

新加坡國際金融中心的特色與香港的異同

李永權

御風而行有限公司 董事總經理

英國倫敦金融城市政府在 2007 年 3 月開始委託 Z/YenGroup 每半年進行一次調查，評核全球 75 個金融中心的進展情況作出排名，然後公開發表「國際金融中心指數」（Global Financial Centre Index, 簡稱 GFCI）。過去七次的評分結果，倫敦和紐約每次都穩居一、二位得 775 分。香港以 739 比 733 分排在新加坡之上，居第三，新加坡第四。香港與新加坡都在努力爭取成為亞洲區最前列的國際金融中心。

亞洲區金融中心誰屬在過去一百年有不少改變，在上世紀初，亞洲區最大的金融中心是上海；50 年代是香港和新加坡；80 年代末期是東京金融市場。但在 GFCI 的評核標準下，東京只被評為「過渡期國際金融中心」，得 692 分排在第 5 位。所以，要長時間保住亞洲區金融中心一哥地位，不是一件易事。

香港及新加坡同處亞洲區內的同一時區，兩地相距不遠，都曾為英國殖民地，居民以華人為主，中西文化會集，地小人多，缺乏自然資源。所以，兩地主力發展金融業是合理不過的。香港人對香港作為國際金融中心的特色比較熟悉，但對新加坡國際金融中心的特色知多少呢？

馬來西亞在 1957 年脫離英國殖民地的統治宣布獨立，新加坡原本附屬於馬來西亞，在 1965 年宣布脫離馬來西亞獨立。獨立後的新加坡貨幣制度有以下四個選擇：（一）繼續採用貨幣發行局制度；（二）與馬來西亞成立聯合中央銀行；（三）成立自主的中央銀行，與馬來西亞採用同一司法制度；（四）發行自己的貨幣，完全獨立於馬來西亞之外。由於新加坡領導人很早便想把星加坡定位為金融中心，所以，新加坡政府決定採用貨幣發行局制度（Currency Board System），原理一如香港目前用採用的制度。在運作上貨幣發行局制度必須符合以下兩大標準：

- （一）本地貨幣與選定的外匯儲備貨幣掛鉤，並必須在已定立的匯價上自由兌換。
- （二）本地貨幣數量必須有同等價值的儲備貨幣或黃金及其他國際貨幣支持。

新加坡在 1973 年跟隨國際脫離金本位制度後，新加坡貨幣（坡元）匯價可在市場浮動，因此而偏離貨幣發行局制度第一個標準。不過，新加坡金融管理局（MAS）不讓坡元任意浮動；在 1981 年，參考貿易夥伴的貨幣，將坡元匯率參考一籃子貨幣，設立匯率上下限，稱之為「名義有效匯率（nominal effective exchange rate，簡稱 S\$NEER），每年定期在 4 月及 10 月檢討，但 S\$NEER 不向外公布。自從在去年 4 月 S\$NEER 調低後，在去年 10 月及今年

4 月的檢討，新加坡金融管理局 (MAS) 都維持 S\$NEER 不變。

香港的貨幣制度在 1973 年跟隨國際浮動後，卻在 1983 年為穩定港元把港元與美元掛鈎，匯價定在 7.80 港元兌 1 美元，實行貨幣發行局制度。後來因應貨幣市場的需要把單一匯率定價改變成上下限定價，定下 7.75 港元兌 1 美元的強方兌換保證(上限)及 7.85 港元兌 1 美元的弱方兌換保證 (下限)。由於港元是一完全國際化的貨幣，在國際貨幣市場的交易比較有限制的坡元活躍得多。加上外匯交易很多時與籌集資金 (例如，債券發行) 拉上關係。例如：在香港有一些外國銀行在香港發行短期港元債券，然後把債款作貨幣掉期轉換為美元或到其他貨幣，增強了港元在國際貨幣市場的交易量。

新加坡政府對坡元的國際化雖然有所限制，對發展美元離岸市場卻早有計劃。新加坡從 1968 年起大力發展亞洲美元(Asian Currency Unit 簡稱 ACU; ACU 不是鈔票而是一種會計入帳單位) 市場，呼應歐洲美元市場。為了吸引國際銀行到星加坡開設銀行做 ACU 生意 (目前 ACU 機構有 162 家)，新加坡政府給予 ACU 稅務上的優惠。可是，由於東南亞國家的經濟當時仍未發展起來，開始的時候對美元等國際貨幣的需求不大，ACU 的發展未見蓬勃。相對而言，香港在 1978 年之前仍維持 15% 的外幣存款稅率，也因上世紀 60 年代銀行擠提及銀行倒閉的陰影未去，香港政府的金融政策變得保守。中國在 1978 年實行改革開放政策後，在國際催逼下，香港終於放寬銀行牌照的發行，大量國際銀

行到來香港開設分行，造就香港日後成為亞洲最大的國際銀團貸款中心，把星加坡的 ACU 市場搶去不少。

香港的銀行及金融機構數目比新加坡多，兩地的銀行發牌制度的概念基本相同。香港的銀行分三級制。第一級是持牌商業銀行(2009 年底數目：145 家)，可做各類的銀行零售生意；第二級是有限制持牌銀行 (26 家)，只可接受 50 萬港元以上的存款，主要做金融批發生意；第三級是接受存款公司(28 家)，只可接受 10 萬港元或以上的存款，存款期不得少於三個月。

星加坡的銀行分五類，第一類是全業務銀行(2009 年底數目：33 家)，性質與香港的持牌商業銀行相同；第二類是批發銀行 (41 家)，它們可做全業務銀行所做的生意，但不許做坡元的零售銀行業務。第三類是離岸銀行(40 家)，它們可以做全業務銀行的生意，但須透過 ACU 完成，獨立入帳，不可混合坡元為單位的帳簿。第四類是商人銀行 (50 家)，它們可做的業務以收費的金融業務因為主，例如：股票及債券包銷。第五類是財務公司 (3 家)，它們主要做較小額較高風險的有抵押貸款。

由上述可見，新加坡的銀行及財務公司的分類比香港多，主要由於星加坡有限度地讓坡元國際化，嚴格規定銀行的貨幣生意及入帳方式。

香港的 HKMA 雖然扮演絕大部的中央銀行角色，但在發行鈔票方面卻委託第三者，本身只發行硬幣及 10 元面額鈔票。為香港發鈔的三家銀行分別為中國銀行、匯豐銀行及渣打銀行。新加坡獨立之後，MAS 本身也不發行鈔票，委託「星加坡貨幣發鈔局」(Board of Commissioner of Currency, Singapore 簡稱 BCCS)發行。直至 2002 年 10 月 1 日 MAS 合併了 BCCS 後，MAS 才發行鈔票，成為新加的中央銀行，執行中央銀行所有職務。

一個國際金融中心除了有一個完善的銀行體系作貨幣交易和銀行貸款市場外，也須有一個有效率的債券市場。香港及新加坡在 30 年前已推動債券市場的發展，特別在 1997 年亞洲金融風暴爆發後，亞洲各國醒覺到發展債券市場的重要性。事實上，早在上世紀 90 年代初期，香港已投放資源去發展本地的債券市場，HKMA 安排外匯基金票據及債券的發行；星加坡更早於 80 年代利用 ACU 拓展亞洲債券市場，讓國際機構發行美元及歐洲貨幣債券，可惜不成氣候。在 1993 年至 1996 年期間，亞洲開發銀行提議發展亞洲區的債券市場。在亞洲設有分行或金融機構的國際銀行和投資銀行響應，吸引到國際發債體到亞洲發行美元債券，美名為「小龍債券」以表示「亞洲四龍」已在世界上冒升起來。香港得較多國際銀行數目及市場主導的金融政策之利，得到大部份的「小龍債券」以香港為發行中心。由政府主導的新加坡金融市場在政府運用力量之下也爭取到幾筆「小龍債券」到新加坡發行。可惜「小龍債券」先天不足，未

能發展下去。一場亞洲金融風暴拖慢了香港債券市場的發展，新加坡仍積極發展債券市場；有後來居上之勢。新加坡讓一般投資者有機會購買政府債券，MAS 在 2002 年把政府債券每手金額由 10,000 坡元降低至 1,000 坡元，在互聯網開闢政府債券網頁，在 2005 年與 Bloomberg 合作，提供電子櫃檯交易，在 2006 年與 CPF 合作讓一般僱員可透過 CPF 投資政府債券，也讓 CDP 與 MEPS 連結。

事實上，香港在推動債券市場發展與新加坡比較不相上下。不過亞洲金融風暴後，到香港發債的海外機構減少了；幸好在 2007 年人民幣債券容許在香港發行，但由於中國政府的限制，香港的人民幣債券市場有待發展。

香港政府在 2007 年提出在香港發展伊斯蘭債券市場，但三年快過去了也未見有具體發展。新加坡在推動伊斯蘭金融方面顯得頗為積極。新加坡在 2005 年加入伊斯蘭金融服務局(Islamic Financial Services Board, 簡稱 IFSB) ，在 2008 年 2 月給予合資格的伊斯蘭金融產品 5% 的稅務減免；新加坡金融管理局在 2009 年 5 月公布伊斯蘭債券發行指引。不過，自從 2008 年 5 月在星加坡交易所發行一筆伊斯蘭基金後，至今在星加坡的伊斯蘭金融活動未見活躍。相信與馬來西亞首都吉隆坡已發展成亞洲區伊斯蘭金融中心有關。所以，香港發展伊斯蘭金融的路途也不會平坦。

國際金融中心除了是一個可為本地及外來的機構和公司籌集資金的地方外，也是一個適合作本地及國際基金管理的中心。香港及星加坡同是亞洲地區（東京除外）最大的基金管理中心。不過東京的基金主要是本地基金，有別於香港和星加坡管理的基金大部份來自國際市場。

新加坡的基金管理行業發展比香港慢。香港在上世紀 60 年代後期已有數家英國商人銀行在香港進行基金管理業務，客戶主要來自大公司的僱員退休金；它們也有發行信託基金單位給一般投資者認購。在 2000 年，香港強積金 (MPF) 推出，本地私人財富累積及跨境資金大量流入，吸引大批國際基金管理公司到來港開業。新加坡在落後情況下急起直追。新加坡政府管理的中央退休金 (CPF) 在 1955 年成立後，僱員須每月在薪金扣除 20% 作 CPF 供款，僱主須相應供款 16%。於 2009 年 12 月，CPF 累積金額約為 1,720 億坡元。為了吸引國際基金公司到星加坡營業，中央退休金局 (CPFA) 在 1998 年宣布從 CPF 撥出 350 億坡元作為「種籽」基金，分給到來星加坡營業的基金公司，此外，新加坡也提供一連串優惠，包括：稅務減免，首兩年不用交稅，開業資助，提供 50% 僱員薪金資助及 70% 僱員海外訓練費用資助。結果，大批國際基金公司湧到星加坡開業。

面對新加坡積極的政府主導政策，香港方面不得不改變一下市場主導政策，讓那些受證監會批核的基金可獲減免利得稅，修訂法規讓基金可較快成立

及讓交易所買賣基金 (ETF) 及地產信託投資基金(REIT) 可較容易上市。香港在這兩方面追趕走在前頭的新加坡。可是自從與雷曼兄弟有關的「迷你債券」事件出現後，香港證監會批核基金的步伐放慢了下來。

在金融衍生產品發展方，新加坡比香港也發展得快，產品的買賣也十分活躍。新加坡採用與其他交易所及國際機構合作的策略來發展金融衍生產品市場。自上世紀 80 年代開始與當時的紐約期貨交易所合作，在新加坡開闢亞洲時段的美國國庫債券期貨市場，到後來與東京期貨交易所及其他機構合作，在新加坡推出 Nikkei 225，MSCI 台灣期貨，MSCI 新加坡期貨及 CNX 50 指數期貨。這些金融衍生產品占星加坡期交所的衍生產品交易 90% 以上。相對而言，香港期交所的只有恒生指數期貨一支獨秀。

在股票市場方面，新加坡一向以來採取積極政策，爭取到台灣及東南國家的公司到來上市。澳洲及紐西蘭的公司也是星加坡爭取到來上市的對象。近幾年中國經濟崛起，中國容許國企及民企到中國境外上市，新加坡雖然不能像香港一樣爭取到中國政府的關照讓大型的國企及民企到來上市 (截至年底，國內公司來香港上市共 524 家；國企 156 家、紅籌 97 家、民企 271 家)，但新加坡仍可吸引到較小型的中國公司到來上市。於 2009 年 12 月 31 日，星加坡交易所所有 773 家上市公司 (外地註冊公司占 314 家)，市值為 S\$6.76 千億坡元；比起在香港交易所上市的公司數目 1,332 家；市值 HK\$178.74 萬億港元 (國內

註冊公司的股票市值占 58.4%) 明顯少得多。在衍生認股權證方面，新加坡更不及香港。香港發行的衍生認股權證數量及金額站於全球最前列。

星加坡和香港的金融基礎建設做得相當好。MAS 轄下的電子支付系統 (MEPS+)，持續掛鈎交收系統及新加坡自動結算行(SACH)可以為銀行間貨幣的交易及政府債券和公司債券作實時交收和結算，把時差風險減至最低。此外，新加坡交易所轄下有兩所結算行，分別為中央保存行(CDP)及衍生產品結算行(SGX-DC)。前者結算在交易所買賣的證券及經櫃檯買賣的債券；後者結算在交易所買賣的衍生工具。

香港金融管理局轄下的即時支付結算系統(RTGS)和債務工具中央結算系統 (CMU) 提供外匯交易同步交收及貨銀兩訖交收服務，以及境外系統聯網以促進跨境交易。香港交易所買賣的證券的中央結算及交收系統(CCASS)為在香港交易所買賣的證券結算及保管。CCASS 與 CMU 連結，方便債券交收。

Z/YenGroup 制訂國際金融中心指數的標準有 14 項，包括：(一) 人才 (二) 規例 (三) 進入國際金融市場 (四) 商業基礎建設 (五) 接觸客戶 (六) 商業環境的公平和合理程度 (七) 政府支持 (八) 公司稅制 (九) 運作成本 (十) 專業服務 (十一) 生活質素 (十二) 文化和語言 (十三) 商廈質素和供應 (十四) 個人稅率。

新加坡和香港放在這十四項標準量度都十分具競爭力，特別在低稅率方面比國際金融中心第一、二位的倫敦和紐約更具競爭能力。

香港的商廈租金和住房租金比新加坡貴得多，僱員平均薪金比新加坡高出頗多。加上空氣污染惡化，總體來說香港的生活質素在下降中。這樣下去會令國際金融機構及跨國企業會考慮把設在香港的亞太區總部和分支機構遷離香港。幸好，中國的經濟發展迅速，市場龐大，吸引世界各地的金融機構和國際機構進入中國做生意和投資，作因為中國的特區，香港這個中西文化及傳統交雜城市是最適合國際銀行及國際機構進入中國做生意的駐紮點。所以，就算香港的生活質素及居住環境未達最佳水平，到來工作的外地專業人士也會容忍。新加坡是東南亞地區的金融、貿易及物流中心，到目前為止仍看不到有那一個東南亞國家或城市有潛力與星加坡競爭金融中心的位置。香港倒要面對上海來勢洶洶的競爭。雖然沒有太多人相信上海能在 2020 年打造成一個全面的國際金融中心，但香港依賴中國的優勢將會受到挑戰。

香港和新加坡以不同的金融策略同樣在國際金融中心地位的爭奪上取得優異的成績。香港採用市場主導政策，政府積極不干預。新加坡則採用政府主導政策，對市場及資訊作有限度的指導，一貫如此。在亞洲金融風暴期間，香港為了驅趕「金融大鱷」，不惜改變政策入市干預股票市場運作，惹來國際譴責。兩年前「金嘯海嘯」爆發，以歐、美為首的國家紛紛干預金融市場的自由運作。這是否證明新加坡

政府採用的政府主導政策最有先見之明，其他國際金融中心應該仿效呢？

(原載於香港信報月 2010 年 7 月)

Table 1: Financial Structure in Hong Kong and Singapore

	Hong Kong	Singapore
Monetary Authority	Hong Kong Monetary Authority	Monetary Authority of Singapore
Currency Issuer (s)	Hong Kong & Shanghai Banking Corporation Standard Chartered Bank Bank of China	Board of Commissioners of Currency under MAS
Three-tier Structure	Licensed Banks Restricted Banks Deposit-taking Companies	Full licensed Banks Restricted Licensed Banks Offshore Licensed Banks
Non-Bank Financial Institutions	Insurance Companies Pension Funds, Unit Trusts, Others Development Loan Fund	Merchant Banks Finance Companies Central Provident Fund Post Office Savings Bank Insurance Companies
Other	Representative Offices	Representative Offices

Source: MAS, Singapore and HKMA, Hong Kong

Table 2: Financial Markets in Hong Kong and Singapore

	Hong Kong	Singapore
Foreign Exchange Market Net daily turnover (1995)	US\$ 90 bn	US\$ 105 bn
Derivative Market Futures turnover contracts (1996)	5,749,955	22,568,545
Equity Market (1995) Market capitalisation	US\$ 305 bn	US\$ 207 bn
Value traded	US\$ 107 bn	US\$ 65 bn
Listed companies	542	297
Bond Market (1994)	US\$ 12 bn	US\$ 45 bn
Insurance Market (1993) No. of companies	229	113
Total premium	US\$ 56.6 bn	

Source: Jao, 1997.