

# 伪外资

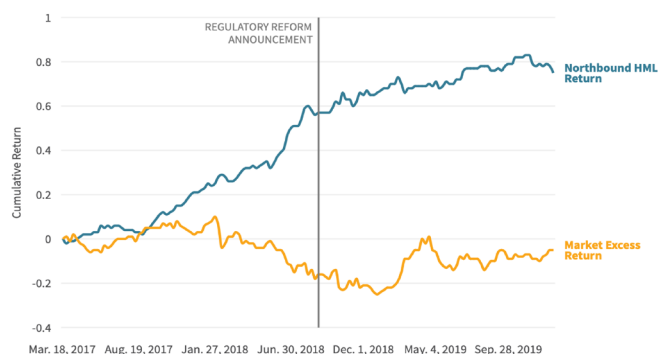
基于 BFI 工作论文 2022-170, “Homemade Foreign Trading,” (“伪外资”), 作者是芝加哥大学布斯商学院的何治国, 中央财经大学的王日涵和对外经济贸易大学的祝小全。

该研究为读者理解中国引入的外资提供了崭新的视角, 也为经由沪深港通的北向资金中可能潜藏内地上市公司的内部人提供了系统性的证据。

过去二十年间, 中国推行了一系列政策以推动资本市场的对外开放。早期推出的合格境外机构投资者 (QFII) 和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 制度, 允许持牌的国际机构投资者直接投资于中国大陆的证券市场。作为新一轮资本市场改革开放的关键举措, 2014年11月17日启动的“沪港通”(“深港通”随后于2016年12月5日启动), 已迅速成为境外投资者参与中国股票市场最重要的方式之一。

“沪深港通”的独特之处在于其创新性的机制设计——在未放开资本账户管制的同时, 促进中国资本市场与全球其他资本市场的融合。在沪深港通中, 中国香港和海外的投资者以及中国内地的合格投资者, 通过本地交易所直接交易在另一交易所上市的合格股票。更重要的是, 跨境投资者的资金流动是一个闭环, 只能在对面的股票市场中交易证券, 不能进入对面市场的其他领域。

图1: 北向资金的投资回报可预测性



注: 这张图描绘了根据北向资金构造多空策略组合的累计收益率, 具体做法为根据股票的北向资金流动进行排序, 买入前10%的股票并卖出后10%的股票, 每周调整投资组合, 时间范围从2017年3月17日(监管机构自此开始公布日度股票层面的北向资金流动)至2019年12月31日(之后中国爆发新冠肺炎大流行)。投资收益率根据股票流动市值加权, 并进行了5%和95%的缩尾处理。在监管法规改革之后(2018年之后的16个月), 北向资金多空策略的年化累计收益率只有8.8%(作为对比, 同期股票市场相对于国开债收益率的超额回报为9.6%)。

然而, 沪深港通这一对外开放的创举也存在弊端。该研究指出, “沪深港通”可能为部分投机的内地投资者创造了监管漏洞, 让他们可以通过绕道投资的方式进行监管套利。具体而言, 本文的发现表明, 部分来自大陆的投资者(可能是出于隐藏身份这一目的的企业内部人)通过“沪深港通”伪装成“外国投资者”进行跨境交易。

为什么内地投资者有动机伪装成外资?已有研究关注了以逃税、隧道效应和误导市场为目的的伪外资, 而本文关注的是上市公司内部人利用监管套利的手段和非公开信息获利的动机。近日, 内地和香港交易所就进一步扩大沪深港通合格股票范围达成协议, 基于沪深港通的影响力日渐扩大, 关注伪外资问题的重要性得以彰显。

投机者如何通过“沪深港通”隐藏身份呢?事实上, 与内地交易所针对交易和结算采取穿透式监管的制度不同, 按照香港原有的制度, 当地金融中介机构(如经纪商/托管人)通常以中介机构的名义代理持有客户的证券。在沪深港通计划推出

后的三年内,通过“沪深港通”的北向交易采用了符合香港原有制度的方案,即以托管人的名义持股,由此为大陆投资者提供了一个隐藏身份从而间接交易连通股票的机会。

在介绍本文的主要结论之前,值得注意的是一项颠覆性的监管改革。2018年8月24日,大陆和香港的证券监管机构发布联合声明宣布,在“沪深港通”市场上推出“投资者识别码”制度。这一制度要求参与北向交易的托管人为其客户分配唯一的身份标识符,使得内地监管机构能够识别北上交易的实际受益者。

关于“沪深港通”如何重塑中国内地和北向资金的交易行为,读者可以参阅完整的工作论文。简而言之,作者们基于在香港交易所参与北向交易的托管人完整的持仓数据,探究了北向资金中潜在的异常交易,尝试回答哪些投资者更有可能利用“沪深港通”隐藏身份并以此获利。他们发现:

- 首先,从不同来源的北向资金对股票收益的预测能力切入,作者们发现对于声誉较弱的外资托管人和跨境经营的内资托管人,其交易在沪深港通开通初期展现出预测收益的能力。但是,自“投资者识别码”制度出台以来,这两类托管人的北向交易对股票未来收益的预测能力明显减弱。
- 政府对国有企业(SOE)和非国有企业(POE)的监管强度存在差异,可能允许非国有企业的内部人更易伪装成外资。同时,中央国有企业的组织架构更复杂,缺乏信息透明度,亦为“伪外资”创造了空间。与预期一致,研究发现,无论是中央国有企业还是非国有企业,经由问题托管人的北上资金的收益预测能力在穿透改革后均有所下降。

- 最后,研究发现穿透改革之后,来自问题托管人的北向交易与大陆的內部人减持的同步性明显下降。

事实上,打击跨境监管套利的改革仍在继续。如,自2022年7月25日起,海外券商不得再为内地投资者设立交易账户,这可能进一步提升“伪外资”的交易成本和法律风险。作者们预期,未来穿透监管改革可能会鼓励真正的外资流入新兴资本市场,提高市场效率。

## 阅读工作论文

NO. 2022-170

### 伪外资

[bfi.uchicago.edu/working-paper/2022-170](https://bfi.uchicago.edu/working-paper/2022-170)

## 关于我们的学者



### 何治国

Fuji Bank and Heller金融学讲席教授和Jeuck教授研究员,芝加哥大学布斯商学院

[chicagobooth.edu/faculty/directory/h/zhiguo-he](https://chicagobooth.edu/faculty/directory/h/zhiguo-he)

