



李小加：保持国际化定位是香港市场长期繁荣稳定的基础

中国基金报记者 吴娟娟 叶诗婕

2010年~2020年,李小加执掌港交所11年,正是香港特别行政区25年华章中浓墨重彩的段落。作为最重要的金融基础设施之一,港交所是香港与内地金融市场融合最鲜明的体现,它彰显香港国际化、法制化,展现香港务实、创新的城市精神。在香港特别行政区成立25周年之际,滴灌通创始人李小加接受了中国基金报的独家专访,细述香港往事。

在李小加看来,香港是按照国际规则运作的中国市场,开放、包容是这座城市的核心精神之一。香港的年轻人应该敞开心怀,和全世界的人一起创造香港的未来,实现自己的人生价值。

李小加认为,当今的香港应该扮演三重角色:第一是帮助内地居民实现全球资产配置;第二是帮助中外投资者离岸管理在岸投资风险;第三是逐步帮助中国实现商品和货币的国际定价。香港过去一直在这三个方面努力,未来会取得更大的进步。

股票互联互通：在一张餐巾纸上写下方案

中国基金报:你在随笔集中谈到香港要做三件事,第一件是帮助内地居民实现全球资产配置,股票互联互通机制可归于这个方向上的努力。回望历史,沪港通当时碰到的最大困难是什么?

李小加:2000年以后,两地的金融从业者都期待可以打通两地市场。这是我们这一代金融人的一个梦想。从2012年开始,港交所开始往这个方向努力。当时,市场参与者、监管机构和交易所一定程度上达成共识:内地的投资者需要投资海外市场,而国际投资者需要投资内地。但怎么系统地、以风险可控的方式实现它呢?这是没有蓝图的。

不仅如此,这里似乎存在一对矛盾。一方面,达成上述目标必须走市场化道路,不能对交易设太多限制,否则,两地的联通就成了摆设;另一方面,中国的资本项还没有完全放开,汇率和利率也没有完全放开。这种联通又需要避免资本跨境流动带来的频繁的资金大进大出。这是沪港通当时面临的最核心的问题。

怎么解决这一对矛盾呢?经过长时间的苦思冥想,我们和时任上交所理事长桂敏杰一起最终找到了一个办法。我印象中,我和桂敏杰当时在深圳的一个小茶馆里讨论怎么解决这对矛盾,最终在一张餐巾纸上写下了方案。

既然我们都认为交易必须市场化,否则市场的价格发现功能不能完全实现,我们也都认为资金不能够无序地进进出出,那么,我们能不能把交易和清算分开呢?究竟是怎么做的呢?就是净额清算。

净额清算并不是新事物,很多投行、股票经纪商都采用过。比如你是投行X的客户,他是投行Y的客户,你们之间的交易就要通过清算所清算;如果你们两人都是X的客户,那么X可能先计算你们交易的净额,再和清算所清算。只不过,这种净额清算之前不太被广泛使用。我们认为沪港通很适合采用这样一种清算模式。

内地客户每天通过沪港通买卖港股,但他们不直接和香港交易所结算,而是通过中国结算代表所有使用港股通的客户来统一和港交所结算。同样,通过沪股通通道买卖A股的国际投资者也不直接和上海证券交易所结算,而是由香港交易所代表所有通过沪股通买卖A股的国际投资者统一和上海证券交易所结算。

打个比方,有点类似于每天收盘之后,上交所的总经理和港交所的总裁在深圳大桥替两边的客户交换证券和现金,这样就避免了资金频繁出入境。

事后来看,这似乎是自然而然,但在想到这个办法之前,我们是一筹莫展。今天大家查询持股数据经常看到“香港中央结算中心”这样的字眼。这意味着港交所代表很多国际投资者通过沪股通、深股通持有A股。

很可惜,那张“历史的餐巾纸”找不着了,如果能找到的话,我们还希望能够把它当做一种纪念。

中国基金报:沪港通、深港通现在已经运行很长时间了,你认为股票互联互通机制对A股和港股最大的影响是什么?

李小加:我觉得最重要的影响是两边投资理念的碰撞。打个比方,股票互联互通机制有点像长江入海口的情形,江水和海水相互交汇。海水和淡水相互交汇区的鱼,通常具有特殊的技能:它既可以在淡水里存活,也能在咸水里存活,拥有更强劲的生命力。

有了股票互联互通机制之后,内地资金越来越能和国际规则和国际发展接轨,国际投资者也越来越能理解中国市场,能在全球第二大

经济体的发展中分得一杯羹。

海外的市场是非常多元的市场,有美国、欧洲、日本等各国的钱在参与,如同大海一样。内地市场目前还比较接近淡水,它是比较同质的水。但中国作为一个大经济体,最终我们的市场会走向世界,世界也会走进中国。股票互联互通是这个大趋势的一小步。

推出离岸A股股指期货：等了16年终于修成正果

中国基金报:你提到的香港要做的第二件事,就是为中外投资者在离岸提供管理在岸风险的工具,现在的港交所也有了离岸的A股股指期货。为什么要在离岸推出A股股指期货?

李小加:通过股票互联互通机制,国际投资者可以比较大规模地进入中国的现货市场。沪港通和深港通关于现货交易。伴随着现货交易,一般需要有期货进行风险管控和对冲。这是很自然的配置。一个市场如果只有现货没有期货,它是不完整的。当然,期货有的时候会走样,但走样的风险可通过各种各样的办法管控。一个缺失期货的市场,它的发展是不可能健全的。

沪港通、深港通背后大量的国际投资者,需要有期货产品对冲风险,可是内地的期货市场本身还没有开放,互联互通也没有把期货包括在里边。既然在岸不能做,离岸市场就应该有期货产品让国际投资者用于管理风险。

在新加坡交易所推出A股股指期货之后,港交所等了16年,终于在监管充分沟通后推出了新的A股股指期货,修成了正果。等待的过程非常痛苦,但事后来看,慢一点也不一定是坏事。

需要指出的是,两地市场特点决定两地对股指期货的监管也是不同的。

中国内地的A股市场还是以散户为主。A股的期货市场,对冲之外,投机行为也非常活跃。尽管任何期货市场都不可能消除投机,但正常的期货市场的主体功能应该是实现对冲风险的功能。当然,它也允许投机行为,但投机不能成为主体。如果这个市场以投机为主,对冲为辅,那么,这个市场就不是很令人满意的。由于中国内地是散户为主的投资者结构,所以,期货市场监管相对来说会比较严格,以保护中小投资者。海外期货市场的监管相对比较松,因为海外期货市场参与者绝大部分是大户不是散户,他们是成熟的投资者,不需要过多地干预。这样的市场,监管者可能只需要把大风险防范住就好了。这是两种监管哲学。

这两种监管哲学的区别使得监管离岸发行A股股指期货产品面临挑战。港交所在推出A股股指期货产品的过程中和监管机构进行了充分沟通,最终才落地。

收购伦敦金属交易所：“截和”美国洲际交易所

中国基金报:收购伦敦金属交易所(LME)是港交所发展历史中令人感到意外的一笔,能不能分享一下背后的故事?为什么你觉得在这一阶段中国需要在全球拥有商品定价权?

李小加:中国是世界上最大的商品进口国,在很多商品品类上,中国也是很大的出口国,大宗商品对中国经济发展的影响重大。但是,由于历史原因以及很多商品产地不在中国,中国未掌握商品的定价权。如果不能定价,永远作为价格的接受者却不是制定者,这是不利的。中国是全球资本市场的后起之秀,入场之前,很多时候人家牌局都已经摆好了。大多数情况下,中国只能按照现有的规则来做,但我们需要拥有影响定价规则的能力。

最好的办法就是买一个商品交易所,这个想法一直在我们的脑子里。但是,商品交易所经过这么长时间的兼并,现在全球的交易所集

中在几个巨头手中,很难卖出来。

我们一直在寻找一个可以收购的商品交易所标的,直到发现伦敦金属交易所。它是很少见的在有色金属方面具有全球影响力的,但不属于任何巨头的独立交易所。它当时是会员制的,这给了外部机构收购的机会。

我们当时有一个强有力的竞争对手,美国的洲际交易所(ICE)早就盯上了LME,因为LME可以帮它补齐短板。

ICE当时给了一个收购的邀约,LME的会员有点心动。我们听到了消息,就想着去“截和”。这不是容易的事,但我们心里很清楚,必须夺下来。

ICE有些轻敌,认为我们大概是不会买的,因为港交所没有做过商品交易所业务,他们认为我们对商品交易所不在行。我当时态度很坚定,我对ICE的老板说:“咱别争了,我永远会比你多付一块钱。因为这个东西在我们手里,比在任何其他人手上都更值钱。我相信总有一个价格可能对你来说太贵了,但对我们来说,没有贵的,只要能买到,因为中国这么大,有色金属这么重要。”

回过头来看,那是一个很好的机会。除此以外,过去十年没有任何交易所可以收购。交易所是全世界极其稀有的一种基础设施,买一个少一个,所以,能抓一个算一个。现在回头看,收购LME不仅有战略意义,目前也是一个较为成功的商业机构。

改革港交所上市规则：没有盈利的公司也可以上市交易

中国基金报:目前香港市场已经成为全球生物科技类企业上市的优先选择,这与当年港交所的上市规则改革分不开。回头来看,你怎么看这项改革?

李小加:回头去看,会觉得一切都是必然的,但当时做的时候,面临很多困难,反对的声音很多,不过也有他们的道理。交易所永远要在保护中小投资者和创新之间权衡,但究竟怎样才是保护投资者,却不是那么容易说清的。保护投资者推到极端就是什么都不让他干,这样他就不会有任何损失,但这是荒谬的。如果为了保护投资者一味墨守成规,不往前走,这是不行的。

眼看着阿里巴巴这样的企业离开,我们是很难受的。对于交易所来说,错失一家企业不可怕,但是如果错过整个时代潮流,那是我们不能接受的。痛定思痛,经过反复讨论,一点点突破,我们最终完成了上市规则的改革。

说到生物科技类企业,它们对中国太重要了。中国这么大,人口老龄化正在发生。如果我们的生命科学研究不能迅速提升,生命科学和药物开发永远依靠别人,这可能是不行的。举例来说,海外创新药企业的商业逻辑是致力于开发对某种广泛存在的疾病有效的创新药,然后以高价销售,实现企业的盈利。但我们需要的药可能不是一个两个,而是大量的,价格不能很贵,所以,我们希望能够有足够多的企业投入生命科学的研究。这需要有足够的回报,不要逼着我们的生命科学家最终只能去西方国家实现商业化。

明确了这个道理之后,我们就需要沟通,让大家明白没有盈利的公司也是可以上市交易的。例如创新药企业,药没批之前,它是不可能收入的。中国医药改革提速以后,我们对临床审批提速的同时也更加透明,并且新药审批是相当严格的。那么,我们能不能根据企业在新药审批中所处的位置来判断它的盈利潜力?这好比说,青少年到了18岁通常会去上大学,但如果没上大学,而是去当兵,后者本身也是严格的训练,当完兵虽然他没法给你交出一份课业成绩单,但也经过了历练,人也变得更成熟。

当初我们是抱着试一试的态度,如今,香港

变成了这个世界上第二大生物科技上市市场。

中国基金报:你们当初对第一批上市企业有期待吗?如果第一批企业全部失败怎么办?

李小加:当时也有人建议对第一批排队企业进行一定的“把关”,让好的先上,不要第一批就做成一地鸡毛。

但我认为这是不可行的,因为我不认为我知道哪个更好。或许有专家告诉我哪个好哪个不好,可这些专家意见就一定可靠吗?他们的意见不一定一致,而且背后有没有利益冲突?我也不知道。如果我们以为自己很懂,做出判断谁先上谁后上,这是给市场信号——港交所让先上的一定是好的,大家就会盯着港交所这只手,那么,这个事就变味了。

最后,港交所以完全市场化、透明化的方式来做。我们把上市标准交代得很清晰,客观上符合标准了,谁愿意先上,谁就先上,以后成功了那就成功了,失败了就失败了。但如果一只有一只有形的手在背后控制,最后市场成为一地鸡毛,那么,大家对市场的信任会荡然无存。

我们当时也承担了很大的风险。可能有投资者投两三个单都不成功,这是我们没有办法的事。香港这个市场应该是高度市场化的。监管者可以把欺诈管住,把信息披露管住,但是,不要在市场上决定谁赢谁输。

香港市场的两个关键词：国际规则+中国市场

中国基金报:香港是连接中国和世界的桥梁,它本身也是一个国际金融中心。怎么看香港的这两重身份?

李小加:香港本身就是一个目的市场,而不只是出发地和抵达地之间的桥梁。仅仅把香港当成桥梁是低估了香港。

香港的股票市场已经具有全球竞争力,但是,单有国际性的股票市场还不够。真正的国际金融中心还需要债券市场、货币市场、黄金市场、大宗商品市场,未来还需要数据市场、虚拟资产市场。背靠中国这个巨大的经济体,香港责无旁贷,未来要把这些市场做起来。虽然在这些方面香港是后来者,但是,现在借助技术的力量,我们也可能创新方法,找到后发优势。香港在这方面大有可为。

中国基金报:在香港工作、生活多年,你觉得香港这座城最大的魅力在哪里?

李小加:香港有一个身份是无法剥夺的:它是世界上最大的完全按照国际规则运作的中国市场。这里有两个关键:国际规则、中国市场。

香港永远是一个中国市场,是和中国有关的市场。中国是世界第二大经济体,这个经济体只会越来越强,越来越大,可能有很多的挑战,可能走一定的弯路,也可能有短期的上上下下,但谁也挡不住中国的发展之路。同时,香港市场是按照国际规则运作的,这便将香港和北京、上海等城市区分开来。

如果认识到香港的这个核心特点,我们就一定要珍惜香港市场的国际规则、国际氛围、国际特色。香港的中国特色是剥夺不了的,是它的基因里面就存在的;它的国际特色是在历史中习得的,这是难能可贵的。

对此,我非常有信心。内地监管者不会想把香港变成另外一个中国内地市场。中国内地市场已经很多了,没有必要再多一个,可是完全国际化的就差这一个。保持香港的高度国际化是非常重要的。所以,目前更重要的是保持它的国际规则和国际市场的特点。全球投资者只要对中国有兴趣,如果他们选择不直接进入内地市场,香港是他们的出发地,也可能成为目的地。保持国际化定位是香港市场长期繁荣稳定的基础。

寄语香港年轻人：和全世界的人共创香港的未来

中国基金报:站在当下时点,你想对香港的年轻人说什么?

李小加:年轻人要摆脱“零和博弈”的思维,不要认为内地的人、其他国家来的人与香港本地的年轻人竞争,机会变少了。开放、包容是香港的核心精神之一。汇集四方人才,在充分的碰撞中,香港才能有创新。

香港无自然资源禀赋,过去香港赢在法治,赢在各种市场机制,赢在融会贯通、中西合璧,今天香港要继续发扬这些优势。香港的年轻人要以开放、包容的心态,迎接来自全世界的机会、人才、资源,和全世界的人一起创造香港的未来,实现自己的人生价值。

同时,香港的年轻人也可以走向世界,去内地、去其他国家学习一下,开阔眼界。大家一起把“蛋糕”做大,是共赢的事情,也是香港繁荣的必由之路。