

港交所未來三年促三通

香港交易所行政總裁 李小加

小加網誌

不久前，我們公布了最新的三年戰略規劃，勾勒出香港交易所未來的發展藍圖。不少朋友表示很感興趣，想了解整個規劃的來龍去脈，也有朋友表示困惑，香港為什麼要發展貨幣產品和大宗商品呢？當時限於時間，無法一一當面解答，在此，請聽我慢慢道來。

簡單來說，《戰略規劃2016-2018》的主題就是三個「通」字：「股票通」、「商品通」與「貨幣通」。定價能力是一個金融中心的核心理競爭力，具體而言，就是為公司、為商品、為貨幣定價的能力。

之所以強調「通」字，是因為中國雖已成為世界第二大經濟體，但它的金融市場還未與全球完全互聯互通，中國的公司、商品和貨幣還不能取得完全有效的國際定價。因此，我們與內地外的夥伴伴今天的歷史使命就是共同攜手建立中國與國際市場的互聯互通機制，連接中國與世界，重塑全球市場格局。

「通」的過程，是滿足市場需求的過程，也是做大整個市場蛋糕的過程，在這個過程中，所有的參與者都會不同角度地受益。中國資本市場的對外開放是多維度的，也是漸進式的，在這個開放的過程中，香港交易所也僅僅是眾多的「修橋者」之一，肯定會有無數的「大橋」落成造福兩邊的投資者，但我們願意成為最早的探索者；我們不怕失敗，尋求合作，創造共贏。

股票通

首先來說說「三通」中最基礎層面的股票通，股票業務是香港交易所的核心傳統業務，我們一直在思考如何與時俱進強化這一傳統優勢。股票通可以分別從滬深港通、「股指期貨通」，以及「新股通」（「三小通」）三個方面實現：

第一，滬港通的順利推出，算是我們邁出了股票通的第一步，首次實現了內地和香港股票二級市場的互聯互通，為兩地投資者都帶來了全新的投資機遇，也引發了全球金融市場對於交易所互聯互通模式的關注。接下來，我們將進一步優化和拓展滬港通，盡早推出深港通。

第二，實現「股指期貨通」的可能路徑有三種：一是複製滬港通模式，與內地期貨交易所合作建立互聯互通；二是兩地交易所產品互掛；三是在香港發展以A股指數為標的的衍生產品，滿足國內外投資者管理A股波動風險的需求，為大量外資進入A股現貨市場提供必要的配套設施。第一種路徑和第三種路徑原本就是「股指期貨通」最簡單的實現方式，但由於目前內地市場正處於休養生息時期，短期內這兩條路徑都充滿挑戰，關於第三種路徑，我們也在探討其可行性。

第三，我們也在研究如何將股票通模式從二級市場延伸到一級市場推出「新股通」，讓兩地市場的投資者都可以在未來中購對方市場的新股。香港一直希望吸引更多國際大型企業來港上市，豐富上市公司的來源和類別。但香港市場目前投資者基礎和歐美市場相近，難以吸引海外名企大規模來上市，如果「新股通」可行，中國投資者可以以滬港通模式更大規模地投資國際公司。對於內地市場而言，「新股通」可以幫助其引入更多國際機構投資者，參與A股一級市場新股發行或定向增發，改善投資者結構，完善新股定價機制。

有朋友可能會問，這樣的「新股通」與上海或深圳的「國際板」是什麼關係？很明顯，如果內地市場的法律框架能夠在短期內迅速與國際接軌，適應國際公司在A股的上市融資，那麼香港再搞「新股通」的意義就只是為國際發行人引入中國投資者提供了多一個選擇。但如果中短期內實現是有困難的，「新股通」就意義重大。在這裏，大家不應該把這個問題簡單狹隘地看成兩地交易所爭奪上市資源、此消彼長的競爭問題，更應該把它看成兩地市場共同為中國國民財富尋求

更多元、更有效全球資產配置的機會，因為這才是交易所使命的真諦。如果從這個出發點看問題，盡早允許一級市場的互聯互通，為中國投資者提供在中國市場框架下投資海外的機會，可以方便他們在全球市場低迷時利用滬港通安全可控的運營模式，盡早部署海外資產配置。同時，內地公司若有機會吸引國際投資者成為其股東，也可大大改變內地投資者結構，促進發行機制的改革。而兩地交易所若能攜手聯合發行、協調監管，「新股通」將成為雙方互惠共贏、共同發展的大好契機。

在香港，不時有朋友問我，滬港通啟動之後去年香港市場似乎比之前波動更大，進一步的互聯互通不會輸入更多內地風險嗎？你們不怕得不償失嗎？我想說的是，全球市場一體化的進程是不可逆的，如今中國經濟感冒了，美國市場也得打噴嚏，更何況是香港市場。無論是否與內地互聯互通，我們作為一個開放型的市場都得承受來自中國經濟波動的風險。換句話說，如果不與內地互聯互通，我們好事遇不上，壞事也躲不開。

商品通

「三通」中的第二通是商品通，主要也包括「三小通」：

一是「倫港通」：把亞洲的流動性尤其是中國的流動性導向LME，讓LME更加金融化。「倫港通」的核心是將在LME交易的合同帶到亞洲時段，通過香港交易所的平台進行交易結算，擴大LME的亞洲投資者基礎，特別是在香港的中國投資者的參與。

二是「現貨通」：通過在內地構建大宗商品現貨交易平台，幫助內地大宗商品市場實體化。

三是「內外通」：在「倫港通」與「現貨通」成功運作一段時間後，我們可以通過產品互掛、倉單互換、價格授權、指數開放等方式有機地打通內地現貨市場和期貨市場，實現內地商品市場與國際商品市場的連通，輸出中國的商品定價權。

不少朋友對我們商品通中的「現貨通」充滿好奇或疑惑。國內外大型商品交易所都是期貨交易所，香港交易所為什麼要多做現貨交易？會不會得不償失？

自從2012年收購LME之後，我們對國際大宗商品市場有了更深刻的認識。而熟悉股票業務的香港朋友也可以從股票的視角來看大宗商品。

大宗商品市場的交易通常可以分為三個層面：第一層是實體經濟用戶（生產商和消費商）；他們通常是現貨市場的參與者，他們交易出的現貨價格就好像股票市場的IPO發行，是商品市場定價啟動的原動力，為其他交易提供價格基準。

第二層是服務實體經濟用戶的貿易、物流、金融服務提供商／中介機構；他們交易的目的是融資服務、對沖與風險管理，他們參與現貨、遠期以及期貨交易，這些交易就類似股票上市後的二級市場交易。這些交易不斷為第一層實體經濟交易提供價格發現與交易對手方，使一級市場活動持續發展。

第三層是純金融投資者，包括投資基金與散戶；他們參與交易的動機主要是投機。他們通常只參與非實物交割的標準期貨產品，但他們為商品交易提供重要的流動性，他們的交易就如同股票市場的期權、期貨等衍生產品交易。總之，這三層的結構有點像金字塔，第一層和第二層交易所形成的價格基準是第三層交易基礎，就如同股票市場，沒有IPO，就沒有二級市場交易；沒有二級市場，就不可能有衍生品市場。一個健康的多層次商品市場，應該從滿足實體經濟需求出發，擁有這樣的正金字塔形架構。

LME控制了全球近80%的基礎金屬交易，三個層面的用戶均有覆蓋，但主要參與者是第一層與第二層，第三層的純金融投資者參與不如內地市場充分，還有很大的發展空間。它是個典型的正金字塔，我們希望通過倫港通、在香港開發更多類LME產品等方式，方



香港交易所。

便更多的純金融投資者（尤其是亞洲金融投資者）參與LME的交易，讓LME更加「金融化」。

另一方面，內地商品市場的現狀與LME有很大不同：儘管中國已是世界上主要大宗商品的消費國，但第一層與第二層用戶（即實體經濟用戶和貿易、物流、金融服務提供商／中介機構）參與的現貨市場還不太發達和規範，市場結構鬆散，價格發現效率不高，倉儲認證增信環節薄弱，流通領域融資困難，整個現貨生態系統效率低下，成本高企，風險叢生。

與此同時，第三層的期貨市場監管充分，結構完整，交易異常活躍，且由於期貨市場投資群體以散戶為主，實物交割有限，實體經濟用戶參與較少，交易量遠遠大於持倉量。正因如此，它與現貨市場的相關度還不夠高，大宗商品市場的金融服務遠遠不能滿足實體經濟需求。我們相信，中國內地需要一個更有效率的大宗商品市場，來真實反映其於全球商品生產及消費方面的影響力。國際市場同樣也需要這樣一個有效率的大宗商品市場，來觀察中國這樣一個具有巨大影響力的市場的變動趨勢。

作為香港交易所內地商品戰略的重要一環，現貨通可以將LME的成功模式和歷史經驗移植到內地市場，在內地打造一個能夠有效服務實體經濟的商品現貨交易平台，幫助內地商品市場「實體化」。假以時日，我們希望中國的現貨市場可以產生一系列真正具有全球影響力和代表性的「中國價格」基準，而這些價格基準也將為向第三層發展提供堅實的基礎與持續的發展動力。

也許有朋友會問，香港發展商品業務為什麼一定要去內地建現貨平台而不是直接在香港做期貨？香港一向缺乏商品交易的土壤，即使在收購了LME之後，香港交易所亞洲時段也不具備上述三個層面中的任何一層。要構建一個穩固結實的商品金字塔，香港首先要做的是打地基——建現貨交易平台，這有點類似當年香港先發展H股上市現貨平台再開股指期貨。但香港面積有限，並不具備建設商品現貨交易平台包括倉儲物流系統的條件。與發展股票業務不同的是，大宗商品不會像H股上市公司一樣自己可以主動「跑」來香港上市。我們必須去內地開創一個大宗商品的「IPO平台」。因此，有現貨平台需求的內地成為香港交易所發展第一層與第二層市場的必然選擇。

貨幣通

「三通」中的最後一通是貨幣通，就是大力發展定息及貨幣產品，借助互聯互通把香港打造成利率和匯率衍生產品中心，具體可以分為「匯率通」、「債券

通」和「利率通」三步走。

幾年前，我們推出了管理美元兌人民幣匯率風險的人民幣貨幣期貨合約，算是邁出了「匯率通」的一小步。去年以來，隨着人民幣匯率雙向波動風險加大，人民幣貨幣期貨合約的成交量穩步上升。未來，我們將推出人民幣兌其他貨幣匯率的期貨產品，滿足更多市場需求。

此外，我們還準備從「債券通」入手，豐富香港的貨幣類現貨產品。「債券通」的初步構思為雙向模式：境內和境外。境內方面，內地債券交易大多集中在場外交易（即銀行間債券市場），因此，方便海外投資者參與內地銀行間債券市場是我們的主要着眼點。境外方面，香港本身欠缺大型國債發行人，恐怕吸引力不足。所以，我們希望與國際平台合作，方便內地投資者投資更多不同類型的國際債券，而交易及結算則仍然在香港進行。

我們希望借助「債券通」為香港引來足夠的投資者和流動性，為將來的利率通做準備。隨着人民幣國際化進程的深入，香港的人民幣資金池會不斷擴大，管理人民幣利率風險的需求可能會逐漸增加，我們將同時推出相關的利率產品，完善香港的人民幣生態圈。在「債券通」方面，香港交易所過去沒有發展經驗與基礎，也不具備獨特優勢。但從金融中心的長期發展來看，我們必須邁出這一步，希望能找到好的合作模式，以可控的投資、合理的定位，取得事半功倍的效果。

以上就是我們未來三年的發展計劃。從今年的開局來看，2016年注定仍是充滿挑戰的一年，中國資本市場對外開放的步伐也可能時快時慢。因此，我們必須尋求一個多元平衡的戰略發展規劃。我們的某些發展計劃（如股票通），與內地市場的改革開放息息相關，需要與內地的夥伴合作才能創造共贏，其推進行度可能取決於內地市場開放的進程，但也有一些發展計劃（如商品通），它們的成功將更多取決於我們自己的努力。

總而言之，未來的三年要做的事情很多，要克服的困難也不少。有的朋友也許會說：你這些目標太宏大了，簡直就是夢想清單。是的，這就是我們未來三年的夢想。回想香港金融市場的歷次轉型，其實也大多起源於前輩們在洞察市場需求之後的大膽設想。敢想才能敢拼，沒有夢想，何有未來？套用一句香港電影的經典對白：「做人如果沒有夢想，跟鹹魚又有什麼分別呢？」

還有幾天，就是農曆猴年了。我在此恭祝大家身體健康，投資有道，事事亨通！

港立法行政關係瀕破裂

周八駿

鑪峰遠眺



去年6月在關於行政長官普選的政改被反對派否決後，若干被一些人視為「溫和泛民主派」的政治團體如民主黨，欲與激進反對派政治團體社民連、人民力量在立法會的「拉布」行為疏離，因為，前者擔憂否決政改引發民意不滿。然而，去年11月第五屆區議會選舉結果反映香港社會政治兩極對立加劇，在「佔中」行動中冒起的激進反對派力抬頭，於是，整個反對派陣營進一步趨於極端。去年12月至今年1月，反對派所有政治團體開始使用新招數——「流會」——來阻撓特區政府施政。

反對派不斷拉布流會

「流會」不同於「拉布」，後者是在立法會會議過程中不斷提出動議和喋喋不休地發言以拖延對政府議案的審議，嚴重削弱政府施政效率。前者是索性不讓立法會會議進行而無從審議政府議案，對政府施政效率的損害甚於「拉布」。

反對派將立法會正常運作破壞至如斯地步，意味着他們在政治上已陷入「因獸猶鬥」的窮途。在反對派中，不是沒有理智的領袖人物，明白香港大多數居民不喜歡採取極端行動，但是，他們身不由己，被以青

年反對派人士為代表的激進反對勢力牽引，同政府決絕地對抗。

眼下，香港的行政與立法關係已瀕臨破裂。反對派強詞奪理稱，只要建制派立法會議員確保立法會會議有法定人數出席就不會「流會」，欲把「流會」責任推給建制派。對此，1月23日，政務司司長林鄭月娥在出席一個公開活動時通過傳媒公開提醒反對派立法會議員，立法會議員的每月酬金高達9.3萬港元，4年任期屆滿可取得逾60萬港元酬金，審議政府草案是他們的憲制責任。她還提醒香港市民和納稅人，他們所支持的「泛民主派」議員沒有履行最基本的出席立法會會議的職責。

即使退一萬步，建制派立法會議員相互協調確保立法會會議符合法定人數，但是，建制派無法阻止反對派「拉布」。

反對派在立法會製造「流會」和「拉布」，破壞了特區行政機關正常運作。後者不只是既定政策的執行，還有新政策的制訂；即使貫徹既定政策，撥款必須經立法會批准，得不到所需資金，政策無法實施。

面對反對派非理性的對抗，在特區政府管治班子中以溫文著稱的財經事務及庫務局局長陳家強，1月24日，禁不住在電台節目中公開抱怨，政府今年向立法會工務小組提交了72個基建項目，合共675億港元，但是，只有一個1億港元的項目獲批；按此進度，其

餘71個項目不可能在今年內獲得立法會批准；果如此，則將使很多建造業工人以及專業人士失去工作。

政府須應對經濟下行

素以人際關係圓滑著稱的香港鐵路新任主席馬時亨，1月24日在商業電台節目中呼籲立法會在3月底批准高鐵工程追加196億港元撥款申請，否則，不僅批准再追加100多億港元才能完工，而且，由於工程涉及多國公司，會使香港的國際形象受損。

然而，這樣的苦口婆心不能改變反對派在立法會的既定策略。他們等待今年9月第六屆立法會選舉結果。他們期望愈益激進和極端會吸引更多選票、獲得更多議席。唯有事與願違，原先被一些人標榜為「溫和泛民主派」的民主黨才可能有所收效。

但是，香港面對的經濟形勢日益惡化。儘管對於今年1月全球和香港金融市場劇烈動蕩是否已是金融風暴或金融危機言人人殊，但是，一場新的金融風暴正在孕育是不爭的事實。香港無法抗拒外來金融衝擊。全球經濟增長下行勢必令香港經濟下行。本港地產市場已明顯下調，業界開始談論

下調幅度可能達三成。恒生指數已進入技術上的「熊市」，何處見底，言之尚早。零售業和旅遊業已入寒冬。本地消費需求不振惟靠投資彌補，然而，政府各項基建工程「卡」在立法會反對派手上。「沒有張屠夫，不吃渾毛豬。」特區政府必須另想辦法來推動基建、刺激投資，積極應對經濟下行。

香港政治基本矛盾演變自反對派發動「佔中」起進入新態勢，立法與行政關係瀕臨破裂是香港政治新態勢的現象之一，重建二者良好關係，惟有東風壓倒西風。



立法會流會，議員離開會議廳。