相通则治进：资本市场开放下的股票“南北通”制度建设

沈红波　陈鹏翔　章晓洪

摘　要　党的二十大报告指出，继续推进资本市场高水平对外开放，开放与安全要统筹兼顾。自2014年陆港通建设以来，中国内地资本市场的开放事业迈入新阶段，与香港市场的互联互通日益密切并且成果斐然，但这一过程中也伴随着一些问题、风险与挑战。本文以股票“南北通”建设为例，深入探究北向资金“引进来”和南向资金“走出去”所面临的风险与挑战，发现，北向资金“引进来”造成的跨境金融风险增加、投资者情绪的放大和潜在的监管挑战，南向资金“走出去”需面对来自更成熟的市场环境和更强大的竞争对手的双重挑战。为进一步深化股票市场开放步伐，本文从扩大制度型的双向开放和深化股票市场改革两方面提出相关建议，以期更好地推动A股市场的健康发展和国际化水平的提高。

关键词　资本市场　互联互通　陆港通　高水平开放

在过去的十年中，中国的股票市场在深化改革和对外开放等方面工作中取得重大突破。一方面，多层次股票市场的建设完善为企业拓宽了直接融资渠道，助力经济增长和高质量发展；另一方面，股票市场对外开放的成绩斐然，内地与香港股票市场成功实现了高水平、深层次的互联互通。

诚然，当前中国股票市场的互联互通建设和相关的配套设施仍不够完善。以最具代表性的“陆港通”建设为例，其在取得诸多历史性突破和亮眼成绩的同时也产生了一些不可忽视的风险。一方面，尽管北向资金的“引进来”在一定程度上改善了A股市场的投资环境并促进价值投资氛围的形成，但也带来诸如跨境金融风险的增加、市场情绪的放大以及潜在的监管挑战等问题，一定程度上影响了市场稳定性；另一方面，南向资金的“走出去”虽然满足了投资者的多元化资产配置和风险管理需求，但也面临挑战。例如，内地投资者对香港股票市场的认识不足，在面对更加成熟的市场环境和更加强大的竞争对手时，可能会面临市场份额或定价权的争夺。

因此，在实现资本市场高水平开放的发展新阶段，如何在开放程度不断提高的同时，确保安全、稳健和可持续发展，是当今决策者面临的关键议题。为此，本文首先系统回顾中国股票市场“互联互通”制度的建设进程与成就，接着分别从“引进来”和“走出去”两个角度梳理和分析“陆港通”建设以来存在的若干问题、风险与挑战，最后提出解决现有问题和深化股

沈红波，复旦大学经济学院金融学教授、博士生导师、案例中心主任；陈鹏翔，复旦大学经济学院博士研究生；章晓洪，温州商学院校长、教授、博士生导师。

票市场“互联互通”建设的相关建议，以期为推动资本市场高水平对外开放提供一定参考。

一、股票市场“互联互通”建设历程

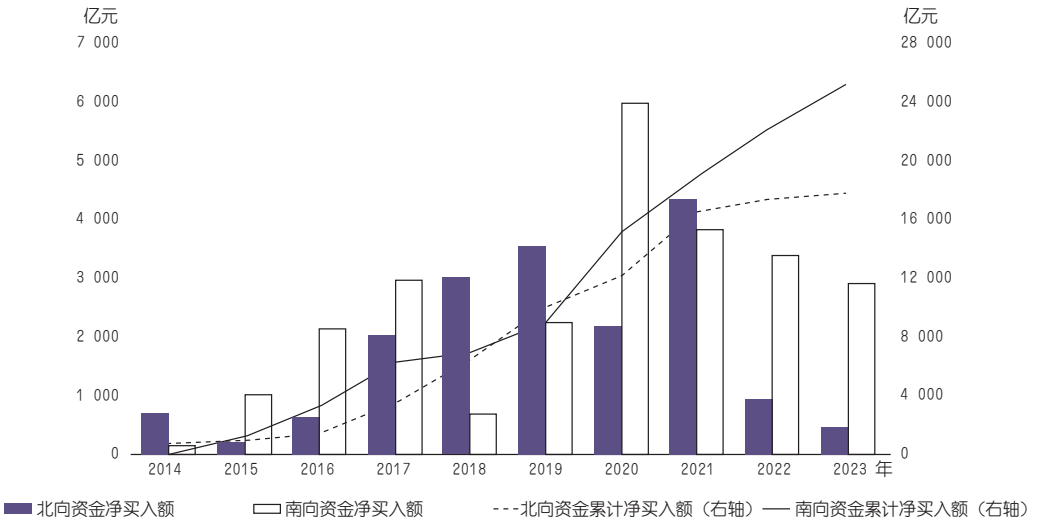
（一）资本市场开放进程

2023 年 6 月，香港交易所推出“港币-人民币双柜台模式”，即同一家上市公司的股票既有港币定价也有人民币定价，投资者可选择使用港币或人民币进行购买和交易。这是推进人民币国际化和香港与内地互联互通建设的又一创新举措。纵观中国资本市场对外开放的建设历程，可分为三个阶段，一是发行外资股阶段（B 股），二是单向开放阶段（QFII、QDII 和 RQFII），三是双向开放阶段。其中，2014 年以来推出的股票市场“南北通”建设（即陆港通）是重要的转折点和分水岭。此前，投资资金的“引进来”和“走出去”都需要通过烦琐的审批流程来获得合格投资者资格，比如，2002 年的 QFII 政策、2006 年的 QDII 政策，以及 2011 年的 RQFII 制度。这些举措虽然提供了中国股市与外界联系的投资渠道，但总体的开放程度仍然较低，有投资规模限制且为单向开放状态。而在双向开放阶段，“陆港通”的提出，包括 2014 年的沪港通和 2016 年的深港通，大大降低了资金进出的限制与门槛，显著提高了 A 股市场的国际化程度和影响力。至此，中国资本市场的开放事业和人民币国际化进程走上快车道。

2015 年 7 月，内地与香港开始实施基金互认机制，允许在一地注册并受当地监管机构监管的基金向另一地的居民公开销售，以此满足两地投资者的跨境理财需求；2017 年以来，中国债券市场稳步推进互联互通建设并实现“双向开放”，包括 2017 年 7 月推出的北向通和 2021 年 9 月推出的南向通；2018 年以来，中国 A 股被相继纳入明晟（MSCI）、富时罗素（FTSE Russell）和标普道琼斯（S&P Emerging BMI）等国际主流指数；2019 年沪伦通开始运行，采取存托凭证（GDR）的形式，并于 2022 年将业务范围扩展至瑞士和德国，升级为“中欧通”；2021 年，粤港澳大湾区开始试点“跨境理财通”，允许粤港澳大湾区的内地和港澳居民通过各自的银行体系，投资对方银行销售的理财产品；2022 年 7 月，ETF 通推出，允许两地合资格投资者跨境投资对方市场的交易所交易基金（ETF）产品，这标志着内地和香港股票市场互联互通建设的进一步深化；2023 年 5 月，北向“互换通”正式推出，允许中国香港及其他国家和地区的境外投资者参与内地银行间金融衍生品市场，后续还会进一步推出南向互换通，实现衍生品市场的互联互通建设。

（二）陆港通的建设成绩

北向和南向资金是我国股票市场“南北通”建设的亲历者。在资金流动方面，图 1 对比了北向资金和南向资金的年度净流入和累计净流入状况（单位统一换算为亿元人民币）。可以看出，北向和南向资金均逐年持续保持净流入状态，分别为 A 股和港股市场提供持续的增量资金。其中，北向资金的净流入在 2021 年达最高，为 4 321.69 亿元，而后两年的净流入大幅减少。南向资金在 2020 年净流入最高，为 5 966.06 亿元，而后两年的净流入仍保持较高规模，并在累计净流入规模上反超北向资金。截至 2023 年底，北向资金累计净流入 17 683.02 亿元，



数据来源：iFinD 数据库。①

图 1　陆港通资金流动

南向资金累计净流入25 069亿元(28 899.22亿港元)，存在约7 385.98亿元的差额。

市场交易方面，表1分别统计了北向资金和南向资金的年度日均成交金额及其在对应股票市场中的占比。可以发现，两者的日均成交金额在对应股市的占比整体呈现持续上升的态势，但在日均成交金额上有所起伏。其中，北向资金在2021年的日均成交金额最高，在2023年的成交占比最高，分别对应1 201.29亿元和11.69%。南向资金在2021年的日均成交金额最高，在2023年的成交占比最高，分别对应417.1亿港元和29.62%。此外，横向对比南北向资金的交易和对应股市的交易，可以发现，北向资金对A股成交额的影响（占比情况）要弱于南向资金对港股（包括主板和创业板）成交额的影响（占比），而且A股的日均成交额要远高于港股的日均成交额，一定程度上反映了新兴资本市场（A股）与成熟资本市场（港股）之间的差异所在。

现有研究发现，陆港通建设对中国股票市场产生多方面的积极影响。**首先，**陆

① **北向资金净买入额：**来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-沪股通：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20141117，结束时间20231231”和“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-深股通：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20161205，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“合计值”，并使用“指标运算”将得到的“沪股通”和“深股通”年度数据加总，得到北向资金年度净买入额，单位亿元。

南向资金净买入额：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-港股通（沪）：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20141117，结束时间20231231”和“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-港股通（深）：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20161205，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“合计值”，并使用“指标运算”将得到的“港股通（沪）”和“港股通（深）”年度数据加总，得到南向资金年度净买入额，单位亿元。

表 1　陆港通日均成交金额及其占比

年份	陆股通日均成交额（亿元）	A 股日均成交额（亿元）	陆股通成交占比（%）	港股通日均成交额（亿港元）	港股日均成交额（亿港元）	港股通成交占比（%）
2017	95.99	4 624.20	2.08	96.98	882.50	10.99
2018	204.10	3 708.48	5.50	127.07	1 069.63	11.88
2019	416.97	5 245.03	7.95	107.89	871.63	12.38
2020	912.93	8 402.98	10.86	243.72	1 294.79	18.82
2021	1 201.29	10 466.93	11.48	417.10	1 667.37	25.02
2022	1 003.57	9 273.18	10.82	317.38	1 249.10	25.41
2023	1 082.79	8 939.98	12.11	311.04	1 050.13	29.62

数据来源：iFinD 数据库。①

港通显著提升 A 股市场的流动性和国际影响力。通过沪港通和深港通，外资能够便捷地进入内地股票市场，增加市场的参与者数量和交易活跃度。这一机制不仅提高了市场的深度和广度，缩小了买卖价差，降低了交易成本，而且增强了市场的价格发现功能，使股票价格更准确地反映其真实价值（钟覃琳和陆正飞，2018；庞家任 等，2020）。**其次，**陆港通优化了投资者结构并促进公司治理。境外机构投资者和长期资金的引入提升了 A 股市场的稳定性，减少投机行为，有利于形成价值投资的市场氛围。且国际投资者对企业治理结构和信息披露的高要求，促使上市公司改善治理水平，增强信息透明度，提高公司治理的整体质量（邹洋 等，2019；连立帅 等，2019）。**最后，**陆港通建设某种程度上也推动了中国金融市场的改革与经济转型。为适应国际投资者的需求，中国资本市场在交易机制、监管体系、信息披露等方面进行了制度改革（罗棪心和伍利娜，2018；阮睿 等，2021）。这些改革不仅优化了市场环境，增强了投资者信心，还有效推动中国经济从依赖投资和出口驱动型增长模式向创新和消费驱动型的可持续发展模式转型。

当然，在肯定成绩和作用的同时不可忽视其潜在风险。因为这是新兴资本市场（A 股）对成熟资本市场（港股）的一次大

① **陆股通日均成交额：**来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-陆股通：当日成交金额（人民币），频率：日，起始时间20170101，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“平均值”，得到陆股通日均成交额，单位亿元。

A股日均成交额：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-沪深两市：股票：日均成交金额，频率：月，起始时间20170101，结束时间20231231”，然后使用“变频”功能将“月度”转为“年度”“平均值”，得到A股日均成交额，单位亿元。

陆股通成交占比（%）：（陆股通日均成交额/A股日均成交额）×100%。

港股通日均成交额：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-陆股通：当日成交金额（港币），频率：日，起始时间20170101，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿港元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“平均值”，得到港股通日均成交额，单位亿港元。

港股日均成交额：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-中国香港：港交所：主板和创业板市场：成交金额，频率：日，起始时间20170101，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿港元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“平均值”，得到港股日均成交额，单位亿港元。

港股通成交占比（%）：（港股通日均成交额/港股日均成交额）×100%。

开放，北向资金的“引进来”必然带来相应的跨境金融风险，强化市场间的风险联动，增加了发生经济或金融危机的可能性。对本土投资者“走出去”而言，需要适应不同的市场环境和面临更为激烈的市场竞争。本文接下来分别从北向资金“引进来”和南向资金“走出去”两方面来深入探究“陆港通”制度建设以来存在的相关风险，以期为深化股票市场互联互通建设提供参考。

二、北向资金“引进来”的风险

（一）跨境金融风险传导

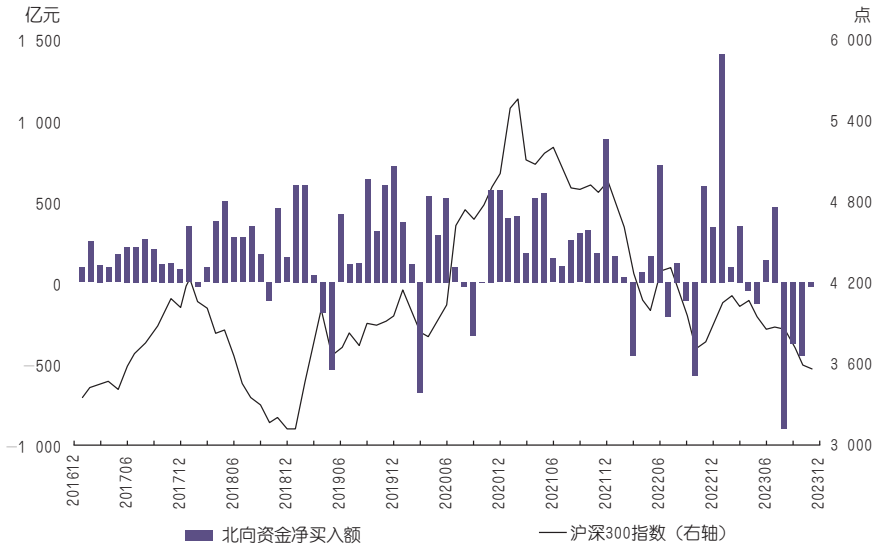
跨境资本流动风险在近年来不断增加，也备受关注。在股票市场方面，北向资金是境外投资者投资 A 股的主要渠道，其主要由香港本土投资者和境外机构投资者（以美国为主）组成，近三年的日均成交金额占 A 股市场的 10% 以上，由此带来的跨境金融风险值得关注。具体而言，这种市场反应与风险主要表现为这些跨境投资者的投资行为受全球宏观环境变化的影响时频繁调整其在A股市场的投资头寸，从而对 A 股部分板块或整体市场产生一定的价格冲击、风险溢出和情绪传导等多方面影响，甚至可能引发系统性风险。例如，经济基本面（如新冠疫情）、货币政策（如美联储加息）、地缘政治（如俄乌冲突）和汇率预期（如美元兑人民币汇率）等多因素的变动都可能造成外资在短期的大幅流动，并将风险外溢到 A 股市场，对 A 股的关联行业或各行业产生影响。

图 2 描述了北向资金净买入额与沪深 300 指数走势，可以发现，北向资金的持续净流入能够带动沪深 300 指数上涨，而北向资金的每次净流出都能造成沪深 300 指数的下跌。以美联储新一轮加息周期为例，2022 年 3 月开始首次加息，北向资金当月净流出 450.83 亿元，对 A 股造成较大的下行压力。同时，随着美元走强，人民币对美元汇率承受贬值压力，汇率波动将进一步加剧资本外流的趋势，冲击 A 股市场的流动性，并引发市场的避险情绪，导致投资者信心受损。在面对外部流动性收紧和内部资金流出的双重压力下，沪深 300 指数出现较大的波动和调整。此外，现有研究表明，陆港通增强了 A 股市场与港股市场的联动关系，加速了外部市场风险对内地股市的传导（Bai & Chow，2017；Ma et al.，2019）。根据方意 等（2021）的研究，当外资从 A 股大规模流出时，香港股市与沪市相关行业之间的跨境风险传染或溢出效应会加剧，从而导致沪市行业的风险增加。而且，在风险从香港股市向沪市的相应行业传导后，沪市内部的行业间风险传导也会进一步增强。

（二）“聪明钱”效应

截至 2023 年底，北向资金持股市值占比 A 股流通市值的 3% 左右，日均成交金额占 A 股成交额的 12.11%。虽然北向资金自身的影响力还相对有限，但其对 A 股市场的影响还体现在内地投资者对北向资金的过度崇拜造成投资者情绪波动的同频共振，即“聪明钱”效应。如图 2 所示，北向资金每次的净流出对 A 股市场造成的下行压力不乏内地投资者的助力，即同频共振。为何北向资金备受A股投资者吹捧？

一方面，北向资金来自更成熟的资本市场，具有相对更精准的择股择时能力，能够在 A 股市场赚取相对更丰厚的超额收益，加之在各方的宣传下，被推崇为 A 股市场“聪明钱”。表 2 列示了北向资金



数据来源：iFinD 数据库。①

图 2　陆股通月度净流入与沪深 300 指数走势

2017 年以来的年末持仓市值、年度投资收益与相对沪深 300 指数的年度超额回报等数据。可以发现，北向资金在大多数情况下能够获得相对于沪深 300 指数的超额回报，但近两年北向资金在 A 股市场的投资表现也有所下滑，2023 年的收益表现更是弱于沪深 300 指数。实际上，北向资金可以分为配置型和交易型两种。前者为长线资金，整体保持对 A 股的净流入；后者为短线资金，跨境流动较为频繁，亦有短线炒作的嫌疑，所以需要理性看待北向资金的流入流出行为。

另一方面，A 股市场中散户投资者的占比较大，由于缺乏专业的投资能力和相应的时间精力，这使其在市场中更倾向于投机和跟风。而北向资金又是 A 股市场中极少的需要实时披露交易信息的投资者，包括日度的成交量和成交额等实时信息，部分投资者甚至可以据此推算出北向资金具体的增减持情况。相反，国内的机构投资者，包括公募、私募、社保等在内，均只要求在每个季度末披露前十大重仓情况，信息披露相对滞后。加之行情提供商会主动向投资者推动北向资金的流向信息，这使其更容易成为散户投资者跟风或“搭便车”的对象。但研究发现，普通投资

① **北向资金净买入额**：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-陆股通：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“合计值”，得到北向资金月度净买入额，单位亿元。

沪深300指数：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-沪深300指数，频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“平均值”，得到沪深300指数，单位为点。

表 2　北向资金持仓市值与投资收益

年份	累计净流入（亿元）	年末持仓市值（亿元）	当年净流入（亿元）	当年盈利（亿元）	年度收益率（%）	沪深 300 年度收益（%）	超额回报（%）
2017	3 475.16	5 307.05	1 997.38	1 454.67	37.76	21.78	15.99
2018	6 417.34	6 681.92	2 942.18	–1 567.31	–19.00	–25.31	6.31
2019	9 934.77	14 292.27	3 517.43	4 092.92	40.13	36.07	4.06
2020	12 024.09	23 399.41	2 089.32	7 017.82	42.84	27.21	15.63
2021	16 345.78	27 602.76	4 321.69	–118.34	–0.43	–5.20	4.77
2022	17 245.97	22 409.69	900.20	–6 093.27	–21.38	–21.63	0.26
2023	17 683.02	19 992.90	437.04	–2 853.83	–12.49	–11.38	–1.11

数据来源：iFinD 数据库。①

者亦难以通过追踪北向资金的投资动向来获利。习明明 等（2023）研究表明，普通投资者虽然能够追踪北向资金进行投资，但由于“有限关注”，投资者无论在短期还是长期投资中都很难获利。不过，2024 年 5 月信息披露新规出台，北向资金不再需要披露实时交易数据，对所有投资者均一视同仁，某种程度上会减少市场对其短期流动的过度关注，有利于促进 A 股市场的公平交易，增强市场稳定性。

（三）以“假外资”为代表的监管盲区

不同于合格的境外机构投资者政策（QFII 和 RQFII），陆港通制度大幅降低了外资进入的门槛，且在交易流程、交易额度、交易成本等多方面存在诸多优势。当然，在肯定互联互通机制设计的同时，也需要考察这一更为宽松的制度是否存在缺陷或监管盲区。自陆港通建设以来，关于“假外资”问题在 A 股市场引起广泛关注，其主要是指一些内地公司在开立内地证券账户直接参与 A 股交易的同时，还通过设立或控制境外实体来以外资身份借道陆股通渠道参与 A 股交易的行为，这既与监管部门引进外资的初衷不符，且在一定程度上规避了国内的监管限制和存在违法违规风险。有必要对该问题有个全面认识。

① **累计净流入：**来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-陆股通：累计净买入额（人民币），频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“最后一条”，得到北向资金累计净流入，单位亿元。

年末持仓市值：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-股票-行情中心-持股配置-陆股通-市场统计-市值-合计”，选择每一年末“日期”，手动记录“期末持股市值”，得到年末持仓市值，单位亿元。囿于该数据仅提供2017年后的日度数据，本文将2016年末的期末持股市值用2017年初的期末持股市值进行替代。

当年净流入（亿元）：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-陆股通：净买入额（人民币），频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿元”，使用“变频”功能将“日度”转为“年度”“合计值”，得到北向资金当年净流入，单位亿元。

当年盈利=本年末持仓市值-当年净流入-去年末持仓市值。

年度收益率=当年盈利/(去年末持仓市值+当年净流入）×100。

沪深300年度收益：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-指数-指数分析-收益特征”，从2017年开始逐年选择“起始日期”和“截止日期”，“计算周期”为“年”，标的指数为“沪深300指数”，“无风险收益率”为“一年期国债收益率”，记录每年的“年化收益率”，得到沪深300年度收益，单位为%。

超额回报=年度收益率-沪深300年度收益。

首先，在2018年以前，北向资金渠道被赋予了更多的交易自由，香港交易所并未和内地一样采取“透明”的监管模式，而是金融中介以托管人的名义持有客户的证券，这使得其背后的投资者身份无法被穿透，为“假外资”提供成长空间。**其次，**“假外资”本质上还是内地投资者，与真正的外资在投资行为和风格上存在显著差异。有研究发现，“假外资”较少参与港股市场的交易，而是更多地利用港股融资成本更低、配资杠杆率更高的优势来对A股进行短线投机，喜欢追市场热点和中小市值股票，这对A股市场的短期波动和市场情绪造成不良影响。而且，假外资的市场表现更可能与中国股市表现正相关，而其他因素，如货币政策冲击、汇率风险、美股走势等，则更可能影响真外资的投资表现（He et al.，2023）。**最后，**这些“假外资”充分利用了内地投资者对北向资金“聪明钱”的信仰来实施股价操纵等违法违规行为。例如，2016年曝光的“小商品城”股价操纵案，涉事人通过多个沪深港通账户的相互配合，实现自买自卖、高买低卖和日内反向交易等违规操作，操纵“小商品城”的股价来非法获利，严重损害其他投资者的利益，并扰乱市场交易秩序。

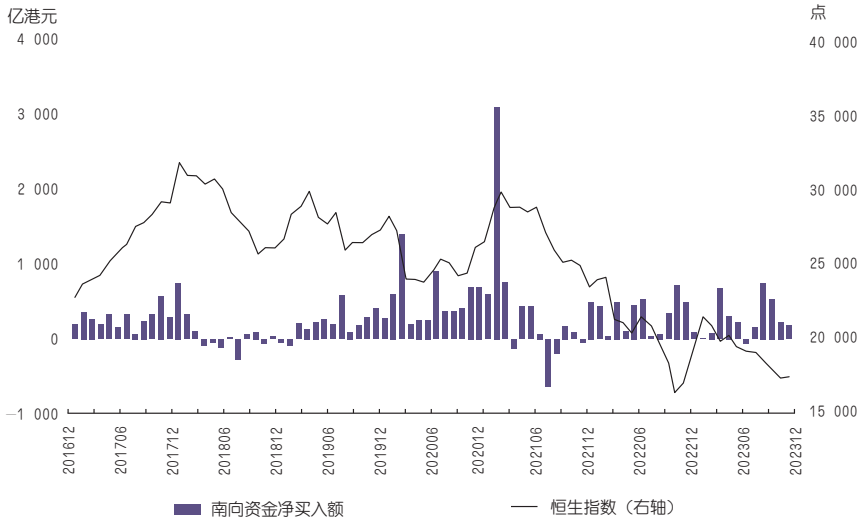
当前，监管当局已采取相关措施来及时出清A股市场中的“假外资”，从2018年9月17日开始，北向资金和内地资金一样开始接受监管层的“穿透式”管理。自2022年7月25日起实施的《关于修改〈内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定〉的决定》对增量“假外资”拒之门外，存量“假外资”限期及时出清，明确沪股通和深股通投资者不包括内地投资者，规范内地投资者返程交易行为。虽然，“假外资”问题及时被市场和监管部门所发现并解决。但是以“假外资”为代表的互联互通制度的监管盲区可能尚未完全解决，并对金融市场或金融系统的稳定性产生潜在冲击，造成不公平的市场竞争。有关部门需要引起足够重视并加强常态化管理，及时发现并完善互联互通建设中潜在的缺陷或监管盲区，从法律和制度层面进行填补和完善，以确保资本市场开放能够健康、安全和有序地运作。

三、南向资金“走出去”的危与机

（一）“客场作战”的南向资金

近年来，南向资金在港股市场的参与度日益提高，2023年的日均成交额占港股市场的近30%，显著提高了港股市场的流动性。而且，南向资金也逐渐成为影响港股走势的重要增量资金，增强了港股市场与A股市场走势的相关性。图3描述了南向资金月度净流入与恒生指数之间的关系。可以发现，南向资金持续的净流入推动了恒生指数的上行，特别是在2022年以来外资持续抛售和撤离港股的压力下，南向资金持续保持净流入，承托恒生指数的下行压力。但在更强的空头势力下，恒生指数整体处于下行状态。从现有港股投资者结构来看，南向资金仍是“客场作战”状态。截至2023年底，港股通持股市值占比为12%左右，而香港本地中介机构和国际中介机构均占比38%左右，掌握绝对的市场份额与定价权。

对内地投资者而言，港股市场的制度环境相较A股市场存在许多方面的差异，这使得在原本A股适用的投资逻辑未必适应于港股市场。这些差异体现在投资者结构、市场环境和交易制度上。在投资者结



数据来源：iFinD 数据库。①

图 3　南向资金月度净流入与恒生指数走势

构上，港股市场主要由境外投资者和香港本土的机构投资者组成，散户投资者的占比较小，这意味着南向资金面对的竞争对手实力远高于 A 股市场，其所具备的经验和能力可能均在内地投资者之上。在市场环境上，虽然港股市场一直被冠以“价值洼地”的称号，但实际上这是市场中各方力量长期博弈下的结果，已形成一套较为成熟和专业的估值体系，其大致呈现两极分化的局面。一是以金融、地产、交运等为代表的旧经济行业，估值普遍偏低；二是以科技、消费等为代表的新经济行业，估值则较高，且龙头公司享有更高的估值。此外，在交易制度上，港股市场实行 T+0 交易制度，当日可以买进后卖出，没有涨跌停板制度的保护，且具有更丰富的融资融券业务（做空机制），这使公司股价能够更为及时准确地反映出基本面状况。所以，在港股市场中，某公司估值较低或股价大跌都不等于理想的投资或入局机会，而是市场对其价值的再评估，甚至是“用脚投票”让其出局。因此，一家公司是否被低估或具有投资价值，对内地与香港的投资者来说，答案可能大相径庭。

（二）南向资金的投资偏好与对应挑战

接下来，本文将结合南向资金主要的投资偏好来分析其“客场作战”所面临的潜在风险与挑战。

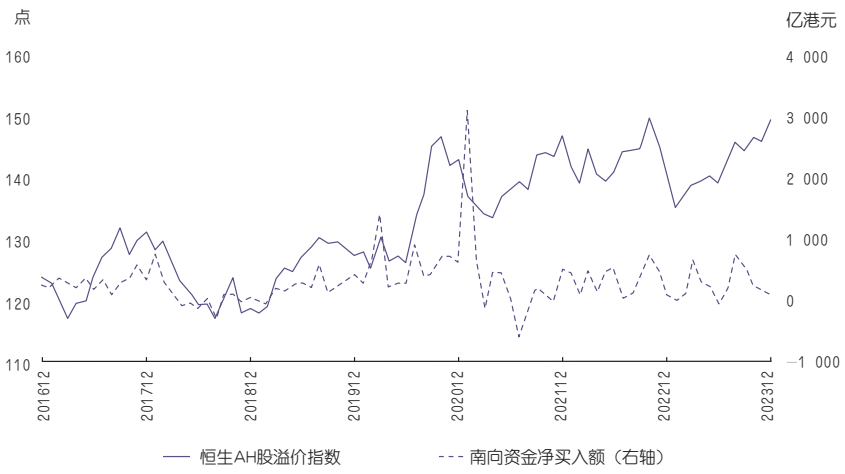
一是对 AH 股的本土偏好。南向资金偏好 AH 股中具有高股息率的上市公司，

① **南向资金净买入额：**来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-港股通：净买入额（港币），频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿港元”，使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“合计值”，得到南向资金月度净买入额，单位亿港元。
恒生指数：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-恒生指数，频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“平均值”，得到恒生指数，单位为点。

这类公司大多为各传统行业的龙头，市值大、盈利稳定且经营性现金流充足，且很多是内地的国有企业。相较境外投资者而言，内地投资者对这类公司具有信息的比较优势，显示出较强的本土偏好。在投资策略上，南向资金倾向于在A股和H股溢价差距较大时增加资金的净流入，买入估值偏低的H股。特别是在2018年以前，南向资金以险资为主，主要配置这些具有“类债”属性、低估值和高股息的AH股。结合图4的信息来看，互联互通建设以来，恒生AH溢价指数整体在130点附近震荡，近三年均高于130点，最高达到150点，2023年底又上行至150的高位，这也意味着AH股长期处于溢价状态，其背后的原因是复杂的。例如，A股与港股市场在流动性、估值体系和做空机制等方面都存在结构性差异，以及两地股票还未实现双向流通，使得“同一公司在不同市场中有不同的价格”。所以，在这类旧经济行业普遍低估值的背景下，南向资金更应该关注公司在股息、业绩的表现是否优异，公司基本面情况是否稳定等，整体的策略要点在于维持长期稳定的持仓，不用过多关注或担心短期的股价波动，主要依赖于公司持续稳定的高股息。这一偏好也使得南向资金“客场作战”面临的风险和挑战较小，有助于其逐渐增强在港股市场的定价话语权。

二是对“新经济股”的偏爱。南向资金也特别偏好在港股上市的新经济股，以资讯科技、新型消费和生物医药股为代表，这类股票具有高成长性和高估值。2018年以来，港交所调整了一系列上市规则，极大地扩宽了上市公司的范围，吸引了许多新经济公司在港股上市，这也有效吸引内地公募资金和部分个人投资者入局港股通。2020年以来，内地许多新发行的公募资金在募集说明书中注明要投资港股通标的。2021年1月，南向资金当月净流入高达2 595.22亿元。在大量增量资金的加持下，恒生指数自2020年3月从21 000点附近开始大涨，直至2021年2月达到31 000多点的峰值。但当时欧美资本对港股的卖出更强，这使得恒生指数一路下跌。直至2022年底，指数才有所反弹，而且又受美联储持续加息的影响而接连下跌。所以，尽管在每次港股下跌到突破预期时，南向资金都积极入场抄底，但由于欧美资本在港股有足够话语权，这使得南向资金难以承受其空头势力。

以腾讯控股为例，其股价在2021—2022年遭遇重创。其中，Naspers和其他外资的大量减持是主因。在这过程中，除了腾讯自身进行了大规模的回购以稳定股价，南向资金也表现出强烈的抄底意愿和行为，持股比例从2021年1月初的4.4%增加至2022年底的8.5%。不过，在外资庞大的卖出量之下，南向资金在腾讯控股的定价权争夺上付出了不少成本。据iFinD数据库统计，截至2023年底，南向资金对腾讯控股的累计持仓亏损达28.83%，对美团的累计持仓亏损达41.46%。这意味着，若南向资金要享受新经济股“高成长性”在未来带来的丰厚收益，需要面对当下数倍于自身持仓且观点有所分歧的欧美资本，需要准备充足的资金来接过分歧者所抛售的份额。而且，这类企业在未来能否保持增长态势，还有待时间的检验。不过，相比于直面“定价权”竞争，“另辟蹊径”可能也是一种选择，即寻找对手盘优势较弱的板块提前布局。例如，北向资金就提前布局A股市场中的白酒股，赚取了



数据来源：iFinD 数据库。①

图 4　恒生 AH 股溢价指数与南向资金净流入

丰厚收益。

三是对小盘股的投机行为。2021 年 2 月，香港特区政府财政司宣布提高股票交易印花税，一度使得南下资金从持续净买入到“掉头”净卖出。这说明，除了理性交易者外，南向资金中也存在一部分的投机资金，热衷于抄底股价暴跌的股票。然而，在香港股市中，由于高度的机构化，市场交易特别集中，尤其偏爱抱团龙头股。这使得很多价格大跌的股票并没有迅速反弹或回升的空间，甚至直接跌破至 1 元以下。这些价格特别低的股票被戏称为“仙股”或“彩票股”。由于它们的入手成本相对较低，一旦这些股票的股价出现反弹，就可能带来巨大的回报，由此吸引了众多投机性资金的目光。但是，那些试图低位抄底但反而在高位被套的失败案例在港股市场中屡见不鲜。例如，国美零售（0493.HK）自 2021 年 2 月的 2.55 元开始持续下跌。南向资金从 2021 年 10 月开始增加对其投资，即使股价持续下跌也持续买入。到 2023 年初，南向资金的持股比例从最初的 9.83% 增加至 51.9%，而该公司的股价已下跌至约 0.13 元，总跌幅达到 95%，市值仅 51.3 亿元。截至 2023 年末，国美零售的股价收盘至 0.063 元。而且，在南向资金的“大力支持”下，股价承托，反而有利于掩护大股东撤退，剩余南向资金和其余小股东在高位被套牢。所以，对南向资金来说，港股市场的投资环境更加激烈

① **恒生AH股溢价指数：**来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-恒生AH股溢价指数，频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“平均值”，得到恒生AH股溢价指数，单位为点。

南向资金净买入额：来自iFinD数据库中“iFinD数据库-新版EDB-指标库表-港股通：净买入额（港币），频率：日，起始时间20161231，结束时间20231231”，然后使用“单位换算”功能换算为“亿港元”，使用“变频”功能将“日度”转为“月度”“合计值”，得到南向资金月度净买入额，单位亿港元。

和残酷，且纳入港股通的股票未必都是优质的，更多的是因为满足某些硬性条件而恰好被纳入。而且，股价的暴跌可能更意味着被市场“投票出局”。

四、深化股票市场“互联互通”建设

总的来说，股票市场的互联互通建设是利大于弊的，不能“因噎废食”。一方面，虽然北向资金的“引进来”带来了跨境金融风险、放大了市场情绪及存在潜在的监管问题，但也显著优化了A股市场的投资环境和投资者结构，并推动价值投资氛围的形成；另一方面，虽然南向资金的“走出去”面临较多的挑战，需要面对更加成熟的市场环境和更加强大的竞争对手，但这有助于满足不同投资者的资产配置和风险管理需求，以及增强内地投资者的综合实力和国际竞争力。当然，目前的互联互通建设还存在一系列亟待解决的问题，例如，在“引进来”方面，A股市场对全球资本的吸引力还相对较弱，企业发行上市只有“走出去”而没有“引进来”；在“走出去”方面，境内投资者对境外市场了解还相对较少，本土金融机构的竞争力相对较弱，缺乏相关经验等。这些问题也是下一阶段推动资本市场高水平开放的重要着力点。

如何进一步深化股票市场的“互联互通”建设，实现资产市场的高水平开放。本文认为，一方面在于持续扩大制度型双向开放，坚持“引进来”和“走出去”并重，吸引更多境外投资者、金融机构和长期资本入市，以及大力支持本土企业、金融机构等走出去；另一方面在于持续深化股票市场改革，在不断扩大A股市场对全球资本的开放程度和吸引力的同时，破除相关体制机制障碍，做强本土的金融机构和投资者，不断提高市场韧性和抗风险能力，并服务实体经济发展。

（一）持续扩大制度型的双向开放

1. 高质量地引进来，不断提升制度型开放水平

随着我国资本市场对外开放的不断深入，制度型开放的限制正逐步放宽，已成功吸引了外资银行、保险公司等的积极参与。截至2023年底，外资银行在华设立的法人银行、分行和代表处数量显著增加，总资产达到3.86万亿元。同时，外资保险公司资产达2.4万亿元，占境内保险市场的10%。5家中外合资理财公司的成立，均体现了我国资本市场对外资的吸引力，但还远不够。为了进一步实现市场从要素流动型向制度型开放的全面转型，我国资本市场需进一步扩大开放范围，完善制度框架，持续完善外资机构国民待遇。这不仅有助于提升市场的效率和透明度，还能吸引更多国际机构参与，利用其在信息分析、国际视野和投资策略等方面的优势，缓解市场信息不对称问题，促进市场向更加成熟和理性的方向发展（倪红福和张志达，2023）。此外，还应及时关注外资机构在适应本土市场过程中的挑战并提供相应政策支持，帮助其更好地发挥专业优势、因地制宜，推出更符合中国市场需求的产品和服务。总之，通过营造一个有利于外资机构“愿意来、留得住、发展好”的政策环境，吸引更多的外资金融机构、长期资本以及跨国企业来华展业，共同推动我国资本市场的高质量发展。

2. 高水平地走出去，推动内地金融机构海外展业

“走出去”既是对我国企业的要求，更

是对我国金融机构的要求。企业的跨国经营离不开金融机构的“引航”和“护航”，然而金融机构“走出去”的步伐却相对滞后于企业。当前，我国企业已在全球 190 多个国家和地区设立企业，但中资金融机构仅在 60 多个国家和地区设有业务网点，且主要集中于银行业，而投资银行、保险公司等非银行金融机构的布局更显不足。同时，中资金融机构在国际金融体系中的话语权较弱，现行的跨境支付清算系统和信用评级等领域基本由欧美国家主导。在大国博弈加剧的背景下，我国金融业面临着严峻的制裁威胁和境外经营活动的不确定性。为破解这一困局，**一方面，**要引导中资金融机构紧跟“一带一路”倡议、RCEP 等，在与我国经济联系紧密、双边贸易与投资活跃的国家和地区加快业务布局，在服务实体经济的同时提高自身的国际化程度。同时，中资金融机构可以相互抱团、协同出海，构建集融资、结算、交易、咨询等为一体的综合金融服务体系，充分发挥“引航”和“护航”作用，方便国内企业拓展海外业务。**另一方面，**有序推进人民币国际化，特别是抓住货币数字化变革的机遇，丰富以人民币计价的金融产品种类，促进香港等离岸人民币市场健康发展，以及完善人民币跨境支付系统建设等，不断提高人民币在国际支付中的份额和话语权，成为中国企业和金融机构“走出去”的强大依靠。

3. 坚持扩大开放与防控风险并举

资本市场的高水平开放要求扩大开放与防控风险并举，做到“放得开、看得清、管得住”。在扩大与全球市场的融合交流的同时，确保对跨境风险的稳健管理。**一方面，**继续完善“宏观审慎 + 微观监管”框架，强化跨境资本流动风险预警（范从来和吴瞳，2023）。跨境投资者或资金容易因经济冲击过度反应，导致市场剧烈波动。例如，利好消息出台时大量资本涌入推高股价形成泡沫，而利空消息出台后资本迅速撤离引发泡沫破灭。这种周期循环现象在新兴资本市场中十分常见，并有可能成为金融危机的诱因。因此，监管机构在欢迎资本流入的同时，必须警惕其急剧流出风险，掌握好对资本流动的调控时机与力度，分类防控极端资本流动。尤其是加强对资本异常流动的识别与监管，防范因跨境资本剧烈流动引发的市场风险，而且需不断提升跨境资本流动管理和应对内外部冲击的能力，确保不发生系统性金融风险。**另一方面，**建立跨境监管合作机制，加强国际经济政策协调，降低跨境监管套利和风险传染（谭小芬和张珂珂，2023）。跨境资本的大规模流动往往因国际政治、经济、军事等因素而引起。例如，美联储的量化宽松政策往往导致跨境资本大量流入其他国家，推高资产价格，形成潜在风险。为应对这种情况，中国应积极参与全球经济金融治理，通过各种国际交流和合作平台，加强与主要交易伙伴和多边金融机构紧密合作和政策协调，包括货币、汇率和监管政策的沟通合作，共同监测跨境资本流动风险，分享信息和应对方案，拓宽防范外部金融风险传导的“护城河”。

（二）持续深化股票市场改革

对 A 股这样一个新兴股票市场而言，在对更加成熟的股票市场、金融机构和投资者开放过程中，既是机遇，也是挑战。因此，需要不断深化股票市场改革，从市场制度、信息环境、投资者结构等方面不

断加以改进，努力做到在不断开放A股市场的同时，修炼好内功，提高抗风险的能力。

1. 破除体制机制障碍，重塑A股市场投资生态

与发达国家的股票市场相比，当前的A股市场存在一系列制度和监管上的不足，尤其是在信息披露、退市机制、卖空规则以及投资者保护等方面，很大程度上限制了A股市场的进一步发展。2024年4月“新国九条”推出，A股市场迎来全面深化改革的新阶段。“新国九条”推出一系列措施，包括严格监管发行上市流程、加强退市监管、强化交易监管、促进现金分红政策以及鼓励中长期资金的入市等，全方位重塑A股市场的投资生态，构建一个安全、规范、透明、开放、充满活力和韧性的市场环境。这些改革措施，有助于调整以往“重融资、轻投资”的价值取向，提高投资者的参与感与获得感，更好地服务实体经济发展。

对境外投资者而言，其在面对不熟悉或不成熟的投资环境时，往往表现出较低的风险偏好和谨慎的投资行为，且倾向于短期投资。因此，为吸引更多优质的海外中长期资本入市，除了不断扩大A股市场的开放程度外，还需要在制度和监管方面向国际标准看齐。**一方面，**要与国际通行的制度规范接轨，不断完善国内的会计、审计制度，强化上市公司在财务报告、重大事项、治理结构等方面的信息披露义务，提高企业信息披露的客观性和可比性，以及强化对信息披露质量的监管，确保信息的及时、准确和全面；**另一方面，**健全法律和监管体系，逐步建立多层次、全方位的监管机制，并兼容来自成熟资本市场的法律和监管框架，明确跨境投资的法律边界和行为规范，加大对市场操纵、内幕交易等违法违规行为的监管和惩处力度，切实保护投资者的合法权益。

2. 深化卖方研究行业改革，优化股票市场信息环境

在资本市场中，卖方研究行业起到关键的信息中介功能，为投资者提供关键的行业数据和深度分析，帮助他们做出更明智的投资决策。研究表明，陆港通机制能够有效改善上市公司的信息环境，包括吸引更多的分析师关注和提高分析师预测精度等（郭阳生 等，2018）。但近年来，我国卖方分析师的数量快速增长至接近饱和的状态，相应的问题也随之显现，比如，服务同质化严重、乐观性偏差、与买方机构合谋等（王擎 等，2022），主要原因在于现有的佣金体系下的委托—代理问题。国内卖方研究行业的佣金制度沿袭自欧美等成熟资本市场，主要依赖于基金等机构的佣金分仓收入。随着公募基金费率改革的逐步推进，券商研究所的主要收入来源-分仓佣金受到显著影响。在此背景下，行业将加速向头部的研究所集中，这些研究所因其强大的研究能力和特色的产品服务将占据更多市场份额。

在股票市场互联互通不断加深的背景下，卖方研究领域正面临着扩展市场覆盖和深化国际视野的发展机遇，同时也需应对监管合规性增强、国际竞争加剧和市场波动性上升等多重挑战。未来的卖方研究行业需要在几方面进行变革。**首先，**研究所应当优化成本结构，转型为注重深度和专业性的机构，特别是在特定细分行业或主题领域加强研究投入。**其次，**研究所需要提升内部服务质量，通过整合资源，加强与其他业务部门的合作，提供综合性金融服务解决方案，并探索更多研究服务的

商业化方式。**最后，**研究所应积极拓展客户群体，包括私募基金、保险资管和海外机构，积极推进数字化转型，利用大数据和人工智能技术提高研究效率和质量，增强服务能力。

3. 深化公募基金行业改革，助力本土投资者“走出去”

随着中国金融业对外开放的持续深化，境外投资者的涌入为内地市场带来了新的活力与挑战。其中一些境外投资者以其稳健的经营、优秀的资质和专业的特色，为内地投资者提供了学习和借鉴的机会。在此背景下，内地投资者需在竞争与合作中不断强化自身能力，积极拓展国际视野，以实现“走出去”的战略目标。作为资本市场的稳定器和压舱石，公募基金行业旨在为投资者获取长期稳定收益和促进资本市场健康发展（高昊宇 等，2017）。然而，当前权益型或混合型（偏股型）基金经理的投资行为出现“散户化”倾向（沈红波等，2021），包括追逐热点、过度交易等非理性行为，这不仅与北向资金的理性投资形成对比，也导致“基金赚钱，基民不赚钱”的现象，影响投资者的获得感和对公募基金的信心。为了解决这一问题，公募基金行业需要强化长期投资理念，优化产品设计和运作机制，提高信息披露质量，加强投资者教育，以化解信任危机，让投资者感受到长期的财富增值效应。

“新国九条”的出台为公募基金行业带来重大改革机遇，促使行业回归价值投资的本心，从规模导向转向投资者回报导向。当前，内地与香港通过“基金互认”的互联互通机制，“引进来”香港互认基金，也让内地互认基金“走出去”。但是相较而言，香港互认基金规模和受欢迎程度要大于内地互认基金。所以，为促进内地基金行业“走出去”和实现高质量发展，有关部门可以借鉴相关地区的“市场化”发展模式，明确行业进入与退出标准，落实好负面清单制度，然后将基金管理、销售、评级、投资顾问等领域推向全面开放，以此进一步推动基金管理公司和销售公司更加以客户为导向，提升服务水平和能力，从而帮助基民避免非理性的申赎行为，减少收益损失。对内地的基金公司而言，除了需要不断提升投研能力和创新产品服务外，还需加强投资者教育和保护工作，通过多样化的教育活动，帮助投资者更好地理解基金的风险和回报，积极传递长期投资、价值投资和理性投资的理念，推动短期交易性资金向长期配置力量转变，促进资本市场的良性发展。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 方意,邵稚权,黄昌利.资本市场开放与跨境风险传染防控——基于沪港通的经验证据[J].国际金融研究,2021(09):65-75.

[2] 范从来,吴瞳.股票市场开放的价值:基于境外投资者行为特征的分析[J].金融市场研究,2023(01):28-37.

[3] 高昊宇,杨晓光,叶彦艺.机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用:基于中国市场的实证[J].金融研究,2017(02):167-182.

[4] 郭阳生,沈烈,郭枚香.沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J].证券市场导报,2018(10):35-43+50.

[5] 纪彰波,臧日宏.资本市场开放能够提高股票价格稳定性吗?——基于沪港通的经验证据[J].世界经济研究,2019(5):14-26.

[6] 连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019,35(08):136-154.
[7] 罗棪心,伍利娜.资本市场开放对公司审计的影响——基于“陆港通”背景的实证研究[J].审计研究,2018(05):65-73.
[8] 倪红福,张志达.以制度型开放促进金融业高水平对外开放[J].金融市场研究,2023(04):1-10.
[9] 庞家任,张鹤,张梦洁.资本市场开放与股权资本成本——基于沪港通、深港通的实证研究[J].金融研究,2020(12):169-188.
[10] 阮睿,孙宇辰,唐悦,等.资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J].金融研究,2021(02):188-206.
[11] 沈红波,展一帆,周依仿.基金业绩排名与泡沫资产配置[J].证券市场导报,2021(04):47-59+67.
[12] 谭小芬,张珂珂.跨境资本流动：特点、趋势与影响[J].金融市场研究,2023(05):1-12.
[13] 王擎,罗翊烜,王慧.基金经理与卖方分析师存在合谋吗[J].财贸经济,2022,43(08):105-118.
[14] 习明明,刘鹏,刘旭妍.普通投资者追踪北上资金能获利吗? [J].证券市场导报,2023(7):57-67.
[15] 钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,2018,34(1):169-179.
[16] 邹洋,张瑞君,孟庆斌,等.资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J].中国软科学,2019(08):120-134.
[17] Bai Y,Chow D Y P.Shanghai-Hong Kong Stock Connect:An analysis of Chinese partial stock market liberalization impact on the local and foreign markets[J].Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,2017,50:182-203.
[18] He Z,Wang Y,Zhu X.The stock connect to China[R].National Bureau of Economic Research,2023.
[19] Ma R,Deng C,Cai H,et al.Does Shanghai-Hong Kong stock connect drive market comovement between Shanghai and Hong Kong:a new evidence[J].The North American Journal of Economics and Finance, 2019,50:100980.

Connecting then Advancing:The "North–South Stock Connection" and Capital Market Liberalization

SHEN Hongbo[1] CHEN Pengxiang[1] ZHANG Xiaohong[2]
(1.School of Economics, Fudan University; 2.Wenzhou Business School)

Abstract The report of the 20th National Congress of the Chinese Communist Party pointed out that continuing to promote the high-level opening up of the capital market to the outside world is essential,but a balance between opening up and market security should be maintained.Since the construction of the Mainland-Hong Kong stock exchange link–known as the "North-South Stock Connect" in 2014,the opening up of China's mainland capital market has entered a new phase.The interconnection with the Hong Kong market has become increasingly close and fruitful,but this process has been accompanied by several risks and challenges.Taking the construction of the "North-South Stock Connect" as an example,this paper explores in depth the risks and challenges faced by northbound capital "brought in" from Hong Kong and southbound capital "moved out" to the Special Administrative Region.The challenges from northbound and southbound capital are mainly greater cross-border financial risks,the amplification of investor sentiment and potential regulatory challenges stemming from northbound capital.Moreover,there are dual challenges linked to southbound capital,namely the need to contend with more mature market environments and the prospect of facing more powerful competitors in these markets.This paper also puts forward suggestions for expanding systematic two-way capital market liberalization to promote the healthy development of the A-share market.

Keywords Capital Market, Interconnection, Stock Connect, High-Level Liberalization
JEL Classification G15 F21 F36