

深港通提升A股国际化

张跃文

深港通是内地与香港股票市场互联互通机制的组成部分,也是祖国内地支持香港资本市场稳定发展的重要举措。短期来看,深港通对于提振国内股市的作用未见明显,但其持续纵深发展,将对改革A股市场现行体制,提升市场国际化水平具有战略意义。

2016年12月5日深港通的开通标志着A股市场与香港股市初步实现互联互通。内地投资者和香港投资者可以通过各自的开户券商交易香港和A股市场的股票。尽管表面上这是全国性股票市场与一个区域性股票市场的联通,但从市值角度看则是世界第四(上交所)和第六大股票市场(深交所)与第八大股票市场(香港交易所)的联通,三者市值之和超过11万亿美元,稳居世界第二位。如果三者真正实现高水平联通,将对提升中国资本市场的国际地位,增加中国话语权乃至以我为主配置国际市场资源,产生重要的战略意义。目前看,这三个市场间存在某些共性:比如个人投资者比例较高,中资企业股票占有相当比重,证券交易和监管框架相似度高,经济和文化基本面具有高度相关性,等等。这是三个市场有可能实现互联互通的现实基础。与此同时,还应当看到三个市场的差异和互补潜力。比如,上交所市场是A股主板市场的主体,深交所市场已经形成了包括主板、中小板和创业板市场在内的多层次股票市场的雏形,而香港股市则以高度国际化为特征。三个市场的差异,形成了互联互通、惠及三地投资者的动力。因



此,深港通和沪港通初期,将为内地与香港两地投资者提供更多的证券投资选择。随着市场联通机制的不断成熟,三个市场的资金、投资者和证券发行人将有望实现更高水平的交流:交易规则和监管规则趋同、证券跨市场发行和上市、投资者更加自由地跨市场投资。在此过程中,我国A股市场的国际化水平会不断提高。

香港具有独特的政治、经济和区位优势,其完善的法治环境和较高的贸易投资自由化水平,吸引了各国企业和投资者。长期以来,中国香港都是国外投资者进入中国内地的首选落脚点,也是关注亚太地区的各国机构投资者的聚集地,这成就了香港作为亚太地区重要国

际性股票市场的地位。根据香港交易所的统计,2015年香港现货股票市场30%的交易额和衍生品市场25%的交易额是由外国投资者完成的,其中英国、美国投资者的交易额占到一半以上。外国投资者感兴趣的当然并不仅仅是香港本地上市公司的股票,通过投资中资公司H股和红筹股,实现配置中资企业股票,是外国投资者进入香港市场的主要目的之一。据万得资讯统计,这两类股票共占有香港市场40%的市值和50%以上的成交量。随着中国经济地位的迅速提升和正在进行的产业转型升级,中国股票市场的潜力不断增加,香港投资者对于直接进入内地市场的要求日益迫切。香港股市继续保持繁荣稳定的关键,就是

打好“大陆牌”。深港通和沪股通正是在这样的大背景下出炉的。

相较于QFII和QDII制度，深港通和沪股通的投资者门槛大幅下降，其中对大陆个人投资者的证券及现金净资产要求降至50万元人民币，满足这一条件的投资者数量大约有320万人；对于香港投资者，除深圳创业板股票仅限机构投资者交易外，对其他股票普通香港投资者均可参与交易。根据香港交易所的统计，截至2015年末，香港个人股票投资者有230万人，相当于全香港成年人口的36.2%。可见，深港通为内地和香港投资者打开了新的投资渠道，两地监管机构和交易所都释放出极大诚意。但从先期开通的沪港通运行状况来看，形势却并不乐观。自2014年11月开通以来，沪港通确实促成了两地投资者的交叉投资，2015年沪股通双向成交1.5万亿元（可能同当年A股市场大幅震荡有关），港股通双向成交6200亿元。尽管成交总额占两地市场总成交额的比例不大，也初步验证了两地市场联通机制的有效性。但到2016年，形势却发生了较大变化，截至12月初，沪股通当年成交额下降到7000亿元，港股通微增至6400亿元，并没有出现两地投资者跨市场交易大幅攀升的景象。沪股通每日130亿元交易额度，平均剩余125亿元；港股通每日105亿元交易额度，平均剩余93亿元。可见两地市场组织者和监管者所提供的交易通道，远远超过了两地投资者的实际需求，让人颇感冷清。

我们认为，沪港通初期遇冷并不让人感觉意外。原因有三：一是两地市场的投资标的大比例重合且估值差异较大，两地投资者的成交潜力不大。对于境外投资者而言，如果能够以更低的价格在香港市场买到中资企业股票，当然没有必要进入高估值的A股市场；偏好短期股价波动的内地投资者，会发现香港市场的短期机会较少，缺少投资吸引力。二是现有的沪港通每日额度限制和投资标的限制，将该机制的服务范围限

制到普通个人投资者的小额交易，对于机构投资者而言，过多的投资限制会提升其流动性风险，增加投资组合的调整难度，显然沪港通渠道不如QDII和QFII渠道好用。据了解，目前外资机构的QFII和RQFII额度仍有较多剩余。机构投资者减少参与，自然导致沪港通的成交额增长缓慢。三是虽然经济和文化同宗同源，但香港股市同内地股市在市场组织、监管规则和信息披露等方面的特征差异仍然很大，现有的交易服务安排，对于对方投资者的权益保护和信息服务尚不完善，这无疑增加了投资者对于对方市场的距离感，双方拉近距离尚待时日。

深港通与沪港通机制如出一辙，且两地市场均有主板和创业板，股票种类重合度更高，且以深圳为中心的众多华南投资者早已以多种方式进入香港股市，因此深港通对于本地居民的吸引力有限。好在两地居民对于对方城市经济和金融运作比较熟悉，投资者距离感相对较小，深港通的出现有可能分流一部分利用境外账户进行投资的内地投资者交易量，不过由于香港交易所对投资内地创业板的限制，以及香港创业板的长期低迷，深港通对于两地创业板市场交易的贡献可能比较有限。

目前的深港通和沪港通仅仅是香港与内地股票市场互联互通的第一步，其短期收益可能远远小于其长期战略意义。对内地市场而言，两地互联互通的战略意义更多体现在促进A股市场的国际化方面。香港是国际投资者在亚太地区的主要基地之一，香港股市历经百年，积累了丰富的市场组织和国际化运作经验。我们期待市场互联可以帮助内地股市打开新的开放窗口，将更多的国外投资者，先进的投资理念、监管理念、公司治理和股市文化引入国内，促进国内市场更好地融入国际资本市场，真正成为国际市场的主要参与者甚至领导者。美好的愿望总是需要找到切实可行的路径才能够达成。建议决策层从以下几个方面尽快提高两地市场互联水

平：首先，发挥内地市场的资金优势和香港市场的便捷发行优势，尝试允许两地在一级市场实现互联互通，如允许两地市场上市公司到对方市场发行证券，促进融资便利化；其次，逐步开放内地债券市场，将更多境外投资者吸引到国内地方债、金融债和信用债市场，提高国内债市运作水平；再次，加快在法律法规和监管规则方面的衔接，要求内地上市公司更多采用国际通行的会计准则、公司治理准则、信息披露准则和投资者保护措施，提高上市公司运作的国际化和规范化水平，促进国外投资者更好理解国内上市公司的运作规律并给出合理估值；最后，更好融合资本市场开放和人民币国际化两大目标，提高市场互联互通的交易结算和汇兑安排灵活性，降低投资者结算成本和汇兑成本，推出更具操作性和适合两地中小投资者的结算及汇兑机制。

资本市场对外向来是柄双刃剑。在带来开放收益的同时，也会带来新的风险。比如，随着境外投资者增加和境内上市的境外企业增加，发达股票市场对国内股市的影响会日益加深，国内外市场一体化特征会逐步显现，由于发达市场的定价影响力更强，可能会导致国内股市定价权被削弱。此外，原有的资本管制和市场管制措施削弱，容易造成更多的外部风险输入，市场对国际风险因素更加敏感，宏观金融稳定部门和监管部门需要更新风险防控理念和工作思路，这又形成了新的挑战。总之，深港通打开了我国资本市场对外开放的新窗口，形成了以对外开放促进内部改革的新动力。下一步，需要关注市场组织者、监管者和相关部门能否拿出必要的改革决心，形成改革合力，共同推动我国资本市场迈上新台阶。

作者单位：中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 刘宏振)