

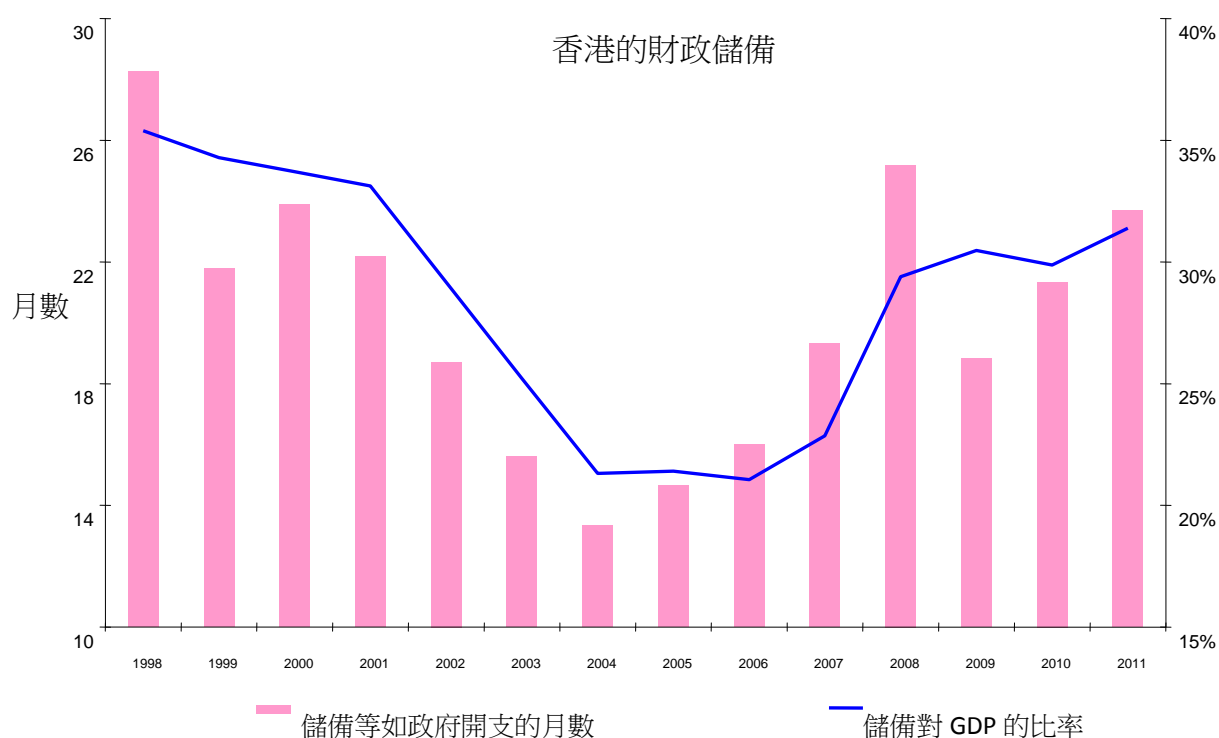
多儲備、少投資：香港公共財政的矛盾

曾澍基 (www.sktsang.com)

25/11/2012

香港經濟的主要發展障礙：是特區財政儲備過多，公共投資(住宅及商業房地產、醫療、教育等基礎供應，以至對有潛質行業如中西醫藥結合、物料科技、環保工業、高素質軟件開發的財稅支援) 卻偏低或不全/存。簡言之，沒有善用納稅者資源，又眼界不廣 ... 趨勢令人擔憂。過多儲備但就長遠公共投資欠缺積極，算是何種經濟政策？

先說財政。政府儲備龐大，世上少見(其他例子是挪威、阿聯酋、新加坡等)。21世紀初的赤字加2004年沙士沖擊後，累積數額仍達一年的財政開支；無懼金融海嘯，2011年更回升近兩年水準，超過GDP的30%！



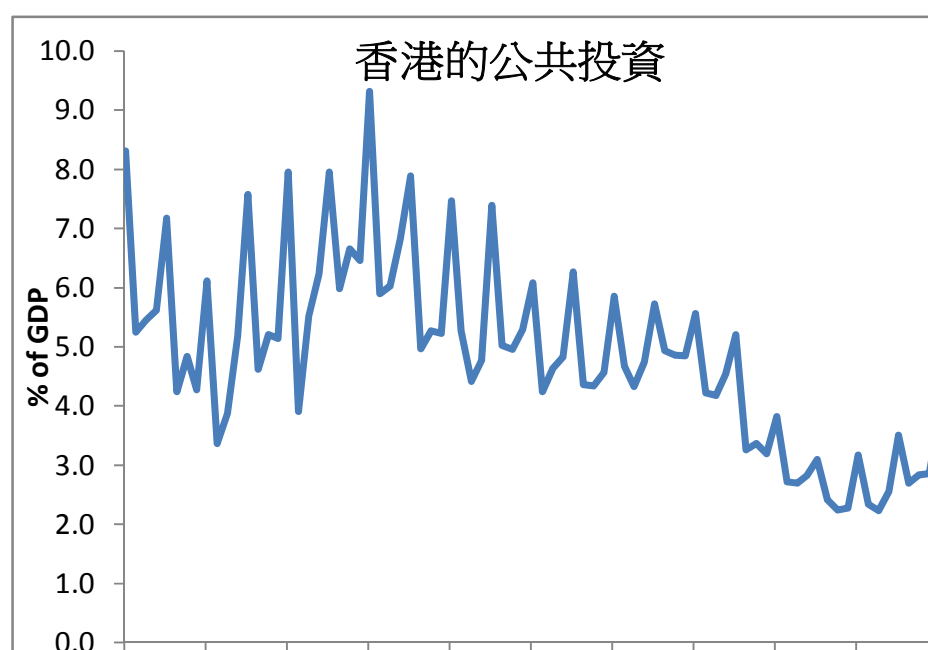
2012年3月，特區財政儲備為6690億元，相當於23個月政府開支，或2011年名義GDP的31.4%。預算案中期預測估計，儲備將保持在16到20個月的開支，或GDP的27.4%至33.7%。

要那樣多儲備來幹什麼？保守派指《基本法》107條要求特區財政量入為出，力求平衡，避免赤字。但是，它其實並未界定時限。每一年？每三年？每次經濟週期？反過來，特區過多的盈餘也可被視為未有力求平衡，違反了107

條。修改它可能屬零，要求釋法亦極難，當它「無到」乃適合態度。

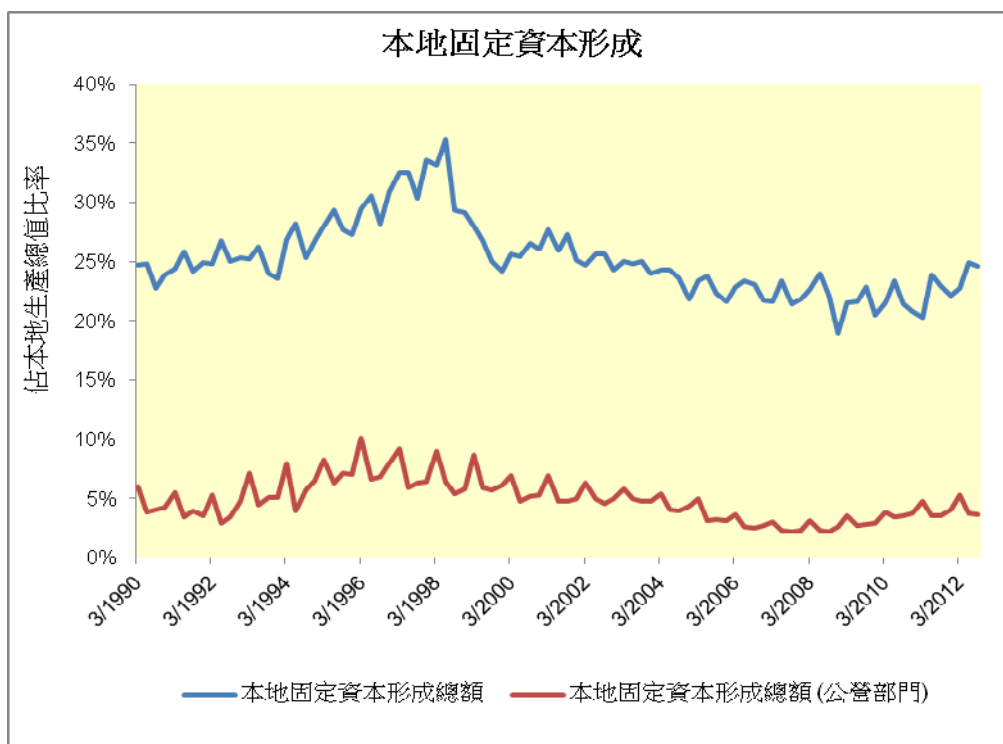
歷任財政司的所謂「最佳儲備」，皆缺乏嚴謹理據，曾蔭權在 1988-89 財政預算案認為儲備「應相等於約 18 個月(下限)至 28 個月(上限)的政府總開支」，無非因為亞洲金融及港元危機情況被迫保守。經聯匯改革後，它的標準意義已不大。梁錦松提過 12 個月。唐英年及曾俊華都強調「充足」，甚至「越多越好」，但未定出準則。

銀元的另一面是公共投資偏低，如下圖所示。1997 之前有新機場和相連建設，對 GDP 比率曾超過 9%。回歸一直反覆滑落，金融海嘯後才從低谷爬升，惟距離之前高峰頗遠。



公共投資是經濟發展的必需但非充足條件。港英麥理浩的十年大計；九七前以新機場為中心的基礎建設乃其中例子。董建華更進取：八萬五！奈何受最大地產商及陳方安生／曾蔭權公務員系統的不合作，再加亞洲金融危機以至 2003 年 SARS 沖擊，「變法」失敗。中央改變「河水不犯井水政策」，曾蔭權回朝，小政府、大市場。內部硬體、軟件與新興行業的建設、培育重要性低於與大陸的融合：CEPA、自由行、中資在港 IPO 等。轉向對特區帶來好處，但亦產生後遺症。(曾澍基，2007; 2012)

在香港的小型開放經濟裡，宏觀的拉入(crowding in) 效應高於排擠(crowding out)，地鐵沿線物業屬明顯例子。公共投資的相對下降，亦使整體(包括私營)固定資本形成對 GDP 的比率在回歸後滑落，如下圖所示。



結果之一是土地與房屋供應滯後¹，引致供求嚴重失衡，樓價及租金在經濟增長率不高之下依然攀升，令民眾生活、中小企業經營困難。外來遊客因自由行大增，旅遊設施卻跟不上；雙非孕婦到港產嬰，擠壓擴展有限的醫療服務(過往十年醫院牀位只增 1%)；竟引發中港矛盾。香港作為國際金融中心，商業樓宇面積相對而言遜於紐約、倫敦、甚或新加坡；² 而核心區零售租金最近又超越紐約登世界之首。³ 這種種，反映特區政府的短視，掌權者缺乏才幹氣魄。

¹特區政府也承認這點事實。〈立法會：發展局局長就完善房屋政策議案辯論的開場發言(只有中文)〉：「值得注意的是，在過去二十年，建設土地面積平均每年增加約五百四十公頃，差不多等於每年增加一個相當於新界東北新發展區的可發展的面積。但不論整體土地面積、已建設土地面積或住宅土地面積，**近幾年增長均大幅放緩**(強調筆者所加)。足見我們必須以多管齊下的方式，積極增加土地供應，建立土地儲備，方可應付持續的房屋和經濟發展需要。」

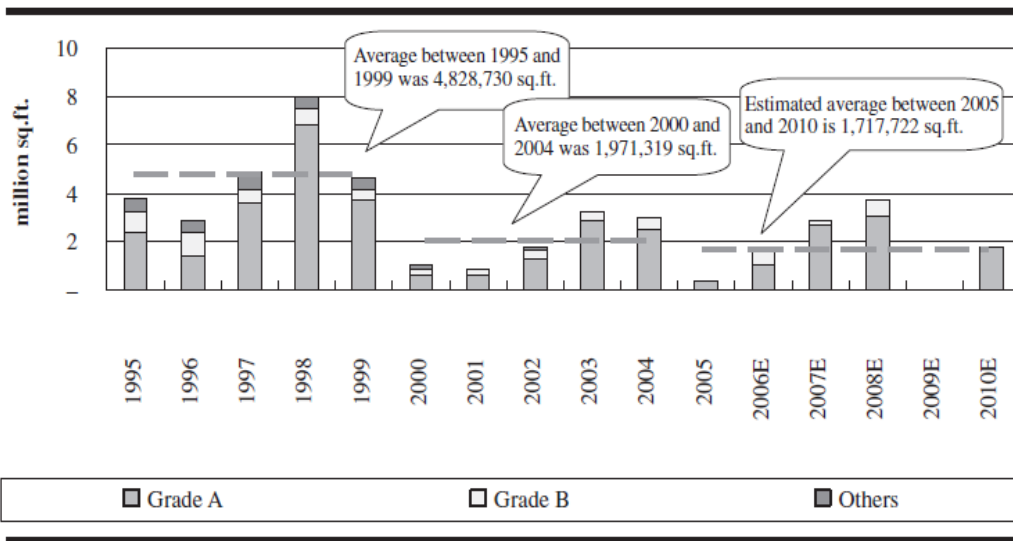
<http://www.info.gov.hk/gia/general/201211/07/P201211070635.htm>

² 可參考 Axford (2011) 及黃金五十 (2012)。

³ “Hong Kong Tops New York as Most Expensive Retail Location”

<http://www.bloomberg.com/news/2012-11-13/hong-kong-tops-new-york-as-most-expensive-retail-location.html>

Supply of Private Offices (1995 to 2010E)

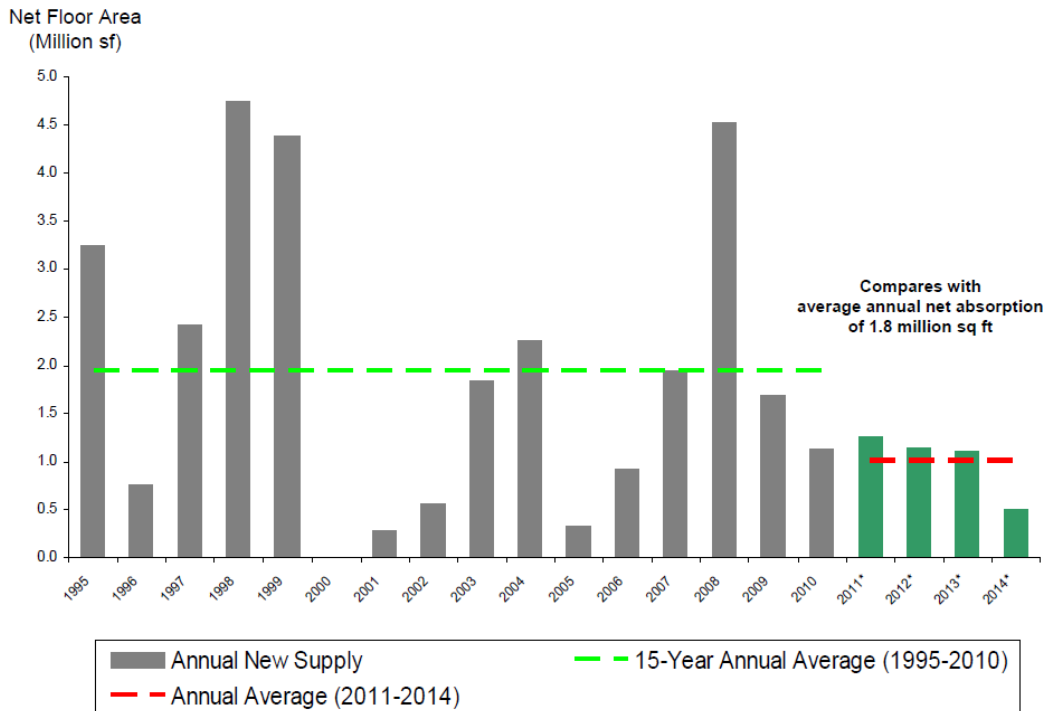


Source: Rating and Valuation Department HKSAR, DTZ Valuation and Advisory Services

Source: DTZ Debenhm Tie Leung Limited

(http://www.sunlightreit.com/en/images/investor/Offering_Eng/Overview_of_HK.pdf)

Overall New Supply Reducing



Source: Axford (2011).

保守式管治的代價是經濟回報偏低，以致削弱發展長遠動力。

歐洲中央銀行一份研究報告(ECB, 2007)，把儲備所賺的回報和投諸實體經濟的邊際資本生產效率(marginal productivity of capital)比較，2005 年底香港所付出的淨機會成本(net opportunity cost) 對 GDP 竟屬最高之列(3.2%-10.2%)。

Table 4 Net opportunity costs of holding reserves for selected countries

(as of End-2005)

	Percent ¹		USD billions ^{2,3}		As a % of GDP ³	
	Low	High	Low	High	Low	High
Hong Kong S.A.R.	4.55	14.55	6.1	19.4	3.20	10.2
Malaysia	4.55	14.55	3.7	12.0	2.48	7.9
China	4.55	14.55	48.6	155.5	1.85	5.9
Thailand	4.55	14.55	3.0	9.5	1.44	4.6
Russia	4.55	14.55	13.4	43.0	1.37	4.4
Korea, South	4.55	14.55	10.3	32.8	1.16	3.7
Romania	4.55	14.55	1.3	4.1	1.05	3.3
Czech Republic	4.55	14.55	1.4	4.5	1.00	3.2
Israel	4.55	14.55	1.3	4.2	0.95	3.0
Ukraine	4.55	14.55	1.0	3.2	0.94	3.0
India	4.55	14.55	7.8	24.8	0.88	2.8
Hungary	4.55	14.55	1.0	3.1	0.86	2.7
Peru	4.55	14.55	0.8	2.4	0.82	2.6
Philippines	4.55	14.55	0.9	2.9	0.78	2.5
Venezuela	4.55	14.55	1.2	4.0	0.68	2.2
Turkey	4.55	14.55	2.7	8.5	0.68	2.2
Argentina	4.55	14.55	1.4	4.5	0.66	2.1
Poland	4.55	14.55	2.1	6.7	0.62	2.0
Chile	4.55	14.55	0.9	2.8	0.61	1.9
Colombia	4.55	14.55	0.7	2.2	0.52	1.6
Indonesia	4.55	14.55	1.9	6.0	0.51	1.6
Mexico	4.55	14.55	3.5	11.1	0.41	1.3
South Africa	4.55	14.55	1.0	3.4	0.41	1.3
Brazil	4.55	14.55	3.9	12.4	0.36	1.2

Sources: Board of Governors of the Federal Reserve System, IFS and own calculations

1) The gross opportunity cost of holding reserves is based on estimates of the low and high ends of the marginal productivity of capital in emerging markets (10-20%). Net costs are found by subtracting the estimated investment proceeds (see note 2 of Table 2).

2) Percentage cost times total reserves.

3) Scaling is done using end-2006 reserves and GDP figures.

來源：ECB (2007)。

香港儲備資產的戰略性投資回報率

年份	名義回報 (以港元計)	實質回報 (以港元計)
2011	1.1%	-4.2%
2010	3.6%	1.3%
2009	5.9%	5.3%
2002-2011 (每年平均)	4.9%	3.8%

此外，按金管局及統計處的資料計算(見上表)，收益率亦處於低水準。2002至2011，每年平均實質只有3.8%；相對於GDP的4.8%，合格嗎？原因跟ECB指出的差不多：儲備大多投資於「安全資產」，風險有限，得益自然難以會高。**儲備是需要的，但應和經濟發展取個平衡。**

太多財富藏於政府而非投入建設，就得付出「淨機會成本」。ECB報告以新興經濟體系的邊際資本生產效率(10%-20%)作假定，某些論者可能覺得不公平，由於香港屬「成熟」經濟。

無論如何，資源若放於創造性生產性活動和提高人力素質，經濟勁力會加強。投資(公共及私營)產生乘數效應(multiplier effect)，將帶動增長及發展。

特區政府自知儲備過多，所以2008年開始一次性「派糖」，如今累積千多億元。紓緩人口老化、貧富差距擴大，部份措施(包括注錢入設計欠善的強積金)本身或無嚴重差錯，問題是治標不治本。

長遠政策須加強基本建設(土地供應、醫療、教育、運輸交通等)，就倚靠跟大陸的不對稱融合反思，並通過財稅引導，促進/培養金融地產之外的其它火車頭及具潛質行業，從而振興經濟，使香港成為中國獨「特」的而非另一城市。

跨代而言，需建立退保制度，不要只「派糖」，使負擔較平均地動態分配。這些討論在筆者的網址 (www.sktsang.com/ArchiveIII.html)，已上載頗多。

至於財政儲備應如何通過不同方式(包括主權財富基金 – sovereign wealth fund 和政府投資公司 – government investment corporation) 以增加回報，像挪威、阿聯酋、新加坡等，那屬另一故事。

參考資料

Axford, Nick (2011) “Hong Kong Office Market: The Global Perspective – ‘A victim of our own success?’” 12 March 2011, CB Richard Ellis (http://www.devb.gov.hk/filemanager/en/content_68/Presentation-AXFORD_fina-1-1.pdf).

ECB (European Central Bank) (2007), Reserve Accumulation: Objective or By-Product? Occasional Paper Series, No.73, September 2007.

黃金五十(2012) ，《如何為我們的將來投資一千億》
(<http://www.hkgolden50.org/research.html>)

曾澍基 (2007) ，〈回歸十年的香港經濟：結構轉型還是結構解體？〉，2007年6月 (<http://www.sktsang.com/ArchiveIII/1997-2007.pdf>)

曾澍基 (2012) ，〈世界金融形勢與中港機遇〉，2012年2月18日
(<http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang-crisis-cnkh-20120218.pdf>)