

2007年10月3日

# 港股直通車推動兩地資本市場融合

## 企業管治



何順文  
李元莎

八月二十日，內地外匯監管機構——國家外匯管理局發布了被業內稱為「港股直通車」的《開展境內個人直接投資境外證券市場試點方案》，境內個人通過天津濱海新區的中國銀行分支機構，可以無限制（但有總額上限）換匯投資香港證券交易所公開上市交易的證券品種。此後的市場反應猛烈，港股隨之應聲而起。但是緊接着傳來政策面的微調，決策層表達了對相關風險控制的關注，進而將媒體將之放大為政策「暫緩」甚至「暫停」，從而激化了已經眾說紛紜的兩地證券市場融合問題。

### 多重壓力使內地放鬆跨境投資

內地近幾年在巨額貿易順差與銀行主動貨幣創造的推動下，流動性過剩問題十分突出，實際上已經引發了資產價格上揚與通貨膨脹。然而，近年來抑制流動性的努力並未奏效。



國家外匯管理局公布「港股直通車」政策後，港股應聲飆升。

傳統的對沖手段利率、準備金率的調整，也已從原先的罕有舉措變得日常性操作，市場反應卻並不明顯。事實上，在現行的強制結匯、有管理的浮動匯率的外匯管理體制下，內地央行的貨幣政策已經愈來愈難以發揮作用。在這一背景下，包括QDII和「港股直通車」在內的內地資本放開政策的出台，是有着多重意義的。

從短期看，一方面可以緩解外匯儲備壓力，降低人民幣升值預期，改善內地國際收支平衡；另一方面由於H股和A股之間存在巨大價格差異，通過放開內地到港投資，可以改變內地投資基準，豐富內地投資者投資物件，最終可以促使A股估值理性化。從長期來看，資本項目的逐步放開可以逐漸增強人民幣匯率機制的市場化成分，進而通過匯率時常形成機制，實現內地宏觀金融環境的市場化，改善內地整體投資環境，最終使得內地實現真正的金融市場化和國際化。

### 內地投資者須提升投資理念

然而，跨境投資對於內地個人投資者來說，畢竟是極大的挑戰。國際化視野和國際化操作的形成必然需要過程。即使對於證券投資基金等這些內地機構投資者而言，也需要投資理念的根本調整。在股市單邊上揚的情況下，內地基金公司發行基金時，規模動輒百億元，投資者排隊申請。大量基金公司仍然拘泥於在內地封閉資本市場中形成的投資思路，以K線圖及趨勢線來主導投資，忽視了正在開放的資本市場帶來的整個投資理念的巨大變化。以「港股直通車」及QDII為代表的對外投資領域的突破，將促使內地投資者成為真正意義上的國際投資者。

比如對於A股和H股之間存在的巨大價格差異，內地投資者多數只看到二者表面差異，但是對於兩地證券市場的供求關係不同、投資者結構不同，因而在估值理念、投資預期、資金來源和成本等方面存在的根本差異，則關注不夠。

### 兩地聯繫促進資本市場融合

比如，單就公司價值確定方法，香港評估一家上市公司時，會把其在全球範圍內與同類公司作比較，而A股市場估值時，一般都局限於內地同行比較。另外，香港市場擁有多種衍生工具，比如權證及股指期貨等，股票的估值不僅受到公司本身的業績影響，也受到期貨、權證交割日期是否臨近等多種因素的綜合影響。

本來已經加速融合的內地和香港金融資本市場在今年



首筆香港人民幣債券在香港回歸十周年發行，為人民幣在國際交易提供了一個穩妥的試驗場。

CEPA補充協議的刺激下，兩地市場互動的程度也更深。例如，首筆香港人民幣債券在香港回歸十周年發行，為人民幣在國際金融交易提供了一個穩妥的試驗場，也為香港金融市場增加了新的投資工具。另外，在內地首批批准的可設立獨立法人機構的外資銀行名單中，香港銀行也佔了重要位置。這些措施都大大加強了香港和內地的市場聯繫，使得內地和香港兩個基本點金融體系，擁有了更為廣闊的合作、協同空間。

在兩地資本市場融合分工趨勢方面，香港金融實力人物亦開始進行積極思考和回應。近日，香港金融管理局總裁任志剛即闡述了對滬港兩大金融中心各自定位的看法，「上海將服務於國內投資者和投資需求，香港則將服務於國際投資者和投資需求」。

香港聯交所主席夏佳理則表示，香港資本市場與愈來愈自由化的內地市場合作，只是「時間」的問題。上海、深圳之於香港並非競爭對手，而是互補的關係。他認為，香港具備高質素的專業人才、嚴格的監管力度、簡單的稅制及活躍的中文金融媒體等得天獨厚的條件，令外國投資者對中國甚至整個亞洲的投資興趣都得以增強。

何順文 漢會大學工商管理學院院長兼教授  
李元莎 漢會大學工商管理學院博士研究生