



滬深港通的運行與未來發展

高級經濟研究員 蘇傑

今年7月1日是香港回歸祖國20周年的大日子，在回顧港股市場20年大發展的同時，滬港通與深港通（以下合稱“滬深港通”）作為內地與香港股市協同發展的開創性機制，亦深受市場關注。滬深港通自啟動以來的表現如何？有哪些主要特點？未來發展存在哪些機遇？本文就此展開分析。

一、滬深港通的發展與特點

作為內地與香港股票市場在“交易封閉運行、人民幣交易結算、不改變投資者交易習慣，以及控制風險”原則之下互聯互通的試驗機制，滬港通自2014年11月17日啟動，至今運行兩年半多；在滬港通平穩運作兩年之後，深港通2016年12月5日開通，至今運行半年有餘。從開通之前兩地市場掀起數次憧憬，到正式開通後市場反應相對淡靜，再歷經兩地股市2015年年中大幅沖高後深度調整，滬深港通機制總體運行平穩溫和，藉由機制的改進升級，兩地市場聯動性有所增強，但各自特色並未消彌，滬深港通有力推進內地與香港股市的協同發展。

1、機制的完善與升級

滬深港通機制的發展從有效管控走向有序開放，從聚焦重點走向多元。從額度控制來看，為規避內地市場散戶為主的市場結構短期內對港股市場生態造成衝擊，機制設立了每日額度與年度總額度兩道關口，充分保障在市場波動加劇的環境下，兩地股市體系的安全性和相對獨立性。經歷股市調整之後，滬深港通機制2016年年底取消總額度限制（當時年度額度即將超標），但仍維持每日額度限制，體現了管控風險與開放市場的平衡；從股票標的來看，最初滬港通僅涵蓋兩地市場大中型成份股，相應提升了投資者入市的門檻。2016年年底的深港通涵蓋兩地市場部份小型股及創業板股，但附加投資者資格、門檻與股票市值限制，在提供更為多元化投資選擇的同時，力求保障投資者利益。

2、額度使用總體較為溫和

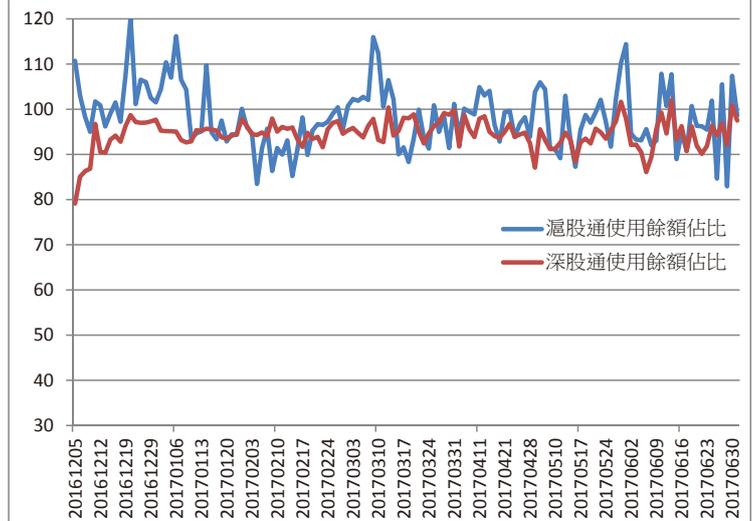
觀察兩年半以來的滬深港通每日額度使用餘額佔比，除滬股通開通首日以及2015年4月港股“大時代”前夕港股通出現當日額度告罄外，其他時間南北向額度使用均較為溫和，市場一度以此判定表現不如預期。筆者認為，須考慮兩個因素：一是額度計算以淨額度（即買入減去賣出金額）為準，當日剩餘額度較多不排除買入與賣出較為平衡的因素；二是作為聯通內地與香港市場的“橋樑”，衡量其成功與否，不應單憑“通車量”，而應觀察整體運行狀況，兩年半以來整體平穩通暢不失為成功。

從2016年12月5日深港通啟動以來的情況來看，北向交易方面，深股通額度使用較為平穩，除開通首日使用餘額佔比低於80%外，其餘大部分交易日均徘徊於90%左右水平。滬股通額度使用則波動較大，既有低於90%的水平，也多次出現高於100%（即淨賣出）的情況；南向交易的情況亦類似，港股通（深）每日使用餘額佔比均處於90%左右，港股通（滬）則在40%至120%區間大幅波動。南北向相比較，南向額度使用情況明顯較佳，尤以港股通（滬）表現最好，對今年上半年港股向好形成支持。

3、南北成交趨於平衡

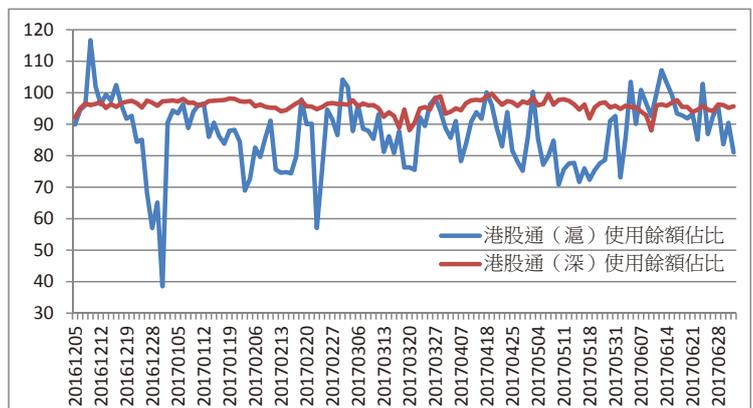
從透過滬深港通的成交來看，兩年多來從最初的“南冷北溫”到“南熱北冷”，目前南北向成交趨於平衡。今年上半年，北向成交8,085.62億元人民幣，南向成交

附圖 1：2016 年底以來滬深港通北向每日額度使用餘額佔比（%）



資料來源：上海證券交易所、深圳證券交易所、中銀香港經濟研究，截至2017年7月

附圖 2：2016 年底以來滬深港通南向每日額度使用餘額佔比（%）



資料來源：香港交易所、中銀香港經濟研究，截至2017年7月

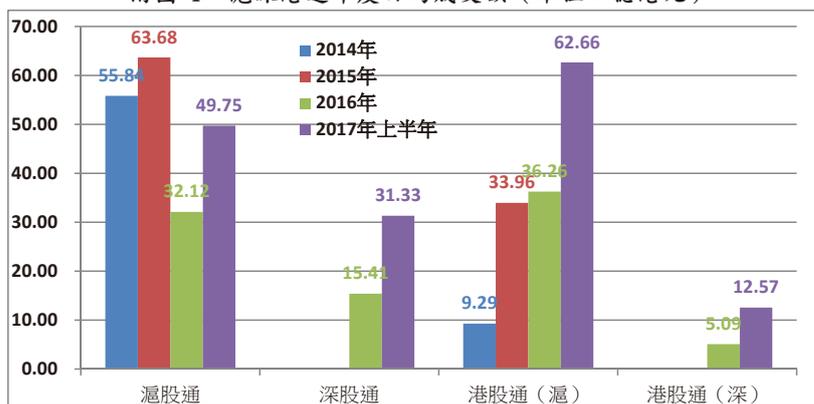
附圖 3：滬深港通南北向年度總成交額統計



資料來源：香港交易所、中銀香港經濟研究，截至2017年6月

8,415.08 億港元，雙向總額均高於去年全年水平，反映深港通啟動後的增量效應。從每月日均交易額的變化來看，北向滬股通成交持續高於深股通，南向情況亦類似；滬港通北向成交遜於南向，深港通則相反，北向成交明顯高於南向，反映香港市場大型名企（銀行、房地產、保險、汽車等）較受內地投資者青睞，深圳市場則是新經濟企業較為香港投資者看好。

附圖 4：滬深港通年度日均成交額（單位：億港元）

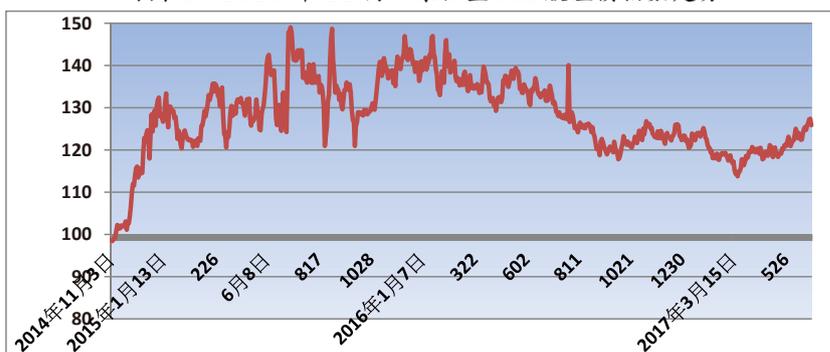


資料來源：香港交易所、中銀香港經濟研究；註：2017年上半年1港元=0.875元人民幣

4、兩地市場聯動增加，特色差異仍在

滬深港通機制增加了內地與香港市場的聯動性：有測算顯示，在滬港通落地前，恒生指數對上證指數的影響不及1%，落地後最高達至17%左右，兩者相關性亦從0.4增加至0.92。2015年兩地市場相繼出現大幅調整即是例證。港交所2014/15年度調查亦顯示，港股現貨交易機構投資者自上年度的58%顯著下降至51%，個人投資者佔比則呈現平穩上升態勢。另一方面，從恒生AH股溢價指數兩年多來的走勢來看，自150點左右高位逐漸下滑，但跌至120點之後有反彈之勢，反映內地市場以散戶為主、香港市場以機構投資者為主的投資者結構，以及兩地市場成熟度、交易習慣等差異仍會在較長時間維持，港股“內地化”或A股“港股化”的判斷言之尚早。

附圖 5：2014 年 11 月以來恒生 AH 股溢價指數走勢



資料來源：恒生指數公司、中銀香港經濟研究

二、未來發展機遇

滬深港通作為內地與香港股市互聯互通的機制創新，經歷市場波動和擴容升級的過程，未來具有更大的發展空間。從短期而言，內地A股成功納入MSCI、險資獲准參與深港通業務、債券通開通以及香港人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度上調等可為滬深港通提供新業務機會；長遠而言，內地與香港股票共同市場建設、兩地股市制度化與監管互動增強、人民幣國際化以及

經濟金融深化融合等政策利好料可令滬深港通機制煥發更大生機。

從短期的因素來看，一是內地 A 股成功納入 MSCI 倒逼機制改良。據 MSCI 估算，如納入初期佔比為 5%，則 A 股佔新興市場指數比重約為 1.73%，對應資金約 170-180 億美元。相信隨著資金流入需求持續增加，滬深港通目前設定的每日額度上限或需調升或取消；二是更多機構投資者入市可提振成交。6 月 30 日內地保監會發佈《保險資金參與深港通業務試點監管口徑》，相關措施落地後，勢必對催谷深港通氣氛、增加成交形成利好。截至 7 月初，內地險資透過滬深港通的投資規模為 1,743.58 億元人民幣；三是債券通作為股市互通互通機制的複製與升級，加上香港 RQFII 額度自 2,700 億元人民幣大幅提升至 5,000 億元人民幣，均可提振香港金融市場發展，營造良好的市場氣氛，對滬深港通發展有正面幫助。

長遠而言，一是內地與香港金融市場互聯互通機制建設可為滬深港三地股市發展提供更大機遇。目前上海、香港、深圳股市市值在全球分別排名第 4、7 和 8 名，隨著三大市場的融合進一步升級，透過滬深港通的交易料可持續上升，股票、ETF(交易所買賣基金)及新股等投資標的和不同類型的產品亦將更為豐富；二是兩地股市制度化建設與監管互動增強對滬深港通機制有護航作用。內地股市制度化規範持續推進，香港股市擬設立創新板塊並改良現有創業板。另外，今年 3 月滬深港建立跨境聯合監管機制，落實跨境數據交換與定期聯席會議制度，香港亦擬借鑒內地“看穿式監管”模式在滬深港通層面推出“一戶一碼”投資者身份識別制度，均有利於維護市場秩序、保護投資者利益；三是政策措施利好將持續發酵。一方面，內地人民幣國際化進程推進過程中，香港離岸人民幣中心建設不斷深化，相關政策措施的深化勢必對滬深港通形成利好；另一方面，廣東自貿區建設與粵港澳大灣區規劃制定與落實，也可為香港的創新發展戰略提供新機遇。

綜上所述，作為全球股票交易所互聯互通的開創性模式，未來滬深港通機制可望在兩個層面進一步推進：一是可將聯通標的從股票產品擴展到各類債券、大宗商品甚至期權期貨、衍生工具等更為豐富的金融產品；二是可為其他國際市場之間的互聯互通提供示範與借鑒。同時，滬深港通機制自身也面臨市場波動、匯率變化、資訊不對稱等制約因素，需在強化跨境監管、與國際交易規則接軌、優化稅費管理，以及適度放開限制以吸引更多投資者進入方面持續完善和升級。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2015	2016	2016/Q4	2017/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	22,464	23,586	6,786	6,274
升幅 (%) Change(%)	2.4	1.9	3.2	4.3
二. 對外貿易 External Trade			2017/5	2017/1-5
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	469	429	36	171
轉口 Re-exports	35,584	35,454	2,994	14,505
總出口 Total exports	36,053	35,882	3,031	14,677
進口 Total imports	40,464	40,084	3,388	16,481
貿易差額 Trade balance	-4,411	-4,201	-356	-1,805
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-15.2	-8.5	4.6	3.4
轉口 Re-exports	-1.6	-0.4	4.0	8.3
總出口 Total exports	-1.8	-0.5	4.0	8.2
進口 Imports	-4.1	-0.9	6.6	9.1
三. 消費物價 Consumer Price			2017/5	2017/1-5
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	3.0	2.4	2.0	1.1
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2017/6	2017/1-6
合約宗數 (宗) No. of agreements	76,159	73,004	7,902	42,862
年升幅 (%) Change(%)	-6.5	-4.1	31.0	61.3
五. 勞動就業 Employment			2017/2-2017/4	2017/3-2017/5
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.9	13.3	12.7	12.6
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.3	3.4	3.2	3.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.4	1.4	1.2	1.2
六. 零售市場 Retail Market			2017/5	2017/1-5
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-3.7	-8.1	0.5	-0.7
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-0.3	-7.1	0.7	-1.0
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,931	5,665	458.7	2360.6
年升幅 (%) Change(%)	-2.5	-4.5	3.0	3.2
八. 金融市場 Financial Market			2017/4	2017/5
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.1	775.6	777.8	778.9
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	15.4	12.3	9.1	12.0
M2	5.5	7.7	11.2	12.8
M3	5.5	7.7	11.2	12.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	6.7	9.1	10.8	12.1
港元存款 In HK\$	10.7	9.4	14.8	15.9
外幣存款 In foreign currency	3.1	8.8	7.0	8.4
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	3.5	6.5	12.9	13.8
當地放款 use in HK	3.5	7.4	12.0	12.0
海外放款 use outside HK	3.6	4.5	15.0	18.0
貿易有關放款 Trade financing	-16.3	0.2	2.5	8.2
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	21,914	22,000	24,615	25,661