

全球大湾区资本形成机制比较研究

彭兴庭 卢晓琬 卢一宣 何瑜

(深圳证券交易所综合研究所, 广东 深圳 518038)

摘要: 对比纽约、旧金山和东京等三大湾区, 粤港澳大湾区在基础设施建设、经济规模总量、产业发展基础、投融资需求等方面具有一定的优势, 但粤港澳大湾区近年资本形成效率有所下降, 还存在储蓄基础薄弱、资本生态多样性不足、产业同质化竞争, 以及资本形成渠道不丰富、市场化程度偏低、形成成本较高、制度适应效率较低等问题。总体上, 粤港澳大湾区资本形成的有效性仍有较大的提升空间。

关键词: 全球大湾区; 粤港澳大湾区; 资本形成机制; 证券交易所

Abstract: Compared with the other three bay areas, Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area enjoys certain edge in infrastructure construction, total economic scale, industrial development foundation, investment and financing demands, etc. Moreover, our Greater Bay Area somewhat falls behind in capital formation efficiency when compared with the other three bay areas. There are such issues as weak saving basis, insufficient diversity in capital ecology, homogeneous industrial competition, limited capital formation channels, low marketization level, high capital formation cost and inefficient institutional adaptation. These all imply large room for improvement for Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area in efficient capital formation.

Key words: global bay areas, Guangdong-Hong Kong-Macao greaterbay area, capital formation mechanism, stock exchange

作者简介: 彭兴庭, 经济学博士、法学博士, 任职于深圳证券交易所综合研究所, 研究方向: 宏观战略方向。卢晓琬, 女, 金融学博士, 任职于深圳证券交易所综合研究所, 研究方向: 宏观战略方向。卢一宣, 女, 经济学博士, 任职于深圳证券交易所综合研究所, 研究方向: 新兴产业对接资本市场。何瑜, 女, 任职于深圳证券交易所综合研究所, 研究方向: 金融科技。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

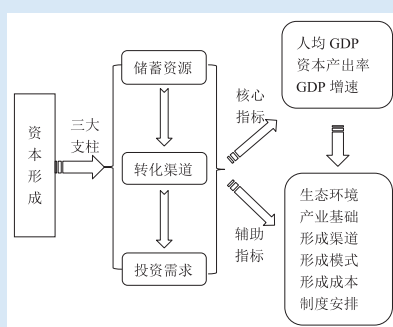
引言

建设粤港澳大湾区是以习近平同志为核心的党中央作出的重大决策, 是新时代推动形成我国全面开放新格局的重大举措。2019年2月18日, 中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》, 指出要充分发挥香港、澳门、深圳、广州等资本市场和金融服务功能, 合作构建多元化、国际化、跨区域的科技创新投融资体系。粤港澳大湾区内已经拥有国际级的资本中心, 在湾区规划和建设发展过程中更会产生广泛的资本形成需求。一流湾区需要一流资本形成模式和效率。只有通过

市场化资本形成模式, 不断拓宽资本形成渠道, 提高资本形成效率, 才能加速科技创新向现实生产力的转化, 形成新的增长点。如何增强有效资本形成能力, 助力建设国际创新资本形成中心, 是建设粤港澳大湾区的重要课题。

什么是资本形成? 资本形成实质是将储蓄转化为投资、投资作用于生产的过程。主要涉及三个要素: 一是充足可用的储蓄资源, 二是有足够的投资需求, 三是储蓄向投资转化的多元化渠道。这三者相互作用, 影响资本形成效率。所谓有效资本形成, 是指资源配置向生产可能性边界不断逼近的过程, 将有限金融资源配置给好

图1 资本形成分析框架



的企业、行业，创造最大产出。当前，有效资本形成重要任务，是引导金融资本向创新聚集，促进创新经济发展。见图1(张志元等，2013)^[4]。

纽约、旧金山、东京三个世界级的湾区，其历史演变是两国经济发展模式的缩影。纽约湾区是“金融之湾”，具有强大的金融资源配置能力(宋湘燕等，2015)^[6]。截至2018年6月，纽约共聚集99家保险商业银行、42家保险储蓄银行、1658家证券公司、640家保险公司以及众多资产管理公司、对冲基金，汇聚了纽交所、NASDAQ、美国证券交易所等全球性证券交易所。旧金山湾区是“创新之湾”，具有完善的创新资本生态体系。据全美风险投资协会统计，2018年硅谷的风险投资金额为654亿美元，占全美风险投资总额的34.7%，活跃投资者占全美风险投资者的43%。东京湾区是“产业之湾”，近年实现了从产业资本中心到自由资本中心的转变(曹晴等，2014)^[5]。历史上，东京湾区主要通过政府主导的主银行体制，以低利率方式向规划产业进行资本倾斜。但20世纪90年代后，日本政府实施“金融大爆炸”，通过开放金融市场、发展直接融资等手段，开启湾区自由资本中心之路。三大一流湾区都历经或正在经历港口经济→工业经济→服务经济→创新经济的升级路径。在产业升级过程中，直接融资占比不断提高，资本市场生态体系不断完善，机构投资者占比日益增长，外资内用特征明显，资本市场广度和深度不断拓展(雍和明，2018)^[8]。

在中国，粤港澳大湾区是我国人口聚集最多、创新能力最强、综合实力最雄厚的区域之一，是我国经济结构转型升级的重要引擎。香港是国际金融中心，香港是全球的国际金融中心，在金融尤其是国际金融领域，香

港保持着相对于内地的较大优势地位。但是，在全球掀起高新技术产业浪潮的情形下，香港没有及时对未来科技进行重点引导、关注，香港许多大型企业也没有做长远投资，导致传统制造业向内地转移后，没有新的更高技术层次、更高品质的产业填补。2017年，香港制造业占GDP比重仅为1%，存在产业空心化问题。澳门方面，虽然地理位置优越、政治社会环境稳定、市场开放自由，但也面临产业结构单调、发展空间局促、人力资源不足等短板。在澳门，博彩业占GDP约50%，占财政收入达70%以上。在广东方面，广州是国际商贸中心，全球性物流枢纽中心，深圳则在科技创新、新兴产业、金融领域等方面具有超强竞争力，珠三角是世界制造业基地。但是，与香港、澳门两个自由港相比，广东在市场化、国际化与制度包容性、适应性等方面都还有一些差距(国世平，2018)^[7]。

当前，发达国家已经启动新一轮经济结构调整，掀起了一场抢占未来产业革命制高点的竞赛。坚持创新驱动、促进内生增长、提升发展质量已成为国际共识。全球科技创新角逐的背后，其实是各国创新资本形成效率的竞争。资本市场是现代经济体系中最核心、最活跃的因素，是风险分散、利益共享的主渠道，能够适应科技创新周期长、投入大、不确定性高等特点，激励更多人才投身其中。在未来，如何充分利用资本市场，提高创新资本的形成能力，是抢占新一轮制高点的关键。

四大湾区经济发展情况比较

资本形成能力与经济发展程度、基础条件密切相关。资本形成能够促进经济发展，改善基础设施，反过来，一个地区的基础条件，如区位、人口、产业等，也会对资本形成的规模和质量产生重要影响。

纽约湾区涵盖纽约州、康涅狄格州和新泽西州31个县，面积2.15万平方公里，人口2340万人，2017年GDP约1.7万亿美元，全国占比8.8%，GDP增速3.3%，人均GDP为7.1万美元，世界500强企业总部数量22家，主要以金融和制药业为主。对外贸易周转额占全美的1/5，制造业产值占全美的1/3，拥有全球市值第一的纽约交易所和全球市值第二的纳斯达克交易所，金融保险业占比高达20%。有2900多家世界金融、证券、期货及保险和外

贸机构均设于此。

旧金山湾区位于美国加利福尼亚州北部，主要由旧金山、奥克兰和圣何塞三大城市组成，涵盖12个县，面积1.79万平方千米，人口760多万人，2017年GDP约0.8万亿美元，全国占比4%，GDP增速6.4%，人均GDP约10.9万美元，世界500强企业数量28家，30多家私人创业基金机构，主要以互联网、电子科技等高新技术产业为主。有20余所高等院校和5所世界知名的研究型大学。

东京湾区由房总半岛和三浦半岛组成，涵盖10个城市，面积约1.36万平方千米，人口3500万人，2016年GDP约1.8万亿美元，全国占比26.4%，GDP增速3.6%，人均GDP约5.14万美元，地均0.48亿美元，世界500强企业总部数量60家，地均每平方公里1.33亿美元，主要以汽车、石化等制造业为主。湾区聚集着日本1/3的人口、1/3的经济总量、40%的工业产值。

从总体规模来看，粤港澳大湾区由“9+2”城市组成，即广州、佛山、肇庆、深圳、珠海、中山、江门、东莞、惠州9市和香港、澳门2个特别行政区。总面积5.6万平方公里，人口6000多万，2017年GDP约1.65万亿美元，全国占比12%。粤港澳大湾区中香港和深圳的金融体系较为完备，高新技术产业比较有优势，广州、东莞、惠州、佛山等市制造业基础牢固，同时粤港澳大湾区港口群规模比较庞大，拥有香港港、广州港、深圳港三个世界级集装箱港口及虎门、惠州、汕头、珠海等地方港口。

与世界三大湾区比较，粤港澳大湾区无论是从经济

表1 四大湾区基础数据(2017年)

指标	纽约湾区	旧金山湾区	东京湾区	粤港澳大湾区
面积(万平方公里)	2.15	1.79	1.36	5.65
人口(万人)	2340	760	3500	6672
城市数量	25	12	10	11
人口密度(人/平方公里)	1088	424	2581	1180
GDP(万亿美元)	1.7	0.8	1.8	1.65
GDP占全国比重(%)	8.8	4	26.4	12
人均GDP(万美元)	7.1	10.9	5.14	2.47
GDP增速(%)	3.3	6.4	3.6	7.5
港口集装箱吞吐量(万TEU)	465	227	766	6520
世界500强企业总部数	22	28	60	16
第三产业比重(%)	89.4	82.8	82.3	62.2
机场旅客吞吐量(亿人次)	1.3	0.71	1.12	1.75

注：东京湾区的相关经济数据为2016年。

规模总量、对外开放程度以及地理位置条件，都具备了打造世界级湾区的条件(见表1)。

资本形成的储蓄基础比较

人均GDP是衡量地区经济发展水平的重要指标，能够客观反映地区收入水平情况，也是资本形成能力的重要表现。人均GDP越低，资本形成潜力越小。

从储蓄基础看，相比其他三大湾区，粤港澳大湾区的民间资本形成潜力存在不足。从经济规模总量上来说，粤港澳大湾区虽然已经比肩世界三大湾区，但粤港澳大湾区中的人均产值较低，目前港澳人均GDP仅有1.38万美元左右(其中广东地区人均GDP为1.2万美元，香港地区4.6万美元，澳门7.8万美元，粤港澳三地均为1.38万美元，大湾区9+2平均约为2.4万美元)，与世界顶级湾区相比仍存在较大差距(旧金山湾区的人均GDP为10.9万美元，纽约湾区为7.1万美元，东京湾区也超过5万美元)，还不足旧金山湾区的1/5。见表2。

此外，地均GDP、世界500强企业以及创新资源等方面都还存在一定差距。粤港澳大湾区地均GDP约1.65亿元/平方公里，但东京湾区、纽约湾区、旧金山湾区地均GDP分别为3.44亿元/平方公里、4.60亿元/平方公里和3.09亿元/平方公里。粤港澳大湾区有世界500强企业约16家，但东京、纽约、旧金山湾区分别有世界500强企业60

表2 四大湾区人均GDP数据(美元)

年份	纽约	旧金山	东京	粤	港	澳
2002年	60,917	70,185	61,081	1,856	24,665	16,703
2003年	61,018	71,620	64,932	2,150	23,940	18,473
2004年	62,720	73,123	72,583	2,521	24,933	23,281
2005年	65,318	76,904	72,611	2,980	26,642	25,541
2006年	67,249	80,765	67,515	3,509	28,226	29,755
2007年	68,073	85,071	65,970	4,346	30,597	35,212
2008年	65,711	85,224	71,223	5,376	31,501	38,918
2009年	65,564	79,699	75,602	5,772	30,701	39,905
2010年	67,433	80,899	79,373	6,590	32,554	52,380
2011年	67,072	82,651	88,633	7,823	35,128	66,867
2012年	68,562	84,898	88,138	8,563	36,723	75,536
2013年	68,289	87,565	73,589	9,468	38,402	86,680
2014年	69,146	91,877	67,563	10,333	40,308	89,005
2015年	70,215	98,643	58,780	10,876	42,429	70,712
2016年	70,314	103,636	65,269	11,191	43,742	70,160
2017年	71,084	109,143	63,586	11,971	46,214	77,596

数据来源：美国商务部经济调查分析局(BEA)、香港政府统计处、澳门政府统计、日本统计局、中国国家统计局，注：东京湾区2015-2017年数据为估算得到。

家、22家和28家。粤港澳大湾区的主要产业为制造业、科技创新和金融服务业；东京湾区的主要产业为先进制造业、批发零售业；纽约湾区的主要产业为金融服务业、房地产业和医疗保健业；旧金山湾区的主要产业为科技创新和专业服务(Burke et al., 1986)^[1]。

资本形成的投资需求比较

资本形成会受到投资需求的影响，只有足够的投资需求，才能推动储蓄向投资的转化，进而产生资本形成(陈建勋，1988)^[3]。经济发展速度反映了一个国家或地区的投资总需求，通常经济发展越快，各经济部门对投资的需求会更加旺盛。

对比四大湾区经济发展速度，粤港澳大湾区存在较为旺盛的资本形成需求。自21世纪初以来，粤港澳大湾区的GDP增速保持着领先地位，远高于同期其他湾区的增速，这得益于中国近些年的快速发展，尤其是广东作为改革开放前沿，经济活力旺盛，带动了港澳地区的发展。在其他三个湾区，旧金山湾区的经济发展速度最快，这与其发展高新技术产业、互联网企业有关，近年展现了新经济模式的强大动力。相比之下，纽约湾区经济增长也有不错的表现，纽约作为全球金融中心，仍然具有较强的经济韧性(Currid et al., 2006)^[2]。东京湾区以传统产业为主，其经济发展相对平缓(见表3)。

表3 四大湾区GDP增速

年份	纽约	旧金山	东京	粤	港	澳
2002年	1.79%	-2.86%	-0.95%	12.15%	-1.80%	7.51%
2003年	2.39%	2.37%	1.06%	17.35%	-3.14%	11.74%
2004年	5.85%	3.46%	3.02%	19.06%	4.80%	29.19%
2005年	7.01%	8.05%	1.43%	19.58%	7.23%	14.07%
2006年	5.79%	7.61%	6.44%	17.87%	6.46%	22.16%
2007年	4.50%	7.85%	1.14%	19.52%	9.81%	24.54%
2008年	-1.07%	2.54%	-3.02%	15.80%	3.44%	13.83%
2009年	1.54%	-5.25%	-5.60%	7.30%	-2.83%	2.21%
2010年	4.86%	3.63%	0.18%	16.54%	7.06%	31.25%
2011年	1.90%	5.11%	2.16%	15.64%	8.90%	30.79%
2012年	5.53%	6.15%	0.01%	7.25%	5.31%	16.81%
2013年	2.63%	6.15%	1.47%	9.47%	4.97%	19.79%
2014年	4.45%	7.96%	0.63%	8.54%	5.69%	7.33%
2015年	4.90%	10.33%	1.95%	7.38%	6.12%	-18.06%
2016年	2.74%	6.78%	1.35%	11.05%	3.86%	0.01%
2017年	3.31%	6.87%	1.31%	11.16%	6.83%	11.58%

数据来源：Wind数据库。

资本形成的效率比较

区域资本形成效率是指一个地区实现金融资源优化配置功能的程度，通常使用资本边际产出率来衡量¹，对比四大湾区的资本边际产出率(表4)，可得出以下几点结论：

第一，美国边际产出率一直比较稳定。美国的资本边际产出率一直维持在4.5~5.0之间，处于较高水平。考虑到纽约湾区、旧金山湾区的经济发展程度，这两个湾区的资本边际产出率应该大于5。

第二，东京湾区资本边际产出率较高且表现平稳。在2006~2017年期间，东京湾区的边际产出率基本稳定在7左右，资本形成效率较高。东京湾区的边际产出率在四大湾区中处于最高水平，这与日本近年的金融改革有关，也与东京湾区发达的产业有关。东京是日本“工业大本营”，是全球最先进、出口实力最强的新型工业地带，对资本尤其是固定资产的利用效率较高，能够将有限的金融资源配置给效益最好的企业、行业。相比之下，纽约、旧金山、香港等发地区，主要以金融业、服务业为主，对固定资产需求较小，资本边际产出有限。

第三，近年广东地区资本边际产出率有下降趋势，且与东京等地区的差距拉大。在2001~2008年，广东资本

表4 四大湾区资本边际产出率对比

年份	美国	日本	中国	东京	粤	港	澳
2001年	4.85	3.58	2.92	7.16	3.46	3.78	8.63
2002年	4.89	3.78	2.79	7.28	3.51	4	8.72
2003年	4.81	3.86	2.56	7.09	3.36	4.06	6.56
2004年	4.60	3.95	2.48	6.71	3.43	4.27	6.02
2005年	4.50	3.89	2.50	6.97	3.89	4.41	3.98
2006年	4.49	3.93	2.54	6.98	4.09	4.41	3.19
2007年	4.64	4.07	2.59	7.31	4.42	4.55	2.94
2008年	4.95	4.19	2.50	7.27	4.62	4.58	3.57
2009年	5.75	4.39	2.23	7.69	3.73	4.63	5.34
2010年	5.39	4.65	2.21	7.65	3.76	4.59	8.03
2011年	5.26	4.57	2.21	7.61	3.39	4.36	8.2
2012年	4.99	4.48	2.21	7.58	3.18	4.16	7.45
2013年	4.87	4.35	2.20	6.93	2.91	4.18	7.58
2014年	4.80	4.24	2.23	6.86	2.66	4.3	5.46
2015年	4.73	4.22	2.32	6.95	2.41	4.54	4.06
2016年	4.84	4.22	2.34	7.04	2.46	4.65	4.57
2017年	4.74	4.19	2.34	6.83	2.40	4.66	5.54

数据来源：Wind数据库、东京统计年鉴、广东统计年鉴。

边际产出率平稳上升，2008年达到4.62的峰值后开始降低，在2009~2016年期间呈现不断下降的趋势，到2017年仅为2.40。与东京地区差距巨大，且这种差距近年不断扩大。金融危机之后，我国实施大规模的固定资产投资计划，其规模已经达到了一定的临界值存在重复建设、过度建设等问题，导致资本的边际产出不断下降，这也意味着依靠固定资产投资规模扩张来带动经济增长的效应在减弱，难以为经济增长提供足够的动力，资本形成中投资结构优化应成为推动广东经济增长的重要途径。

自2009年金融危机以来，我国宏观杠杆水平不断提高²，但从2011年开始，GDP增速反而下降(图2)，这种“剪刀叉”表明资本配置效率下滑。近年，在我国，一方面大量资金在金融部门“空转套利”，出现脱实向虚现象。另一方面部分资金虽然流向实体领域，但却配置在传统行业当中。

相比之下，香港资本边际产出率保持平稳上升的趋势，澳门虽有所下降，但也是广东近两倍。澳门资本边际产出率波动较大，这可能与经济规模较小，容易受到政策、外部环境等各方面因素的影响。

资本形成的生态环境比较

资本生态环境对资本形成效率具有重要影响。丰富的资本生态环境，通过专业的第三方服务，有效匹配投资端与融资端需求，提升资本形成效率。从资本市场的角度，对比四大湾区第三方经营服务机构分布情况，结论如下：

第一，美国纽约、旧金山两大湾区资本生态体系最为丰富、完善，且各自优势特色明显。美国两大湾区的

中介机构绝对数量远超于东京、粤港澳两大湾区，两大湾区均聚集了大量的证券金融分支机构、会计师事务所、律师事务所等。但二者生态体系又有明显的差异，纽约湾区是“金融湾区”，聚集了美国1/3的证券金融机构总部；相比之下，旧金山湾区最大的特色则是聚集了大部分的PE/VC，PE/VC投资额将近纽约湾区的4倍，超过美国PE/VC投资总额的1/2，充分显示旧金山湾区的创新创业特色(见表5)。

第二，粤港澳大湾区特别是广东地区资本生态多样性不足，创投能力差距较大。广东地区的券商总部为28家，鉴于大部分券商总部聚集了综合性业务线如产品创新、海外业务、并购业务等，这意味着广东地区以销售业务为主。虽然香港的综合性业务较强，但目前受准入门槛限制，服务能力还有待提高。此外，广东地区的PE/VC投资额只有旧金山湾区的1/10，两者在创投能力方面差距非常明显。除此之外，粤港澳大湾区律师数量仅为纽约湾区、旧金山湾区的1/4；会计师事务所大部分为小型事务所，竞争能力较弱。

第三，东京湾区的中介机构聚集度较高，粤港澳大湾区集中度优势不明显。比较四大湾区资本市场中介服务

表5 四大湾区资本形成的生态环境对比³

	纽约	加州	东京	粤	港
证券金融机构总部(家)	1,095 (2017)	428 (2017)	181	28	—
证券金融机构(含分支机构)(家)	12,153 (2017)	18,093 (2017)	555	1,361	575
会计事务所数量(家)	158	123	143	1,022	575
律师数量(人)	177,035	170,044	18,879	36,000	9,463 (2017)
PE/VC投资数量(起)	776	2,754	525	416	44
PE/VC投资额(亿美元)	173	654	18.3	65.8	7.80

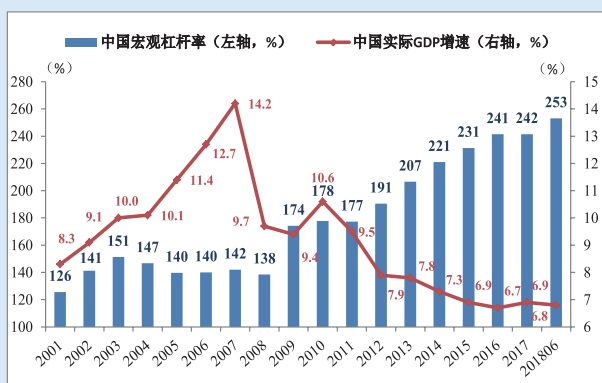
数据来源：FINRA官网、PCAOB官网、美国律师协会、日本证券业协会、日本公认会计师协会JICPA、东京辩护士会、证监会广东省监管局、中国证券业协会、广东省注册会计师协会、广东省律师协会、CBInsights、香港证券及期货事务监察委员会、香港会计师公会、香港律师协会、Wind数据库。

表6 四大湾区资本形成的生态环境聚集度对比(在本国占比)⁴

	纽约	加州	东京	粤港(澳)	粤
证券金融机构总部数量	29.39% (2017)	11.49% (2017)	67.8%	—	21.34%
会计事务所数量	16.51%	12.85%	61.64%	19.72%	13.59%
律师数量	13.22%	12.70%	47.12%	12.14%	9.86%
PE/VC投资数量	9.77%	34.69%	76.98%	16.34%	15.01%
PE/VC投资金额	13.45%	50.86%	87.98%	8.95%	8.07%

数据来源：FINRA官网、PCAOB官网、美国律师协会、日本证券业协会、日本公认会计师协会JICPA、东京辩护士会、证监会广东省监管局、中国证券业协会、广东省注册会计师协会、广东省律师协会、CBInsights、香港证券及期货事务监察委员会、香港会计师公会、香港律师协会、Wind数据库。

图2 中国宏观杠杆率趋势



机构的集中度，东京湾区的集中度较高，聚集了日本约70%的证券金融机构总部、超过60%的会计师事务所、约50%的律师，东京湾区的PE/VC投资金额占全日本的88%，集中度明显。相比之下，粤港澳大湾区作为整体来看，资本生态发展尚可(见表6)。但广东地区证券金融机构总部只占全国不到5%，律师数量占全国不到10%，PE/VC投资金额占全国8%，各方面的集中度优势并不明显。

资本形成的产业基础比较

产业基础对于资本形成的质量具有重要影响。良好的产业结构，能够为金融业提供有效的需求，拓宽资本形成的渠道，推动储蓄转化为有效的、优质的资本。世界三大湾区均有各自核心产业，并形成产业链聚集。

第一，世界三大湾区均是围绕各自的核心产业形成产业聚集。在纽约湾区，形成了“一核心三轴点”的产业分工协作，纽约市是世界金融及总部中心，三轴点分别是费城、华盛顿和波士顿，其中，费城是制造业与运输中心，华盛顿是政治中心，波士顿是科技和教育中心。在旧金山，形成了以高新技术产业为主导，科技金融紧密结合，其他服务业配套发展的产业体系，南湾是硅谷中心，重点发展高新科技产业，旧金山城以金融业、滨海旅游等现代服务业为主，奥克兰市以港口经济为主。在东京湾区，形成京滨、京叶两大工业地带，东京是金融、政治和高科技产业中心，神奈川县是工业与物流中心，埼玉县是副都与运输中心，千叶县是商务与货运中心。

第二，粤港澳大湾区的产业布局存在一定程度同质化竞争，优势产业分工合作不明确。各城市中心功能过度集聚，城市之间产业机构出现同质化发展、效率低下。区内大部分城市都致力于发展新兴产业，产业布局高度相似，只是发展程度有所不同，譬如珠中江产业同构系数为0.7，深莞惠则为0.89，形成了同质化竞争局面。此外，香港、深圳吸引了大部分科技和人才资源，湾区资源配置高度集中，亟需资源、产业外溢，合理配置产业布局。

第三，纽约、旧金山、东京第三产业比重较高，粤港澳相对较低。纽约、旧金山、东京第三产业比例均保持在80%以上，是其支柱产业，而粤港澳大湾区的第三

产业比重则仅为60%左右。世界三大湾区以服务业为主的产业结构特征不是服务业对制造业的简单替代，而是产业链空间分工合作和产业高级化的表现形式。当前粤港澳大湾区的产业结构发育程度还较低，劳动密集型产业仍占据着较大的份额。由于传统企业技术含量低、市场竞争力弱，企业自身资信质量不高，难以达到金融机构信用风险控制的要求，也难以在交易所上市融资，吸引资本的能力也不够。同时，第三产业发展滞后，在一定程度上影响了融资渠道的拓展，对丰富资本形成渠道造成了障碍。

但相比世界三大湾区，粤港澳大湾区的发展空间更大。粤港澳大湾区拥有16家世界500强企业和3万多家国家级高新技术企业，《2017年全球创新指数报告》显示，粤港澳地区的创新指数位列世界第二。粤港澳大湾区不仅具有香港的金融业，还有深圳的研发、东莞和广州的制造。粤港澳大湾区已经具备建立世界一流湾区所需的产业结构基础，当前的任务是推进产业协同，加快转型升级。

资本形成的渠道比较

资本形成渠道包括自筹、银行信贷、资本市场、外商直接投资、政府预算等渠道。可进一步将资本形成渠道分为直接融资渠道和间接融资渠道，二者在将资金转化为投资方面具有同样的重要性。⁵

第一，银行信贷、资本市场是目前纽约、旧金山、

表7 四大湾区资本形成渠道

类别	纽约	旧金山	东京	粤	港	澳
银行信贷(存量, 亿美元)	13,660 (纽约州)	5,009 (加州)	14,803 (东京都)	19,899	12,471	1,109
上市公司市值(存量, 亿美元)	30,609 (纽约州上市公司市值, NYSE/NASDAQ/AMEX)	62,335 (加州上市公司市值, NYSE/NASDAQ/AMEX)	25,224 (东京上市公司市值, 东京证券交易所)	11,322亿美元[包括: 5389亿美元(深交所广东企业市值);5933亿美元(深交所广东企业市值)]	14,648 亿美元(港交所香港上市公司企业市值)	-
利用外资(增量, 亿美元)	228	104(加州)	497	233	1224	302
国家预算内资金(增量, 亿美元)	584	933(加州)	137	288	590	73
政府债务(亿美元)	365(长期债券发行)	933(长期债券发行)	6(地方债)	1,314(政府债务余额)	35	-

数据来源：纽约金融服务局、东京都统计年鉴、中国国家统计局、香港金融管理局、香港政府统计处、澳门金融管理局、Wind数据库。注：银行信贷(纽约、旧金山)、交易所(东京、粤、港)、利用外资(纽约、旧金山、东京)的数据为估算数。

东京的主要资本形成渠道。纽约拥有大量的银行机构及市值最高的证券交易所，其间接融资和直接融资渠道都非常发达，为纽约湾区提供了充足的资本。旧金山湾区则是侧重风险资本和交易所融资，硅谷聚集了大量的高新科技企业和互联网企业，风险投资机构众多，在一定程度上推动了当地企业进行上市。东京聚集了全日本最多的银行机构和最重要的产业，资本需求旺盛，而且直接融资都得到了极大发展。相比之下，仅从上市公司市值方面，粤港澳大湾区的规模与纽约、旧金山湾区相比，仍然存在显著差距，还有较大的改进空间和发展潜力(表7)。

第二，广东地区宏观杠杆率较高，亟需发挥资本市场作用，降低杠杆水平。粤港澳大湾区中，广东地区宏观杠杆率为269%，而纽约为119%(图3)，旧金山所在的加州为140%，东京都为157%，中国的宏观杠杆率则为253%(图2)。无论是对比国际三大湾区，还是对比中国整体水平，广东地区的负债水平都是比较高的。居高不下的宏观杠杆率，增加了系统性风险的隐忧。加强粤港澳大湾区资本市场建设，大力提高粤港澳直接融资比重，改善区域融资结构迫在眉睫。

我们也发现，香港的宏观杠杆率也很高，主要原因

图3 四大湾区宏观杠杆率比较

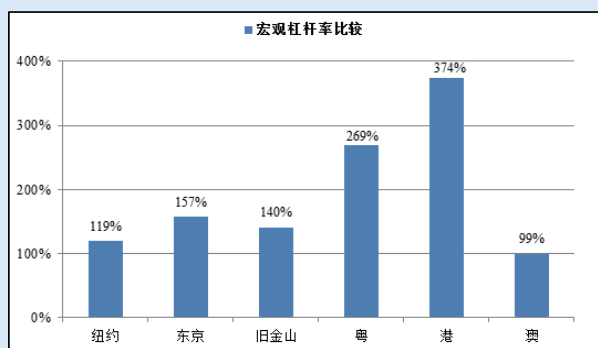


表8 广东地区2017年度社会融资情况 (单位: 亿元)

地区社会融资规模增量	22091.26	
人民币贷款	15243.507	69%
外币贷款(折合人民币)	-67.23469	
委托贷款	242.41019	1%
信托贷款	2793.9029	1.26%
未贴现银行承兑汇票	1291.865	5.84%
企业债券	413.09114	1.87%
非金融企业境内股票融资	1304.7897	5.91%

数据来源：中国人民银行。

在于香港作为国际金融中心，很多在香港注册的企业虽然在香港进行借贷，但将筹集资金用于港外投资，此类经济活动所获得的收入并未在香港GDP中体现，以GDP作为分母高估了香港企业的负债水平。

第三，粤港澳地区资本形成渠道的差异较大，广东基本还是“银行主导型”的间接融资体制。从增量来看，广东地区银行间接融资占比超过70%，非金融企业境内股票融资不到6%，企业债券融资不到2%，直接融资比重较低(表8)。广东的自筹资金数额最高，政府通过发行债券融资，进行大规模的固定资产投资，以拉动当地经济发展。在香港地区，资本市场高度发达，直接和间接融资渠道畅通。香港最主要的特点是利用外资数额较高，这与香港国际金融中心地位是相匹配的。

总体来看，纽约、旧金山、东京、粤港澳等湾区基本上形成了多种市场化资本形成渠道共生发展的范式，以市场的自我积累为主，政府承担制度制定者和规则执行者。资本市场融资已经成为各个湾区最主要的资本形成渠道之一，尤其是证券交易所的存在为资本形成提供了极大的便利。

资本形成的模式比较

从资本形成的模式来看，主要包括计划配置型与市场配置型，以及介于两种模式之间的过渡模式。市场配置型资本形成是纽约湾区、旧金山湾区、东京湾区以及香港、澳门的主要模式。在这种模式下，金融产品和工具较为发达，创新能力较强，资本能够在区域内自由流动，企业的选择权也更加多样，可以根据自身情况，从市场上选择成本合理的融资工具。

相比之下，与纽约、旧金山、东京、香港相比，广东仍处在向市场型配置的转轨过程中。从全球经济自由化排名来看(表9)，中国在2016年排名为第108名，而同期中国香港、美国、日本排名为第1名、第6名和第41名，均远高于中国境内。不过，在深圳，一直在探索市场配置型非公有制经济融资机制，极大促成了创新经济的快速成长，走出了一条全新的自主创新之路。

不同资本形成模式对经济发展产生的影响，更多体现在对各种资源(包括自然资源、金融资源等)的配置效率上。要使市场在资源配置中起决定性作用,更好发挥政府

表9 四大湾区经济自由化程度

年份	美国		日本		中国		中国香港	
	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名
2000年	8.62	4	7.93	16	5.75	96	8.92	1
2001年	8.47	5	7.65	17	5.84	92	8.89	1
2002年	8.42	6	7.51	24	6.09	87	8.8	1
2003年	8.41	6	7.85	15	6.15	88	8.85	1
2004年	8.42	5	7.77	16	5.98	97	8.81	1
2005年	8.22	6	7.83	15	6.07	105	9.05	1
2006年	8.18	6	7.85	14	6.16	104	9.11	1
2007年	8.29	5	7.78	17	6.28	100	9.16	1
2008年	8.17	5	7.65	18	6.27	98	9.19	1
2009年	7.95	8	7.52	21	6.31	100	9.09	1
2010年	7.81	11	7.59	19	6.26	115	9.02	1
2011年	7.76	12	7.49	30	6.32	113	8.99	1
2012年	7.88	10	7.66	18	6.37	111	8.96	1
2013年	7.74	12	7.54	30	6.39	111	8.96	1
2014年	7.81	13	7.52	36	6.38	116	9	1
2015年	7.93	10	7.46	41	6.39	113	8.97	1
2016年	8.03	6	7.47	41	6.46	108	8.97	1

数据来源：弗雷泽研究所，《全球经济自由化报告》。

作用。因此，粤港澳大湾区今后应当根据市场经济发展的需求，完善市场配置型资本形成模式，充分利用国内外资本市场资源，拓宽资本形成途径。

资本形成的成本比较

资金从储蓄到形成资本，并不是直接转化，而是需要花费一定成本。成本的大小与金融体系息息相关。

第一，广东地区资本形成成本较高。广东乃至中国的金融体系是银行主导型，资本形成主要以银行为主渠道，间接融资占据主要地位。银行信贷是我国最主要的社会融资来源，银行各类贷款所占比重处于70%以上。在实际中，银行偏好于向国企、大型企业提供贷款，但这类企业本身的融资渠道选择较多，反而是融资渠道非常有限的中小企业更加迫切需要银行信贷。这使得资金配置出现了扭曲，降低了金融体系运行的效率。根据2018年公布的中国社会融资成本指数，当前中国社会融资(企业)平均融资成本为7.60%，银行贷款平均融资成本为6.6%，承兑汇票平均融资成本为5.19%，企业发债平均融资成本为6.68%。若加上各种手续费、评估费等，平均融资成本将超过8%。而这只是平均融资成本，中小企业融资成本大部分可能高于10%。

第二，纽约、旧金山和东京等湾区融资成本相对较低。这三大湾区融资渠道多样，不同类型的企业可以用较低的成本获得所需融资。根据世界银行的统计，在2009~2016年，美国的平均贷款利率约为3.28%，日本的平均贷款利率约为1.37%(数据来源于Wind数据库)。在日本，前几年苹果公司在日本发行总额约为20亿美元的债券，最重要的原因，不是苹果缺钱，而是因为日本债券融资成本较低。总体来看，中国的储蓄率虽然比较高，但相对美、日等国家和地区，融资成本则相对较高。银行贷款的成本超过6%，债券发行的成本也达到6~7%，比美国企业高出约50%。

资本形成的制度安排比较

制度是影响资本形成效率的不容忽视的因素。良好的资本形成制度可以通过降低成本、准确定价、信息对称、利率汇率等工具促进储蓄以更高的效率转化为投资，增强投资的整体效率，促进技术进步和经济增长。著名经济学家杨小凯提出“后发劣势”的概念，认为落后国家由于发展比较迟，所以有很多东西可以模仿发达国家。模仿有两种形式，一种是模仿制度，另一种是模仿技术和工业化的模式。相比制度，落后国家模仿技术比较容易，因为要改革制度会触犯一些既得利益。因此落后国家会倾向于技术模仿，取得发达国家必须在一定的制度下才能取得的成就。但是，这种模仿短期内可以取得较好的发展，却会给长期发展留下隐患，甚至导致长期失败。

第一，纽约、旧金山、东京、香港等地区金融制度的适应效率较高，能根据市场需求变化及时调整。从经济学角度看，微观经济主体的竞争力主要由要素成本和交易成本决定，良好的制度安排可以降低交易成本，引导资源有效配置。无论是纽约湾区、旧金山湾区，还是东京湾区，市场机制在金融体系中发展较为完善，在资金配置、市场交易等方面均实现了较高效率的运行。以资本市场为例，近十年来，美、日等成熟资本市场都在纷纷通过建立小额发行豁免、设置多套上市标准、完善多层板块体系、承认双重股权结构、建立直接上市制度等方式，适应市场需求，拓宽中小企业融资渠道，提高对科技创新企业的包容度。

第二，广东尽管存在要素成本优势，但制度因素仍然造成资本形成成本过高，制约了竞争力的提高。自改革开放以来，广东地区进行了一系列制度变革，较早地引入市场机制，进行产权制度改革，通过自主需求创造供给，在先期取得明显经济绩效后，以点带面形成了强烈的制度扩散效应，享受到了制度红利。但目前，广东的金融制度还处于转轨阶段，呈现明显二元特征，对资金的配置还没有完全发挥市场机制的作用。广东地区尽管还存在一定的要素成本优势，但制度适应效率不强，许多金融制度难以根据市场发展形势及时作出调整，造成资本形成成本过高，制约了竞争力的提高。从近期中兴华为事件、中美贸易摩擦等状况来看，技术和管理方式的模仿已经到了一个瓶颈期，亟待通过制度创新提高适应效率，激发市场主体自主创新的活力和动力(见表10)。

启示与建议

粤港澳大湾区的整体格局可归纳为“一个国家、

两种制度、三个关税区、四个核心城市”。这一格局既是大湾区发展的特点和优势，也给大湾区有效资本形成带来挑战。对比其他三大湾区，一方面，粤港澳大湾区在基础设施建设、经济规模总量、产业发展基础、地理位置等方面具有一定优势，特别是近年广东作为改革开放最前沿，经济活力旺盛，保持了较快的增长速度，形成了旺盛的投融资需求，应该说，粤港澳大湾区具备了打造世界一流湾区的条件。另一方面，与其他三大湾区相比，粤港澳大湾区近年资本形成效率有所下降，还存在储蓄基础薄弱、资本生态多样性不足、产业同质化竞争，以及资本形成渠道不丰富、市场化程度偏低、形成成本较高、制度适应效率较低等问题，粤港澳大湾区资本形成的有效性仍有较大的提升空间。

粤港澳大湾区致力于打造创新之湾、联通之湾、高端制造之湾、开放之湾、宜居之湾，在湾区规划和建设发展过程中将产生更加广泛的资本需求，应进一步提高粤港澳大湾区的资本积累能力，构建资本形成的良性机制，提高资本配置效率。第一，探索设立粤港澳金融改革试验区，进行金融领域市场化、国际化探索，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用，转变粤港澳大湾区资本形成模式。第二，成立大湾区金融发展协调办公室，协调货币政策，统筹金融发展和监管，推动金融市场化及人民币国际化。第三，实施凝聚政策，设立粤港澳大湾区发展基金、凝聚力基金等，缩小地区差距，加强产业协调，推进区域一体化。第四，降低对港澳机构的行业准入门槛，放宽对港澳金融机构在企业注册、股份比例、经营范围和资质认定等方面的限制，拓宽粤港澳大湾区资本形成的渠道。第五，发挥深交所所在粤港澳大湾区建设国际科技创新中心过程中的重要作用，推动创业板改革，优化深交所多层次市场体系，提升对新经济企业的包容度，提高粤港澳大湾区创新资本配置效率。第六，以粤港澳大湾区规划建设为契机，创新深港两个交易所的合作机制，推动深港金融市场合作创新，提升两个交易所全球市场的竞争力。(注：实习生中山大学岭南学院郑喜洋博士对本文的写作有贡献和帮助)

(下转第22页)

表10 四大湾区资本形成机制主要指标							
	指标	纽约	旧金山	东京	粤	港	澳
经济发展	GDP总量	1.7万亿美元	0.8万亿美元	1.8万亿美元	1.65万亿美元		
	GDP占全国比重	8.8%	4%	26.4%	12%		
	世界500强总数	22家	28家	60家	16家		
储蓄基础	人均GDP	7.1万美元	10.9万美元	6.4万美元	1.2万美元	4.6万美元	7.8万美元
投资需求	GDP增速	3.31%	6.87%	1.31%	11.16%	6.83%	11.58%
效率	资本边际产出率	4.74(美国)		6.83	2.4	4.66	5.54
	宏观杠杆率	119%(纽约州)	140%(加州)	157%(东京都)	269%	373.6%	99%
生态环境	证券机构总部全国占比(2018年)	33%	—	70%	约5%	—	—
产业基础	第三产业比重	89.40%	82.80%	82.30%	62.20%		
渠道	模式	银行信贷、资本市场等资本形成渠道多样			银行主导	利用外资数额较高	—
模式	经济自由化排名(2016)	市场型；第6名(美国)		市场型；第41名(日本)	计划转市场；第108名(境内)	市场型；第1名	市场型
成本		平均贷款利率约为3.28%(美国)		平均贷款利率约1.37%(日本)	平均融资成本7.6%	—	—
制度安排	适应效率	较高			较低	较高	