



▲粵港澳大灣區內金融市場進一步的互联互通是必然趨勢。粵港澳大灣區創新100指數是在兩地交易所上市選取100家公司，包括中國平安、騰訊、格力等具有市場影響力的股票，作為投資標的

大灣區金融聯通穩步擴展

《粵港澳大灣區發展規劃綱要》提出在大灣區內「建設國際金融樞紐」、「有序推進金融市場互联互通」。《綱要》頒布至今已逾一年，在大灣區金融市場互联互通方面有何進展？有哪些值得進一步推廣的經驗？未來中短期內有哪些突破可期？又有哪些領域是值得大灣區三地政府長遠去探索的？



香港畔的思索
洪雯

海南大學「一帶一路」研究院兼職教授、全國港澳研究會會員

大灣區互联互通的務實模式：有限滲透

與其他國際領先的灣區不同，粵港澳大灣區內存在兩種制度、三個經濟體和關稅區。對內，人、貨、信息、資金等要素在三地間並不能自由流通，面對關稅區邊境及制度的阻隔；對外，三地的關稅水準、資金流通制度、投資開放程度、對外經濟政策亦有實質性的區別，維持各自不同的邊境管制。

正如筆者過往指出，在此現實背景下，大灣區目前尚無法實現全面的融合；比較務實、風險可控的做法便是分別在各個具體領域，以有限滲透（Limited Penetration）的模式，局部、小規模地實現互联互通。積少成多，條件成熟時再尋求大的突破。

具體到金融領域，大灣區內存在三種貨幣、三種金融管理體系，金融要素流動視為跨境交易，面臨外匯管制，金融基礎設施仍處於分割狀態。在人民幣尚未實現自由兌換、資本項目尚未開放的情況下，大灣區金融市場的互联互通必須找到實現有限滲透的可行模式，創新地處理三地之間的邊界，讓要素有控制地跨境流動，同時亦有效隔絕風險，避免對本地金融體系及監管體系的衝擊。

兩地金融市場互联互通的進展

目前國家整體金融市場的開放已取得相當進展，而港澳一直扮演國家



金融開放的門戶的角色，諸多推動國內國際金融市場互联互通的機制都是從港澳開始落實的。另外，內地與港澳之間的更緊密經貿協議（CEPA）中，不少金融開放措施均在廣東先行先試，大灣區內部已經為金融業的進一步融合發展搭建起了一定的基礎。

具體來看，目前已落實或正在落實中的互联互通機制已有多項，包括QDII（合格境內機構投資者）、QFII（合格境外機構投資者）、RQFII（人民幣合格境外機構投資者）、QDIE（合格境內投資者）、QDLP（合格境內有限合夥人）、QFLP（合格境外有限合夥人）、MRF（基金互認）、股票通（滬港通、深港通）、債券通（北向）等。

綜合審視上述機制，皆是在人民

幣沒有實現自由兌換、資本項目尚未開放的背景下，在有關部門的控制下，有限度地讓境內或境外的投資者跨越邊境，投資於特定的標的，可視為「管道式」、「封閉型」的互联互通。這些模式雖然屬於過渡期的碎片化解決方案，但在既有的限制條件下實現了局部突破，一方面避免了短期資本大規模跨境流動對經濟平穩發展的干擾，另一方面又對推動資本項目開放、完善國家金融監管體系、促進人民幣國際化有起到了積極作用。

上述多種機制當中，股票通（滬港通和深港通）尤其值得進一步深入分析，因為這一機制為未來諸多領域的互联互通開啟了一種可行的模式。

股票通的「封閉管道」模式

滬港通及深港通是上海／深圳與香港股票交易所的合作計劃，使國際和內地投資者可以通過本地證券公司／經紀公司，經由本地交易所設立的交易服務公司，向對方的交易所進行申報，買賣對方市場上規定範圍內的股票。滬港通於2014年11月開通，深港通於2016年開通。2019年底，該計劃共有超過2000隻合資格股票，覆蓋了大灣區內地9市上市公司總市值的87%。

具體來看，滬港通及深港通有以下四大特徵：

一、一站式交易，即兩地合資格的投資者通過本地券商／經紀，完成一站式跨境股票交易，交易過程中的換匯、結算和交收等環節由兩地多個

白居二按揭探究(上)



談樓說按
王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

新一批白表買家已逐步取得購買資格證明書，並準備於居屋第二市場物色心儀單位。計劃下中籤白表買家可購買未補地價居屋，並可向銀行申請高達九成按揭貸款，如成功上車，等於享有樓價折讓兼低首期入市優惠。

買家除了在房委會轄下之居屋第二市場購買單位外，亦可以在房協轄下「住宅發售計劃」第二市場選購樓宇，但須注意，兩者在按揭安排上其實分別甚大。

居屋第二市場計劃之參與銀行已與房委會簽訂「按揭保證契據」，故此可讓買家獲得按揭特惠，買家可獲銀行批出高達九成按揭貸款，高於一般私樓之按揭成數，亦無需支付按揭保險費，按揭年期長達25年，但只限提供P按（以最優惠利率為基準之按揭計劃），少了H按（銀行同業拆息為基準之按揭計劃）之選擇

。不過，樓齡偏高的單位會影響按揭年期及成數之審批，這方面將於下期再講述。

若然買家選購的是房協轄下「住宅發售計劃」第二市場之單位，由於房協並沒有提供按揭保證予銀行，銀行原則上只能以一般私樓按揭準則審批貸款。不過，按揭保險計劃已延伸至房協「住宅發售計劃」第二市場屋苑，故此買家亦可透過按保申請高達九成按揭，但要留意買家須要支付按揭保險費。

在估價方面，除了銀行會進行估價外，按揭公司亦會以已補價後之自由市場市值再根據補價折扣率計算估值。

市場上偶有價格偏高之白居二成交，主因是有些業主只願以偏高好價才肯出售其有樓價折讓的單位，而買家基於樓價仍較私樓便宜的心態，仍願意承接單位。但若然有關成交價已高於市值減去折扣率後之水平，根據按揭公司的估值計算，便有機會出現估價不足情況。

買家宜先透過按揭公司提供的預先批核服務了解估值及批核條件。



▲新一批白表買家已逐步取得購買資格證明書，並準備於居屋第二市場物色心儀單位。圖為居屋之一的愛蝶灣

金融服務機構合作完成。

二、資金封閉循環，即港股通的投資者用人民幣購買港幣報價的港股，股票賣出後只能換回人民幣並回到內地帳戶，不能進行任何其他投資；同樣，滬／深股通的香港投資者直接用人民幣購買以人民幣報價的A股，不能投資除A股標的範圍以外的任何資產。

三、主場規則，兩地投資者投資對方市場都按照對方市場規則來執行，保持兩地規則相互獨立而毋須調整，並對所有投資者公平統一。

四、額度管控，即設定每日額度，用完即止，防止短期內資金大進大出對兩地市場的衝擊。

過去這五年多，滬港通深港通基本實現了平穩運行，積累了諸多有價值的經驗。這種封閉循環的創新模式，既風險可控、不影響既定監管體制，又加強了兩地資本市場的聯繫、推動資本市場雙向開放，有利於推動人民幣國際化和香港離岸人民幣業務的發展，是一種共贏的模式，值得進一步推廣和借鑒。

中短期內可期的互联互通機制

近期，隨著相關政策措施密集出台，大灣區「跨境保險通」呼之欲出。保險通通過在大灣區內建立以保險中介機構為核心的一站式跨境保險創新服務中心，利用股票通封閉管道的模式，在不改變各自現行制度的前提下實現跨境交易。

筆者預計為內地居民存量香港保單服務的跨境保險服務中心方案將會在短期內得到落實。但要真正實現全方位的保險諮詢、銷售、理賠的互联互通，尚需進一步探索。當中的難點在於在三種市場體制和監管體系下如何保障市場穩定發展、保障投資者利益，以及發生糾紛時如何解決。據悉，目前中國銀保監會正進行跨境監管沙盒（Regulatory Sandbox）前期探索。兩地保險業界宜提升專業水平，積極配合政策制定及監管部門，為「保險通」的到來做好準備。

另一個中短期內值得期待的機制是「跨境理財通」同樣參考股票通封

閉管道的做法，資金封閉式循環管理：內地居民通過內地銀行在香港開戶，以人民幣直接或換成外幣投資海外理財產品，完成投資後只能換回人民幣現金，並只能在境內提取。香港居民北上購買理財產品同樣以人民幣，通過對稱的機制來完成。

當然，理財通的實施需要一系列措施的配合，包括本地銀行見證開戶並擴大帳戶服務範圍等。理財通涵蓋產品將更為豐富，投資者選擇更為多元化，但亦因此大大增加了推進的難度，目前尚未有全面的落實時間表。

未來，股票通的成功經驗未來還可能應用到商品市場、貨幣市場、衍生品市場等範圍，進一步擴大聯通的範圍。

此外，在中短期，投資者可以期待現有各種機制的擴容，包括股票通未來可能擴大投資標的；債券通北向通擴容，甚至開通南向通；兩地基金互認擴大認可基金的範圍等等。

互联互通的長期趨勢

大灣區內金融市場進一步的互联互通是必然趨勢，未來，有不少領域值得三地政府進一步探索。例如，在產業發展方面，可以探索便利資金在大灣區跨境投資、支援實體產業發展的渠道，推動區內的產業提升。在貿易融資方面，可以探索利用金融科技，包括區塊鏈等技術手段，建設粵港澳大灣區一體化的貿易融資平台，為中小企和微型企業服務。在普惠金融方面，大灣區應進一步鼓勵創新，深化與港澳在虛擬銀行等方面的業務融合，打通數據壁壘，創新數字貨幣場景運用，讓現代金融科技更好地服務於大灣區的民眾。三地同時應積極推進跨境監管沙盒試驗，推動跨境金融科技的發展。

總結而言，預計「封閉管道」的互联互通模式中短期會在更多領域中擴展，在有效控制風險的同時能推動資本市場的雙向開放。無可否認，這種過渡期的「有限滲透」模式終歸會遭遇瓶頸，但在一切準備就緒、資本帳完全開放以前，有限滲透仍然會是推動大灣區內要素流動的務實、且主要的模式。

