

港股大变局

文 | 本刊编辑部

这是最坏的时代，这也是最好的时代。港股正处于百年未有之大变局下，从前些年香江股市沉寂而低迷，到如今一大批独角兽日夜兼程赴港交所敲锣，还有过百家创业公司正在披星戴月赴港路上。然而，被市场寄予厚望的新股及独角兽公司开始上演破发潮，人们不禁担心这会不会只是狂欢一场，该如何看待这场发生在当下的港股大变局？

以史为鉴看港股

罗马不是一天就建成的。香港作为区域性金融中心，也同样经历了很长时间才形成目前的交易体系和监管架构。

香港有股票交易的历史可以追溯到1850年，当时的招股书是在报纸上发布。1870年，香港已经有专门的股票经纪人代为交易股票，但整个股市投机风炽热、内幕交易横行，港英政府对股市基本没有监管。

如同 1792 年华尔街上的 24 个经纪人在一棵梧桐树下商订的《梧桐树协议》，从此诞生了纽交所。1891 年，香港的 21 位股票经纪人联合成立香港股票经纪会，第一家正式的香港证券交易市场从此成立。接下来的港股历史也自此分为几个阶段。

第一个阶段为 1891~1968 年，被称为“拓荒年代”。期间因为战争的原因，大量内地人口涌入香港，带来了成批的廉价劳动力，加上战后恢复的红利，推动香港实现了轻工业主导、造船航运和金融辅助的转型，经济开始快速增长。1921 年和 1924 年，新的同业机构香港股票经纪协会和香港股票及物业经纪社分别成立，到 1947 年，前者与香港股票经纪会合并成立香港证券交易所，才占据了港股交易的核心地位。随后，到 20 世纪 60 和 70 年代，香港远东交易所、金银交易所和九龙交易所成立，港股交易所仍是多头林立。

1964 年，香港恒生银行开始编制恒生指数，成份股 33 只，基础点数是 100 点，成份股的交

易量涵盖了香港股市交易量的 70%。1969 年香港远东交易所成立，本地散户从此可以参与到股票市场，开启了港股将近 30 年的大时代。

第二个阶段为 1969~1996 年，称为“大时代”。这一时期四会并立，股票买卖炙热疯狂，从 1969 年到 1972 年，短短四年间，恒生指数猛涨了七倍，街头巷尾阿公阿婆都在炒股。当时的港府为了遏制股市的狂热，竟然动用消防措施，对交易所发出火警危险通知书，命令其减少楼宇内的人数，但是也无济于事。这就是所谓的“鱼翅捞饭”时代。

与此同时，监管不到位，不规范操作层出不穷，空壳公司大量上市。描摹那个时代、风靡一时的电视剧《大时代》当中也有所体现，当时著名的“香港天线”跌停倒闭事件，在剧中被改名成“世界天线”，被方进新大骂“无资产无业绩都可以上市”。

大跌终于来临。从 1973 年 3 月至 1974 年底，恒生指数跌幅超过 90%，这是香港股票普及后第一次暴跌，也是香港股市史上最大幅度的下跌。此时的港股市场，股票只有不到 300 只，超过 90% 的投资者为华人，数以万计的市民因此而破产。

1986 年，远东交易所、金银交易所、九龙交易所、香港证券交易所合并，成立香港联交所，引入机构投资者，香港市场开始了崭新的现代化和国际化发展阶段。同时在 1989 年 5 月成立证券及期货事务监察委员会，也就是现在的香港证监会，以监管证券及期货交易。

1987 年股灾之后，香港本地的大中型公司均已经上市，但本地上市资源匮乏。进入 80 年代中期，另一个因素开始在港股市场变得越来越重要，就是内地的改革开放和崛起。因时而动，港股向内地企业敞开了大门。1993 年 7 月 15 日，青岛啤酒成为首家发行 H 股的内地企业，随后越来越多的大陆企业在香港上市。

近一年来大型港股独角兽公司首日上市成交额情况

上市时间	代码	公司名称	首日成交额(亿港元)
2018 年 7 月 9 日	1810	小米集团	76.82
2018 年 5 月 4 日	1833	平安好医生	38.46
2017 年 11 月 16 日	2858	易鑫集团	74.34
2017 年 11 月 13 日	1337	雷蛇	44.18
2017 年 11 月 8 日	772	阅文集团	141.71
2017 年 9 月 28 日	6060	众安在线	65.14
2017 年 6 月 13 日	2269	药明生物	38.5

资料来源：格隆汇

到 1996 年，香港交易所上线自动对盘系统（AMS），自此股票买卖可通过券商或银行的交易终端与交易所的终端进行无纸化交易，交易大堂和手写报价等实物买卖时代终成历史。这个时期，以高盛为代表的外资投行开始以香港作为亚太地区总部，进入香港资本市场，香港市场开始越来越规范和国际化。同时也奠定了现在的港股基础。

第三个阶段为 1997~2010 年，被喻为“骑墙时代”。1997 年香港正式回归中国，彼时，香港交易所上市公司总计 658 家。不久亚洲金融危机爆发，港股遭遇重挫。1998 年，特区政府入市购买恒指成份股，在中央政府的支持下，最终击退以索罗斯为首的国际对冲基金。

这也导致了一方面，香港经济的增长基本靠内地经济增长的外溢效应维持，而恒指的上涨基本也是因为不断将内地公司调入指数带动的。另一方面，由于内地资本没有完全开放，香港资本市场的定价权长期被欧美资金和欧美投行把持。也就形成了基本面看中国，流动性看欧美的骑墙的局面。直到一位港交所的行政新总裁的出现，一个新的时代诞生了。

扫好屋子再请客

2010 年 1 月 16 日，香港交易所宣布，委任李小加接替周文耀出任香港交易所集团行政总裁。

如《大时代》中所说：一个人要成功，就一定要找自己的世界。港交所，或许正是李小加要寻找的世界。从 2009 年到 2018 年的 9 年时间里，李小加用大刀阔斧的改革兑现了当初履新时的美好愿景。

从石油工人，到媒体记者，再到摩根大通

香港本来就是资本自由流动的离岸市场，而且还接上了港股通这个超级大通道，放水养鱼，只要养的锦鲤足够漂亮，水就来了，水大鱼大，才是一个有生机、有活力的市场。

高管，以及如今的港交所行政总裁，丰富的经历让李小加看得更通透：中国资本市场走向开放的过程中，将带来史无前例的机遇，迎合历史大趋势的人，都将成为赢家。因而他推行港股加时、力撑阿里巴巴来港上市，建议香港检讨“同股同权”制度、实现内地与香港股市“互联互通”，甚至在 2012 年天价收购伦敦金属交易所（LME），都打上了“配合大中华市场发展”的烙印。

2014 年争议多时的阿里巴巴（BABA.N）终究因合伙人制度、同股不同权等问题错过，最终远走美国，港股市场因此留下了那个让人唏嘘的假如：如果阿里巴巴当时在香港上市，阿里 + 腾讯双剑合璧，现在恒指点位应该是多少？

李小加曾讲：“在我看来，香港市场的核心价值首先是法治精神和程序公义。正是因为遵从法治精神和程序公义，我们不会随便为一家上市公司更改规则，任何重大更改都必须经过审慎程序。也正因为程序公义，一旦研究规则的努力已经开始，我们也不应因为一两家公司的离去而停下来——公司走了，问题还在。”

此后，港交所就上市规则启动了重大改革，也是自 24 年前接纳 H 股上市后的最大改变。“相信香港有条件打破美国吸纳中国新经济企业上市的主导地位。”李小加说。

2018 年 5 月，香港修订的主板上市规则正式生效并开始接受三类新经济公司的上市申请。

第一类是新上市的同股不同权企业，有关企业必须是“新经济股”。上市市值最低为 100 亿元，而且有 10 亿元收入；若市值达 400 亿元，则不设收入要求。

第二类是放宽已在美英上市的同股不同权企业，来港作第二上市。市值要求是 100 亿元，同样只限新经济企业。

第三类则是无收入的生物科技企业，但市值要求需达 15 亿港元以上，以及其研究阶段不

能处于太前期，同时由基石投资者拥有的股份将不会计算为公众持股。

如此种种，新经济的大量上市公司资源都会引流到港股市场，当然也有人会担心市场承接能力的问题，但是李小加从更高的层面来思考，香港本来就是资本自由流动的离岸市场，而且还接上了港股通这个超级大通道，放水养鱼，只要养的锦鲤足够漂亮，水就来了，水大鱼大，才是一个有生机、有活力的市场。接下来做的是要公开、公正。

对于港股通，怎样才能找到一个模式？让两边圆的管子和方的管子能接一块，220V的电压和110V的电压能接起来，两根都别变，并按照自己的习惯来交易，这就是互联互通形式，也是沪港通、深港通、债券通的来历。

结果每天成千上万的中国人在交易港股，成千上万的外国人在交易A股，但每天都是在两个本地市场清算、结算。这种交易是全世界从来都没有出现的一种交易模式，所以沪港通和深港通是一个巨大的创举。

从两地互联互通开始，H股全流通、同股不同权、亏损上市等等制度红利在逐步释放，阳光下风景独好，阴暗处也在暗流涌动，那就是一直以来港股头上的阴霾——老千股，它们的大股东不以做好上市公司业务来盈利，而主要通过玩弄财技和配股、供股与合股等融资方式损害小股东利益。

港交所和证监会开始加大对老千股的打击力度。强调港交所对配股上市有明确的监管政策，监管不能治标不治本，对于“老千股”等已经发生的问题，从上市框架入手，找出适合本地市场发展的规则。强调香港必须要保持市场质素，如做得不好，沪深港通不会再扩大！

2017年6月27日是港股历史上值得铭记的一天。从上午10:30分开始，市场上那些曾经把投资者玩弄于股掌之间、令人深恶痛绝的老

千股，开始大面积轮番爆炸，集体闪崩，场面堪称壮观，而且还以主板公司为主，跌幅50%起步，最高的干脆直接跌到港股市场能跌到的理论下限0.01元。

业界人士认为，这次老千股集体暴跌，印证了香港证监会和港交所的改革措施卓有成效。

迎接新经济

港股大变局迎来了“新经济”。近几年中国经济转型过程中，新兴产业不断壮大、并崛起一大批“新经济”公司，这些公司的代表如小米集团、美团点评、找钢网、映客……此前，新经济公司纷纷赴美融资。港交所的制度改革辟出了一片新天地，一批具有“新技术、新业态、新模式”的“四新企业”，纷纷将上市目光投向了港交所。

众安在线作为国内第一家互联网保险公司，备受市场关注。去年9月众安在线在香港上市接受认购，当时每股定价59.70港元，之后公司股价一路提升，市值也从800多亿港元一度升至1000多亿港元。去年11月，由腾讯文学与原盛大整合而成的大IP孵化器阅文集团赴港上市，投资者对于阅文集团的IPO兴趣高涨，认购需求是阅文集团最初分配数量的约600倍。同时，阅文集团也获得了机构投资者的多倍超额认购。

内地公司赴港上市，成为一个潮流。德勤预测，2018年下半年，香港将有至少5只每只融资100亿港元起步的新股，以新经济模型运作并与金融服务、科技和消费行业相关的企业登场，另会迎来约10家独角兽上市。港交所披露易网站资料显示，目前有超过150家企业已递交上市申请材料，预期下半年登陆港股市场。

港交所的制度改革辟出了一片新天地，一批具有“新技术、新业态、新模式”的“四新企业”，纷纷将上市目光投向了港交所。

甚至出现了 2018 年 7 月 12 日，新经济创造的资本奇观，八家公司同时在港交所敲钟。

截至 8 月 10 日，港交所今年 IPO 公司数量达到 136 家，首发募集资金 1871.21 亿港元，两个指标都稳居全球第一。

但港股热闹的背后，又面临新的问题——新股破发。估计连雷军也没想到小米会以招股价格的下限募股，上市首日出现破发。今年上半年于港股上市的 19 家中资公司，挂牌当天即有一半出现“破发”，至最新“破发”比例接近 7 成。

曾被市场称为“新经济五剑客”的众安在线、易鑫集团、雷蛇、平安好医生和阅文集团在上市后，股价均出现了大幅下滑，且前面四家最新股价更早已跌破发行价。对“四新”企业赴港上市潮的兴起与“新经济泡沫”破裂的说法同时存在。

分析新股破发原因，其一，港股是一个以机构投资者为主的市场，有些机构认为，包括小米在内的新经济类公司都有巨大的变数。与工业制造业企业不同，小米业务众多，而雷军希望手机等硬件业务保持低利润，他没有说明的是，软件服务类业务可以赚取更高的利润。

其二，此前整个市场的估值已处于高位，这一点与 A 股、美股都有互通性，但随着今年全球经济不确定因素的增加，市场的整体估值都出现下调。

其三，有些“四新”企业于今年争相赴港上市的背后，被认为是互联网行业出现增长速度放缓、流量红利见顶，希望于估值高点冲击资本市场的“最后一搏”。

抛开眼前的涨跌，看清趋势最为重要，拥抱新经济就是拥抱未来。而对于港股来说，弥补历史欠账的心情不可谓不迫切。在 IPO 的过程中，各路资金热情高涨，以“五剑客”为代表的新经济企业在 IPO 时均获得了数百倍至千

倍的超额认购，中签率比 A 股打新还低。机构人士表示，券商、香港市场、上市公司自身、媒体以及上市前投资人都有足够的信心，市值被高估是必然的。

正是基于这个高起点，虽然破发势头迅猛，可实际上多数新经济公司的市值水平依然不低，VC/PE 们的账面收益仍然可观。

所以说，由于破发多就看空前景未免草率。尽管市场上疑虑颇多，多数机构人士依然表达了对港股的看好。基岩资本副总裁岑赛钢认为，港股上新经济公司的股价虽然已经下跌不少，依然是被高估的。

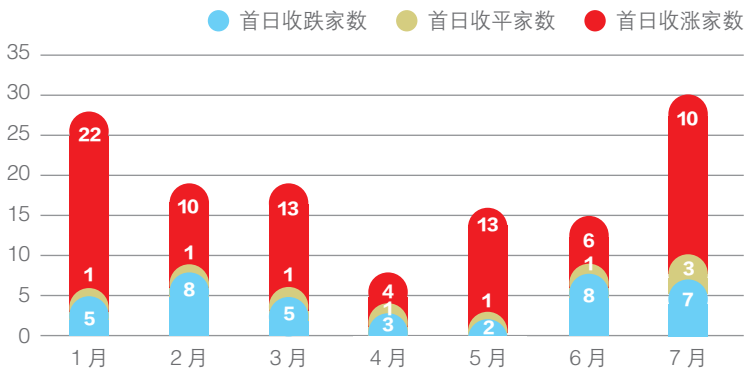
还是那句老话，企业业绩的确定性和稳定性，将是估值最重要的基础。港股是一个市场化程度非常高的市场，这也决定了港股市场行情的分化。

正如李小加所说，香港未来会成为财富配置中心、风险控制中心和资产定价中心。迎接新经济，港股的明天会更好！

（本文由本刊访谈主笔马力执笔）

2018 年 1 月 ~7 月港股新股首日涨跌表现

（截至 7 月 18 日）



资料来源：格隆汇