

《金融市场研究》专家审稿单

篇名：资本市场开放下的股票“南北通”现状和制度建设	
外 审 意 见	1、第一部分讨论“南北通”成就时，除资金流动情况外，最好能够统计一下“沪港通”和“深港通”的每年或每月的日平均交易额变化情况，反映市场交易的表现。 2、第一部分内容有点单薄，跟全文内容的布局结构不太匹配。建议把“南北通”开放制度的好处进行更为全面的总结和展开。因为第二部分以大量篇幅讨论“南北通”风险和问题，第一部分就应该把开放的好处更多地展开，“风险与收益”要相匹配。作者已经做了一些文献的总结，如“强了A股市场和港股市场的活跃度、稳健性和定价效率”等等，可以按照此思路进行更全面和深入的归纳总结。宏观上，可以联系中国金融开放，谈谈“南北通”对资本市场开放和金融开放的重要意义。 3、第一部分的第二段结尾，建议把相关问题和风险等问题的引出，放到第二部分的开头。这样的衔接更为自然。 4、第二部分讨论跨境资本流动风险的问题时，建议在该部分开头就具体阐述“南北通”的资金流入和流出可能引发哪些风险，有多大影响，譬如股市稳定性、汇率波动等方面。否则，显得有些笼统，不够清晰明确。另外，A股与美股是否存在同步性，以及二者是否直接相关，抑或通过“南北通”或港股市场传导，似乎不是那么明确。譬如，作者提到A股和美股“同跌不同涨”。“同跌”是否主要是因为宏观经济下行、疫情冲击、全球增长放缓、地缘政治等共同因素对二者同时产生影响。“不同涨”可能是中美经济形势和中美上市公司自身表现导致的。不能把简单的相关性，解释成因果关系。所以，目前的分析思路值得商榷。 5、作者提到“假外资”存在对金融稳定存在潜在的冲击、市场造成不公平竞争等问题。但是作者并没有阐述到底怎么造成冲击、怎么造成不公平竞争。这方面的逻辑没有讲清楚，导致读者不明就里。 6、“内地机构投资者短线投机、过度抱团等行为”这部分内容不知与“南北通”有何关系，有拼凑之感。 7、“南向资金”这一小节跟第二部分的整体内容有点格格不入。这一小节既有（投资者的投资）风险、机遇与挑战的分析，又有南向资金投资偏好等特点的总结，以及作者的投资建议。这部分内容是否可以考虑单独拿出来，并在文字上好好修改一番。 8、政策建议部分。“南北通”是资本市场管道式开放的一种举措，本质上属于中国金融开放的问题。从长期来看，中国建设金融强国和国际金融中心，还需要进一步加快金融开放的广度和深度，资本市场是重点。以此逻辑为出发点，提出相关政策建议的立足点更高。除了第一个“加强跨境资本流动监管，防范跨境金融风险”与本节标题（“深化股票市场“互联互通”建设”）相关外，其他更像是中国资本市场发展的建议，而不是资本市场开放的建议。 2024年6月1日
作 者 回	尊敬的编辑老师和审稿专家： 非常感谢您们的辛苦工作和耐心审阅！对您们的辛勤付出，我们感激不尽！以下是我们进一步详细的修改说明（紫色字体为审稿专家意见，黑色字体为修改说明，红色字体为在正文中的修改）：

复

审稿老师提出的宝贵意见和我们的修改说明如下:

1.第一部分讨论“南北通”成就时,除资金流动情况外,最好能够统计一下“沪港通”和“深港通”的每年或每月的日平均交易额变化情况,反映市场交易的表现。

修改说明:非常感谢审稿老师的建议!在修改稿中我们增加了这部分内容,统计分析了2017-2023年陆港通日均成交金额及其在对应市场的占比情况(表1)。

在正文中的修改之处:

在市场交易方面,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情况。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1201.29亿元和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,简单横向对比南北向资金的交易情况和对应股市的交易情况,可以发现,北向资金对A股成交额的影响要弱于南向资金对港股(包括主板和创业板)成交额的影响,而且A股的日均成交额要远高于港股的日均成交额。

2.第一部分内容有点单薄,跟全文内容的布局结构不太匹配。建议把“南北通”开放制度的好处进行更为全面的总结和展开。因为第二部分以大量篇幅讨论“南北通”风险和问题,第一部分就应该把开放的好处更多地展开,“风险与收益”要相匹配。作者已经做了一些文献的总结,如“强了A股市场和港股市场的活跃度、稳健性和定价效率”等等,可以按照此思路进行更全面和深入的归纳总结。宏观上,可以联系中国金融开放,谈谈“南北通”对资本市场开放和金融开放的重要意义。

修改说明:非常感谢审稿老师的建议!结合审稿老师的真知灼见,在修改稿中我们进一步完善了这部分的内容,系统梳理了资本市场开放带来的好处,做好与后续“风险”部分的内容匹配。

在正文中的修改之处:

现有研究发现,陆港通建设对中国股票市场的发展产生了多方面的积极影响。首先,它显著提升了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,增加了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了其真实价值(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了公司治理。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,减少了投机行为,有利于形成价值投资的市场氛围。而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,提高了公司治理的整体质量(邹洋等,2019;连立帅等,2019)。此外,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(罗棧心和伍利娜,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。

3.第一部分的第二段结尾,建议把相关问题和风险等问题的引出,放到第二部分的开头。这样的衔接更为自然。

修改说明:非常感谢审稿老师的建议!我们深入反思了这部分衔接内容的不足,并在修改稿中做了相应修改。

在正文中的修改之处:

当然,在肯定成绩和作用的同时不可忽视其潜在风险与挑战。因为这是新兴资本市场(A股市场)对成熟资本市场(港股市场)的一次大开放,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，以及对本土投资者“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与挑战，以期深化股票市场互联互通建设提供参考与借鉴作用。

4.第二部分讨论跨境资本流动风险的问题时，建议在该部分开头就具体阐述“南北通”的资金流入和流出可能引发哪些风险，有多大影响，譬如股市稳定性、汇率波动等方面。否则，显得有些笼统，不够清晰明确。另外，A股与美股是否存在同步性，以及二者是否直接相关，抑或通过“南北通”或港股市场传导，似乎不是那么明确。譬如，作者提到A股和美股“同跌不同涨”。“同跌”是否主要是因为宏观经济下行、疫情冲击、全球增长放缓、地缘政治等共同因素对二者同时产生影响。“不同涨”可能是中美经济形势和中美上市公司自身表现导致的。不能把简单的相关性，解释成因果关系。所以，目前的分析思路值得商榷。。

修改说明：非常感谢审稿老师的宝贵意见！我们在修改稿中做了较大幅度的修改。一是在开头就点明存在的跨境金融风险，并以美联储新一轮加息周期为例，加以举例阐释。二是增加了相关的文献支撑，来例证陆港通机制增强了A股市场与港股市场的联动关系，并删减了关于A股与美股关系的这块不易论证的内容。三是将原本关于北向资金的“聪明钱”效应这部分剥离出来，单独形成一段内容，专门强调北向资金信息披露造成的投资者情绪的扩大。

在正文中的修改之处：

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。

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指数出现了较大的波动和调整。

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）。

（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，但是其对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。

表2列示了北向资金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。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，但是近两年北向资金在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。

5.作者提到“假外资”存在对金融稳定存在潜在的冲击、市场造成不公平竞争等问题。但是作者并没有阐述到底怎么造成冲击、怎么造成不公平竞争。这方面的逻辑没有讲清楚，导致读者不明就里。

修改说明：非常感谢审稿老师的建议！在修改稿中我们进一步完善了这部分的分析和论证思路，更加突出“假外资”存在哪些问题。

在正文中的修改之处：

自陆港通建设以来，关于“假外资”问题在A股市场引起了广泛的关注与讨论，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，还通过设立或控制海

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，而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，所以有必要对该问题有个全面的认识。

再者，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。（增加了表 2：北向资金持仓市值与投资收益）

但是，以“假外资”为代表的互联互通制度缺陷或监管盲区可能尚未完全解决，可能对国家经济金融的健康和稳定性产生潜在的冲击，造成不公平的市场竞争和非法的金融活动，需要引起足够重视，及时发现并完善互联互通建设中潜在的制度缺陷或监管盲区，及时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。

6. “内地机构投资者短线投机、过度抱团等行为”这部分内容不知与“南北通”有何关系，有拼凑之感。

修改说明：非常感谢审稿老师的宝贵意见！在修改稿中我们删除了这部分内容。

7. “南向资金”这一小节跟第二部分的整体内容有点格格不入。这一小节既有（投资者的投资）风险、机遇与挑战的分析，又有南向资金投资偏好等特点的总结，以及作者的投资建议。这部分内容是否可以考虑单独拿出来，并在文字上好好修改一番。

修改说明：非常感谢审稿老师的建议！我们大幅调整了原来第二部分的内容，将南向资金“走出来”的机遇与挑战这部分内容设为第三部分，并进一步完善了这部分的分析和论证思路。一是阐释南向资金“客场作战”背景，二是结合南向资金的投资偏好进行分析和阐释。

在正文中的修改之处：

三、南向资金“走出去”的机遇与挑战

（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，显著提高了港股市场的流动性，2023 年的日均成交额占港股市场的近 30%。而且，南向资金也逐渐成为影响港股走势的重要增量资金，加深了港股市场与 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，南向资金仍然是“客场作战”的状态。截至 2023 年底，港股通持股市值占比约为 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，掌握绝对的定价权。

（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。

（1）对 AH 股的本土偏好

（2）对“新经济股”的偏爱

（3）对小盘股的投机行为

8.政策建议部分。“南北通”是资本市场管道式开放的一种举措，本质上属于中国金融开放的问题。从长期来看，中国建设金融强国和国际金融中心，还需要进一步加快金融开放的广度和深度，资本市场是重点。以此逻辑为出发点，提出相关政策建议的立足点更高。除了第一个“加强跨境资本流动监管，防范跨境金融风险”与本节标题（“深化股票市场“互联互通”建设”）相关外，其他更像是中国资本市场发展的建议，而不是资本市场开放的建议。

修改说明：非常感谢审稿老师的建议！我们大幅调整了这部分内容。首先是对前述的互联互通建设做了一个总结，其次分别从扩大制度型的双向开放和深化

股票市场改革两方面给出对应的政策建议。

在正文中的修改之处：

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、放大了市场情绪以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，无论是需要面对更加成熟的市场环境还是更加强大的竞争对手，参与激烈的定价权争夺等方面，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 股市场在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，缺乏相关人才和经验，等等。当然，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的双向开放，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 股市场在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，强大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）高质量的引进来，不断放开制度型开放限制
- （2）高水平的走出去，推动内地金融机构海外展业
- （3）坚持扩大开放与防控风险并举

（二）持续深化股票市场改革

- （1）破除体制机制障碍，重塑 A 股市场投资生态
- （2）深化卖方研究行业改革，优化股票市场信息环境
- （3）深化公募基金行业改革，助力本土投资者“走出去”

最后，再次感谢审稿老师对本文存在问题提出的宝贵意见，得以让本文得到进一步的提升。除了上述主要内容和框架上的调整，我们也进一步完善了其部分的内容表达，限于篇幅未在此展示，如有进一步的问题还请老师们不吝赐教。

作者：沈红波 陈鹏翔 章晓洪

2024 年 7 月 1 日

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。