

2021年7月8日

中国 A 股未来展望： 双轨并进



目录

I. 摘要	- 4 -
II. 监管体系和行业参与：基于原则 vs 基于规则	- 6 -
III. 中国股票市场的潜力和多样化的生态系统	- 8 -
1 中国股票市场的发展.....	- 8 -
2 向具有多样化市场参与者的健全生态系统演变.....	- 11 -
IV. QFI 机制和沪/深港通机制的主要改革概述	- 11 -
1 QFI 机制.....	- 12 -
2 沪/深港通机制.....	- 12 -
3 其它新进展.....	- 13 -
V. 业界的进一步建议	- 13 -
QFI 诉求	- 13 -
1 货银对付.....	- 13 -
2 多经纪商模式、直接市场接入和程序化交易.....	- 16 -
3 QFI 参与融资融券受到多头卖出报升规则的影响.....	- 18 -
沪/深港通问题	- 19 -
4 扩大产品范围.....	- 19 -
5 节假日交易.....	- 19 -
6 扩大大宗交易.....	- 20 -
7 通过扩展交易所参与者(EP)的定义激活休眠的融资融券框架.....	- 21 -
QFI 和沪/深港通渠道的共同问题	- 27 -
8 扩大场内衍生产品准入，促进更好的对冲和风险管理.....	- 27 -

9 场外股票衍生产品作为重要市场准入产品	- 31 -
VI. 展望	- 31 -
附件一：拟议改进措施摘要.....	- 33 -

[完善合格境外机构投资者机制和沪/深港通机制]

I. 摘要

自从上次亚洲证券业与金融市场协会(ASIFMA)发布名为《中国资本市场：变革提速(2019年6月)》的中国资本市场白皮书以来，市场改革的速度确实加快了。尽管最近地缘政治紧张局势不断加强新冠疫情导致的全球不利因素，但市场改革的速度没有减缓仍是事实。设立境内业务实体的外国金融机构的股权上限先是被提高到了多数股权，然后被完全取消并伴随着许可范围的扩大。中国的《证券法》已经更新，新的《期货法》目前正在通过公开征求意见的方式进行审议，其中关于结算最终性和终止净额结算的条款受到了业内的高度欢迎。

2020年末公布的新的QFI法规使得合格境外投资者可以参与证券借贷以及出于套期保值的目的更加积极地在境内参与场内金融衍生品交易。投资范围的扩大使市场参与者能够更好地管理自身风险，并有助于提高市场的流动性和价格发现能力。继A股纳入MSCI指数后，2018-19年二级市场的投资资金流向沪/深港通通道大幅倾斜，但上述改革以及初期专属于QFI投资者的投资科创板和创业板市场的做法重新激发了投资者对QFI通道的兴趣。这些措施仍处于初期阶段，业内将继续与交易所和监管机构合作，进一步完善该框架，包括放宽套期保值额度限制、完善融资融券的操作流程，以及确保更大的税收透明度。QFI流入最初更多地由被动型基金管理人主导，但如前所述，目前的QFI改革也吸引了主动型基金管理人更多地在中国投资。

ASIFMA是亚洲领先的资本市场行业协会，代表亚洲所有资产类别和市场中最广泛的利益相关者，拥有150家主要由领先的金融机构组成的会员，包括银行、资产管理人、指数提供商、会计、税务和律师事务所、交易平台及做市商、清算和结算机构、信用评级机构、以及其他市场基础设施服务机构。ASIFMA很高兴与大家分享其对QFI和沪/深港通通道的变化和未来状况的看法和建议，以便在一个更深入和更成熟的资本市场中建立一个由不同参与者组成的更加健全的生态系统。这符合所有投资者(国内外)的利益，也有利于中国经济的持续增长。

本文将总结近年来在QFI和沪/深港通机制下的一些关键改革，以及业内提出的一些改进建议，以便在一个生态系统中开发更多种类的产品，在这个生态系统中，各系列产品通过有效的套利保持一致的定价。

ASIFMA的中国股票工作组(CEWG)是ASIFMA下属的一个小组，由来自买方和卖方的代表、包括合规人员在内的前后台部门以及律师事务所和诸如富时罗素(FTSE Russell)

和明晟(MSCI)等指数提供商组成。CEWG 每两周举行一次会议，讨论中国股票市场的市场结构、机遇和挑战。总结如下被 CEWG 列为优先事项的关键行业建议，这些建议将在随后各节中作进一步详细介绍：

QFI 诉求

1. **货银对付(“DVP”)**：按照货银对付（即当且仅当资金交付时交付证券、证券交付时交付资金）的原则进行证券和资金的交收，可以更好地保护投资者资产安全，并能取消交易前需提前存放资金的要求；转为 T+1 或 T+2 的结算周期，能更好地与国际实践保持一致；但与此同时，现行较为紧凑的证券 T+0 结算周期有助于实施股票融入和融出，能够更好地建立以补救交收失败为目的的证券借贷制度。
2. **多经纪商模式、直接市场接入和程序化交易**：放宽目前对投资者的单一经纪商限制并提供在多个经纪商之间转换的选择权以符合全球最佳执行监管义务。允许经纪商向客户提供直接市场接入服务(DMA)，并建议取消草案中对外资经纪商不公平的先决条件，即过去三年中至少有两年获得 A 级或以上评级。使行业参与制定明确的程序化交易规则。
3. **QFI 参与融资融券受到多头卖出报升规则的影响**：交易所规则要求，即使是多头出售，也必须就最多不超过融入股票数量的股票出售遵守报升规则，这是中国资本市场独有的。QFI 可能在同一实体内的不同独立交易席位之间采用不同的交易策略，而一个交易席位从事融资融券可能会损害同一 QFI 内其他交易席位的交易能力，因为在同一 QFI 控制下的所有账户都会被施加多头卖出报升规则要求。希望修改本规则，以促进 QFI 更积极地参与融资融券。例如，引入类似于中国香港地区和韩国实践中的集合单元的概念，报升规则只适用于实际上是卖空股票的集合单元。

沪/深港通问题

4. **扩大产品范围**：目前北向通的可交易证券资格仅限于主要指数的成分股、拥有相应 H 股和/或市值门槛的 A 股。扩大现有沪/深港通机制中允许的主板、科创板和创业板证券的范围，以包括所有普通 A 股将有益于外国投资者。此外，沪/深港通模式应得到加强以将 IPO 发行纳入其中。
5. **节假日交易**：如果中国市场开放，但中国香港地区市场在中国香港地区节假日期间以及前一天休市，则外国投资者不能通过沪/深港通进行交易。请求上交所、深交所和港交所会同业内制定应对该问题及市场风险的解决方案。

6. **扩大大宗交易：**请求为沪/深港通的参与者提供一个可参与大宗交易的机制，这一机制目前只对 QFI 投资者开放，并且只能在下午 3:00 至 3:30 之间的 30 分钟窗口期内使用。对于 QFI 投资者，请求延长大宗交易窗口期间，以便在整个交易日进行匹配(类似于科创板股票的大宗交易窗口，在 09:30-11:30 和 13:00-15:30 可以向交易所报告大宗交易并实时匹配)。
7. **通过扩展交易所参与者的定义激活休眠的融资融券框架：**沪/深港通规则允许交易所的交易所参与者之间进行融资融券。然而，实际的市场参与者是交易所参与者的关联方或借贷代理人，而不是交易所参与者本身。请求将交易所参与者的定义扩展(包括交易所参与者的关联方和借贷代理人)以允许沪/深港通参与者之间按照最初推出时的设想进行融资融券。

QFI 和沪/深港通的共同问题

8. **扩大场内衍生产品准入，促进更好的对冲和风险管理：**增加套期保值额度计算的灵活性，丰富衍生产品组合(现有产品仅限于沪深 300、中证 500 和上证 50 股指期货，沪深 300 股指期货，沪深 300 和上证 50 的 3 只 ETF 期权)来进一步扩大境内可用的套期保值工具组合。为没有 QFI 牌照的境外投资者，包括沪/深港通的投资者，提供中国境内衍生品的准入渠道。扩大离岸套期保值工具，包括针对 MSCI 中国 A 股指数的香港交易所期货产品。有效的套期保值能力对于吸引更多全球投资至关重要。
9. **场外股票衍生品作为重要市场准入产品：**我们欢迎证监会支持 QFI 牌照持有者发行更多场外股票衍生品，有助于拓展全球投资者在境内市场的活动。ASIFMA 希望证监会可以重新考虑放宽股指期货交易的对冲要求，允许 QFI 进行对冲并相应地扩大其场外衍生产品的供应。

II. 监管体系和行业参与：基于原则 vs 基于规则

我们鼓励中国考虑逐步采用以原则为基础的监管制度，其重点在于平衡市场效率的最佳做法，同时保持强有力的投资者保护。澳大利亚、中国香港地区和新加坡等其他主要资本市场已经采用了这种方法。

以原则为基础的方式将会在保护市场的同时使得控制机制持续发展以及从创新中受益。

这种方法应该考虑到风险，但其主要目的应该是鼓励金融市场的参与和增长，从而提高可进入性和流动性。

在这个框架内，监管机构可以决定市场问题的定义，包括但不限于以下内容：

- 破坏性交易
- 洗售交易/防止自我匹配
- 过度报单
- 完善的事件处理政策和程序
- 有效和独立的控制功能
- 定期审查
- 有效的业务连续性安排

此外，通过对拟议的规则和条例公开征求意见，市场参与者将能够很好地确定中国的监管机构和交易所可能关注的问题和条目。为了给市场参与者提供足够的时间来消化新法规，并提供经过深思熟虑的反馈意见，希望监管机构和交易所最好能提供更多的时间让市场参与者来进行此类回复、简介和有意义的对话论坛—在其他主要资本市场，监管咨询期至少持续 60-90 天。最后，如果能及时公布包括对回复在内的征求意见文件将提高透明度，建立对征求意见过程的信心，并与其他主要资本市场采用的方法保持一致。

随着监管机构已经建立了一个(高层次的)框架，以实现一个运作良好、有序、流动和透明的市场的目标，那么交易所的角色就可以是市场行为的守门员和监督者了。由于交易所在功能上接近市场信息，因此在对所有在市场上交易的参与者实施统一控制方面具有独特的优势。监管框架的有效实施应考虑到市场环境、参与者行为以及通过为终端客户带来的流动性实现的市场效率。

作为市场参与者，我们认为以下这套规范性的限制可能会阻碍中国股票市场的效率。因此，我们建议用一个更加基于原则的方法来取代这些限制，具体如下：

- **期货和期权的限制(套期保值和套利交易额度和日内头寸限制)：**目前，对 QFI 投资者额度和头寸限制过于严格，鉴于市场波动，这阻止了投资者对其整个投资组合进行完全的套期保值。我们还注意到，与能够为套期保值以外的目的进行期货和期权交易的国内投资者相比，QFI 处于不公平的竞争环境中。请参阅下文“扩大场内衍生产品准入，促进更好的对冲和风险管理”一节中的建议。

- **日内交易限制(当日买入和卖出限制):** 应当取消, 以允许流动性提供者弥补投资者订单的不同步到达, 使他们能够在市场上同时拥有买入和卖出报价。当投资者订单到达时, 流动性提供者将在市场上同时拥有买入报价和卖出报价。如果流动性提供商买入, 他们将被迫取消卖出报价。如果流动性提供商卖出, 他们将被迫取消买入报价。这些订单的取消减少了整个市场的流动性。此外, 某些投资者可能会选择避免交易, 如果其直到第二天才能管理其头寸。取消日内交易限制可以增加市场的流动性, 并使中国与澳大利亚、中国香港地区、新加坡、日本和韩国等其他主要资本市场保持一致。
- **订单取消限制:**

许多市场参与者利用电子交易策略, 利用“被动下达订单”(例如, 输入限价订单)。被动价格的订单不会立即执行, 而是向市场提供流动性, 帮助减少波动性。由于现代交易所在少于 1 秒钟的时间内就能处理好信息, 这类订单可能会因此过期(即无法反映最新的价格信息)而在交易时段内都无法执行。

为解决这一问题, 交易程序通过下达、修改或取消以及替换订单来动态适应市场, 以帮助投资者获得更好的整体平均价格。因此, 在美国等其他主要资本市场, 大量订单取消或修改是常见的现象。

因此, 订单取消的限制应动态地考虑到市场条件, 如波动性和可用的流动性。在中国无法进行订单修改导致市场参与者需要取消他们的订单。此外, 无法修改过期的订单和对取消订单的限制, 使市场信息面临过时、不准确和/或不精确的风险, 从而可能会损害寻求以最佳可得价格执行订单的投资者。

ASIFMA 成员也恳请交易所就有关法规和系统的变化提前对所有参与者进行同时通知, 并为测试和实施提供足够的准备时间。准备时间的长短将取决于与变化有关的复杂程度和对市场的风险, 这应在与市场协商后确定。与行业的积极接触和协调将有助于更好地确保市场运营环境的稳定。

III. 中国股票市场的潜力和多样化的生态系统

1 中国股票市场的发展

中国已成为全球第二大股票市场, 截至 2020 年底, 总市值约为 80 万亿元人民币。自 2018 年起, 中国 A 股已经被纳入多个主要国际指数, 比如明晟指数(MSCI)、富时罗素指数(FTSE Russell)和标准普尔道琼斯指数(S&P Dow Jones)。例如, 中国在明晟新兴市场(MSCI Emerging Markets)指数系列中的自由浮动市值比重已超过 40%(其中中国 A 股

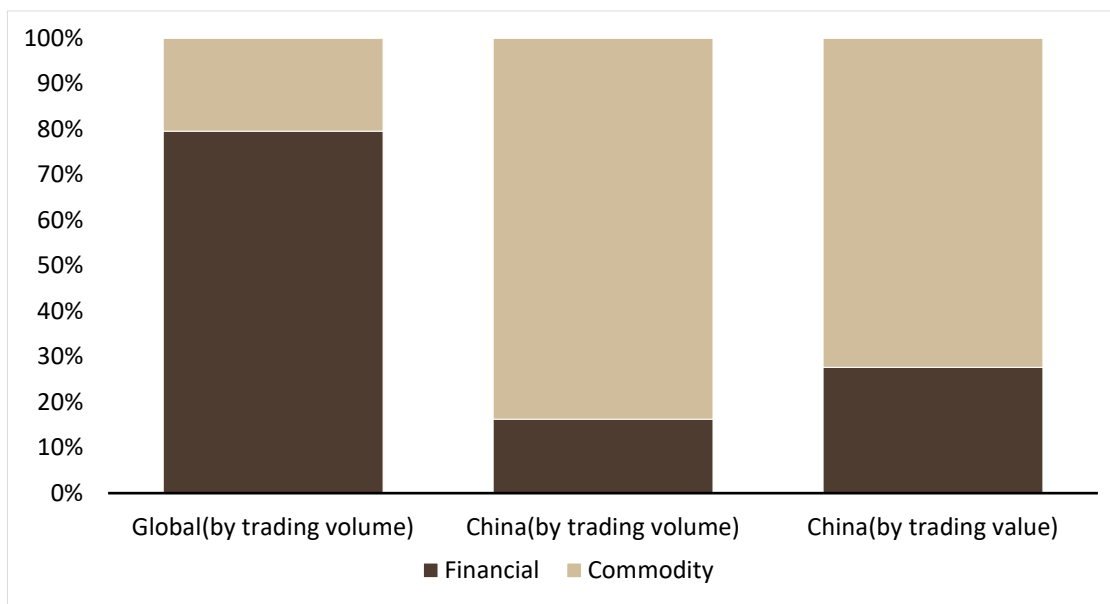
为 5%，在其他交易所(如中国香港地区、美国)上市的中国证券为 35%)。此外，在新兴市场指数基准的 1,400 只成分股中，10 只最大的成分股的权重从 2015 年末的不到 20% 增加到 2020 年末的 30% 以上，其中有 6 只成分股是中国公司。A 股在新兴市场指数占比 5%，但其比重受限于 MSCI 指数的 20% 纳入系数。随着国际投资者对 A 股的需求持续增加以及中国继续进行市场改革以便利全球投资者进入 A 股市场，在假设 A 股 MSCI 纳入系数为 100% 的情景下，中国证券可能占新兴市场指数的 50% 左右，其中 20% 来自中国 A 股。

散户投资者仍占中国股市日均交易量的 80% 左右。在美国，散户投资者占日均交易量的 25% 左右。但是，机构投资者的持股量占中国市场市值的比例已经从 2012 年的 30% 上升到 50% 左右，按照这个速度，专家认为未来 5 年内机构投资者的日交易量占比可能达到 50%。¹

此外，在全球范围内，场内交易的金融衍生品占据了交易所交易量最大的份额，但这一情况在中国内地正好相反，在中国内地，大宗商品衍生品占据交易量的大部分。(参考下文表 1)

表 1：在全球范围内，场内交易的金融衍生品占据了最大的份额，但这一情况在中国内地正好相反

¹ “China's markets are shaking off their casino reputation”, *The Economist*, 20 March 2021.
<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/03/18/chinas-markets-are-shaking-off-their-casino-reputation>



来源：瑞银证券

中国 A 股市场对外国投资者仍然有巨大的发展空间。在中国境内股票市场中，外国人持有大约 5% 的中国股票。对比来说，外国人持有大约 25% 的美国股票。外国人还持有 30% 的美国债券，但只持有 4.2%² 的中国债券(其中绝大部分集中在政府债券上)。

表 2：中国散户投资者的持股优势正在缩小



² 截至 2021 年 3 月末

来源:金融时报

合格境外机构投资者机制(包括被合并的合格境外机构投资者(“**QFII**”)机制和人民币合格境外机构投资者(“**RQFII**”)机制)和沪/深港通机制(包括沪港通和深港通)共同构成境外投资者进入中国境内股票市场的主要渠道。

多年来,在促进资本流入/流出方面已经取得重大进步。中国香港地区的股票互联互通项目自 2014 年 11 月起允许买卖中国股票,促使中国每日的跨境交易量增加了 40 倍。通过 QFI 机制将利润汇回,过去需要长达六个月的时间,现在只需要几天时间。

2 向具有多样化市场参与者的健全生态系统演变

2021 年 3 月 20 日,证监会主席易会满在中国发展高层论坛 2021 年会上表示中国监管部门致力于创造良好生态,维护公开公平公正的市场环境以吸引更多投资者。一个健康的生态系统应当使得绝大部分参与者能够有信心在证券的定价是一致和公平的情况下买入和卖出证券。这对于专业投资者来说很重要,但对个人投资者来说更重要,因为他们可能缺乏全面的市场准入和确定金融工具公平估值的能力。

以一篮子股票形成指数的为例,这个指数里可能有上市的期货、期权、交易所交易基金(“**ETFs**”)和权证。此外,指数中的标的股票可能各自有自己的期货、期权和权证。这些工具之间都有明确的定价关系。当这些市场价格不紧密遵循这些关系时,就会出现套利机会。

理论上,这些套利机会应该很快就会消失,因为交易者的目的是通过买入估值低的工具和卖出估值高的工具来获利。这些交易者越是有效率,金融工具的生态系统的定价就越是一致和公平,因此投资者也就对这些资产的价格越有信心。

据观察,现实中金融市场的定价不总是一致的。一般来说,交易者在进行这些类型的交易时面临的限制越多,相关产品之间的定价不一致性就越大。这种不一致可能导致市场风险增加的空间。如前文监管框架部分所述的,从规范性的限制和额度转向更多基于原则的监管,将有助于提高市场和定价效率。

IV. QFI 机制和沪/深港通机制的主要改革概述

ASIFMA 的资产管理部在 2021 年 1 月发表了一份文件,描述了外国投资者的准入渠道,可以作为有用的参考(《外国机构投资中国:各种准入渠道》)。我们在下文中强调了近期的一些关键改革:

1 QFI 机制

QFII 机制于 2002 年首次推出，并随后于 2011 年推出与其同系列的制度，即 RQFII 机制。近年来，QFII 机制和 RQFII 机制经历了多次重大发展和开放，并在 2020 年 11 月 1 日正式合并为合格境外投资者(“QFI”)机制。这些重大发展和变化包括：

- 2020 年 6 月，国家外汇管理局取消了对 QFII 和 RQFII 投资额度的限制，合格境外机构可以自由选择对华投资额度、注资时间和币种；
- 大大简化了资金汇出程序，取消了在处理资金汇出前进行特别税务审计的要求；
- 放松了 QFI 申请者的资格标准，其中包括取消了对业绩和资产管理规模的硬性要求；以及
- 投资范围已扩大到包括私募投资基金、商品期货、金融期货、期权、融资融券等，尽管其中一些投资的实现仍有待进一步细化的实施细则和指南、正式审批或市场测试。

2 沪/深港通机制

沪港通机制于 2014 年首次在中国香港地区 and 上海之间推出，随后于 2016 年在中国香港地区和深圳之间推出了类似的深港通制度。沪/深港通通过内地和中国香港地区股票市场的连接使得境外投资者可以投资适格的内地上市 A 股(北向通)，以及使得内地投资者可以投资中国香港地区上市股票(南向通)。相较于 QFI 机制下更广选择范围的可投资股票(即所有内地上市股票)，沪/深港通机制下的境外投资者只能投资属于某些指数的成分股或在中国内地和中国香港地区两地上市的上市公司的 A 股。然而，许多外国投资者更青睐沪/深港通机制，因为他们更习惯与其全球流程相一致的中国香港地区的出资、清算和结算流程。

近年来，沪/深港通机制进行了重大改革，改革内容包括但不限于：

- 2015 年 3 月 30 日，港交所引入了特别独立账户(“SPSA”)服务，以便利交易前核查，使得在沪/深港通中出售的股份不必预先交付给经纪商，这有助于创造一个两端结算过程(交易所与经纪商和经纪商与客户)，为投资者模拟货银对付体验；
- 2018 年 4 月 11 日，证监会和香港证券及期货事务监察委员会(“香港证监会”)联合公告，将北向通每日额度从 260 亿人民币提高四倍为 1040 亿元人民币(上海和深圳市场各 520 亿元人民币)，自 2018 年 5 月 1 日起生效；

- 2018年8月20日，上交所开始实施收盘竞价交易机制，更有利于流动性和帮助投资者在收盘时以成交量加权平均价格(VWAP定价)执行；
- 2020年7月10日，主特别独立账户(“**Master SPSA**”)的推出，极大地提高了管理多个底层基金的基金管理人的交易前核查效率；以及
- 2020年11月25日，中国人民银行(“**人民银行**”)和香港金融管理局(“**香港金管局**”)宣布续签了货币互换协议，有效期五年，互换规模由原来的4000亿元人民币/4700亿港元扩大至5000亿元人民币/5900亿港元。该协议扩大了离岸人民币(“**CNH**”)的可及性，为沪/深港通活动提供资金支持。货币互换协议最初由人民银行与香港金管局于2009年1月20日签署，并曾经分别于2011年11月22日、2014年11月27日和2017年11月27日三次续签。

3 其它新进展

上交所在2019年为创新企业推出了科创板，随后，深交所创业板也在次年进行了改造，这两个板块都采用了基于注册的框架。

2020年11月27日，上交所、深交所、港交所联合发布公告，扩大沪/深港通机制的适格证券范围，北向交易将科创板上市股票纳入，南向交易将中国香港地区上市的未盈利生物科技公司纳入。

V. 业界的进一步建议

本节列出了业界提议的主要改进措施。同时请参阅附件一有关QFI和沪/深港通机制相关改进建议的摘要。

QFI 诉求

1 货银对付

在股票投资及交易方面，全球各地许多市场已陆续采用交易日(“**T**”)后两天(“**T+2**”)结算周期下的货银对付模式，这使得全球投资者能够简化和标准化其操作流程，并轻松地将投资从一个市场转移到另一个市场。中国股市的独特之处在于，股票在交易当日，即T0，以全额(逐笔交易)结算，而资金则在第二天，即T+1，以净额结算(“**非标准货银对付**”)。经纪业务下，这一结算模式要求投资者在市场上发出买入或卖出指令之前，所有待交割的股票和资金必须全部提前到位。在通过QFI渠道进行投资时，外国投资者将不得不进行纯券过户，股票的交付和资金的接收相互分离，这就产生了货银对付能避免的一些问题。

相比之下，值得一提的是，2017年11月，北向交易渠道成功引入了实时货银对付结算方式。这对许多境外机构投资者，特别是公募/零售基金的投资管理人和基金托管人来说是一个重要的发展，因为他们负有保护这些基金资产的信义义务或法定义务。

因此，我们发现在实践中，非标准货银对付会给境外投资者带来许多风险和挑战，其中一些将在下文重点介绍。

- (i) 中国股市的非标准货银对付不仅增加了境外投资者的交易对手和市场风险，而且使中国证券登记结算有限责任公司(“**中国结算**”)面临本金和重置成本风险。因为股票和资金的交收存在时间差，如果股票买方在完成购买股票的应付资金交收(发生在 T+1)之前出售已经完成交收的股票(购买的股票在 T 日完成交收)，则中国结算可能面临风险。尽管中国的相关法规赋予中国结算处置权，即当违约方未能支付时可以将违约方的股票转入股票处置账户，但这是一种违约后救济，可能无法减轻本金风险。
- (ii) 非标准货银对付还为境外投资者及其经纪商(即 QFI 机制下的结算参与者)带来了额外的成本和风险，特别是为其管理的基金和客户资产使用多个托管人的境外的大型长期投资者。例如，它给境外投资者造成“**现金拖累**”效应，即拖累投资业绩，因为被要求预先存入的资金基本无法产生任何收益。此外，由于订单执行的结果总是不确定的，在另一个时区的境外投资者财务部门无法确定地预测订单的资金需求，这就提高了资金成本，因为他们预先准备的资金可能超过所需，从而造成更大的现金拖累。
- (iii) 非标准货银对付也会造成交易效率低下，因为需要进行交易前检查，以确保在下单前资金和股票到位。如果经纪商同意在 T(而非 T+1)日向客户交付资金的方式为客户提供出售收益，以消除客户的风险，则经纪商自身将承受融资成本，并承担来自中国结算等交易清算所的交易对手风险。
- (iv) 时区差异进一步加重了操作方面的困难，现行结算安排下，境外市场参与者只有 3.5 小时的时间进行交易结算。由于时区差异，在美国和欧洲(晚于中国 6 至 16 小时)的境外投资者在进行中国股票交易时，必须在买入前预付资金和/或在卖出前选择单边结算(即仅交易一方确认)。这不仅带来高昂成本，也更会增加交易对手风险。为应对时区差异及多层托管安排，许多境外机构投资者在中国投资时需要采取重大变通措施，以满足其各自的监管机构、法律及合规要求。经纪商一般需要为买入交易预付资金，即使在中国香港地区市场也是如此，经纪商在 T+2 日早些时候预付资金以解除所持有的股票，以便在 T+2 日下午 5:45 客户的钱支付给经纪商时经纪商可继续交割。

- (v) 此外，与其他大部分外汇市场一样，人民币即期市场的标准结算周期为 T+2。外汇结算和股票结算之间的结算时间差异为境外投资者带来另一项额外成本，他们必须为股票交易在非标准的 T+1 结算周期内兑换货币。

大多数市场的股票和资金结算同时发生，并且在交易完成后，交易对手(双方)均有足够的时间滞差来确认交易，根据需要安排外汇交割，划转资金，纠正问题，最后完成结算。欧洲从 2015 年开始采用 T+2 周期，2017 年，美国紧随其后。印度、印尼、日本、马来西亚、新加坡、韩国、中国台湾地区、泰国等多个亚洲市场均已转为 T+2 结算周期，以适应全球机构投资者的需求，更好地实现其股票市场与全球股票市场的融合。全球股票和资金的结算时间的协调统一，可以提高全球投资者的效率，促进其作出更多投资。值得注意的是，大多数市场并没有预付资金的要求，因而交易得以更有效地执行，并且不存在上述现金拖累效应。

考虑到中国非标准货银对付结算周期的操作困难，外国投资者建议中国市场进行以下改进：

- (i) 允许货银对付(即股票和资金同时结算)以更好地保护投资者，并转为 T+1 或 T+2 结算周期以与全球市场保持一致，这将有助于降低交易对手和结算风险并提高操作效率。考虑到中国股票交易转为 T+2 结算周期可能是需要长期时间完成的解决方案，建议至少在短期内将股票交易转为 T+1 货银对付结算；
- (ii) 实施可行的沪/深港通融资融券机制(不仅允许经纪商，而且允许其关联公司、资产所有人及其借贷代理人开展融资融券)，这将有助于境外投资者克服当前紧张的结算时间表，并降低结算失败的可能性；
- (iii) 取消预付资金要求(即在买入前须确保资金到位)，这项要求对于境内投资者而言尤为繁重，尤其对境外投资者而言成本高昂且效率低下。一种可能的解决方案是，如果能确保资金在 T 日末(即 T+1 资金结算的前一天)到位，就不要求预付资金；以及
- (iv) 如果不取消预付资金要求，允许银行向投资者，特别是境外投资者提供临时信贷解决方案，以解决预先提供资金的要求，因为目前只有经纪商被允许向其客户提供信贷解决方案。

采纳上述一项或多项建议，将货银对付机制引入中国股市，将大大增强这些市场对境外投资者的吸引力。尽管沪/深港通机制通过经纪商融资和特别独立账户为投资者模拟了货银对付体验，但它仍然是一种昂贵的解决方案。货银对付根本不能通过 QFI 渠道获得，这导致许多投资者出于资产安全考虑，更加青睐沪/深港通渠道而非 QFI 渠道。

ASIFMA 建议：允许股票和现金的货银对付结算，以更好地确保投资者的资产安全，并取消预付资金要求；转为 T+1 或 T+2 结算周期，以更好地与国际惯例接轨；同时，鉴于目前紧张的 T+0 结算时间表，实行可行的融资融券制度将是有帮助的，这有益于促进以“失败补救”结算为目的的股票融入。

2 多经纪商模式、直接市场接入和程序化交易

(1) 多经纪商模式

虽然证监会于 2020 年 9 月 25 日发布的新 QFI 规则，即《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》和关于实施《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》有关问题的规定，取消了 QFI 可聘用经纪商数量的限制，但我们担心，由于以下规定，QFI 通过一个经纪商出售其通过另一个经纪商购买的股票仍存在实践中的障碍：

- (i) 上交所颁布的规则(包括于 2020 年 10 月 30 日颁布的《上海证券交易所证券交易规则适用指引第 1 号——合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者》(以下简称“《上交所 QFI 规则》”)的第 5 条)规定，一个证券账户只能指定一名经纪商，并通过该经纪商指定的专用参与者交易业务单元(“PBU”)参与证券交易。同一证券账户只有经履行相关手续，在上交所规定的限制条件下，在重新指定其它经纪商后，才可以向该重新指定的经纪商下单；以及
- (ii) 深交所于 2020 年 12 月 31 日发布并自发布之日起施行的《深圳证券交易所交易规则》第 4.1.2 条规定投资者可以通过原买入证券的 PBU 卖出证券。他们也可以向该 PBU 发出转托管指令，转托管完成后，通过新的 PBU 卖出；以及
- (iii) 不同经纪商指定的不同 PBU 相互隔离。

从实操角度看，上述规定有效地阻止了 QFI 通过除最初买入股票的经纪商以外的经纪商出售股票，因为按照上交所/深交所的规定，这需要重新指定经纪商或转托管。

由此产生的限制除了增加了境外投资者的集中风险(只有一个经纪商)和无法满足最佳执行要求的可能性外，还增加了境外投资者的操作复杂性和合规成本。作为一项全球市场惯例，投资者一般可以通过他们选择的任何经纪商自由买卖他们的任何股票，在沪/深股通机制中也是如此。业界希望强调，上述限制是阻碍外国投资者使用 QFI 机制而使用沪/深股通机制的主要因素之一。我们希望中国监管机构考虑放宽上述限制，以便更好地与全球实践接轨。

(2) 直接市场接入

2015 年，证监会发布了《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》和《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》等通知，以规范/限制经纪商提供给其客户的 API。其中有一个过渡条款，即在发布前述通知之前提供的 API 可以继续使用，但严格来说，不应将其提供给新客户。由于直接市场接入与 API 类似，因此市场参与者认为上述通知也将适用于直接市场接入。

尽管有上述规定，但普遍认为证监会 2015 年通知应在国内背景下适用，而并不特别适用于 QFI。实践中，大多数在 2015 年通知发布之前通过 API 向其客户提供直接市场接入服务的经纪商应当仍然可以为新的 QFI 客户提供直接市场接入。*如果监管机构可以确认上述理解是正确的，我们将不胜感激。*

证监会于 2019 年发布了《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》的征求意见稿(简称“《API 征求意见稿》”)，旨在规范经纪商提供的 API，这似乎标志着证监会打算允许机构投资者接入经纪商的交易系统以及通过经纪商的 API 将订单传送至交易所。*业界对《API 征求意见稿》将很快颁布表示欢迎。*

但业内人士也对经纪商的 A 级评级表示担忧。根据证监会《API 征求意见稿》，申请开办直接市场接入业务的证券经纪商必须在过去三年内至少有两年获得 A 级或以上评级。但是，这一要求意味着几乎所有合资证券经纪商或未来将设立的外商独资证券经纪商(合称“**外资证券经纪商**”)无法满足该等要求。

因此，我们担心评级要求对任何寻求为其投资者提供直接市场接入的外资证券经纪商来说都将是一个巨大的挑战。鉴于向客户提供直接市场接入服务一直是经纪商盈利的一个重要因素，如果外资证券经纪商没有资格提供直接市场接入服务，他们将很难达到 A 级评级所要求的盈利水平。此外，任何新成立的外资证券经纪商只有在经营两年以上才有资格提供此类服务。我们尚未知悉其他市场的证券经纪商需要有类似的盈利先决条件，因此，我们担心这一评级要求将成为外国人寻求在中国设立其证券经纪子公司并开展相关竞争性业务的实质性障碍。

(3) 程序化交易

2015 年 10 月，作为证监会应对当时股市动荡的举措之一，证监会发布了《证券期货市场程序化交易管理办法》的征求意见稿(以下简称“《**程序化交易办法**》”)，旨在对所谓的“程序化交易”进行监管。“程序化交易”定义广泛，并涵盖了通过预设程序或特定软件自动生成或执行交易指令的任何交易活动。《程序化交易办法》草案在发布之时引起了很大争议，相关讨论也还没有进展。

自《程序化交易办法》草案发布以来，除了中国《证券法》第 45 条规定应向交易所报告并避免影响交易所的系统安全和正常交易秩序外，对证券市场上的程序化交易的监管并没有重大进展。如果机构投资者自动生成订单并通过经纪商提供的 API 将订单传送至交易所，程序化交易也可能受《API 征求意见稿》的约束。

业内人士注意到，制定程序化交易规则被列入证监会的年度立法计划已有数年之久，*我们期待着征求意见稿的早日发布以及后续向市场征求意见。征求意见稿的发布将为行业提供指导，并且非常重要，这还将提高市场流动性并提高价格发现的效率。我们也很乐意获得在定稿任何规则之前就征求意见稿发表我们的意见的机会。*

ASIFMA 建议：放宽目前对投资者的单一经纪商限制并提供在多个经纪商之间转换的选择权以符合全球最佳执行监管义务。允许经纪商向客户提供直接市场接入服务(DMA)，并取消草案中对外资经纪商不公平的先决条件，即过去三年中至少有两年获得 A 级或以上评级。使行业参与制定明确的程序化交易规则。

3 QFI 参与融资融券受到多头卖出报升规则的影响

当前的规则要求，只要某机构持有融入的股票，该机构对此股票的卖出指令就必须以不低于最新成交价的价格卖出(即报升规则)，即使该公司拥有为不同客户持有的不同多头寸也不例外。

业界拟建议将持有股票与融入股票分离。例如，韩国和中国香港地区允许投资者设立不同的集合单元，以使具有不同交易席位或投资策略的同一投资者可以分离其交易，并且仅对实际卖空股票的集合单位适用报升规则。对许多机构而言，即使在同一实体内，也可能存在多个独立的交易席位，这些交易席位可能同时执行不同的交易策略。多头卖出报升规则的应用将意味着，一个作为证券多头持有人的交易台将受到报升规则的约束，如果同一实体内的另一个独立交易席位在同一证券上做空。这将妨碍多头持有人的交易能力，也不符合市场精神。因此，这种分离措施将增加市场的流动性和对所有不同风格及类型的投资者的公平性。

ASIFMA 建议：交易所规则要求，即使是多头出售，也必须就最多不超过融入股票数量的股票出售遵守报升规则，这是中国资本市场独有的。QFI 可能同一实体内的不同独立交易席位之间采用不同的交易策略，而一个交易席位从事融资融券可能会损害同一 QFI 内其他交易席位的交易能力，因为同一 QFI 控制下的所有账户都会被施加多头卖出报升规则要求。希望修改本规则，以促进 QFI 更积极地参与融资融券。例如，引入类

似于中国香港地区和韩国实践中的集合单元的概念，报升规则只适用于实际上是卖空股票的集合单元。

沪/深港通问题

4 扩大产品范围

沪/深港通的交易证券资格目前仅限于在上海和深圳主板以及相应的科创板和创业板交易的 A 股子集。外国投资者将受益于对在这些板块交易的所有证券的更多准入，但风险预警、退市或不以人民币交易的股票例外。

ASIFMA 建议：目前北向通的可交易证券资格仅限于主要指数的成分股、拥有相应 H 股和/或市值门槛的 A 股。扩大现有沪/深港通机制中允许的主板、科创板和创业板证券的范围，以包括所有普通 A 股将有益于外国投资者。此外，沪/深港通模式应得到加强以将 IPO 发行纳入其中。

5 节假日交易

目前，互联互通只在中国香港地区和内地股票市场同时开放并且两个市场的银行在相应结算日开放时才能进行交易。因此，由于中国香港地区与内地法定节假日的差异，境外投资者不能在内地节假日时进行互联互通交易，也不能在中国香港地区节假日对应内地交易日时进行互联互通交易，还不能在中国香港地区节假日前一日（H-1 日）进行互联互通交易。

因此，在某些情况下，内地市场开放交易，但境外投资者无法通过互联互通买/卖其头寸。因此，若此时中国 A 股市场价格发生波动，而境外投资者不能及时采取措施，可能面临更大风险。

互联互通符合中国香港地区市场的惯例，即净买入的股票将暂时不交付，直到付款。要提前释放这些股票需要预付现金。由于互联互通遵循 T+0 的股票结算方式，因此在同一天释放暂不交付的股票需要在下午早些时候预付现金。为了缓解离岸人民币的出资压力，港交所已经推出了美元和港币的担保服务，以便中央结算系统参与者可以在 T+1 支付离岸人民币，同时允许股票在 T 日内释放。

虽然现行的非节假日交易安排能够确保北向通交易结算得到适当的银行支持，但如果上交所、深交所和港交所能够开发系统和操作支持以支持节假日期间的跨境交易/资金结算，对于境外投资者，互联互通机制的吸引力将大大加强。这可以通过阶段性方式来实现，例如在第一阶段，允许在中国香港地区节假日前一天(H-1 日)进行互联互通交易；

在第二阶段，在监管的支持下，允许互联互通参与者在内地和中国香港地区节假日通过互联互通进行交易。

ASIFMA 建议：如果内地市场开放，但中国香港地区市场在中国香港地区节假日期间以及前一天休市，则外国投资者不能通过互联互通进行交易。请求上交所、深交所和港交所会同业内制定应对该问题及市场风险的解决方案。

6 扩大大宗交易

大宗交易指两个或两个以上当事方之间出售/购买某一特定股票巨大数额(按美元价值和/或日平均成交量计算)股份的交易。大宗交易是机构投资者为减少价格滑动，降低冲击成本(通常是总交易成本的最大组成部分)以及实现大笔交易的最佳执行的重要工具。

大宗交易窗口当前尚未对沪/深港通参与者开放。这限制了境内外投资者在境内大宗交易窗口的流动性，因为许多沪/深港通参与者能够提供流动性但因为没有 QFI 牌照而无法参与大宗交易窗口。这些参与者只能使用计算程序进行大量基准交易(如成交量加权平均价格、时间加权平均价格等)，而这些交易可能耗时数日，从而可能导致价格滑动、信号风险和信息披露。

能够以最少的滑动和干扰进行大宗交易，是全球股票市场的一个关键特点。大宗交易使机构投资者能够更高效地调整其投资组合，因此可提高允许此类交易的市场的吸引力。大宗交易对于通过沪/深港通北向通进行交易的外国投资者来说同样重要，因此若能提供这样的交易窗口给他们是有帮助的。沪/深港通有众多的参与者，可以为大宗交易设施提供更多的流动性；此外，参与者也可以利用大宗交易来促进保证成交量加权平均价格策略、利便交易，并尽量减少在再平衡日收市竞价交易的压力。开放大宗交易将鼓励更多机构投资者参与沪/深港通和 A 股市场。

为使沪/深港通参与者能够参与大宗交易，可采取分阶段实现的方法。第一阶段建议建立一个单独、互惠的大宗交易机制，允许沪/深港通参与者相互之间进行大宗交易。这可以是一个类似于现行境内大宗交易的机制(如采用相同的交易量/价值门槛、价格区间等)。境外参与者之间的大宗交易也提供了一个更好的框架使其管理外资持股限制。根据当前沪/深港通机制，监管机构已经可以获得参与者的持股头寸信息，因此在大宗交易的机制下，履行相关报告义务不会有实质性问题。若有需要，外国投资者应乐于在每日大宗交易后分享交易数据。在第二阶段，我们希望沪/深港通参与者能够像 QFI 投资者一样参与境内大宗交易。

当前也有一些 QFI 的限制因素。虽然目前 QFI 可以参与境内大宗交易，但目前境内大宗交易窗口开放时间为下午 3:00 至 3:30，时间有限。此外，大宗交易设施的人工操作属性使得从操作层面很难使其得到有效利用，对为大量底层基金进行交易的基金管理人而言尤为如此。而这些都可能是目前为止，QFI 较少使用大宗交易的原因。因此，如果大宗交易窗口期可以延长(最好延长至整个交易日)，并能够实时匹配，将有助于使用。

ASIFMA 建议：请求为沪/深港通的参与者提供一个可参与大宗交易的机制，这一机制目前只对 QFI 投资者开放，并且只能在下午 3:00 至 3:30 之间的 30 分钟窗口期内使用。对于 QFI 投资者，请求延长大宗交易窗口期间，以便在整个交易日进行匹配(类似于科创板股票的大宗交易窗口，在 09:30-11:30 和 13:00-15:30 可以向交易所报告大宗交易并实时匹配)。

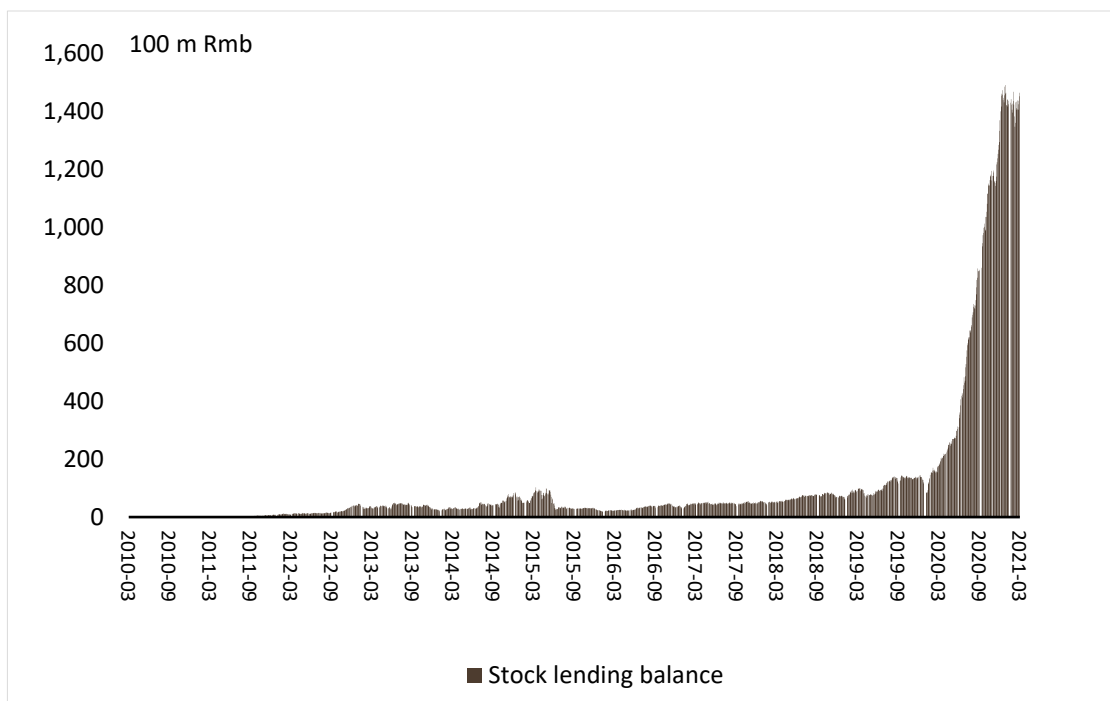
7 通过扩展交易所参与者(EP)的定义激活休眠的融资融券框架

高效的融资融券环境有助于提高整体股票市场效率，实现更有效的套期保值，从而更好地管理风险，并防止因结算时间表紧张而可能导致的失败交易。以下几点凸显了稳健、透明和运作良好的融资融券市场的重要性：

- 可让主动型资产管理人在收盘交易及指数调整时承接被动交易流；
- 通过让更多卖家保持活跃交易，减少因指数事件造成的收盘集合竞价期间的意外波动；
- 提升市场的流动性，而不只是“买入并持有”从而限制流动性；
- 在 ETF 设立和赎回时充当“失败补救”机制，促进 ETF 行业的发展；以及
- 充当假日前后交易时和未来结算周期变更(即过渡到 T+1 或 T+2)时的“失败补救”机制。

借助于 2019 年 6 月发布的允许中国公募基金参与转融通证券出借的新规定，中国境内股票出借业务规模飞速发展并实现了快速增长。目前，股票出借余额达到创纪录的 1400 亿元人民币，较此前的 100 亿元人民币增长了近 1,400%，远远超过了 2015 年的牛市水平(见下文表 3)。这意味着中国融资融券市场潜力巨大。

表 3：自 2019 年 6 月(允许中国公募基金参与证券出借)，中国境内转融券业务经过准备阶段飞速发展并已在融资融券占了更高的百分比



来源: 瑞银证券

最新的 QFI 规则已纳入证券交易所融资融券及向中国证券金融股份有限公司(“证金公司”)转融通证券出借, 对此境外投资者深表赞赏。允许 QFI 参与境内融资融券市场, 意味着国际主动型基金得以参与担保卖空交易, 平衡其他国际参与者的被动交易流, 从而有益于市场。这将改善中国证券的价格发现机制, 减少价格波动并提高流动性。

为了更好地使投资者受益并与国际市场接轨, 我们欢迎对 QFI 和沪/深港通各自渠道下的融资融券运作规则进行更多的改进和澄清, 相关建议如下所示:

(1) 沪/深港通下的融资融券

尽管通过沪/深港通渠道进行的融资融券交易已存在多年, 但由于监管和现实的障碍, 其参与程度非常有限。以下列出了一些改进沪/深港通融资融券制度的建议:

- 优化现有模式, 将参与资格扩展到所有融资融券市场参与者;
- 发展交易机制以使融资融券制度更节约成本和提高效率; 以及
- 确保融资融券及卖空交易的透明度和可见度与国际公认标准相符。

以下按重要性依次列出七项关键建议:

(i) 参与者

根据港交所现行的沪/深港通规则，只有交易所参与者(即经纪商)和合格机构可以融出中华通证券，这导致融资融券机制的使用率极低。然而，交易所参与者的关联方，投资管理人的关联方或借贷代理人是持有股票头寸进行借出交易的主体。因此，有资格出借中华通证券的参与者列表应扩展到交易所参与者的关联方、投资管理人的关联方或借贷代理人，这可使大多数境外借方和贷方都被允许参与融资融券，同时可以保持对参与前述交易的参与者的控制。对于这些参与者而言，能够向所有允许的股票融出方和融入方出借或转贷证券也很重要。

(ii) 卖空比例限制

现行的沪/深港通规则规定，在任何北向通交易日，任何卖空标的证券的卖空比例(基于香港中央结算有限公司在其在中国结算开立的名义持有人账户中持有的特定证券计算)不得超过 1%，并且在任何连续 10 个北向通交易日内，卖空标的证券的累计卖空比例不得超过 5%。如果执行任何卖空指令将导致该北向通交易日内的卖空比例超过 1%的每日限额或 5%的累计限额，则该指令将被拒绝。

为了防止在出现大额交易事件时流动性减少，建议扩大每日限额和累计限额，以降低主动型管理人的现有套期保值策略对其参与收市竞价能力的影响，例如 5%的每日限额和(连续 10 个北向交易日内)20%的累计限额。

(iii) 为卖空而进行的股票融入

当前的规则要求经纪商确保客户已融入足够的卖空标的证券以结算已执行的卖空指令。这可能会导致投资者错过市场交易，因为其可能需要一天时间在卖空前进行股票过户。*建议参照中国香港地区的模式，即在融入行为已“确认”时就可执行卖空，且执行经纪商可应要求进行确认。这一模式仅要求确认股票的持有，不需要在卖空之前进行实际的股票融入及过户。*

(iv) 协议的期限

当前的规则要求以卖空为目的的证券借贷协议不得超过一个日历月。这种限制可能导致交易需求增长，因为借方须归还股票及弥补空头。为归还股票而进行的交易活动可能会掩盖真正的交易，并有可能降低整个市场的透明度。这可能造成干扰市场的交易量虚假增长并增加交易波动性。*如果借款期限可*

以延长到 6 个月，并可根据双方合意延长至 1 年，将会很有帮助，这种做法也与国内转融券市场的期限相似。

(v) 证券借贷的目的

当前，证券借贷的使用仅限于卖空及满足交易前检查要求(期限不超过一天，并且不可延期)。外国投资者建议，增加以失败交易补救为目的的股票融入，作为证券借贷整体机制的组成部分。

这也作为 ETF 设立和赎回时的“失败补救”机制，促进 ETF 行业的发展，并可为不同市场结算周期(T + 1 或 T + 2)的灵活性进行铺垫。

如有必要，为防止滥用，可明确股票融入不应被用于利用融入的股份进行投票，也不应用于单纯为施加对公司行为的影响而持有融入股票且无意向卖出股票的行为。

(vi) 报告要求

根据现行规则，在港交所要求时，相关港交所参与者应向港交所提交有关任何卖空标的证券的未平仓空头头寸以及港交所要求的任何其他信息的报告。

虽然外国投资界同意并坚决主张卖空及证券借贷活动的透明化和公开化，但也建议对卖空交易和股票融入/返还活动进行区分报告。所有作为代理人或自营者的受监管实体均应每周报告新的借入与返还活动的相关信息，包括交易对手信息。每周结束时的总空头头寸可另行汇总并报告。

另外，如果港交所网站发布的卖空信息可以变为实时传输，以避免投资者连续不断地重新发送或修改指令的需要，也会有很帮助。

(vii) 向证金公司出借/借入证券

业界很乐意与监管机构、交易所和证金公司探讨是否有可能允许沪/深港通北向投资者参与转融通证券出借和借入，这可以进一步提高境内证券市场的流动性。探讨由联交所子公司作为转融通名义出借人或借入人，汇总中国香港地区经纪商（或托管行）的 A 股出借或借入指令，指令传输与匹配成交环节按照转融通业务办理。不同司法辖区的监管控制。

(viii) 不同司法辖区的监管控制

表 4：下表描述了部分主要司法管辖区有助于市场更好地防范有害的卖空活动的监管措施。下表同时显示中国在监管控制方面与其他市场进行相比的优势地位。

	总体卖空控制措施				市场具体差别			
	空头头寸报告	报升规则	做空名单	集中式融资融券设施	空头过热	做空额度	每日最大值	未偿付限额总额
澳大利亚	是	X	X	X				
中国	是	是	是	是				
中国/沪深港通	是	是	是	X				
中国香港地区	是	是	是	X				
印度	X	X	X	是				
印度尼西亚	X	是	是	X				
日本	是	是	X	X				
马来西亚	X	是	是	是*				
新西兰	X	X	X	是*				
新加坡	是	X	X	是*				
南韩	是	是	是***	X	是			
中国台湾地区	X	是	X	是*		是	是	是
泰国****	X	X	是	是*				

* 可选
** 目前多数属于豁免
*** 由于部分卖空禁令的解除
**** 限制措施涉及本地线的境内活动

来源：亚洲证券借贷协会主席

ASIFMA 建议：沪/深港通规则允许交易所的交易所参与者之间进行证券出借。然而，实际的市场参与者是交易所参与者的关联方或借贷代理人，而不是交易所参与者本身。允许交易所参与者的定义扩展(包括交易所参与者的关联方和借贷代理人)，允许沪/深港通参与者在机制安排下参与证金公司的转融通证券出借和借入，符合首次推出的原用意。

此渠道发展面临的主要挑战

自成立以来增长显著的沪/深港通北向通市场是 2020 年交易量呈指数级增长的焦点，并在 2021 年继续呈现持续增长。尽管投资者继续通过这一渠道增加对中国 A 股的配置，但由于两个主要因素，人们对此交易量增长的可持续性表示严重关切：

(i) T+0 结算周期的运营风险

经纪商和托管人之间及时的交易对手转移以及市场参与者之间有效的交易失败管理和沟通是处理沪/深港通市场交易量增长的关键。这些是涉及多方的顺序过程，然后将结算指令发送到下游到港交所的中央结算系统。同样，可靠和强大的订单管理和中台系统对于经纪商和托管人确保及时完成交易处理功能至关重要。香港证券结算公司定期监控并确保中央结算系统的系统容量有足够的空间，并增强系统功能以缓解市场痛点(例如特别独立账户，主特别独立账户，及实时货银对付)。

(ii) 出资、流动性和支付对价

上述情况对卖方尤其如此，特别是对一些大型/高交易量的代理经纪商(及其结算人)而言，他们必须在当日较晚时候背对背进行交易结算。T+0 结算模式意味着投资者需要与其经纪商进行交易细节匹配，随后还须另向托管人发送结算指令。这些指示/分配信息可能下午 6 点之后才会发出，导致经纪商和/或其代理结算人需要提供资金的最终现金头寸在接近或超过付款截止时间时仍具有不确定性，从而存在结算失败和补偿购入的风险。

其结果是，大多数卖方参与者被迫为客户的交易预先提供资金，以避免在当天晚些时候出现无法及时提供资金的问题。

在客户端(从经纪商交付给最终客户)，也需要区分实时货银对付(香港结算提供实时货银对付，即在收到付款确认后进行证券交收)和普通货银对付。UCITS 等受监管的基金采用实时货银对付，以确保几乎同时进行现金和证券的交换。但是，实时货银对付交易需要预先提供资金，并且在总额而非净额的基础上进行，意味着购买需要吸收大量的流动性，特别是在流动性趋于稀缺的当日晚间。实时货银对付是香港中央结算有限公司(“**香港结算**”)仅为便利托管人和经纪商之间的双边股票划转而提供的功能。由于香港结算不是该等划转的中央对手方，香港结算不可能对股票端和货币端的转让进行净额结算。为了实现净额结算，实时货银对付的交易方可以相互联络，在进行实时货银对付之前对相同股票的转让进行净额处理。

此外，银行系统的付款截止时间与香港中央结算系统的集中结算之间存在不匹配，加重了市场参与者对额外的离岸人民币流动性的需求。为了让香港中央结算系统释放经纪商从交易清算所收到的证券，并在当日转交给最终投资者的托管人，经纪商必须向香港中央结算系统预付相当于其应履行全部交收义务的资金(或不常见地，交付抵押品)。然而，现金预付款的截止时间是在最后的集中结算之前，此时经纪商或他们的结算人对其最终资金头寸尚未有清楚的了解。因此，经纪商被迫预测他们需要支付的预付金额，但当最终集中结算完成时，该等金额可能不足，此时来不及支付任何额外款项，交易将失败。

然而，实时货银对付机制要求为购买证券按全额(即逐笔交易)基础提供资金(与非标准货银对付不同，非标准货银对付仅要求参与者的买卖资金净额)，将对经纪商和结算人的资金(尤其是离岸人民币)产生重大的连锁反应。

QFI 和沪/深港通渠道的共同问题

8 扩大场内衍生产品准入，促进更好的对冲和风险管理

外国投资者对扩大 QFI 投资境内衍生品的渠道和沪/深港通机制下扩大境外投资者投资境外衍生品的渠道以促进更好的对冲和风险管理表示赞许。但是鉴于中国资产配置的增加和投资者风险对冲的需求，外国投资界建议中国监管机构考虑以下事项，以进一步开放市场。

(1) 境内衍生产品可及性

(i) QFIs

虽然 QFI 总体上已被允许投资各类衍生产品，但目前除股指期货和所有外国投资者均可交易的特定商品期货外，场内期权及其他期货产品(例如在中国金融期货交易所(以下简称“中金所”)交易的国债期货)仍不能供 QFI 交易。这些产品仍在等待证监会根据交易所申请批准。我们也欢迎创建更多的境内场内衍生品以进行对冲(如个股衍生产品)。

外国投资界欢迎就特定产品交易的细节和规则进行公布及征求意见。我们建议允许足够的灵活性，像期权带有期权对冲值(套期保值比例)，且把交易量限制到名义敞口(最大敞口为投资组合的价值)并有着严格的额度和其他限制可能会限制投资者对冲投资组合风险的能力。这也限制了所使用的策略类型(例如，看跌期权价差/看涨期权价差、跨式期权和宽跨式期权组合等)，限制了策略多样化，而策略多样化对健康的市场生态至关重要。

相反的，减少限制和约束将为各方带来更多的流动性和更好的定价。衍生产品被各类型市场参与者(从对冲基金到投资经理)作为套期保值或头寸管理的工具，利用衍生产品的能力将增加从 QFI 渠道的资本流入。

我们还注意到，中金所交易的衍生产品有限(截至今日共有 7 种产品)，为了更好地对冲风险，我们欢迎创建新品种(如涵盖创业板、科创板及中证 1000 的指数产品)。

此外，中金所保证金制度要求结算会员以交易保证金和结算准备金的形式缴存资金，而资金利息只对结算准备金的现金余额计付，交易保证金不计付利息。

目前，QFI 作为结算会员客户，在其缴存的保证金超过 12% 之前，无法获得中金所对其缴存的初始交易保证金的任何基准利率，这使得初始交易保证金要求昂贵且缺乏吸引力。此外，我们注意到，在品种内部或跨品种的多头和空头头寸的净额处理是不可能的，而保证金是在投资组合的基础上根据单边头寸所产生较大的保证金数额收取的³，即使在投资组合中存在重叠的多头或空头头寸。引入净额(及跨品种净额)将有助于降低中金所期货产品的交易成本，并与基准利率相结合，有利于提高中金所期货产品对 QFI 的吸引力。

更清晰的交叉保证金/净额结算框架将有助于降低中金所期货产品的交易成本，并与基准利率相结合，有利于提高中金所期货对 QFI 的吸引力。ASIFMA 鼓励中金所就基准利率、更清晰的交叉保证金/净额结算框架、以及如何扩大产品种类以进一步发展中国市场征求市场反馈意见。

(ii) 其他境外投资者

包括在沪/深港通机制下交易的境外投资者目前无法投资中国境内衍生产品。虽然业界理解境外投资者可以投资境外衍生产品(例如新加坡交易所富时中国 A50 指数期货)，但对投资者而言，境外衍生产品与中国境内资产的相关度并不如境内衍生产品那么强。理想情况下，在中金所交易的境内衍生产品能由证监会依据《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂

³注：中金所目前采用“较大单边”保证金收取方式，即按照需要最多保证金的任何一边(无论多头或空头)收取保证金。此规则适用于同一品种或不同品种的头寸，但不包括在交割月前一个交易日收市后持有的实物交割合约。

行办法》指定为特定品种期货并开放给境外投资者，而境外投资者无需取得 QFI 牌照。

在境外衍生品市场，明晟和港交所于 2019 年 3 月联合宣布 MSCI 中国 A 股指数期货产品。不过，港交所尚未发布该产品。MSCI 中国 A 股指数期货产品的推出将进一步有利于沪/深港通投资者。港交所发布的 A 股指数期货产品将丰富境外衍生品的种类，因为目前对境外投资者来说，境外衍生品仅限于新加坡交易所富时中国 A50 指数期货。

中国香港地区金管局一位官员最近表示，他们正尝试为股票及债券衍生产品等其它资产类别推出更多互联互通项目，以满足外国资管机构对冲所持有人民币资产风险敞口的日益增长的需求。*外国投资界欢迎这项新倡议，并希望看到详细计划早日发布。*

(2) 境内股指期货交易限制

虽然 QFI 原则上可以交易股指期货，但它们必须遵守严格的套期保值要求并且必须向中金所申请套期保值额度。具体来说，当 QFI 持有人持有多头套期保值头寸时，多头头寸的名义价值或风险价值不得超过要替代的标的资产的价值或风险价值。我们注意到，这些限额只考虑到申请时的头寸，并没有考虑到市场环境、策略或资本头寸的变化。当 QFI 持有人持有空头套期保值头寸时，所有卖出股指期货合约总名义价值不得超过所有套期保值的标的资产(包括标的指数成分股、股票 ETF 和股票上市开放式基金(LOF))市值的总和的 1.1 倍。此外，每周套期保值交易的成交量不得超过多头头寸/空头头寸套期保值额度的两倍。考虑到过去 18 个月市场的波动程度，上述限制可能会阻止 QFI 对其整个投资组合风险进行充分对冲，而前置额度申请要求会妨碍 QFI 立即交易或以其他方式在机会出现时执行交易或投资组合机会的能力。

相反，某些类型的中国境内投资者(例如私募基金)可以申请专用交易代码，从而开展更广泛的活动，包括用于套利目的的交易。*ASIFMA 谨请求证监会考虑对于与前述不受限于套期保值要求的中国境内投资者相当的 QFI，放宽甚至更理想地取消套期保值要求和/或交易限制。*多头期货通常可以代替个股持仓头寸，具体来说，基金管理人可以利用这些工具进行风险敞口或过渡管理，持有期货头寸，直到头寸转换成股票风险敞口。

(3) 中国市场较相似管辖区的低交易量

与其他司法管辖区相比，中国主要基准股指期货交易相对于股票的比例非常有限。鉴于中国股指期货市场的有限活动，期货交易量增长两倍或三倍也不太可能对市场产生重大影响或增加市场波动性。

如下所示，与其他区域市场相比，中国的期货交易相对于股票的比例非常有限，鉴于当前的活动规模，期货交易量增长两倍或三倍也不太可能对市场产生重大影响或实质增加市场波动性。

表 5：2020 财政年度⁴主要基准指数期货占按市场分列的总个股平均每日交易量(美元)的百分比

市场	期货 (占总市场股票的百分比)
中国	13.3%
日本	123.1%
中国香港地区	187.9%
韩国	104.1%
中国台湾地区	209.1%
澳大利亚	127.1%

来源: 美银证券

ASIFMA 建议：增加套期保值额度计算的灵活性，丰富衍生产品组合(现有产品仅限于沪深 300、中证 500 和上证 50 股指期货，沪深 300 股指期权，沪深 300 和上证 50 的 3 只 ETF 期权)来进一步扩大境内可用的套期保值工具组合。为没有 QFI 牌照的境外投资者，包括沪/深港通的投资者，提供中国境内衍生品的准入渠道。扩大离岸套期保值工具，包括针对 MSCI 中国 A 股指数的香港交易所期货产品。有效的套期保值能力对于吸引更多全球投资至关重要

⁴所参考的主要基准指数期货：沪深 300、日经指数、OSE TPX、恒生、恒生中国企业指数、KOSPI 200、TAIEX、SPI 200。表中仅显示主要基准指数期货的成交量，而股票成交量则为所有在交易所上市的个股——不仅仅是指数标的股票。沪深 300 指数期货成交量占标的成分股成交量的 60%。

9 场外股票衍生产品作为重要市场准入产品

通过现金分部提供市场准入产品作为投资的补充已成为多年的惯例。我们注意到 QFI 实施细则第 10 条规定，证监会可以根据监管需要，要求 QFIs 报告其境内证券和期货投资相关的境外对冲头寸。

就中国而言，市场准入产品允许对中国市场处于初期评估阶段和寻求低摩擦投资渠道的全球机构投资者获得 A 股风险敞口。这些投资者获得的经验可以提高他们对市场的了解，并可能导致他们通过沪/深港通或 QFI 深化对中国的投资和承诺。值得注意的是对于投资者来说市场准入产品是投资和风险管理的重要工具，并且即使在成熟的国际市场中仍然是资本市场的重要组成部分，在这些市场中，对冲活动提供了额外的市场流动性。

ASIFMA 目前正与证监会合作，加强场外衍生品的报告制度，以为监管机构提高这些产品的透明度，包括产品类型、交易量和最终投资者等。

ASIFMA 建议：我们欢迎证监会支持 QFI 牌照持有者发行更多场外股票衍生品，有助于拓展全球投资者在境内市场的活动。ASIFMA 希望证监会可以重新考虑放宽股指期货交易的对冲要求，允许 QFI 进行对冲并相应地扩大其场外衍生产品的供应。

VI. 展望

市场改革的步伐在过去几年不断加快，使利用 QFI 和沪/深港通渠道的投资者受益。在岸和离岸渠道各有其独特的优势以及交易/投资摩擦点，上文已详细强调并总结如下。一种演化路径是由中国监管机构解决摩擦点并在两个渠道之间平衡竞争环境，消除差异并允许市场力量在不可知的偏好中做出决定。另一种演化路径是保持或深化跨渠道差异化(例如沪/深港通作为新改革的试点)，并分别吸引不同类别和不同投资阶段的偏好/承诺的投资者在中国投资。除了 QFI 机制和沪/深港通机制外，场外衍生品交易是全球投资者的又一市场准入形式，它们均是促进资本流入中国的重要渠道。一个日益多元化的由(在岸和离岸)市场参与者组成的充满活力的生态系统，将为中国的资本市场提供良好的服务。便利的准入应与强而有力的基于原则的监管框架相互结合，以在市场效率和市场保护间找到更好地平衡。

从近期来看，中国资本市场未来的增长潜力巨大。一级市场方面强大的上市制度需要二级市场方面健全而充满活力的投资界的支持，以帮助促进更好的价格平衡，吸引优质公司发行人在交易所上市。为了吸引更多的全球参与者，中国政府在中央和地方层面已宣布并采取了一系列措施，前所未有地扩大境外投资者和境外金融机构的准入。易会满主席在中国发展高层论坛 2021 年会上还表示，监管机构将继续推进向境外投资者开放资本市场，并对相关业务和产品保持开放和支持态度。我们一直密切关注中国股市各种渠道的新政策和改革，积极参与(并鼓励我们的会员参与)与中国金融监管机构的决策过程和改革讨论。我们真

诚期待与中国政策制定者就 QFI 机制和沪/深港通机制的市场改革进行积极合作，以保持良好的监管势头，并为中国的资本市场吸引更多的全球投资者。

附件一：拟议改进措施摘要

沪/深港通机制的拟议改进：绿色阴影部分

QFI 机制的拟议改进：黄色阴影部分

两类机制的共同拟议改进：蓝色阴影部分

项目	QFI	沪/深港通	建议
大宗交易	接入境内大宗交易窗口，开放时间为下午 3:00-3:30。该机制本质上是手动的。	尚不可行	<ul style="list-style-type: none"> 允许沪/深港通参与者接入大宗交易窗口 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 第一阶段：允许沪/深港通参与者之间开展大宗交易 ✓ 第二阶段：允许沪/深港通参与者接入境内大宗交易设施 将大宗交易窗口的开放时间延长至整个交易日
扩大产品范围	完全准入	有限准入	扩大符合条件的证券清单，以包括更多的科创板和创业板证券、IPO 发行。
节假日交易	尚不可行	尚不可行	<p>内地股市开市时，允许北向通投资者通过沪/深港通进行交易</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 允许在 H-1 日进行北向交易 ✓ 允许在 H 日(中国香港地区节假日)进行北向交易
货银对付	尚不可行。	2017 年已推出实时货银对付。	<ul style="list-style-type: none"> 允许货银对付以及股票和资金的 T+1 日或 T+2 日结算

项目	QFI	沪/深港通	建议
	需预付资金；T+0 日交收证券，T+1 交收资金。		<ul style="list-style-type: none"> • 实施可行的融资融券机制 • 取消预付资金要求 • 允许银行向投资者提供临时信贷解决方案
多经纪商模式	尚不可行。投资者必须通过其证券买入的同一家经纪商进行证券卖出，这在实践中将限制为仅使用一家经纪商	可行。没有经纪商限制，投资者可以通过任何参与经纪商进行证券买卖。	允许 QFI 通过其选择的任何经纪商卖出其任何证券，以与全球惯例接轨。
直接市场接入和程序化交易	可行但有不确定性。在目前的第三方系统连接规则下，需要明确 QFI 的交易系统如何连接到券商平台	可行	<ul style="list-style-type: none"> • 证监会需确认：允许券商通过 API 为其 QFI 客户提供直接市场接入服务。 • 尽快发布《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》，以规范 API 的提供。 • 尽快发布程序化交易规则
融资融券	可行	可行，但受到严格的监管限制	<p>对于沪/深港通渠道下的融资融券：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 将此机制中获准的融资融券参与方扩大到交易所参与者的关联方、投资管理人的关联方或借贷代理人。 • 完善融资融券的市场微观结构，如提高卖空比例限制、扩大融资融券交易的用途、延长融资融券期限等。

项目	QFI	沪/深港通	建议
			<ul style="list-style-type: none"> • 确保融资融券和卖空的所有市场活动的透明度和可视性 <p>对于 QFI 渠道下的融资融券：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 交易所明确报升规则对多头股票头寸的适用性
场内衍生品准入	<ul style="list-style-type: none"> • 只能出于套期保值目的参与股指期货交易，且必须取得套期保值额度 • 投资场内期权和其他期货品种(如国债期货)有待证监会根据交易所申请批准。 	不可行。在沪/深港通机制下，境外投资者用于风险管理的境外衍生品选择有限。	<ul style="list-style-type: none"> • 尽快发布场内期权及其他期货品种的交易规则，并给予足够的灵活性。 • 扩大境内衍生品的产品种类。 • 放宽或取消对境内衍生品的交易限制(如套期保值要求)。 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • 向沪/深港通机制下的境外投资者开放境内衍生品交易准入。