



大华银行经济财政研究部
公司注册编号 193500026Z

Susan Teck Kin Suan.TeckKin@UOBgroup.com

Quek Ser Leang Quek.SerLeang@UOBgroup.com

2014年9月3日，星期三

研究快报

中国：港沪通推进市场改革

- 沪港股市互联互通机制(以下简称“沪港通”)定于 10 月份启动，它将允许投资者购买上证股票，从而为部署离岸人民币开辟了一个新的投资渠道。
- 这一最新举措反映了中国在市场改革以及资本账户开放方面的决心。 相比已推广十几年的同等计划——合格境外机构投资者（QFII），港沪通的推行速度是令人惊讶的。
- 港沪通正式推出很可能会紧缩人民币流动性，但考虑到离岸人民币的可用性,我们并不预期港沪通会带来持久的破坏性。虽然如此，我们还是建议在发行之前持有人民币多头仓位。

背景

沪港通将允许中国内地的投资者交易港股，同时也允许香港（包括国外）投资者交易上证股票。该计划的一个主要目的是使中国进一步融入国际市场并使人民币在全球扮演更为重要的角色。

2014年4月10日，中国大陆及香港监管机构对外宣布启动该计划。目前，互通测试已完成，在正式实施之前，9月中旬的另一个测试也在计划中。市场普遍预计该计划将于国庆节黄金周假期过后一周，即10月13日正式开通。

为了解新计划将如何影响人民币离岸市场，对该机制有一定的了解是很重要的。

股票互联是针对跨境资本流动的一种新型资本账户渠道。现有的渠道包括投资内地证券的QFII/ RQFII（“合格境外机构投资者/人民币合格境外机构投资者”），以及内地投资者投资海外股票和债券的QDII（“合格境内机构投资者”）。所有这些都仅限于得到许可的机构投资者，且对资金注入和撤回等有一些列限制条件。

沪港通的一个关键特征在于它既向机构开放又向散户开放，从而扩大投资者的基数。预计投资者基数的增大将显著提高沪港股市的交易流动性，但需受日交易限制以及累计交易限制，这将在下面详细说明。

沪股通(香港——上海)

允许香港及海外投资者购买在上海证券交易所（上证所）交易的股票

每日净配额= 130亿元人民币（相当于上证所每日成交额的13.3%）

总净配额 = 3,000亿元人民币（相当于上证所日均成交额的3.1倍）

港股通(上海——香港)

允许中国内地投资者购买在香港联合交易所（联交所）交易的股票

每日净配额= 105亿元人民币（相当于香港联交所每日成交额的21%）

总净配额 = 2,500亿元人民币（相当于香港联交所每日成交额7.1倍）

值得注意的是沪港通机制下的每日交易配额是建立在净买量而非总量的基础上，即投资者不论剩余多少配额，都将被允许出售他们的跨境证券。这从理论上意味着，如果买单与卖单相互抵消，将永远达不到每日配额。

计算公式为：每日配额余额=每日配额-买入订单+销售交易+调整。值得注意的是，每日配额将根据累计配额的余额进行更新，每天都保持不变。未使用的每日配额将不会被转移到下一天的每日配额。

基于此机制，我们认为累计配额（包括沪股通及港股通）由于每日配额不会很快用尽。

假设每日净配额不断被用尽，要耗尽累积配额，沪股通需23个交易日（3,000 亿元人民币 ÷ 130 亿元人民币），港股通则需24个交易日（2,500 亿元人民币 ÷ 105 亿元人民币）。

这意味着，即使香港投资者在上证单方净买的极端情况下，每天离岸吸收的最大流动性仍达130亿元人民币。它会对离岸人民币的流动性造成困扰吗？

考虑到香港人民币流动性较为充足，此极端情况不会对系统造成长期严峻压力：人民币在香港的存款截至2014年7月为9,370亿元，全球人民币储蓄池（包括香港）已突破1.5万亿元，香港人民币贷款余额截至2月底达到1,230亿元人民币，贷存比为13%。此外，基于双边货币互换协议，香港金融管理局的备用人民币达4,000亿元，用于应对突发的系统缺乏人民币流动性状况。国际货币基金组织估计，在香港，平均每日人民币交易量接近500亿美元（相当于3,000亿元人民币）。这些数字表明，人民币的离岸流动性足以应付配额临时被“刷爆”的情况，但可以想象一旦金融状况被扰乱，监管机构将介入。

相比之下，QDII/ QFII/ RQFII方案目前的额度大小（截至2014年8月26日）为：批准QDII配额为825.93亿美元；批准的QFII配额为596.74亿美元；以及批准的RQFII配额为2,786亿人民币。

对人民币的影响

最新的举措凸显了中国对市场化改革的决心和紧迫感，以及逐步减少监管倾向。

考虑到QFII计划启动于2003年（QDII启动于2007年，RQFII启动于2011年），它使用超过十年的时间才达到今天的规模。相比之下，沪港通最初是在2014年4月公布，不到一年时间开始施行。考虑到需要克服的困难、复杂的协调和操作，这确实是一个惊人的速度：两套不同的监管和法律框架、运行环境、清算和结算周期，不同的交易时间和节假日，以及因天气因素中断交易的潜在可能性等。此外，对于QFII/ RQFII/QDII方案，中国内地监管机构拥有绝对决定及处置权，机构投资者必须遵守；相比之下，“沪港通”项目则需要双方的协调和合作。

对于人民币，除了通常的贷款、保险、债券等投资工具之外，沪市对外资的开放为部署离岸人民币流动性提供了另一种的方案；这也对离岸人民币持有者增加了持有离岸人民币的吸引力，以另一种途径来产生收益和

回报；该方案还向资本账户开放和人民币进一步国际化迈进了一步，因为它允许一个人民币流回内地的开放。

尽管设置了每日限额，如要求沪股通需提供人民币，但是仍然可以想象的到在该项目的初期，会出现离岸人民币外汇汇率及利率的上涨压力以及流动性收紧，一旦最初的震荡期过去即可恢复正常。

尽管如此，保持足够的人民币流动性仍然是明智的，而不是在计划实施前看空人民币。正如以上解释的，离岸人民币的收紧范围应该是短暂的，而且可能远小于预测。

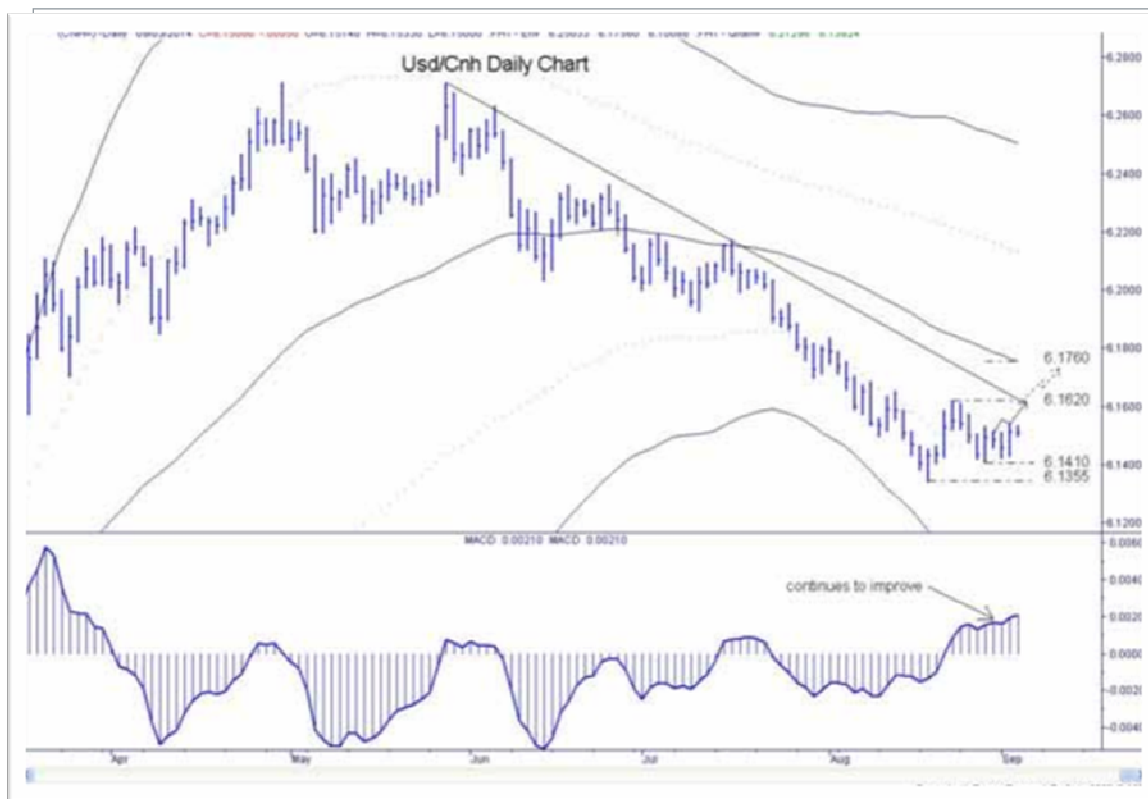
从中期来看，我们对人民币仍持乐观态度，鉴于我们2014年末美元兑人民币汇率6.15的目标已近在眼前，我们较倾向于在2014年末美元兑人民币汇率会更加坚挺，但是应该限制在6.10以内。然而，我们应谨慎对待美联储即将于9月中旬举行的联邦公开市场委员会会议，以及美联储于10月份前逐渐缩减量化宽松政策计划的影响，这将支撑美元，并可能会导致人民币和其他亚洲货币进一步波动。

短期内，如下所述，仍有人民币走弱的技术基础，并且人民币将继续保持震荡走势，尤其是今年3月17日每日交易区间由1%增加到2%之后。人民币兑美元汇率从2005年到2013年几乎不间断增值的情况下，这是要牢记的重要一点。

技术观点

美元兑离岸人民币：6.1515

我们认为，美元正处于复苏阶段，并预计向6.1620反弹。突破这个水平后，有可能继续朝6.1760迈进。但目前阶段来看，突破此水平似乎不太可能。只有意外跌破上个月的低点(6.1350/55)的情况，可以表明美元向6.1000的长期看跌趋势已经恢复。



更多信息请参考:

沪港股市互联互通机制:投资者资料书, 港交所

[http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect\(e\)full.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect(e)full.pdf)

免责声明: 本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的, 但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时, 本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见, 如有变更, 恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸, 并有可能影响其中的交易。在达成任何推荐的交易之前, 读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果, 并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品, 不得复制或用于其他用途。本文以英文书写, 中文版本为大华银行内部翻译版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义, 均以英文版本为准。

另, 本文内容由新加坡大华银行提供, 大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。