

香港城市大學  
香港持續發展研究中心<sup>1</sup>

第 12 號意見書  
構建一帶一路新投融資模型<sup>2</sup>

王澤森、陳樂庭、李建安<sup>3</sup>  
2019.02

## 一、引言

中國政府在 2013 年提出一帶一路倡議，並於 2015 年發佈《願景與行動》綱領文件，將通訊、鐵路、道路等大型工程列為一帶一路優先推進項目，但數年下來的實際操作過程中，卻存在以下諸多問題：

**(1) 資金缺口大。**一帶一路沿線國家達六十多個，根據中國國研中心以及亞洲開發銀行等機構測算，亞洲地區在未來 10 年內的基建投資需求近 8 萬億美元。資金需求殷切的同時，一帶一路沿線國家經濟水平普遍比較落後，因此能投放的資金不多，形成資金缺口；**(2) 投資風險高。**一帶一路沿線國家的經濟、政治和社會環境複雜。各國法律、語言、文化與宗教都有明顯差異，例如在徵地問題上，如何界定國有土地及私有土地，各國就有不同的執行辦法；**(3) 私人**

---

<sup>1</sup> 香港持續發展研究中心 (CSHK) 成立於 2017 年 6 月，是一個開放和跨學科的研究平台，旨在促進及增強香港學術界、工業界和專業服務界；社會及政府；以及香港與不同區域之間，在現實可持續發展問題上的協作，並進行有影響力的應用研究。中心總監為香港城市大學公共政策學系教授李芝蘭教授。本中心於 2017 年獲得香港特別行政區政府政策創新與統籌辦事處策略性公共政策研究計劃 (SPPR) 撥款研究「香港專業服務與一帶一路：推進可持續發展的創新能動性」(編號: S2016.A1.009.16S)。更多有關資訊，請瀏覽香港持續發展研究中心的網頁：<http://www.cityu.edu.hk/cshk>。歡迎提供意見，請電郵至：[sushkhub@cityu.edu.hk](mailto:sushkhub@cityu.edu.hk)。

<sup>2</sup> 此意見書內容主要源自王澤森、陳樂庭、李建安的文章「善用香港優勢：構建一帶一路新投融資模型」收編於《解構·倡議 - 香港與一帶一路》(城市大學出版社；即將出版)。

<sup>3</sup> 王澤森為香港城市大學經濟及金融學系副教授、香港持續發展研究中心成員；陳樂庭為香港城市大學公共政策學系高級副研究員；李建安為香港城市大學公共政策學系副研究員。

**及多邊機構資金缺位**。由於前述，一帶一路基建投入大、風險高，因此這些項目都給外界一種必然虧本的印象，私人投資者參與意願低。至於傳統的國際多邊金融機構則長期以來由歐、美、日主導，對於中國倡議的一帶一路興趣不大；

**(4) 中國包攬出資**。因為私人投資者及多邊機構缺位，作為一帶一路主要倡議國以及外匯儲備大國，中國在一帶一路項目中就承擔起主要的資金來源角色。例如亞投行 1000 億美元的起動資金當中，中國佔了將近一半，中國另外還注資了 400 億美元發起絲路基金，連同金磚五國銀行以及中國進出口銀行，中國投入的金額以千億美元計。根據 2017 年《國家風險分析報告》，中國出口信用保險公司已向國有企業在一帶一路沿線國家出口和投資累計支付賠款 18.5 億美元。隨著一帶一路項目愈來愈多，很難再由中國資金獨力承擔。

更重要的是，中國除了是一帶一路項目的主要出資國，由於中國企業的基建能力強，修橋築路建高鐵的技術已列世界前沿，因此也成為了一帶一路工程項目的主要承建商。在這種情況下，中國一方面提供資金、另一方面承包工程，過程就像是把建設資金「由左袋（借貸）交去右袋（工程費用）」。由是國際上對於一帶一路基建的抨擊與日俱增，不少批評者認為項目所在國家承擔了過高的風險，一旦稍有差池，便要背上巨額債務，甚至要出售資產來向中國抵債，形成了所謂的「債務陷阱」。

我們認為要改善這種狀況，便需要一套新的、適切的投融資模型來支撐一帶一路的可持續發展。我們倡議建立一帶一路基建項目數據庫，並從數據庫中甄別出具盈利能力或發展潛力的項目，然後透過債券或股權轉讓等方式打包出市場集資，回籠的資金將再次投入另一批項目，藉此形成良性循環。

## 二、建議創建新投融資模型

一個項目能否吸引投資者，取決於其市場前景、內在品質和商業價值。就投融資模式來說，重大工程首先要有一個發起人（可以是政府、企業、組織或個人）作為項目實際投資者，發起人通過項目投資和經營而獲得收益。在過程中，發起人承擔了為項目融資的責任，他既可透過借貸，也可通過將項目權益出售的方式來獲得發展資金。重大工程資金來源主要有幾個方面：當地政府的投入、

第三國政府的資助和貸款、國際多邊金融機構組織（例如世界銀行、亞洲開發銀行、亞洲基礎設施投資銀行等等）的資助和貸款、以及私人（包括金融機構、企業和個人）投資。跨境重大工程的投融資方式大體可分為債務融資（包括借貸或發行債券）和股權融資（多方參股共同建設），同時也衍生出了更多的市場工具，例如 Build-Operate-Transfer（BOT）、Public Private Partnership（PPP）、Building-Transfer（BT）、夾層融資、過橋融資、混合融資、以及各種資產證券化產品、租賃融資工具等等。針對跨境基建項目風險與難題，我們倡議構建一個專門的投融資模型，這個模型可以分成下列幾個重點部分：

**（1）構建重大跨境工程項目數據庫。**針對坊間視一帶一路跨境項目等同「虧本」，我們倡議設立跨境工程項目庫，項目庫將把不同屬性的跨境工程歸類為3種不同形式：A) 公共產品 -- 代表該項目不計算回報，多數由政府牽頭融資（獨資或合資）；B) 准公共產品 -- 代表一定程度上計算回報但又帶有公益性質，可由政府或私人牽頭融資（應以合資為主導）；C) 商業項目-- 計算回報，由私人牽頭融資。項目庫的目標是把不同類型項目集中起來，從而更好地與外界共用。事實上，當前海外很多公募或私募基金都有興趣投資基建類項目，以賺取穩定回報，建立這樣的項目庫，可以讓有興趣的投資者找到合適他們的項目。

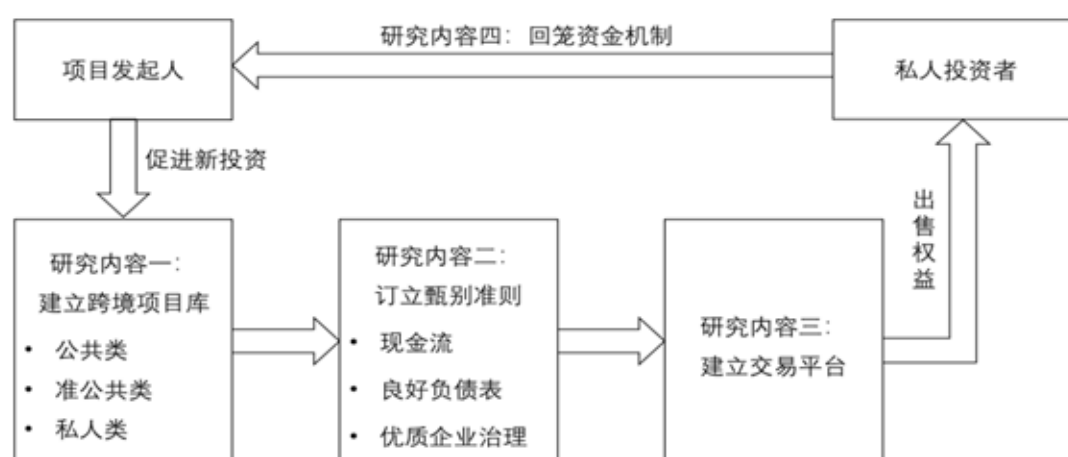
**（2）訂定優質項目的甄別機制。**參照一些優良公用事業企業（例如中電控股、長江基建、中華煤氣等等）的經驗制定甄別機制，包括項目是否具備充裕的現金流來穩定派息、優質的管理層、以及可視化的經營環境等等，以建立一套各方投資者都認可的甄選準則。

**（3）構建重大工程打包發售和私人投資者承接機制。**在選出優質項目後，發起人可以考慮將項目打包放售和吸引私人投資者承接。打包發售的方式有很多，包括債券，信託基金或是股權轉讓等等，這過程中將需要其他金融市場參與者進場協助（例如是各地交易所、投資評級機構、發行機構等等）。香港可以充分發揮國際金融中心的作用，例如發起人可以與香港金融管理局基建融資促進合作辦公室（IFFO）合作，用香港作為管道設立跨境項目資訊樞紐。

香港是一個理想投融資平台，以債券融資為例，2017 年香港交易所債券通開業以來，外資持有中國本土債（domestic bonds）的總金額由約 9,000 億元人民幣大幅飆升至 1.6 萬億元人民幣。此外，香港近來也銳意發展綠色金融中心，推動綠色債券投融資，藉此吸引世界各地的綠色項目發起人及投資者利用香港擴大資本來源及找尋更多理想的投資產品，我們相信加入一帶一路項目，將可以發揮更大的聚眾效應，進一步發揮香港的中介人角色之餘，也為大型跨建設項目引來更多關注。

**（4）在私人市場募集到資金以後，我們也要建立機制讓資金有效回籠至項目的初始投資方。**為了促使項目初始投資方重新投放資金到新的項目，政府及業界可以研究方法，包括有針對性的稅務優惠以及更便捷的投資措施等等。

圖 1：跨境重大工程的投融資創新模型



根據 Sovereign Wealth Fund Institute 以及 Mutual Fund Directory 的統計，世界主要主權基金以及互惠基金管理的資產規模（AUM）近年不斷膨脹，單計頭 10 大主權基金的 AUM 已達 5.88 萬億美元；而 10 大互惠基金的 AUM 更達 29.3 萬億美元。正由於管理的金額龐大，這些基金都希望能夠把資產分散從而減輕組合的震盪。如果我們能透過設立項目庫等手段，讓外界認識一帶一路項目也能帶來穩定回報，這對主權基金以及互惠基金都應該有吸引力。

圖二 世界主權基金及互惠基金 AUM 排名

	主權基金名稱	萬億 美元		互惠基金名稱	萬億 美元
1.	Norway Government Pension Fund Global	1.06	1.	Black Rock Funds	6.44
2.	China Investment Corporation	0.94	2.	Vanguard	4.83
3.	Abu Dhabi Investment Authority	0.68	3.	Charles Schwab	3.52
4.	Kuwait Investment Authority	0.59	4.	State Street Global Advisors	2.81
5.	HKMA Investment Portfolio	0.52	5.	Fidelity Investments	2.56
6.	SAMA Foreign Holdings	0.52	6.	JP Morgan	2.08
7.	SAFE Investment Company	0.44	7.	PIMCO	1.97
8.	GIC	0.39	8.	BNY Mellon (Dreyfus)	1.80
9.	Temasek Holdings	0.38	9.	Amundi Asset Mgmt	1.69
10.	Public Investment Fund	0.36	10.	Capital Group	1.60

如果說，在這 35 萬億美元（主權基金 5.88 萬億美元 + 互惠基金 29.3 萬億美元）的總資產當中吸引到 0.5% 的資金投放於一帶一路基建項目，金額已達 1,750 億美元，相當於亞投行 2016 年 178 億總資產額的 10 倍左右，這定可大大舒緩一帶一路的資金缺口。不過，要吸引這些基金的垂青並不容易，項目首先一定要有穩定的現金流回報，因此甄別機制將非常重要。此外，這些基金也許有很多投資守則，例如來自中東的基金可能更加看重項目有沒有遵守伊斯蘭律法；來自歐美的基金對於項目的「環境、社會及管治」報告（**Environmental, Social and Governance Reporting**）也會有更高要求。我們相信香港金融業界有能力克服困難。事實上，自 90 年代起香港已替中國企業來香港上市，30 年來的成績有目共睹，中國企業已經成為了環球金融市場其中一個最主要投資選項。當下一帶一路項目的困難毫無疑問會比中國企業來港上市更大，但背後所涉及的市場深度以及商業機會也相應更多。

#### 四、總結

總的來說，一帶一路推進 5 年，基建作為當中主力，在多國落地的項目愈來愈多，但在投融資失衡下，伴隨而來的卻是尖銳的爭議。中國與海外學界都有共識，一帶一路項目不能夠再單單依賴中國提供資金支持。這不單只不利於項目當事國；同樣也不利於中國。所以我們提出了新的投融資模型設想。

這個新的投融資模型的特點在於透過建立項目庫，甄別出有盈利或有潛質的基建項目，藉此扭轉外界看一帶一路等於「蝕本」的固有印象，當這些項目成功在市場獲得私人投資者承接，項目發起人便能透過分紅等方式回饋私人投資者。反過來說，項目發起人把從市場獲得的資金投入新項目，那麼新項目的資金來源也會因而變得更多元化，令項目變成真的「共建、共有、共享」。

要成功令這個投融資模型運轉起來，便需要一個高度國際化、市場化，並獲得投資者認可的地方協助推進，而香港正是合適的選擇。國家發展和改革委員會與香港特別行政區政府在 2017 年 12 月聯合公佈了《關於支持香港全面參與和助力「一帶一路」建設的安排》，詳細羅列香港可擔當的角色。我們曾以此為基礎，在一項大型會計師調查中詢問香港及海外專業會計師的意見，結果發現最多受訪者認同香港的角色為：協助推進人民幣國際化（認同比率 70.4%）；為項目提供多元化融資（67.5%）。由此可見，香港在金融方面的優勢仍然明顯。

我們相信香港參與創建一帶一路投融資模型將可達致多贏，中國政府及國企不用再獨攬風險；市場投資者將可獲更多元化投資機會；項目當事國也可參與國際化進程；香港也可從中鞏固國際金融中心的地位。