

2018年9月18日

高級經濟研究員 蘇傑

## 滬倫通的主要特點及影響評估

8月31日，內地證監會發佈《上海證券交易所和倫敦證券交易所市場互聯互通存託憑證業務監管規定》（以下簡稱《規定》，向社會公開徵求意見；同時，上海證券交易所向各券商下發《關於啟動滬倫通做市業務市場準備工作的通知》（以下簡稱《通知》，標誌著自2015年啟動可行性研究以來，滬倫通的推進目前已進入實質性階段。作為內地A股市場擴大對外開放的又一項重要舉措，滬倫通有哪些主要內容與特點？如何看待其開通後的影響？本文擬就此展開分析。

### 一、滬倫通擬開通的主要背景

作為中英金融合作不斷推進、內地金融持續擴大開放及資本市場國際化發展的重大舉措，滬倫通從2015年展開可靠性研究，歷時三年後，終於步入實質準備階段。

1、中英金融合作取得實質進展。2015年9月，時任英國財政大臣奧斯本（George Osborne）在訪華期間宣佈對滬倫通展開可行性研究。同年10月，中國國家主席習近平訪問英國，雙方共同表達對開展互聯互通的正面態度；次年4月，中英在取得重要階段性進展後，提出擬以最直接的發行存託簽證方式作為市場聯通標的。11月第八次中英經濟財金對話期間，雙方同意下一步開展操作性和安排的研究與準備；去年3月，上海清算所倫敦辦事處成立，12月滬倫通被列入第九次中英經濟財金對話成果（第27至29項），中國結算負責人表示將進一步配合做好滬倫通推進工作；今年4月，中國央行行長易綱在博鰲亞洲論壇年會上宣佈，爭取年內開通滬倫通，5月證監會發佈《存託憑證發行與交易管理辦法》，上海金融辦將滬倫通作為擴大金融市場開放先行先方式的重要措施之一，直到最近《規定》與《通知》的發佈，反映滬倫通籌備取得實質性進展。

2、內地金融開放全面提速。今年以來，在全球貿易摩擦與糾紛持續、新興市場動盪不安的背景之下，內地金融業多項對外開放政策密

集落地。據不完全統計，從4月底開始，內地一行兩會接連發佈了10項涉及外資銀行、保險、證券、基金以及期貨等行業的市場準入開放和業務範圍擴大相關措施。另外，有關取消銀行和期貨以及人身保險公司外資持股比例限制、取消保險公司兩年代表處要求、商業銀行新發起設立理財公司的外資持股比例不設限以及允許外資銀行同時設立分行和子行等開放措施正處於公開徵求意見階段。滬倫通作為金融市場對外開放的重大舉措，顯示內地金融業全面擴大對外開放新格局正在形成。

3、**內地資本市場國際化步伐持續推進**。一方面，藉助香港國際金融中心及離岸人民幣樞紐地位，包括滬港通、內地與香港基金互認、深港通、債券通等內地與香港市場互聯互通機制運行平穩並不斷優化升級；另一方面，內地A股自6月1日正式納入MSCI國際指數後，其納入富時羅素指數進程正在推進。另外，包括QFII、RQFII制度修訂、更多已上市期貨品種對境外交易者開放以及放開外國人開立A股賬戶門檻限制（如透過戰略投資方式取得的股份轉讓期由3年改為1年，投資者條件由不低於1億美元改為5000萬美元，管理資金由5億美元降低為3億美元等）等吸引外資措施陸續出臺。數據顯示，今年前8月，儘管內地A股表現疲弱，外資流入A股的資金逾2000億元（人民幣，下同）。

## 二、滬倫通的主要內容及新特點

作為上海與倫敦市場互聯互通的新嘗試，年內即將開通的滬倫通業務是指符合條件的兩地上市公司，可以發行存託憑證（DR）並在對方市場上市交易。包括東西雙向業務，即倫敦交易所由存託人簽發，以境外證券為基礎在中國境內發行、代表境外基礎證券權益的CDR，以及上海交易所由存託人簽發，以境內證券為基礎在倫敦市場發行，代表境內基礎證券權益的GDR。綜合《規定》、《通知》、監管部門及交易所負責人講話以及市場預估可見，目前滬倫通制度設計的基本框架已趨於成型。

1、**投資者、標的及參與機構選擇**。從投資者來看，內地包括機構投資者及個人投資者均可透過券商申請參與。其中個人投資者需滿足一定規模金融資產要求，不用單開特別賬戶；從標的選擇來看，遵循“優中選優”原則。上海市場擬選擇市值大（或不低於200億人民幣）、業績好、公司經營規範的藍籌公司（如上證50指數重磅企業）發行GDR，合資格行業料主要集中於金融、能源、工業、消費等傳統經濟領域。倫敦市場在宗數、規模對等的原則下選擇標的，其範圍主要在富時100指數重頭公司，涉及金融、能源、消費、原材料行業企業。總體數量相對有

限，兩地市場均不超過 10 家；從做市商來看，內地券商需符合具備自營業務資格、三年以來國際業務、兩年評級 BBB 或以上、自有資金參與、完備實施、風控及內部管理制度、專業人員與技術系統、過去一年無違規紀錄以及配備專業研究團隊等八大條件；從存託機構來看，內地方面主要包括中證登及子公司、商業銀行及證券公司等。

表 1：上海與倫敦證券市場情況對比

| 項目      | 上海                  | 倫敦                 |
|---------|---------------------|--------------------|
| 主要指數    | 上證綜指；上證 50          | 富時 100             |
| 開市時間    | 0930-1130；1330-1530 | 0800-1600（倫敦時間）    |
| 上市公司數量* | 1433                | 2498               |
| 交易規則    | T+1                 | T+0                |
| 交易品種    | 股票、基金、期權、權證         | 股票、期貨、期權、ETF、結構性產品 |
| 漲跌限制    | ±10%                | 無                  |
| 沽空      | 期指、期貨、融券            | 股票、期貨、期權           |

資料來源：中銀香港經濟研究整理；注：\*截至 9 月 5 日

2、允許跨境轉換是相較於新經濟 CDR 的最大制度突破。為吸引在境外上市的新經濟公司迴歸 A 股市場，內地監管部門即時出臺了 CDR 規則，但嚴格禁止 CDR 與境外基礎證券的轉讓。有分析認為，此舉可能造成同一只股票在境內外不同價，引發投機炒作。滬倫通 CDR 在汲取新經濟 CDR 規則的基礎上，打破跨境轉換限制，為防範市場炒作、控制風險提供了制度保障。

表 2：新經濟 CDR 與滬倫通 CDR 的比較

| 項目   | 新經濟 CDR | 滬倫通 CDR |
|------|---------|---------|
| 戰略定位 | 新經濟公司迴歸 | 中英市場聯通  |
| 融資安排 | 可直接融資   | 不可直接融資  |
| 跨境轉換 | 未允許     | 可允許     |
| 發行上市 | 審覈      | 核准      |
| 持續監管 | 本地      | 本地      |

資料來源：中銀香港經濟研究整理

3、出於監管要求的限制措施。滬倫通制度在監管層面設計了諸多限制，力求避免開通後引發兩地市場波動；從 DR 發行標的來看，基礎證券僅限股票，不包含其他證券產品；從規模來看，總發行額不得超過上市公司市值的 15%；發行價格方面，境內公司發行 GDR 價格不得低於前 20 個交易日均價的 90%；在鎖定期限制上，GDR 自上市之日起 6 個月內不得兌回 A 股，境內上市公司控股股東、實際控制人及其控制的企業認購的境外 DR 自上市之日起 36 個月內不得轉讓；從核准數量上看，境外 DR 存

續期內的數量不得超過監管部門核准的上限。特別需注意的是，儘管雙向業務均允許 DR 與基礎股票按既定比例轉換，但跨境轉換並不對等：東向暫不允許新增股份直接融資，即倫交所公司發行 CDR 只能用存量股票轉換；西向業務則可直接進行新增股份融資。

**4、全方位保護投資者權益。**作為互聯互通制度創新，投資者保護是滬倫通規則設計的重要支柱，主要包括適當性管理（投資者准入門檻）、發行人法律責任（依法履行上市公司義務）、基礎財產安全（存託人單獨立戶，與自有財產隔離）、知情權（境外發行人在境內設立證券事務機構，負責辦理 CDR 上市期間的資訊披露和監管聯絡事宜）以及糾紛調解機制（適用中國法律，在境內解決糾紛）等五方面的措施。

**5、與滬深港通完全不同的互聯互通模式。**2014 年 11 年運行的滬港通開創“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”原則下內地與境外市場互聯互通模式。隨著之後深港通啟動、滬港通優化升級及平穩運行，該模式為內地與境外（海外）市場聯通提供有效範本。不同於內地與香港市場的高度關聯性，上海與倫敦市場在時區差、制度支援、語言、交易時間、開放程度、法律等多個層面存在較大差異，滬倫通顯然難以複製滬深港通“投資者跨境，產品者外地”的成功模式，只能另闢蹊徑。因此，兩地企業到對方市場發行 DR，投資者在本地球場購買跨境產品，是最直接、便捷的聯通選擇。

表 3：：滬倫通與滬（深）港通的互聯互通模式對比

| 分類     | 滬倫通        | 滬（深）港通 |
|--------|------------|--------|
| 投資者所在地 | 本地         | 跨境     |
| 產品所在地  | 跨境         | 外地     |
| 交易機制   | 做市商        | 系統撮合競價 |
| 標的容量   | 相互市場各 10 家 | 兩地數百家  |
| 參與投資者  | 較少         | 較多     |
| 資金額度限制 | 無          | 每日有限制  |

資料來源：中銀香港經濟研究整理

**6、可與 QFII 實現有效互補。**與滬港通開通初期類似，市場與投資者亦擔心滬倫通會否對現行 QFII 形成衝擊。從近年滬深港通與 QFII 並行不悖的經驗來看，由於運行主體、投資方向、標的以及使用貨幣、跨境資金管理方式、審批方面的差異，滬倫港實際上給境外投資者提供了更為多元化的選擇。有歐洲資產管理機構駐上海首席代表表示，內部一直在研究是否通過滬倫通投資上海交易所股票，從而留出更多 QFII 投資深圳交易所股票或其他產品。

表 4：滬倫通與 QFII 制度設計對比

| 項目       | 滬倫通      | QFII      |
|----------|----------|-----------|
| 運行主體     | 證券交易所    | 資產管理公司    |
| 投資方向     | 雙向       | 單向        |
| 投資標的     | DR       | 不同產品      |
| 跨境資金管理方式 | 外循環+閉合路徑 | 資金可留存當地市場 |
| 使用貨幣     | 人民幣      | 美元等外幣     |
| 是否需審批    | 無需       | 需         |

資料來源：中銀香港經濟研究整理

### 三、滬倫通開通的意義及可能影響

9 月 15 日是《規定》徵求意見截止日期，滬倫通距離正式開通已進入倒計時階段。鑒於滬倫通是全新的內地與國際市場互聯互通模式，加上在具體操作環節設有多重限制，相信其正式啟動短期內對市場的影響相對有限。長遠而言，其對內地資本市場雙向開放、人民幣國際化以及兩地國際金融中心建設的積極影響將逐漸發酵。

短期而言，滬倫通的市場影響有限，料呈現慢熱態勢。一是涉及融資規模有限。假設以上證 180 指數（總市值約 2.5 萬億元）與富時 100 指數（總市值 20 萬億元）作為啟動初期標的，在現行規則下，預計頭兩年兩地市場發行 DR 融資金額約為 3000-4000 億元，規模不算大。再加上初期東向發行不允許直接融資，實際涉及資金量或更少；二是兩地市場未新增投資者。與滬深港通的跨境聯通相比，滬倫通僅為兩地市場帶來增量的投資標的和品種，不涉及投資者跨境，或難以再現前者開通前的市場憧憬。市場認為，短期內投資者實際參與的積極不可寄望太高，觀望情緒將佔據主導；三是市場或呈現慢熱的調適過程。倫敦 GDR 市場較為成熟，2013 年以來，倫交所共有 141 家公司發行 GDR 募資 104 億美元，占全球總額的 32%，交易量占全球的 41%，潛在標的總市值逾 1.8 萬億美元。內地市場與投資者對 CDR 缺乏認知與經驗，目前尚未有境外企業成功返 A 股發行 CDR 的先例。另外，內地企業除去 IPO 外，上市後尚有配股、定向增發、轉債、優先股等多種融資途徑，分拆到境外上市的情況較為少見（僅見於香港市場），企業赴倫敦發行 GDR 的意願與需求勢必呈現以點帶面，逐漸認同的過程。預計今年開通初期，或僅有 1-2 家公司試水。

中長期而言，隨著滬倫通開創內地與國際市場聯通新模式，內地資本市場雙向開放、人民幣國際化以及國際金融中心建設有望持續推進，前景料可期待。一是內地 A 股國際化水準將有提升。引入 GDR 加上 A 股

加入富時國際指數提速，料可提高境內市場深度，引導海外資金加大對 A 股的關注度，增加對 A 股的配置比例，從而進一步彰顯外資在內地市場的角色；二是人民幣國際化步伐進一步深化。一方面，滬倫通料將吸引海外機構參與上交所 A 股投資，拓寬人民幣在當地的投資範疇，推動人民幣被納入更多倫敦金融投資機構的儲備貨幣，加大金融機構人民幣資產配置額度。另一方面，歐洲大型投資機構無需繞道香港或新加坡可在倫交所直接開展各類人民幣資產交易，倫敦成為歐洲地區離岸人民幣中心的機率大幅上升；三是上海與倫敦國際金融中心建設與合作勢必強化。就上海而言，滬倫通可實現境內居民投資境外品種的需求，發行 GDR 的企業既可融入境外市場，也勢必成為內地市場投資首選。透過學習借鑑倫敦市場監管機制和運行模式，價值投資理念可逐漸普及；對於深受脫歐困擾的倫敦而言，滬倫通可即時為歐洲投資者提供優質中國標的，若未來以此為契機，也可嘗試改變其在中概股市場佔比的弱勢。目前海外上市的中概股約 340 家，其中納斯達克 118 家、新加坡 98 家、紐交所 66 家，倫交所僅 12 家。

特別需要指出的是，鑒於滬倫通與滬深港通模式全然不同，加上上交所與倫交所兩個市場在語言、交易時間、開放程度、市場制度及法律層面的差異大，以及內地投資者對倫敦市場的熟悉程度遠較香港為低，其開通短期內出現大量北水分流的概率較低，對香港市場的影響總體輕微。長遠而言，滬倫通實現有條件下內地市場自行與國際市場直接接軌（有消息指滬莫通將推進），加上內地擴大金融開放措施持續推進，香港歷來作為接連內地與國際市場平臺的中介作用無疑會受到挑戰，未來如何提升服務水準，強化自身能力，繼續服務內地金融開放成為保持香港金融業中長期發展的重大課題。