

# 互联互通机制扩容 A、H股迎长期增量资金

本报记者 易妍君 广州报道

伴随我国资本市场改革持续深入，内地与香港股票市场交易互联互通机制（以下简称“互联互通”）又将纳入新标的。

日前，证监会起草了《关于

交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》（以下简称“《公告》”），并向社会公开征求意见。同时，沪深交易所分别发布沪、深港通业务实施办法的修订征求意见稿。金融机构预计，交易型开放式基金（以下简称

“ETF”）纳入互联互通将于两个月后正式实施。

事实上，ETF纳入互联互通丰富了投资品种，有利于多元化资产配置，进而增强两地市场对长期增量资金的吸引力。有受访人士向《中国经营报》记者指

出，ETF互联互通的建立，将进一步扩大内地与香港资本市场互联互通的规模，有利于在更大范围、更高层次、更深程度上加强内地与香港的合作，提升我国金融业的国际竞争力和服务实体经济能力。

## 从“互挂”到“互联互通”

当前符合纳入互联互通资格的ETF体量有限，但有望提升市场流动性与增加ETF投资规模。

据了解，互联互通机制开通以来，保持稳定有序运行，在吸引境外长期资金入市、完善市场结构与生态、促进跨境监管执法与风险防范能力提升等方面发挥了积极作用。此次ETF纳入互联互通则被视作互联互通扩容的标志性事件。

5月27日，中国证监会与香港证监会发布了联合公告，原则同意两地交易所将符合条件的交易型开放式基金（交易所买卖基金）纳入互联互通。《公告》指出，自本公告发布之日起，交易型开放式基金正式纳入互联互通，内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票和交易型开放式基金（交易所买卖基金）纳入互联互通投资标的达成共识。

中金公司刘刚等人在撰写的研究报告中指出，自沪港通和深港通于2014年底和2015年底开通以来，北向和南向累计流入规模已达1.6万亿元人民币和2万亿元人民币，整体运行平稳顺畅，双向规模和成交活跃度也不断提升。该研报谈及，针对ETF，在启动沪深港通机制之初，机制设定者就已经为互联互通纳入A股和港股两地的ETF产品留下了伏笔，2016年两地交易所达成了明确的纳入共识。2021年12月沪深港交易所及中国结算宣布就ETF

纳入方案达成共识，时隔6个月后，互联互通扩容进入筹备期，两地ETF也将从“互挂时代”进入“互联互通时代”，也是互联互通机制扩容的又一标志事件。

所谓“互挂时代”是指，2020年10月，深港ETF互挂（即分别在深交所和深交所同时上市）正式开通，两地各有2只互挂ETF上市交易；次年6月，沪港ETF互挂开启。至此，内地与香港投资者拥有了低门槛、高效率的跨境投资新渠道。“不过，当时的ETF互挂相当于香港ETF在内地设立的联接基金，通过QDII投资于香港的目标ETF，并不是直接购买对方市场的ETF，还不算完全意义上的互联互通。本次ETF直接纳入沪港通标的，意味着投资者可以直接购买对方市场名单中的ETF，真正实现两地ETF的跨境直投，而非绕道联接基金。”华夏基金有关人士向记者解释。

与此同时，证监会对ETF纳入互联互通有关制度安排予以明确，并要求上交所、深交所和中国结算分别制定或修改相关业务规则，报中国证监会批准后实施。5月27日晚，沪深交易所分别就修订《上海证券交易所沪港通业务实施办法》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法》向社会公开征求意见。

具体来看，在修订深港通业务实施办法方面，根据深交所5月27日晚间发布的公告，在现有深港通机制基础上，将满足条件的深交所

与联交所股票ETF纳入深港通标的范围。具体如下：深交所ETF过去六个月日均资产规模达15亿元人民币，且其成份证券以深沪股通标的股票为主；联交所ETF过去六个月日均资产规模达17亿元人民币，且其成份证券以港股通标的股票为主，不得属于合成ETF、杠杆及反向产品。纳入标的的ETF须满足上市满六个月、其标的指数发布满一年等要求。原则上标的ETF将每半年调整一次。

中信证券研究部王兆宇、赵文荣等撰写研报分析，根据证监会及交易所发布的相关规则征求意见稿，ETF互联互通与股票基本一致，投资者仅可在二级市场交易，二者共用一个投资额度，纳入互联互通的ETF名单依据基金规模、跟踪指数选股以互联互通标的股票为主等原则进行确定。ETF纳入互联互通使得境外投资者可以投资海外市场稀缺的内地ETF，内地投资者可投资无涨跌幅限制、折溢价相对小的香港ETF。北向资金的持仓披露使得内地ETF的日度资金流数据可按内地和北向投资者进行拆分，两类投资者在ETF上的日度交易行为蕴含丰富信息。

对于互联互通ETF的交易方式，鹏华基金量化及衍生品投资部基金经理张羽翔解释，互联互通ETF仅可在二级市场进行交易，不允许申购赎回。他认为，随着后期业务的展开，两地交易所及登记结算机构对于相关业务规则的完善，在当前互联互通ETF交易模式运行一段时间后，两地ETF的投资方式有可能进行申购赎回，但相关政策的出台需要多方的共同努力。

数据显示，截至2021年底，内地共有629只ETF产品，资产规模同比增长30.6%至1.4万亿元，其中权益类ETF占比67.44%。根据中信建投非银金融团队的测算，当前符合纳入互联互通资格的ETF体量有限，但有望提升市场流动性与增加ETF投资规模。

## 实现双向跨境投资

ETF互联互通为A股吸引北向资金创造了新途径，有利于推动A股国际化更进一步。

除了丰富交易品种、提供交易便利和机会，业内人士普遍认为，此次互联互通机制扩容具有多重意义。

上述华夏基金有关人士指出，沪深港通是中国资本市场实现双向开放的重要通道，目前的资金载体主要是股票，而ETF作为一揽子股票的集合，具有低成本、高效率、高透明度等特征，符合大资金的稳健投资逻辑，市场对于ETF纳入互联互通机制呼声已久，ETF的本质就是股票，因此也是互联互通机制的题中应有之义。

“对于投资者而言，在ETF互联互通机制安排下，内地投资者可投资香港市场主流ETF产品，这为内地投资者进行跨境资产配置和分享联交所优质上市公司经营成果提供了多元化的投资渠道；全球投资者也可借道香港直接投资于境内ETF，扩大了海外投

资者投资A股市场的标的范围，切实有效实现双向跨境投资。”该人士进一步谈道。

谈及对A股市场的影响，华夏基金有关人士表示，ETF互联互通为A股吸引北向资金创造了新途径，有利于推动A股国际化更进一步。沪深港通、A股“入摩”（A股纳入MSCI）与“入富”（A股纳入富时罗素指数），主要是吸引北向资金直接进场买入A股，ETF互联互通则是吸引北向资金投资指数基金，通过指数基金间接买入股票，为A股引资创造了新的投资方式。建立ETF互联互通将拓宽境外投资者进入内地市场的渠道，优化内地资本市场的投资者结构，也有利于进一步扩大内地资本市场规模，提升内地资本市场的国际地位。

尤其是A股、H股的ETF布局存在明显差别，将利好A股吸引专

业投资者。该人士具体介绍，境内的行业主题琳琅满目，而香港市场的资产类别更为丰富，地区分布更加广泛。目前，香港本地市场投资A股的ETF仍集中于主要宽基指数，而近年来，内地股票ETF市场不断深挖细分，行业主题类ETF快速兴起，数量已占到全市场的半壁江山，例如证券、银行等行业ETF，以及5G、芯片、消费、新能源车等热门主题ETF。

“ETF纳入互联互通标的，有利于香港及海外投资者更加精细化地布局A股细分行业和热门赛道，为境内ETF市场带来更多的专业投资者及新增流动性。”华夏基金上述人士强调。

张羽翔认为，纳入合格ETF是港股通后续制度的重要改革，中长期看影响深远。不仅有利于丰富交易产品种类、为外资投资中国资本市场提供更多便利，同

时对促进两地资本市场相互融合，以及中国资本市场进一步开放也有重要意义。特别是有助于国际长线投资者对A股进行配置型投资，对A股影响或大于港股。

另外，中信建投非银金融研究报告则提及，目前已经纳入互联互通的产品主要是股票与债券通，但市场有需求的产品仍然非常多，如衍生品、商品期权期货等，而且对于改善交易与结算的需求也尚未完全满足，如节假日交易安排、股票借贷安排以及北向大宗交易等。ETF获纳入将扩大产品品类，满足市场各方对于互联互通更高的要求，为内地与香港市场创造共赢，促进两地市场的持续发展，进一步促进资本市场双向开放。该报告指出，展望未来，互联互通将继续扩大，港交所在此所承担的“连接器”角色将愈发重要。

黄海基本能够确认，“2022年全球性的通胀压力会比较大，是美联储货币政策收紧的大年，美联储的加息和缩表等行为均会导致国内稳增长政策空间变小。”

基于此，黄海判断2022年A股的企业盈利和流动性环境均面临一定压力，因此在配置上偏向防御。其中：煤炭行业是低估值、高股息，且受益于全球大宗商品

的通胀，盈利还可能继续增长，是非常好的配置选择；房地产行业股价则经历数年下行，估值处在底部，加上行业出现大规模出清，格局加速优化，处于盈利的底部，且风险释放充分。房地产作为稳增长重要抓手，后续政策有望持续放松从而带来其估值和盈利的双重修复。

下转B3

# 万家基金黄海：房地产板块风险释放充分 迎来估值和盈利双重修复

本报记者 任威 夏欣 上海报道

2022年开年后市场连续震荡下行，公募基金要想获得正收益亦非易事。截至5月30日，全市场近6000只（份额分开计算）主动权益

类基金中，年内收益超过30%的只有三只——万家宏观择时多策略、万家新利、万家精选A，这三只基金均由万家基金副总经理、投资总监黄海所管理。

上述产品之所以能够取得突出

的业绩与黄海对煤炭、房地产板块投资机会的精准把握密切相关。今年以来，该基金重仓的煤炭、房地产板块个股都有不错的表现。

“当市场对地产行业极度悲观的时候，往往是买入地产股的好时

机，因为这时候房地产政策可能要适当放松了。”黄海在接受《中国经营报》记者采访时表示，政策底到市场底一般还需要经历两个季度左右的时间，但上市公司股价随着政策底的到来就开始有所表现了。

下转B3

## 重仓房地产、煤炭板块强势上涨

Wind数据显示，截至5月30日，万家宏观择时多策略年内收益为44.66%，位列主动权益类基金首位。此外，黄海管理的万家新利、万家精选A年内业绩也毫不逊色，收益分别为：39%、33.68%。

截至一季度末，万家宏观择时多策略前十大重仓股均来自房地产和煤炭板块，分别是：陕西煤业、保利发展、淮北矿业、山

煤国际、潞安环能、金地集团、万科A、新城控股、平煤股份和山西焦煤。从自上而下的角度，黄海阐述了他对煤炭和房地产板块的投资逻辑。“2021年三季度以来，经济开始面临增长动力不足的压力，而市场对稳增长一直抱有较高的预期，对潜在的风险定价并不充分。”通过对2021年经济的大致研判，

# 券商、保险资管“公募化”疾进

本报记者 任威 夏欣 上海报道

千亿保险系公募基金扩容。5月26日，泰康基金管理有限公司（以下简称“泰康基金”）获得中国证监会核发的《经营证券期货业务许可证》。这意味着开展公募业务七年之后，泰康资产管理有限责任公司（以下简称“泰康资产”）公募事业部正式转型成为独立的泰康基金。

无独有偶。券商资管公募化转型也在提速。随着《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》

## 资源互补 加快财富管理转型

“此前受‘一参一控’的政策限制，券商很难直接以自身的名义开展公募业务，因此在品牌宣传力度上会受到一定限制。”济安信基金评价中心研究员张碧璇对《中国经营报》记者表示，券商及传统券商资管所服务的客户群体与公募基金有一定差异，如果能够获得公募基金牌照，有助于扩展券商自身的业务范围及品牌影响力。

在他看来，公募基金业务的开展在投研、风控、销售、运营等多方面均有较为严格的规范和要求，券商在这样的框架下完善从研究到投资的运作链条，有助于日后各业务的协同发展。

不少券商资管就申请公募牌照做好了充足准备。2022年4月，国信证券公告拟设立资管子公司，中金公司、中信证券等头部券商也正在申请设立资管子公司。

“产品净值化方向使得公募基金规模迎来爆发性增长。”在私募排排网财富管理合伙人荣浩看来，公募基金业务对券商发展最重要的就是高净利贡献率。另外会降低行业链条内的“摩擦成本”（交易成本、销售成本等），还可以为券商带来相关业务规模的增长。

“对实力较强的中大型券商来说，获得公募牌照意味着业务可以更加多元化，并进一步提高综合实力以及盈利空间。”天相投顾基金评级中心相关人士认为，券商本身作为研究能力、销售能力较强的机构，获得公募牌照意味着业务线更加健全，公司本身的研究和销售能力都可以为公募基金业务提供更强的支持。

此外，受益于新政策，原本已有公募牌照的资管子公司的国泰君安证券，也在近期通过收购股权，实现对华安基金的控股。

国泰君安证券相关人士表示，公司将以增持华安基金股权为契机，积极打通财富管理和资产管理服务链，主动对接客户分层分类的财富管理需求，全面提升全球优

## 保险、券商资源禀赋各有所长

在券商争相跑马圈地的同时，保险资管对于自身公募化的转型也不甘落后。日前泰康资产公募事业部正式转型，成为独立的泰康基金。

“传统的保险资管相对于公募基金来讲，主要的优势在于大类资产配置以及债券等固收类资产的投资上。”张碧璇表示，一般保险资管的资金特性更偏长期，因此投资风格都是比较稳健均衡，更加注重绝对收益，这一点也比较契合很多机构及个人投资者的诉求。

荣浩也称，由于保险资金的第三方受托资金的属性以及成本等因素，决定了保险资管在长期性、稳定性、收益性方面平衡会做得很好，也是其优势。

在天相投顾相关人士看来，保险资管有着投资方法成熟、业务规范、资金体量巨大的优势，这些优势可以为险资发展公募基金业务提供投研能力和资金的助力，而较强的资金实力也能够引入更多的人才并且塑造公司和产品的品牌。

上述人士还指出，作为追求长期收益的大型金融机构，其投资风格对于一些符合风险偏好的客户会更有吸引力。另外，保险机构本身也有大量存量客户，这些长期服务的客户可能对于保险公司有着更高的信任，有利于帮助保险资管

及其配套规则（以下简称“《管理办法》”）发布，券商对公募基金可以实现“一参一控一牌”。即同一主体在参股一家基金、控股一家基金的基础上，还可以再申请一块公募牌照。

在新规之下，原本受限于“一参一控”的券商资管，如今申请公募牌照不再受限。

多家券商已提前布局资管子公司，中信证券、中金公司等正在设立资管子公司，为下一步申请独立公募牌照夯实根基。

质资产的配置能力，积极创新公募REITs、绿色低碳、养老“第三支柱”等领域产品与服务。

上海证券基金评价中心分析师姚慧指出，在代销渠道方面，公募基金可以有效利用券商的渠道销售资源，提升产品营销能力，降低尾随佣金过高对收入的侵蚀。此外，券商客户风险偏好较高，与基金公司股票类、权益类产品目标客户高度一致。而基金公司丰富的各类产品，也能够帮助券商扩充产品种类，增强资产配置服务能力，加快券商的财富管理转型步伐。同时，两者在研究、托管、融券等业务上也都具有资源互补的效应。

当然，券商的公募化转型也绝非易事。券商资管和公募基金业务本身就有不小差别，在向公募化转型的过程中也面临着管理制度、合规、投研等诸多问题。

2013年，由于新《基金法》出台，将超过200名投资者的集合资产管理计划定性为公募产品，因此传统的券商资管此类业务便出现收缩。

“这导致券商资管与公募基金在产品投资范围、组织形式、服务的投资者群体等均出现差异。券商资管一般是以服务机构和高净值客户为主，产品及投资端更多是非标准化的。”张碧璇谈到，公募基金作为面向不特定公众的资产管理机构，所发行产品更多是服务普通的个人投资者，因此标准化程度更高，受到的监管也更加严格。

财通资管、华泰资管、东证资管等多家券商均为早已开展公募业务的证券公司。据记者了解，上述券商在开展公募业务已较为成熟，产品线也越来越多元化。

华泰资管相关人士表示，华泰资管业务条线形成了包含现金管理、权益、固收、多资产、FOF、ABS、公募REITs、跨境业务在内的全业务条线，已形成多个具有特色的產品线。

## 从事公募业务。

由于券商资管和保险资管的机构属性以及资源禀赋上的差别，在公募化转型过程中也有各自特点。

“券商由于长期接近权益类市场，因此券商资管在权益类资产的投资研究方面具有优势。”因此，天相投顾相关人士分析，券商资管业务未来可能会更加倾向于较多发行权益类产品。而且，券商的市场化机制与传统公募基金行业更为接近，当然也会面临更大的竞争。

对于保险资管，在上述人士看来，由于巨大的资金体量和长期较低的风险偏好，前期从事公募业务可能会在“固收+”领域布局更多，风格相对稳健。另外，由于保险资管机构具有独有的险资资源，前期业务压力相对较低，但也可能面临市场化不足的情况，这需要在后续的发展中继续加强。

“由于机构的特性在投资范围侧重不同，券商的研究团队一般在权益类资产的研究深度上比较具有优势，而保险资管则是在固收类资产上更加深耕。”张碧璇认为，二者服务客户群体的特性可能不同，比如保险资管在面向机构方面的资源与券商可能会有比较明显的差异；所依托的资源禀赋也不尽相同，比如在母公司品牌、销售渠道、营销资源等方面也有所差别。