

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

东京国际金融中心发展历程 及与香港比较

阅读摘要

战后随着日本经济的复苏、繁荣、停滞，东京国际金融中心也同步经历了渐进发展、提速扩容与泡沫化、停滞与重振三个阶段。

目前，与香港国际金融中心相比，在金融业务方面，东京金融市场体量整体占优，但股债发行额、汇市交易量等指标稍逊于香港；银行、证券、保险业体量大于香港，但金融机构数量不及香港；绿债发行规模、资产管理规模高于，但金融科技实力略逊于香港。

在营商环境方面，日本采用浮动汇率制、较早推出上市注册制度、东交所市场分级发展特点更为突出，较早开始规划建设支付结算等现代金融基础设施；东京和香港都是头部金融机构及国际性企业总部聚集地，日本制造业具有比较竞争优势支撑经济相对韧性、但税制环境不及香港。

东京国际金融中心发展历程及与香港比较

一、东京国际金融中心发展历程

东京在战后随着日本经济的复苏与繁荣，逐步成为亚洲重要的金融中心。根据经济实力、产业结构和监管政策等变化轨迹，东京国际金融中心的发展历程可划分为三个阶段：

第一阶段（战后-70年代中期）：经济快速增长，产业以重工业为主导，金融业在“护送船队”模式下渐进发展。

战后日本采取集中资金及生产资料重点发展煤炭、钢铁、造船等重工业的战略，叠加六十年代池田内阁的“国民收入倍增计划”提升居民购买力、耐用消费品快速普及，灵活雇佣制度提升了城镇化率并提供充足劳动力，共同推动经济高速增长，1960-1975年日本经济增速中枢约8%，人均GDP在1975年达到4,776美元、较1960年翻了10倍¹。同时期金融业发展采取碎步渐进的“护送船队”模式，特点为分业经营（银行与证券业分离、银行与信托业分离）、银行主导（间接融资占社会融资主体）、利率管制（控制存贷款利率，保证企业获得较廉价的资金）、国内外市场分离管制（防止资金外流、避免国外金融机构直接同国内金融机构竞争），期间对外贸易高速增长²推升国际结算需求³，日本对外债权债务亦快速增长⁴，东京国际金融中心逐步形成。

¹ 数据来源为世界银行，日元口径。

² 1950年-1975年日本对外贸易总额增加了24倍，同期中国香港增加11倍、新加坡增加4.6倍。

³ 1975年东京的国际间双向电报电传使用数目为600万次，同期中国香港为300万次。

⁴ 1965-1975年十年间，东京的对外金融资产增长了5倍，对外金融负债增长了9倍。

第二阶段（70年代中期-90年代初）：经济稳定增长进入繁荣期、先进制造业升级发展，金融业改革提速、市场扩容，东京成为世界三大金融中心之一，但泡沫亦随之而来。

第一次石油危机后，能耗较低的电子机械、半导体、汽车制造业取代重工业主导地位，日本逐步成为制造大国、出口高增，日元作为国际储备货币的占比快速提升（从1975年的2.7%增至1985年的7.3%）。1976-1990年日本经济增速中枢约4.5%，人均GDP在1990年达到2.6万美元、较1975年翻了5.4倍。同时期金融业发展呈大步加速式，具体措施为放松管制（《外汇与外国贸易管理法》的修改基本实现日元的可自由兑换⁵、取消外汇交易实需原则等）、利率市场化（定期存款、除活期外的流动性存款利率相继自由化）、市场的放开及扩容（离岸市场、东交所会员资格的开放及在日上市外国公司的扩容⁶）。同时随着直接融资占比提升，日本电报电话公司等知名企业相继上市且市值持续上升，80年代东京成为与伦敦、纽约并立的三大金融中心之一。但“广场协议”后日央行为缓解日元升值下出口企业压力而降息，国内资金及国际热钱流入房市、股市，引发泡沫。

第三阶段（90年代初至今）：泡沫破裂后日本陷入资产负债表衰退、产业发展停滞困境，金融业发展转向聚焦清除积弊、重振金融中心。

⁵ 修改后日本的银行原则上被允许在国内外借贷外币（但仍需遵循谨慎原则）；日本居民可以完全自由的将日元兑换成外币；放宽在日外国投资范围，除部分企业外取消25%的所有权限额；

⁶ 离岸市场开设后10年间资金余额增长了近5倍；东交所会员资格开始开放，1986年6家外国证券公司取得交易资格并持续扩容；在东交所上市的外国企业从1980年的15家扩大至1990年的峰值125家。

泡沫破裂后，私人部门经营目标从利润最大化转为负债最小化，消费与投资扩张式微，政府支出成为维持经济增长的重要力量。1991年至2022年经济增速中枢为0.82%，人均GDP在2022年达到3.4万美元、仅为1990年的1.3倍。90年代东京市场股债汇规模萎缩⁷、外国在日上市公司数量减少⁸，多家金融机构倒闭⁹，外资金融机构亦渐次迁往中国香港、新加坡，东京金融中心发展面临停滞压力。同时期金融业发展特点为**清除积弊、稳健改革**，主要从**处置不良资产并增强金融机构实力、优化金融管制、金融体制改革三方面推进**。具体地，政府增持银行股份、成立专责机构处置不良债权、推动银行重组合并¹⁰；再度修改《外汇法》，进一步解除外汇管理体制中过度的管制和报告义务¹¹；金融体制改革，如证券公司登记制等对金融机构设立方式、业务范围、机构架构进行改革，解除多项分业经营限制等，一定程度上为东京金融中心发展注入活力（见图表1）。

⁷ 股市方面，1989年东交所规模为伦敦的5倍、纽约的1.5倍，但九十年代已被其超越；债市方面，八十年代东京债券交易额高于伦敦市场，但1998年仅为伦敦的1/7，非日本居民筹措日元场所逐步移至欧洲；汇市方面，东京市场在三大金融中心所占外汇交易比重从1989年的27%下滑至1998年的20%。

⁸ 外国在日上市公司自1991年125家缩水至1998年末的52家。

⁹ 1997年，北海道拓殖银行、山一证券、日产生命破产；1998年长期信用银行、债券信用银行国有化。

¹⁰ 2001年三井银行、住友银行合并为三井住友银行，2002年第一劝业、富士、日本兴业银行合并成为瑞穗银行，2006年东京三菱银行、日联银行合并成为三菱东京UFJ银行。

¹¹ 废除外汇银行许可制度、内外资本交易完全自由化，居民之间及与境外客户间可不通过银行许可自由进行外汇结算，居民可自由买卖境外金融机构提供的金融产品。

图表 1：日本金融改革过程

| | | |
|----------------------|--|--|
| 渐进 发展 期 | 1964 年 | 日元在经常项目下可兑换 |
| | 1971 年 | 放宽非居住者日元存款利率的管制 |
| | 1974 年 | 非居住者政府短期证券投资的自由化 |
| 加速 发展 与泡 沫期 | 1979 年 | 放宽非居住者对内证券投资管制 |
| | 1980 年 | 修改《外汇与外国贸易管理法》，基本实现日元在资本项目下可兑换 |
| | 1983 年 | 面向非居住者的短期欧洲日元贷款的自由化 |
| | 1984 年 | 废除外汇期货交易“实需原则” |
| | 1985 年 | 面向非居住者中长期欧洲日元贷款的自由化； 创设日元 BA（银行承兑汇票）市场 |
| | 1986 年 | 创设东京离岸市场，该市场不受利率管制、存款保险、存款准备金约束，且对利息免征所得税 |
| 停滞 与重 振期 | 1989 年 | 面向居住者中长期欧洲日元贷款的自由化 |
| | 1992 年 | 放宽银行以子公司形势参与证券市场 |
| | 1998 年 | 再次修改《外汇与外国贸易管理法》，进一步解除外汇管理体制中过度的管制和报告义务； 实行证券公司登记制，废除专营业务规定； 解除银行从事基金销售的禁令 |
| | 1999 年 | 废除有价证券交易税，股票买卖委托手续费全部自由化 |
| | 2000 年 | 新的《SPC 法》、《投信法》施行 |
| | 2001 年 | 中央省厅改编，大藏省解体，银监、证监职能从大藏省剥离至金融厅，剩余职能改名为财务省 |
| | 2003 年 | 《证券决算系统改革法》、《外国外汇令》施行 |
| | 2004 年 | 解除对银行参与证券中介业务的禁令 |
| 2007 年 | 金融厅公布《强化金融资本市场竞争力计划》，包含了约 60 项“松绑”措施，大幅放宽对证券交易所、基金和金融机构的监管 | |

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理。

二、香港与东京金融业务竞争力比较

（一）金融市场：东交所股市体量及流动性优于香港、期货市场亦较香港活跃，但 IPO 融资额、国际债券发行额、汇市及期权交易量逊于香港

1. 股市：东交所¹²市场体量大于香港、流动性占优，但近年融资额不及香港；港交所交投主体国际化程度更高，主

¹² 2013 年，东京证券交易所与大阪证券交易所合并为日本交易所集团，现货交易服务由东交所提供，大阪交易所主要提供金融衍生品服务。因此本段提及的上市公司数量及市值等数据，涵盖原来在大阪交易所、现在东京交易所上市的公司。

板上市门槛低于东交所。从市场规模看，东交所市场规模大于香港。根据世界证券交易所联合会（WFE）数据，截至 2023 年底，东交所上市公司共 3,933¹³家、总市值达 6.1 万亿美元，同期港交所上市公司 2,609 家，总市值达 4.0 万亿美元。从近年增量看，东交所上市新股数量高于香港，但融资规模低于香港。2023 年，东交所共有 88 只新股上市、融资规模 44.7 亿美元，而港交所 2023 年共有 68 只新股上市，融资规模 59.1 亿美元。从市场流动性看，东交所流动性更佳。2023 年东交所交易额为 6.3 万亿美元，而 2023 年港交所交易额为 3.3 万亿美元。

细分来看，东京市场中电子、通信及运输行业市值占优、发行市值要求高于香港、国际化程度不及香港。从行业分布来看，东京市场中电子、通信、运输行业市值最高¹⁴，而香港市场中电讯、金融行业所占市值最高¹⁵。从发行要求来看，东京主板上市要求最低市值 1,000 亿日元（约 7.4 亿美元），高于港交所主板 5 亿港币（约 6,380 万美元）的要求。从参与主体来看，东京以国内金融机构及外资主导，二者占比分别为 30.6%、30.1%，香港以外资（41%）为主要参与方¹⁶。

2. 债市：日本债市余额大于香港，但国际债券发行额不及香港。根据国际清算银行调查，2023 年二季度末日本债市

¹³ 此处 WFE（3,935 家）和日本交易所集团（3,933 家）数据略有出入，我们以日本交易所集团数据为准。

¹⁴ 数据来源于日本交易所集团 2023 年 12 月市值报告，详见链接 <https://www.jpix.co.jp/english/markets/statistics-equities/misc/o4sio70000004q1k-att/202312.pdf>。

¹⁵ 数据来源于 WIND 板块数据浏览器，依据港交所行业分类划分。

¹⁶ 数据来源于中国香港交易所《现货市场交易研究调查 2020》，详见链接 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Cash-Market-Transaction-Survey-2020/CMTS2020_c.pdf。

余额 12.8 万亿美元，其中内国债券余额 120,562 亿美元、国际债券余额 7,252 亿美元¹⁷；根据香港金融管理局（香港金管局）数据，2023 年末香港债市余额共 11,104 亿美元，其中港元、离岸人民币、G3 货币债券未偿余额 9,497 亿美元¹⁸，外汇基金票据及债券余额为 12,553 亿港元¹⁹（约 1,607 亿美元）。日本债市发行人主要为政府部门，香港债市发行人主要来自中国内地²⁰。

3. 汇市：日本成交额逊于香港，主要交易币种为美元、日元及欧元。根据 2022 年国际清算银行最新的外汇及衍生工具市场成交额调查，日本以 4,325 亿美元的每日成交额位列第五，低于第四名（6,944 亿美元）的香港²¹。具体地，东京外汇市场主要交易币种为美元、日元及欧元²²，而香港外汇市场中，美元兑人民币（26.8%）、港元兑美元（13.6%）、美元兑欧元（13.3%）、美元兑日元（12.3%）为主要交易品种²³。

4. 衍生品市场：日本交易所集团期货交易交易量高于香港，期权交易量低于香港，日经指数产品占主导。2023 年，日本

¹⁷ 详见链接 <https://stats.bis.org/statx/srs/table/C3?c=JP&p=20232>。

¹⁸ 数据来源于香港金管局专题文章《2023 年中国香港债券市场概况》，详见链接 <https://www.hkma.gov.hk/media/gb-chi/publications-and-research/quarterly-bulletin/qb202403/f a1.pdf>。

¹⁹ 数据来源于香港金管局，详见链接 <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.hkma.gov.hk%2Fmedia%2Fen g%2Fdoc%2Fmarket-data-and-statistics%2Fmonthly-statistical-bulletin%2FT050201.xls&wdOrigin=B ROWSELINK>。

²⁰ 详见香港金管局专题文章《2023 年中国香港债券市场概况》中关于发行人结构的统计。

²¹ 详见链接 <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.1>。

²² 数据来源于东京外汇市场委员会，详见链接 https://www.fxcomtky.com/survey/pdf_file/survey_20240129-en.pdf。

²³ 数据来源于香港金管局专题文章《中国香港外汇及衍生工具市场》，详见链接 <https://www.hkma.gov.hk/media/gb-chi/publications-and-research/quarterly-bulletin/qb202212/f a1.pdf>。

交易所集团成交期货合约 36,057 万张，以日经 225 指数期货为主；成交期权合约 3,300 万张，以日经 225 指数期权为主²⁴；而 2023 年香港成交期货合约 14,902 万张，以恒生指数期货、恒生国企指数期货为主；成交期权合约 18,245 万张，以股票期权为主。

（二）金融机构：日本银行、证券、保险业体量大于香港，但金融机构数量、保险密度及深度均不及香港。

1. 银行：日本银行数量不及香港，但总资产及网点数量大于香港。根据国际货币基金组织数据，截至 2022 年末，日本共有 111 家商业银行，低于香港的 179 家，或与前期日本银行合并潮有关；但日本银行分支机构高达 37,116 个，高于香港的 1,072 个。截至 2023 年末，日本国内银行总资产 9.9 万亿美元²⁵，香港银行业总资产 3.5 万亿美元²⁶。

2. 证券：证券公司数量少于香港，但业务体量大于香港。根据日本证券业协会数据，截至 2024 年 2 月，日本证券业协会共有会员 272 家，而截至 2023 年末，香港证券持牌机构 3,257 家，日本证券公司数量少于香港，但由前述股债汇体量对比可知日本证券市场体量大于香港。

3. 保险：日本保险公司数量、保险深度、密度均不及香港的一半。根据日本金融厅数据，截至 2023 年 4 月，日本

²⁴ 数据来源于日本交易所集团，详见链接

<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.jpx.co.jp%2Fenglish%2Fmarkets%2Fstatistics-derivatives%2Ftrading-volume%2Fb5b4pj0000039yyj-att%2Fsoukatsu-Year-2024.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK>。

²⁵ 数据来源为日本央行，根据历史汇率折算。

²⁶ 数据来源为香港金管局，根据历史汇率折算。

保险公司共有 97 家²⁷，2022 年末日本保险密度为 2,690 美元/人、保险深度为 8.2%²⁸。而截至 2023 年末，香港共有 161 家保险公司²⁹，保险密度 9,159 美元/人，保险深度 19.0%。

（三）新兴金融领域：绿债发行规模、资产管理规模高于香港，但 Fintech 业务规模略逊于香港。

1. 绿色、社会及可持续发展债券发行（GSS）：东京可持续债券发行规模高于香港。 为支持企业进行环保投资，实现可持续发展，2004 年日本政策投资银行在全球率先开始实施环境评级融资业务，随后日本可持续经济领域金融产品不断发展。从可持续债券发行看，日本发行规模略超过香港。2014 年亚洲可持续债券发行额约 6 亿美元，2022 年体量扩大至 802 亿美元，其中中国内地发行规模最大达 344 亿美元（占比 42.9%），日本发行规模 129 亿美元（占比 16.1%），中国香港发行额 42 亿美元（占比 5.2%）³⁰。从绿色、社会及可持续发展债券看，截至 2023 年三季度末，全球 GSS 债券存量规模为 4.2 万亿美元，除国际组织外，美国、法国、中国是 GSS 债券的最大发行人，日本 GSS 债券规模略高于 1,000 亿美元、居全球第 9 位³¹；2022 年度全球共发行 1,334 亿美元绿色债券，其中日本发行 126 亿美元、中国香港发行 34 亿

²⁷ 含 42 家生命保险公司及 55 家损害保险公司。

²⁸ 数据来源为瑞士再保险 Sigma 数据库，详见链接 <https://www.sigma-explorer.com/>。

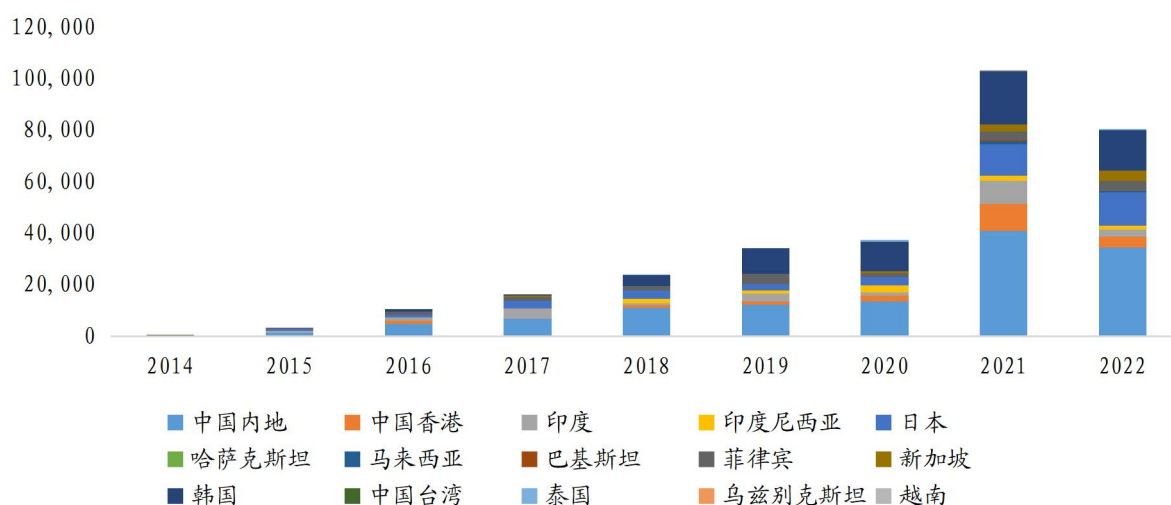
²⁹ 数据来源于香港保险业监管局（保监局），详见链接 <https://www.ia.org.hk/sc/infocenter/statistics/market.html>。

³⁰ 数据来源为 ICMA，详见链接 <https://www.icmagroup.org/About-ICMA/icma-in-asia-pacific/asian-international-bond-markets-data/#Figure%2025>。

³¹ 数据来源于气候债券倡议组织 2023 年 3 季度 GSS 债券报告，详见链接 <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-susdebtsum-q32023-01e.pdf>。

美元。

图表 2：亚洲国际可持续债券发行-按上市地点分类（百万美元）



数据来源：ICMA、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 资管业务：日本资管规模略高于香港。日本资产与财富管理业务起始于 1986 年花旗银行的私人银行部，20 世纪 90 年代日本经济泡沫破裂后，财富大量聚集在“富裕老年阶层”手中，日本资管规模迅速扩大。目前，日本资管呈市场巨大、基础投资产品丰富，但发展偏缓慢、外资较难介入的特征。日本 2023 年资管规模约 4.1 万亿美元，最主要的资金来源是养老金，养老金机构、金融机构以及居民三大参与者资金占比分别为 54%、16%、13%。日本政府于 2023 年 12 月 13 日宣布“资产运用立国实现计划”，拟通过提高金融机构对资产管理领域的参与率³²、提升金融机构和资产所有者的运营能力³³、养老金改革³⁴三方面，提升日本在资产管理领域的竞争力，从而吸引海外资本。

³² 如鼓励银行等金融机构销售适合客户的金融产品。

³³ 如拟加强信息披露等。

³⁴ 如拟在企业年金联合会的带领下，推动年金共同管理，为小规模企业提供服务。

香港证券及期货事务监察委员会（香港证监会）数据显示，截至 2022 年末，香港资产管理规模为 30.5 万亿港元（约合 3.9 万亿美元）³⁵。香港的海外投资者比例更高，来自非香港投资者的资产占比约 64%。根据《2023 全球资产管理中心评价指数报告（CEIBS）》，东京、香港分别为全球第 9 大、第 10 大资产管理中心。

3. Fintech 金融枢纽：香港金融科技发展水平领先东京。

2024 年英国智库 Z/Yen 集团和中国（深圳）综合开发研究院编制的国际金融中心指数显示，纽约、伦敦、旧金山在 Fintech 领域发展指数居全球前 3 强，香港位居第 14 位，东京位居第 37 位³⁶。

东京金融科技发展偏慢，2018 年日本放松金融科技监管后发展才开始提速。2018 年 6 月日本金融厅推出了监管沙盒计划，为金融科技创新提供了更为宽松的监管环境，12 月金融厅又发布了一份针对虚拟货币交易所和 ICO 活动的监管框架报告，宣布将放松对银行参与加密货币产业活动的相关限制。2022 年日本金融厅（FSA）发布“2022 事务年度金融行政方针”，提及将致力于支持金融科技发展。2018 年日本 Fintech 规模仅 19.5 亿美元，至 2022 年快速增长到 110 亿美元（预测值），近五年复合增长率达到 51%。2020 年日本 Fintech 企业达到 94 家（低于中国香港的 230 家），2021 年

³⁵ 详见链接

<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=23PR84>。

³⁶ 详见链接 <http://www.cfci.org.cn/html/2024/03/19/202403191153159840001530.html>。

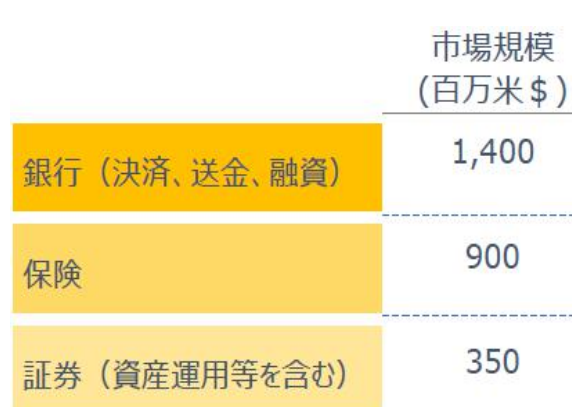
5月日本金融科技初创公司融资规模达到2.95亿美元。

图表3：日本 Fintech 规模（百万美元）



数据来源：FinCity、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表4：银保险证领域 Fintech 规模（百万美元）



数据来源：FinCity、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、香港与东京金融营商环境比较

（一）基础金融制度：日本采用浮动汇率制、汇率大幅波动时予以干预，东京较香港更早推行 IPO 注册制、股票市场分级发展特点更突出

1. 汇率制度：相较于港币盯住美元的联系汇率制，日元采用浮动汇率制。布雷顿森林体系崩溃后的 1973 年日元开始自由浮动，1998 年《外汇和外贸法》修订实施后，日本经常项目和资本项目下基本完全开放，日元汇率完全由市场决定。日元汇率大幅波动时，日本政府入市稳定币值，由日本财务大臣制定和执行日本的国际货币和金融政策，包括开展外汇市场操作以维持汇率的稳定。财务省下设“外汇平准基金专项账户”，委托日本银行专门用于进行外汇市场具体操作。2022 年-2024 年 3 月，日央行货币宽松、与欧美央行货币收紧背离，持续加大日元贬值压力；2024 年 3 月日央行宣

布放弃持续 17 年的负利率政策，但转鹰程度仍弱于市场预期，美元兑日元 2022 年至今三度贬破 150 关口（加息周期前常年在 110 附近），日本财务省多次出手干预维稳日元汇率。目前日元是全球占比第五位的支付货币。日元汇率自由浮动、以及日本在 70-80 年代成为世界第二大经济体后，带动日元在国际支付中的占比提升，但近年有所下降。截至 2023 年年末，日元在全球支付货币中排名第五位（占比 3.8%），人民币国际支付份额为 4.1%，排名保持第四位³⁷（仅次于美元 47.5%、欧元 22.4%、英镑 6.9%）。

图表 5：中国香港和日本汇率及外汇管理制度对比

| | 中国香港 | 日本 |
|--------|--|--|
| 汇率制度 | 联系汇率制（盯住美元） | 浮动汇率制 |
| 汇率管理机构 | 中国香港金管局 | 财务省 |
| 外汇干预 | 港币汇率触及 7.75-7.85（强方-弱方） 兑换保证时，金管局入市稳定币值 | 必要时日本政府会采取措施稳定汇率：财务省决策，日本央行执行 |
| 汇率制度调整 | 1983 年以来未变 | 1973 年由固定汇率制（盯住美元）转变为浮动汇率；1998 年 4 月修改并实施《外汇和外贸法》，经常项目和资本项目下基本完全开放，日元汇率由市场决定 |
| 外汇管制 | 无外汇管制 | 无外汇管制 |
| 外汇申报 | 携带总价值逾 12 万港币（或等值外币）现金或不记名可转让票据过境的，需如实申报 | 每月交易外汇超过 100 万日元，需在次月 15 日前向日本央行报告其用途和去向；向境外支付超过 10 万日元时，需提交本人确认书；外国人携带超 100 万日元现金或等价债券等、1 公斤以上纯度为 90% 以上的黄金进入日本，须提前申报 |

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

2. 上市制度：港交所和东交所均推行上市注册制，东交所推行时间更早。香港 2003 年正式确立“双重存档”为特征的上市注册制度。拟上市公司申请材料递交联交所后，副

³⁷ 据中国人民银行发布的《2022 年人民币国际化报告》、《2023 年人民币国际化报告》，人民币国际支付份额于 2021 年 12 月首次超过日元，截至 2023 年 12 月，人民币已站稳全球第四大活跃货币位置。

本交予中国香港证监会存档，联交所与证监会进行双重审查，其中证监会重点关注公司招股书的披露质量等内容；港交所对公司市值、盈利、收入等指标进行评估。日本 1948 年制定《证券交易法》确立注册制，2006 年日本《金融商品交易法》取代《证券交易法》后注册制保持不变。日本 IPO 采用联合审查模式，形式审查由金融厅负责，实质审查由日本交易所以及交易所监管局（JPX-R）执行，实质审查不仅对发行人资产规模、企业利润、股东人数等硬性指标作出要求，还对公司的管理水平、盈利能力等方面作出实质评估。

2022 年东交所改组为主要市场、标准市场、增长市场三大板块³⁸，分别类似于主板、中小板、创业板。相较而言，东交所主板（主要市场）上市要求更高，2022 年东交所将原属主要市场的一部分资质较弱的股票改组至标准市场，旨在提高主板优质企业对全球资金吸引力。东交所主要市场对总市值、利润水平、销售额的要求均高于港交所主板市场。东交所中小板（标准市场）的存在令其市场分级比港交所略复杂，标准市场上市要求低于主板。东交所创业板（增长市场）上市要求比港交所低，其对净资产、利润或营业额无要求，港交所对创业板上市企业营业现金流、市值、运营存续期有更细致的要求。

³⁸ 2022 年 4 月东京证券交易所的市场板块由 4 个（市场一部、市场二部、JASDAQ、Mothers 市场）改组为 3 个（主要市场、标准市场、增长市场），该项改革始于安倍晋三时期，旨在提高那些拥有全球公司治理和盈利标准，并在主板披露英文信息以吸引外资的公司的知名度。

图表 6：港交所和东交所上市制度对比

| | 港交所 | 东交所 |
|-----------|--|--|
| 上市制度 | 注册制 | 注册制 |
| 制度确立时间 | 2003 年 | 1948 年 |
| 管理机构 | 中国香港联交所、中国香港证监会 | 日本金融厅、日本交易所及交易所监管局 (JPX-R) |
| 上市审核内容 | 形式审查+实质审查 | 形式审查+实质审查 |
| 多层次资本市场 | 主板、创业板 | 主要市场、标准市场、增长市场（分别类似于主板、中小板和创业板） |
| 主板上市财务条件 | （三选一）a. 过去三年盈利≥8000 万港币，市值≥5 亿港币；b. 最近一年收入≥5 亿港币，市值≥40 亿港币；c. 最近一年收入≥5 亿港币，市值≥20 亿港币，过去三年营业现金流合计≥1 亿港币 | 合并净资产金额在 50 亿日元以上（且单体净资产不为负）；（二选一）a. 最近 2 年利润总额在 25 亿日元以上，b. 最近一年销售额在 100 亿日元以上且总市值在 1000 亿日元以上 |
| 中小板上市财务条件 | - | 合并净资产为正；最近 1 年利润总额在 1 亿日元以上 |
| 创业板上市财务条件 | 申请发行前两年的营业现金流合计≥3000 万港币，市值>1.5 亿港币，24 个月运营记录 | 对净资产、利润或营业额无要求 |
| 新上市费用 | 募集资金的 5%-30% | 主要市场、标准市场、增长市场上市审查费分别为 200、300、400 万日元，新上市费分别为 100、800、1500 万日元，公开招股费=招股数*招股价*0.09%，出售费=出售股数*出售价*0.01% |
| IPO 时间 | 6-10 个月 | 4-5 个月 |

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

（二）金融基础设施：日本交易所分级发展特点更明显，而港交所在大宗交易方面优势突出；日本金融基础设施规划建设时间更早

港交所在大宗期货交易方面优势突出。集团旗下成员包括世界首屈一指的基本金属市场——英国 The London Metal Exchange (伦敦金属交易所，简称 LME)，在基本金属期货及期权交易占据全球领先地位，同时通过深圳前海联合交易中心有限公司 (QME) 于中国内地营运大宗商品交易平台。中国香港交易所集团经营香港唯一认可的证券市场及期货市场。旗下包括香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公

司，并通过香港仅有的四家认可结算所：香港中央结算有限公司(香港结算)、香港期货结算有限公司(期货结算公司)、香港联合交易所期权结算所有限公司(联交所期权结算所)及香港场外结算有限公司(场外结算公司)，提供综合结算、交收、存管及代理人业务，而场外结算公司则向会员提供场外利率衍生产品及外汇衍生产品结算服务。

图表 7：香港交易所集团主要附属机构

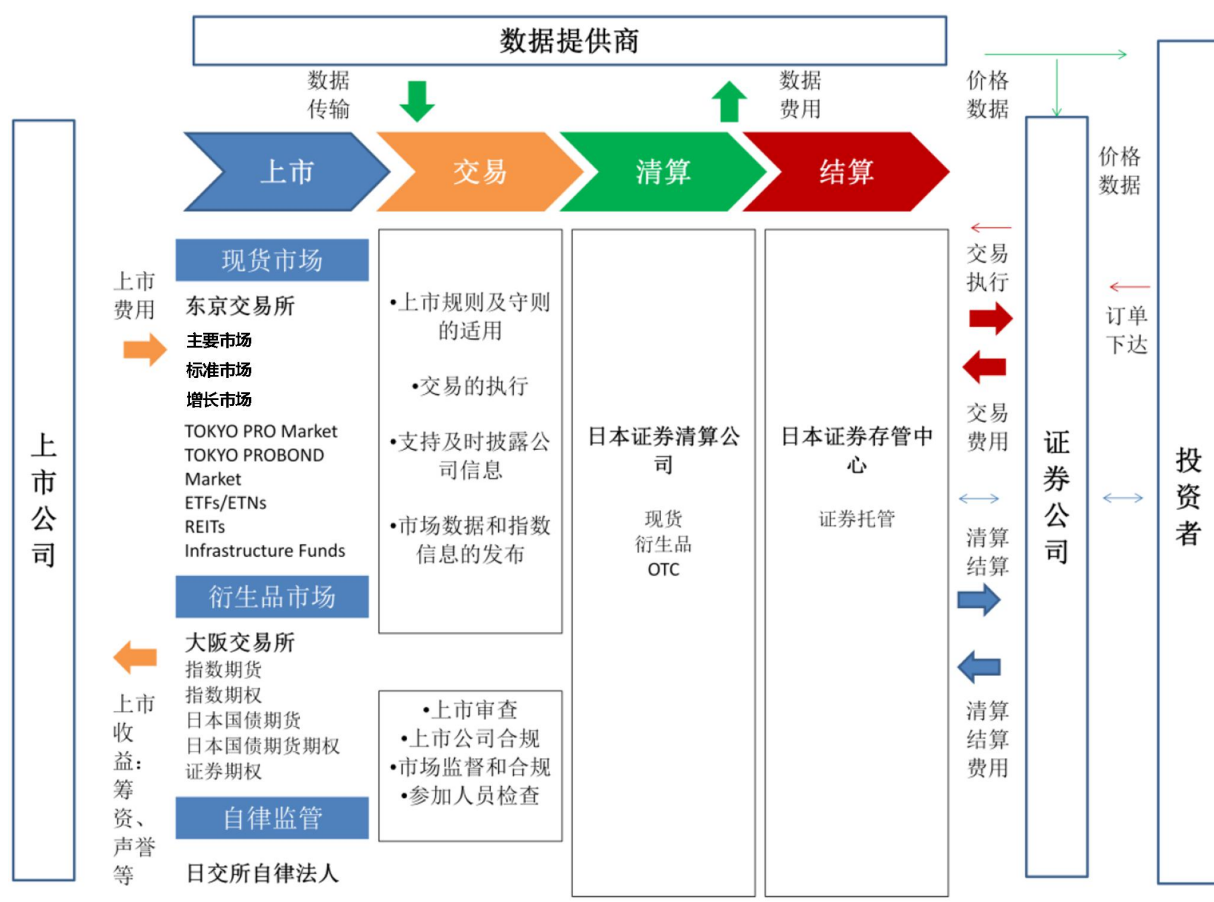
| 交易所 | 结算所 | 资产类别 |
|--------------|------------------------|-------|
| 香港联合交易所（联交所） | 香港中央结算（香港结算） | 股本证券 |
| 香港期货交易所（期交所） | 香港期货结算（期货结算公司） | 大宗商品 |
| 伦敦金属交易所（LME） | 香港联合交易所期权结算所（联交所期权结算所） | 定息及货币 |
| | 香港场外结算（场外结算公司） | |
| | LME Clear | |

数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

日本交易所集团是日本金融基础设施的核心，其下辖东京证券交易所、大阪交易所和日本证券清算机构、日本交易所两家辅助机构；入股日本证券存管机构，通过下属机构间接控股多家信息公司、技术公司。日本交易所集团构建了多层次的市场体系：股票现货交易包括主要市场、标准市场、增长市场三大核心市场以及专业投资股票市场（TOKYO PRO市场）；债券投资市场包括 TOKYO PROBOND 市场、ETF/ETNs 市场、REITs 以及基础设施基金市场；衍生品市场产品包括股指期货/期权、国债期货/期货期权以及其他证券期权等。通过积极发展债券、指数基金等不同类型的现货交易和期货、期权等衍生品交易，构建了横跨期现、风险匹配的多层次资

本市场体系（见图表 8）。

图表 8：日本交易所集团金融基础设施



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

中国香港金融基建由三部分构成，一是支付系统，包括港元、美元、欧元、人民币 RTGS 系统，用于银行同业资金的划拨；二是债券交收系统，为外汇基金票据及债券提供电脑化结算交收服务；三是支付系统和债务工具中央结算的跨境联网，以处理跨境经济交易及金融中介活动。

日本银行间支付结算体系主要包括四个系统。一是日本银行金融网络系统（BOJ-NET），该系统是日本支付结算系统的核心，由日本银行负责运营，用于日本银行间大额支付服

务，包括(1)同业拆借市场和证券交易所引起的金融机构之间的资金转账；(2)在同一金融机构的不同账户之间的资金转账；(3)私营清算系统产生净头寸的结算；以及(4)金融机构和日本银行之间的资金转账等。二是**全银数据通信系统 (Zengin System)**，由东京银行家协会 (TBA) 负责运营，该系统为日本国内银行间资金转账的小额清算系统；三是**汇票和支票清算系统 (BCCS)**，也由东京银行家协会 (TBA) 负责运营，主要为同一地区的金融机构提供汇票和支票的交换清算服务；四是**外汇日元清算系统 (FXYCS)**，用于处理跨境金融交易所产生的日元支付，包括外汇交易、日元证券交易和进出口贸易的支付。

(三) 基本财税制度：日本企业税率高于香港，但签订了更广泛的避免双重课税协定

香港企业税率低于日本。中国香港企业税为 16.5%，是全球最低税率的地区之一；而日本企业税率（法人税率）为 23.2%，是亚洲企业税税负最高的国家之一。日本对企业法人实行属地税制，包含国税和地方税两大部分，地方针对非营利企业或营利较少企业，可以公司规模为计税标准，核定征收地方法人所得税，日本从 2014 年开始逐渐下调税率，2018 年起日本把企业税率下调到 23.2%，对中小企业、公益企业的优惠税率（年收税额 800 万日元以下部分）从 19% 下调至 15%。为促进企业增强竞争力，2021 年日本进行了税制改革。包括支持中小企业并购重组，允许对并购的隐形损失、

并购进行的采买进行抵扣或全额折旧；对“碳中和”投资和数字转型投资进行税收优惠，法人税减免最高可达 20%等。相较于中国香港，日本签订了更加广泛的避免双重课税协定。截至 2023 年 4 月，日本已经与全球 79 个国家/地区签署了避免双重课税协定。中国香港特别行政区与全球 49 个国家/地区签署了避免双重课税协定。

（四）核心产业基础：日本制造业发展仍具有较强的竞争优势，香港积极推动再工业化战略转型

制造业创新发展衍生大量直接和间接金融需求，是经济和金融韧性的重要基础。二战后日本迅速崛起成为全球第二大经济体，汽车、钢铁、机床、造船等实业的快速发展相应带动日本金融市场繁荣增长。20 世纪 70-80 年代日本经济全盛时期，东京成为与纽约、伦敦比肩的亚洲时段全球金融中心。此时，东京在股票市场、外汇市场、基金管理等多方面领先于香港和新加坡。但经济泡沫破裂后，1992-2022 年日本 GDP 总量仅增长约 8%³⁹，“失去的 30 年”期间产业发展降温，目前日本在传统制造业仍具有全球性竞争优势，包括燃油车、精密仪器、化工等，但在新兴技术方面发展较缓慢，如在电动车、蓄电池、风力发电等新能源、5G 通讯技术、工业互联网等方面的投资偏滞后。伴随日本经济陷入“停滞的三十年”，东京金融中心地位逐年下降，2023 年东京金融中心全球排名居第 19 位，在亚洲居新加坡（第 3）、香港（第

³⁹ 同期美国 GDP 增加了 284%，中国增加了 4,033%。

4)、上海(第6)、首尔(第10)、深圳(第11)、北京(第15)之后。

中国香港作为内地与海外市场的“超级联系人”，金融业景气水平对本地制造业基础依赖程度相对偏低。内地完善的制造业体系提供了吸引国际资金、集聚金融需求的坚实基础。但本地“产业空心化”、制造业占比不足1%⁴⁰，经济增长高度依赖与外部的“人流”、“物流”和“资金流”互动，一定程度也加大了本地金融市场的抗冲击韧性。中国香港特区政府最新财政预算案明确加快建设北部都会区和发展先进制造业，有望为渐进夯实本地制造业基础和经济韧性提供支持(详见前期报告《从聚焦纾困到加速转型——2024年度中国香港特区政府财政预算案详细解读》)。

(五) 对外交往：东京、香港均为头部金融机构及国际性企业总部聚集地，日本人才竞争力居中游水平

在国际经济交往方面，日本参与了43个国际化组织或协定。全球贸易协定方面，1955年日本正式加入《关税和贸易总协定》(GATT)，1995年成为世界贸易组织(WTO)创始成员国；国际经济组织方面，1952年日本加入国际货币基金组织(IMF)，日本还是世界银行(World Bank)、经合组织(OECD)、亚洲开发银行(ADB)和亚太经合组织(APEC)的成员。区域贸易协定方面，截止2021年日本已签署或生效21个自贸协定，包括日本欧盟经济伙伴关系协定、日美贸易

⁴⁰ 2015年中国香港制造业占GDP比重跌破1%至0.96%，2023年该占比为0.95%。

协定、RCEP 协定、日本英国经济伙伴关系协定等。日本与全球其他地区联通紧密，日本有 63 个领事馆，196 个国家和地区给予日本护照持有人免签证或落地签证安排。

中国香港是世界贸易组织（WTO）、经合组织（OECD）、亚洲开发银行（ADB）以及亚太经合组织（APEC）的成员。截至 2022 年 6 月，中国香港已签署八个自由贸易协定，除与内地签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）系列协议外，还分别与新西兰（2010 年 3 月）、欧洲自由贸易联盟（EFTA）国家（2011 年 6 月）、智利（2012 年 9 月）、澳门（2017 年 10 月）、东南亚国家联盟（简称东盟，ASEAN）（2017 年 11 月）、格鲁吉亚（2018 年 6 月）以及澳大利亚（2019 年 3 月）签署了自贸协定，并完成了与马尔代夫的自贸协定谈判。

在总部经济吸引力方面，东京是国际性企业总部的聚集地，如汽车行业三巨头丰田、本田、日产，电子行业的日立、索尼、东芝、佳能，以及能源、地产、贸易领域的三菱商事、丸红、三井物产、住友商事等世界 500 强企业。头部金融机构聚集，知名金融企业有三井住友金融集团、瑞穗金融集团、三菱日联金融集团、第一生命保险、东京海上日动火灾保险等。而中国香港是华润集团、招商局集团、联想集团、中国太平保险、怡和集团、长江和记实业等企业总部所在地，根据特区政府 2023 年施政报告，中国香港将进一步发展“总部经济”，吸引海内外公司到港设立总部/分布业务，吸引

公司迁册来港。

在国际专业人才集聚方面，日本的人才竞争力指数居中游水平。在欧洲工商管理学院发布的《2023 年全球人才竞争力指数》报告中，日本排名第 26 位，低于新加坡（第 2 位）、美国（第 3 位）、英国（第 10 位），高于中国（第 40 位）。90 年代起日本逐步引进国外人才，但具体实施过程中限制较多。目前引进外国劳动力的方式有四种：专业技术领域高端人才、特定技能居留者、技能实习者、双向协议制定引进人员。而香港通过优秀人才入境计划、科技人才入境计划、高端人才通行证计划等引进专业人员。

（六）城市宜居环境：东京宜居程度整体优于香港，但 QS100 高校少于香港、平均寿命低于香港

根据全球外派人力资源顾问机构“ECA 国际”公布的“2023 年世界宜居城市排名”排行榜，日本东京排名第 2，而香港排名第 77⁴¹。

住房条件方面，香港连续多年被列为房价最难负担的城市，2021 年人均居住面积中位数为 16 平方米、低于东京的人均 20.1 平方米。根据居住成本网站 numbeo 数据，2024 年中国香港房价收入比为 32.1，高于东京的 11.9。

教育方面，日本重视社会教育，学校教育分为学前教育、初等教育、中等教育、高等教育四个阶段。2019 年 10 月开

⁴¹ 详见链接

<https://www.eca-international.com/insights/articles-zh/2024-01/hong-kong-ranking-liveable-re-covers-remains-lower>。

始实行幼儿免费教育，2020年起向就读大学的低收入家庭学生减免学费并发放无需返还的补贴型奖学金。东京大学（第28名）、东京工业大学（第91名）两所高校位列QS100。香港教育体系包括幼儿园、小学教育、中学教育、特殊教育、资讯科技教育、师资培训、专上教育、高等教育、成人教育、新来港儿童的教育、职业教育、非华语学生的教育等。特区政府致力推行以母语（中文）为本地学校的主流教学语言，由于中文和英文同是中国香港的法定语言，所以政府着力培养学生两文（中文和英文）三语（广东话、普通话和英语）的能力。截至2021/22学年，香港共有591所小学、508所日间中学、63所特殊学校以及22所颁授本地学位的高等教育院校⁴²，其中香港大学（第26名）、香港中文大学（第47名）、香港科技大学（第60名）、香港理工大学（第65名）、香港城市大学（第70名）位列QS100⁴³。

医疗方面，东京实行全民医保，平均寿命全球第2、略低于中国香港的全球第1。日本1961年起开始实施“国民健康保险”制度，不分地域、收入和年龄，投保人可以选择医疗单位就诊，采取统一收费制度，个人自费比例一般不超过30%。日本的平均寿命全球排名第2，仅低于中国香港，截至2021年日本平均寿命为84.5岁，中国香港为85.5岁⁴⁴。香港医疗体系包括公立医院、私人医院及社区医疗服务，目

⁴² 数据来源为商务部对外投资合作国别（地区）指南中国香港篇，详见链接 <http://www.mofcom.gov.cn/dl/gbdqzn/upload/zhongguoxianggang.pdf>。

⁴³ 详见链接 <https://www.topuniversities.com/world-university-rankings>。

⁴⁴ 数据来源于世界银行。

前约 94%的医疗服务由公立医院提供。中国香港医务卫生局负责管理全港所有公立医院及相关医疗服务，辖下有 43 间公立医院、49 间专科诊疗所和 73 间普通科门诊。

附表 国际金融中心业务竞争力对比

| 业务领域 | | 参考指标 | 中国香港 | 东京 |
|--------|--------------|------------------|------------|--------------------|
| 金融市场 | 股市 | 上市公司数量 | 2,609 家 | 3,933 家 |
| | | 上市公司总市值 | 4.0 万亿美元 | 6.1 万亿美元 |
| | | 股市年交易额 | 3.3 万亿美元 | 6.3 万亿美元 |
| | 债市 | 国际债券年度新发规模 | 1,607 亿美元 | 7,252 亿美元 |
| | | 未偿债余额 | 1.1 万亿美元 | 12.8 万亿美元 |
| | 衍生品 | 期货交易量 | 1.5 亿张 | 3.6 亿张 |
| 期权交易量 | | 1.8 亿张 | 0.3 亿张 | |
| 金融机构 | 银行业 | 银行机构数量 | 179 家 | 111 家 (日本) |
| | | 银行业总资产 | 3.5 万亿美元 | 9.9 万亿美元 (日本) |
| | 证券业 | 证券公司数量 | 3,257 家 | 272 家 |
| | 保险业 | 保险公司数量 | 161 家 | 97 家 (日本) |
| | | 保险密度 | 9,159 美元/人 | 2,690 美元/人 (日本) |
| | | 保险渗透度 | 19.0% | 8.2% (日本) |
| 新兴金融业务 | 绿色及可持续发展金融 | 绿色及可持续发展债券年度新发规模 | 34 亿美元 | 126 亿美元 (日本) |
| | 资管及财富管理 | 资产及财富管理合计规模 | 3.9 万亿美元 | 4.1 万亿美元 |
| | Fintech 金融枢纽 | 金融科技水平排名 | 第 14 | 第 37 |

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

注：

1. 股市：截至 2023 年末，数据来源于 WFE。
2. 债市：中国香港数据截至 2023 年末，数据来源于中国香港金管局；东京数据截至 2023 年二季度末，数据来源于 BIS（国际清算银行）。
3. 衍生品：2023 年交易量，期货、期权均为场内交易数据，数据来源于日本交易所集团、中国香港交易所。
4. 银行业：银行机构数方面，东京数据来源于 IMF（国际货币基金组织），中国香港数据来源于中国香港金管局；银行总资产规模来源于日本央行及中国香港金管局。
5. 证券业：东京为截至 2024 年 2 月，数据来源于日本证券业协会；中国香港数据截至 2023 年末，数据来源于中国香港证监会。
6. 保险业：东京保险公司数量截至 2023 年 4 月，数据来源于日本金融厅；中国香港保险公司数量截至 2023 年底，保险密度、渗透度截至 2022 年末，数据来源为瑞士再保险 sigma 数据库。
7. 绿色及可持续发展金融：2023 年 3 季度数据，数据来源于气候债券倡议组织（CBI）。
8. 资管及财富管理：日本为 2023 年度数据，数据来源于 CEIBS；中国香港为 2022 年末数据，

数据来源为中国香港证监会。

9. Fintech: 数据来源于 GFCI 国际金融中心指数报告 2024 年 3 月刊 (第 35 期)。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**