

沪伦通会是沪港通的欧洲版吗？

温天纳

沪港通,深港通,沪伦通……一系列金融开放创新工作推进的背后,是 A 股市场将不断国际化,A 股在国际市场的地位也将随之上升。

去年 9 月,中英两国财金官员在北京举行第七次中英经济财金对话,两国达成一系列合作协议,其中已提到进行伦敦、上海两地股市互通的可行性研究。去年底,上海落实“金改 40 条”的主要工作安排,其中再次提到研究推出沪伦通。日前有消息称沪伦通将于 9 月份二十国集团(G20)会议期间正式公布,如此看来,沪伦通的脚步已经越来越接近。

沪伦通不会成为翻版

沪伦通能为 A 股带来什么样的影响? 笔者认为,沪伦通与沪港通、深港通内容不一样,因此存在互补关系,并不会相互排斥。

单看客观环境,沪伦通不可能是沪港通的欧洲版。首先由于中英时区不同,股市互联有一定难度,但更重要的是两国在法例、税务、银行交收等方面差异甚大,问题不容易解决,特别是资金的进出。沪港通是中国内部的资金流动问题,相对较易解决,但涉及中英两国跨境资金流动,安排肯定更加繁复,互通方式必须全面创新,进行技术联接。

在交易层面,沪伦通与沪港通、深港通在理论上并不存在冲突。考虑到上海和伦敦处于不同时区,有七八个小时的时差,沪港通和深港通的模式根本没办法在沪伦通上复制。两地市场属两个国家,在监管机制、交易制度、市场基础设施等方面均存在较大差异,投资者基础差异亦甚大。如何在沪港通的基础上,推出沪伦通极具挑战性。中肯而论,沪伦通难以简单复制沪港通的业务模式和做法,更不会成为现行沪港通的翻版。

较早前,上交所和伦敦证券交易所就双方合作的原则及框架形成初步共识,对两国证券市场的特点及优势、交易品种、板块层次、交易机制、信息披露规则、清算交收安排、监管法规等方面进行全面的了解和系统梳理。目前,中英双方已启动沪伦通可行性研究,跨境审计监管方面的问题绝对是关键。参考英国现状,财务报告委员会(FRC)负责对在英上市公司进行审计监管,而中国的大型会计师事务所所已与英国同行有相关合作安排,即在英国上市的公司除使用中国的会计师事务所外,还会使用英国申报会计师的服务,由该英国事务所给中国事务所的报告担保,财务报告

委员会一般只需对英国事务所进行监管,监管问题原则上已解决。

或通过GDR实现互通

沪伦通最适合以什么模式运作? 笔者参考过伦交所的策略部署,伦敦正计划推出中国企业的环球预托证券((GDR) 交易,开启与上交所之间的合作。上交所的上市公司可通过 GDR 方式在伦敦市场交易,笔者估计沪伦通极有可能采取这种模式进行交易,由于技术难度不大,亦较容易实行。GDR 挂牌更可以让异地投资者便利地投资海外公司,规避了沪港通直通交易面临的复杂问题。当然,目前两家交易所尚未就 GDR 计划签署正式协议,但估计在下半年即可成事。协议签订后,中国企业就可以在伦敦发行 GDR,而具体的发行程序需要考虑企业自身的需求。

A 股持续开放,有利于英国当地指数公司将中国 A 股纳入如富时新兴市场指数等环球指标,这对环球资金买入 A 股权重股有极大的推动作用。笔者认为沪伦通亦将成为 A 股加入 MSCI 国际指数的新筹码,若政策能拉动 A 股国际化的步伐加快,A 股将有可能加快被纳入 MSCI,这样 A 股的投资价值将会提升。值得一提的是,今年是中国首次担任二十国集团(G20)主席国的重要时刻,早年中国承诺了加快自身金融市场开放改革,预计沪伦通将成为重大印证之一。中国将有机会在举世瞩目下,论述一套全新的全球经济理念,展示金融市场开放的成绩,无可否认,沪伦通将成为中国市场开放的重要节点。

正如上文提及,伦交所与上交所最直接和快捷互联互通方式,就是通过发行 GDR 模式通车,届时 A 股上市公司可发行 GDR 在伦敦交易所挂牌,而英国富时指数成分股亦可通过发行 GDR 在上交所直接挂牌。笔者认为 GDR 只是一个起步点,未来存在极大的突破空间。不过,在操作初段,还是考虑及测试市场对 GDR 计划的反应,两地必须精选最优质的企业作为标的。参考市场信息,两地将各自挑选 10 家企业作为 GDR 标的,估计将会包括最大市值的沪市 A 股,其中内银、内险及石油股将成为焦点。最终发行股份和数量,需要考虑实际情况。从投资价值及概念上,市场资金有可能先行偷步买入相关板块。

虽然沪伦通开通意味内地资本市场进一步国际化,但实际上中国企业 在英国上市并非新鲜事,而相关股份在伦交所的成交一向偏低,因此,笔者预期沪伦通推出初期,交投未必



吴比较/制图

会十分活跃,必须想办法激活市场。相反,在上交所挂牌的富时指数成分股 GDR,或会吸引不少内地投资者捧场。

“沪伦通”能为投资市场带来什么好处? 两地投资者的投资行为及喜好完全不同,中国市场以散户为主,如何吸引散户投资伦敦股市呢? 如何吸引英国投资者钟情 A 股? 在沪伦两地形式上的互通实施后,如何达至深层次的互通,产生有意义的效果,这些必须进一步加以研判。

沪伦通会降低港股地位

那么上海与香港的关系又如何? 两地一直存着竞争与互补不足的关系,市场做大对双方均有利,一如内地逐年增加人民币的海外离岸人民币中心,香港的首席地位并无重大变化,反而是在整个平台扩大的情况下,尽管占有率有可能缩减,但香港相关的交易额额依然能上升。

不过,沪伦通的确具备独特的意义,就是上海将会直接与国际市场接轨,对香港市场而言,某种程度上敲响了警号,特别是对 H 股存在一定影响,

香港股市的地位和重要性亦有可能下降。对内地投资者而言,沪伦通开了先例可以绕过香港投资境外股份的路径。对上海而言,更能吸引更多欧美企业在上交所以 GDR 挂牌,直接与香港竞争国际上市资源。

近年内地投资者喜爱投资欧美股份,富时 100 指数中,最大市值股份包括汇控、英美烟草、葛兰素史克等都成为标的。日后沪伦通建立起来,内地投资者可以直接投资这类型股份,将令香港作为内地与国际枢纽的中介角色被削弱。届时内地投资者如果想投资香港股份,可以不需再经过沪港通,而是通过沪伦通购买相关股份在上海交易所挂牌的预托证券,相关股份在香港股市的交易量难免会有所减少。

比如汇控,如果汇控 GDR 在上交所挂牌,投资者将直接在上交所买入相关公司 GDR,无须再经港股通买入,汇控在香港的成交量势必缩减,因此沪港通南向交易也会受沪伦通影响。

事实上,香港投资市场已经率先作出反应,由于市场认为沪伦通可能会降低港股的地位和重要性,港交所一度终止近期的升势,中资龙头券商的定价亦

受到影响。

当然,在初期而言,笔者估计在伦敦上市的 A 股 GDR 对香港影响不大,参考以往中国企业在香港及伦敦的双重上市例子,伦敦的交投量不高。日后 GDR 成交是多是少,目前难以估计,这对着重交投流通量的基金,有颇为微妙的影响。对他们而言,沪伦两地互通,在尚未畅顺运作前,象征意义大于实质意义。不过,若交投稀疏,形成两地价差,则会出现套戥交易,会导致跨境市场呈现波动,间接也会影响到伦敦、上海及香港市场的波动。

4月A股月线收阴 仅三成股票跑赢大盘

证券时报记者 钟恬

昨日是 4 月份最后一个交易日,沪深股市窄幅整理后继续小幅下行,最终未能延续 3 月份的强势,沪深两市月线双双收阴。据 Wind 统计,不计上市半年内的次新股,总共有 839 只股票跑赢大市,所占比例约三成,黑色系、稀土永磁概念、摘帽概念、房地产、汽车及家用电器等板块的股票涨幅居前。

4 月的 A 股市场成交缩量,总体上乏善可陈,上证综指全月跌 2.18%,深成指跌 3%,创业板指跌 4.45%。据 Wind 统计,不计上市半年内的次新股,总共有 839 只股票跑赢大市,所占比例约为三成。月涨幅在 20%以上的股票有 83 只,其中 6 只涨幅超过 50%,分别是尤夫股份、深圳惠程、金马股份、爱康科技、中房股份和万润股份。此外,黑色系、稀土永磁概念、摘帽概念、房地产、汽车及家用电器等板块的股票涨幅居前。

尤夫股份、深圳惠程均因股权转让成为热门股,4 月份以来分别涨 67.13%和 67.04%,在 A 股涨幅榜上居第一、二位。

尤夫股份公告,公司实际控制人茅惠新与苏州正悦投资管理有限公司(下称“苏州正悦”)于 4 月 12 日签订股权转让协议,约定尤夫控股在该股复牌后,先将其持股比例降至 29.8%;随后,茅惠新再将所持有的尤夫控股 100%股权以 18.96 亿元的价格协议转让给苏州正悦,苏州正悦由此将成为尤夫股份的间接控股股东。苏州正悦表示,未来 12 个月内不排除利用尤夫股份平台实施并购重组。该股在 4 月 15 日复牌后连续四涨停,此后继续强势上行,上周四一度触及 25.18 元上市新高。

长期而言,沪伦通的影响力将逐步增加。上海近年积极发展与国际合作,站在国际金融机构的立场去看,港股的国际地位难免下降,机制分散了内地投资者的境外资金,欧洲基金亦可能把部分资金转投 GDR,长远缩减对香港 H 股的需求。在香港上市的欧洲股票不多,如果上海真的走快一步与伦交所互通,而香港无法加入,长远而言将会影响香港国际金融中心地位,笔者认为香港必须更为进取,争取与伦敦及其他市场互联,实施多地互通。

(作者为博大资本国际业务总裁)

莫让HDR沦为香港市场的“鸡肋”

吕锦明

香港预托证券市场再有一名成员败走——全球最大铁矿石生产商、巴西矿业巨头淡水河谷于本周四称,董事会已批准其撤销在香港的上市地位,在申请获得港交所批准后,公司的香港预托证券 HDR 将于 7 月 28 日起退市,最后交易日为 6 月 27 日。

多数内地投资者也许还不大熟悉“预托证券”,因为内地市场暂时还没有这个投资品种。所谓预托证券(Depositary Receipt,简称 DR),是指外国企业把部分股份交给某个市场存管机构托管,再经这一市场存管机构发行票据并在本市场交易所买卖,以此来避免和降低本市场投资者和机构直接投资于海外市场的风险。

顾名思义,所谓香港预托证券,即 HDR,指的是在香港市场推出的 DR,其历史可以追溯到 2008 年,时任港交所行政总裁的周文耀在其撰写任内第二份“三年计划”中,提出引入 HDR 机制的建议。其原意是想改变香港因新股主要来自于内地、国际化程度稍显欠缺的情况,希望以香港预托证券的方式吸引更多海外公司来香港上市。

据了解,如果外国上市企业不获准或不想在其它市场设置股东名册,就可以选择以预托证券的形式到其它市场上市。由于 HDR 上市并不涉及发行新股或配售旧股,因此外国公司以 HDR 形式到港上市主要是可以获得在港股市场的上市地位,以此增加企业的知名度,为日后拓展当地市场做好铺垫。

市场资料显示,在淡水河谷赴港发行 HDR 之前,除了已于巴西上市外,还在纽约、巴黎、马德里等市场有预托证券交易。淡水河谷 HDR 在香港上市前夕,公司总市值已达 1.3 万亿港元;赴港上市后,按照市值计算,市值体量仅次于当时的建设银行、中移动及汇丰控股。另外,公司 HDR 来港上市当年的第三季度业绩报告显示,超过 30%的收入来自于中国市场,因此,当时市场评论普遍认为,淡水河谷赴港上市是“相当合理的选择”,其 HDR 挂牌也成为当时外界看好港交所未来国际化发展趋势的重要依据之一。

值得一提的是,淡水河谷是在港股上市的首只 HDR。当时是以介绍形式在港交所挂牌,其交易方法与普通股票基本相同,投资者只需留意每份预托证券等于多少股正股、存管协

议有关股息收费以及股东权益资料等信息即可。

因此,这次淡水河谷宣布退出香港市场所带来的影响和意义并不一般,凸显出香港 HDR 市场长期交易清淡,对国际投资者吸引力减弱、市场定价权和话语权受到影响等多方面问题。有市场人士指出,由于机构投资者可在相关上市公司的第一上市地直接进行股份交易而无需通过 HDR,再加上近年来港交所正在推广 HDR 业务方面力度相对较小,因此香港 HDR 市场一直未能吸引大客户、大资金进场参与。

以淡水河谷 HDR 为例,其报价由挂牌初期的 230 港元跌至近期的 40 港元左右,累计跌幅超过 80%。由此可见,长期交投不活跃、无法吸引更多的投资者参与交易,甚至被其他众多如同耀眼明星般的活跃个股的光影所掩盖,是淡水河谷 HDR 决定退出的主要原因。如果从这个角度看,淡水河谷 HDR 并非首例,此前,同样以 HDR 形式赴港上市的日本金融公司思佰益,在挂牌三年后已于 2014 年申请退市;那么,在淡水河谷 HDR 完成退市后,香港 HDR 市场将只剩下高档奢侈品牌 COACH 和日本零售商迅销这两家公司继续以 HDR 形式在港股市场交易。

如此一来,香港 HDR 就变得犹如

鸡肋般食之无味、弃之可惜。

与 HDR 相比,ADR,即美国预托证券的成功经验更值得参考和借鉴。美国预托证券的证书、过户和交收过程都与美国证券相同;与直接交易外国股票相比较,由于美国预托证券价格资料齐备、交易费用较低、股息派发及时,加上有些美国投资机构不获准投资于非美国证券,却可以投资于美国预托证券,因此许多投资者更愿意选择美国预托证券。由此,ADR 市场既扩大了的国际认受性和知名度,又为美国资本市场争夺话语权、定价权奠定了牢靠的基础。君不见,隔夜美股市场的一举一动都牵动着全球其他市场的神经,其中,诸如汇丰控股、中移动、长实等在美股上市的港股 ADR,其隔夜的表现更是成为次日左右港股大市乃至亚太区各主要市场走势的一大风向标。

众所周知,港交所是香港资本市场和行业发展的最前线,港交所长期坚持走国际化发展路线,以行政总裁李小加为首的高层更具备与内地及海外市场均保持良好关系的优势,这有助于港交所开拓更广阔的国际空间。由此可见,HDR 完全有理由、有条件可以像美国预托证券 ADR 一般,为香港资本市场在国际化道路上的发展发挥其应有的重要推广作用和市场影响力。