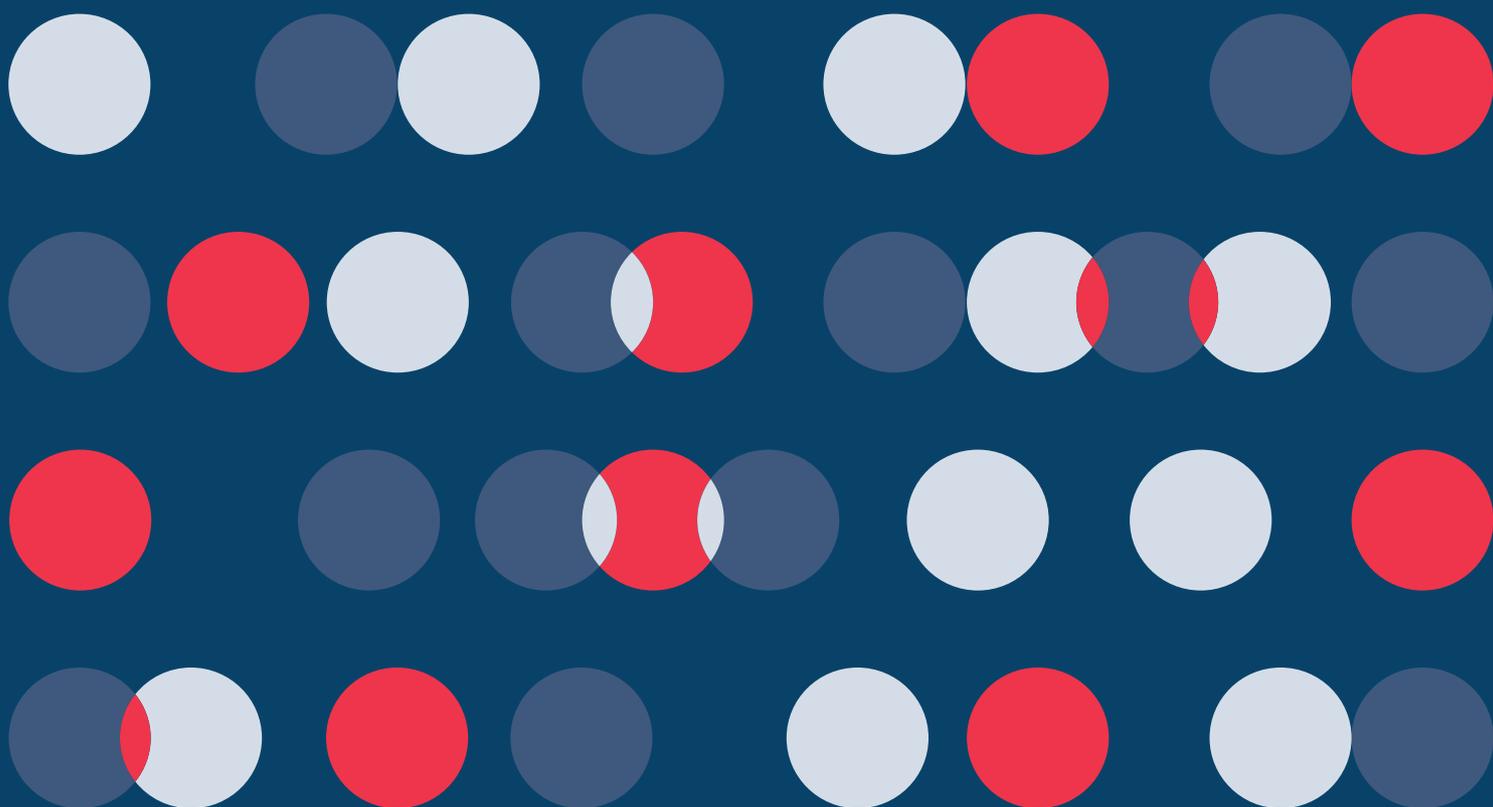


2017年8月

研究報告

新股通 —
內地與香港市場互聯互通及
人民幣國際化的突破性契機



目錄

頁數

摘要	1
1. 欠缺新股互通的共同市場.....	2
1.1 交易市場互聯互通 — 滬深港通.....	2
1.2 新股市場商機	2
2. 內地及香港股票市場的發展瓶頸	4
2.1 內地股市的「國際化」	5
2.2 香港股市的「國際化」	7
2.3 內地與香港共同市場的「國際化」	11
3. 中國宏圖：國民經濟賬目、市場開放及人民幣國際化	11
3.1 改善國家資產負債表的可能性.....	11
3.2 金融市場的進一步開放	15
3.3 邁向資本項目全面可兌換.....	15
4. 新股通 — 突破性機遇.....	16
5. 開通新股通的考量	22
6. 總結	23
英文縮略詞	25

摘要

隨著滬港通及深港通（合稱「滬深港通」）先後於2014年11月及2016年12月開通，內地與香港市場互聯互通平台基本形成。然而，這個平台現階段只限於股票交易市場上的買賣，兩地市場的投資者仍未能參與對方的新股市場，以致投資者無法從另一方的首次公開招股中尋求投資機遇，這亦實質上妨礙了共同市場要實現匯集資金、支援發行人進行集資的本意。

香港交易所《戰略規劃 2016-2018》提出了**新股通計劃**¹，為市場提供突破性機遇，以協助完成共同市場在股市部分的版圖。新股通的概念是提供機制容許內地投資者在香港市場認購首次公開招股（南向），以及允許香港的全球投資者認購內地市場的首次公開招股（北向）。所發行的首次公開招股股份上市後，另一方市場的投資者可透過現有滬深港通機制進行買賣。按此聯通模式，循新股通認購股份及經滬深港通買賣股份將有效實現一個密封式機制。

對內地市場及香港市場各自而言，在國際化層面上的發展同樣面臨瓶頸，新股通預期可令兩者共同受惠。目前內地股票市場的國際化程度在多個方面仍相對偏低，這包括投資者基礎、發行人基礎及制度結構等。合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）在內地股市的參與度仍然偏低（總持股價值佔滬深證券交易所總流通市值不足0.3%）；境外公司尚未獲准在內地交易所上市；內地的市場慣例也尚未與國際慣例接軌。至於另一端的香港，參與股票市場的投資者已高度國際化，但上市發行人方面則仍不然。面對這些短板，新股通可助內地市場及香港市場同時拓展自身的國際版圖，以至整個共同市場的國際化程度也得以提升。

內地與香港共同市場的國際化本身並不是一個終極目標，而是中國達致更平衡經濟、更有效市場開放及最終使人民幣更高度國際化的戰略的其中一環。共同市場模式下的新股通計劃正好提供了改善現狀的機會。

對內地而言，新股通可（1）為內地投資者提供全球資產配置的新機遇，從而改善國家的資產負債表；（2）以較低成本利便市場雙向開放；（3）在人民幣資本項目自由兌換方面向前邁進一步；（4）支持市場發展國際投資者基礎；（5）為內地企業帶來更多上市機會；以及（6）協助培育內地投資者基礎；而又能同時以適當監控措施減低潛在風險。對香港而言，新股通將有助吸引海外公司來港上市、增加投資者參與度而進一步激活市場，並為市場中介機構帶來更多商機。

實施新股通較滬深港通計劃涉及更多包括監管及營運方面的議題。不過，相信只要機制**模式設計合宜**，符合內地與香港共同市場的最佳利益，這些問題大致上都可迎刃而解，**最終會惠及中國國民經濟賬目以至人民幣國際化這大戰略**。

¹ 須經監管部門批准。

1. 欠缺新股互通的共同市場

1.1 交易市場互聯互通 — 滬深港通

內地與香港股票市場交易互聯互通機制試點計劃（「試點計劃」）於2014年11月17日由滬深港通揭開序幕，內地與香港市場的跨境股票投資自此接通，到2016年12月5日更進一步推出深港通。於2016年8月16日正式宣布深港通時，更即時取消試點計劃最初採用的總額度安排。（本文內，滬港通及深港通合稱「滬深港通」。）至此，滬深港三地的**共同市場平台**基本形成，打開了一個潛在的內地與香港股票共同市場，其股票總值105,140億美元（2016年底），日均股份成交約843億美元（2016年），於全球交易所中市值排名第二（僅次於紐約證券交易所），按股份成交額計也排名第二²。此外，共同市場模式或可由股票擴展至交易所買賣基金（ETF）等合資格交易工具。³

滬深港通計劃讓香港及海外投資者在計劃的合資格範圍內買賣在上海證券交易所（上交所）或深圳證券交易所（深交所）上市的內地市場證券（滬港通及深港通下各自的滬股通及深股通），以及讓內地投資者在計劃的合資格範圍內買賣在香港聯合交易所（聯交所）上市的香港市場證券（滬港通及深港通下各自的港股通）。

滬股通的合資格證券涵蓋在上交所上市的上證180指數及上證380指數的成份股，以及有相關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⁴的滬股。**深股通合資格證券**涵蓋在深交所上市的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深交所實施風險警示的深股。**滬港通下的港股通合資格證券**涵蓋在聯交所主板上市的恒生綜合大型股指數(HSLI)成份股及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。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**亦包括所有市值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。

於2017年6月28日，滬港通下合資格可買可賣的滬股通股票共574隻、港股通合資格股票共310隻；深港通下合資格可買可賣的深股通股票共901隻、港股通合資格股票共418隻。換言之，上交所及深交所上市A股分別約44%及45%以及聯交所主板約24%屬滬深港通合資格證券⁵。至2016年底，北向交易的日均成交額佔內地A股市場成交總額約2%，而南向交易的日均成交額則佔聯交所主板成交總額約8%⁶。

1.2 新股市場商機

滬深港通計劃是接通內地證券市場與海外市場的破天荒機制。然而，目前這機制只限於二級股票交易市場上的買賣，兩個市場的投資者尚未可參與對方市場的一級股票集資市場。投資者無法參與另一方市場新上市公司首次公開招股所提供的投資機會。根據國際證券交易所聯會（WFE）的數據，過去兩年香港、上海及深圳均位列全球首次公開招股集資額排名的前十名（見圖1）。過去八年中，香港有五年均高踞首次公開招股集資額榜首（見圖2）。

² 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。

³ 按中國證券監督管理委員會（中國證監會）與香港的證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）於2016年8月16日原則上批准建立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。

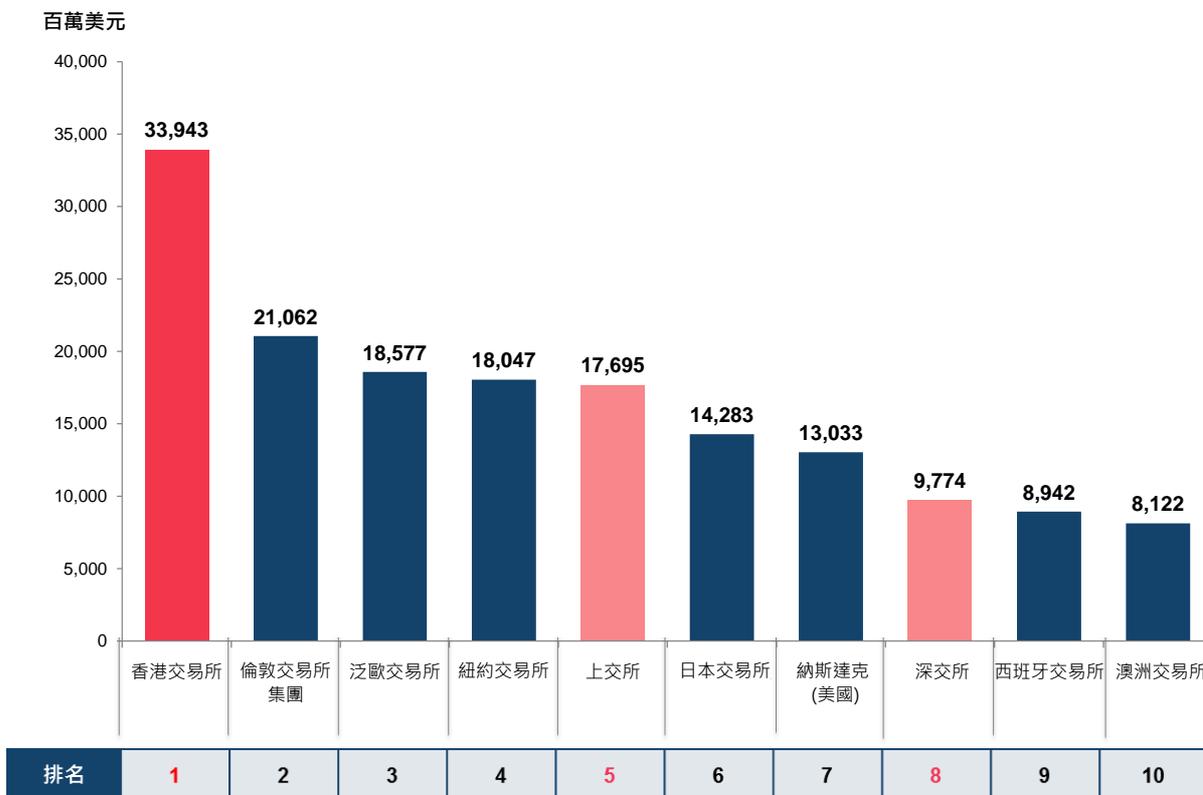
⁴ 指相關股份被上交所實施「風險警示」，包括「ST公司」及「*ST公司」的股份以及須根據上交所規則進行除牌程序的股份。

⁵ 資料來源：香港交易所、上交所及深交所網站。

⁶ 見香港交易所研究報告《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」》，2017年3月，登載於香港交易所網站。

圖 1：首次公開招股集資額最高的十大交易所（2015年及2016年）

(a) 2015年

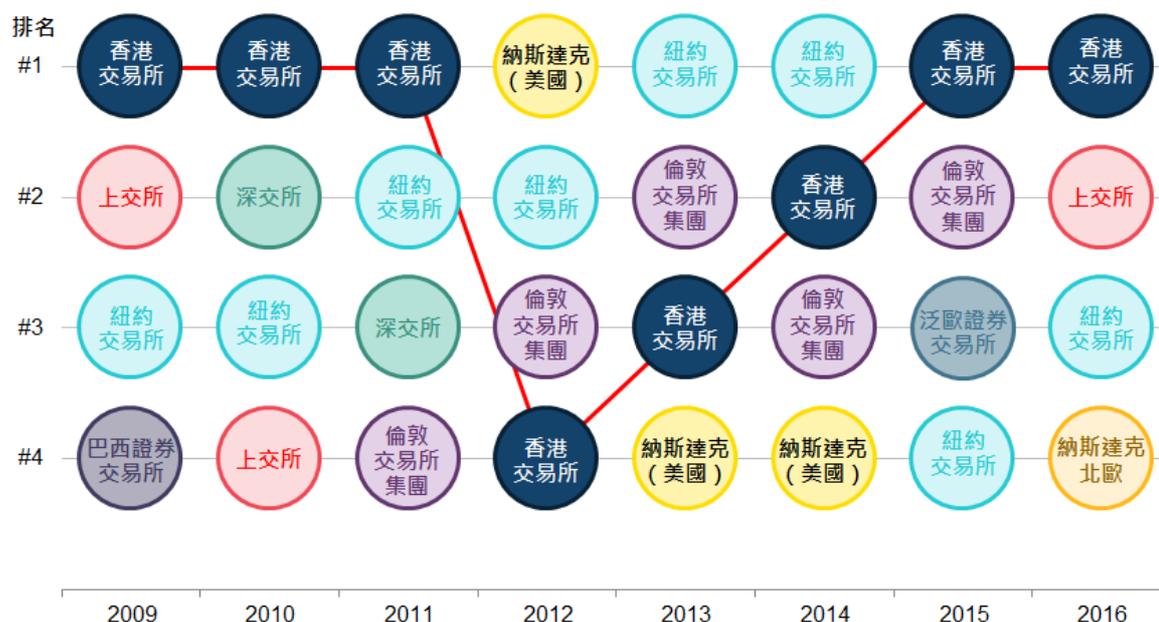


(b) 2016年



資料來源：WFE 網站。

圖 2：按首次公開招股集資額排名的全球四大交易所（2009 年至 2016 年）



資料來源：WFE 網站。

股票市場方面，滬深港通僅僅接通二級交易市場，但尚未打通集資市場，內地與香港的共同市場始終未臻圓滿。事實上，欠缺集資市場互通或會損害投資者在交易市場聯通方面的權益，造成市場不公。以較近期的交通銀行股份有限公司（交通銀行）分拆交銀國際控股有限公司（交銀國際）作例子，交通銀行 H 股在香港上市，其 A 股在上交所上市。交通銀行於 2016 年 8 月宣布建議分拆交銀國際在聯交所上市，並為現有股東提供交銀國際發行新股的保證配額。然而受法律及政策體制所限，交通銀行只可向當時的 H 股股東而非 A 股股東提供保證配額⁷。部分市場人士⁸亦建議，接通新股市場應有助解決市場這類不公平現象。

香港交易所於其《戰略規劃 2016-2018》中，提出了深港通以及新股通作為進一步拓展市場互聯互通的計劃。在深港通於 2016 年 12 月開通後，新股通計劃預期可為內地投資者的環球資產配置進一步提供新機遇。計劃亦會支持內地股票市場進一步國際化及協助完善互聯互通機制，從而促使共同市場匯聚的資金能更有效發揮支援發行人集資及投資者買賣股票的功能。就更廣泛的層面而言，共同市場若能加添新股通以至其他進一步的聯通計劃，還可助中國推進經濟發展及人民幣國際化等更宏大的藍圖。以下就此一一闡釋。

2. 內地及香港股票市場的發展瓶頸

市場進一步開放及國際化一直是內地資本市場發展的主要政策方向。中國國民經濟和社會發展第十三個五年規劃綱要（2016-2020）概述為市場全方位開放建立新模式的措施，包括擴大金融業雙向開放及資本市場開放。尤其是，將上海發展成國際金融中心一直是中央政策。為達到這個目標，中國人民銀行（人行）與其他政府部門於 2015 年聯合發表的規劃⁹中，提出多項措施加快上海國際金融中心的發展。國務院於 2017 年 3 月進一步發表規劃¹⁰，推進中國（上海）自由貿易試驗區（上海自貿區）金融改革及市場開放措施，包括進一步深化區內開放創新及有序推進資本項目開放及金融慣例國際化等試驗計劃。

⁷ 交通銀行 2016 年 9 月 12 日的公告對此有所解釋，指出的原因包括滬深港通並無為 A 股股東設立認購香港市場新發行股份的機制。

⁸ 見《東方日報》及《香港經濟日報》2017 年 1 月 18 日的報道。

⁹ 《進一步推進中國(上海)自由貿易試驗區金融開放創新試點加快上海國際金融中心建設方案》，2015 年 10 月 30 日。

¹⁰ 《全面深化中國(上海)自由貿易試驗區改革開放方案》，2017 年 3 月 31 日。

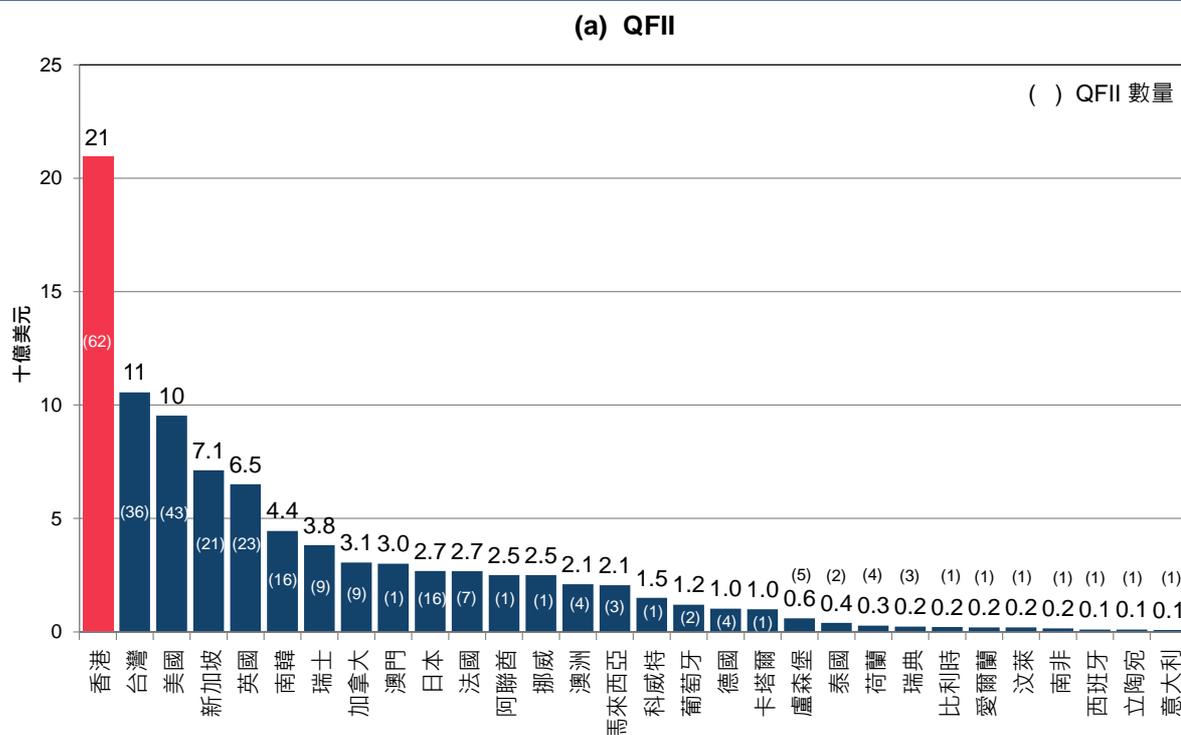
這邊廂，香港一直是知名的國際金融中心¹¹，其資本市場奉行符合國際標準的市場慣例，國際投資者活躍其中。香港資本市場一直利用自身優勢支持內地資本市場開放及國際化，例如透過讓中國企業來港上市、經滬深港通接通內地二級市場交易等。**內地市場全然國際化固然需要時間，但香港市場在國際化層面方面也仍有不足。**兩邊市場均需要在若干方面創新突破，互惠互利。以下分節論述兩個市場的發展瓶頸狀況，有關創新突破於第4節作討論。

2.1 內地股市的「國際化」

在投資者方面，於滬深港通推出前，合資格投資內地股票市場的外地投資者只有**合格境外機構投資者 (QFII)** 及**人民幣合格境外機構投資者 (RQFII)**。2017年4月26日數據顯示，國家外匯管理局向281家QFII及183家RQFII分別批出907.65億美元（約人民幣6,266.38億元）及人民幣5,420.04億元的總投資額度¹²。當中，香港註冊的機構獲批最多名額及最高投資額度——佔QFII額度的23%及RQFII額度的49%（見圖3）。

然而，所有獲批的QFII及RQFII投資額度合計，也只佔上海及深圳股市總流通市值不足3%¹³。再者，並非全部QFII及RQFII投資額度均會投資於股市。

圖3：QFII及RQFII獲批准投資額度（按註冊地劃分）（2017年4月26日）

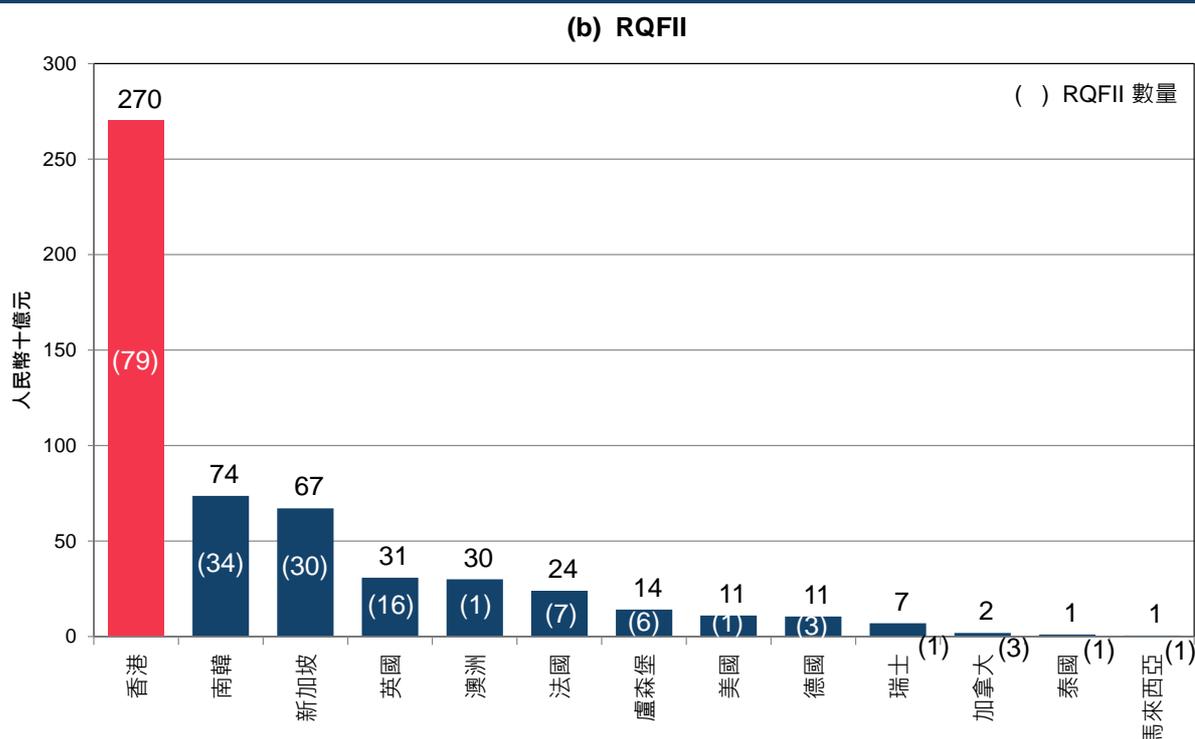


¹¹ 根據英國智庫 Z/Yen 集團與中國（深圳）綜合開發研究院共同編制的全球金融中心指數（2017年3月），香港名列全球第四大金融中心。上海、北京及深圳分別排第13、16及22位。

¹² 資料來源：國家外匯管理局網站。

¹³ 根據2016年4月26日的總批准額度佔內地交易所2017年3月底的股本證券總流通市值人民幣41,405萬億元——上交所（人民幣254,101.07億元）及深交所（人民幣159,953.68億元）——計算（資料來源：上交所及深交所網站各自的每月統計數據）。

圖 3：QFII 及 RQFII 獲批准投資額度（按註冊地劃分）（2017 年 4 月 26 日）



資料來源：國家外匯管理局網站。

至 2016 年底，上海及深圳股市的中央結算所 — 中國證券登記結算有限責任公司（中國結算） — 共有 32.6 萬個「法人」投資者戶口，但當中只有 1,088 個 QFII 戶口（上海 543 個，深圳 545 個）及 1,078 個 RQFII 戶口（上海 534 個，深圳 544 個），即合共佔戶口總數少於 1%¹⁴。

就持股市值而言，2017 年 3 月底 QFII 投資於內地股市的總金額為人民幣 1,144.4 億元，佔上交所及深交所總流通市值少於 0.3%¹⁵。滬深港通已然為外地投資者開拓另一途徑投資於內地市場，惟其參與規模仍相當低 — 北向交易只佔內地 A 股市場交易額的 2% 或以下（見上文第 1.1 節）。

在發行人方面，外資公司現時仍未可在內地股票市場上市。上海政府 2009 年提出在上交所設立國際板的方案¹⁶，獲中央政府在 2011 年公布的中國國民經濟和社會發展第十二個五年規劃綱要中支持探討其可行性，但至今未見太大進展。

在股票以外的現貨產品方面，涉外產品只有少數追蹤境外資產的 ETF。於 2016 年底，上交所共有 75 隻 ETF，當中 6 隻是跨境 ETF（8%）；而深交所則有 48 隻 ETF，當中只有 2 隻追蹤境外產品（分別追蹤恒生指數及納斯達克 100 指數）¹⁷。

在市場結構方面，內地股市主要以散戶為主。市場常規、規則及法規均為滿足內地市場發展進程的特別需要而設，未必貼近國際市場常規。

總括而言，內地股市在投資者基礎、發行人基礎及制度架構等多個範疇上的國際化程度仍相對偏低。提高外資參與度將有助上海邁向成為國際金融中心這目標。

¹⁴ 資料來源：中國結算 2016 年 12 月統計數據，中國結算網站。註：不同的 QFII 及 RQFII 基金產品會使用不同的投資者戶口。

¹⁵ 有關 QFII 投資的資料來源：西南證券所有關 2017 年第一季 QFII 持股狀況的研究報告，2017 年 5 月 1 日。

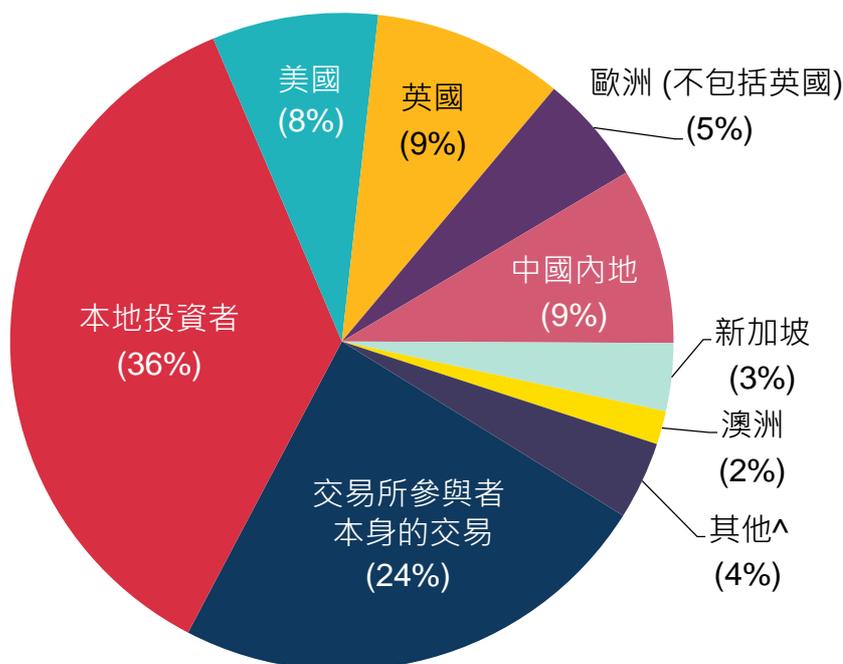
¹⁶ 上海政府發表的《貫徹國務院關於推進〈兩個中心〉建設實施意見》，2009 年 5 月 11 日。

¹⁷ 資料來源：上交所及深交所網站。

2.2 香港股市的「國際化」

以投資者參與度而言，香港股市是一個非常國際化的市場，外地投資者於香港交易所現貨市場交易的比重較本地投資者的交易比重為高（2016年分別為40%及36%）（見圖4），他們來自世界各地——亞洲區的外地投資者報稱來自18個地區，亞洲及歐美以外地區的外地投資者報稱來自53個地區¹⁸。

圖4：香港交易所現貨市場交易金額的分布（按投資者來源地劃分）（2016年）



資料來源：香港交易所現貨市場交易研究調查2016。

[^] 「其他」涵蓋來自日本、台灣、亞洲其他地區及世界其他地區。

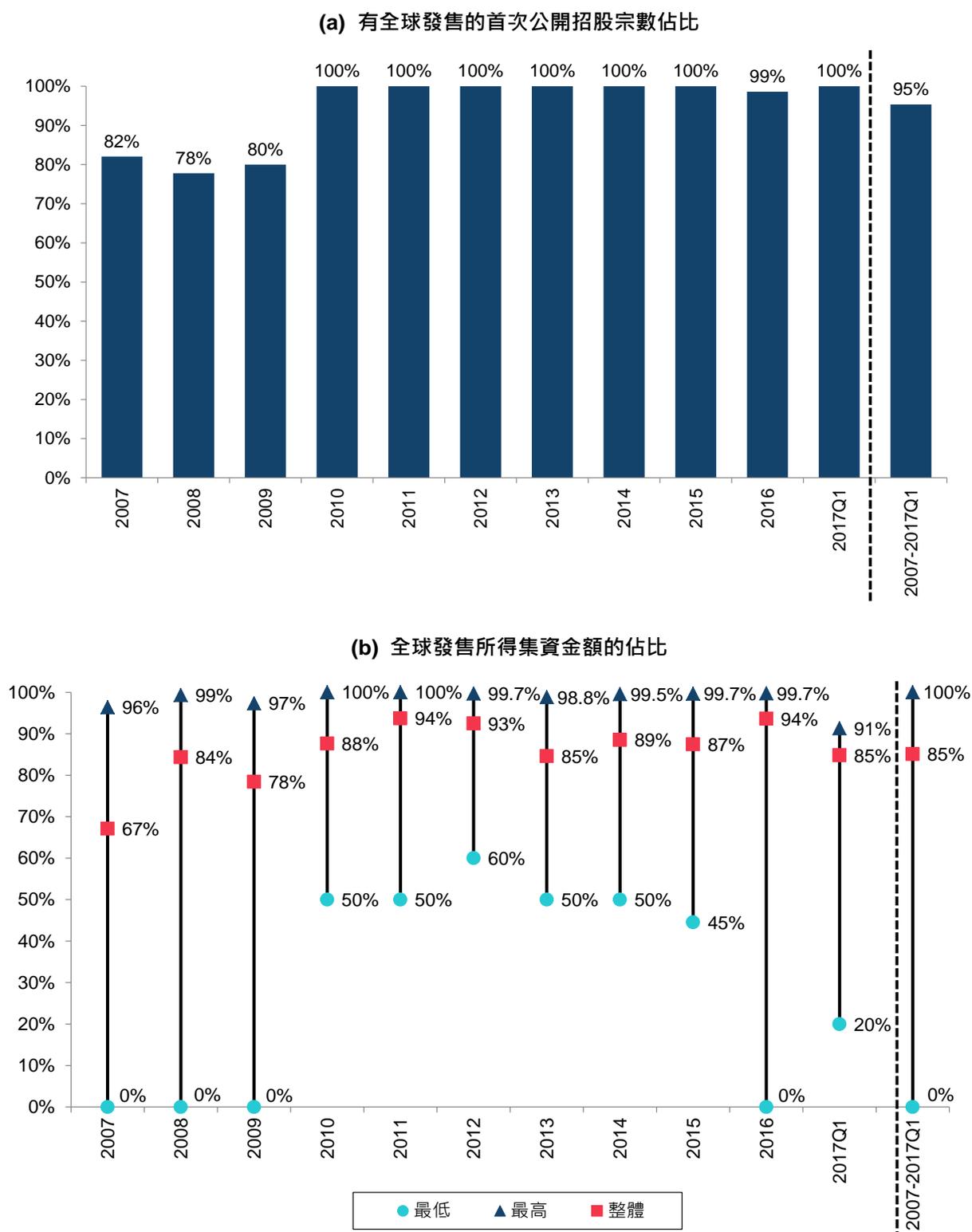
註：由於四捨五入，數字的總和未必相等於100%。

由2010年至2017年第一季止，香港市場幾乎所有首次公開招股活動均有向國際投資者作公開發售，期內首次公開招股集資額超過80%來自國際發售部分¹⁹（見圖5）。換言之，在香港，不論是首次公開招股的一級市場認購活動還是二級市場交易活動，國際投資者同樣活躍。

¹⁸ 資料來源：香港交易所現貨市場交易研究調查2016。

¹⁹ 參與國際發售的國際投資者包括香港投資者、內地投資者及其他海外投資者，而香港許多機構投資者均源自海外。

圖 5：香港首次公開招股中全球發售的佔比（2007 年至 2017 年首季）



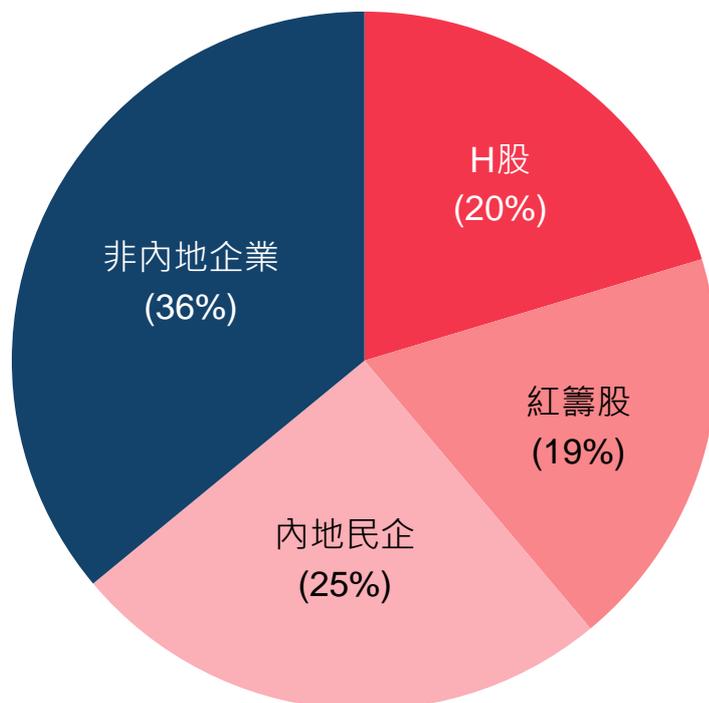
資料來源：香港交易所。

在上市發行人方面，情況恰好相反，在香港交易所整體市場（主板及創業板）上市的，以市值及成交額計大部分是內地企業——H股、紅籌股及內地民營企業——按市值計共佔64%（2017年6月底），按成交額計共佔74%（2017年1月至6月）（見圖6）。

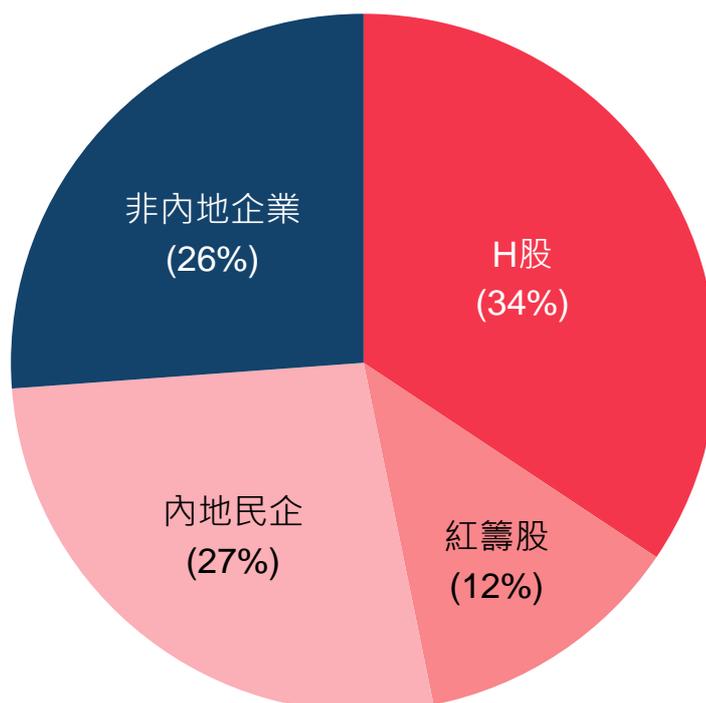
過去 10 年（2008 年至 2017 年第一季）的新上市公司中，僅 8% 來自香港及中國內地以外地區，共佔首次公開招股集資總額的 20%。以公司數目計，內地民營企業佔比最高（47%）；以首次公開招股集資額計，H 股公司佔比最高（48%）（見圖 7）。換言之，香港一級市場的服務對象主要是香港及內地公司，在服務國際公司方面尚未盡展所長。

圖 6：聯交所主板上市公司分布

(a) 按市值計（2017 年 6 月底）

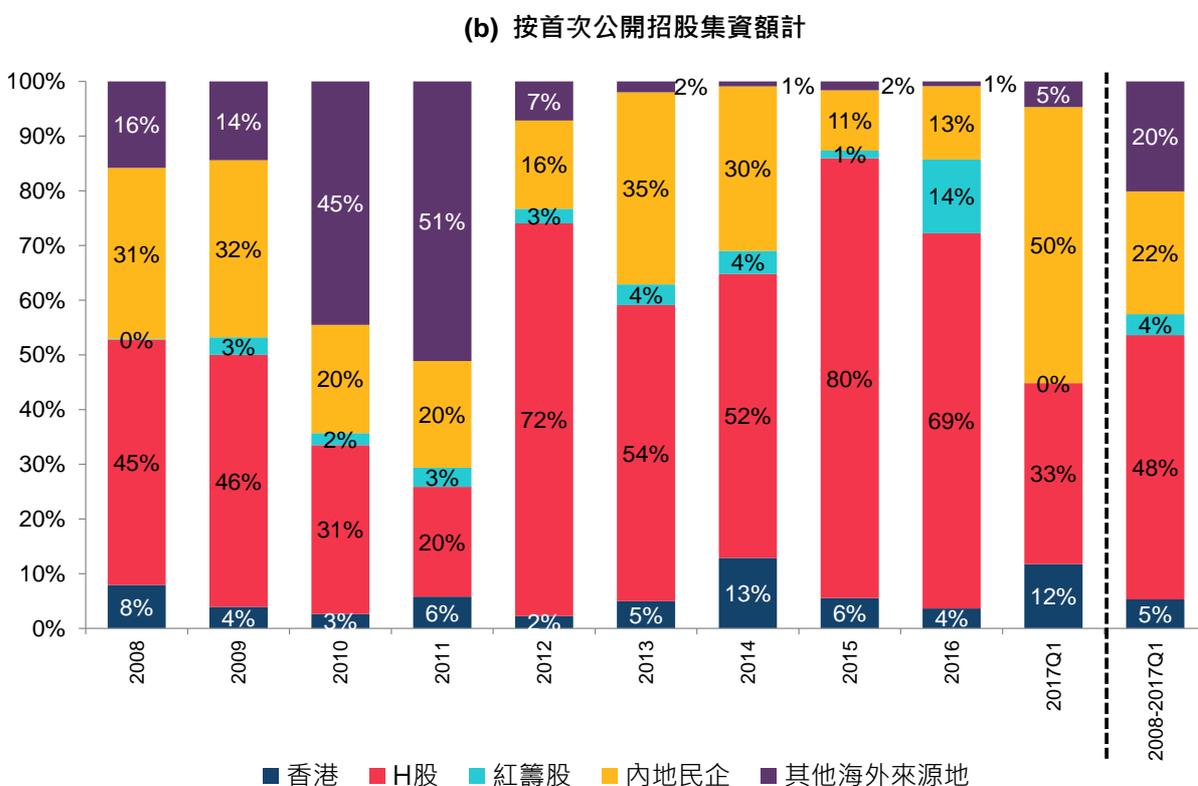
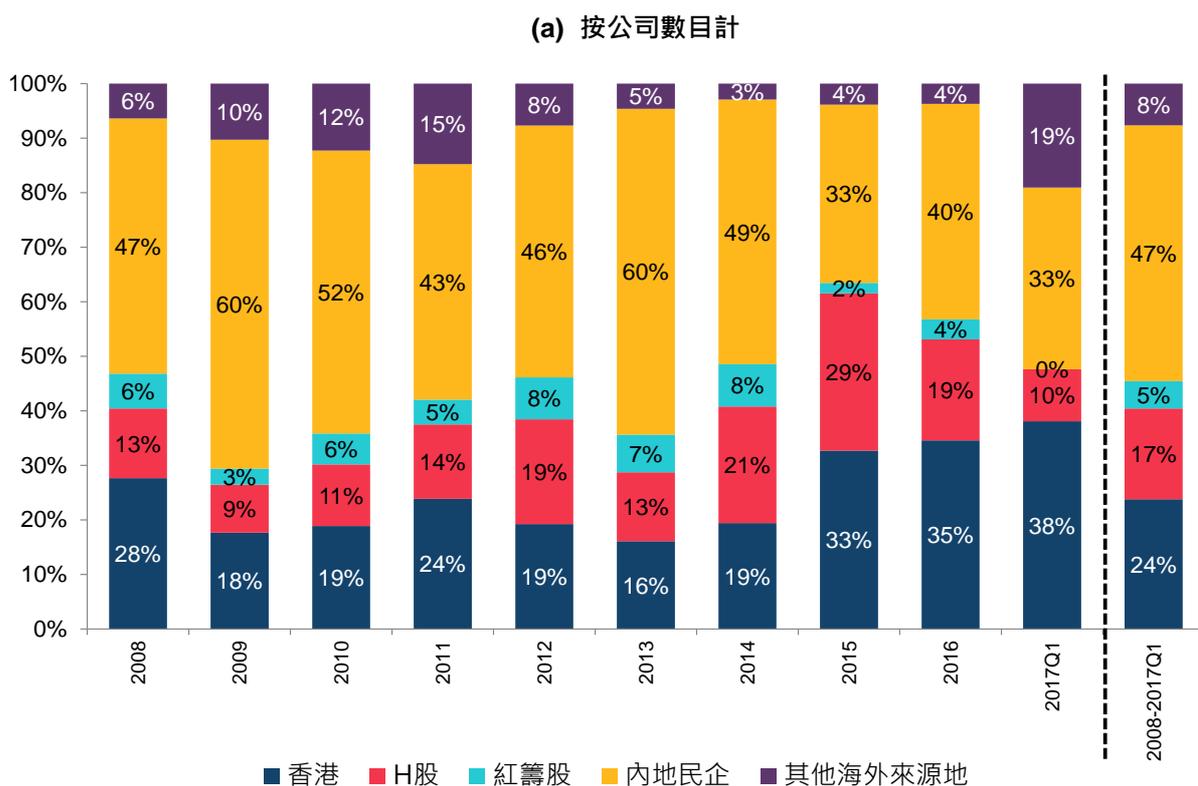


(b) 按成交金額計（2017 年 1 月至 6 月）



資料來源：香港交易所。

圖 7：聯交所主板新上市公司分布（2008年至2017年首季）



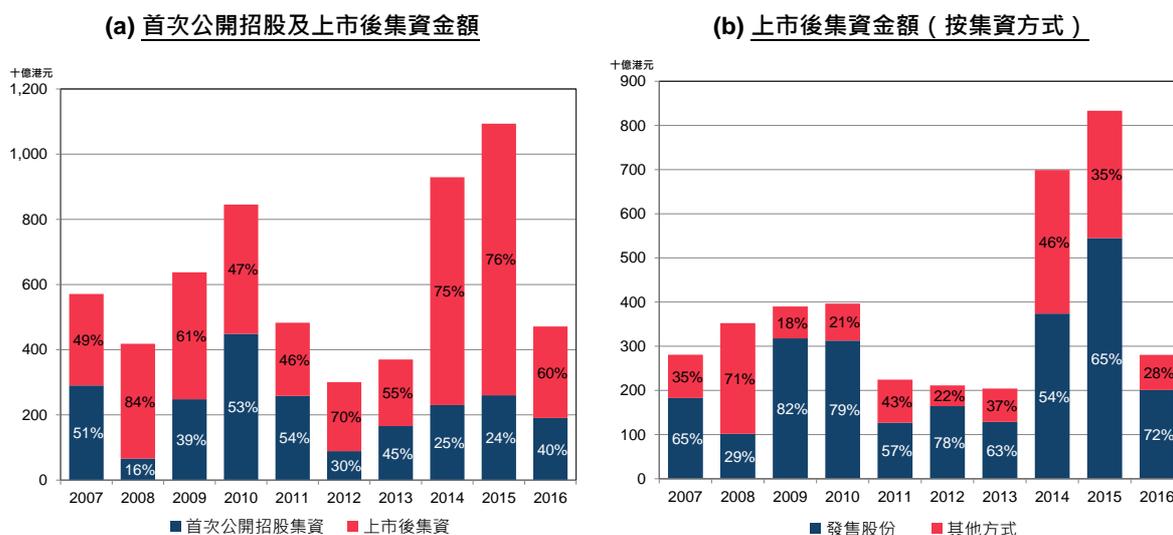
資料來源：香港交易所。

總括而言，以投資者參與程度觀之，香港股市是極為國際化的市場，但以上市發行人類別計則國際化程度偏低。

2.3 內地與香港共同市場的「國際化」

內地及香港共同市場的概念，主要就是透過特設的聯通模式，向國際及內地投資者開放一個渠道，投資於結合內地與國際元素的大型市場。就股本市場而言，滬深港通現行的聯通模式只限於二級市場交易，自然也局限了共同市場的參與者（包括發行人及投資者）可得享裨益。股票市場的主要功能是讓發行人籌集資金。要達到這個目的，發行人在新上市時發售股份是基礎所在，一方面令私營企業可籌集發展業務所需的資金，另一方面亦為投資者提供多元化的投資機遇。以聯交所主板為例，首次公開招股集資額佔股份集資總額的比重於 2011 年曾高見 54%，最近 2016 年亦達 40%；過去 10 年，股份發售也是公司上市後集資的最主要採用方式（見圖 8）。

圖 8：在聯交所主板的股份集資金額 — 首次公開招股與上市後發行集資金額的佔比以及發售股份集資金額的佔比（2007 年至 2016 年）



註：首次公開招股的集資方式包括發售以供認購、發售現有證券及配售。上市後發售股份集資的方式包括配售、供股及公開招股；其他方式包括代價發行、行使權證及購股權計劃。

資料來源：香港交易所。

內地與香港共同股票市場的國際化，意味著市場擁有國際投資者基礎及國際發行人基礎。香港股市具有國際投資者基礎，只是國際發行人基礎較薄弱，而內地股市則兩方面均有待更大進展。二級市場聯通後，這個共同市場的國際化發展已踏前一步，但如上文所述，一級市場一日未聯通，共同市場的聯通機制仍未完善，會窒礙市場國際化發展的進程。

3. 中國宏圖：國民經濟賬目、市場開放及人民幣國際化

內地與香港共同市場的國際化本身並不是一個終極目標，而是中國達致更平衡經濟、更有效市場開放及最終使人民幣更高度國際化的戰略的其中一環。

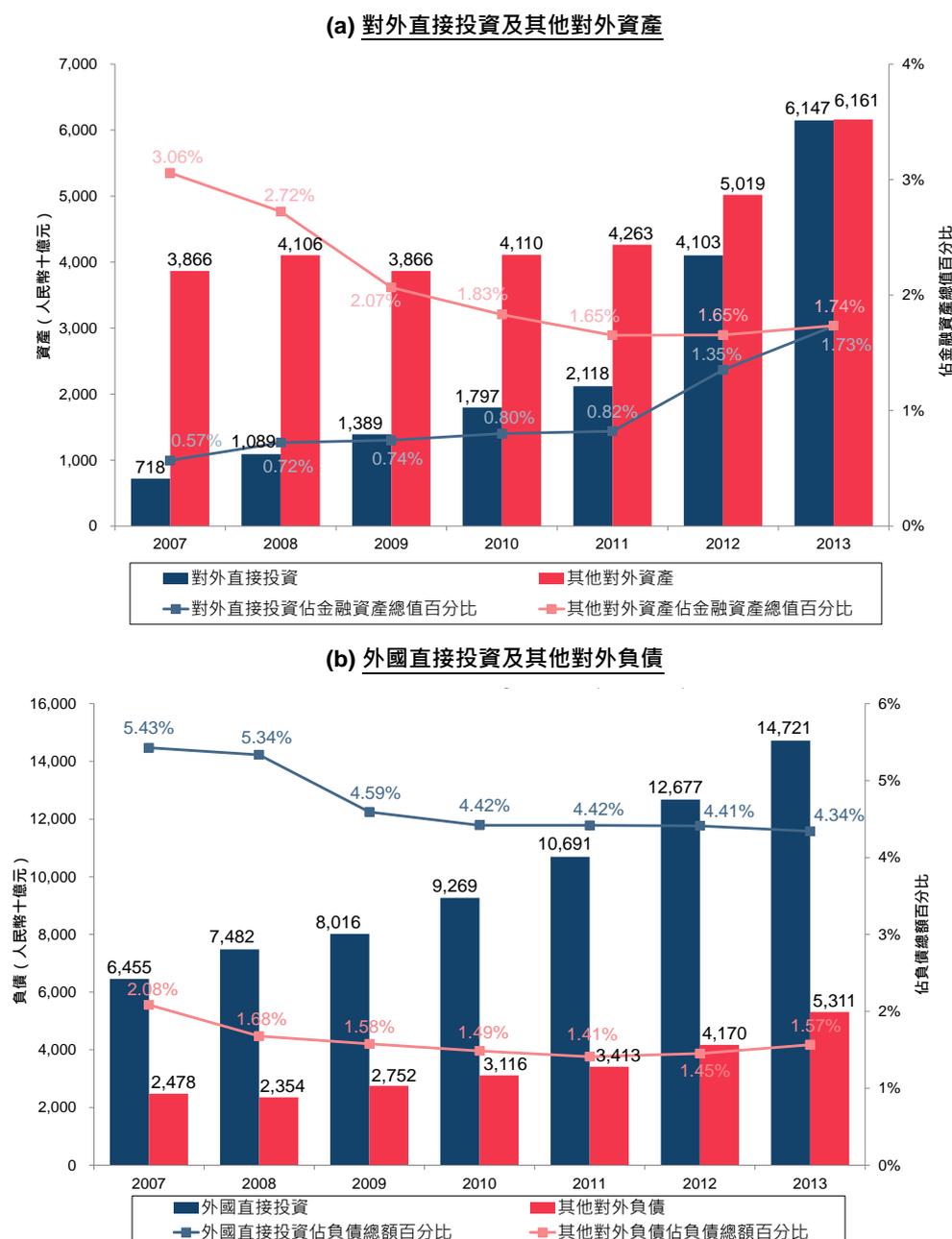
3.1 改善國家資產負債表的可能性

中國的國家資產負債表²⁰上，在資產項目下，2007 年至 2013 年間的對外直接投資及其他境外資產（不包括國際儲備）不斷上升 — 對外直接投資由 2007 年的人民幣 7,180 億元上升至 2013 年的人民幣 61,470 億元；後者則由人民幣 38,660 億元上升至人民幣 61,610 億元。若以其佔金融資產總值的百分比計算，對外直接投資的佔比日益增加，2013 年升至 1.7%，後者的佔比相若，但多少呈下降趨勢。相比之下，國際儲備在 2013 年國家資產負債表中佔金融資產的比重較高(7.5%)。國際儲備的金額後來雖從 2014 年的近期新高 (38,430 億美元) 回落，但在 2016 年

²⁰ 資料來源：Wind 資訊（一手資料來源：中國社會科學院）。

仍維持於相對較高的水平 (30,105 億美元)²¹。至於表上負債項目下，2007 年至 2013 年間外國直接投資及其他對外負債的金額亦不斷增加，兩者佔負債總額的百分比近年保持平穩，分別約 4%及 1.5% (見圖 9)。

圖 9：中國對外直接投資 / 外國直接投資及其他對外資產 / 負債 (2007 年 - 2013 年)



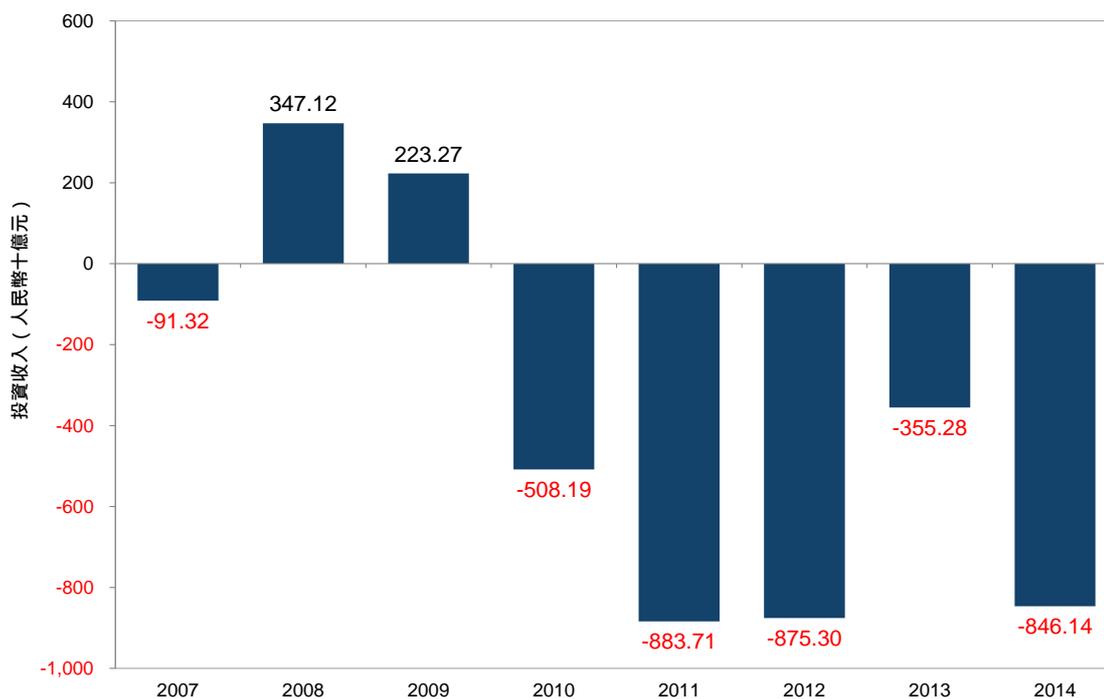
資料來源：Wind 資訊。

註：所有對外負債均為金融負債。

儘管對外投資不斷增長，經常賬的數據顯示中國 2010 年至 2014 年間的投資收入為負數 (見圖 10)，與美國的國民經濟賬目所見明顯不同。圖 11 清楚顯示，美國 2007 年至 2016 年的國際投資頭寸淨額負數愈來愈大，而投資收入則為正數並漸增。美國大部分投資收入均來自組合投資 (見圖 12)。

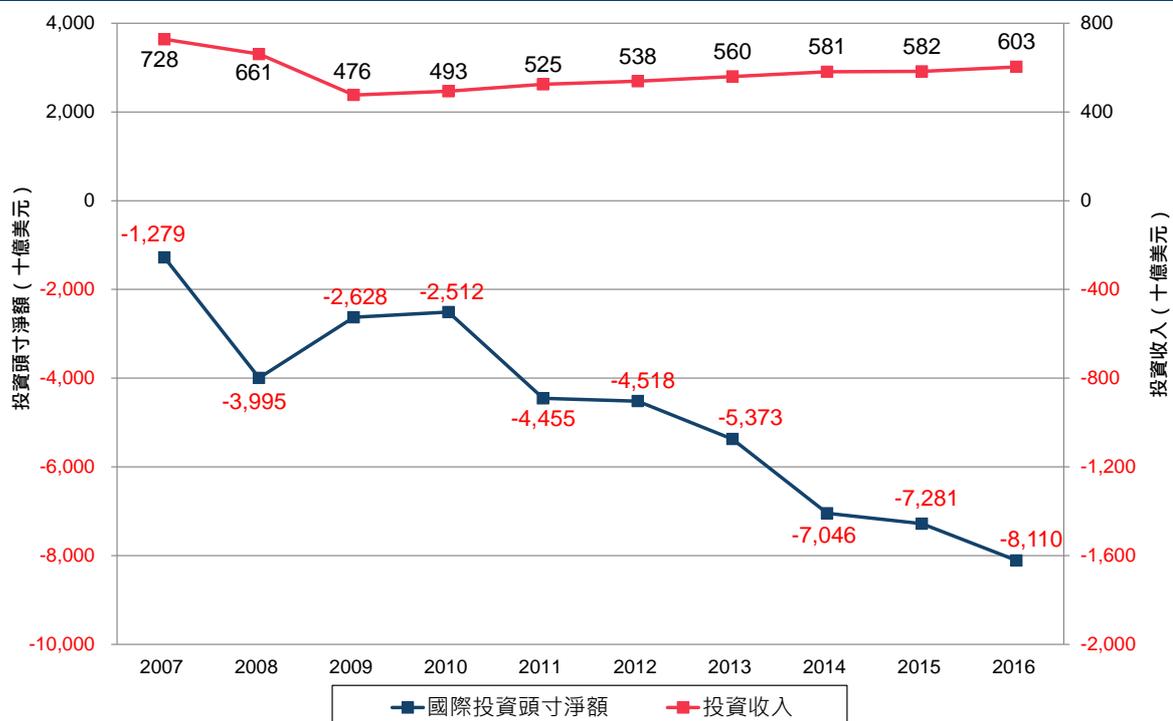
²¹ 資料來源：中國國家統計局。

圖 10：中國經常賬項目下的投資收入（2007年至2014年）



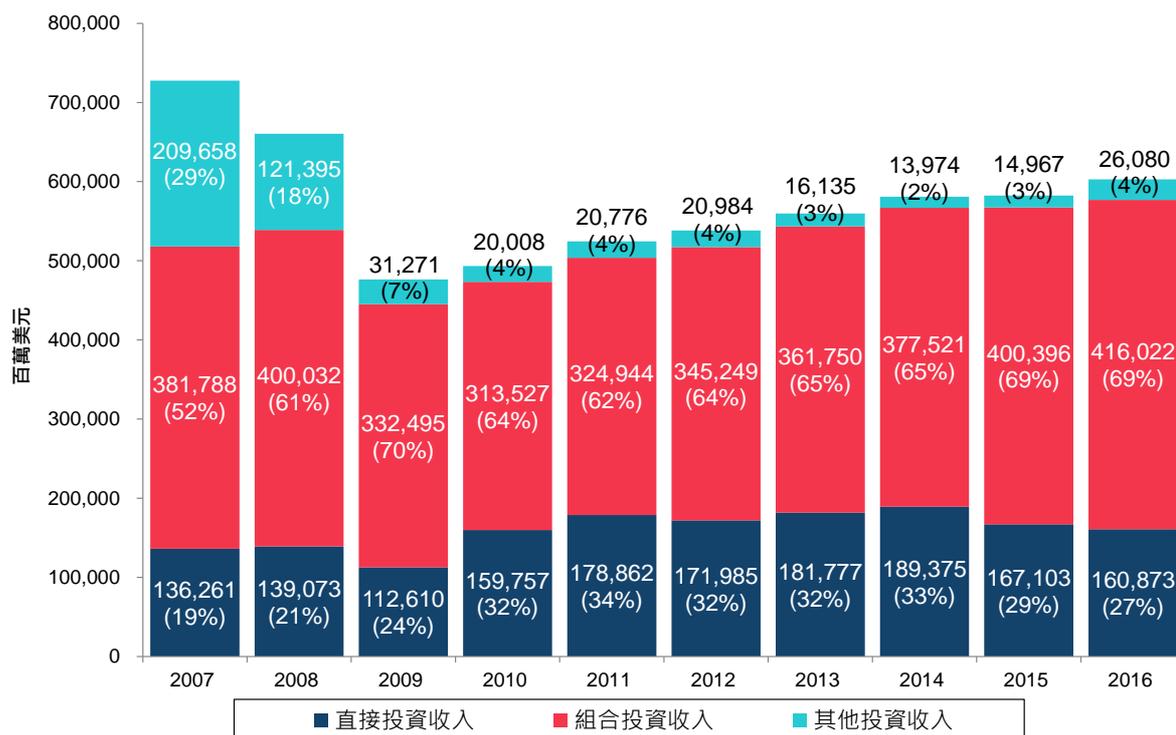
資料來源：Wind 資訊。

圖 11：美國的國際投資頭寸淨額及投資收入（2007年至2016年）



資料來源：美國經濟分析局。

圖 12：美國投資收入的組成（2007年至2016年）



資料來源：美國經濟分析局。

事實上，美國自 90 年代起二十多年來的收入淨額均錄得正數，而國際投資頭寸淨額則一直惡化。這勾起學者們要破解這個長久以來的謎團——為何美國面向全球各國明明是個淨借貸國，但其對外頭寸卻能錄得淨收入？他們發現了兩大因素：（1）美國的對外股本結餘淨額是正數，對外債務結餘淨額是負數，而股本收益率高於債務收益率；及（2）美國對外直接投資資產所獲得的收益一直高於外國人在美國直接投資賺取的收益²²。諾貝爾獎得主保羅·克魯曼(Paul Krugman)評論道：「美國資產通常是美國公司在外地的附屬公司... 當許多境外資金都購買（美國）國債時，.....美國資產的回報率要比美國負債所付出的回報高..... 因此，美國在外地擁有的資產的收入一直高於外國在美國擁有的資產的付酬」²³。還有一項研究發現，美國擁有的外國資產所賺取的收入與要向外國擁有的美國資產支付的收入迥異，除卻一些次要因素外，可以歸因於稅制的不同（美國稅率一般較美國擁有外國資產的所在國家為高），以及美國所投資的外國國家有較高風險（使得調整風險後的收益高於外國擁有的美國資產）²⁴。同一研究亦發現，在股票及債務組合方面，申索與負債的平均收益幾乎相等（1990 年至 2010 年期間）。

美國的情況對中國極具參考價值，中國的情況好比是美國的反照：境外資產淨額正數，其投資收入淨額卻負數。中國有龐大的國際儲備，大部分投資於收益率極低的美國國債²⁵。另一方面，中國以優惠政策吸引外國直接投資，付出了相對較高的成本，其對外直接投資又飽受當地一定程度的反對及監管障礙。此外，中國在歐美等發達國家的對外直接投資，其風險調整收益會不及在發展中國家（如中國）的外國直接投資。美國的情況點出了一個可以改善中國國家資產負

²² Alexandra Heath 著作 “What explains the US net income balance?” 《為什麼美國可有淨收入？》，國際清算銀行工作文件第 223 號（2007 年 1 月）。

²³ 資料來源：保羅·克魯曼於紐約時報的專欄 “The Conscience of a Liberal” 《自由主義者的良知》中 2011 年 12 月 31 日的文章 “US Net Investment Income” 《美國投資收入淨額》 (<https://krugman.blogs.nytimes.com>)。

²⁴ Stephanie E. Curcuru 及 Charles P. Thomas 著作 “The return on US direct investment at home and aboard” 《美國本土及對外直接投資的回報》，聯邦儲備系統委員會國際金融討論文件第 1057 號（2012 年 10 月）。

²⁵ 中國外匯儲備的分布並無正式對外披露。部分資料來源按中國的經濟數據估計約七成是美元資產。（資料來源：維基百科《揭秘：中國 3 萬億美元外匯儲備是如何配置》，<http://finance.sina.com.cn/>）。

債表的方法，就是放寬對外組合投資，以期增進國際投資收入淨額。朝此方向，發展這一富於國際元素的內地與香港共同市場平台，應當極具前景（見下文第4節）。

3.2 金融市場的進一步開放

正如上文第2節所論述，進一步開放金融市場是十三五規劃的一大政策線，國家亦投入了大量政策支持發展上海為國際金融中心。回望2009年，在上交所設立國際板的建議亦獲得政府的政策支持，好讓外國公司在當地交易所掛牌上市。此政策主張及對對外直接投資的政策支持，揭示了中國的經濟發展政策的進展——首先是自90年代起讓中國企業走出去集資（及讓外國資金流入），進而讓國內資金通過對外直接投資及組合投資渠道如合格境內機構投資者（QDII）（2006年起）及滬深港通（2014年起）等流出去，再而日後可能容許外國企業進入內地市場集資。

對開放市場的憧憬是雙向（對內及對外）的全面開放金融市場，讓外國資金投資於中國內地本土的金融產品，也讓境內資金投資於外國金融產品。基於現時內地的金融市場體系及慣例尚與國際成熟市場有別，再加上內地部門對國內金融穩定性有所顧慮，中國要從現時的有限度開放終至一天全面開放市場並非易事，亦不是朝夕可成。內地與香港共同市場平台體現封閉式系統，覆蓋範圍又可逐步擴容，可對上述開放市場的漫長進程提供助力（見下文第4節）。

3.3 邁向資本項目全面可兌換

有序實現人民幣資本項目可兌換是國家在十三五規劃訂明的目標，而開放金融市場正正是實現此目標的關鍵。有分析指，在國際貨幣基金組織分類為資本項目的40個子項中，中國只有數項仍不可兌換²⁶，主要涉及非居民境內發行股票、貨幣市場工具、衍生工具及其他工具等。為使人民幣成為可兌換及自由使用的貨幣，正如人行2015年年報所載，進一步開放金融市場的主張可包括：

- 進一步放寬及促進（1）境內居民投資海外金融市場及（2）外國投資者投資內地金融市場；以及
- 讓合資格外國公司在內地市場發行股份。

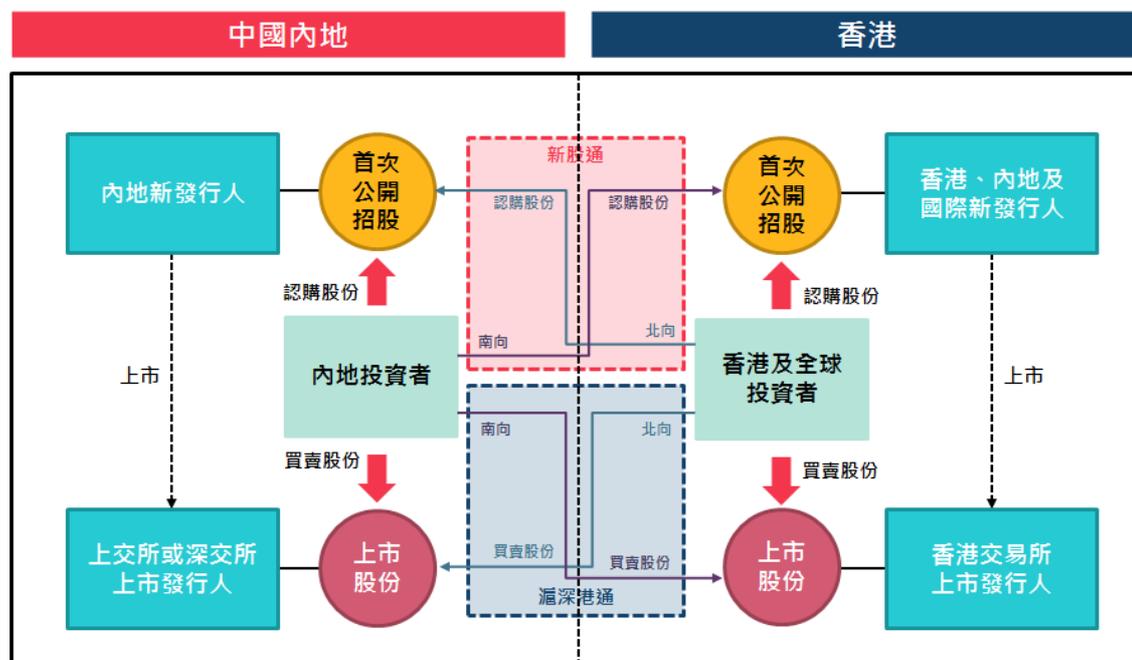
為此，具集資市場互通功能的內地與香港共同市場平台當可助人民幣資本項目可兌換更進一步（見下文第4節）。

²⁶ 其餘項目為可兌換或基本可兌換或部分可兌換。資料來源：第一財經《人民幣資本項目開放的現狀評估及趨勢展望》（2016年4月）（<http://www.yicai.com/>）。

4. 新股通 — 突破性機遇

內地和香港股市在國際化發展上碰到的瓶頸，包含集資市場互聯互通（新股通）及交易市場互聯互通（滬深港通）的共同市場互聯互通模式很可能會是一解決之道。圖 13 為此模式的概念圖。

圖 13：包含集資及交易市場互聯互通的內地與香港共同市場互聯互通模式的概念圖



註：新股通及滬深港通實現全程封閉的資金流系統。

新股通的概念是允許內地投資者在香港市場認購首次公開招股（南向），以及允許香港的國際投資者認購內地市場的首次公開招股（北向）。所發行的首次公開招股股份上市後，另一方市場的投資者可透過現有滬深港通機制進行買賣。按此聯通模式，循新股通認購股份及經滬深港通買賣股份將有效實現一個密封式機制。

相較於 QFII 及 RQFII 機制，通過滬深港通投資內地股市的外地投資者毋須向內地監管機構申請特別資格或投資額度或在內地券商及託管商開立戶口。經滬深港通買賣內地股票沿用其於香港股市交易的慣用方式。同樣地，內地投資者經滬深港通買賣港股沿用其內地市場慣用的交易方式。再者，滬深港通讓內地個人投資者直接參與買賣港股而毋須透過 QDII 的產品作投資渠道。源於滬深港通所提供的此等交易效率與便利，若服務一級集資市場新股認購的新股通與服務二級市場股票買賣的滬深港通作無縫對接，對投資者會特別有利。

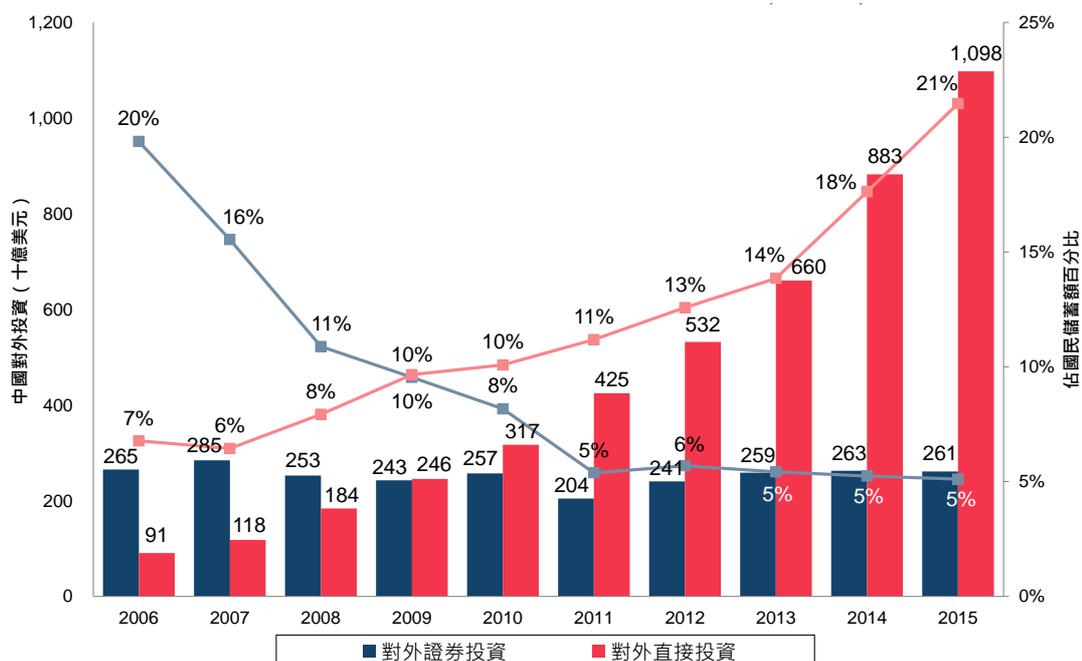
實施新股通將有助改善內地市場的國際投資者參與度，以及香港市場的國際發行人基礎，使兩個市場更國際化。此外，新股通也會為內地投資者帶來更多國內市場短期內未能提供的投資機會。更重要的是，正如前文第 3 節所述，內地與香港共同市場模式有助達成中國更遠大的目標：改善國家資產負債表、進一步雙向開放市場以及人民幣國際化。加入新股通將共同市場的聯通範圍擴大，相信將會是一大突破。新股通的潛在裨益論述如下。

對內地市場及投資者的潛在裨益

(1) 帶來新的環球資產配置渠道，可改善國家資產負債表

2006年至2015年十年間，國內存款增加至約人民幣337,080億元（約51,150億美元），複合年增長率達14%²⁷。同期對外直接投資的複合年增長率為32%，即使2006年推出了QDII計劃，對外證券投資的複合年增長率卻錄得負數(-0.2%)²⁸。對外證券投資佔境內存款總額的比例從2011年起維持於5%左右的相對偏低水平，但對外直接投資則大升至2015年底約佔21%（見圖14）。

圖 14：中國內地對外直接投資及證券投資（2006年至2015年）



資料來源：Wind 資訊。

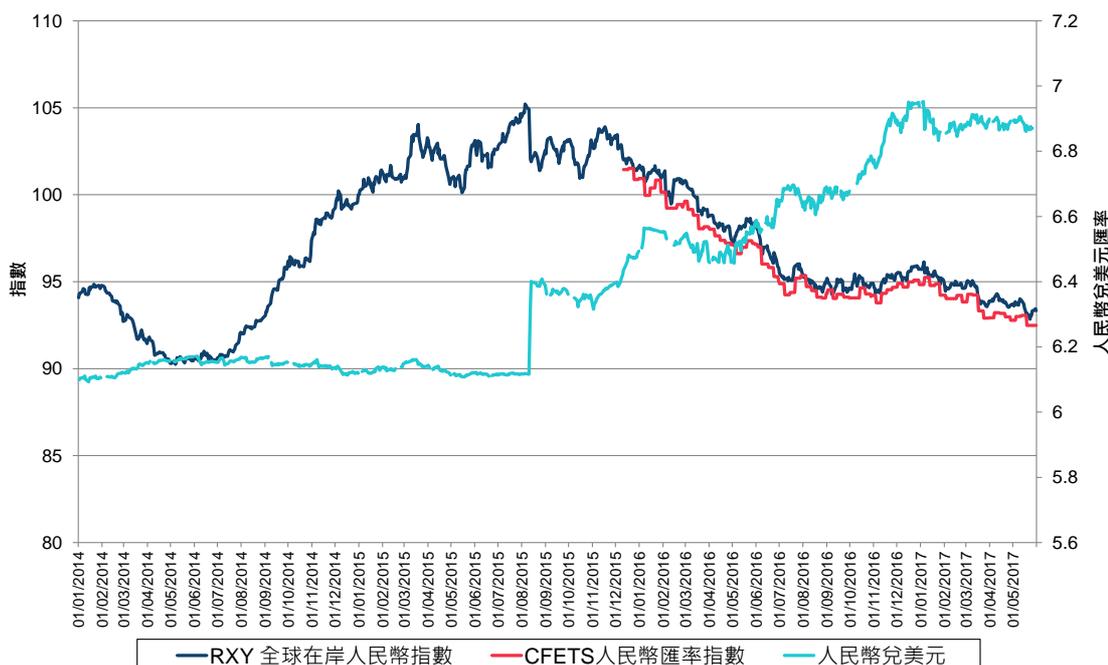
此外，人民幣自2015年8月起呈貶值之勢²⁹（見圖15），市場恐怕跌勢會持續一段時間。內地投資者（包括政府機關及企業的投資部門）紛紛尋求非人民幣資產，以分散投資組合，也可於人民幣繼續貶值時作對沖。

²⁷ 資料來源：Wind 資訊。

²⁸ 複合年增長率乃按 Wind 資訊的年度數據計算得出。

²⁹ 觸發點為 2015 年 8 月 11 日人行改革人民幣兌美元匯率中間報價機制，使之更加市場化。

圖 15：人民幣指數及人民幣兌美元匯價每日收報（2014 年至 2017 年 5 月）



註：RXY 全球在岸人民幣指數是香港交易所與湯森路透合作推出的指數，用於計量在岸人民幣兌一籃子主要國際貨幣的表現。CFETS 人民幣匯率指數是中國外匯交易中心(CFETS)計量人民幣兌一籃子主要國際貨幣的官方指數。

資料來源：湯森路透。

相對於國內存款的充裕，境內投資產品的供應卻不足以應付人民對投資保值及為資產增值的需要。就如一學術研究所載，這引致中國內地自 1990 年以來的資產短缺情況，導致資產泡沫這樣的後果，其現象表現於地產市場、股市甚至消費品的價格飆升³⁰。該研究解釋資產短缺程度是以國內儲蓄（即產資需求）減去資產供給所佔國內儲蓄的百分比來衡量；而資產供給是債券、股票、借出款、短期存款變化和持有的非本幣資產的總額。作為一參考點，2015 年於滬、深交易所的股本集資總金額約為人民幣 15,400 億元³¹，少於 2015 年底國內儲蓄額的 5%，與 2015 年對外證券投資的水平相若（見圖 14）。

由此可見，內地投資者對全球資產配置有迫切需求。再者，要改善國家資產負債表，亦需增加海外投資的收入。「一帶一路」策略會促進對發展中國家的投資，固然可增加海外直接投資的收入³²，但加大海外投資組合將可帶來潛在的龐大收入。

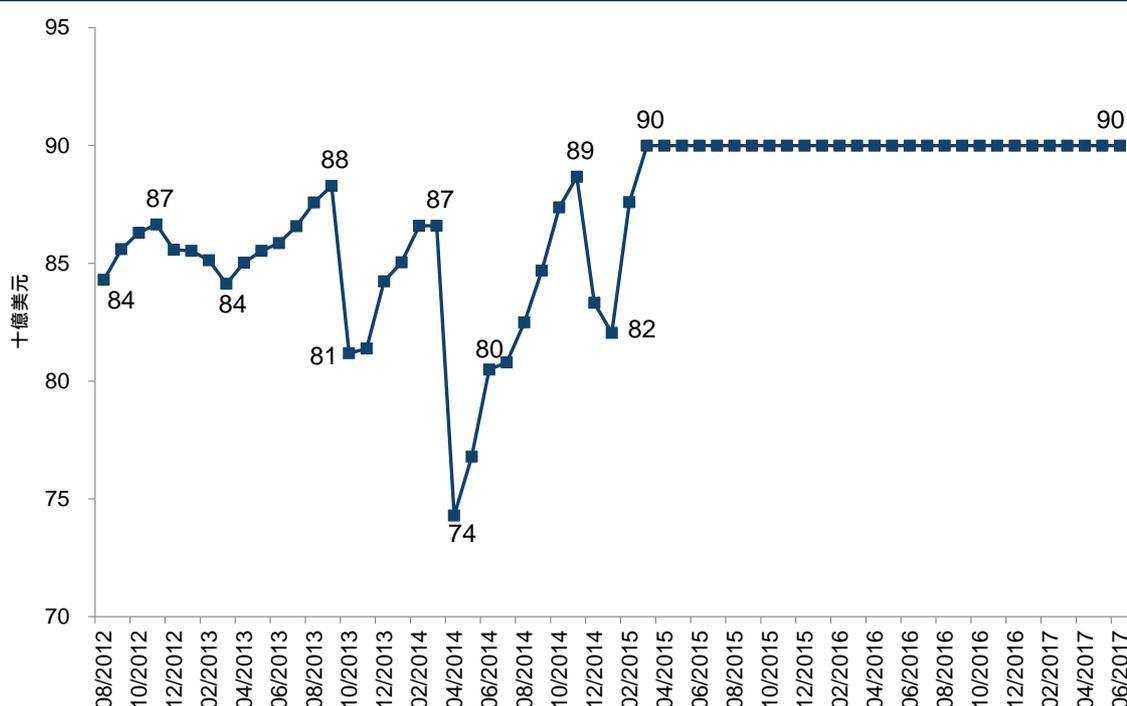
除滬深港通的南向交易外，現行的 QDII 計劃是海外證券投資的唯一合法渠道，但有額度限制，亦須經審批。事實上，QDII 的投資額度自 2015 年 3 月以來並無增長，至 2017 年 6 月仍維持於 899.93 億美元的水平（見圖 16），與 2015 年底國內存款相比只佔不足 2%。

³⁰ 楊勝剛、梁彖，《中國資產短缺問題研究》，2015 (<http://www.sinoss.net>)。

³¹ 2015 年，於上交所的股票發行集資總額為人民幣 871,082 百萬元，於深交所的（包括主板、中小企業板、創業板）則為人民幣 668,902 百萬元（資料來源：滬交所、深交所網站上的每月市場統計數據）。2015 年底的國內儲蓄額為人民幣 337,080 億元（資料來源：Wind 資訊）。

³² 「一帶一路」計劃包括「絲綢之路經濟帶」及「21 世紀海上絲綢之路」計劃。「絲綢之路經濟帶」連接中亞、西亞、中東至歐洲，伸延至南亞及東南亞。「21 世紀海上絲綢之路」則橫跨東南亞、大洋洲及北非。中國國際商會在 2015 年 8 月發布的《「一帶一路」沿線國家產業合作報告》中，列出了 65 個會參與一帶一路計劃的沿線國家。

圖 16：已批准的 QDII 投資額度（2012 年 8 月至 2017 年 6 月，月底數字）



資料來源：國家外匯管理局網站。

除 QDII 外，國家外匯管理局亦特設「綠色通道」，若干國內投資者（主要是內地基礎投資者）可經此渠道向外管局申請特別許可，以認購將於香港上市的內地企業的首次公開發售股份。這是中國郵政儲蓄銀行首次公開招股時開始實行的做法，自此曾應用於多家內地企業首次上市，但始終屬特事特辦，特別許可亦只適用於特定企業，也須符合國家外匯管理局的特別規定³³。

南向新股通將使內地投資者能認購將於香港上市的國際公司的新股，等同為國內投資者開關多一個正式的環球資產配置渠道，更可能較現有渠道廣闊。與現時只有交易市場聯通相比，南向新股通將可在更大程度上改善內地資金的海外投資組合。

(2) 促進雙向市場開放

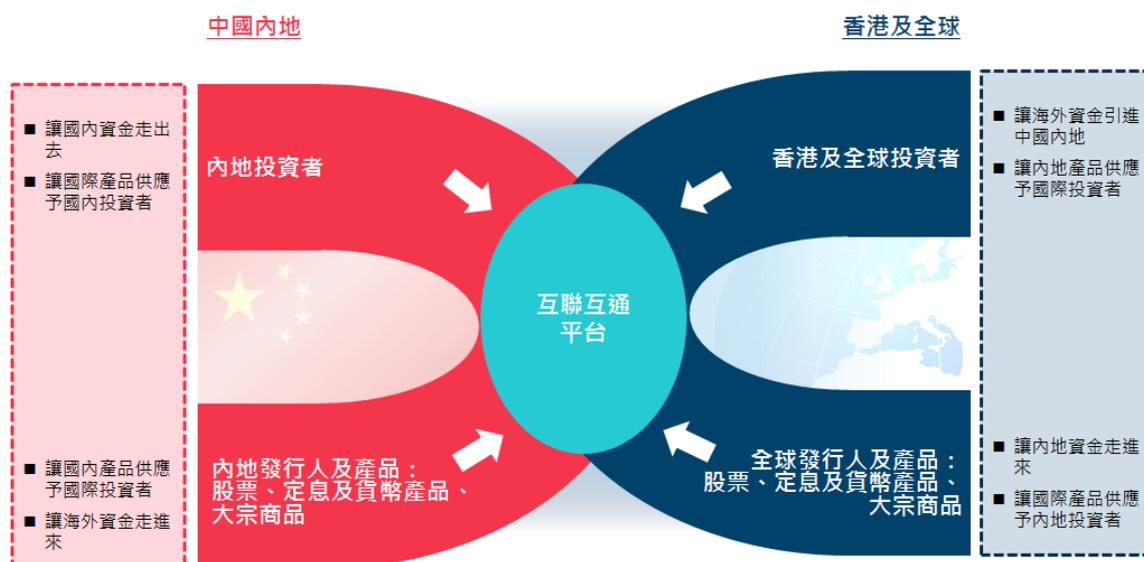
能否成功開放內地本土市場供國際公司集資，取決於內地市場對潛在發行人在集資需要及資金成本考量上有多大吸引力。一些有意在中國擴展業務的大型國際公司可能會為了國內上市地位的品牌效益而感興趣，但這類的發行人未必很多，容易無以為繼。再者，內地股市的監管框架與國際發達市場大相逕庭，即使設立了國際板，合規成本也可能很高，大部分有意上市的外國發行人恐怕會望而卻步。

相形之下，透過內地與香港共同市場模式下的新股通，外國發行人向內地投資者發售股份時可遵從其更熟悉、更國際化的香港股市規則及標準。正如下圖 17 所示，共同市場的聯通平台³⁴能讓內地境內資金及金融產品流出，反之亦能讓國際資金及金融產品流入中國，任何一邊的共同市場投資者及發行人都不用強為適應另一邊市場的做法。

³³ 據市場參與者所述，在「綠色通道」許可下，國家外匯管理局要求發行人在境外上市募集資金結束後要調回募集所得資金，並要求境內基礎投資者在出售認購所得股份後調回部分（若非全部）資金至國內。一般認為這是個苛刻的「雙重結匯」規定。

³⁴ 某些項目需要經過監管部門的批准。

圖 17：內地與香港共同市場的互聯互通平台



(3) 人民幣資本項目可兌換更進一步

共同市場的南向新股通將等同在資本項目下實行多一項的人民幣可兌換，即讓非居民於境內發行股票或股本類證券。日後，共同市場大可續推其他合適的聯通計劃（例如金融衍生產品的發售），在其餘資本項目實現人民幣可兌換。

儘管長遠而言，中國總有其他方法實現人民幣資本項目全面可兌換，但透過新股通及共同市場的其他聯通計劃，則有助以可控方式（見下文第（7）點）加快這個進程。

(4) 發展國際投資者基礎

正如上文第 2.1 節所述，外國人在內地股市的持股量佔上交所及深交所流通市值總額不足 0.3%，而外國投資者在香港股市的交易佔比則達 40%。北向新股通有助開拓內地的國際投資者基礎，那是股市國際化不可或缺的要素。

通過北向新股通的首次公開招股將會對所有國際投資者開放。相較於只開放於合格外國投資者（QFII 及 RQFII）的國內首次公開招股而言，北向新股通的首次公開招股預料會涉及發行人和證券業（國內及國際業界）更大的國際市場推廣力度，國際投資者將能獲得大量發行人資訊，可能較針對國內投資者的國內招股更全面，從而更清楚了解投資價值。再者，外地投資者可以經新股通於一級集資市場獲取相對較大持股量而不會像在二級市場買入大量股份般對股價造成影響。

(5) 為內地企業帶來更多上市機會

在中國內地相對較快的經濟發展下，國內存款不斷增長，另一方面現有及新成立企業亦不斷需要資金作發展及擴充之用，兩邊似乎正可各取所需。然而，內地股市現時的首次公開招股步伐未必能適時應付大量的企業申請。據彭博報道³⁵，截至 2016 年 9 月，仍待中國證監會批准在上交所或深交所上市的首次公開招股申請人逾 830 名。中國證監會努力加快審

³⁵ "Few in China's IPO queue likely to benefit from fast-track reform" 《中國加快處理 IPO 申請受惠的輪候者寥寥可數》，彭博，2016 年 9 月 12 日。

批³⁶，至2017年2月已將輪候隊伍縮短至約700名，但申請人一般仍需輪候18個月或以上³⁷。按地方媒體報道，還有待省級審批方可輪候上市的公司申請更超過700宗³⁸。官方交易所數據顯示上交所及深交所於2016年的新上市總數分別有103及124宗，2017年截至5月則分別有103及108宗。按2017年已加快處理新股上市申請的速度（約每年500宗）估計，現有的申請者隊伍（包括省級輪候申請）可於三年內消化，但這並未計中國經濟發展而不斷有新申請者加入，更不用說國家在熊市時可能會實施暫緩新股上市的政策（有先例可援）。

對於在內地輪候上市的內地企業來說，到香港首次公開招股無疑是另一選擇，但這意味有關企業選擇面向主要是香港及全球投資者，很大程度上要捨卻內地投資者。若落實南向新股通，在港上市的內地企業亦可向內地投資者發售股份。如此，在香港首次公開上市會成為以內地投資者客源為目標的內地企業的另一個實際選擇，同時亦讓他們有機會接觸全球投資者。故此，新股通有助舒緩內地市場發展現階段對首次公開招股的制約。

(6) 培育內地投資者基礎

香港市場的國際監管框架及市場慣例，對內地投資者而言是一個極具價值的訓練場。2006年推出的QDII計劃使內地機構投資者受惠，亦間接透過QDII產品惠及內地散戶投資者。2014年11月推出滬港通後，更進一步為內地散戶投資者直接提供在交易市場買賣方面的練習場。至於在集資市場認購新股，內地的市場慣例與國際迥異。部分出於供求失衡，內地投資者可能都習慣了新股在內地上市時股價例升。南向新股通可讓內地投資者有機會接觸國際市場的做法，在新股認購及上市後股價變動方面（可升亦可跌）獲得國際經驗，有助培育內地投資者趨向成熟。

(7) 資本外流的風險可控

與滬深港通的交易市場模式設計相同，新股通涉及的資金流也是在封閉的系統內完成，使出售認購股份時（假定透過滬深港通），資金會回流申購股份的投資者的原有市場。如此便可舒緩內地市場資金外流的憂慮。

新股通對香港市場及全球投資者的潛在裨益

(1) 吸引國際公司上市

南向新股通等同打開了內地投資者的資金池，可吸引全球有意的發行人在港上市集資。內地有龐大的境內存款基礎，且業務機會處處，對於想進行大規模首次公開招股的國際公司及有意在中國發展業務的公司來說，透過南向新股通在香港上市相信極具吸引力。此外，有內地投資者作為潛在認購者，較小型的國際公司也會更有信心可於香港成功上市。

(2) 有更多投資者參與使市場交投活躍

為使共同市場的股份招股及交易循環更為完備，運作上集資市場的新股通預期會與交易市場的滬深港通相連，使兩邊市場的投資者透過新股通認購的股份可透過滬深港通買賣。在新股通的帶動下，香港市場預期會有更多國際公司上市，也因為內地投資者的參與而擴大了流動資金池，市場活動更見活躍。全球投資者都會樂見集資市場及交易市場的流動資金增加。

³⁶ 2016年9月，中國證監會讓在任何全國592個窮困地區註冊的公司插隊，但似乎只為財富再分配，而非舒緩首次公開招股的瓶頸（彭博，2016年9月12日）；2017年2月，據報中國證監會考慮為全國最大科技公司提供捷徑插隊。

³⁷ “China to let big tech firms jump IPO queue”《中國讓科技大企插隊上市》，海峽時報，2017年2月25日。

³⁸ “Few in China's IPO queue likely to benefit from fast-track reform”《中國加快處理IPO申請受惠的輪候者寥寥可數》，彭博，2016年9月12日。

(3) 活躍於集資及交易市場活動的市場中介機構同樣受益

集資及交易市場活動增加，香港的市場中介機構（包括投資銀行、律師事務所、會計及審計師行以及證券經紀）就有更多業務機會。

新股通對內地與香港共同市場的潛在裨益

實行新股通有助完善內地與香港共同市場的股票市場生態系統，是聯繫國際投資者與內地公司及內地投資者與國際公司的突破性機會，有助共同市場進一步國際化。內地與香港共同市場可以擴容，自然能成為內地與國際投資者的金融超市，為他們提供世界各地各式各樣的金融產品。

5. 開通新股通的考量

正如滬深港通機制，新股通亦是一全新概念，在實務問題及市場影響方面均需要審慎考慮，但只要模式設計得當，各種挑戰性難題大都可迎刃而解，而裨益將會超過所需成本。各種挑戰詳述如下。

(1) 市場競爭或會增加

如境外投資者透過北向新股通增加參與內地首次公開招股，可能會被視為在內地新股市場殷切內需之上再增動力，市場或憂慮原已相當熾熱的內地新股市場會火上加油。但其實正好相反，只要模式設計得當，新股通將為內地一級市場帶來更公平的定價及更健康的發展。根據市場現行的新股配發流程，QFII 及 RQFII 在內地首次公開招股市場中往往只認購到少量股份。內地市場的新股配發機制與國際慣例相當不同，或限制了外地投資者於其一級集資市場的參與度。北向新股通的設計可著力提高新股認購及分配以及定價流程等方面的外資參與度，這將有助內地一級市場逐步貼近國際常規。

第二，內地市場或會憂慮新股通會加劇香港爭取內地發行人上市的競爭，令發行人選擇香港而不在內地市場上市。但這不是大問題，原因是新股通不會影響中國企業（特別是 H 股公司）在海外上市的現行監管規定。新股通對發行人的額外吸引力會是打開內地投資者的股份認購需求。事實上，內地有大批申請人輪候上市，新股通反有助舒緩內地處理首次公開招股的壓力。

第三，市場或會關注香港市場與內地正在籌劃的國際板在爭取海外公司上市方面可能存在競爭。就此而言，內地國際板尚未確定發行人上市資格要求及運作詳情，構思中的新股通相信不會對其有任何影響。相反，市場人士認為，啟動南向新股通後，香港爭取國際公司來港上市其實是對海外證券交易所構成更多競爭。事實上，內地股市要達至國際化，需要先行先試多樣的措施，再適時配合市場發展作出適當調整。提供新股通的共同市場就有如中國的一種離岸國際板，可與其在岸國際板同時運行。

至於香港市場，市場一般認為南向新股通所增加的流通量於新股認購方面不會構成競爭，反而有利。

(2) 監管及投資者保障

市場監管是開通新股通前需要審慎考量的重要範疇，當中包括發行人及投資者資格，以及共同市場雙方的證券交易所、市場監管機構、中介機構、發行人與投資者的責任及義務。最終目的是提供一個公平的市場環境，具備充分的投資者保障及風險管控。

內地與香港股市的一級市場制度（包括新上市資格、上市要求及招股章程的披露要求等）不盡相同。透過南向新股通機制進行以內地投資者為對象的首次公開招股，或要施加額外的發行人資格及披露要求³⁹。透過北向新股通機制進行以香港本地及環球投資者為目標的首次公開招股，亦可能要有額外披露要求。此外，對於從事戰略產業的內地企業，中央政府或有若干外資擁有權限制，故北向新股通的實施或會涉及若干有關首次公開招股的特定資格要求或外資認購的特定限制。

至於新股通下若發行人出現合規問題而令投資者利益受損，應採用哪個市場的投資者保障機制、雙方市場監管機構的角色以及發行人、證券交易所及中介機構的責任等問題，也需要一一釐清。此外，市場中介機構亦關注跨境投資者的信貸風險。然而，只要制定明確穩健的監管框架及操作設計得當，上述問題都應該可以解決。

此外，內地與香港股市須同時進行**大量投資者教育**，令兩地投資者都了解對方的一級市場常規和投資行為，保障其本身的投資。

(3) 操作事宜

不論是北向還是南向，新股通都會涉及將首次公開招股的認購程序延伸至共同市場的另一方。有別於滬深港通下的二級市場交易毋須修訂上市股份的主場交易、結算及交收常規，新股通下首次公開招股的本土市場股份認購及分配的常規必須審慎設計，以容納跨境投資者。

有待解決的問題包括但不止於：（1）跨境散戶投資者可否經新股通認購股份，抑或新股通是否只開放予跨境機構投資者？（2）新股通股份如何配發予跨境投資者？（3）跨境投資者會是一個獨立的股份認購組別，還是與主場投資者的申購一併處理？（4）跨境投資者認購股份應遵守不同的市場規則還是沿用首次公開招股所屬市場的規則？（5）跨境投資者由首次公開招股所屬市場的中介機構提供服務，還是由投資者所屬市場的中介機構提供服務？（6）為跨境投資者提供服務的中介機構是否要遵守不同的監管規定（例如：「認識您的客戶」規則及配售指引）？

基於香港與內地的首次公開招股程序及市場慣例差別相當大，**新股通的操作模式須兼顧發行人及投資者的利益，以及保持市場公平、公開、公正的基本原則，預計在設計上會相當費力。**

首次公開招股後的股份買賣有必要無縫**銜接滬深港通**，故監管及操作框架須為此作好充足準備。在香港，券商一向有為認購首次公開招股股份的投資者提供融資的做法，有市場人士要求滬深港通容許大宗交易以便利該等融資支援服務。原因在於若無大宗交易設施，投資者如在二級市場大量出售已認購股份來回付券商的融資，會影響股價。實行新股通而未有於滬深港通容許大宗交易，對須獲券商融資的跨境投資者而言會是一絆腳石。在銜接新股通與滬深港通時，此等操作細節必須顧及。

6. 總結

滬深港通啟動，內地與香港的股票二級市場交易正式互聯互通，但若一級（新股）市場尚未聯通，內地與香港共同市場終究不完整。推出新股通可完善這個共同市場的基本功能，就是讓共同市場中的投資者可買賣股票、發行人也可集資。新股通亦可優化內地與香港股市以至整個共同市場現時尚未真正國際化的層面。新股通啟動後，共同市場可更有效地支持中國的宏觀藍圖發展，達致經濟更平衡、市場更開放而最終人民幣更國際化。

³⁹ 舉例：發行人向跨境（例如英美市場）投資者發售新股，須遵守進行跨境發售的市場當地的若干監管規定（包括資料披露要求）。

新股通對共同市場兩邊都有益處。對內地而言，新股通可（1）為內地投資者提供全球資產配置的新機遇，從而改善國家的資產負債表；（2）以較低成本利便市場雙向開放；（3）在人民幣資本項目自由兌換方面向前邁進一步；（4）支持市場發展國際投資者基礎；（5）為內地企業帶來更多上市機會；以及（6）協助培育內地投資者基礎；而又能同時以適當監控措施減低潛在風險。對香港而言，新股通有助吸引海外公司來港上市、增加投資者參與度而進一步激活市場，並為市場中介機構帶來更多商機。

實施新股通較滬深港通計劃涉及更多包括監管及營運方面的議題。不過，相信只要機制模式設計合宜，符合內地與香港共同市場的最佳利益，這些問題大致上都可迎刃而解，最終會惠及中國國民經濟賬目以至人民幣國際化這大戰略。

英文縮略詞

- ETF 交易所買賣基金 (Exchange-traded fund)
- QDII 合格境內機構投資者 (Qualified Domestic Institutional Investor)
- QFII 合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor)
- RQFII 人民幣合格境外機構投資者 (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor)

備註

本研究報告的內容有參考香港一級市場參與者（包括投資銀行、券商、律師行、會計師事務所及基金經理）對新股通概念的意見及回饋。

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。

