

當前金融市場對外開放模式與趨勢

滬港融匯

巴曙松 香港交易所董事總經理兼首席經濟學家

在目前中國的國際收支格局下，金融市場開放主要包括「請進來」、「走出去」和互聯互通三種模式。

下一步將開放一級市場

「請進來」，就是通過金融市場的進一步開放，讓海外資金進入中國市場，並遵循中國的交易規則。資本市場引入國際資本，有利於優化國內投資結構，培育多樣化差異化的投資群體。QFII等政策的放寬，意味着股票二級市場已經基本對外開放，下一步「請進來」的關鍵是讓一級市場開放，便利內地企業全球融資。一直以來，有種誤區就是認為開放就容易帶來衝擊並爆發危機，並因此患上「開放恐懼症」，並引發有關「好的開放」和「壞的開放」的長期爭論。

實際上，評價好壞的關鍵，還是看能否更好地服務實體經濟的金融需求。中國目前已是世界第二大經濟體，中國內地企業要做強做大，就要參與國際競爭，特別是在中美貿易摩擦的背景下，進行全球化佈局的需求大幅上升，這就客觀上要在國際市場頻繁進行融資，以支持其進行國際投

資，這必然需要一個更加開放的金融市場，僅靠國內市場和資源已不能支撐中國的企業進行全球化佈局的客觀需要。當然，「請進來」模式對於外資來說相對成本較高，特別是需要適應不同的市場結構與運作模式，因此從實際效果看，主要是適用於規模相對較大、對進入中國市場承擔成本能力較高的大型金融機構。

「走出去」，則是中國的資金走到國際市場進行全球資產配置，遵循的是國際的交易規則；從企業層面看，主要是通過支持其進行全球佈局，鼓勵其拓展海外市場。中國對外直接投資在2016年達到了2,164億美元的峰值後，近兩年有所下降，2018年對外直接投資還不及外商直接投資的一半。然而，隨着中國更加融入全球經濟，特別是部分中國企業為了應對中美貿易摩擦會進行積極的全球化佈局，企業可能會增加對外投資，在海外做一些務實理性的投資併購，形成國際收支項下直接投資流入和流出的雙向平衡。

資本可兌換應借鑒日本

在這一點上應當客觀看待日本的歷史經驗

與教訓。日本在實現日圓的資本項目可兌換後，把對外投資作為提高本國國際企業競爭力的主要手段，並取得了持續較好的效果。像洛克菲勒這種投資大幅縮水的例子只是少數，上世紀80年代後，日本的海外投資項目基本上以企業為主體推進的，是基於商業原則的，從不同口徑觀察，大部分其實都是盈利的，並在近30多年中不斷強化、擴大海外業務，日本對外直接投資呈現規模不斷增加、收益不斷增厚的特徵。

聯合國貿發會議《2019世界投資報告》顯示，日本這些年一直都是世界第一大對外投資國，2018年對外直接投資1,431.6億美元，海外直接投資收益率一直保持在6%左右。所以說，日本的海外投資主要是按照市場原則，由企業根據市場變化作出投資和併購的判斷因此，我們應該客觀理解日本的經驗和教訓，通過「走出去」實現全球範圍內的資產配置，進而帶動產品、設備和勞務輸出，更好地對接全球產業鏈和價值鏈，從而支持中國企業的產業轉型。

此外，在評估「走出去」進行資產配置的影響時，可以用GDP和GNP的差別來說

明。結合中國國際收支周期，中國企業進行全球化佈局來獲取資源和市場，進而提升自己的全球競爭力的階段正在到來，中國的企業如果能很好地進行全球化配置，分享全球經濟增長活躍地區的動力，體現在經濟運行指標上，就可能表現為GNP增長超過GDP。

從上世紀九十年代之後，發達國家中很多GNP都超過GDP，說明他們在向以中國為代表的新興經濟體大量的投資中分享了經濟增長的成果

互聯互通助力雙向配置

以滬港通、深港通和債券通為代表的互聯互通，則是處於「請進來」與「走出去」二者之間的一個保持資本管制條件下的創新開放模式，是以封閉的資金流動實現了跨境資產雙向配置。「互聯互通」模式，實現了兩地投資者資金跨境流動到對方市場投資。

同時，由於滬深港通獨特的機制設計，雙方在保持原有監管體系、結算方式、投資習慣的同時，通過香港的機制銜接與轉換，成功以較低的制度成本，實現了跨境投資，保

證了風險可控、交易狀況可跟蹤、資金流動可追溯，打消了在資本管制條件下進行金融市場開放帶來風險的顧慮。

目前，滬港通和深港通逐步成為境外投資者買賣和持有A股的主要渠道，截至2019年6月底，滬港通累計淨買入額4,274億元人民幣，深港通累計淨買入額3,107億元人民幣。此外，對於境內投資者而言，配置海外資產除了滬港通、深港通等互聯互通模式外，還可通過QDII、QDLP、QDIE等投資工具。

2017年推出的「債券通」是「互聯互通」模式在債券市場開放上的應用，全面實現了券款對付結算方式，為國際資本參與中國銀行間債券市場提供了便利。

目前，中國債券市場已於2019年4月納入彭博巴克萊全球綜合指數，還在2018年9月納入富時羅素世界國債指數觀察名單。可以說，如果沒有滬港通、深港通和債券通的順利啟動和成功運行，在中國當前依然保持資本管制和金融市場投資限制的條件下，要想順利加入主要國際指數幾乎是不可能的。

(三之二)

貿談順利惟數據弱 風險資產漲幅有限

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

踏入第四季，投資者心頭兩件大事，一是中美貿易談判，二是全球經濟衰退。

進入10月，第一周市場重點聚焦在歐美經濟數據。美國九月ISM製造業數據創逾十年新低，不及預期。服務業數據降至三年低點。至歐元區9月製造業PMI跌至近七年低位。作為歐洲經濟火車頭的德國，製造業PMI加速回落至逾十年新低。疲弱的數據令擔憂情緒回升。VIX一度突破20水平，風險資產受壓，包括歐美股市，避險資產反彈。

恐慌指數跌連五天

第二周開始，焦點轉向中美貿易談判。一開始還是負面消息主導，直到10月10日開始樂觀消息傳出，市場情緒開始改善。恐慌指數VIX連續下跌五日，現在運行在14水平下方。不僅如此，脫歐協議也傳來好消息。歐美股市造好，道指已經從26,000升返至27,000水平，港股一度失守26,000，現在成交增加，已經重新逼近27,000關口。但投資者還是無法百分百放心，不到最後一刻，無法確認。故此，

近期資產上漲動能有限，還是整固為主。

油銅暫難有大突破

大宗商品方面，油價在9月一度因為沙特石油設施遇襲而大漲，隨後從高位回落，10月已經跌至50至55美元區間震盪。貿易談判樂觀消息後，油價上漲，漲幅有限，需求擔憂仍在。倫銅對貿易談判更敏感，一度連漲四日，現又下跌兩日，不但失守5,800美元，更在16日跌穿50日線。這一輪跌勢是從5月開始，雖然目前5,600美元有支持，但整體維持下行趨勢。下行空間或暫時有限，但要有大的突破還需要真的利好消息落實。

最新美國數據令投資者略擔心。美國9月零售銷售下降，是七個月來首次，投資者對本月底再次減息的預期從七成升至八成。美匯指數從10月開始重心向下，尤其是從10月10日開始沽壓明顯增加，在跌破50日線之後，美匯指數在10月16日



英國脫歐協議傳來好消息，歐美股市近日造好。

美聯社

低見97.898，最終收跌0.29%至98.002，險守98水平。雖然，一時間美匯指數不至於徹底破壞上行趨勢，畢竟，相對於其他國家，美國經濟仍有優勢，美元資產繼續吸引資金流入，但，面對減息和經濟數據轉弱，美匯指數的支持大不如前。

債市方面，10年期美債收益率表現反覆。9月上旬反彈，升穿50日線沒多久就回落，之後於1.5%水平有支持。10月10日出現好消息後反彈，零售銷售數據後回落至1.78%。

金價仍守上行趨勢

金價缺乏明確方向。實際上，金價對地緣政治風險敏感度不如貨幣政策。今年6月開始，金價能夠大幅走高，就是出於全球央行轉態。對經濟增長擔憂，令金價一度回升到1500水平。金價震盪徘徊為主，但隨着更多數據公佈，貨幣政策前景更明朗，金價也將有方向，在此之前，相信金價上行趨勢不改。（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份）

中美貿易「休戰」？

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

中美雙方於上周五共同公佈達成中美貿易戰首階段協議。中方同意加大購買美國農產品數值至每年500億美元，美方則暫停10月加徵關稅，至於美方鷹派核心訴求會留待後續談判再解決。兩國將於未來數周擬訂協議文本，以便雙方領導人於11月中在智利舉行的APEC領導人非正式會議中簽署。正如筆者於兩周前預測，雙方將可達成協議，但亦可以隨時修改，難以作準。

事實上，現時所公佈的首階段協議細節不多，外界對此「喜訊」十分謹慎，從華爾街反應亦可見一斑。然而，縱使完成首階段協議，中美貿易戰真的暫時停下來？答案已寫在牆上。

首先，美國總統特朗普宣稱中國同意購買年度總額多達500億美元的美國農產品，美國農民反應並不熱烈，皆因此數有吹噓之嫌。過去，中國向美國購買農產品最高年達近200億美元，因貿戰大跌至只得數十億，導致美國農民面對嚴峻財政困難。若真的需要滿足500億美元中國訂單，農民又豈能不投入新資金作擴大產能之用？況且，若特朗普或來屆政府又再發動貿戰而引至中國報復，再投入的資金必定血本無歸。從長期策略看，國家又怎會把糧食供應放在競爭對手的籃子？因此，中美雙方現階段只是於貿戰中場小休，找個有體面的說法，好讓雙方暫時離台，調整策略。

全方位角力仍在進行

其次，美國開打貿易戰的目的，是要壓制中國國力擴充，在仍未能全方位挑戰美國全球獨大位置前，迎頭痛擊，利用外貿打亂國家經濟發展。然而，美國低估了中國的應戰韌力，貿戰歷時年多而效果遠未符預期，反而導致自己經濟放緩。因此，美國必須於其他領域，如科技、金融及地區政治等開展戰線，脅迫中國就範。

例如在科技方面，美國傾盡外交及國防影響力，力壓華為提供5G通訊網絡基站予各地電訊商、禁止出口關鍵晶片及軟件等措施，意圖拖垮中國科技業。在上周貿

戰談判前，又以西藏人權為藉口，把多間內地及本地的影象鑑識科技研發公司放入零部件出口受限名單，意圖打擊中國在人工智能領域發展。在金融方面，美國放風限制美國機構資金投資中國公司，希望造成寒蟬效應，以阻嚇全球資金進入中國，拖慢國家經濟發展。

本月初，美國眾議院又通過《香港人權與民主法案》，為特朗普增加工具，便於以每年檢討香港「一國兩制」執行情況為由，加限或褫奪香港獨立關稅區地位。香港人權、民主理由只是藉口，打擊中國對外融資中心才是目的所在。

中美貿易戰雖可暫休，但全方位的角力仍在進行當中。

70年全球經濟巨變和中國機會

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

今年中國經濟存在內外部壓力，但放之到過去70年或者更長一點的背景來看，中國經濟目前所處的地位、環境和機會都是非常好的。70年這一時間點有何特殊意義呢？因為今年是建國70年，二戰結束和世界秩序重鑄也是70多年。縱觀70年，雖然中國短期內面臨經濟下行壓力，但從長視角來看，我們現在其實是中華民族偉大復興最有利的時機。全球比較來看，也處於非常有利的地位，如果能把把握好，中國有可能變成世界強國。

中國入世貿 掀起大變局

1948-1966年期間，美國一直是全球最大的貿易順差國。當時，歐洲、日本剛經歷戰後的一片廢墟，美國對其經濟重振提供資

金、產品，即馬歇爾計劃，彼時日本、德國基本上沒有貿易順差；1966-1975年，馬歇爾計劃支持了德國的重建，德國也成為世界上最主要的貿易順差國。在此期間，日本有一段時期和德國相當，但是到了石油危機之後，經濟危機對日本造成了巨大衝擊，日本貿易順差也明顯收窄。1976年之後，特別是80年代，美國基本成為全球最大的貿易逆差國，並且不斷擴大。中國2001年加入世界貿易組織之後開始崛起，全球貿易格局從此亦產生了70年以來最大的變化。

中國貿易順差目前位列全球第一，有一段時間遙遙領先於德國，後來因為內需的崛起，中國的貿易順差事實上大幅下降。與此同時，中國成為世界最主要的逆差國，因為大量進口，

美國基本上把製造業外移。中國加入世界貿易組織以來，發展中國家現在經濟全球佔比基本與發達國家相當，這是70年以來全球貿易格局很重要的變化。當前發展中國家經濟運行面臨困難，但發達國家情況也不太好，其背後發達國家被發展中國家趕超，內部政治矛盾愈發激烈，也是一重原因。

中國金融科技領先美國

中國在幾個方面已經領先美國，特別是金融科技行業已經領先美國。美國現在還主要是信用卡支付，美國信用卡支付的成本是3%，中國的第三方移动支付成本不到1%，這對企業供應鏈，對流通領域至關重要。通過5G技術派生出的物聯網技術、人工智能、大數據和

其他的應用，中國非常有機會彎道超車。

仔細觀察消費品方面的數據，也可以理解為何美國總統特朗普主動推遲1,600億的商品加稅，因為這些產品佔美國總進口的比重的80-90%。筆者曾經與墨西哥央行官員交流，詢問為何雨傘墨西哥也能生產，危地馬拉周邊都能生產，美國還要從中國進口？墨西哥生產的雨傘，不僅勞動力成本低於中國，而且運輸成本也低，但為何最後產品比中國更貴？在筆者看來，一個是勞動力效率，二是基礎設施是最大的差異，當前中國高鐵和各種各樣的港口設施都是全世界一流。

現在應對外部壓力的重要選項是開放。為什麼開放這麼重要？最近中國的經濟數據短期內都有下行的壓力，但有一個數據是很樂觀

的，就是外資流入數據。很難想像中國在面臨如此棘手的貿易衝突情況下，甚至是在全世界外資流入都在下降且下降劇烈的背景下，中國的引入外資量還在增長。目前美國外資引入量下降30-40%，歐洲下降程度也相當，只有中國逆勢增長，這個是很奇特的現象。

從這個角度來看，中國只要繼續保持開放的大門，外資就還會大量湧入。因為中國有巨大的市場潛力和完備的產業鏈。展望未來，中國若能保持繼續開放並深化改革，還是有巨大的潛力和空間的。（節錄）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。