要关注第一部分出口伪报情况。

估算出口伪报方法的主要假设是：进口地的数据是真实数据。将进口地的成本加保险费和运费（CIF）货值转换成离岸价（FOB）货值后，再与出口地的出口FOB相比较，后者减去前者的差额便是出口地的出口伪报值^[1]。为了计算中国内地与中国香港之间的出口伪报，借鉴已有的研究方法^[2]，取最初供应商和贸易商之间的出口伪报，列在表1②列中。计算方法是：（中国内地统计的中国内地对中国香港出口）—（中国香港统计的中国香港从中国内地进口/1.1）。

从数据趋势看，2005年是中国内地和中国香港出口伪报数值的分水岭，中国内地对中国香港由出口低报变为出口高报。2005年中国内地进行了汇率改革，之后短期资本流入中国内地，其主要目的是套汇和套利。中国内地外贸企业也更多通过出口高报引入资本。

第三类情况是，中国香港从中国内地之外的其他经济体进口，并向中国内地出口货物。假设中国内地统计的中国内地从中国香港进口数量是真实的，同时假设中国香港统计中，转口到中国内地之外其他经济体的货物价值占货值总量的比重适用于所有经济体，将其定义为一个系数^[3]。以中国内地统计的中国内地从中国香港进口数乘以该系数，得到中国香港从其他经济体进口并转口到中国内地的数量，列在表1③列中。该数的绝对值和波动都不大，中国香港主要是作为中国内地转口到国外以及中国内地复进口的平台。

[1] 如果该值小于零，为出口低报，企业将该外汇滞留境外，实现资本外逃；如果该值大于零，为出口高报，对应资本流入。

[2] 管涛、王春红：“对中国资本外逃规模测算方法的思考”，《金融研究》，2000年第12期，第112-118页。

[3] 该系数取自指标“按目的地计算划分的转口商贸活动涉及的货品销售价值”（中国香港特别行政区政府统计处）。统计处只给出了2007—2017年的数据，因此假设其他年份的系数为2007—2017年的平均值0.62。

表1 中国内地与中国香港相关的转口贸易数量（亿美元）

| 年份 | ①中国内地通过中国香港复进口数 | ②中国内地通过中国香港的出口伪报 | ③其他经济体通过中国香港向中国内地的转口数 |
|------|-----------------|------------------|-----------------------|
| 1998 | 20.8 | -294.1 | 41.0 |
| 2002 | 103.2 | -251.2 | 66.0 |
| 2005 | 379.9 | 18.1 | 75.2 |
| 2008 | 636.8 | 260.3 | 76.7 |
| 2011 | 844.5 | 698.1 | 94.4 |
| 2014 | 997.8 | 1301.2 | 78.9 |
| 2018 | 1007.1 | 485.3 | 52.3 |

注：由于篇幅限制，文中表格数据均给出七年的情况，可向作者索要其他年份情况。

来源：海关总署，中国香港特别行政区政府统计处。

（二）中国香港从与中国内地的转口贸易中获得的佣金

为了计算中国香港在与中国内地转口贸易中获得的佣金，笔者先计算了中国香港整体转口活动的利润率。中国香港整体的转口利润率被定义为^[1]：

$$\{ \text{中国香港总转口额 (C)} - [\text{中国香港总进口额 (A)} - \text{留港自用部分 (B)}] \} / [\text{中国香港总进口额 (A)} - \text{留港自用部分 (B)}]$$

笔者根据上述定义得到1998—2018年中国香港整体转口活动的平均利润率22%（表2）。同样根据中国香港特别行政区统计处的估计，对中国内地转口的收益高于平均水平5~10个百分点。如果溢价选择平均数值的话，那么1998—2018年中国香港对中国内地转口的收益平均值为29.5%，这与其他研究的估算结果非常接近。

例如宋恩荣等^[2]，芬斯特拉等^[3]的结论是：中国香港转口中国内地商品的加价利润率高达25%。除此之外，中国香港公司对商品运输过程中的服务，使其能

[1] 杨汝岱：“中国香港转口贸易及其对中美贸易平衡的影响”，《经济科学》，2008年第2期，第65~77页。

[2] Sung, Y. W., *Redefining Hong Kong's Strategy of Growth and Development*, The Chinese University Press, pp.15-23, 1998.

[3] Feenstra, R. C., Hai W. W. and Wing T., “Discrepancies in International Data: An Application to China-HK Entrepot Trade”, *American Economic Review*, 89(2): 338-343, 1999.

够获得约占商品价值6%的运费和保险费，所以中国香港公司的所得不低于转口商品价值的30%。已有研究表明，1989年中国内地生产从中国香港转口的货物的利润率为13%，而1996年高达34.4%，同期其他经济体生产经中国香港转口货物的利润率则从11.5%下降至6.6%。^[1]

表2 中国香港从转口贸易中获得的利润（亿美元）

| 年份 | 总进口额 (A) | 留港自用部分 (B) | 总转口额 (C) | 转口利润率 (%) | 转口总收益 |
|------|----------|------------|----------|-----------|-------|
| 1998 | 1845.2 | 628.4 | 1496.7 | 23.0 | 279.9 |
| 2002 | 2076.4 | 593.5 | 1833.0 | 25.8 | 350.1 |
| 2005 | 2995.3 | 752.6 | 2718.5 | 23.7 | 475.7 |
| 2008 | 3885.0 | 989.4 | 3510.2 | 22.4 | 614.5 |
| 2011 | 4836.3 | 1318.2 | 4203.0 | 21.4 | 684.8 |
| 2014 | 5441.1 | 1496.6 | 4665.3 | 18.9 | 720.7 |
| 2018 | 6023.0 | 1550.7 | 5245.3 | 18.5 | 773.1 |

来源：中国香港特别行政区统计处。

表3依据不同利润率给出了中国香港从与中国内地转口贸易中获得的利润，即佣金水平。总的来说，中国香港从中获得的利润稳定增长，中国内地企业为转口贸易服务支付了超出普通贸易中间商的价格，这是考虑到中国香港在降低交易摩擦中的作用。

表3 中国香港从与中国内地转口贸易中的获利（亿美元）

| 年份 | 中国香港对中国内地的转口额 | 利润率取27% | 利润率取29.5% | 利润率取32% |
|------|---------------|---------|-----------|---------|
| 1998 | 525.3 | 141.8 | 155.0 | 168.1 |
| 2002 | 733.2 | 198.0 | 216.3 | 234.6 |
| 2005 | 1244.6 | 336.0 | 367.2 | 398.3 |

[1] Fung, K.C. and Lau L.J., "The China-United States Bilateral Trade Balance: How Big Is It Really?", *Pacific Economic Review*, 3: 33-47, 1998.

续表3 中国香港从与中国内地转口贸易中的获利（亿美元）

| 年份 | 中国香港对中国内地的转口额 | 利润率取 27% | 利润率取 29.5% | 利润率取 32% |
|------|---------------|----------|------------|----------|
| 2008 | 1715.3 | 463.1 | 506.0 | 548.9 |
| 2011 | 2205.4 | 595.4 | 650.6 | 705.7 |
| 2014 | 2522.3 | 681.0 | 744.1 | 807.1 |
| 2018 | 2891.7 | 780.8 | 853.1 | 925.4 |

来源：作者计算。

中国香港与投资中转

（一）中国内地与离岸中心之间的直接投资

2003年后中国香港占中国内地直接投资总额的半壁江山：流入中约一半来源于中国香港，流出中约一半以中国香港为目的地。中国商务部数据显示，2019年中国香港对中国内地直接投资额为963亿美元，2003—2019年中国香港占中国内地直接投资流入比重的平均值约为55%。2019年中国内地对中国香港直接投资906亿美元，2003—2019年中国香港占中国内地直接投资流出比重的平均值超过了50%。

我们将中国香港和中国内地有关的直接投资数据分为三类。第一类，中国内地对中国香港进行直接投资，资金沉淀在中国香港，等待其他投资机会。可用中国内地对中国香港直接投资额乘以“现金比例”来估算沉淀在中国香港的资金^[1]，以5%的现金比例进行估计，得到一个非常保守的估计值。

第二类，中国内地对中国香港直接投资，将中国内地资金通过中国香港投向非离岸中心的其他经济体。笔者以“中国内地对中国香港直接投资流出数*（中国香港对非离岸中心经济体投资/中国香港直接投资流出总量）”来估算这个数。

第三类，中国内地资本流入中国香港后成立公司，该公司在中国香港或第三地融资，获取的资金再次以直接投资的形式回到中国内地，构成“返程投资”。

[1] 本质上是资本在真正投资之前的平均等待时间问题，可以以资产配置中的现金比例来近似描述平均等待时间。

返程投资的含义是：离开母国的本国资本以FDI的形式回到国内。^[1]

从中国内地和中国香港的直接投资数据看，1998年后，中国内地统计的直接投资流入数几乎都高于中国香港统计的流出值，这其中包含一定数量的返程投资。通常认为，直接投资流出地没有动力伪报数据，数据的准确度更高。因此，对第三类情况的计算方法是，假定中国香港对中国内地的直接投资流出为真实值，中国内地统计的中国香港直接投资流入与其存在差异^[2]，根据一定时间内差异的均值和方差，估算每年从中国香港返程投资的数量。

需要说明的是，2000年中国香港统计的中国香港对中国内地直接投资数据，高于中国内地统计的中国内地吸引中国香港直接投资数据。这是因为当年中国香港数据包含了部分中国内地企业，主要是大型通信类企业^[3]赴港上市造成的异常情况。借鉴肖耿^[4]的方法，笔者将中国香港直接投资流出中的“资讯和通信业”和“运输及相关服务”剔除，最终得到1998—2017年中国内地从中国香港返程投资占比的平均值为44.8%（表4）。如果取方差的一半为误差区间，那么占比的平均值为33.6%~56%（表5）。中国香港返程投资受到中国内地企业在港上市金额的影响较大，反映了两地的统计标准差异。

[1] Xiao, G., “People’s Republic of China’s Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications”, ADB Institute Discussion Paper No. 7, 2004.

[2] 两者之间存在差异有几种可能：流入和流出地的统计方法不同、有统计误差，以及存在返程投资。中国内地直接投资流入统计方法与国际惯例有不同之处，例如2003年之前没有明确股权比重数量多少被称为FDI，而经济合作与发展组织（OECD）的标准是10%。另外中国内地也没有统计直接投资流入存量、直接投资收益情况。因此文中的方法是估计“返程投资”的上限，是在没有详细数据情况下的替代方法。该方法基于以下现实：中国内地统计的来自多地的直接投资流入均存在大量的正值误差，因此难以用统计误差解释（这种情况下误差均值应为零）。

[3] 2000年左右在中国香港IPO的中国内地企业包括：中国移动（1997年），南方航空（1997年），中国联通（2000年），中国石化（2000年），中石油（2000年），中海油（2001年），中银香港（2002年），中国电信（2002年）等。

[4] Xiao, G., “People’s Republic of China’s Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications”, ADB Institute Discussion Paper No. 7, 2004.

表4 返程投资估算方法（亿美元）

| 年份 | 中国香港统计的中国香港对中国内地直接投资流量(A) | 中国内地统计的吸引中国香港直接投资(B) | 未经证实的中国香港直接投资流入 (C1) = (B) - (A) | 未经证实的中国香港直接投资流入占比 (D1) = (C1) / (B) | 中国香港统计的资讯通信业、交通运输业的 ODI (E) | 通信业调整后未经证实的中国香港直接投资流入 (C2) = (B) - [(A) - (E)] | 未经证实的中国香港直接投资流入占比 (D2) = (C2) / (B) |
|------|---------------------------|----------------------|----------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|--|-------------------------------------|
| 1998 | 66.6 | 185.1 | 118.5 | 64.0 | 29.1 | 37.6 | 20.3 |
| 2002 | 121.4 | 178.6 | 57.2 | 32.0 | 117.1 | 4.4 | 2.4 |
| 2005 | 170.2 | 179.5 | 9.2 | 5.1 | 36.3 | 134.0 | 74.6 |
| 2008 | 257.2 | 410.4 | 153.1 | 37.3 | 105.3 | 151.9 | 37.0 |
| 2011 | 505.0 | 705.0 | 200.0 | 28.4 | 180.4 | 324.6 | 46.0 |
| 2014 | 822.7 | 812.7 | -10.0 | -1.2 | 140.7 | 682.0 | 83.9 |
| 2017 | 312.2 | 945.1 | 632.9 | 67.0 | -9.8 | 293.0 | 31.0 |
| 平均值 | - | - | - | - | - | - | 44.8 |
| 标准差 | - | - | - | - | - | - | 22.4 |

注：ODI，对外直接投资。

来源：中国香港特区政府统计处，中国对外直接投资统计公报。

笔者估计的中国内地从中国香港的直接投资流入中返程投资的占比，略高于其他研究的估算。例如，有研究认为，20世纪90年代中国内地吸引FDI中约25%为返程投资。^[1]另外一项估计来自肖耿的研究，他认为，中国内地吸引FDI中的30%~50%为返程投资，中国香港是最重要的返程投资来源地。^[2]中国内地从中国香港的直接投资流入中，返程投资占比较高说明中国香港在投资中转方面的重要作用。中国内地的资本，以及部分中国内地流出到第三地的资本，都从中国香港以直接投资的形式回到中国内地。除直接投资流出之外，以其他形式流出的

[1] Lardy, N., "The Role of Foreign Trade and Investment in China's Economic Transformation", *China Quarterly* (U.K.), 144: 1065-82, 1995; World Bank, "Box2.3: Rounding-tripping of Capital Flows between China and HK", *Global Development Finance*, 41, 2002.

[2] Xiao, G., "People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications", ADB Institute Discussion Paper No. 7, 2004.

资本，也都可能取道中国香港回到中国内地。

表5 中国内地和中国香港之间的直接投资分类（亿美元）

| 年份 | ①沉淀在中国香港的中国内地直接投资 | ②中国内地通过中国香港投向其他经济体的直接投资 | ③中国内地通过中国香港的返程投资（取33.6%） | ④中国内地通过中国香港的返程投资（取56%） |
|------|-------------------|-------------------------|--------------------------|------------------------|
| 1998 | - | - | 62.2 | 103.6 |
| 2002 | - | - | 60.0 | 100.0 |
| 2005 | 1.7 | 5.3 | 60.3 | 100.5 |
| 2008 | 19.3 | 29.5 | 137.9 | 229.8 |
| 2011 | 17.8 | 12.6 | 236.9 | 394.8 |
| 2014 | 35.4 | 54.6 | 273.1 | 455.1 |
| 2017 | 45.6 | 48.3 | 317.6 | 529.3 |

注：表中“-”是因为当年统计数据不可得。

来源：作者计算。

估计返程投资数据有助于理解中国内地双向投资的格局。中国内地企业有效利用了国际资本市场获得利润，再将获得的利润投回中国内地，这意味着中国内地的部分直接投资流入是由中国内地企业创造新资本的能力内生决定的。中国内地企业积累了利润和资本，积累资本的主体将加速多元化投资组合，并决定对外投资的数量和方式，这使得中国内地直接投资流入和流出之间存在复杂的交互关系。

（二）中国香港从服务中国内地直接投资中获得的佣金

中国内地与中国香港之间的直接投资主要以“投资及控股公司”的形式进行，即中国内地企业在中国香港建立公司，并以该公司作为继续投资的平台。“投资及控股业”本身也是中国香港吸收直接投资与对外投资的最主要行业。2004—2019年“投资及控股、地产、专业及商用服务”行业占中国香港直接投资流入和流出的比重分别超过60%和75%。

本文以中国香港“投资及控股公司利润”近似衡量中国香港从服务直接投资中获得的利润，并用两种方式估算了利润。第一种方式是，中国香港特区政府对公司赚取的利润征收所得税，税率为16.5%，从而可以通过行业的税收数据推算利润。但利润存在一些不用纳税的部分，这种估算方法可能低估总利润，故可将

其作为低估计值。第二种方式是以“投资及控股公司”的收入减去“雇员薪酬+营运开支”来得到税前利润，此为高估计值。

中国香港直接投资流出中，除以中国内地为目的地之外，另外两类目的地分别是：其他离岸中心和非离岸中心的外国^[1]。笔者假设中国内地企业通过中国香港投向两类经济体的比例，与中国内地投向两类经济体直接投资的比例相同^[2]，并据此得到中国香港从服务中国内地直接投资中获得的利润（佣金）数（表6第4列）。

表6 中国香港从服务中国内地直接投资中获得的利润（亿美元）

| 年份 | 所得税 | 利润（低估计值） | 利润（高估计值） | 中国香港直接投资服务中国内地企业中占比（%） | 中国香港服务中国内地直接投资获得利润（低估计值） | 中国香港服务中国内地直接投资获得利润（高估计值） |
|------|------|----------|----------|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 1998 | 15.7 | 94.9 | - | - | - | - |
| 2002 | 7.8 | 47.0 | 78.4 | - | - | - |
| 2005 | 13.7 | 83.3 | 161.7 | 75.7 | 63.1 | 122.4 |
| 2008 | 20.8 | 126.2 | 218.3 | 58.7 | 74.1 | 128.2 |
| 2011 | 34.1 | 206.4 | 282.2 | 61.5 | 126.9 | 173.5 |
| 2014 | 37.2 | 225.5 | 455.8 | 71.5 | 161.2 | 325.8 |
| 2017 | 33.5 | 203.2 | 460 | 44.2 | 89.8 | 204 |

注：表中“-”是因为当年统计数据不可得。2017年利润高估计值取前三年数的平均值。

来源：作者计算；中国香港特别行政区政府总部财经事务及库务局网站，中国香港特别行政区政府统计处数据。

[1] 外国投资流向非离岸中心的国家时，可以将这个国家视为中国香港直接投资的最终目的地。中国香港流到离岸中心的资本接下来则有多种可能：投向不是离岸中心的外国、投向中国内地、再次回到中国香港、投向其他离岸中心。

[2] 这是一个比较强的假设，这个比例值可能存在被高估的情况，但本文没有考虑与中国内地直接投资相关的其他服务，例如咨询、信用评级、银行等行业获得的利润，因此笔者给出的“中国香港服务中国内地直接投资获得的利润（佣金）”值本身是被低估的，可以将其视为一个保守估计值。

中国香港与金融服务

(一) 中国香港金融业与中国内地的关系

特别关注中国香港的金融业是因为金融业在中国香港经济中占据独一无二的地位，也基于中国香港在中国内地金融体系中承担重要角色这一事实^[1]。2000年后金融业占中国香港GDP总量的比值平均约为15%。如上部分所述，中国香港不仅对中国内地直接投资非常重要，而且与中国内地的组合投资、其他投资之间也有密不可分的关系。截至2019年11月29日，在获得批准的人民币合格境外机构投资者中，注册地为中国香港的机构获得3450亿元人民币额度，约占总额度的一半。本文从贷款、股权融资、债权融资三方面，即融资的三个渠道，来说明中国香港提供的金融服务中中国内地企业所占的比重。

1. 贷款

中国香港的人民币存款增长较快，但占中国香港存款总量的比重仍然较低。2018年中国香港的人民币存款金额为896亿美元，占总量比重为5.2%^[2]。

中国香港是中国内地重要的贷款来源，2018年中国香港统计的与中国内地相关贷款为5422亿美元。中国香港对中国内地的贷款是中国香港银行业重要的利润来源，2013—2019年中国内地相关贷款占中国香港贷款总量的平均值为52.4%，其中约9%是为中国内地企业提供的贸易融资。中国香港的人民币贷款比重非常低，2018年人民币贷款136亿美元占中国香港贷款总量比重仅为1.1%。从存量数据来看，2019年9月中国香港对中国内地机构所负债务约为19.6万亿美元，其中银行和非银行客户分别占49%和51%。中国香港对中国内地机构所持债权约为23.7万亿美元，其中银行和非银行客户分别占57%和43%。^[3]

2. 股权融资

中国内地企业^[4]是中国香港股市募资的最重要主体。2012—2018年中国内地

[1] 何帆、张斌、张明、徐奇渊、郑联盛：“香港离岸人民币金融市场的现状、前景、问题与风险”，《国际经济评论》，2011年第3期，第84~108页。

[2] 港币约占中国香港存款的一半，其他币种约占45%。

[3] 数据来源于中国香港金管局网站。

[4] 中国内地企业包括三类企业：H股公司，即在中国内地注册成立并由中国内地政府机构或个人控制的公司；红筹公司，在中国内地以外地区注册成立并由中国内地政府机构控制的公司；中国内地民营企业，在中国内地以外地区注册成立并由中国内地个人控制的公司。

企业 IPO 金额占中国香港 IPO 总额比例的平均值为 88%，中国内地企业上市后募资金额占比的平均值为 64%（表 7）。

表 7 中国内地企业募资数量及占总量比重

| 年份 | 中国内地企业 IPO 金额 (亿美元) | 中国内地企业占中国香港 IPO 总量比重 (%) | 中国内地企业上市后募资 (亿美元) | 中国内地企业上市后募资占总量比重 (%) | 中国内地企业占募资数量总额比重 (%) |
|------|---------------------|--------------------------|-------------------|----------------------|---------------------|
| 2012 | 105 | 90 | 173 | 62 | 71 |
| 2013 | 199 | 91 | 204 | 75 | 82 |
| 2014 | 252 | 84 | 643 | 70 | 74 |
| 2015 | 313 | 92 | 536 | 49 | 59 |
| 2016 | 235 | 93 | 212 | 56 | 71 |
| 2017 | 126 | 77 | 344 | 59 | 63 |
| 2018 | 348 | 95 | 248 | 76 | 86 |

来源：港交所。

中国内地企业在中国香港股市的市值从 1998 年的约 500 亿美元增长到 2018 年的 2.6 万亿美元，增长速度惊人。同期中国内地企业占中国香港股市的市值比例从 14% 增长到 68%。

上市企业数量和股市成交金额也说明，中国内地企业是港交所的重要主体。2004—2018 年中国内地企业在中国香港上市的数量从 304 家增长到 1146 家，占港交所所有上市公司数量的比重从 28% 上升到 50%。同期中国内地企业在中国香港股市年度总成交金额从 2140 亿美元增加到约 2.2 万亿美元，占比从 49% 上升到 68%。^[1]

3. 债权融资

1998—2019 年 11 月，中国内地^[2]在中国香港发行美元债券约 7205 亿美元，欧元债 476 亿美元，人民币债券 550 亿美元。^[3]中国内地在中国香港发行美元债券的数量约占中国内地全球发行美元债券的比重为 66%，欧元债的比重是 41%，人

[1] 数据来源于港交所。

[2] 包括政府、企业、金融机构、资产支持证券（ABS）等四类债务主体。

[3] 数据来自 Dealogic。

民币债券的比重为51%。

2011—2019年，未偿还的人民币债务工具数量，占中国香港债务工具中央结算系统统计的各币种总量比重的平均值为33%。同期，人民币债务工具在二级市场的成交量占各币种总量比重的平均值为44%。^[1]

（二）中国香港向中国内地企业提供金融服务获得的佣金

笔者用两种方法估算中国香港向中国内地企业提供金融服务获得的佣金。第一种方式是“融资规模*佣金率”^[2]。中国香港发放贷款的收益，以存贷利差来衡量，以4%进行估算。中国香港上市和募资的费用，包括承销商的承销费用，会计师、律师、财务顾问费用，保荐人费用，路演费用，后续支出等，其中支付给承销商的佣金是最主要的一部分。所有费用加总按15%来计算。中国香港发债的费用，包括支付给券商的承销佣金、审计费用、律师费用、评级费用、担保费、信息披露费等，加总按照2.5%予以计算（加总后的数值见表8第2列）。

第二种方式是，以“金融相关行业的总利润*中国内地业务占总业务量比重”来估算中国香港向中国内地企业提供金融服务获得的佣金。具体包括银行、证券及其他金融服务（加总后的数值见表8第3列）。

表8 中国香港向中国内地企业提供金融服务获得的佣金（亿美元）

| 年份 | 以佣金率计算 | 以利润率占比计算 |
|------|--------|----------|
| 1998 | 95 | 93 |
| 2002 | 74 | 114 |
| 2005 | 109 | 179 |
| 2008 | 154 | 245 |
| 2011 | 176 | 286 |
| 2014 | 359 | 457 |
| 2018 | 379 | 450 |

来源：中国香港金管局、港交所、中国香港特区政府统计处，以及作者计算。

[1] 数据来自中国香港金管局网站。

[2] 不同行业佣金率不同，而且依交易金额不同其中间商费用也不同，我们根据行业经验选取中间值。

中国香港作为中国内地中间商产生的经济贡献估算

(一) 贡献测算

如果以中国香港为中国内地贸易、投资、金融服务提供的佣金来计算，那么中国香港作为中国内地中间商产生的经济贡献逐年增长，2018年的总贡献数量为1261亿~1630亿美元。中国香港产生的经济贡献与中国内地GDP的比值从1998年的2.3%~2.5%下降到2018年的0.9%~1.2%（表9）。需要说明的是，这只是数值上的比较，中国香港并未被纳入中国内地GDP的计算，所以中国香港的佣金并不直接构成中国内地GDP的一部分。中国香港的服务业是协助中国内地企业获得收益、促进中国内地经济增长的一个便利条件。

1998—2018年，中国香港基于服务中国内地企业获得的利润占中国香港GDP的比重从14%~15.4%增长到34.8%~44.9%。中国香港为中国内地提供服务业的交易金额则数倍于中国香港GDP本身。

表9 中国香港对中国内地经济贡献及占比（亿美元，%）

| 年份 | 低估计值 | 高估计值 | 占中国内地 GDP比重 (低) | 占中国内地 GDP比重 (高) | 占中国香港 GDP比重 (低) | 占中国香港 GDP比重 (高) |
|------|------|------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1998 | 237 | 261 | 2.3 | 2.5 | 14.0 | 15.4 |
| 2002 | 272 | 348 | 1.9 | 2.4 | 16.4 | 20.9 |
| 2005 | 508 | 700 | 2.2 | 3.0 | 28.0 | 38.5 |
| 2008 | 692 | 922 | 1.5 | 2.0 | 31.5 | 42.0 |
| 2011 | 899 | 1166 | 1.2 | 1.5 | 36.2 | 46.9 |
| 2014 | 1201 | 1590 | 1.1 | 1.5 | 41.2 | 54.5 |
| 2018 | 1261 | 1630 | 0.9 | 1.2 | 34.8 | 44.9 |

来源：作者计算。

(二) 情景预测

笔者首先假设中国香港的服务能力下降20%和40%的不同场景，并给出中国香港利润变化的曲线图和五年后的数值。笔者的计算方法是，根据1998—2018

年中国香港年度利润总量获得利润随时间增长的拟合曲线，给出2019年的预测。假设2019年的服务能力下降会使得利润下降无法达到预测值，而仅有预期值的80%或者60%。下降的利润值会影响新的曲线拟合，并进一步影响下一年的预测。

估计的结果是，当中国香港每年的服务能力下降20%，2023年中国香港赚取的利润将是1089亿~1463亿美元（见图2）。当每年的服务能力下降40%，2023年中国香港的佣金数量将下降至735亿~951亿美元。

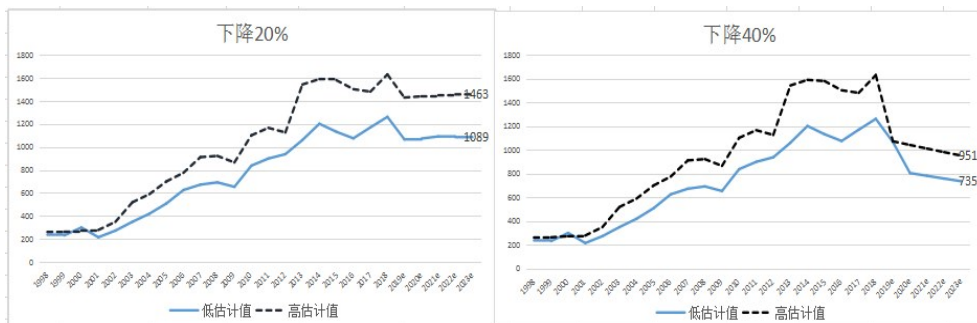


图2 中国香港服务能力下降对佣金的影响（亿美元）

来源：作者计算。

总的来说，本文的创新之处是从中国香港中间商的功能出发，从佣金角度衡量了中国香港对中国内地的经济贡献，并从贸易、投资、金融三方面构建了佣金指标。之前鲜有文献尝试从这个角度看待中国香港与中国内地的经济联系，也很少有量化数据对中国香港的经济贡献进行整体衡量。采用本文提供的方法，可以清晰地看到：一方面，中国香港经济贡献的绝对值逐年上升，但占中国内地GDP的比重有所下降；另一方面，服务中国内地企业是中国香港经济增长的重要组成部分。本文有待改进之处在于，部分指标的度量在实际操作中有大致区间范围，但缺乏官方统计。本文采用的经验值法和固定比例外推，以及高值和低值的概念等处理了这个问题。这种方法的精确度有待提高，笔者希望在未来的研究中进一步深化和完善。■

（责任编辑：邱静）