



港深滬三大交易所互聯互通 巴曙松看好70萬億共同市場 奠定「共同市場」基本框架



助力內地資產國際配置

巴曙松表示，內地的居民、企業和金融機構在進行資產國際配置的時候，需要深港通這一高效的平台。現時內地居民的資產結構，還是一個以房地產和銀行儲蓄佔主導的資產結構。房地產的市值現在大概在270萬億，銀行的居民可投資的資產大概在100萬億，而深圳、上海加香港各自的市值，也不過分別20、30萬億，加起來70萬億。「試想一下，如果內地居民拿房地產10%的資金來做香港市場的配置，就是27萬億，基本上可以把香港的市場買下來。」

企業亦是如此。今年一個標誌性的指標就是中國企業對國際市場的投資首次超過外資對中國的直接投資，中國的企業正式進入國際資產的配置階段。在中國企業國際資產配置的過程中，需要有一個上市公司的平台來進行整合、併購。

利好險資投資海外

巴曙松指出，保險資金能入市，是深港通另一政策創新。在滬港通項下，出於審慎的考慮，保險公司的資金當時是不能投滬港通的。在深港通政策創新裏面，保險資金是可以投滬港通和深港通的。保險資金多數是中長期資金，在資產低利率、負利率的環境下，要找到能匹配的資金來源，它的成本和期限的難度越來越大。而中國的保險公司過度集中在單一市場、單一貨幣、單一的金融產品這種組合形勢，風險非常大。

人民幣匯率兌美元的貶值對保險公司就形成比較大的挑戰。內地保險公司目前資產配置國際化非常差，保監會對保險公司對海外投資限制是15%，而保險公司目前加起來對外投資比例，去年數字是2.02%。滬港通、深港通給他們提供了一個很好的平台，保險公司如果通過發行產品投了深港通，不會佔用國際市場投資的限額。

助推中國納入國際指數

在他看來，國際投資者進入中國市場，也有這樣配置的需求。從金融危機以來，全球資產管理行業一個非常重要的特點，就是主動型管理的資產規模在縮水，業績不好。但是被動型管理的規模不斷地擴大，如黑石管理規模，上個月統計最新的數據達到了5萬億美元，其中很大程度上是被動性投資的增長，被動性投資就是跟蹤一些主要的指數。

中國市場如果能夠進入這些主要的指數，全球大量被動型的指數基金，就會把中國的市場、中國的資產、人民幣計價的資產，納入到整個投資的標的裏，吸引大量資金流入。應該說，中國這麼一個富有活力的市場，離加入這些主要指數只有一步之遙。滬港通、深港通的啟動，對這部分基金投資中國市場，提供了便捷的條件，也就有利於推動中國市場加入國際主要的指數，包括MSCI等等。

1

22日晚間，香港交易所首席中國經濟學家、中國銀行業協會首席經濟學家、北京大學匯豐商學院金融學教授巴曙松（左圖）在北大匯豐發表演講，深度解析深港通的制度創新及三大交易所「共同市場」的廣闊前景。他指出，深港

通和滬港通一同奠定了「共同市場」的基本框架。特別是深港通的啟動，構造了一個基本的「共同市場」的平台。

巴曙松指，深港通有一個重要突破，取消了交易的總限額。同時除了基本的資格要求之外，投資者若開有三個交易所中間的任何一個交易賬戶，就能相對便捷地去投資另外一個交易所覆蓋在深港通和滬港通的範

3

在巴曙松眼中，深港通和滬港通使得香港既是一個全球投資的目標市場，也是一個內外交匯的門戶市場；香港市場的特點，總體來說，它的交易產品相對豐富，能夠支持多種的交易策略。他認為，香港是一個相對來說比較多元化的交易策略。特別是融資和再融資的機制非常靈活。再融資一般比IPO首發融資金額更高。深港通、滬港通在符合條件情況下，增發無須交易所審批，根據市場需求決定，最快可在一天之內完成。整個過程是全透明的，企業能不能上市，是以信息披露為準，以市場機制為準。

他亦表示，深港通、滬港通聯通之後，對兩地市場之間理念上的差異，可能會長期影響。從行業分布來看，香港與深圳、上海存在著明顯的差異，各有優勢、劣勢。從行業分布來看，港股裏的金融、地產、消費品在2015年排前三位。參與的主體差異很大，內地還是以散戶為主的市場。香港市場是一個由機構

4

巴曙松亦詳解深港通的制度創新。他指深港通是原有的滬港通延伸，取消總額度的限制，在一個現有的市場基礎設施，降低運行的成本。從覆蓋的範圍來看，按市值算，原來滬港通的時候只佔市值的57%，加入深港通就是81%。在滬港通的時候成交量29%，深港通是69%。從這個角度來說，港交所更喜歡深圳，滬港通的交易量覆蓋了整個佔比29%，加了深港通上升了40%，按數量算19%上升到40%。

同時有一些技術性的細節，深港通的標的、計算，大致是買12個月港股平均市值。通過交易通和結算通，深港通採用與滬港通一樣的模式，在對方成立特別的目的公司來實施交易。比如說港交所在內地成立一個特殊目的公司，跟上交所、深交所交易，國內投資者比如說通過深交所上市在香港設立一個特殊公司進入港交所。

交易總量過境，這是聯通最重要的一個要素，如果深圳和倫敦做一個聯通，深圳正在上班的時候，香港

國內，就此把三個交易所的市場緊密聯繫在一起。

他表示，互聯互通成功很重要的要素是，投資者對於對方市場上市公司，對於對方市場金融產品有一定程度的了解，不感陌生。香港市場天然有這個優勢，在香港的1900多家上市公司裏邊，內地上市企業日均交易量高達71%，很多是內地投資者非常熟悉和了解的公司。而目前恆生指數的50只成分股裏面，有24隻來自於內地公司，其他的成分股也有相當比例，其重要的收入來源是中國內地。

他指三個交易所單獨來看，在全球都是前十大的交易所。但是，一個一個的分開看，都和國際主要的交易所在整個上市公司總市值存在顯著的差異。三個交易所即使在全球排前十名，但是它是分割的，沒有形成共同流動性。而這三個交易所連起來之後，就是一個總市值達70萬億的一個新的交易平台的共同市場，成交額直逼紐交所，基本上為全球最領先的，流通性最好的交易平台。這個聯通，這個共同市場，它可以帶來的新的故事，就絕不停留於二級市場了。

共同市場吸引力眾

巴曙松表示，這三個交易所形成的共同市場，有深度、有交易量、有龐大的投資者群體。依託於中國這個大的市場，就使得香港作為一個國際市場的門戶市場，跟全世界各個行業最優秀的上市公司談判，都有非常強大的談判能力。

「既然二級市場可以互聯互通，我們只需要往前走半步，從二級市場的互聯互通，延伸到一級市場，全球一流各個行業上市公司都可以到港交所來IPO再

投資者主導的市場，內地市場主要是散戶，所以即使連通之後，兩地市場的差異會長期存在。

聯通初期衝突難免

「在深港通、滬港通聯通之後，大家通常認為兩個水面高度不一樣的湖連在一起，湖面會拉平。但實際上滬港通聯通之後，有一段時間之內，兩地股票差異反而更大了。

所以這說明，即使聯通了，還沒有達到改變它的交易習慣和市場的規律，還是兩個不同的市場。深港通啟動之後，這種差異還會存在。當然給投資者提供了多種多樣的選擇。融資渠道比較多，我們可以通過增發、可轉換債券等等。」

巴曙松表示，內地與香港這種文化上和制度上的差異，帶來的一些爭議。比如香港可能有上市公司抽水，這種現象確實應該加強監管和打擊力度，對此沒有爭議。但另一方面，香港市場的優勢就是融資非常靈活。支持很多企業融資和企業發展。另外一個思路

深港通制度創新多多

和倫敦同胞在睡覺，那交易總量很難估計，這個市場成交就不會很活躍。

結算淨量過境，實現最小跨境流動。一天交易下來，剩餘差額到對方結算。

深港通是人民幣境外換匯，實現全程回流。結算交收全程封閉，實現風險全面監控。

以本地原則為本，不需要改變和熟悉另外一個交易慣例，像買賣深圳和上海的股票一樣，按照你原的交易習慣交易。結構對稱利益一致。

互聯互通給企業更多選擇

巴曙松以中國內地、香港和美國上市為例，指出內地企業要根據公司所屬的行業、發展的階段，通過對內地、香港和美國上市條件的對比，來選擇交易所。比如最近內地企業美圖秀秀通過了港交所的遴選，實際上這家公司是虧損的，在國內上市是達不到上市條件，到美國上市美國投資者也不了解，但在香港獲得批准上市，就在於港交所沒有用盈利的標準，而是用了市值收入、現金流測試這些標準。

掛牌，而你的股份可以同時向深圳和上海開戶的投資者來發行。發行完之後可以繼續交易，這樣就把你的投資者和你的消費者連在一起，而且有流動性，所以這個對很多公司，會產生非常強大的吸引力。」

他認為，這個戰略絕不會止步於二級市場，如果把它聯通之後不再往前走，那它產生的潛在效果，遠遠沒有釋放出來。同時三個交易所聯通起來之後，不同的公司在選擇時就多了幾個交易所的選項。你怎麼在這三個交易所裏選擇掛牌，在境內上市和境外上市，通常我們要考慮市場環境、上市的過程，上市以後他的影響。比如說內地上市，市場的規模，上市的成本，投融資的規模，在國際市場上市環節的優勢、劣勢等，作一個比較再做決定。

否認港交所邊緣化

對於坊間討論，港交所未來可能會不會邊緣化？管理層會如何去平衡這三個交易所的關係？巴曙松就表示：「其實，我沒有看到哪一個交易所在邊緣化。比如說港交所大家都在說它邊緣化的時候，去年新股融資額全球第一，今年到目前為止依然保持領先地位，所以很難說一個新的IPO全球最大的交易所是邊緣化的交易所，那可能邊緣化要重新定義。」

他指出，內地的交易所流動性充足，如果能夠在內地交易所完成整個上市審批流程，企業拿到的資金還是非常多的。並且，在相當長的時間內，內地在發行環節的市場化可能還會持非常審慎態度。在此情況下，這三個交易所各自的優勢，各自的特點，即使在聯通之後還會長期存在。

兩地市場差異長期存在

是告訴投資者，這種抽水企業你要遠離他，防範他，要保護自己的投資利益，尊重市場。這種理念的衝突以後還會長期存在。

隨著市場越來越開放，未來深港通、滬港通的框架會否無用處而被取消？對此巴曙松不表認同。他表示大部分的投資者，他想做一定的資產配置，但又不願意去熟悉這個完全不同的交易習慣、交易制度，那麼滬港通、深港通就提供了一個投資者用原來的交易習慣來繼續交易的一個制度框架。

「以前我在香港所見，很多在國內投資很成功的投資者，一到香港去損兵折將，被腰斬是常態。必須要熟悉一個新的市場遊戲規則。比如說香港的產品比較豐富，是一個開放的市場，可以有做空機制的市場，是一個再融資效益非常高的市場。

所以國內的有些理念，比如說收集籌碼大幅拉高，這在一個開放的市場裏邊很大程度上是行不通的。即使不考慮監管的監控力度的加強，市場本身也有一個平衡機制。」

深港通制度創新多多

這就說明，每個交易所所有著不同的針對性市場，公司要根據自己的情況來選擇適合的上市地點。

巴曙松指出，港深滬這3個交易所的3個不同的市場，有著不同的上市標準。滬港通、深港通開通之後，這3個交易所就給企業選擇交易所提供了多種可能。同時，從上市的審批制度來看，香港市場強調的是披露為準的市場化運作，上市的時間表一般可預期。

根據2016年1月份到9月底的數據，接受申請和申請被拒的是232起接受，9例被拒。上市申請到發出首次意見函平均所需要時間是7天，上市前諮詢和發出書面回覆平均時間是6天，非常高效，而且內部有防火牆，不可能走關係。

內地企業到香港上市，時間長度有3個月以內的，像郵儲銀行、中國再保險，也有長的3個月左右的，基本上是4-6個月左右。

他表示，企業可從上市地市場的特點、市場的規模、交易量以及企業所處的特點、結構等方面，作出適合自己的選擇。