

| 本期摘要

97年香港回归以后，朱镕基总理讲过这样一句话“我们的金融机构更多都是像羊，如果想让羊参与全球化的金融体系的竞争中去，前提条件就是我们得让它变成狼，那么让羊变成狼的最好的方法就是把羊引进来。”

香港资本市场定位是一个在不断的变化的过程，从回归初的一个引进海外资本，进行双市场化尝试的窗口，正在往成为中国资本投资海外，疏导过剩资金的平台转变，在这个过程中，我们要关注新的市场规则，争取能在定价的角逐中占据有利地势。

| 音频梗概

00:15

国内金融机构“羊变狼”……

今天来聊聊关于香港市场的定位，应该说在97年亚洲金融危机之后，香港完成回归动作以后，随着中国金融市场的改革的深化，当年主导这个进程的朱镕基总理讲过这样一句话：

「我们的金融机构更多都是像羊，如果能让羊将来参与到全球化的金融体系的竞争中去，前提条件就是我们得让它变成狼，那么让羊变成狼的最好的方法就是把羊引进来。」

所以说当年中国的金融体系改革的过程中，更多的应该说是学习，从海外引入了战略性的投资机构，就是当年很多外资的金融机构引进来，包括我们在整个银行大规模体系改革的过程中也是引入了很多的海外战略投资者。

当年很多人也说过朱镕基总理的做法是不妥的，但是从现在的角度来看，确实是我们的金融机构得到了一个快速的卓越的成长，学习对方实际上是一个最快的方式。

而当时中国的经济主导的因素主要是我们是为服务于吸引外资，更多的是一个资本流入的过程，包括对我们的资本市场进行一个建设的过程。

现在的问题：过剩资金追逐国内有限资产

那现在应该说我们早期的目标基本上都是达成了，那中国现在存在的问题就是大量的资本过剩，因为经济结构性因素处在一个调整的过程，在这个过程中，导致的是资金大量过剩追逐资产。

由于我们的资本项下，仍然完全不能够开放，导致大量的资金只是在国内追逐有限的金融性资产，这就导致了金融性资产的波动和风险在不断地加大。

02:34

香港的定位正在发生转变：国内资本向海外资产延伸

原来的香港的口更多是一个尝试性的，就是把国内的资产挂到海外去，挂到香港去，在香港这个地方不存在资本项目的流动，进行一个所谓的双市场化的尝试，但是主要的目的是吸引外部的资产。

所以香港的繁荣，比如说香港的中环以前都是大量的金融机构、投行们占据，到兰桂坊去，每天晚上基本上金融机构的人也占了不少比重。

但是现在来看，其实香港的定位也在发生转变。

前两天李小加同志讲得也非常有意思，实际上很清楚地把香港未来的明晰定位重新做了一个架构。**未来香港要从原来传统的吸引外资的一个窗口逐步变成一个中国资本尝试海外的窗口，就是中国资本投资海外的窗口**，其实也是解决国内资金大量过剩，有管理化的一个疏导，有监督化的疏导，逐步地向海外资产延伸。

04:18

架构国际化大通道：纯资本的输出国？

比如现在的债券通更多的都是往外出的口子，往内入的口子还是在加强管理，但是正在逐步地尝试放开。

比如说前几年一直在讨论希望通过上海证券交易所去架构一个所谓的国际化的大通道，使国内的资本可以逐步地投资海外，实际上中国正在从一个资金的吸纳方转变成为一个资金的出口，甚至不

排除将来资本项目下能够大规模地放开的话，中国实际上有可能变成一个纯资本的输出国。

但是呢，出于当下的特殊原因，我们对于大规模自由的资本流动仍然是处在一个管制的状态，所以说上海证券交易所早些年的这一架构计划到现在也不大提了，我觉得不大提的原因呢是觉得**放在内地的通道里面仍然是有一些问题的，因为绕不开资本项的原因。**

05:44

香港市场职能转变：游戏规则将经历市场洗牌

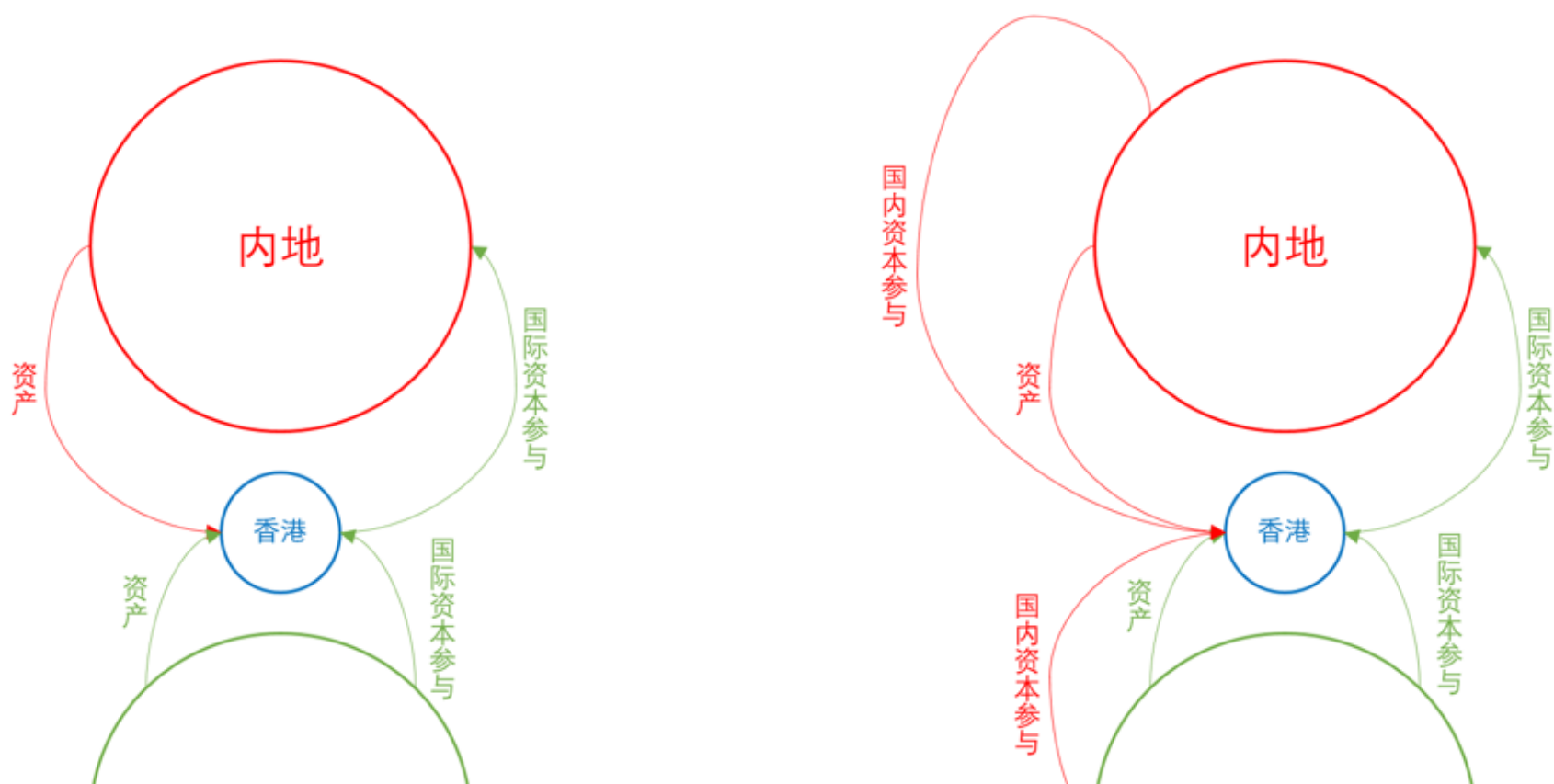
而香港事实地抓住了一个机会，实际上香港的特殊地理位置更多地像一个离岸中国的概念，不存在着大规模资本流动带来的弊端，因为它毕竟：

- 一头是大规模的自由市场——自由的资本流动；
- 而另外一头，从大陆到香港这一环我们可以嫁接很多通道，有序地进行监督和管理。

所以说香港现在的职能是从“往内地吸引资本，内地的资产被海外定价，海外的资本投入”的这种

模式正在转变。

现在大量的资金通过各种通道进入香港，通过香港寻求全球范围内的资产。香港的证券交易市场更多地会变成一个两头的市场，但是功能会有一些变化：比如说对大陆的资产在港上市以后，其实原本的功能是存在的，海外投资者投资的功能，但是由于性质的变化，中国的资本也加入到了香港的定价和角逐之中，实际上原本的整个游戏规则并然会经历一次典型的市场化的洗牌。





海外



海外

01

07:38

瘸腿的市场参与者与外资定价

比如说传统中我的资产扔过去，欧美的金融机构在定价的过程中是否绝对化的公允，那这一点我觉得：

- 站在外资的角度来说，“我很公允”；
- 但是站在内资的角度来说，“你总是低估我，总是估值给的偏低”。那实际上是放在吸引境外的投资者时，往往是比较好的资产但是却被贱卖

两者之间实际上是公说公有理，婆说婆有理的逻辑，很难去决定到底是谁说了算。

但是如果充分地让市场来决定，必须要求市场的参与者也必须是相对的充足，天平也不能倾斜。

而作为香港来讲，市场参与者一直是准确说在早期的功能中是瘸腿的，因为它缺了我们大陆资本定价的一环，跟多地是与外资进行博弈后的定价，所以市场参与者结构并不是完善的情况下，定价的基准是否公允实际上很难说得清楚。

09:13

定价权的角逐会有冲击也会带来好处

所以说现在整个的游戏规则仍然是吸引资本的这一条上来讲，就应该加入到定价权的角逐中间，而加入的过程必须是市场的参与者更加地充分一些。

随着各种通道使我们国内富裕的资本可以加入到香港去追逐这些离岸的定价的资产的话，这些资本的角逐最终的定价更加公允和市场化一些。

当然这样的角逐过程必然会引发一个市场巨大的分歧和波动，因为毕竟涉及到两个定价权的角

逐。

所以你看现在香港市场上有大量的做空的金融机构，有大量的上市公司为国内的资本增持，之前我们在几期聊港股的时候也聊过（【026】为什么说A股的炒作思路放在港股是不利的）。所以说双方的资金在香港进行一个定价性的角逐，这是对原有功能的一个补充，而对于现有的新增的功能，更多的就是国内的资金过来以后可以更充分地配置海外的资本。

10:49

香港会成为真正意义上的影子性市场

所以说香港下一步可能也会来吸引国内的资本的投资，这个角色是以前在早期的结构关系中是没有的。

港交所的定位现在是非常的明晰，从帮助国内吸引海外资本正在逐步地转变为中国资本投资于离岸甚至海外资产的一个大的平台和通道，而最终实际上这个过程中两个过程都打通以后，人民币和港币之间的定价应该说会越来越紧密。

说白了，更多的香港市场会变成一个真正意义上影子性的市场，并且发挥全市场的功能。

-end-