

隨着越來越多外資通過滬深港通進入A股市場，為國際投資者提供一個有效管理其滬深港通合資格A股投資組合風險的工具，港交所（0388）10月18日將推出首隻A股期貨產品，產品與MSCI中國A50互聯互通指數掛鉤。中國境外市場目前相關的A股指數期貨產品，目前主要有新加坡富時A50指數期貨，香港文匯報就此訪問多位香港及內地專家，他們認為港交所A股指數期貨可分流部分新交所富時A50指數期貨的交易，惟短期內挑戰新加坡富時A50指數期貨的地位有難度。

●香港文匯報記者 李昌鴻、周紹基

非常熟悉新加坡市場的香港知名經濟學者曾淵滄認為，港交所A股指數期貨產品推出的初期，成交量可能未必符合大家的預期。他指出，新加坡市場由於本身體量細小，所以他們的產品一開始就以國際化為發展目標，目前在新交所有多個市場的指數產品上市，是亞洲最大的場外期貨交易中心。例如日經指數期貨約的交投量，就比日本本土市場的交易量更大，而A股指數期貨也一樣，現時外資若要對沖A股市場的風險，都會在新加坡進行。

星A股期貨成交量超內地

交易所數據顯示，今年首7個月，新加坡富時A50指數期貨成交合約5,637萬張，較中國本土市場中金所A股三大合約合計的5,440萬張更多。而同樣作為主力期貨，港交所的恒指期貨同期成交合約2,040萬張，不及新交所富時A50指數期貨的一半。金融市場最看重成交活躍度，先行者優勢一時難以取代。

同時，港交所的A股指數期貨，現階段只面向境外，內地投資者未能參與，故曾淵滄坦言，暫時未看到港交所有很大誘因，能將新加坡的A股期貨交易吸收過來。

曾淵滄指出，新加坡早在2006年已推出A股指數期貨，成交每年都有可觀增長，當年港交所已想加入競爭，但一直都未得到內地的首肯，從而讓新加坡做了獨市生意。自香港與內地的「互聯互通」機制在2014年推出後，新加坡的A股指數期貨更成為了境外投資者對A股的有效對沖工具，其交投量也進一步活躍。

短期可分流新交所部分交易

中國（深圳）綜合開發研究院院長助理、金融與現代產業研究所所長劉國宏也認為，港交所的A股指數期貨推出後，可以分羹多少新加坡的富時A50期貨生意，尚難預計。港交所產品的成本、交易時間、對沖效果等尚需市場認可和驗證，即使具有相對優勢而獲得大量國際投資者青睞也是需要時間。這就要求香港特區政府以及港交所不僅要扎紮實實做好籌備和服務工作，而且要有長期營造有利於風險定價、風險管理的良好環境。

輝立資本管理董事黃瑋傑認為，港交所的A股期貨對新加坡的A50期貨交投，肯定會有影響，部分交易會分流到本港，但影響實際有多大，暫時難以預判。他指出，一隻期貨產品是否成功，很視乎其交投是否活躍，雖然內地投資者暫時無法參與有關產品的買賣，但新產品料會吸引部分本地投資者參與，對整個A股期貨市場的發展，會有積極作用。

境外需求視乎外資A股配置

黃瑋傑又認為，暫時看不到產品會向內地投資者開放，所以新加坡A50期貨現時的交易量，理應就是目前中國境外市場上全球投資者對A股指數期貨的需求總量，往後要再發展，需視乎外資會否增加對A股的配置，以及風險管理需要。他指出，在港交所買賣A股期貨也有其好處，例如外資如果是透過滬深股通來持有A股，在港買賣A股期貨時，其孖展成本或會低一點。

銀盛財富管理首席策略師郭家耀表示，港交所推出A股指數期貨後，交易時間可與A股市場完全覆蓋，有助刺激港股的期貨交投，並吸引更多海外投資者投資A股，預計大部分國際投資者都會轉向港交所的A股指數期貨作風險對沖。

耀才證券執行董事兼行政總裁許澤彬補充，港交所即將推出新產品，券商其實沒什麼需要準備，只要港交所將新產品上市，客戶就可以買賣。至於市場反應，他認為內地投資者暫未能參與，故仍要觀察。

消除合規風險 吸引更多外資買A股



●龐溟指A股指數期貨助香港發展成亞洲頂尖的衍生產品交易中心。

在全球金融市場震盪調整的情況下，內地股市成為外資青睞的「避風港」。高盛今年6月底的研報顯示，隨着北向資金流入規模穩步增長，外資在A股中的持股比例升至紀錄新高4.5%，高於2019年底的3.6%，幾乎是2014年11月滬港通開通時的3倍。從絕對金額來看，外資目前通過合格境外機構投資者（QFII）和滬港通持有大約5,600億美元的內地A股，遠高於2014年底的820億美元。

A股佔MSCI新興指數權重34%

華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策

略分析師龐溟指出，港交所是次首度引入離岸A股衍生產品，主要是考慮到全球投資者對A股掛鉤產品的強大需求，A股指數期貨有利於全球投資者進一步關注和長期配置A股，也有利於打造一個規範、透明、開放、活力、韌性的A股市場，並幫助提升香港市場投資產品的深度及廣度，使之發展成亞洲頂尖的衍生產品交易中心。

龐溟說，內地股票在MSCI新興市場指數中的權重，從2009年12月的18%，增至今年8月的34%。由此可見，國際投資者在內地股票上的配置不斷增加。國際投資者之所以增加對A股的配置，主要源自2014年互聯互通機制的推出。數據顯示，2021年首季滬深港通成交量再創新高，北向和南向交易的日均成交額，分別大幅增加至1,268億元人民幣和608億港元。故此，A股在全球投資市場的重要性，以及與之伴生的風險管理工具需求，均與日俱增。

富時A50從未獲內地承認

長期以來，投資者在境外參與A股投資時，一直缺乏有效的對沖工具，遇到市

場波動時，難以及時有效地進行風險管理。他指出，目前市場上唯一的A股指數期貨，正是新加坡掛牌的富時A50指數股指期貨，但有關產品及A50指數的相應合法使用權，從未得過中國監管部門的正式批准及承認。今次港交所獲中證監批准推出A股期指產品，豐富了境外投資者管理A股投資風險的工具，便利了對沖基金和投資者採用多元策略的風險對沖需求，同時還控制和消除了投資者使用該產品的合規風險。

龐溟認為，香港市場未來如果持續推出其他覆蓋面更廣、組成更多元化的A股指數衍生產品，無疑將進一步提升全球投資者投資A股市場的信心和積極性。

他相信，只要內地資本市場改革的良好勢頭持續下去，只要建立符合國際投資習慣的結算周期、解決境內外證券市場的假期安排差異、建設統一處理單一機構多賬戶需求的綜合交易機制等等難題得以一一解決，全球投資者對A股的投資熱情和興趣會持續高漲，相關國際指數服務商也會不斷提升A股在其主要股指數中的權重。

推A股期貨 港星勢掀爭客戰

● 曾淵滄指，港交所A股指數期貨產品推出初期，成交量可能未必符合大家的預期。

資料圖片

內地、香港、新加坡 今年首7月部分期貨產品總交易量

合約	今年1至7月 累計成交合約(張)	今年1至7月 累計成交金額
中金所A股三大合約	合計5,440萬	60.9萬億元人民幣 (折合約9.41萬億美元)
恒指期貨	2,040萬	-
新加坡富時A50指數期貨	5,637萬	-

資料來源：中金所、港交所、新交所網站



●李大霄

開放，從而加快內地股指衍生品市場開放。

完善市場格局助A股國際化

李大霄指出，內地股指期貨市場經過十多年發展，形成了滬深300、上證50和中證500三大股指期貨產品，體系也逐步健全，運行質量不斷提高。港交所推出A股指數期貨，有助於為境外投資者提供更為豐富的風險管理工具，增加A股對外資的吸引力。同時還可促進A股市場形成現貨與期貨、在岸與離岸協同發展的格局，推動A股國際化，間接推動人民幣的國際化，有利於內地進一步擴大金融市場開放，也有利於進一步鞏固和提升香港國際金融中心地位。

促內地加快金融市場開放

中國（深圳）綜合開發研究院院長助理、金融與現代產業研究所所長劉國宏認為，港交所的A股指數期貨可以讓外資更好地進行A股投資的風險管理，有利吸引外資長期投資A股，而A股與國際市場關聯度提升有助於其估值理性化，促進部分股票估值逐步回歸合理水平。他料該指數期貨出台後，海外資金大概率將重點配置成份股，有助於提升這些股票的流動性。

再擴大互聯互通產品範圍

寶新金融集團副主席、CEO劉雲浦近日對內地媒體表示，在進一步完善監管合作和跨境風險防控機制的基礎上，內地與香港未來可以將互聯互通推向更高層次、更高水平，並考慮從以下三方面進行探索：在兩地實現滬深港通、債券通後，可以進一步擴大互聯互通產品範圍；在QFII/QDII、互聯互通模式基礎上，結合央行數字貨幣在境內及香港地區的推廣，可以搭建相應科技基礎設施，在早期融資上提升資金跨境效率；加強內地與香港股權投資聯動，充分利用和引導境外中長線資金投資境內VC、PE階段的項目。



●港交所將於10月推出首隻A股期貨產品，產品與MSCI中國A50互聯互通指數掛鉤。

兩地監管合作 可制約外資瘋狂做空



●劉國宏

股指期貨作為風險管理工具，其中一個重要功能是做空，正常情況下，做空有助抑制股市泡沫，讓虛高的股價回歸基本面，但在大跌市之時，也可能加劇市場恐慌。港交所推出A股指數期貨，會否多一個做空A股的途徑？對此，英大證券首席經濟學家李大霄認為，外資藉港交所A股期貨做空A股的衝擊應該是有限的，因為A股市場的主體在內地，主導權也在內地，但外資做空的衝擊還是有部分體現。他相信，如果是外資惡意瘋狂做空，內地與香港監管機構可以通過合作制約外資，抬高其門檻和出台一些限制。

內地資本管制 境外風險可控

李大霄表示，雖然離岸股指期貨對A股現貨市場的運行是有影響的，但內地不會讓A股的主導權旁落給外資。理論上，股指期貨的基礎是股票現貨交易，而現貨交易的價格根本上由宏觀經濟、公司基本面等內在價值決定的。

中國（深圳）綜合開發研究院院長助理、金融與現代產業研究所所長劉國宏認為，股指期貨是一種對做空和做多的中性產品，資金瘋狂做空是要承擔更大風險的。當然，中證監、港交所和香港證監會要完善相關制度，加強對違法操縱監管。

華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師龐溟認為，內地目前仍存在資本管制，離岸股指期貨產品對在岸股票現貨價格的影響，更多的是可控的、風險中性的。A股期貨產品其實有利於促進A股的資產定價、資源配置和實現價值發現、理性投資等，也有利於促進A股市場形成現貨產品與期貨產品、在岸產品與離岸產品各方，協同共進、均衡發展的格局。

每日額度不影響A股期貨發揮

目前滬深港通的總體額度取消了，但兩地仍保留每日的額度限制，這個每日的額度會否成為一個制約港交所A股指數期貨發揮作用的因素？對此，李大霄認為，額度方面是足夠的，現在在每天額度才用一點點。

A股近幾年波動不大，有無需要新的股指期貨加入？李大霄稱，當然是有必要的，A股2007年暴漲到6,124點和2015年飆升至5,178點，之後出現持續暴跌，這個波動幅度也是十分巨大的。所以A股一直都需要風險管理工具，因此不能講暫時起伏不大就沒有需求。劉國宏也認為儘管近幾年A股波動不大，但外資仍有對沖需求。如果時間放長一些，就會發現A股波動還是非常大的。