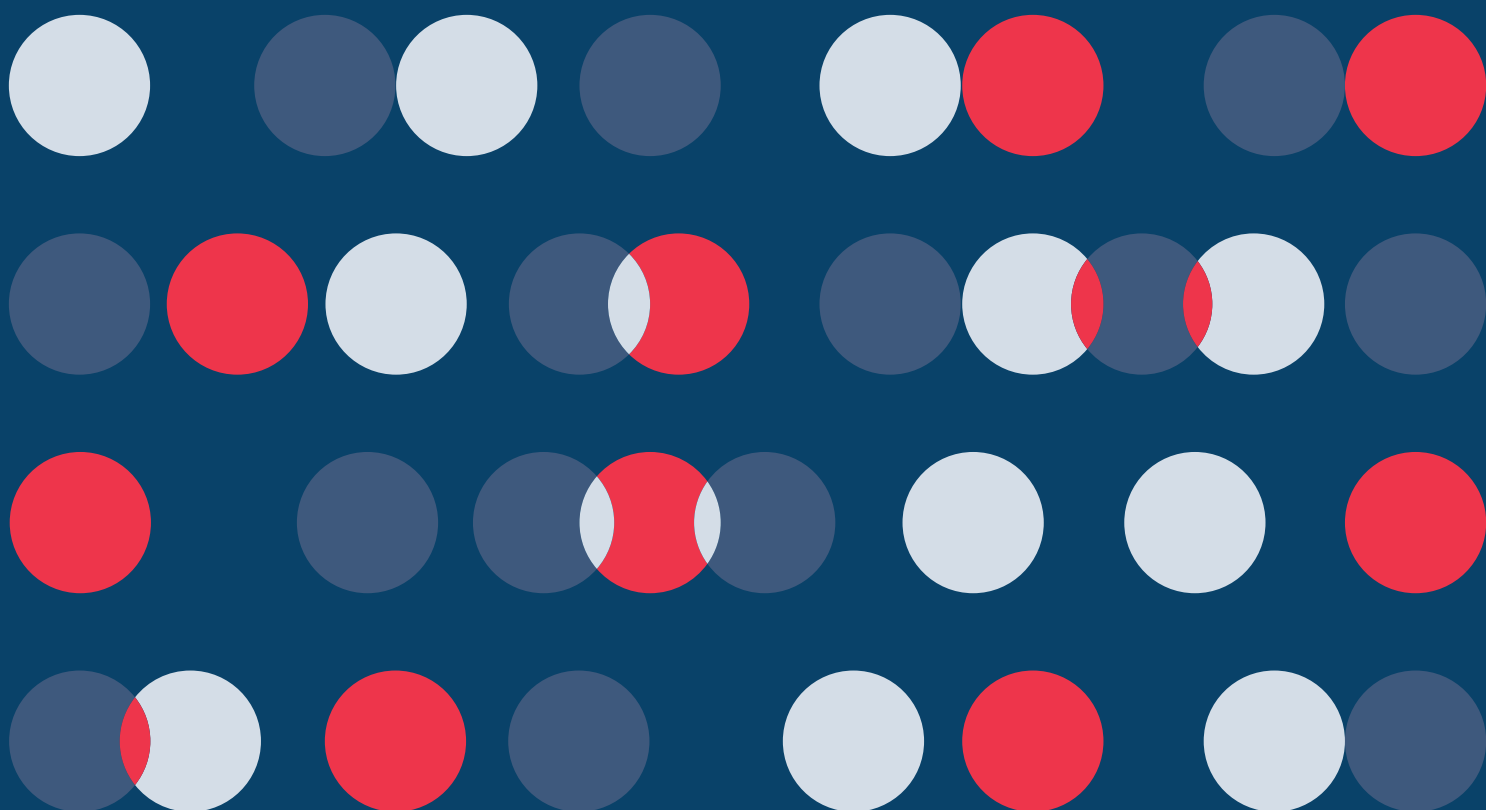


2017年3月

## 研究報告

滬港通與深港通下的互聯互通 —  
內地及全球投資者的「共同市場」



# 目錄

## 頁數

摘要 .....	1
1. 股票市場交易互聯互通機制試點 — 破天荒連通內地股票市場，邁向「共同市場」 .....	2
1.1 滬港通 .....	2
1.2 深港通 .....	3
2. 互聯互通迄今的表現（截至 2016 年底 12 月） .....	5
2.1 北向及南向交易的整體表現 .....	5
2.2 環球投資者對互聯互通股票的興趣 .....	9
2.3 內地投資者對港股通股票的興趣 .....	13
3. 「共同市場」模式 — 給予內地及全球投資者的機遇 .....	18

## 摘要

滬港股票市場交易互聯互通機制試點（滬港通）於2014年11月17日正式推出，是中國內地與香港之間破天荒的市場互聯互通計劃，為海外投資者投資內地股票市場及內地投資者投資香港股票市場提供嶄新的正式渠道。此渠道實現全程封閉兼有序的人民幣跨境資金流，減低對內地市場的潛在金融風險。深港股票市場交易互聯互通機制（深港通）亦已於2016年12月5日推出，為滬港通的延伸篇章，進一步擴充合資格股票範圍。滬深港之間的「共同市場」模式已然基本形成。中國內地與香港之間的共同市場模式是中國內地資本賬開放進程中極具象徵意義的突破，為內地投資者開啟越來越多的環球投資機會，同時也為全球投資者打開更多的內地投資機會。

滬港通的經驗顯示，內地投資者對於透過港股通投資港股的需求正與日俱增。他們的投資不止於大型藍籌股，亦涉及不同行業的中小型股。滬股通的交投顯示全球投資者對內地多元化行業的中小型股亦興趣日濃。深港通涵蓋更多小型股，以迎合內地及全球投資者的需要。兩地監管機構已就交易所買賣基金納入互聯互通標的達成共識，具體時間將另行公告。若獲監管機構批准，日後亦可能納入債券及其他證券、商品及衍生產品。透過「共同市場」模式下的南向交易，內地投資者面向全球資產配置的機遇，或許能獲得更佳的潛在回報，以及利用較內地市場更為多元化的投資及風險管理工具。在國際市場的交易經驗亦有助內地投資者(特別是散戶投資者)趨向成熟。

隨著跨境投資活動日增，可能有越來越大的需求將人民幣股票衍生產品、人民幣利率及貨幣衍生產品等相關跨境組合對沖工具納入共同市場模式中。

## 1. 股票市場交易互聯互通機制試點 — 破天荒連通內地股票市場，邁向「共同市場」

股票市場交易互聯互通機制試點於2014年11月推出首項計劃 — 滬港股票市場交易互聯互通機制試點（滬港通）。儘管交易範圍有限制，這是接通內地證券市場與海外市場股票交易的破天荒機制。此前，境外人士參與內地證券市場的渠道只限於合格境外機構投資者（QFII）計劃及人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃，境外散戶投資者只可透過 QFII 及 RQFII 提供的投資基金參與內地股市<sup>1</sup>。反向地，合格境內機構投資者（QDII）計劃及人民幣合格境內機構投資者（RQDII）計劃是內地參與海外證券市場的唯一全國性正式渠道<sup>2</sup>。繼滬港通順利開通後，深港股票市場交易互聯互通機制（深港通）亦於2016年8月宣布將會啟動，並已於同年12月推出。滬港通與深港通於下文合稱「互聯互通」機制。

互聯互通機制是中國內地資本賬開放的重要里程碑。在實施每日額度及跨境資金流全程封閉下，跨境資金投資活動可在受密切監控下進行及有序發展，減低對內地股票市場的潛在金融風險。此機制日後可因應內地市場的開放進程，在規模、範圍及市場領域等方面擴容，目標是為內地及全球投資者建立中國內地與香港的「共同市場」。

以下分節簡介兩項股票市場交易互聯互通計劃。第2節載列互聯互通自推出後的表現。第3節則探討「共同市場」模式可提供的機遇。

### 1.1 滬港通

中國證券監督管理委員會（中國證監會）與香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）於2014年4月發出聯合公告，宣布開展中國內地與香港的股票市場交易互聯互通機制試點 — 滬港通。香港交易所全資附屬公司香港聯合交易所有限公司（聯交所）與上海證券交易所（上交所）聯手建立跨境買賣盤傳遞及相關技術基礎設施（交易通）。香港交易所另一全資附屬公司香港中央結算有限公司（香港結算）與中國內地的證券結算所中國證券登記結算有限責任公司（中國結算）則共同建立結算及交收基礎設施（結算通）。經過多月的市場準備及系統測試後，滬港通於2014年11月17日正式開通。機制旨在於設定的合資格範圍內，容許香港及海外投資者在內地市場買賣上交所上市股票（「滬股通」或「滬港通北向交易」）及內地投資者在香港市場買賣聯交所上市股票（「滬港通下的港股通」或「滬港通南向交易」）。

在初期階段，滬股適合資格證券包括以下在上交所上市的A股（「滬股通股票」）：

- 上證180指數及上證380指數的成份股；以及
- 有H股同時在聯交所上市的上交所上市A股；

但不包括不以人民幣交易的滬股及被實施風險警示的滬股<sup>3</sup>。

滬港通下的港股適合資格證券包括以下在聯交所主板上市的股票（「港股通股票」）：

- 恒生綜合大型股指數(HSLI)成份股；
- 恒生綜合中型股指數(HSMI)成份股；以及
- 有相關A股在上交所上市的H股；

但不包括不以港幣交易的港股及其相應A股被實施風險警示的H股。

<sup>1</sup> 在1992年於上海及深圳交易所推出的B股市場(以外幣交易，與A股市場分開)，為內地首次嘗試將股票市場對外國投資者開放，但在市場開放的新浪潮下，B股市場交易並不活躍。

<sup>2</sup> 地區政府有推出特殊計劃，如上海的「合格境內有限合夥人」(QDLP)計劃和深圳的「合格境內投資者境外投資試點」(QDIE)。但這些計劃只限主要服務機構投資者及高端個人客戶的私募基金或投資工具，並不如QDII產品開放給一般投資者。

<sup>3</sup> 指相關股份被上交所實施「風險警示」，包括ST公司及\*ST公司的股份以及須根據上交所規則進行除牌程序的股份。

在滬股通股票中，上證 180 指數成份股是上交所最具市場代表性的 180 隻 A 股，而上證 380 指數則是由 380 家規模中型的公司組成，綜合反映上所在上證 180 指數以外一批新興藍籌公司的表現<sup>4</sup>。因此，上證 180 指數的滬股通股票視為對應於港股通 HSLI 股票的「大型」股，而上證 380 指數的滬股通股票則為與港股通 HSMI 股票相應的「中型」股。

於 2017 年 2 月底，合資格證券範圍中共有 715 隻上交所上市滬股通股票（包括 139 隻僅合資格出售的股票<sup>5</sup>）及 317 隻聯交所上市港股通股票<sup>6</sup>。

**投資者資格**方面，所有香港及海外投資者均可參與滬股通交易，但只有內地機構投資者及擁有證券賬戶及資金賬戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者方可參與港股通。

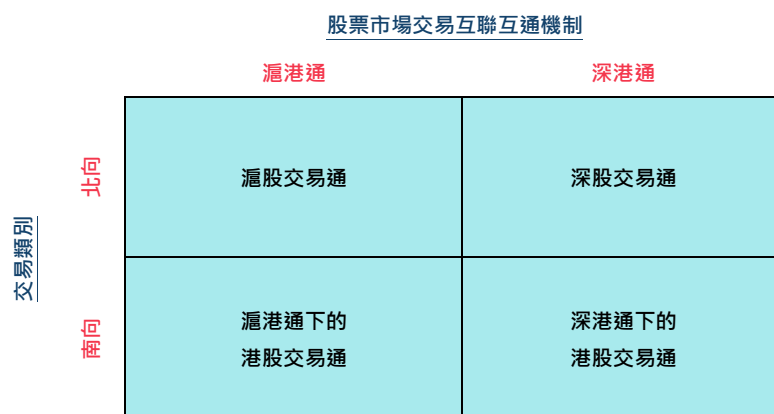
滬股通(北向)交易方面，在香港的投資者透過香港經紀進行買賣，交易則在上交所平台執行。港股通(南向)交易方面，內地投資者透過內地經紀進行買賣，交易則在聯交所平台執行。滬股通及港股通跟隨交易執行平台各自的市場規則。具體而言，內地 A 股市場不可進行即日回轉交易，但香港市場則容許。滬股通股票僅以人民幣進行買賣及交收，港股通股票則以港元進行買賣，內地投資者再與中國結算或其結算參與人以人民幣進行交收。

滬港通下的交易受制於投資額度，最初設有跨境投資價值上限的總額度及每日額度。滬股通及港股通的總額度分別為人民幣 3,000 億元及人民幣 2,500 億元。其後在宣布建立深港通當日（2016 年 8 月 16 日）已取消總額度之設。每日額度現時仍然適用，按「淨買盤」計算的滬股通股票每日上限為人民幣 130 億元，港股通股票則為人民幣 105 億元（於 2016 年底折合約 117 億港元）。

自 2014 年 11 月滬港通推出後，投資者對滬股通及港股通的興趣時有不同。推出後大部分時間均見滬股通交易較港股通交易更為活躍，但自 2015 年後期以來則見港股通交易額日漸增長並有見超越滬股通。2016 年 12 月深港通推出，該月的北向交易顯著提升，數據顯示有近三成歸功於深港通。（詳見第 2 節。）

## 1.2 深港通

中國證監會與香港證監會於 2016 年 8 月 16 日聯合宣布建立深港股票市場交易互聯互通機制（深港通），是基於滬港通推出以來平穩運行的基礎而建立的股票市場交易互聯互通機制試點的延伸項目。深圳證券交易所（深交所）、聯交所、中國結算及香港結算按類似滬港通的形式建立深港通，其後於 2016 年 12 月 5 日開通。含深港通的互聯互通機制現包括以下交易通：



<sup>4</sup> 資料來源：上交所網站。

<sup>5</sup> 原為合資格滬股，但根據預設規定其後不再合資格者。

<sup>6</sup> 資料來源：香港交易所及上交所網站 2017 年 2 月 28 日資料。

**深股通合資格證券包括：**

- 深證成份指數和深證中小創新指數成份股中所有市值不少於人民幣 60 億元的成份股；以及
- 有相關 H 股在聯交所上市的所有深交所上市 A 股；

但不包括不以人民幣交易的深股及被實施風險警示的深股<sup>7</sup>。

除滬港通下的港股通合資格證券外，深港通下的**港股通合資格證券**範圍擴展至包括：

- 所有市值 50 億港元或以上的恒生綜合小型股指數(HSSI)成份股；以及
- 所有聯交所上市公司中同時有 A 股在深交所上市的 H 股；

但不包括不以港幣交易的港股及其相應 A 股被實施風險警示的 H 股。

深港通下的港股通合資格內地投資者與滬港通相同，但透過深港通買賣深交所創業板上市股票的合資格投資者初期只限於相關香港規則及規例所界定的機構專業投資者<sup>8</sup>。

深港通亦沿用滬港通的每日額度，同時不設總額度。

下表 1 概述滬港通及深港通的主要異同。

表 1: 滬港通及深港通主要特點		
特點	滬港通	深港通
滬 / 深股通合資格證券	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 上證 180 指數的成份股及上證 380 指數的成份股</li> <li>• 有 H 股同時在聯交所上市的上交所上市 A 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 深證成份指數和深證中小創新指數成份股中市值在人民幣 60 億元或以上的成份股</li> <li>• 有相關 H 股在聯交所上市的深交所上市 A 股</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不包括被實施風險警示的 A 股及不以人民幣交易的 A 股</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 合資格可買可賣的股票共 576 隻 (於 2017 年 2 月 28 日)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 合資格可買可賣的股票共 904 隻 (於 2017 年 2 月 28 日)</li> </ul>
港股通合資格證券	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 恒生綜合大型股指數(HSLI)成份股</li> <li>• 恒生綜合中型股指數(HSMI)成份股</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 有相關 A 股在上交所上市的 H 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市值 50 億港元或以上的恒生綜合小型股指數(HSSI)的成份股</li> <li>• 有 A 股在上交所或深交所上市的 H 股</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不包括其相應 A 股被實施風險警示的 H 股及不以港幣交易的港股</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 317 隻股票 (於 2017 年 2 月 28 日)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 417 隻股票 (較滬港通下的港股通股票多出 100 隻) (於 2017 年 2 月 28 日)</li> </ul>
滬 / 深股通合資格投資者	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 所有香港及海外投資者(個人及機構)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 創業板合資格股票：初期僅限於機構專業投資者</li> <li>• 其他合資格股票：所有香港及海外投資者 (個人及機構)</li> </ul>
港股通合資格投資者	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 內地機構投資者及擁有證券賬戶及資金賬戶餘額合計≥人民幣 50 萬元的個人投資者</li> </ul>	
每日額度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 北向：人民幣 130 億元</li> <li>• 南向：人民幣 105 億元</li> </ul>	
總額度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 沒有</li> </ul>	

<sup>7</sup> 指相關股份被深交所實施「風險警示」，包括 ST 公司及\*ST 公司的股份以及須根據深交所規則進行除牌程序的股份。

<sup>8</sup> 有關「機構專業投資者」的定義見《證券及期貨條例》下的《證券及期貨（專業投資者）規則》。

表 1: 滬港通及深港通主要特點 (續)

特點	滬港通	深港通
北向交易、結算及交收	• 按照上交所及中國結算在上海市場的慣例	• 按照深交所及中國結算在深圳市場的慣例
南向交易、結算及交收	• 按照聯交所及香港結算的市場慣例	

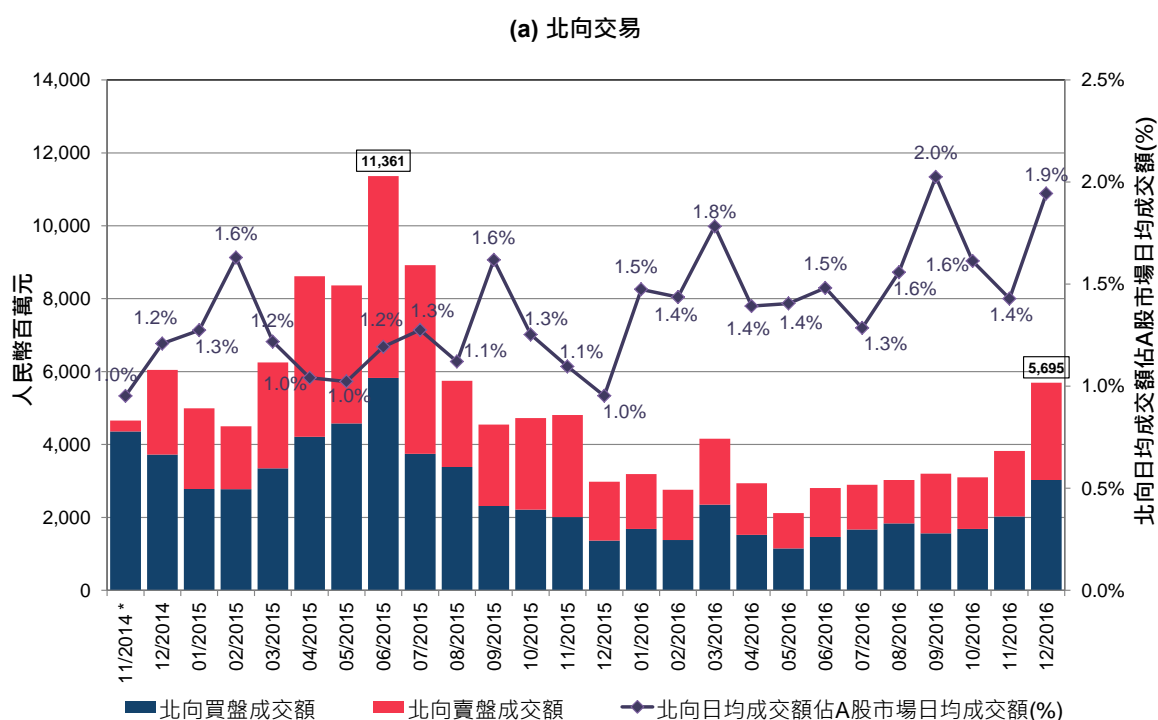
## 2. 互聯互通迄今的表現 (截至 2016 年底)

### 2.1 北向及南向交易的整體表現

北向及南向交易的成交量隨著市場氣氛的轉變而時有不同。然而，北向交易的日均成交額佔內地 A 股市場總體日均成交額一直維持在 1%至 2%相對窄幅的水平。反觀南向交易，在滬港通推出後首九個月，南向交易成交量漲跌互現，但自 2015 年第四季，南向交易額在聯交所主板市場總成交的佔比出現強勁上升趨勢，從 2015 年 9 月佔主板日均成交額的 2.1%升至 2016 年 9 月的 10.8%；縱使其後有所回落，但上升勢頭持續。南向交易日均成交額於 2016 年 6 月再度超過北向交易，是 2015 年 4 月來的首次，其後月度亦屢次超過。(見下圖 1 及 2)

值得注意的是，在 2016 年 12 月 5 日深港通開通日起至 2016 年底的 17 個北向交易日中，深港通北向交易佔互聯互通北向交易總成交額的 27%，佔北向買盤總額的 40%，顯示國際投資者對深股有相當興趣。

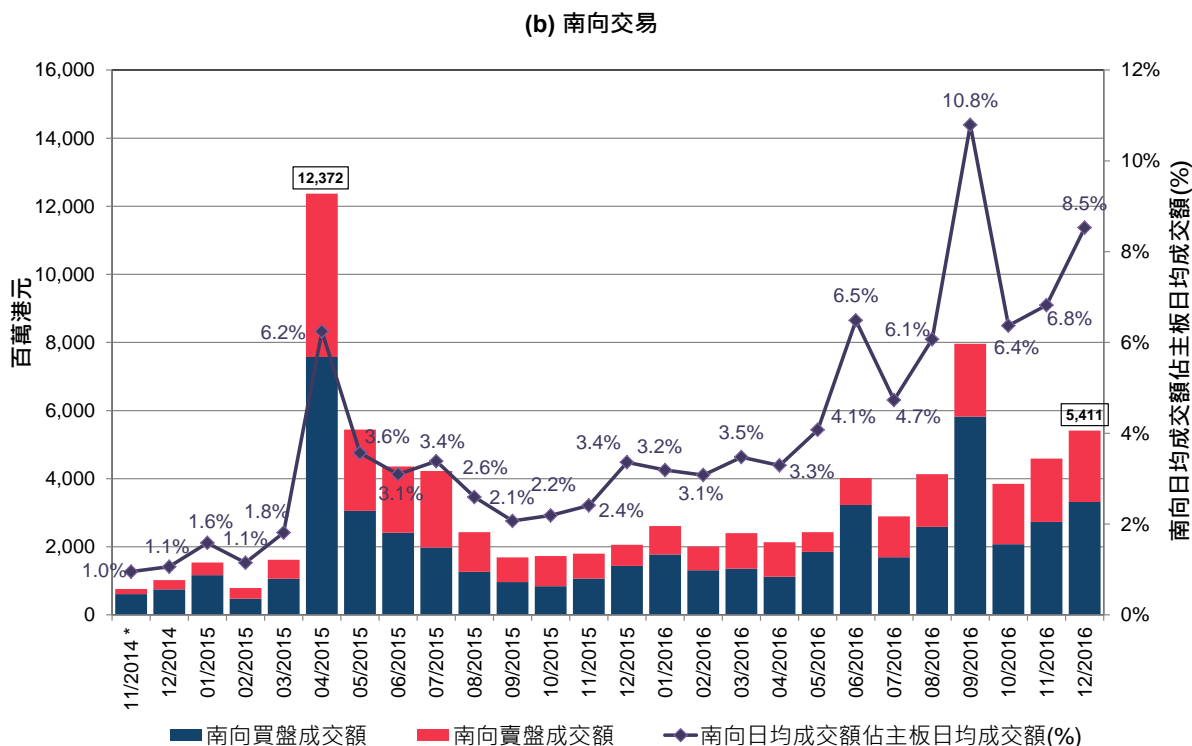
圖 1: 互聯互通平均每日成交額 (2014 年 11 月 – 2016 年 12 月)



\* 自 2014 年 11 月 17 日滬港通開通之日起計

註：自 2016 年 12 月 5 日起包括於當日推出的深港通數據；作為基礎比較的 A 股市場數據自該日起包括深交所 A 股市場。

圖 1: 互聯互通平均每日成交額 (2014年11月 - 2016年12月)

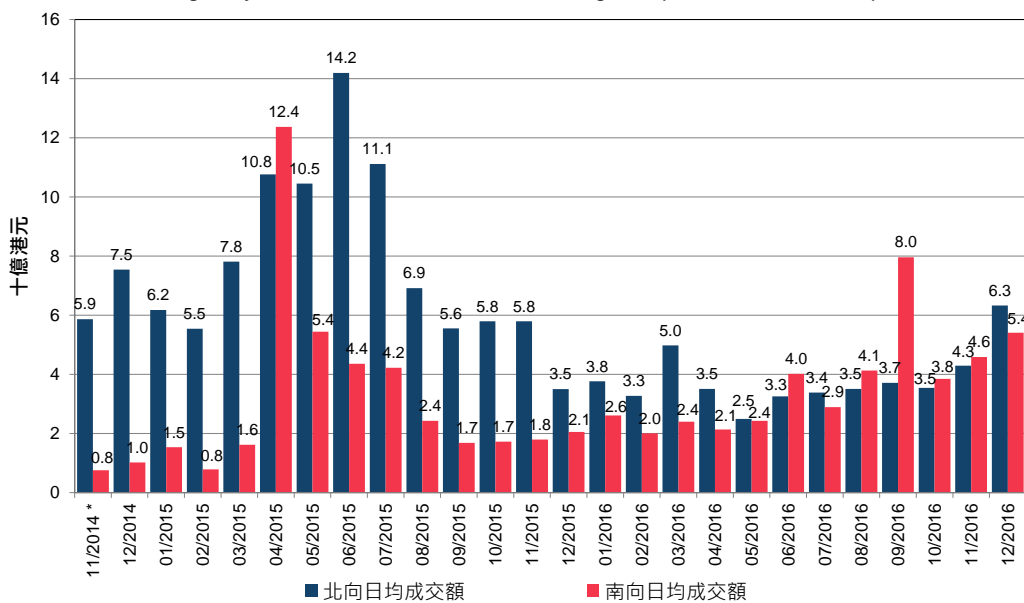


\* 自 2014 年 11 月 17 日滬港通開通之日起計

註：在計算佔市場日均成交總額的百分比時，北向交易/南向交易的交易額為雙邊成交額（買盤及賣盤分別計算在內），而市場總成交額為單邊成交額（買盤及賣盤以單一交易額計算）。自 2016 年 12 月 5 日起包括於當日推出的深港通數據。

資料來源：香港交易所

圖 2: 互聯互通下的南向交易與北向交易日均成交總額 (買盤及賣盤) 對比 (2014年11月 - 2016年12月)



\* 自 2014 年 11 月 17 日滬港通開通之日起計

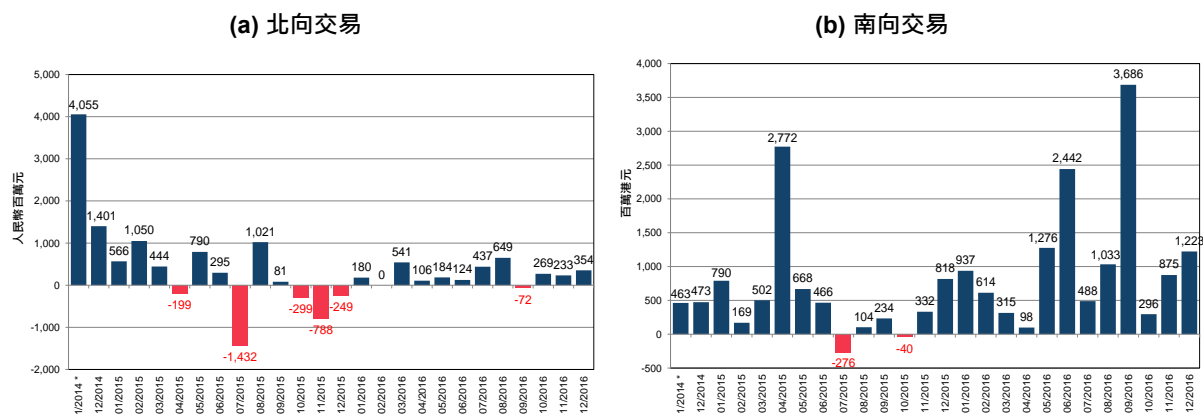
註：北向交易成交額按月末匯率（來自香港金融管理局網站）轉換為港元。自 2016 年 12 月 5 日起包括於當日推出的深港通數據。

資料來源：香港交易所



此外，自 2015 年後期開始，南向交易的平均每日買盤淨額均遠高於北向交易。自互聯互通推出至 2016 年底，南向交易只有兩個月錄得淨賣盤，相比之下北向交易則曾錄得六個月的淨賣盤（見圖 3）。其間 485 個南向交易日中，有 86% 的時間出現淨買盤，相對於 494 個北向交易日中有 56% 的日子出現淨買盤。然而，北向交易及南向交易兩者按淨買盤基礎計算的每日額度使用量一直不高——滬港通下僅有 18% 的北向交易日及 20% 的南向交易日的每日額度用量曾超過 10%，以及有 6% 的北向交易日及 6% 的南向交易日的每日額度用量曾超過 20%<sup>9</sup>。在深港通下，17 個交易日中有 4 日（即 24%）的北向交易日的每日額度用量超過 10% 及只有 1 日（即 6%）超過 20%，而南向交易額度則從未超過 10%。（見下圖 4 及表 2）

圖 3: 互聯互通下的北向交易與南向交易日均淨買盤/賣盤成交額 (2014 年 11 月 — 2016 年 12 月)



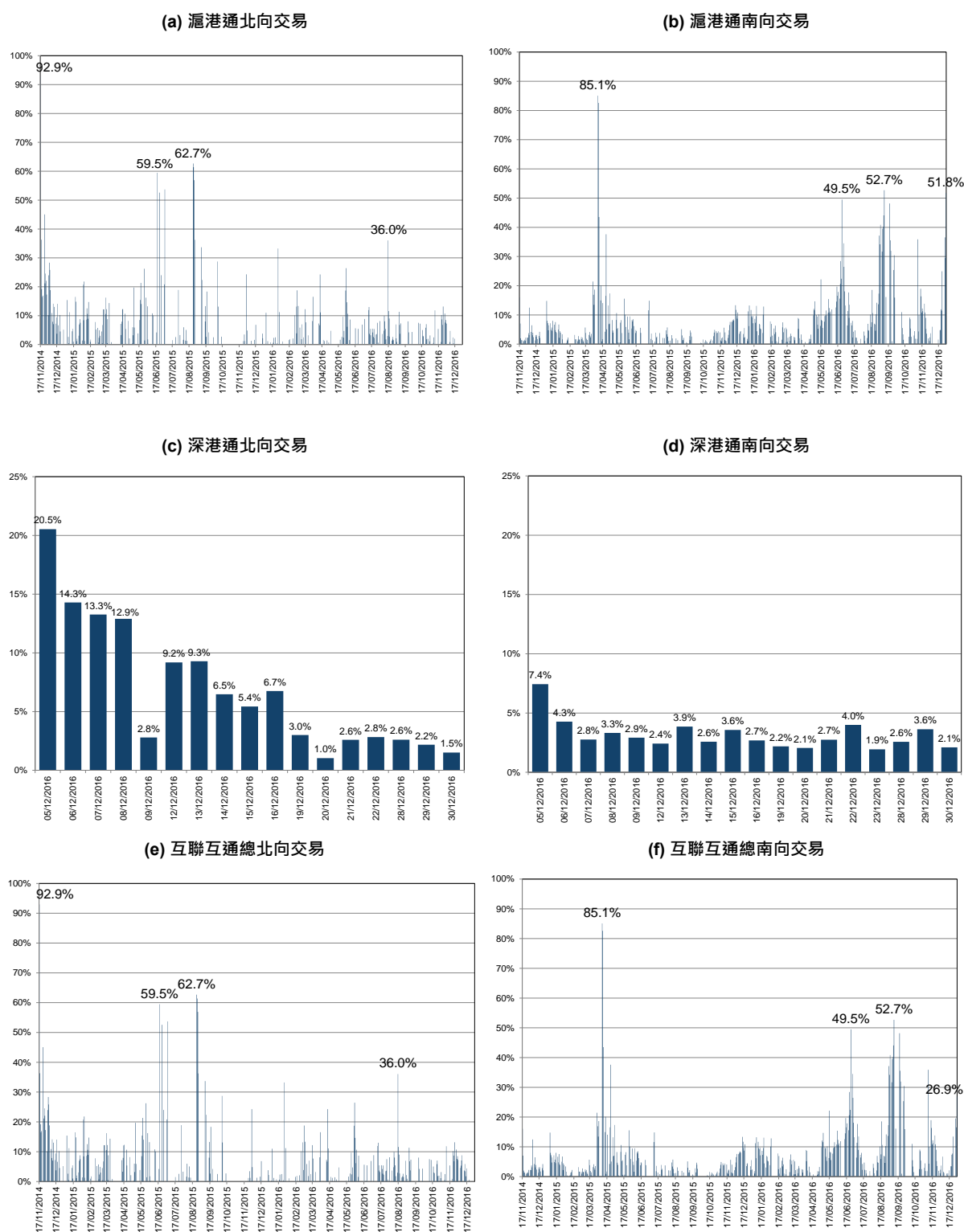
\* 自 2014 年 11 月 17 日滬港通開通之日起計

註：自 2016 年 12 月 5 日起包括於當日推出的深港通數據。

資料來源：香港交易所

<sup>9</sup> 就北向交易而言，每日額度用量超過 10% 意指淨買盤超過北向交易每日額度人民幣 130 億元的 10%，即淨買盤超過人民幣 13 億元。南向交易方面亦同理，只是以南向交易淨買盤每日額度人民幣 105 億元為計算基準，貨幣轉換按湯森路透每日人民幣兌港幣的匯率計算。

圖 4：互聯互通每日淨買盤額度用量 (2014 年 11 月 17 日 – 2016 年 12 月 31 日)



註：自 2016 年 12 月 5 日起，互聯互通總北向交易及總南向交易的每日總額度是滬股通與深股通之和。

資料來源：香港交易所；用以計算南向額度用量的每日成交額按湯森路透的每日匯率轉換為人民幣。

表 2: 互聯互通每日額度使用量 (2014 年 11 月 17 日 – 2016 年 12 月 31 日)

	滬港通		深港通	
	北向交易	南向交易	北向交易	南向交易
交易日總數	494	485	17	18
錄得淨買盤日數佔比	55%	85%	100%	100%
每日額度使用量範圍	北向交易 (日數 / 相對總日 數佔比)	南向交易 (日數 / 相對總日 數佔比)	北向交易 (日數 / 相對總日 數佔比)	南向交易 (日數 / 相對總日 數佔比)
>0% - 10%	186 / 37.7%	317 / 65.4%	13 / 76.5%	18 / 100%
>10% - 20%	58 / 11.7%	66 / 13.6%	3 / 17.6%	0 / 0%
>20% - 30%	17 / 3.4%	10 / 2.1%	1 / 5.9%	0 / 0%
>30% - 40%	5 / 1.0%	11 / 2.3%	0 / 0%	0 / 0%
>40% - 50%	1 / 0.2%	6 / 1.2%	0 / 0%	0 / 0%
>50% - 60%	4 / 0.8%	2 / 0.4%	0 / 0%	0 / 0%
>60% - 70%	2 / 0.4%	0 / 0%	0 / 0%	0 / 0%
>70% - 80%	0 / 0%	0 / 0%	0 / 0%	0 / 0%
>80% - 90%	0 / 0%	2 / 0.4%	0 / 0%	0 / 0%
>90% - 100%	1 / 0.2%	0 / 0%	0 / 0%	0 / 0%
<b>互聯互通總和</b>	<b>北向交易</b>		<b>南向交易</b>	
交易日總數	494		485	
錄得淨買盤日數佔比	56%		86%	
每日額度使用量範圍	北向交易		南向交易	
>0% - 10%	191 / 38.7%		324 / 66.8%	
>10% - 20%	58 / 11.7%		67 / 13.8%	
>20% - 30%	17 / 3.4%		9 / 1.9%	
>30% - 40%	5 / 1.0%		10 / 2.1%	
>40% - 50%	1 / 0.2%		6 / 1.2%	
>50% - 60%	4 / 0.8%		1 / 0.2%	
>60% - 70%	2 / 0.4%		0 / 0%	
>70% - 80%	0 / 0%		0 / 0%	
>80% - 90%	0 / 0%		2 / 0.4%	
>90% - 100%	1 / 0.2%		0 / 0%	

## 2.2 環球投資者對互聯互通北向股票的興趣

在滬港通推出初期，環球投資者北向買賣及持有滬股通股票主要涉及市值龐大的上證 180 指數成份股（佔 2014 年成交金額的 94% 及 2014 年底持股金額的 96%）。北向交易中，買賣中型的上證 380 指數成份股的比例由 2014 年佔 6% 逐漸增至 2016 年的 23%。經滬股通持有此等中型股的比例曾於 2015 年年底升至 22%，又於 2016 年底回落至 17%，但仍遠高於 2014 年底的 4%。不過，環球投資者對滬股通股票的興趣始終以內地大型藍籌股為主。（見圖 5a 及 5b）

2016 年 12 月 5 日推出的深港通方面，環球投資者北向買賣及持有的股票亦主要是深證成份指數的藍籌股 — 佔 2016 年交易金額的 90% 及年底持股金額的 93%。（見圖 5c 及 5d）

圖 5: 互聯互通 — 北向交易金額及投資者持股金額按股票類別的分佈 (2014年11月 — 2016年12月)



\* 「其他」包括非為合資格指數成份股但有 H 股同時在聯交所上市的 A 股以及期內從合資格股票名單中剔除的股票 ( 只可賣出 )。

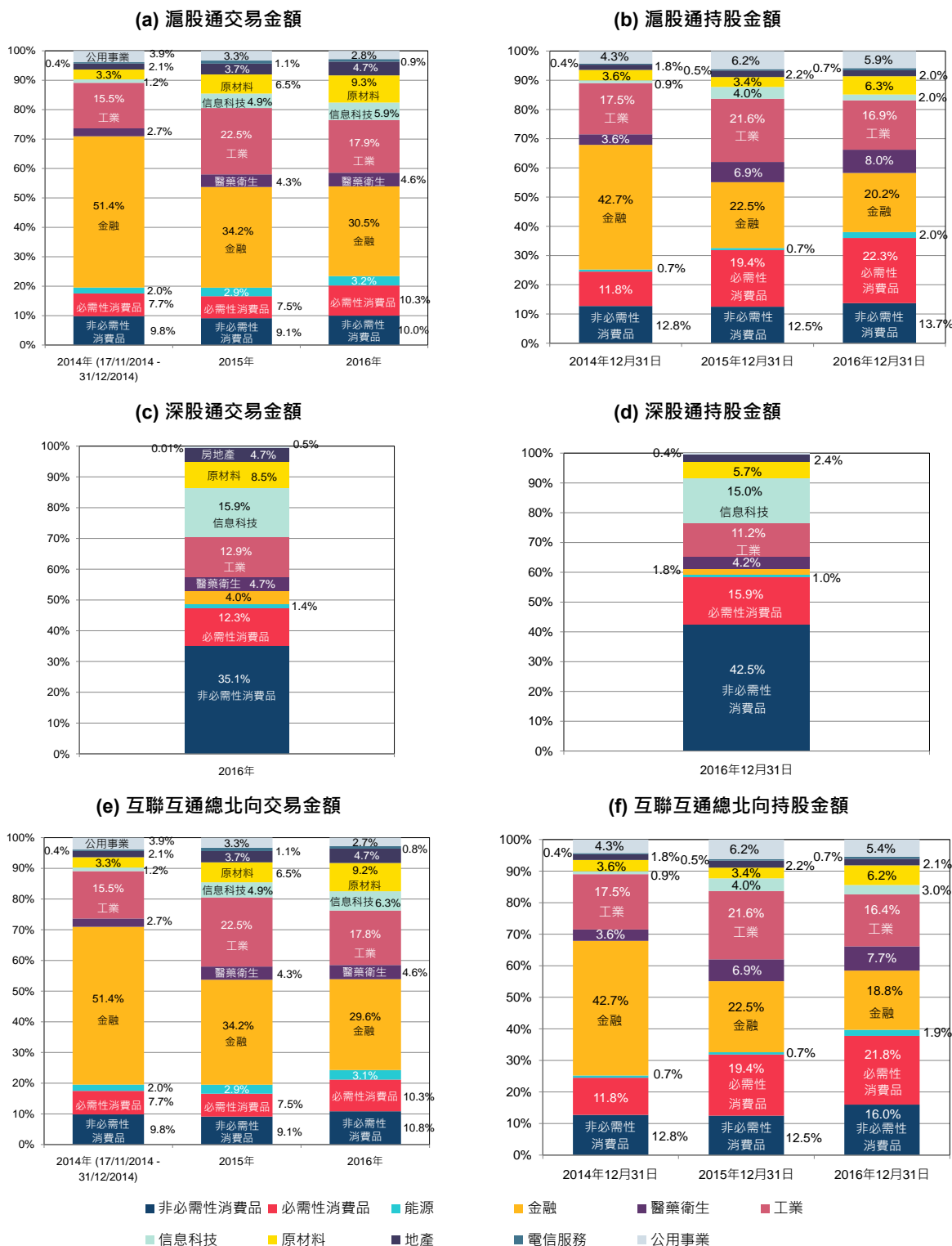
註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：香港交易所

滬股通下環球投資者對內地消費板塊 ( 非必需性消費品及必需性消費品 ) 股票的興趣保持平穩，自滬港通推出以來，該板塊股票佔北向交易金額略增至 2016 年的 20%，持股佔比亦有所上升。深股通下的消費板塊佔更重要的比重 — 2016 年交易金額的 47% 及年底持股金額的 58%。滬股通與深股通合計，環球投資者於 2016 年底持有的內地消費板塊高達 38%。

滬股通下的內地工業板塊股票亦頗具吸引力 — 該板塊股票佔 2016 年北向交易金額及期末持股金額達 17%。滬股通下的金融板塊股票（均為市值大的上證 180 指數成份股）的較大佔比則漸降 — 由 2014 年分別佔北向交易金額及期末持股金額的 51%及 43%降至 2016 年底的 31%及 20%。深股通下的信息科技股票對環球投資者亦相當吸引，2016 年其交易額佔 16%及年底持股額佔 15%。深股通的推出促使內地信息科技股在互聯互通下的北向交易佔比的進一步提升。（見圖 6）

圖 6: 互聯互通 — 北向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014 年 11 月 — 2016 年 12 月)

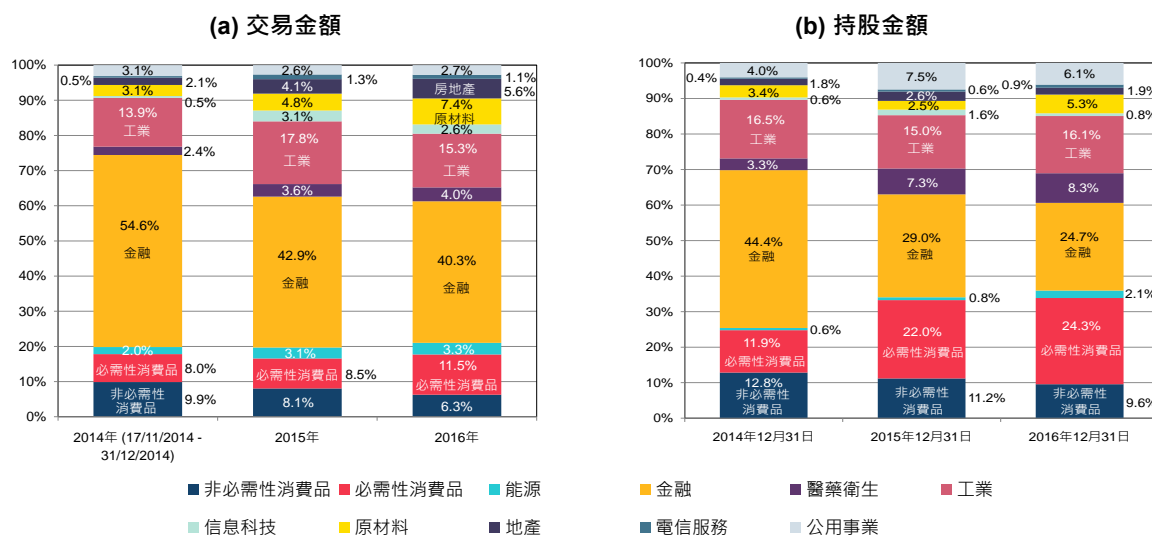


註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：香港交易所；股份分類採用來自彭博或湯森路透的環球指數分類標準(GICS)。

在涉及大型的上證 180 指數股份的北向交易中，金融股的佔比最大，而涉及中型的上證 380 指數股份的北向交易中，工業板塊股票佔相當高比重。消費板塊股票亦佔大型上證 180 指數股份北向交易的相當大比重，而消費及信息科技板塊股票佔中型上證 380 指數股份北向交易的比重呈顯著上升趨勢。誠然，縱使中型上證 380 指數股份中沒有金融類股票，其成份股中的信息科技、原材料及醫藥衛生板塊的股票較大型上證 180 指數股份更能吸引多元化的投資。(見圖 7 及 8)

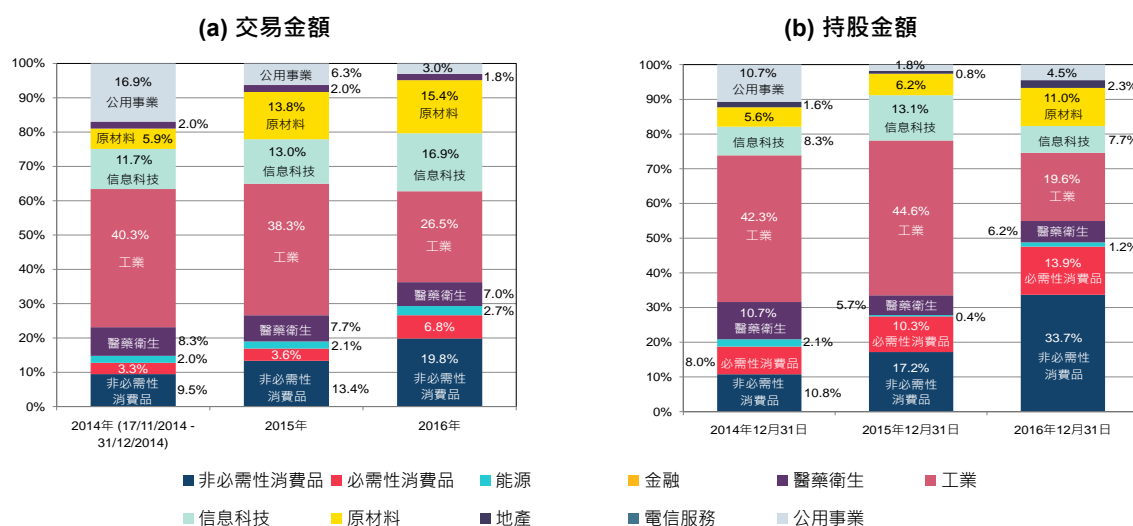
圖 7: 滬港通—上證 180 指數成份股的北向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014 年 11 月—2016 年 12 月)



註：因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：香港交易所；股份分類採用來自彭博或湯森路透的環球指數分類標準(GICS)。

圖 8: 滬港通—上證 380 指數成份股的北向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014 年 11 月—2016 年 12 月)

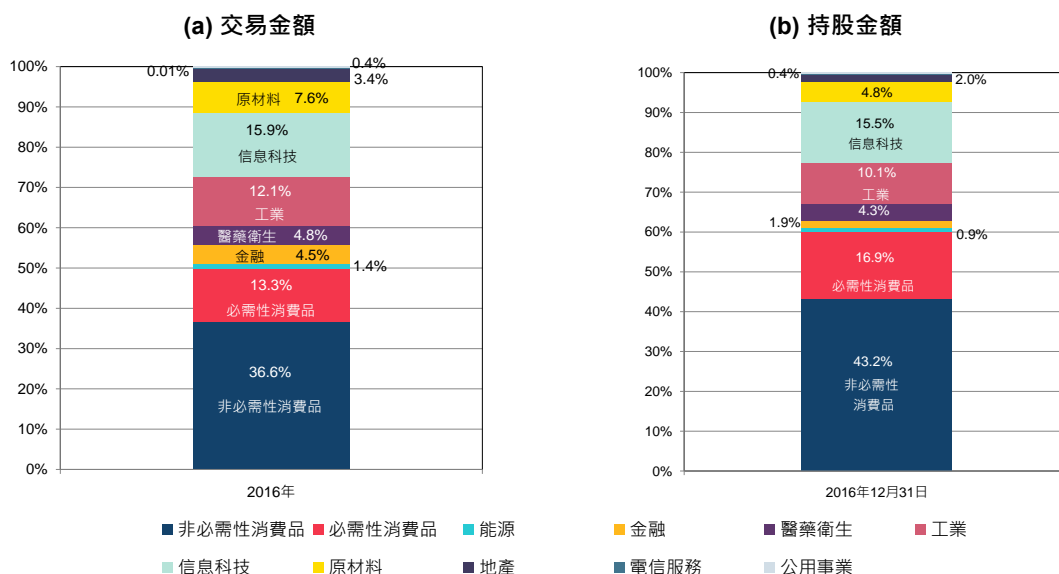


註：因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：香港交易所；股份分類採用來自彭博或湯森路透的環球指數分類標準(GICS)。

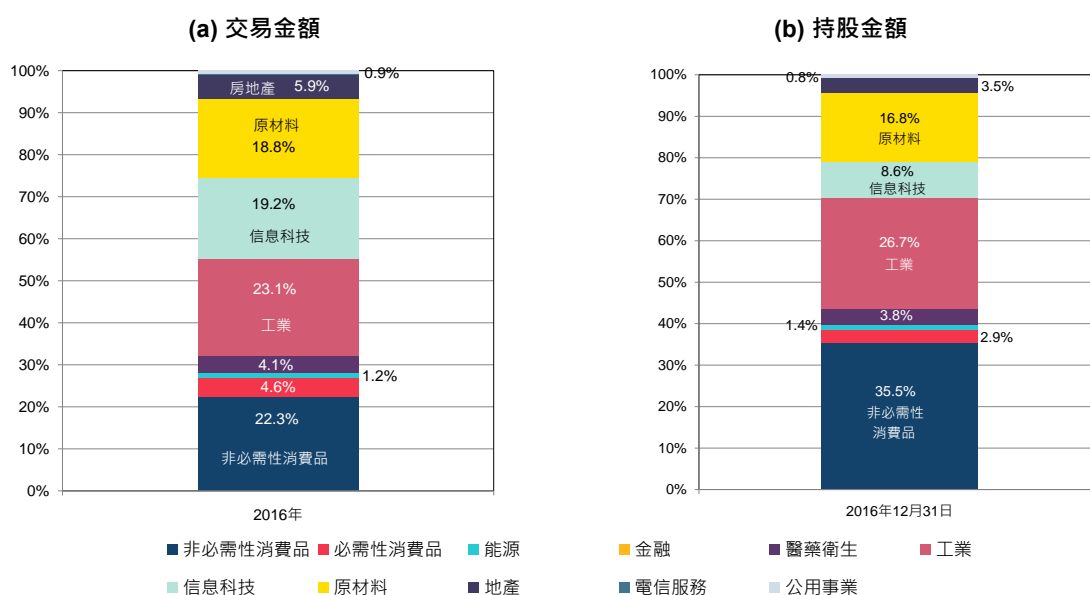
至於深股通方面，屬藍籌股指數的深證成份指數的北向交易中，消費板塊股票的交易及持股金額佔比相當高，信息科技股的佔比亦頗高；而涉及深證中小創新指數股份的北向交易中，工業、信息科技以及原材料板塊股票均有相當大的比重，非必需性消費品板塊股票則在持股比重方面佔優。(見圖 9 及 10)

**圖 9：深港通 — 深證成份指數成份股的北向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2016年12月)**



註：數據自 2016 年 12 月 5 日起深港通推出之日起計。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。  
資料來源：香港交易所；股份分類採用來自彭博或湯森路透的環球指數分類標準(GICS)。

**圖 10：深港通 — 深證中小創新指數成份股的北向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2016年12月)**



註：數據自 2016 年 12 月 5 日起深港通推出之日起計。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。  
資料來源：香港交易所；股份分類採用來自彭博或湯森路透的環球指數分類標準(GICS)。

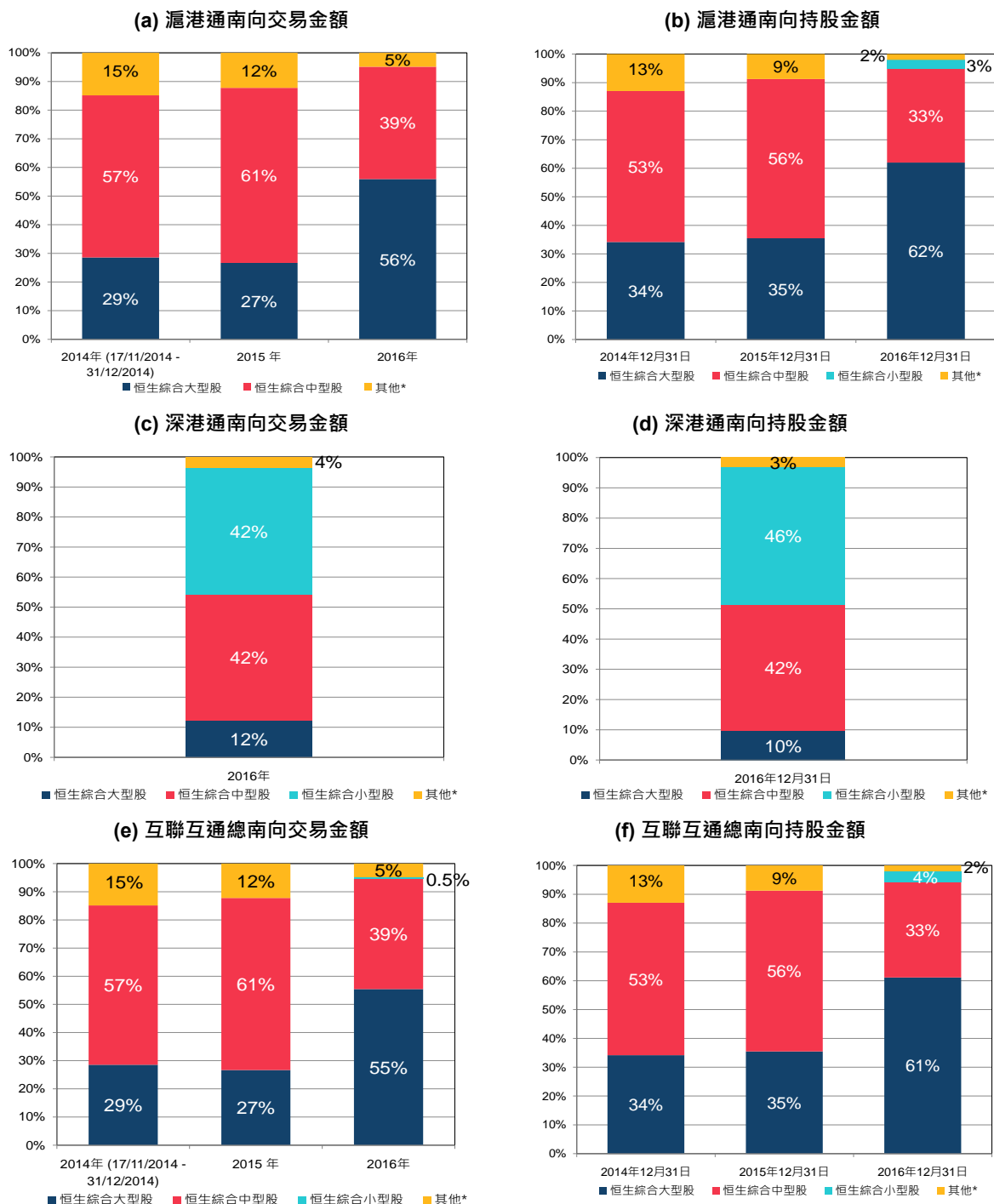
### 2.3 內地投資者對港股通股票的興趣

圖 11 顯示各類合資格港股通股票的交易及投資者持股情況。與北向的滬股通投資相較之下，南向的港股通交易及持股金額在 2014 年互聯互通推出之時多集中於恒生綜合中型股指數成份股。到 2016 年期間，某程度上已轉為以恒生綜合大型股指數成份股為主。儘管如此，恒生綜合中型股指數股份仍佔港股通 2016 年全年的交易金額及期末持股金額的相當大比重(~40%)。

除了恒生綜合大型股指數及中型股指數成份股外，在深港通下的合資格南向交易股票還包括恒生綜合小型股指數成份股，後者所佔深港通 2016 年 18 個交易日的南向交易的比重相當高，與

中型股的比重同為 42%，小型股在深港通下的持股比重較中型股更高（46%對比 42%）。然而互聯互通總體南向持股分佈方面，恒生綜合小型股的比重因其低資產價值定義的內在性質關係仍相對甚低（4%）。

圖 11: 互聯互通－南向交易金額及投資者持股金額按股票類別的分佈（2014年11月－2016年12月）



\* 「其他」包括非為合資格指數成份股但有 A 股同時在上交所或深交所（2016年12月5日起計）上市的 H 股以及期內從合資格股票名單中剔除的股票（只供賣出）。

註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。持股類別為期末之狀態，交易期間之股票類別可能有變；因股票類別變更，滬港通下於期末會持有恒生綜合小型股，但其買賣則計算入「其他」類別。

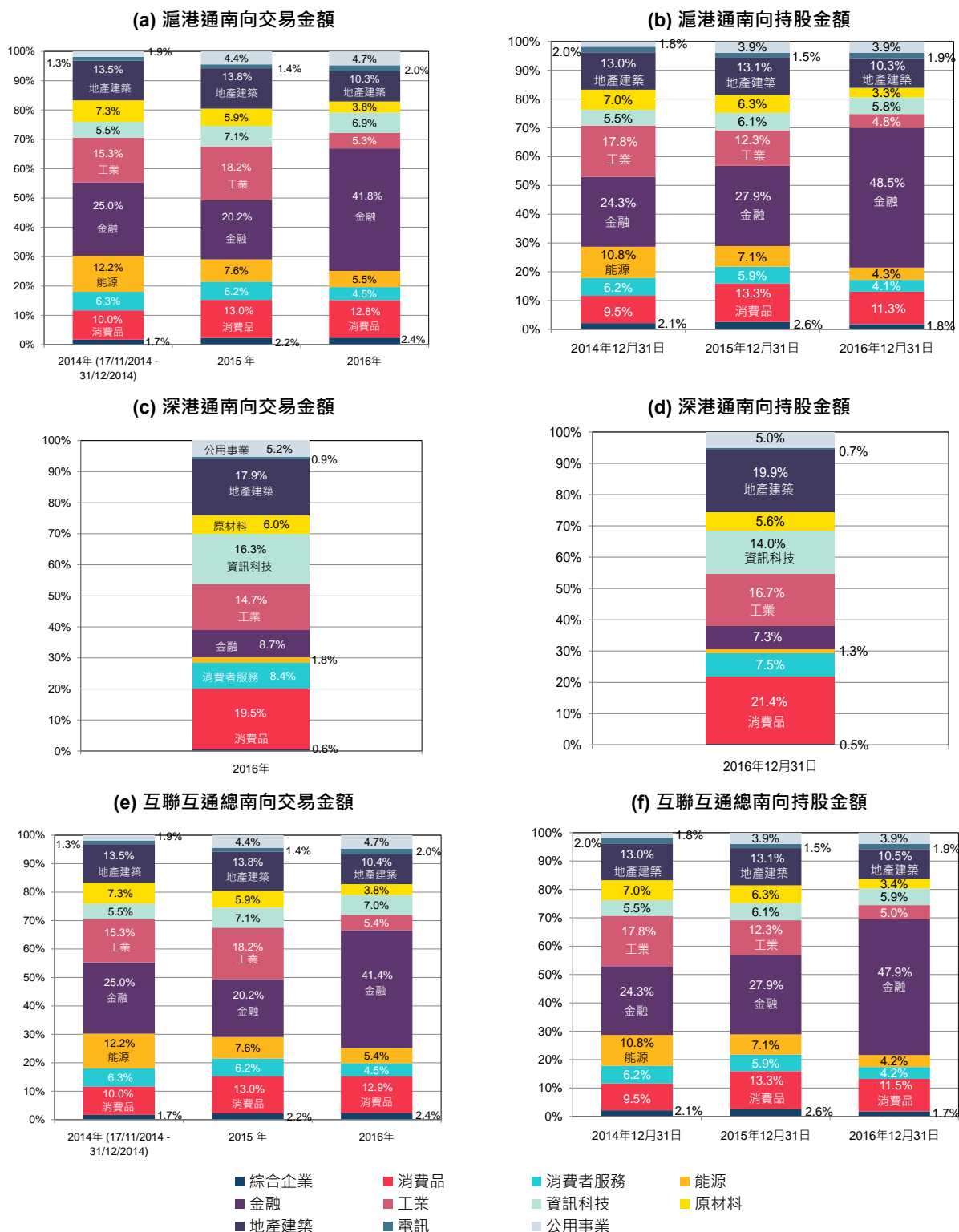
因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：交易數據來自香港交易所；持股數據來自 Webb-site Who's Who 數據庫。股份分類採用恒生指數有限公司的分類。



從行業來看，投資者對金融股的興趣日濃，互聯互通下的金融股於 2016 年獨佔鰲頭，成為交易及持股最多的行業。其他較受歡迎的行業還有消費品製造業及地產建築業。深港通下的南向交易和持股則並未集中於金融股，而有相當比重分佈於消費品類、地產建築、資訊科技及工業類股票。(見圖 12)

圖 12: 互聯互通－南向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014 年 11 月－2016 年 12 月)



註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：交易數據來自香港交易所；持股數據來自 Web-site Who's Who 數據庫。股份分類採用恒生指數有限公司的分類。

但是，南向的港股通投資以金融股為主的情況主要見於恒生綜合大型股指數股份方面。在恒生綜合中型股指數股份方面，內地投資者經港股通買賣及持有的行業類別更為多元化。2016年，南向交易及持有的恒生綜合中型股指數成份股中有相當大的比例是消費品製造業股份（約 25-27%，若計及消費品服務業更超過 30%）及地產建築業股份（約 16-18%）。金融股只列位第三，與其於恒生綜合大型股指數成份股的港股通交易及持股中的主力地位顯然有別。在深港通下恒生綜合大型及中型股指數成份股南向交易金額及持股金額按行業類別的分佈同樣有相若的顯著分別。而深港通下的恒生綜合小型股指數成份股中的資訊科技股明顯能吸引頗高的交易與持股比重。（見圖 13 至 15）

**圖 13: 互聯互通－恒生綜合大型指數成份股南向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014年11月－2016年12月)**



註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。持股類別為期末之狀態，交易期間之股票類別可能有變。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：交易數據來自香港交易所；持股數據來自 Web-site Who's Who 數據庫。股份分類採用恒生指數有限公司的分類。

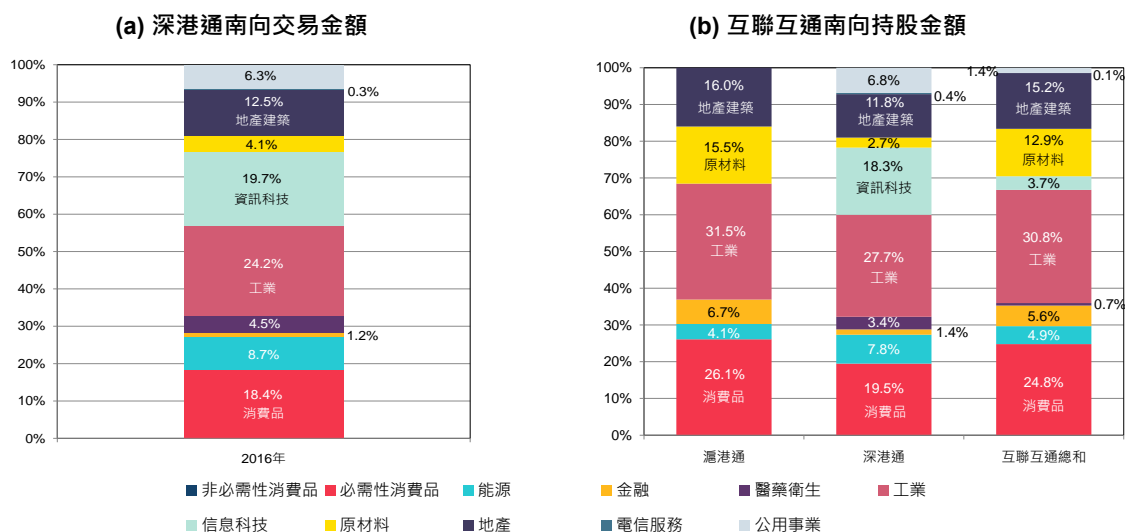
**圖 14: 互聯互通－恒生綜合中型指數成份股的南向交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2014年11月－2016年12月)**



註：深港通數據是由 2016 年 12 月 5 日深港通推出之日起計算。持股類別為期末之狀態，交易期間之股票類別可能有變。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於 100%。

資料來源：交易數據來自香港交易所；持股數據來自 Webb-site Who's Who 數據庫。股份分類採用恒生指數有限公司的分類。

圖 15: 互聯互通 — 恒生綜合小型指數成份股的南向交易交易金額及投資者持股金額按行業類別的分佈 (2016年12月)



註：深港通數據是由2016年12月5日深港通推出之日起計算。持股類別為期末之狀態，交易期間之股票類別可能有變；因股票類別變更，滬港通下於期末會持有恒生綜合小型股，但其買賣則計算入「其他」類別。因四捨五入關係，百分比的總和或不等於100%。

資料來源：交易數據來自香港交易所；持股數據來自Webb-site Who's Who數據庫。股份分類採用恒生指數有限公司的分類。

換言之，在互聯互通機制下，內地投資者對多種不同類型行業的中型港股通股票有相當大興趣。相對大型股中金融股佔比相當重的情況，較小型的股份反為內地投資者提供更多元的股份行業投資選擇。

### 3. 「共同市場」模式 — 給予內地及全球投資者的機遇

在深港通推出後，縱使在指定合資格股票範圍內運作，滬深港三地的「共同市場」模式會基本形成。由於股票市場交易互聯互通機制可以擴容，這無形中打開了一個潛在的內地與香港股票共同市場，其股份總值105,140億美元（2016年底）、日均股份成交約843億美元（2016年），於全球交易所中按市值計排名第二（僅次於紐約證券交易所）、按股份成交額計排名第二<sup>10</sup>。「共同市場」模式更可擴展至股票以外的多個範疇。按中國證監會與香港證監會於2016年8月16日原則上批准建立就深港通的聯合公告所披露，兩家監管機構已就將交易所買賣基金納入機制內合資格股票達成共識，將於深港通運行一段時間及滿足相關條件後再宣布推出日期。此外，中國證監會與香港證監會將共同研究及推出其他金融產品，便利及迎合內地與環球投資者對於管理對方股票市場的價格風險的需要。

在「共同市場」模式下，可以向內地投資者提供各式各樣的海外產品，亦可以向全球投資者提供不同的內地產品。南向交易為內地投資者（個人及機構）打開投資海外資產的規範化渠道。此渠道全程封閉、每日額度的使用受審慎監控，而又在無總額度下提供相當的靈活度。在無總額度限制下，投資者可較以往更自由地配置跨境資產組合投資，這等同為內地投資者提供了全球資產配置機會。按此機制操作，資金全程封閉：在機制下人民幣先轉成港元用於購買海外資產，他日出售海外資產時再轉換成人民幣匯回中國內地，實質上完全避免長遠的資金外流問題。這樣的模式等同擴展了內地投資者可投資資產的種類。在此環境下，互聯互通渠道補足了內地可投資資產相對短缺的問題，內地資金可以投資於海外，或者能獲得較內地市場更佳的潛在回報。有見及此，中國保險監督管理委員會於2016年9月初發出政策文件<sup>11</sup>，容許保險資金參與

<sup>10</sup> 國際證券交易所聯會(WFE)數據 (WFE 網站 2017年1月20日市值資料及2017年3月1日成交資料)。日均成交額按WFE 2016年數據的合併成交額以及內地市場交易日總數244日計算。排名按2016年截至12月的合併成交額計算。

<sup>11</sup> 《關於保險資金參與滬港通試點的監管口徑》，2016年9月9日。

滬港通下的港股通交易。深港通的合資格內地投資者與滬港通相同，「共同市場」在深港通擴闊投資範圍下會為這些內地投資者提供更為多元化的南向投資選擇。

此外，港股通對內地投資者而言實際上是投資外幣（與美元掛鈎的港元）。在人民幣貶值預期下，南向投資提供了**從幣值角度看的另類投資選擇**。

基於「共同市場」模式的合資格工具可予擴充，相信向內地投資者提供的投資工具範圍將會**日趨多元化**，儘管短期內或只能提供現貨市場證券，包括股票及有可能的交易所買賣基金。深港通推出後，港股通的合資格股票除了 HSLI 及 HSMI 成份股外，還包括市值 50 億港元或以上的 HSSI 成份股，以及有 A 股在內地市場上市的所有 H 股（不只限於上交所上市 A 股）。HSLI 及 HSMI 已涵蓋恒生綜合指數(HSCI)總市值 95%，佔香港市場總市值 95%<sup>12</sup>。故此，合資格股票名單添加了 100 多隻股票。更重要的是，擴充後的股票範圍將加入許多不同行業，包括新經濟行業如資訊科技和消費品及服務。

再者，香港市場的主要參與者為國際專業機構投資者，這樣的**國際證券市場所給予的交易經驗**對內地投資者（特別是散戶投資者）而言具一定價值。成熟市場的專業投資策略一般基於股票的基本面以及經濟及行業因素，這有助於平衡內地部份投資者的短期投機交易行為。**因此港股通的交易經驗預期將有助內地投資者基礎日趨成熟**。

除二級市場的交易外，共同市場的模式下亦可推出**集資市場/一級市場**（即首次公開招股市場）的**互聯互通**（新股通）（須獲監管機構批准），讓兩邊市場的投資者可認購對方市場的首次公開招股的股份。模式下所涵蓋的產品日後（須獲監管機構批准）還可以延伸至**債券、商品及風險管理工具**，包括**股票衍生產品、人民幣利率及貨幣衍生產品**。事實上，鑑於股票市場交易互聯互通計劃已順利實施，如何切合投資者對沖其跨境股票組合的需要會是當前急切的問題：現在內地投資者可買賣港股，但卻沒有**香港指數 / 股票期貨及期權作為對沖**，同樣地香港亦欠缺**A 股指數期貨期權等 A 股對沖工具**。相關的衍生產品日後或會被納入共同市場模式。

「共同市場」模式實際上是中國內地資本賬開放進程中極具象徵意義的突破，在內地資本市場可能作全面開放前，這是個可長線提供極為多元化的投資及風險管理工具配套的市場模式。按此，內地投資者可受惠於最佳的資產配置及投資組合管理，全球投資者亦獲得開放渠道，能在有相關風險管理工具可用的情況下捕捉更多內地投資機會。

## **免責聲明**

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。本文資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

<sup>12</sup> HSCI 所涉及的香港市場整體包含所有在聯交所作主要上市之股票及房地產投資信託基金（REIT），不包括第二上市的證券、境外公司、優先股、債務證券、互惠基金及其他衍生產品。（資料來源：恒生指數有限公司網站）

