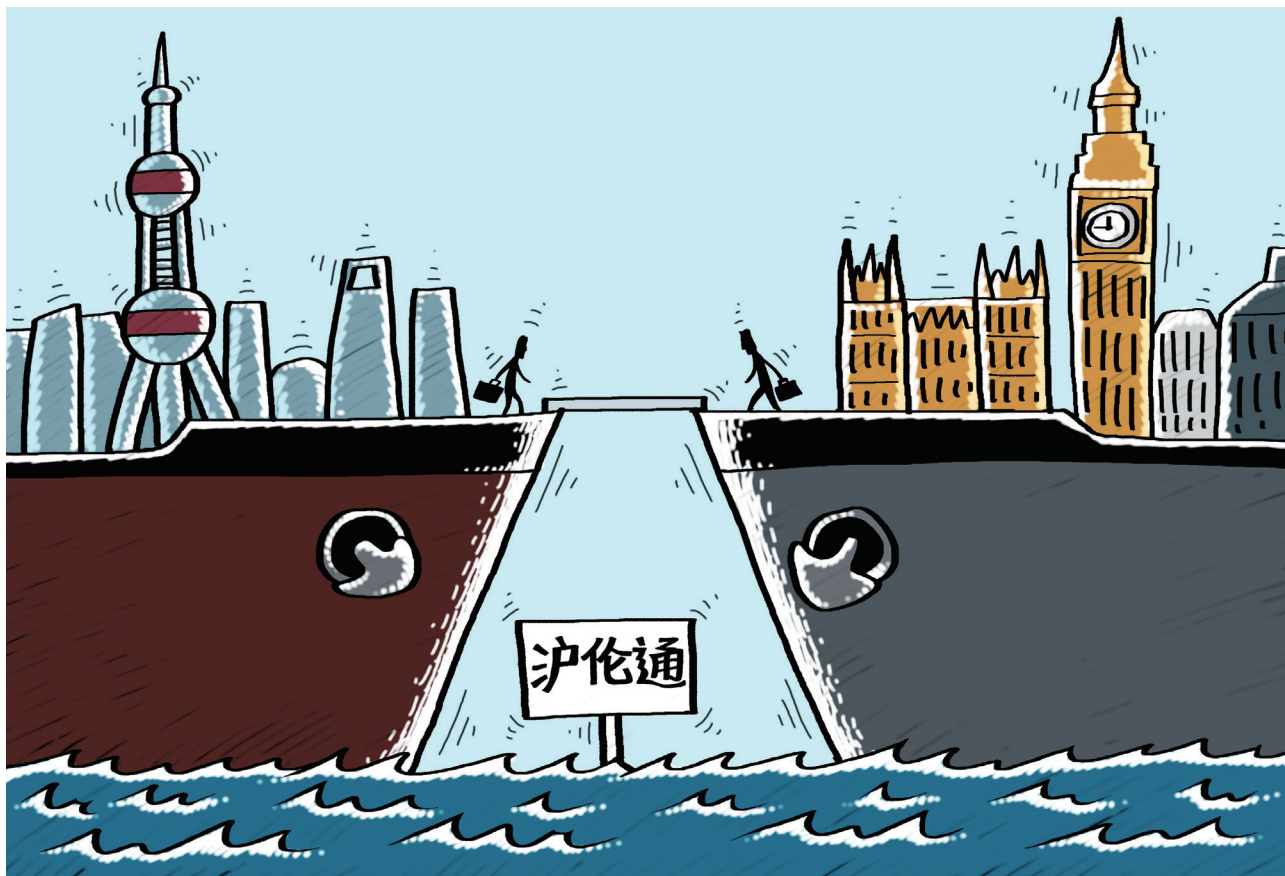


沪伦通：贯通东西

沪伦通的开通是继沪港通、深港通之后，我国金融对外开放的又一里程碑，它体现了新时代全面开放战略的多重内涵，有利于发挥资本市场支持国家战略布局国际投融资平台的作用。

文 | 张志前 王国柱



6月17日，中国证监会和英国金融行为监管局发布联合公告，正式批准上海证券交易所和伦敦证券交易所开展沪伦通业务，同日，华泰证券全球存托凭证（GDR）在伦敦证券交易所正式挂牌交易。这是中国资本市场继沪港通、深港通疏通南北之后，又实现了贯通东西，标志着我国金融业对外开放又向前迈出了一大步。这不仅为国内企业走出去融资开辟了新途径，同时也将对我国资本市场和人民币的国际化产生深远影响。

沪伦通的由来

沪伦通是指上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通的机制。根据安排，符合条件的两地上市公司，可以通过发行存托凭证（DR）的方式在对方市场上市交易。沪伦通包括东、西两个业务方向。东向业务是指伦交所上市公司的基础股票，通过转换成中国存托凭证（CDR）的方式，在上交所挂牌交易；西向业务是指上交所A股上市公司的基础股票转换成全球存托凭证（GDR），在伦交所挂牌交易。东、西向业务不同的是，东向业务只能以存量股票发行，不具有融资功能，而西向业务可以新增股票进行融资。

两个方向的跨境转换均包括“生成”和“兑回”过程，生成业务是指跨境转换机构在境外市场买入或者以其他合法方式获得基础股票并交付存托人，存托人根据相关规定和存托协议的约定签发相应存托凭证；兑回业务则是指存托人根据相关规定和存托协议的约定注销相应存托凭证，并将相应基础股票交付给对应的跨境转换机构。目前对沪伦通跨境资金实行总额度管理，其中东向业务总额度为2500亿元人民币，西向为3000亿元人民币。

沪港通是资金在两地间的直接联通，而沪伦通是利用存托凭证与基础股票间的跨境转换机制实现两地的联通。

伦敦是欧洲金融中心，也是世界金融中心之一，伦敦证券交易所是全球三大交易所之一。虽然与美国纽约相比地位稍有逊色，伦敦依然在国际金融中发挥着重要作用。当前，中美贸易战进入胶着阶段，能否达成协议仍存在变数，但未来中美之间的经贸合作将不会像以前那样顺利。在这种情况下，加强同欧洲特别是英国的金融合作显得尤为迫切和重要。沪伦通的开通打开了中国资本市场通向西方发达金融市场的新通道，是中国金融业进一步扩大开放，特别是加强与英国经贸合作的一个重要举措。

沪伦通的开通也经历了近四年的准备。早在2015年12月29日，上海市常务副市长屠光绍在一次新闻发布会上说，上海市会同中国证监会正在研究推出沪伦通。2016年11月，英国财政大臣菲利普·哈蒙德宣布，中国境外首个股市联通计划，即沪伦通将进入下一阶段。2018年5月29日，中国证监会副主席方星海表示证监会正在加紧工作，争取年底前推出沪伦通首款产品。同年8月31日，中国证监会发布《上海证券交易所和伦敦交易所市场互联互通存托凭证业务规定》，向社会公开征求意见，沪伦通进入开通的倒计时阶段。

沪伦通与沪港通的区别

对于沪港通和深港通，国内投资者已经非常熟悉了，很多投资者已经从中受益。沪港通、深港通已经开通四年了，对中国资本市场已经产生了较大影响，北上资金的进出正在成为A股的一个风向标。不同于中国内地与香港市场的高度关联性，上海与伦敦市场在交易时间、交易规则、语言等方面有很大差异，在市场的开放程度、法律监管等方面也有较大差异，沪伦通显然无法复制沪港通、深港通“投资者跨境，

产品者外地”的成功模式，只能另辟蹊径。

沪伦通和沪港通虽然都是两大交易所之间的互联，但却采用了两种完全不同的联通方式。沪港通是资金在两地间的直接联通，而沪伦通是利用存托凭证与基础股票间的跨境转换机制实现两地的联通。形象地说，沪港通是两地投资者可以互相到对方市场直接买卖股票。而沪伦通则是先把对方市场的基础股票转换成存托凭证DR，再在本地交易所挂牌交易，通过“产品”跨境实现了资本市场的互联互通，但资金仍在本地市场。同时，通过存托凭证交易模式也很好解决了上海和伦敦两地交易时间和交易规则的差异。上海和香港没有时差，而上海和伦敦时差7小时，无法进行实时的股票交易。

沪港通的运作制度是，投资者的资金需要进入对方市场去进行标的买卖，这样就有增量资金流入对方的市场。沪港通、深港通开通后，北上资金大量涌入A股市场。截至2018年年末，流入资金累计超过6000亿元人民币，成为A股市场重要的增量资金来源。而沪伦通的机制决定了只有“产品”跨境，买卖的是股票存托凭证。存托凭证在本地市场换手，资金也只在本地市场流动。除了存托凭证与基础证券转换、上市公司分红派息等情况外，沪伦通的日常交易不会带来资金跨境流动，不会给股市带来增量资金。

在现行沪伦通机制下，在伦敦交易所挂牌的GDR可以采用增发股票的方式生成，因此，它就拥有了融资的功能，意味着中国公司可以通过发行GDR在伦敦市场融资。这次华泰证券就是通过GDR实现融资的。华泰证券已经通过发行GDR募集超过15亿美元。根据规定：境内上市公司在外首次公开发行的存托凭证自发行之日起120日内不得转换为基础股票，但是，如果这些首次公开发行的GDR在120日后不被伦敦的投资者认可，这些存托凭证将可能被兑回基础股票，增加A股的股票供给。

虽然没有增量资金的流入，但沪伦通客观上增加了国际投资者对于我国A股市场的关注度，长期来看将有助于引导外资进入A股市场。

沪伦通和沪港通都对投资者有一定门槛要求，相对而言，沪伦通要求门槛更高。沪港通允许境内的机构投资者，以及资金账户和证券账户加起来不少于50万元人民币的个人投资港股。沪伦通也同样允许机构投资者投资，但对于个人投资者，需要满足在申请参与中国存托凭证交易权限开通前20个交易日的证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币300万元。上海证券交易所的数据显示，持股市值在300万以上的账户大约有82万户，占比为2.1%。这样沪伦通的投资者可能主要是机构，绝大多数的散户无缘参与。因此，也有人担心CDR交易的活跃度会不足。

金融开放迈出新步伐

全球金融危机以来，世界经济持续低迷，英国国内经济增长乏力，特别是英国脱欧后，经济发展面临较大的不确定性。同样，中国在融入全球化的进程中也需要加强与英国的交流。英国作为世界老牌金融中心，也是中国金融走向世界的重要平台。沪伦通业务的开通，既是深化中英双方金融合作的重要政策成果，又是响应国家对外开放战略的现实要求，是贯彻落实十九大精神的重要举措，是推进金融市场全方位互联互通的一次有益实践。沪伦通的开通是继沪港通、深港通之后，我国金融对外开放的又一里程碑，它体现了新时代全面开放战略的多重内涵，有利于发挥资本市场支持国家战略布局国际投融资平台的作用。

随着我国居民财富不断积累，内地居民对于资产保值增值的需求正逐步增强，尤其是对于全球资产配置的需求正与日俱增。然而，目前境内投资者跨境投资的渠道有限，仅有港股通和QDII等少数渠道，且沪深港通投资标的仅

限于港股，QDII 额度也不断紧缩。沪伦通的开通，引入了伦交所优质蓝筹企业，预计沪伦通初期东向 CDR 发行公司主要集中于伦交所优质上市公司，有较大可能来自富时 100 (FTSE100) 成分股。国内投资者第一次可以直接投资于高质量的伦敦国际上市公司，而不受配额控制，这将有利于构建收益更高、风险低的投资组合，使国内投资者可以享受全球化的红利。

根据中英双方的制度安排，中国境内符合条件的公司可以通过增发 GDR 进行融资。这也就是说，中国国内的上市公司可以以其新增股票或非新增股票为基础证券，在境外上市存托凭证，定价规则与 A 股定增类似。境内上市公司以其新增股票为基础证券，在境外发行存托凭证的，发行价格按比例换算后，原则上不得低于定价基准日（存托凭证发行期首日）前 20 个交易日基础股票收盘价均价的 90%。这将拓宽我国国内上市公司的融资渠道，并有机会获得更低成本的融资，这也有助于加快国内企业国际化的水平。

人民币要发展成为国际货币，离不开货币流出和回流的“双向机制”。在人民币还没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，沪伦通解决了证券投资项下人民币输出和回流的问题，将加速推进人民币国际化的进程。人民币输出到伦敦离岸市场，让伦敦的人民币回流到上海，相对于沪港通和深港通，沪伦通的体量更大，想象空间也更大。一方面，沪伦通将有助于吸引海外机构参与上交所 A 股投资，拓宽人民币在当地的投资范畴，推动人民币被纳入更多伦敦金融投资机构的储备货币，加大金融机构人民币资产配置额度。另一方面，欧洲大型投资机构无需绕道香港或新加坡可在伦交所直接开展各类人民币资产交易，伦敦成为欧洲地区离岸人民币中心的概率大幅上升。

沪伦通长期利好 A 股

与沪港通和深港通不同，由于沪伦通业务是通过存托凭证实现，并不涉及资金的跨境流动。在短期内，沪伦通业务仅仅是在两地市场内互相增加了新的投资标的，两地市场内原有股票并无直接的增量资金流入，因此，沪伦通在短期内不会对我国的 A 股市场产生太大影响。但从中长期而言，沪伦通对于推进我国 A 股市场国际化意义重大。沪伦通实现了我国资本市场和西方发达市场之间的首次联通，将吸引更多海外机构参与国内市场投资。虽然没有增量资金的流入，但客观上增加了国际投资者对于我国 A 股市场的关注度，长期来看将有助于引导外资进入 A 股市场。而国际机构投资者的投资理念和投资方式等都将对 A 股的估值和市场走势产生深远影响。同时，通过沪伦通引进的海外优质上市公司有望为 A 股公司提供估值锚，推动国内估值体系与国际接轨，有助于重塑 A 股的估值体系。

在沪伦通上市和交易制度中，境内券商承担境外上市公司发行 CDR 保荐人的角色，且由上交所会员即国内券商担任 CDR 的做市商和跨境转换业务机构。由于做市业务和跨境转换业务对券商的综合经营能力要求较高，这不仅将给国内领先的券商带来业务收入，同时也将促进国内券商进一步与国际接轨，给相关的券商带来实质性的利好。此外，上证 50 指数成分股代表了上交所上市公司中市场规模较大、流动性较好的标的，集中反映了上交所中比较具有市场影响力的龙头企业表现，将是沪伦通开通后境内上市公司发行 GDR 的潜在标的。这样大市值蓝筹股海外融资渠道将进一步拓宽，股票流动性将进一步改善，公司国际化步伐将进一步加快，有望带来一定的估值溢价，提振这些公司股价。□

（作者分别系中国建投研究院高级研究员、中车长江运输设备集团有限公司高级经济师）