



港式「主權基金」：投資香港好未來

行政長官李家超在上任後發表的首份《施政報告》中表示，在優化政府投資的「治理體系」方面，將由財政司司長負責成立全新「香港投資管理有限公司」（「港投資」），進一步用好財政儲備以促進產業和經濟發展；並把近年在「未來基金」（Future Fund）下設立的「香港增長組合」、「大灣區投資基金」和「策略性創科基金」以及今年宣佈新成立的 300 億元「共同投資基金」等歸一收納，以匯聚有關資源，由政府主導投資於策略產業，吸引和助力更多企業在港發展。

「未來基金」成立背景及其演變

「未來基金」的成立可追溯至 2015 年 2 月，時任財政司司長曾俊華在《2015-16 年度財政預算案》中宣佈，接納「長遠財政計劃工作小組」的建議，將政府財政儲備中約 2,200 億元土地基金結餘作為首筆資金，成立「未來基金」，日後可再從每年的政府財政盈餘中撥出更多資金注入其中，冀望透過長線投資，爭取更高的回報。從當年的情況來看，特區政府之所以成立「未來基金」，主要原因之一是公共財政狀況從 2004-05 年度開始隨著經濟復甦而改善，並持續錄得財政盈餘，帶動政府財政儲備明顯回升並達致回歸以來的新高。與此同時，政府在教育、醫療、社會福利等方面的經常性開支亦保持高速增長，再加上人口老化等的問題日益凸顯，預計不可避免會對政府長遠的財政開支構成較大的壓力。這兩方面的因素促使政府意識到有必要更好地善用財政儲備，以便未雨綢繆，應付「未來」的財政挑戰；相信這也是基金以「未來」冠名的緣由。

新冠疫情爆發後，特區政府於 2019-20 年度錄得財政赤字，為 2003 年來首次。為支援政府的防疫抗疫工作以及為業界和市民提供紓困措施，政府的財政赤字在 2020-21 年度進一步上升，更創下香港近二十年來規模最大的年度財赤。現任財政司司長陳茂波於《2021-22 年度財政預算案》中宣佈，從「未來基金」的投資收益中提取 250 億元回撥至政府財政儲備，以彌補財政的缺口；之後在《2022-23 年度財政預算案》中表示，會從「未來基金」累積收益中預留 1,000 億港元，在基本工程儲備金中成立專款，用作「北部都會區」的基建投資。凡此種種，均顯示特區政府起初設立「未來基金」的首要動機是為了「積穀防飢」，並將投資目標定位為增加公共財政儲備的收益。從這點來看，基金的「初心」應已初步達成。

然而，「未來基金」在成立一段時間後亦惹來「非議」，特別是被質疑其缺乏對本地市場投資以及在投資方向未能與本地產業發展相配合。有見及此，陳茂波司長在最近幾年對「未來基金」動作頻頻，《2020-21 年度財政預算案》宣佈從「未來基金」劃撥一成的款項，即約 220 億港元，成立「香港增長組合」，用於投資與香港發展有關聯的項目，以鞏固香港金融、商貿和創科中心的地位；隨後《2022-23

年度財政預算案》則提出為「香港增長組合」增資 100 億港元，當中 50 億用作成立「策略性創科基金」，投資於對香港具有戰略價值的科技企業，另外 50 億則用作成立「大灣區投資基金」，聚焦於一些可惠及香港的大灣區內地投資項目。

由此可見，特區政府近年透過成立「香港增長組合」以及不斷分拆出專項投資基金，逐步為「未來基金」引入了配合香港發展的需要、引導本土產業發展等更多元化的策略性目標；而「未來基金」在運作上亦開始具備海外「主權基金」¹ (Sovereign Fund)的雛形。

海外知名「主權基金」的成功經驗

觀乎海外和內地設立、營運的主權基金或者政府類的創投基金，當中最具參考性的例子當屬新加坡政府全資擁有的淡馬錫公司以及深圳市政府發起成立的深圳市創新投資集團有限公司(簡稱「深創投」)，其成功經驗頗值得借鑒。

一是採取主動式投資管理模式。除了追求長期的財務回報之外，淡馬錫和深創投均注重投資對帶動內部產業發展的策略性作用，例如配合當地政府在協助引進外資、搶佔技術前沿、增進境外與境內產業聯動性等方面的政策動機。這體現在基金投向的產業及地理布局、投資項目與政府產業政策之間的契合度與互補性、以及對投資標的企業之管治甚至設立「在地化」發展要求等不同方面。

以新加坡淡馬錫為例，在投資海外企業時，該公司往往會要求被投的企業在新加坡設立實體分支，甚至規定必須提供一定數量的本地就業崗位，以及規定管理層中需要有一定比例的本地人等。一個近期的例子是淡馬錫於 2016 年投資中國內地的電動汽車生產商「蔚來汽車」，不僅協助對方在今年登陸新加坡交易所上市融資，還成功推動其在新加坡建立人工智能與自動駕駛研發中心。

為配合國內經濟轉型，淡馬錫公司自 2016 年起將目光投向於數字化進展(跨行業數字科技)、可持續的生活(可持續發展的產品和服務)、未來新消費(消費類型和模式的新轉變)、以及更長的壽命(長壽所帶來與日俱增的需求)等四大長期結構性趨勢，對相關領域的投資金額持續上升，所佔的比重從 2016 年的 13%大幅攀升至 2022 年的三成左右。具體而言，為配合新加坡政府推動食品科技產業發展的政策方向，該公司在過去 10 年裡於農業食品領域投資了 40 多家相關企業，累計投資額超過 80 億美元，包括人造肉新創公司 Impossible Foods、植物蛋白乳製品研發公司 Perfect Day，以及翱蘭國際 Olam International 等，並積極引進產品及生產線到新加坡落戶。2021 年底，淡馬錫公司宣佈成立「亞洲可持續食品平台」，支援具潛能的食品科技企業，包括提供產品商業化相關的諮詢服務、協助製造產品等，助力可持續食品(Sustainable Food)的商業化。

再如，新加坡政府近年積極提倡綠色低碳，繼 2021 年發佈「2030 年新加坡綠色發展藍圖」後，2022 年又發布《邁向能源轉型 2050》。淡馬錫公司於今年 6

¹ 「主權基金」又稱「主權財富基金」(Sovereign Wealth Fund)，泛指由政府出資成立的投資基金。

月公佈，將斥資逾 36 億美元成立以推進減排減碳為目標的綠色投資平台「GenZero」，主要三大投資領域包括能達到顯著減少碳排放量的科技、保護和修復大自然生態圈的解決方案，以及支援減碳進程的企業。

二是在具體產業投向上，注重投資於具顛覆性技術的先進科技企業和未來產業，當中新興製造業佔有相當比重。根據淡馬錫的最新年報(見附件圖 1)，工業及交通領域的投資額佔比在過去三年徘徊在兩成左右並穩中有升，2022 年達 22%，僅次於排在首位的金融服務(23%)。至於深創投，其投資方向側重於科技類企業，涵蓋資訊科技、智慧製造、互聯網、消費品/現代服務、生物技術/健康、新材料、新能源/節能環保等行業。截至 2022 年 11 月底，深創投累計投資了 1,508 家企業，涉及總投資額 905 億人民幣(見附件圖 2)，其中 72%的投資對象屬於「硬科技」企業；當中，近三年投資在生產製造企業所佔比重分別高達 47.4%、34.3%和 26.7%。

三是注重私營機構和社會資本的參與。對於肩負著為本土產業導向功能的主權基金來說，社會參與的重要性不言而喻；不但可以壯大基金的實力和規模，而且有助於為投資對象引入資金以外的經營要素，例如客戶資源、人才培養、內部管治、開拓市場等的增值服務，還可以令投資的決策機制更趨市場化，以及增強對本土產業的技術擴散和帶動作用。

深創投雖然由深圳市政府出資成立，但廣泛吸納社會資本入股，藉此分擔投資風險，又可透過引進民營企業和專業投資人才，提升自身的管理水平。截至 2021 年 9 月，深圳市政府在深創投的佔股約 28.2%，透過國資委旗下的國有企業合共控制約 51.7%的股份；而餘下近一半的股份則由民營企業入股。淡馬錫公司至今雖然仍由新加坡財政部擁有 100%的股權，但該公司不時透過發行短期商業票據、中長期債券和商業銀行貸款等方式進行融資，以吸納民間資金和拓展資金來源的渠道。

深創投堅持「投小、投早」的投資理念，投資於初創期和成長期的項目數和金額分別佔比高達 91%和 75%，而投資於成熟期的項目數和金額僅佔 9%和 25%。在 2018 年至 2020 年期間，深創投在企業早期融資階段例如「天使輪」、「種子輪」及「A 輪融資」等的投資金額佔比分別為 58%、62.7%和 44.2%。基於這一定位，深創投一方面借助其政府類創投基金的官方背景，發揮引導民間投資、填補市場融資缺口方面的獨特作用，另一方面亦可在早期階段主動介入被投企業的發展，更好結合雙方的優勢和資源以加速其成長，實現雙贏的局面。

港式「主權基金」冀發揮重要功能

平情而論，「未來基金」自成立以來尤其是近兩年的投資收益相當可觀。根據香港金融管理局的數據，「未來基金」在 2016 至 2021 年期間的年度投資回報分別錄得 4.5%、9.6%、6.1%、8.7%、12.3%及 17.8%；截至 2021 年底，「未來基金」合共獲得 1,692 億元的投資回報，基金的資產淨值上漲了七成。雖然如此，這一港式「主權基金」近年亦被外界廣為詬病；不少分析批評該基金存在規模偏小、投資作風保守、政府採取被動式管理等問題。

的確，比起國際上的一些主權基金的佼佼者，「未來基金」尤其是拆分出來的「香港增長組合」在資產規模上仍有相當的距離。截至 2022 年 3 月底，淡馬錫公司管理 4,030 億新元(約 2.3 萬億港元)的資產，規模為「未來基金」的近六倍；若與目前規模僅有幾百億港元的「香港增長組合」相比，差距更顯懸殊。同時，「未來基金」的大部分資金迄今仍存放在由香港金管局屬下的外匯基金中，採用被動式的投資管理；即便「香港增長組合」在投資管理方式上稍有改進，外判給普通合夥人(General Partners)來實現「半主動式」管理，但特區政府自身仍不會直接參與任何投資項目審議或者影響個別投資決定。換言之，特區政府並未為「未來基金」設立獨立的管理機構，亦不主動介入其投資決策²；在「有形之手」缺位的情況下，基金自然會偏重於中短期的基金回報，難以從長遠的策略性角度作出投資部署，更遑論積極配合香港經濟長遠發展以及產業升級的需要。

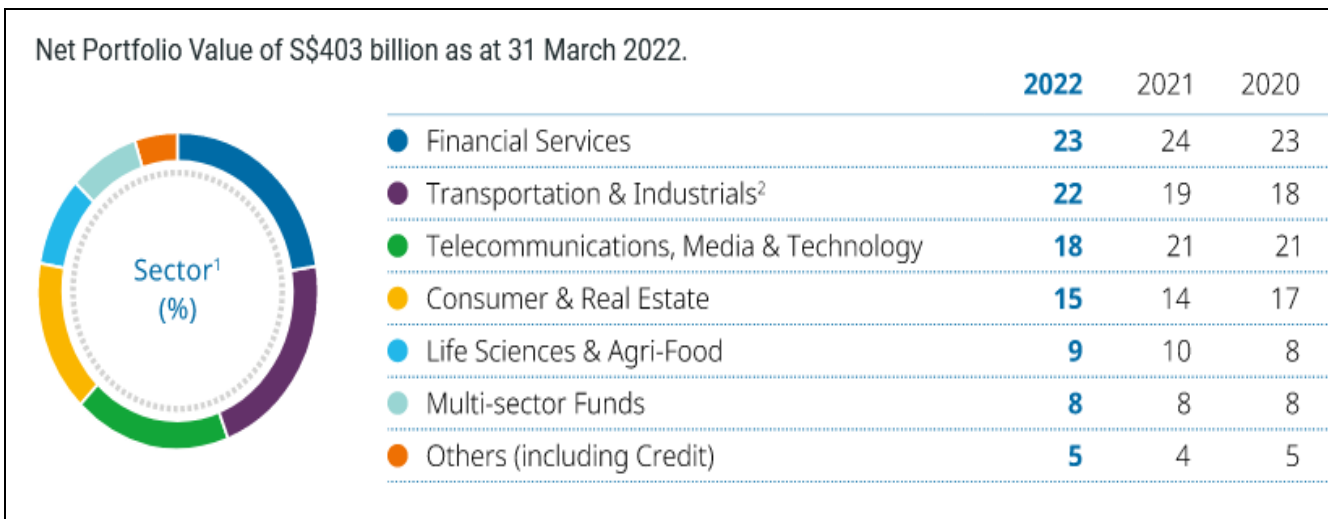
2020 年年中之後，香港在中央政府的支持下完善了選舉制度和落實愛國者治港的原則，立法會恢復理性議政的良好局面，亦為實現行政主導的管治體制創造了有利條件。行政長官李家超在其競選政綱中提到，本屆政府「須採取主動積極、進取有為的態度，促進經濟增長」，就是希望進一步改變過往「積極不干預」的施政取態，激活政府在經濟發展中的角色。「香港投資管理有限公司」的設立，正是要補上「未來基金」過往運作模式中缺失的重要一塊拼圖，藉著成立「獨立自主的實體機構」來構建主動式投資管理的能力。參考深創投和淡馬錫的經驗，日後「港投資」若透過開放股權融資或者發行債券等渠道，提供機會給私人機構和本地的社會資本共同參與，其資金規模偏小的問題相信可迎刃而解，更可順勢引入民間機構和專業人士，提升投資管理專業化和市場化的營運水平。

本屆特區政府立志要增強香港的發展動能，上任以來已展現出強勢推動產業多元發展和經濟結構轉型的雄心意圖。行政長官在 2022 年施政報告中提出，將錨定生命健康科技、人工智能與數據科學、金融科技、先進制造與新能源科技等策略性產業，以積極主動的姿態，從海外和內地引入高潛力、具代表性的重點企業來港發展。在此背景下，「香港投資管理有限公司」的成立可謂正當其時；相信它不但會為擴闊香港公共財政的收入來源擔當「生力軍」的角色，還將更「給力」地配合、貫徹甚至落實特區政府在產業發展方面的政策主張，助力本港向全球「搶企業」以及在本土打造策略性產業的宏圖大計，為創建香港的更好未來注資獻力。

2022 年 12 月

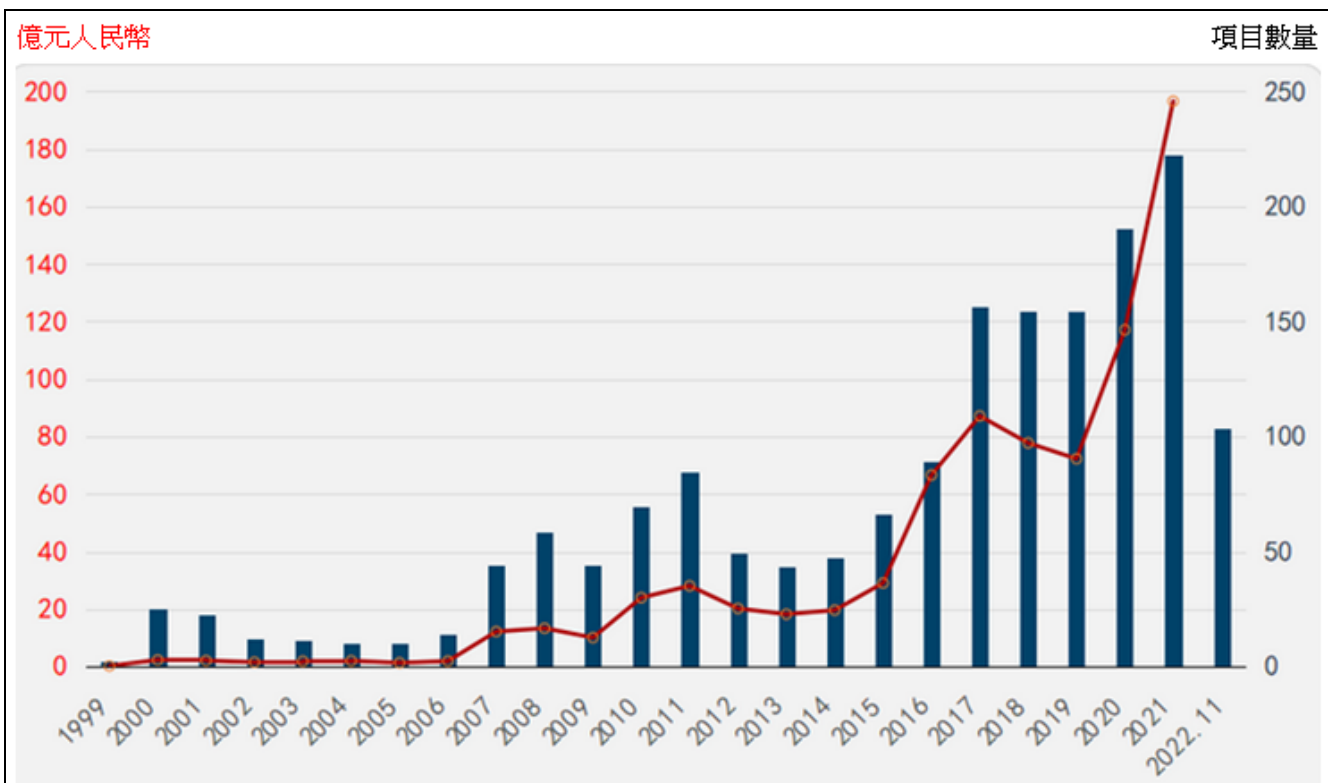
附圖 1：新加坡淡馬錫公司的投資行業分布情況

² 長遠財政計劃工作小組在第二階段《報告》曾經列出「未來基金」體制安排的三種方案。其中之一是循行政途徑設立基金；在財政儲備設內設立一個名義賬戶，按照既定安排，交由金管局管理。二是成立法團管理基金；成立一個法定團體，並下設獨立管理局及管治架構，其運作以商業模式為本，享有高度自主權，運作模式可仿效新加坡淡馬錫。其三是成立信託基金；參考「關愛基金」和「電影發展基金」，成立法定或非法定的信託基金，需設立本身的管理局以及執行委員會和投資委員會。考慮到當時本港社會的政治氣氛和立法會的情況，為確保「未來基金」可以盡快成立，工作小組最終建議採用最具效率、亦最符合成本效益的行政途徑成立「未來基金」。



資料來源：淡馬錫公司官方網站。

附圖 2：深創投每年的投資項目數量和投資金額



資料來源：深創投公司官方網站

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。
電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk