

第五屆李達三博士滬港發展講座

講  
題

為人民幣資產定價：  
人民幣融入全球貨幣  
體系帶來的變革趨勢

講者：巴曙松教授



復旦大學  
Fudan University

滬港發展聯合研究所  
<http://www.cuhk.edu.hk/shkdi>



香港中文大學  
The Chinese University of Hong Kong

# 李達三博士滬港發展講座

滬港發展講座系列成功舉辦，有賴李達三博士鼎力支持。香港中文大學為了感謝李博士的慷慨資助，特別將講座命名為「李達三博士滬港發展講座」。李達三博士滬港發展講座由2013年起每年舉辦，邀請國際知名學者或經濟、金融及政策研究專家主講當前滬港的熱門課題，為學界、商界、政界精英以及老師、同學分析香港與上海發展，推動滬港雙城合作、學術研究與交流，從而切實地貢獻社會。

## 李達三博士簡介

李達三博士生於浙江寧波，畢業於重慶復旦大學會計學系，畢業後來到香港經營電器銷售，在1955年成立樂聲電器有限公司，憑著勤奮和獨到的眼光，使業務蒸蒸日上，分店遍佈香港以及東南亞各地，迅即成為國際大型企業。不久更獲得聲寶牌（Sharp）電器產品在香港、新加坡和馬來西亞的地區總代理權。

李達三博士在商界成就卓越，同時不忘關懷社群、興學助教。李博士自1976年獲邀出任香港中文大學新亞書院校董至今，和中大已有將近四十年的情誼。李博士對中大愛護有加、關愛學生無微不至，歷年捐贈學生助學金，及工商管理學院及電子工程系多項獎學金，又在1980年捐資興建李達三樓，幫助工商管理學院擴展之用。為了表揚李博士對香港商業及本校工商管理教育的貢獻，中大於1984年頒發榮譽社會科學博士學位予李博士。李博士也大力支持醫學發展，除了資助醫學院外科學系成立「肝膽胰基金」及「李達三訪問教授計劃」，又資助消化疾病研究所的研究工作。

李博士時刻身體力行、回饋社會。2011年，在李博士的捐資和協助下，香港中文大學與寧波大學簽署李達三國際交流發展基金項目合作協議，共同推動雙方在學術和學生交流、科研以及人才培養方面的合作。2013年，中大再次得到李博士的鼎力支持，捐款協助滬港發展聯合研究所，推動滬港雙城發展及合作、學術研究與交流，包括舉辦講座，為表謝意，中大把講座命名為「李達三博士滬港發展講座」。香港特別行政區政府在2015年向李博士頒發大紫荊勳章，讚揚他長期參與社會及慈善服務，尤其對本港高等教育及人才培訓方面，不遺餘力，是一名備受尊崇的慈善家。



## 講者簡介

巴教授現為香港交易所首席中國經濟學家及中國銀行業協會首席經濟學家，兼任中國宏觀經濟學會副秘書長、商務部經貿政策諮詢委員會委員、中國銀監會中國銀行業實施巴塞爾新資本協議專家指導委員會委員、中國證監會並購重組專家諮詢委員會委員、中國「十三五」國家發展規劃專家委員會委員、張培剛發展經濟學研究基金會理事長等。多次以金融專家身份參加中國金融領域的決策者主持召開的專家座談會；先後在不同類型的金融機構擔任管理職務，是同時熟悉中國金融市場實際業務運作、金融政策制定以及金融理論研究進展的金融專家。



# 為人民幣資產定價： 人民幣融入全球貨幣體系帶來的變革趨勢

巴曙松教授

2017年12月4日

非常高興參加我們香港中文大學今天的講座。同學們在學校裡學習可能經常會對未來做一個展望，那麼在未來，譬如說五年、十年，或者更長的時間，在你們的職業生涯裡面，無論你將來像我們的院長一樣當教授，或是像我一樣在中環工作，你們會面對的一個重大的變革趨勢會是什麼？如果我們當前要選擇的話，我認為可以選擇的就是人民幣怎麼樣進入這個國際金融體系。這個過程幾乎可以肯定在未來十年、二十年裡邊會是一個影響深遠的話題。

在這個大背景下，香港怎麼找到自己的位置？大家也看到香港交易所最近幾年，剛才院長和宋教授也講，有很多創新：2014年的「滬港通」，2016年是「深港通」，還有2017年7月的「債券通」。香港交易所這幾年推動的這些大變革，背後的邏輯是什麼？我想今天也利用這個機會跟大家做一個梳理。未來我們打算做什麼？下一步還有什麼考慮？說不定今天有優秀的同學聽了之後，會對這個工作感興趣而加入到我們交易所的工作來也未可知。

## 國際資產格局的重大調整

我們從金融史的角度來看，實際上我們看到有幾次重大的變革，特別是在貨幣體系上，就是當一個經濟體獲得了非常快速的成長，但是它的貨幣在當時的國際幣體系裡邊還處於不重要的位置，這個時候往往就可以引發當時金融體系的重大變革。

從國際金融發展的歷程看，至少發生過兩次：第一次在1944年，當時美國GDP已經佔全球GDP的50%，佔全球黃金儲備63%，但是當時的美元在國際貨幣體



系中不重要，英鎊是主要的貨幣，所以引發當時非常大的市場動盪，一直到布雷頓森林體系確定了美元的主要國際儲備貨幣地位，替代了英鎊。這個體系亦有它的缺憾，這是大家在課堂上學的「特里芬兩難」。所以隨著日本和西德的崛起我們看到，美國大量的貿易逆差在當時主要就是由日本和西德形成的。佔多少呢？75%。但這個時候日元和西德馬克其實也不是很重要的貨幣，但也引發了當時金融體系裡面一個大的調整。1985年的《廣場協議》，就是指在紐約Plaza Hotel簽訂的協議，和1987年的《盧浮宮協議》確立了日元和西德馬克加入到國際貨幣體系成為國際貨幣的一個標誌性事件。

現在，與之前類似的一個錯配同樣存在，那是實體層面中國經濟的佔比在不斷上升，已經非常大，但是在金融體系裡很少看到人民幣計價的金融資產，所以這個不匹配也意味著未來一段時間可能在國際金融體系裡面會有一大的重新洗牌。

我們可以看一下現在全球GDP佔比的變化，巴西、中國、印度這些新興經濟體佔比在迅速的上升。但是在現在全球金融體系，比如說在外匯儲備的貨幣佔比，美元還是佔64.5%、歐元佔19%、日元4.6%、澳元2%、加元2%、人民幣只有0.9%。2017年因為人民幣對美元的升值有輕微上升，人民幣佔比在年末大概1.1%，仍然非常低。所以實體層面的佔比迅速上升和金融層面的佔比偏低，形成類似前面兩次國際金融體系格局洗牌的潛在可能性，而2016年人民幣加入到SDR貨幣籃子更是一個標誌性事件。

那麼人民幣在SDR貨幣籃子的比重現在是多少呢？10.92%，是第三大貨幣。這是怎樣算出來呢？就是從它的貢獻度來看有10個百分點來自於人民幣在貿易計價中的使用，不到一個百分點來於人民幣在金融產品計價中的使用，這也是一個非常大的不匹配，基本上主要是依賴人民幣在進出口貿易中的使用。

而目前中國進入到一個新的發展階段，大家以前通常說要通過香港引進外資，但是對內地來說，在2014年有一個轉折性的事件，就是中國內地企業對海外的投資規模(ODI)首次超過外資對中國內地的投資規模，中國的企業正式進入到一個要做全球配置的階段。其實不止企業是這樣，中國的居民也開始希望把



他的資產作國際化配置。我們亦看到，大家在宏觀經濟學會學到兩個概念所謂「GDP」和「GNP」，「GDP」其實就是指無論你是港資、台資在深圳形成的增加值都統計成深圳的GDP；「GNP」就是把你自己的對外投資那一部分加回來。那麼我想說的意思是，主要發達國家的GNP在90年代之後大幅超過GDP，就說明它們開始在進行全球化的大量配置。最典型的是日本，所以大家經常會說日本，大家在論文裡會說這是「lost ten years」還有說「lost twenty years」，但是事實上日本總體上在一個低速的增長裡面，還保持了比較高的生活品質，跟它在經濟高速起飛時代做全球的資產配置、分享全球經濟增長所帶來的紅利是有很大的關係的。例如說「阿里巴巴」，大家都知道它現在市值很大，在紐交所上市。但是實際上它早期的融資A輪、B輪、C輪，到後來最大的創投，基本上外資佔很大的比重，所以現在可能中國內地也到了這麼一個階段有需求來進行全球化資產配置。

而「一帶一路」，從經濟學上來做一個理解的話，實際就是把中國有較強影響力的、活躍的東亞經濟圈，和發達的歐洲經濟圈之間作連接。這個連接的意義是什麼？對人民幣走出去有什麼好處呢？就是因為原來想向發達經濟體歐美出口的時候，出口方式很難有「bargaining power」，就是說「我選擇什麼貨幣結算計價」。但是在這個連接的過程中，往往是中國內地有產業優勢的，基礎設施、道路、橋樑、機場等，往往會提供這些基礎原材料，往往使得中國內地的企業有一定的話語權，說「我可否用人民幣計價」。其實我們計算了一下，大家如果研究一個貨幣的國際化就會發現，當一個貨幣在某個經濟體裡面的佔比、日常的使用到了10%，就是一個很重要轉折點。我們看到近年來比如在馬來西亞、印尼和「一帶一路」的有些經濟體裡面，人民幣的日常的使用已經接近10%，這也是一個很重要的標誌性的數字。

### 「互聯互通」—— 資本市場開放的創新模式

人民幣國際化還聯繫的一個重要題目是什麼呢？現在人民幣現在在資本項下還有很強的管制，資金是不能自由進出的，大家會看到現在北京召開十九大，部



署未來30年、50年的發展，如果按照現在的這麼一個增長速度測算，譬如說6%這個速度來算下去，那它的GDP總量未來有可能會超過美國。你得想像一個GDP全球第一大的經濟體，但它的貨幣在資本項下是不可自由兌換的，可能支撐一個經濟的轉型升級和變成一個世界第一大經濟體嗎？我覺得很難。這個過程中我們對比了一下，根據國際貨幣基金會（IMF）國際收支平衡表的界定，中國在1996年已經實現了人民幣經常項下（current account）的可兌換。也就是透過經常貿易，我們一個港資跟一個內地企業，只要是做貿易有真實的合同，外匯的匯入匯出不受任何限制。資本項下的可兌換就是資本流動，現在40個資本項目裡面，人民幣完全不可兌換的只有三項，部分可兌換的23項，基本可兌換的14項，一共是40項。現在全球沒有一個多邊的機構來界定什麼叫人民幣在資本項下可兌換，IMF只對經常貿易有一個界定。依靠各個國家自己宣布「我的貨幣是資本項下可兌換」，全球大概有60個國家和地區宣稱自己的貨幣在資本項下是可兌換的，我們對比了這60多個國家的貨幣在這40個項目的管制程度，我們發現其實它們是有一個區間的。和光譜一樣，有的開放程度很高，譬如說英、美；有的管制程度非常高，甚至比人民幣還要高，譬如說印度。所以其實人民幣要國際化也必然要走過一條路，就是怎樣突破這三個完全不可兌換的項目呢？香港能做什麼呢？至於我們作為香港交易所的一個研究機構，現在也在思考。三個真正不可兌換的項目，大家如果在金融學上應該都學過，就是「capital and financial account」這40個項目裡，真正人民幣完全不可兌換的有三項。哪三項呢？就是「非居民」。什麼是「非居民」呢？國際統計的一個概念，不是本國的企業或居民在境內發行股票，也就是說海外的企業在中國內地發行股票。這是上海股票交易所曾經討論過的國際版，為什麼推進起來很難呢？因為對一個海外的大型企業來說，比如說蘋果Apple，在國際化標準的資本市場上市，流動性很好、估值也很合理，要籌集資金隨時可以拿到，為什麼要按照中國內地的法律制度，重新去做一套報表，重新去請審計師、會計師，付出那麼昂貴的成本？然後按照你的程序去申請IPO，籌集的資金最後還匯不出來？這也是國際板為什麼在國內推動起來很難的原因。

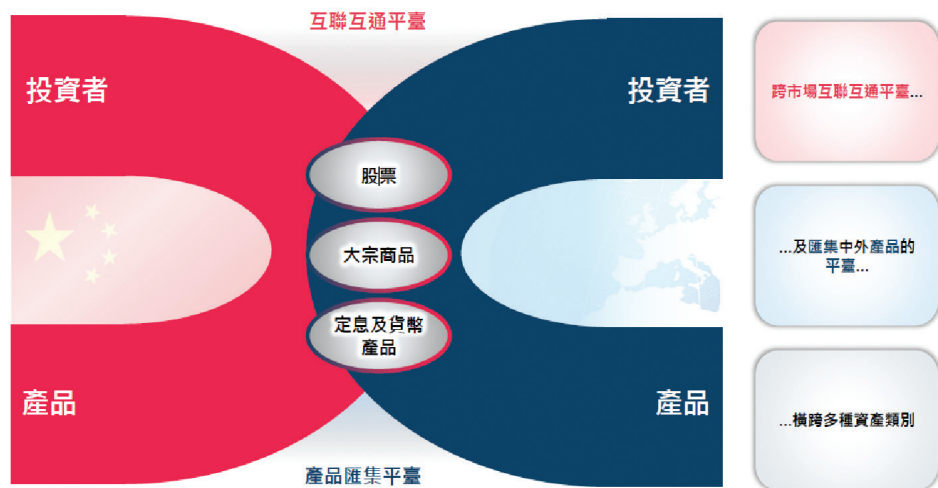
香港能幫人民幣國際化做什麼呢？其實就是「非居民」，就是海外企業在境內發行資本市場金融產品（譬如債券）、票據固定收益類產品，和衍生品產品這三樣突破不了。放在人民幣國際化這個大的背景下，我對香港未來金融業的前景是很樂觀的，我覺得中國內地很多金融的難題僅僅靠內地目前現有的框架是很難解決，但是有了香港情況就不一樣。比如說，剛才我們講的「滬港通」、「深港通」、「債券通」就為解決這個三個難題提供一個可能。我們在想「非居民」，比如說Apple、或者沙特阿美，可能是未來幾年全球第一、有史以來最大的IPO，香港得要積極爭取，怎麼能突破這一點呢？現在的「滬港通」、「深港通」只能買賣已經上市的股票、二級市場，只要利用這個框架往前走半步，而且這個半步是沒有任何法律限制的，那就是Apple沒有必要按照中國內地上市的標準重新去做IPO材料和走流程，這成本太高。只需要在香港交易所做一個IPO，同時通過「滬港通」、「深港通」向境內投資者發新股，這不就突破了非居民境內發行股票嗎？「債券通」也是一樣的，債券通現在只開通了「北向」，也就是說海外的資金投資中國內地的債券是沒有問題的，我們同時可以開通一下「南向」。現在的資金向海外投資一開通之後，海外企業也可以向國內投資者發新債券。既然股票和債券可以突破，我們參照這個框架，我們再做一個衍生品的「商品通」，或者說是「衍生品連通」，基本上以上這三個難題都可以透過我們現在架構的設計來實現。就是中國內地不用對它的框架做重大改變，海外企業也不用做重大改變，而香港在中間發揮了不可替代的作用。通過這個連結香港體現了它獨特的優勢是什麼？就是一個獨特的中國和海外市場連結的一個門戶。在「滬港通」、「深港通」啟動之前，其實香港與新加坡之間的金融中心競爭是叮嚀馬頭，有些地方新加坡做得好一些，有些香港做得好一些，但是我覺得香港交易所推出的這三個互聯互通之後，香港的獨特門戶的優勢就很難替代了。我們下一步還可以拓展，僅僅是完成這幾個可兌換已經可以給香港帶來非常大的推動力。

回顧香港交易所、香港市場這些年走過的歷程，香港如何成為國際金融中心？下一步還可以做什麼？其實一直到內地改革開放的30多年前，香港很難說是一個國際金融中心。因為當時在香港交易所上市的股票、企業，大部分是香港



本土的上市公司。而且在投資者方面，幾乎全部都是香港自己的投資者，所以說是自己的企業自己的投資者在自己的市場上做投融資，你能說它是一個國際金融中心嗎？其實我看了一下香港交易所的歷史，香港交易所現在是一個集團，下面分成聯合交易所是現貨交易，期貨交易所是清算場內場外的清算、託管。五年前香港交易所成功收購了倫敦金屬交易所（LME），這是一個有140多年歷史，在基礎金屬方面是全球最主要的交易所。倫敦做到了金融中心，主要是因為有兩個交易所，或者說倫敦金融中心的皇冠上有兩顆明珠，第一顆是LSE，倫敦證券交易所；第二顆是LME，倫敦金屬交易所，唯一的大股東是香港交易所，現在貢獻整個集團的盈利大概20%左右。聯合交易所之前是四所合一，和我們香港中文大學成立的時候差不多，這是四個交易所互相競爭，那個時候的香港非常的保守封閉。怎麼保守和封閉呢？只有香港本土人士和英國人才能成為交易所的會員、經紀，其他的外資就不能做這些直接的A類會員，只能做B類會員，然後B類要通過A類去交易。所以如果在這樣的格局裡，是很難走到今天成為國際金融中心的，國際金融中心就一定要有一個國際的大格局、大視野來把握這個機會、抓緊自己的定位。

圖：香港作為國際金融中心的「秘密」





過去三十多年香港做得非常漂亮，那是什麼呢？這個圖左邊是中國內地，右邊是歐美國際市場。下面我們可以叫作產品，可以把它叫作企業或者是金融機構。它在中國內地經濟起飛之後特別缺資本，用大家的經濟學說法——有儲蓄缺口，需要從國際市場補充流動性，補充錢，補充資本。右上角這個投資者就是國際的流動性，它想進入中國市場，但是不得其門戶而入，真正能夠做直接投資的只是整個投資的很少一部分，大量的這些金融投資資本進不去，我覺得香港及時地抓住了這麼的一個機會，你找不到海外投資者，海外投資者也不敢進中國內地，香港把國內的企業請到香港來，然後把海外的流動性，把海外的金融機構請香港來匹配。大家讀金融學知道金融的基本功能是什麼嗎？是跨地區、跨時間、跨行業的金融資源的配置和媒介。抓住了這個機會，香港一躍成為有影響力的國際金融中心，一直到今天這樣的功能還非常的活躍，具體就表現在香港交易所，過去十年有五、六年是全球IPO籌資額第一，其他幾年基本在頭三名、頭四名。那麼怎樣看現在的成果呢？就是你看每天的現貨交易有70%交易量是香港以外的投資者帶來的交易，而在歐美投資方還是佔每天香港交易所交易量的50%上下，即使開通了「滬港通」、「深港通」已經幾年，每天佔我們的交易量也就百分之五點幾、六點幾而已，所以一直到目前為止這一個功能還是香港最重要的功能，就是把國際的金融資源和國內的投資需求來做一個配置，這一點未來還有很大空間。唯一對我們的要求是我們怎麼能夠看得出來中國內地需要什麼，這種獨特的判斷能力就是香港佔優勢的地方。

### 探索多層次資本市場構建

中國內地現在最關切什麼呢？它非常希望能夠使一些創新型的經濟，譬如說新經濟，能夠獲得資本市場的扶持，因為在中國內地要改相關的法規是有困難的，但是香港市場有足夠的靈活性。這些新經濟有什麼獨特的需求呢？我們拜訪了中國大量的新經濟企業，它們達不到上海的上市標準，很多新經濟最需要錢的時候是沒有盈利的，不止沒有盈利，甚至連收益也沒有、現金流也沒有，



但等到它有盈利，不需要錢的時候就說：「好，你可以來上市了。」香港怎麼能夠識別這樣獨特的需求，然後在制度上作出一些調整呢？

這就是香港交易所打算推出創新板的一個很重要的考慮，其實主要是要突破三個方面：第一，初始虧損企業實際上只要商業模式、現金流足夠大、它的估值足夠大，也是可以在香港交易所上市的，比如說美圖，眾安保險，一開始都是虧損的，沒有問題。我舉個例子說，醫藥企業最需要錢的時候是什麼時候呢？通過第一次臨床，還沒有通過第二次臨床之間最需要錢，真正到通過第三次臨床了，你再找它，它已經不太感興趣你給它錢了，雖然通過第三次臨床在國際水平來說還有30%失敗率，但是那個時候它已經不需要太多錢了。所以我們能不能夠把上市門檻挪到它最需要錢的時候，在沒有產生大量現金流的這個階段，同時要平衡對投資者的保護，因為越往前移投資者的風險越大。美國大概訂了的標準是什麼呢？7500萬美金，大概就是通過了第二次臨床前後。香港在這方面是可以有作為的，以前大家都說「創新看紐約」，「金融地產看香港」，香港很自豪的就是投資很穩健，沒有看到現金流，沒有看到盈利，香港的股市是不會積極反應的，很理性，但是壞處就是新經濟的佔比非常之低。不好意思的告訴大家，2016年以前我們的佔比只有3%，紐約大概是30%。但是不要低估香港市場這種靈活的變通能力和學習能力，2017年我們來自內地的新經濟上市公司就佔到了30%以上，如果我們現在把相關上市制度靈活地做一個調整，這個比例會有一個爆炸性的上升。

第二個就是差別投票權，因為有很多大型的上市公司對於整個創始團隊的穩定性、一些獨特的人才對公司對價值看得非常重，或者是這個公司的價值很依賴一個穩定的管理團隊，新經濟公司往往有這個特點，人力資本十分重要。但是當一個很大的公司不斷要轉讓股份來支持發展的話，創始團隊的佔比將會越來越少，可能就不會像創業的時候一樣那麼全力的投入這間公司。所以你要給這一部分創業團隊一個更大的表決權，那麼其他股份就是公眾投資者來分享它成長帶來的好處，這就是差別投票權。如果香港市場拒絕這個差別投票權的話，其實就是拒絕了一部分公司，而且還拒絕了已經在其他市場上市，想到我們香港交易所上市的公司，因為我們不承認差別投票權，所以它們來不了。

第三，以前很多新經濟公司在不同的地方上市，譬如說內地公司到香港交易所來做第二上市是不行的，我們是不是可以對新經濟公司網開一面？要做這個方面的調整，我相信創新板取決於下一步香港交易所、證監會和港府的商議和修定，以及市場的意見，從方向看應當是可以樂觀預計的，因為市場需求非常大，香港市場也在逐步形成共識。

有幾個大的方向已經是沒有疑義的，就是把國內的上市公司的直接需求和海外的流動性在這裡做匹配，這個功能還有很大的空間。但是我們正在看到另一個正在迅速成長的新需求，是香港大有可為的，是什麼呢？那就是中國的投資者、中國的企業和個人，開始要做全球配置（global allocation）。「8.11」匯率改革之後，很多中國內地的大機構負責人跟我講，「以前我在內地對外投資的時候，我不覺得香港有一個融資平台有什麼重要，內地政府在推動往外投啊！」但是「8.11」改革之後，出來的錢的水龍頭稍微關緊一點之後，很多的項目就告吹了，錢出不來。如果在香港有一個融資的平台，就能使用不同的平台來做整合。國內的錢能出來我就用國內的平台，國內的錢不能出來我用香港市場投資。企業會做海外的佈局，居民也一樣。中國居民現在最大的資產類別是什麼？主要的資產類別跟我們香港一樣是房地產，假如沒有供應足夠多的金融產品，他們賺到的錢就只有去買房子，一買房子就很擔心房地產泡沫，然後就房地產調控。所以我們必須要有足夠多的產品可供投資選擇，我們把全世界他們喜歡的金融產品全部擺到我們香港的市場上來，造成全球跟中國相關的一個金融產品 shopping mall，譬如說，股票、大宗商品、電子和貨幣產品。這樣他們就不用跑到倫敦和紐約去開戶了，也不用顧慮時區差異。我在紐約住了幾年，現在晚上還喜歡看美股要等到晚上十點半，要收盤的話要等到凌晨。香港獨特的優勢就是它既是歐美體系中的一個部分，同時它又跟中國內地同一個時區，同時非常了解中國內地的需求和各種習慣。它有很大的發揮空間，在同一個時區能夠把全世界各種各樣的需要投資的企業、各種產品拉到香港來，如果這個願望能夠達到，香港可以說幾乎是全球所有的金融中心裡面，唯一的金融中心同時有四個玩家在玩。國內的企業和居民要錢投資的和全世界各種各樣的



產品，僅僅兩個玩家已經支撐了過去香港30年金融中心的繁榮，如果再加上兩個主體的話，沒有理由對香港市場的未來悲觀。

我在港府做過兩屆經濟發展委員會委員，一直也在跟蹤研究香港經濟變化，我看過一個指標，就是香港的房屋租金，從租金的波動可以看到這個城市的功能再轉變。譬如說港口中心的功能在轉變，港口附近的房租在調整，購物中心的地位也在變化，你看九龍、銅鑼灣的房屋租金最近也在下滑，只有中環這個金融行業的物業的租金是一直向上走，幾乎沒有調整過。但是我想說的就是這個圖，既蘊含了過去30年香港成為金融中心的秘密，也蘊含了未來三十年繼續支持香港繁榮的一些秘密。

在倫敦或紐約上市都是一樣，因為全球主要的大投資銀行都有它的分支，所以他下單都是一樣下單的，在任何一個地方的IPO都沒有大的差別。但是香港有什麼不一樣呢？我說我們可以通過「滬港通」、「深港通」把目前還沒有被融入到國際體系的這一部分投資者的流動性引出來，這是我們香港才有的優勢。我們現在做的事情主要是什麼？譬如說已經做了跨市場互聯互通的平台，然後匯集中外各種各樣金融產品的平台，橫跨多種資產類別。推出「滬港通」、「深港通」、「債券通」的一些構想也是下一步策略的重點，這個過程我覺得會突顯香港未來在連接中國市場和國際市場獨特的市場地位。

為什麼我們那麼重視「互聯互通」？從運行機制看，第一，交易總量過境，實現最大限度的價格發現。就是你連通的時候，你要買對方的股票，你可以送到對方去成交，對方正好都在開市的時候，他有足夠的流動性來讓你發現最好的價格，所以這個背後隱含的是雙邊同時要開市的，很多互聯互通不成功就因為這一點，它做不到兩邊同時開市。當你有訂單的時候，你送不過境，找不到合適的價格，大家只看到「滬港通」、「深港通」的成功，沒看到很多其他「互聯互通」的失敗，這是香港獨有的價值，就是雙邊是同時開市的，譬如說新加坡和倫敦的「新倫通」，兩年之後就停止了。



第二，結算淨量過境，實現最少的跨境流動，因為雙邊同時開市的，所以可以打叉之後再過去，跨境流動的資本量減少。

第三，內地現在關心人民幣匯率，深怕匯率會受到壓力。香港是個國際金融中心，沒有關係，所以國內用人民幣買賣換匯拿到香港來，這增加了香港市場的外幣兌換的貿易量，如果你賣出了也把港幣、美元兌換成人民幣也匯回去，所以人民幣境外換匯，不會對中國內地匯率形成任何的干擾和影響。

第四，結算交收全程封閉。譬如說你在香港，在匯豐開戶、在渣打開戶、在中銀開戶，你不用再去中國內地開一個證券戶，一樣可以去買賣深圳和上海的股票，看起來很像錢流到國內去了，實際上錢除了這個投資期流入之外不能做其他的用途，你賣出，錢原路返回。所以它不是一個「inflow」、「outflow」那種資本流入流出去，實際是一個資產配置的平台。你在配置資產的時候，拿的是境外的資產，一旦賣出了就原封不動的回來。譬如說上海的一個客戶要通過上海的一個證券公司下單，就在網上操作，要買我們香港的股票，這個時候他買的時候用人民幣就可以買，資金出來交易所給他買了，但是如果到年末了，他要賣出，資金只能原路返回。所以這個形成了香港一個非常獨特的連接位置。

第五，本地原則為主，主場規則優先。我們香港同胞如果想買內地股票，現在想直接去內地開戶也不容易的，限制也很多，現在你不用過境開戶，就在我原來的經紀，一樣的打電話，說我想買一萬股內地的某個股票，那麼你不用改變你的交易習慣，我們倫敦的一個投資者，例如 Adam Smith 想買上海的某隻股票，他不用到上海去開戶，這太麻煩，他打給他倫敦當地的經紀說要買，他的訂單會匯集到香港交易所的主機，打叉之後送過境成交。所以這就不會改變主場習慣，用你自己熟悉的交易習慣來進行跨境的資產配置，我們形像一點叫「將實現家門口的國際化配置」，是這個制度設計非常重要的特點。

同學們，你們在未來的職業生涯裡面，未來的5年、10年，或者你們10年後、20年後成為金融精英的時候，你必然都會面對到的一個大變革是什麼？就是龐大的中國經濟體，人民幣計價的資產會逐步的被海外投資者接納。我們從





實際的交易和做「滬港通」、「深港通」、「債券通」的切實體會，就是右邊這個藍色的歐美國際市場已演了兩百年，形成了自己獨特的一套交易、結算、託管、監管的一個結構，這個制度已經運作得很有效。但是中國的市場迅速崛起，而且已經不管你喜歡不喜歡，它的影響都在這裡，即使你怎樣不喜歡它，你都要喜歡。它這是一個「fact」，中國的崛起形成自己一套獨特的交易、帳戶、結算、託管的制度，這所謂人民幣的國際化，我的理解就是讓這兩個系統能夠做到互相投資對方、互相接納對方。但是你想要讓中國為了國際化而放棄自己形成的這一套交易、計算、託管的制度，這可能嗎？它也不願意。那你說歐美市場為了接納中國市場、金融市場、金融資產，而放棄自己這麼多年來一直行之有效的規則，這可能嗎？也不可能。我怎麼樣能夠促成這兩個系統之間的互相融合呢？我換一句話說，我經常在交易所研究，我就經常拿IPO來做例子，所謂一個貨幣的國際化，其實也可以當做一個貨幣的IPO，這個貨幣原來也不在市場上的，這個部分的貨幣資產是不被這個市場所接受的，如果你要被市場接受，你要提供信息，讓它了解，讓它願意持有要相關的配套金融產品，而且你還不願意改變你自己的原來那個框架。這麼兩個龐大的系統怎麼做到這種融合呢？如果那麼容易融合，哪能顯得出香港的獨特重要性？就是因為這個融合得很困難的，所以香港才有發揮它重大價值的地方。

市場的變化一直是在進行的，或者說唯一不變的就是變化。上個月香港交易所把它的交易大廳暫時關閉了，我們正在把它裝修重新設計，準備建成一個金融博物館。我梳理了一下香港證券市場發展的歷程，更加證實了唯一不變的是變化。1841年香港開埠，那個時候你說英資企業要招股怎麼辦呢？它登報紙。一個企業的招股，我看報紙它連續登3天還沒有招完。然後實物的股票，拿一個小包、公文包，拿著實物的股票，再拿著你個人的圖章去交易。在哪裡交易呢？像今天一樣天氣比較好的話，在鐘樓附近，各個經紀人，我看一下當時的照片，很遺憾，很少有華人，基本上是白人，印度人也有一些。下雨天怎麼辦呢？就在現在 Hong Kong Club 附近交易。接著慢慢的開始有交易所，先有一家，後來大家一看這麼賺錢，就有第二家、第三家、第四家。四家之間競爭提高了效率，但也帶來市場的一定程度上的混亂，所以香港總督說不能這麼下去



了，要合併實施證券法，然後成立證監會。香港市場的證監會成立時間比交易所要晚很多。四會合一成為聯交所之後，我查了一下聯交所以前的歷史，成交的交易大廳在電話沒有廣泛普及的時候，是一個大黑板，現在我們老師在中大上課的時候很少用這個黑板。要賣股票就會寫在上面，一寫出來了大家就看，如果特別喜歡的那一單交易，大家很想買這個股份，忽然有個席位說賣出400股股份，就會馬上有經紀衝上去用手把這個擋住，然後叫自己的助手，說：「趕快填單子把它買下來。」一填完單子就馬上刷了。然後進入對電話時代，這就是我們香港同胞熟悉的《大時代》電視劇裡面講的，密密麻麻的每個人面前一排電話，打進來、打出去，然後還要跑步遞單子成交。最經典的畫面就是一班經紀站在大廳裡說「升升升」，這是交易大廳最輝煌的時候，香港市場稱它為「金魚缸」，幾乎所有的交易都是在那裡完成的。我們接著就看到互聯網的崛起，傳真、電話廣泛應用，這個交易大廳佔整個交易的佔比越來越小，縮到現在上個月關掉它的時候只有很少大席位。現在，這個大廳已經改造為一個香港金融博物館，來記載香港作為一個國際金融中心走過的道路，然後海外投資者來成為一個新的地標，歡迎我們香港中文大學的同學去看。你可以想像一下，一講就已經是200年的歷史，未來的三十、四十、五十年，香港的金融業還會發生劇烈的變化，我們怎麼能夠抓住這變化的趨勢，來找到自己的定位、找到香港的定位？剛才我講的只是我自己的一點理解、一點自己的判斷，不一定對，但是供大家參考。我想今天要談一點自己個人的看法，來供大家批評指正。謝謝各位。

### 提問時間

問：我有兩個問題，第一個就是現在人民幣兌美金的兌換率偏高還是偏低？第二就是我們人民幣有很多東南亞的國家都有暗中去用，俄羅斯也用，大概幾時可以在國際上真正地對換成為國際貨幣？

我們作為研究人員儘量不去預測，而是去解釋和把握邏輯。我想解釋的是什麼呢？就是我們要去理解一下內地匯率政策的一些邏輯，原來內地的人民幣匯率



決策，就是一個錨，是一個參照，這個錨就是美元，跟著美元上下波動一下，美元長就跟著長一下，美元跌就跟著跌一下，這個幅度有差異。「8.11」匯率改革之後，發現這個錨出現了變化，從一個錨一美元，變成了兩個錨，另一個錨就是一個「basket」，是一籃子的貨幣。我們發現從「8.11」到現在人民幣開始不再關注美元這個錨，而是更加關注這個籃子，人民幣的匯率對一籃子貨幣一直都很穩定的，在很小的區間面波動，但是對美元波動的幅度越來越大。這主要是為了應對美元到底未來是升值還是貶值，大家看不清楚，只好留住一個彈性，然後盯著一籃子貨幣。所以如果美元升值，人民幣對美元的貶值只要貶值幅度不超過世界主要的貨幣，它對這個籃子就穩定，這就給了人民幣匯率調整的一個靈活空間，所以現在說人民幣要升還是貶，不是看人民幣自己，而是看美元。美元如果2018年要貶，那麼人民幣就會對它有小幅的升值，像2017年一樣；如果2018年美元加息之後要走強，那人民幣有可能會對它有一定的貶值，但是對一籃子貨幣可能是大致穩定的。

第二，人民幣什麼時候國際化，其實就取決於我們每個人在內，我們能不能夠提供人民幣走向國際的各種各樣有深度的投資產品。所謂國際化就是要，說得通俗一點，讓外國人之間的交易用人民幣，他們用了人民幣之後不能說只是拿著人民幣的現金吧，他們總要進行投資吧，你不提供他們充足的，多樣化的投資產品，他們拿人民幣幹什麼呢？所以與其說是猜測人民幣什麼時候國際化，還不如說我們什麼時候能夠提供多樣化的，人民幣計價的產品，讓海外投資者使用人民幣的時候，有多種投資的選擇，這個其實取決於我們大家的努力。

問：我想提出的問題是最近美國在開始減稅，這包括最重要的是以前海外市場產生的利潤如果回流美國，會徵收30%的稅收，所以像蘋果這些公司，就會把海外的利潤留在海外市場做投資，但現在美國把這個稅收大幅降低，包括個人利得稅也降低之後，導致很多新經濟市場，包括很多中國市場的資金回流去美國。我們國家現在進行關鍵的改革，包括貨幣政策，投放的速度都比原來要慢一些，投放的資金量也縮減，在這情況之下美元大幅回流，這會不會對中國貨幣市場改革產生影響？

其實在美國這樣減稅之前，中國2016年做了大規模的稅改，其實也是整體減少了稅收大概一百億左右，所以在經濟調整期減稅來鼓勵創新、鼓勵研發投入是全世界共同的趨勢。另外，稅收是影響整個全球一籃子角色中的一個影響因素，並不是說稅收越低，資金就要越回流。北歐稅收全世界最高，但是我看瑞典的跨國公司人均所擁有的跨國公司全世界最高的。在北歐，挪威、丹麥都有很多創新型的公司做得也非常好。所以這是一個綜合競爭力，再進一步說，在歷史上，里根時期，里根經濟學背後的邏輯是什麼呢？其實很簡單，大家都覺得現在的增長動力很弱，希望有創新，但是在什麼地方創新呢？政府是不知道的，那不如把錢留給企業，讓企業去試錯，那麼大量的企業是錯，萬一是對的呢？所以你看里根，他減稅之後美國的經濟開始是很糟糕的，減稅了、也沒有什麼新東西，但是企業有錢之後，進行了大量研發投入，才有了後來的互聯網、生物技術這些突破。所以現在大家就覺得可能也是類似的，與其把錢留給政府，還不如留給企業手裡，讓企業去做創新的研發投入，這一點其實是中美兩國在方向判斷上沒有很大的差別。

問：剛才你提到看中國是否能夠提供多樣化的金融產品給海外投資者投資，我有兩個疑慮，第一個是我想中國企業現在時否很多是盈利的？我想很多企業目前的階段可能也處於OEM、ODM階段，現在的時間是否合適？第二個是我們的資本賬戶是否開放，讓資金可以自由流動，讓海外投資者能夠投資有價值的產品？

市場開放或者國際化有三條路線。第一，就是把海外的投資者請進來，就是你剛才說的，讓外資投資在中國市場，但這個難題很大、難度很大，因為要熟悉一個新的市場。在過去這麼長的時間中，中國加入WTO，大家當時都很擔心說外資金融業很有競爭力，一進入中國市場肯定會把中國的銀行業都擊垮，但是很有意思的是，一直到現在所有在中國內地的外資金融機構的資產規模加起來，沒有超過中國內地所有金融機構的資產規模綜合的2%。所以更大的問題是外資機構不了解中國市場，抓不住這個市場的機會，所以請進來不容易，走出去也不容易。讓國內的企業到海外去做投資，國內居民的海外投資始終是一

小部分，反而通過「互聯互通」，不用走出去就在自己的門口做這樣的配置，這種需求增長的空間就非常大，這就是我們剛才說的香港價值的所在，香港再發揮連接中國市場和國際市場之間的這個獨特作用。

問：我想問一個更本土化一點的問題，例如湖南省的GDP已經穩定在全國前十，但在與其他中線城市競爭之下仍然是很乏力，我覺得是金融發展落後是很大的一個原因。更大的角度來說，湖南的困境也是中西部地區很大的困境，我想問教授就是對中西部地區以後的金融業發展，特別是在國際化進程中的發展有什麼看法和策略？謝謝。

這是一個非常重大的課題，我們下一步要把它作為一個很重要的話題去研究它。因為這個金融業，不太可能像製造業或其他產業一樣很分散，它一個市場也就只能容納兩、三個金融中心。所以對於中西部來說，可能更多的是熟悉地應用這些金融中心提供的平台、機制、產品去滿足自己的融資需要，不要說每個地方都要建一個金融中心，謝謝各位。







## 鳴謝

香港中文大學蒙

李達三博士慷慨捐助成立李達三博士滬港發展講座

謹此致謝

滬港發展聯合研究所  
香港新界沙田香港中文大學

電話：(852) 39436762  
電郵：shkdi@cuhk.edu.hk

傳真：(852) 26035215  
網址：<http://www.cuhk.edu.hk/shkdi>