总量研究中心

“中美经贸”系列报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 解析美国取消香港独立贸易地位的影响

美国“制裁”香港的影响有多大

——中美经贸系列报告（二）

基本结论

- **在香港国安法后，美国等国家在香港问题上持续针对中国，特朗普政府声称将取消香港独立关税地位。**5 月 29 日，美国总统特朗普发表讲话，声称美国将取消给予香港差别及特别待遇的政策阔免程序。6 月 30 日美国开始停止对香港的国防设备出口，并限制香港获取高科技产品。自 1992 年《美国香港政策法》发布以来，美国对香港与大陆的待遇有所不同，主要区别在于贸易、金融和人员交流等方面。

- **从贸易和金融两个方面来看，美国取消香港独立贸易地位整体影响可控：**

  1）贸易方面，香港独立关税地位是受 WTO 成员国认可的法律地位，美国单方面取消香港独立贸易地位并不影响香港作为自由港和其他国家地区的贸易。近年来，美国作为香港的贸易国对象，其贸易额占香港贸易总额的比例在逐年减少，2019 年只占香港 6%左右的贸易总额。

  2）金融方面，美国取消香港独立关税待遇不会导致香港资金外逃。香港资金是否外逃取决于自由贸易港定位和国际金融中心地位是否有变化，美国取消对香港关税的特殊待遇以及加强对香港敏感技术的出口管制只会影响香港与美国之间的贸易往来，不会撼动香港作为国际金融中心的地位，因此并不会出现幅度的资金外流。

- **香港的核心竞争力在于自由贸易港和国际金融中心，资本自由流动和联系汇率制度是香港国际金融中心的金融制度基础。**2019 年香港是全球第 8 大商品输出地，也是全球第 17 大服务输出地。作为自由港，在香港输入和输出任何商品，无需缴纳任何关税（酒精、碳氢油、甲醇、烟草除外）。香港作为金融中心，IPO 规模、股票市值、外汇交易规模和衍生品交易规模均位居全球前列。具体来说，2019 年港股 IPO 规模 210 亿美元，仅次于中国大陆的 680 亿美元和美国的 670 亿美元，位居全球第三。当前港股市值 6.8 万亿美元，位居全球第四。此外，2019 年香港的外汇交易和利率衍生品交易规模分别处在全球 3-4 名，仅次于英国和美国，和新加坡不相上下。

- **香港和内地的关系：从开放的窗口到离岸金融中心。**依托自由贸易港的优势，上世纪 80 年代以来，香港成为中国大陆开放的窗口，1992 年大陆从香港转口贸易占大陆全部贸易比重高达 50%左右。随着我国对外开放的进一步扩大，特别是随着自贸区的设立，内地对香港转口贸易的依赖度明显下降，大陆从香港转口贸易占大陆全部贸易比重由 90 年代的 50%左右下降到了目前的 14%左右。尽管香港对大陆的转口贸易的功能在下降，但是香港作为大陆离岸金融中心的作用更加突出。香港是最大的人民币离岸中心，作为人民币国际化战略的定位无可替代。经由香港处理的离岸人民币交易占内地以外全球总量的 75%。

- **粤港澳大湾区背景下，香港国际金融中心地位稳固。**粤港澳大湾区整体规划当中，香港纳入国家整体规划，进一步强化香港国际金融中心的地位和功能。香港仍是全球最活跃和最自由的金融中心，2019 年香港对外金融资产净值相当于本地 GDP 的 4.2 倍，是全球占比最大的国家地区之一。此外，香港充足的外汇储备是维持香港国际金融中心稳定的保障。2019 年香港的外汇储备金占广义货币 M3 的 45%左右，是基础货币的 200%左右。尽管短期内香港汇率会有所波动，但是充足的外汇储备是香港联系汇率制度运行稳定的有利保障。

- **风险提示：**中美经贸摩擦升级风险、海外黑天鹅事件（地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、香港的核心竞争力在于自由贸易港和国际金融中心 4

1.1 香港是全球最大的自贸港之一，是全球最自由的经济体 4
1.2 资本自由流动和联系汇率制度是香港国际金融中心的金融制度基础 4

二、香港和内地的关系：从开放的窗口到离岸金融中心 5

三、美国声称将取消香港独立关税意味着什么？ 7

3.1 美国特朗普政府声称取消香港独立关税待遇 7
3.2 香港作为中国“一国两制”的特殊区域，享受来独立关税的待遇 7
3.3 美国取消独立关税地位对香港意味着什么？ 8

四 粤港澳大湾区背景下香港未来展望 9

4.1 香港在粤港澳大湾区中的定位 9
4.2 香港国际金融中心地位稳固 10

图表目录

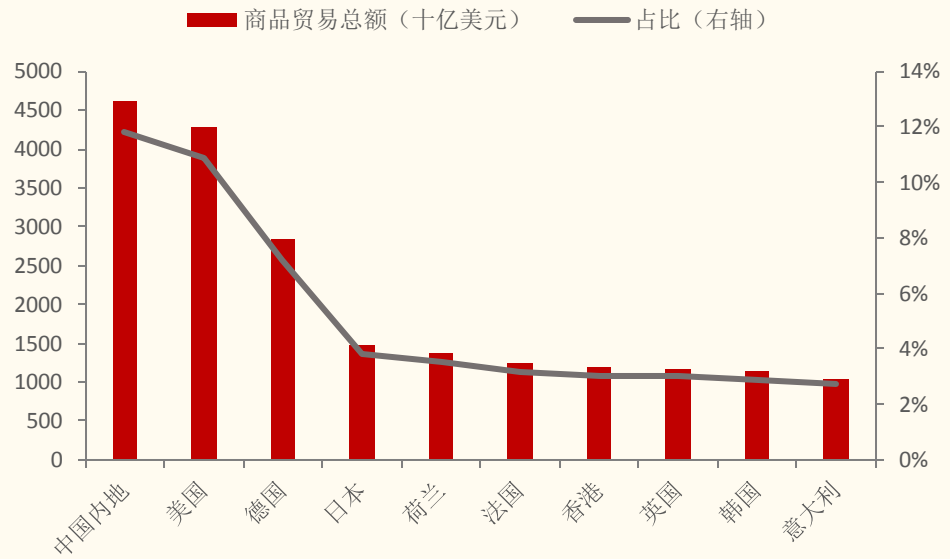
图表 1：世界商品贸易总额排名.....4
图表 2：全球各地股票市值（截止 6 月 29 日）.....5
图表 3：2019 年各地外汇和衍生品交易规模占比.....5
图表 4：自香港转口的贸易占大陆贸易的比重.....6
图表 5：香港是最大的人民币离岸市场.....7
图表 6：1992 年《美国香港政策法》核心内容.....8
图表 7：香港主要贸易伙伴.....8
图表 8：香港与美国贸易值.....9
图表 9：香港金融、商贸、物流、专业服务等四大服务业增加值.....10
图表 10：香港国际投资头寸.....10
图表 11：国际投资净头寸以及各组成部分.....11

一、香港的核心竞争力在于自由贸易港和国际金融中心

1.1 香港是全球最大的自贸港之一，是全球最自由的经济体

- **香港是全球最自由的经济体，自由贸易港的定位促使香港成为重要的全球贸易中心地区之一。**根据世界贸易组织数据，2019 年香港是全球第 8 大商品输出地，也是全球第 17 大服务输出地。在香港输入和输出任何商品，无需缴纳任何关税（酒精、碳氢油、甲醇、烟草除外），同时进出口贸易手续十分简单，一般只要在货物进出口 14 天内报关。此外，香港地区除了酒精、碳氢油、甲醇、烟草等商品之外基本没有消费税和增值税。
- **香港是全球服务业主导程度最高的经济体，服务业占 GDP 90%以上，香港一直致力拓展自由贸易网络以助力本港服务贸易进入内地和国际市场。**香港至今已分别与内地、新西兰、欧洲自由贸易联盟国家、智利、澳门、东盟、 格鲁吉亚以及澳洲签订了八份自贸协定，主要目的是为了帮助香港占比超过 90%的服务贸易进入对方市场。

图表 1：世界商品贸易总额排名

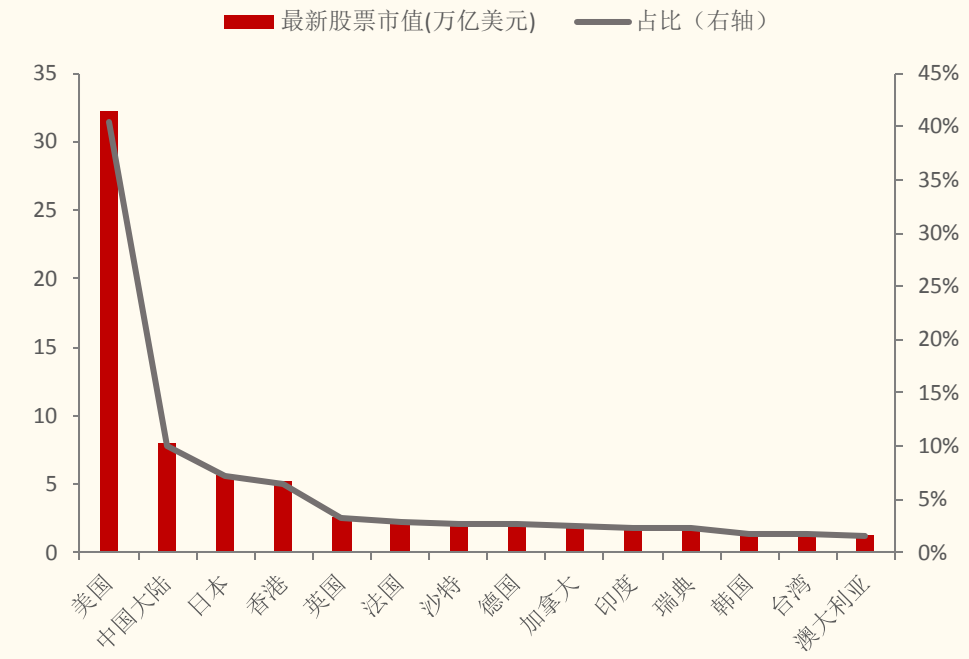


来源：WTO、国金证券研究所

1.2 资本自由流动和联系汇率制度是香港国际金融中心的金融制度基础

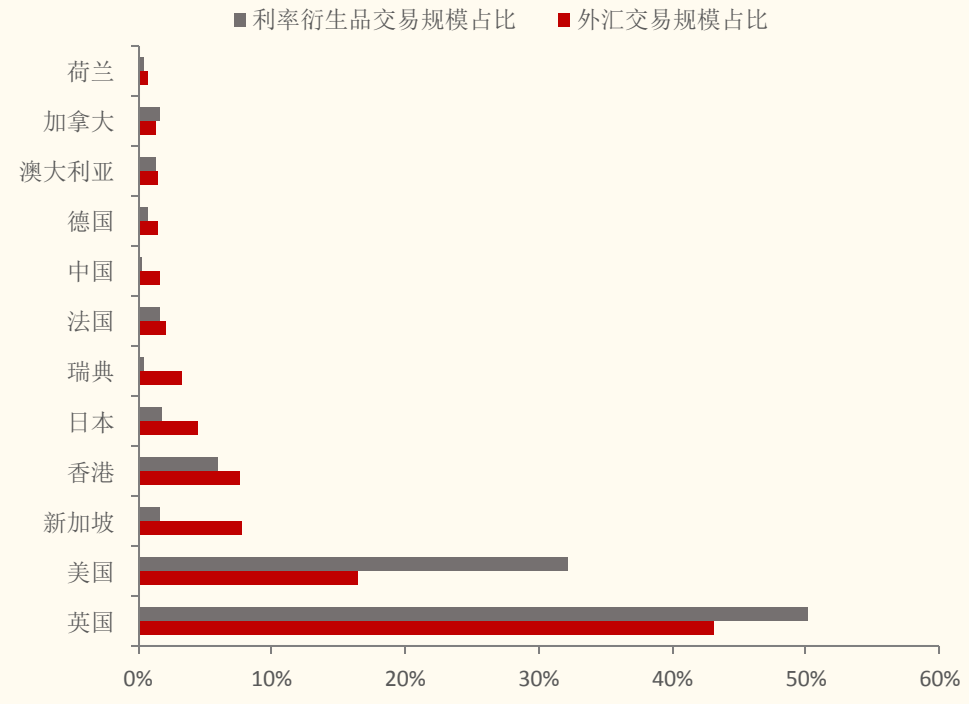
- **香港作为金融中心，IPO 规模、股票市值、外汇交易规模和衍生品交易规模均位居全球前列。**具体来说，2019 年港股 IPO 规模 210 亿美元，仅次于中国大陆的 680 亿美元和美国的 670 亿美元，位居前期第三。当前港股市值 6.8 万亿美元，位居全球第四。此外，2019 年香港的外汇交易和利率衍生品交易规模分别处在全球 3-4 名，仅次于英国和美国，和新加坡不相上下。
- **香港在“资本自由流动、汇率稳定、独立货币政策”不可能三角中选取了资本自由流动和汇率稳定，放弃了独立的货币政策。**资本自由流动和联系汇率制度是香港国际金融中心的金融制度基础，资本自由出入促使香港能够吸纳全球资本，而联系汇率的制度安排也进一步降低了资本流入流出的汇率风险。对于一个定位于自贸港的经济体来说，独立的货币政策相比资本流动和汇率稳定显得并不是那么重要，香港自 1983 年实施联系汇率制度以来，货币政策基本都是跟随美联储。

图表 2：全球各地股票市值（截止 6 月 29 日）



来源： Bloomberg、国金证券研究所

图表 3：2019 年各地外汇和衍生品交易规模占比



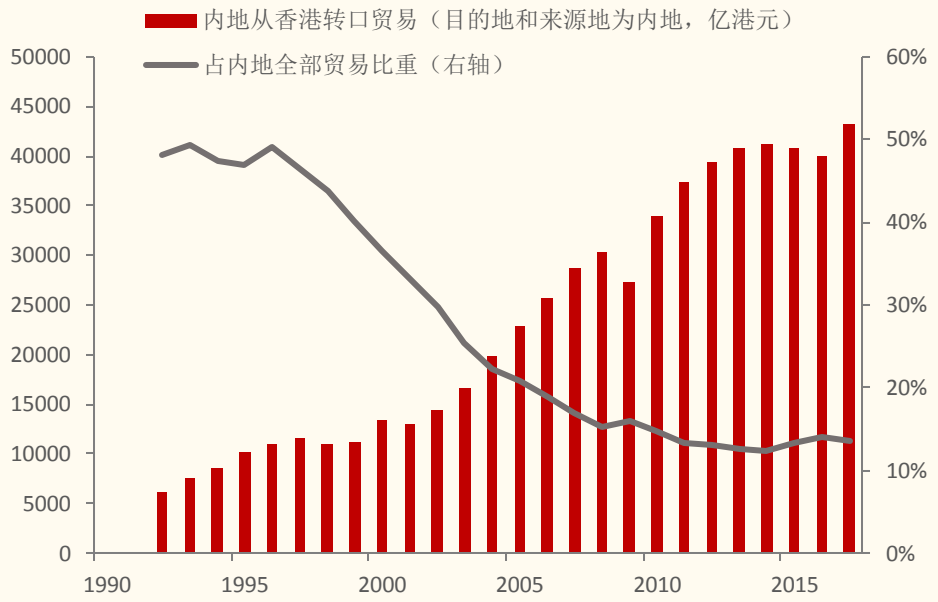
来源：BIS、国金证券研究所

二、香港和内地的关系：从开放的窗口到离岸金融中心

■ 上世纪 80 年代，随着内地的改革开放，内地开始吸纳来自香港的投资，二战后香港发展起来的本土工厂都逐步搬到中国大陆，特别是香港临近的珠

三角地区。也就是在这个过程中，香港经历了从本地的制造业出口到转口贸易的一次转型，依托自由贸易港的优势，香港成为中国大陆开放的窗口。90 年代大陆从香港转口贸易占大陆全部贸易比重高达 50%左右，充分反映了香港作为内地开放窗口的重要意义。**随着我国对外开放的进一步扩大，特别是随着自贸区的设立，内地对香港转口贸易的依赖度明显下降，大陆从香港转口贸易占大陆全部贸易比重由 90 年代的 50%左右下降到了目前的 14%左右。**

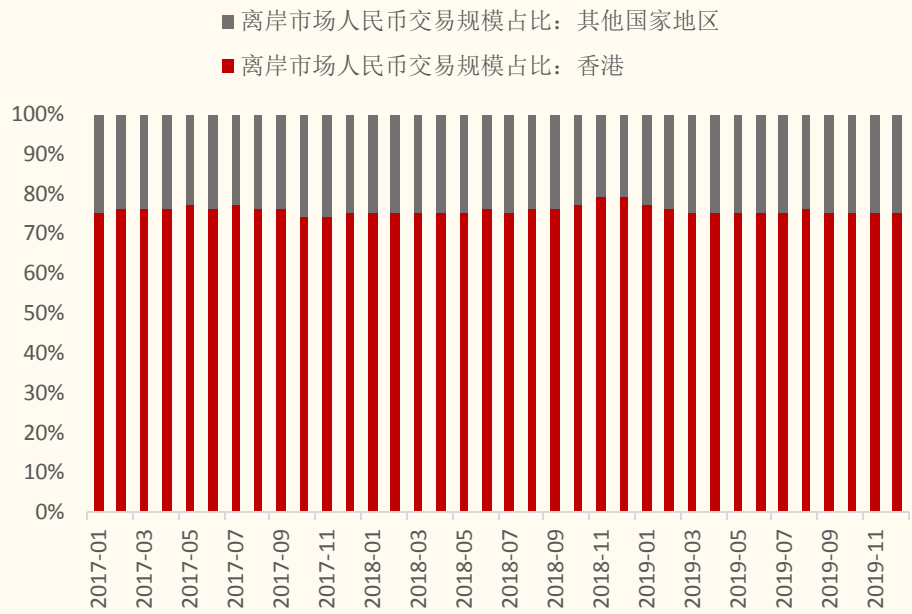
图表 4：自香港转口的贸易占大陆贸易的比重



来源：Wind、国金证券研究所

- **尽管香港对大陆的转口贸易的功能在下降，但是香港作为大陆离岸金融中心的作用更加突出。**全球资本可以通过香港进入中国内地，中国内地的资本也可以通过香港走向世界。特别是 2014 年以来沪深港通的开通，两地金融互联互通机制不断深化。此外，香港是最大的人民币离岸中心，作为人民币国际化战略的定位无可替代。根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的数据，经由香港处理的离岸人民币交易占内地以外全球总量的 75%。截止 2019 年底，香港的人民币资金池规模达 6,580 亿元人民币（含存款及存款证），是全球最大的离岸人民币资金池，占接近一半的全球离岸人民币资金规模。

图表 5：香港是最大的人民币离岸市场



来源：SWIFT、国金证券研究所

三、美国声称将取消香港独立关税意味着什么？

3.1 美国特朗普政府声称取消香港独立关税待遇

- **在香港国安法后，美国等国家在香港问题上持续针对中国。**5 月 29 日，美国总统特朗普发表讲话，声称美国将取消给予香港差别及特别待遇的政策阔免程序。6 月 30 日美国开始停止对香港的国防设备出口，并限制香港获取高科技产品。

3.2 香港作为中国“一国两制”的特殊区域，享受来独立关税的待遇

- 自从 1992 年《美国香港政策法》发布以来，美国对香港与大陆的待遇有所不同，主要区别在于：

（1） **香港享有单独的关税，**美国承认香港签发的制成品原产地证书，视其为不同于大陆的原产地。在中美贸易战中，美国对中国本分产品征收高额关税，香港未受影响。

（2） **美国和中国直接签订双边经济协议，双边经济条约及知识产权架构等。**美国对香港不实施敏感技术出口管制，只要香港能保护技术不被不正当使用或出口。美国对香港赴美投资比大陆审核简单。

（3） **美国允许美元港元的无上限自由兑换，**鼓励美企在港经营，香港金管局可以通过联邦汇率维持美元兑港元汇率。

（4） **美国赋予香港富布莱特计划正式合作伙伴的单独地位，**寻求扩大扩大与香港的教育、科学、文化和学术研究方面的交流。

（5） **与香港直接签署航空运输协议，**承认香港注册的船只和飞机，承认香港颁发给香港航空公司的许可证，认可香港签发给美国航运人的特定服务证书。

（6） **美国承认香港发出的护照及旅游证件，两者旅游免签。**

图表 6：1992 年《美国香港政策法》核心内容

领域	内容
贸易	香港享有单独的关税
	美国和中国直接签订双边经济协议，双边经济条约及知识产权架构等
金融	美国允许美元港元的无上限自由兑换
交流	美国赋予香港富布莱特计划正式合作伙伴的单独地位
	与香港直接签署航空运输协议
	美国承认香港发出的护照及旅游证件，两者旅游免签

来源：香港工业贸易署、国金证券研究所

3.3 美国取消独立关税地位对香港意味着什么？

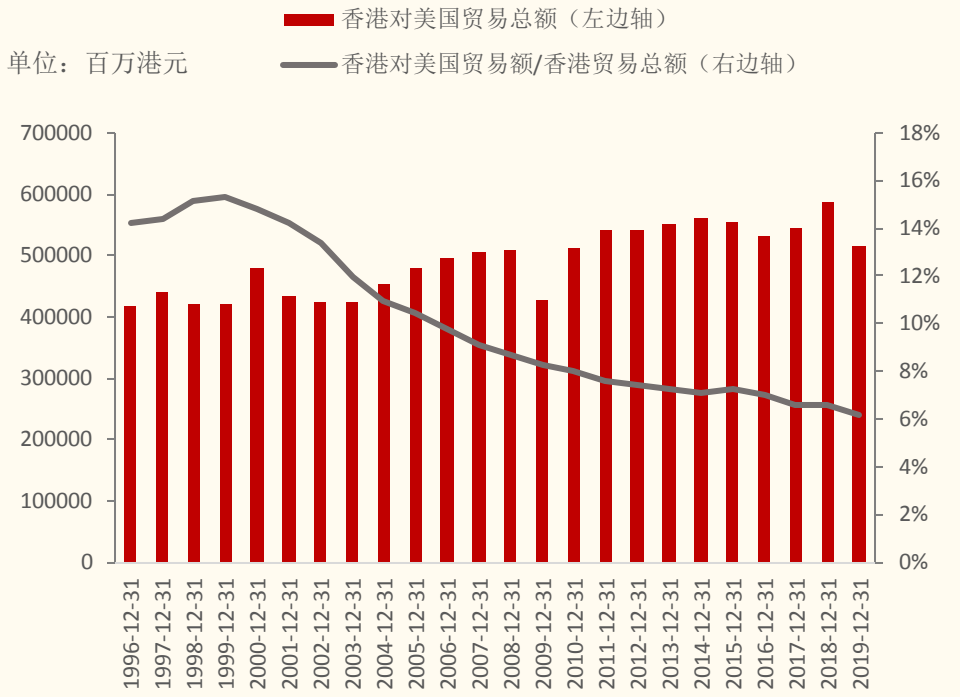
- **香港独立关税地位是受 WTO 成员国认可的法律地位。**香港单独关税是由世贸组织协定，经中国政府同意，通过《中国人民共和国香港特别行政区行政法》确认，由世贸组织多边规则确认，从而获得其他成员认可的法律地位，并非某一成员可以单独赋予及解除。即使中美关系仍存一定的不确定性，但香港美国商会的调查显示，很少有美国公司考虑放弃在香港这个亚洲金融中心的运营。
- **美国单方面取消香港享有的单独关税，并不影响香港作为自由港和其他国家地区的贸易往来。**近年来，美国作为香港的贸易国对象，其贸易总额占香港贸易总额的比例在逐年减少，2019 年只占香港 6%左右的贸易总额。
- **美国取消香港独立关税待遇不会导致香港资金外流。**香港资金是否外逃取决于自由贸易港定位和国际金融中心地位是否有变化，美国取消对香港关税的特殊待遇以及加强对香港敏感技术的出口管制只会影响香港与美国之间的贸易往来，不会撼动香港作为国际金融中心的地位，因此并不会出现幅度的资金外流。

图表 7：香港主要贸易伙伴

排名	地区/国家	贸易总值	所占百分比（%）
1	中国内地	4268945	50.8
2	东盟	1017853	12.1
3	欧盟	661920	7.9
4	美国	516906	6.2
5	台湾	418728	5.0
6	日本	373613	4.4
7	新加坡	362656	4.3
8	韩国	276626	3.3
9	马来西亚	196562	2.3
10	印度	192991	2.3

来源：香港贸易统计、国金证券研究所

图表 8：香港与美国贸易值



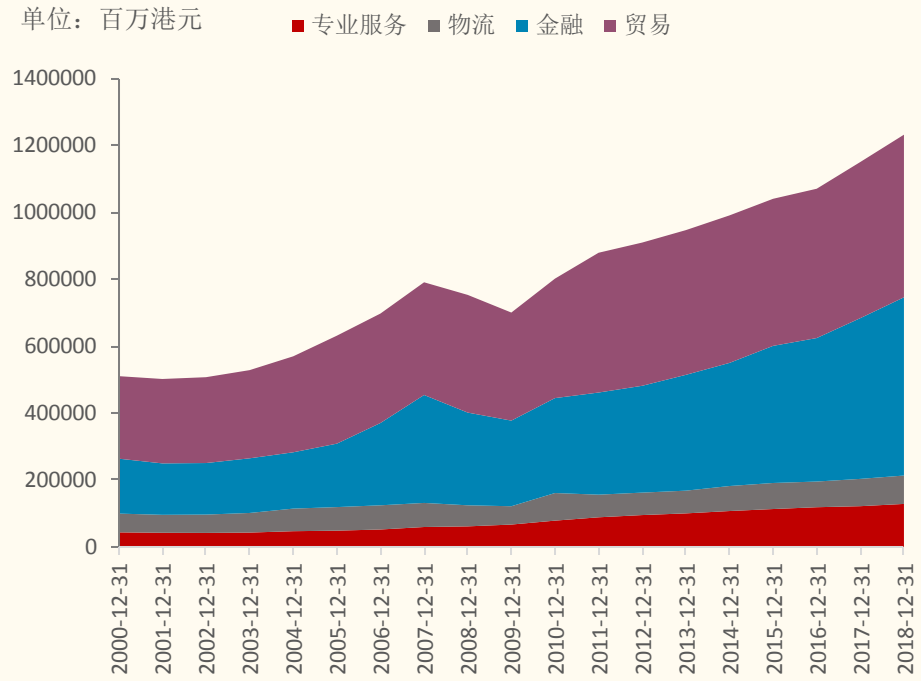
来源：国金证券研究所

四 粤港澳大湾区背景下香港未来展望

4.1 香港在粤港澳大湾区中的定位

- **粤港澳大湾区背景下，香港纳入国家整体规划，进一步强化香港和内地的协同发展。**《粤港澳大湾区发展规划纲要》明确提出香港的定位：巩固和提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位、国际资产管理中心及风险管理中心功能，推动金融、商贸、物流、专业服务等向高端高增值方向发展。可以看出，依托自贸港和国际金融中心的优势，香港将在在人民币离岸中心和全球资产管理中心方面发挥更大的功效，同时突出金融、商贸、物流、专业服务等四大服务业的优势。

图表 9：香港金融、商贸、物流、专业服务等四大服务业增加值

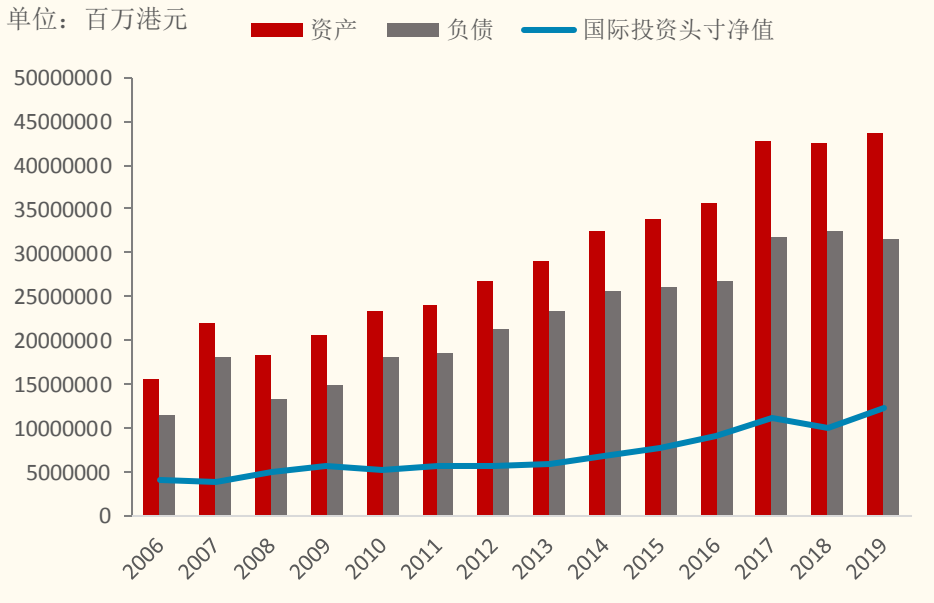


来源：Wind、国金证券研究所

4.2 香港国际金融中心地位稳固

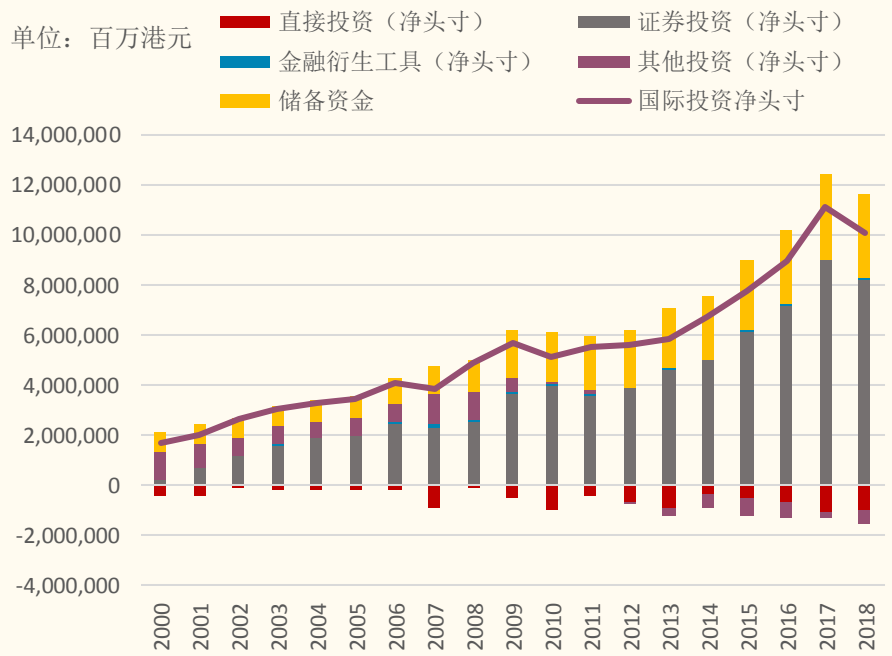
- **香港仍是全球最活跃和最自由的金融中心。**2019 年香港对外金融资产净值相当于本地 GDP 的 4.2 倍，是全球占比最大的国家地区之一。直接投资是香港对外资产最大的组成部分，体现了香港在世界各地尤其中国内地的直接投资者地位。证券投资是香港对外资产第二大组成部分，体现了香港金融中心的地位，2019 年证券投资中 63.8%为股权和基金。

图表 10：香港国际投资头寸



来源：香港政府统计处、国金证券研究所

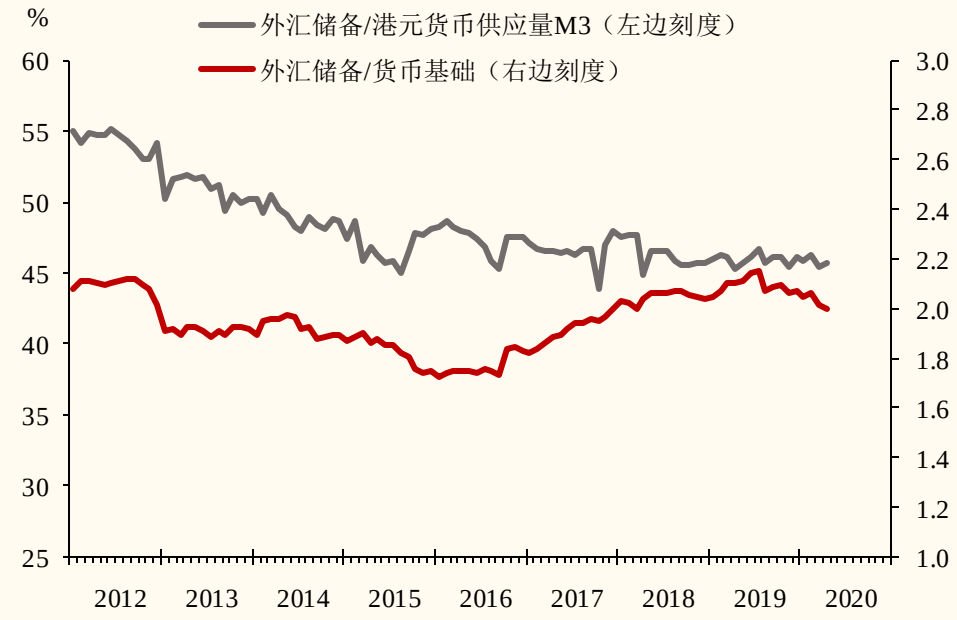
图表 11：国际投资净头寸以及各组成部分



来源：香港政府统计处、国金证券研究所

- **香港充足的外汇储备是维持香港国际金融中心稳定的保障。**2019 年香港的外汇储备金占广义货币 M3 的 45%左右，是基础货币的 200%左右。尽管短期内香港汇率会有所波动，但是充足的外汇储备是香港联系汇率制度运行稳定的有利保障。

图表 10：香港外汇储备充足



来源：金融香港金管局、国金证券研究所

风险提示：中美经贸摩擦升级、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH