

滬倫通雙向掛牌 市場開放里程碑



▲按照之前的時間表，滬倫通擬於今年年內正式啟動交易，屆時將出現滬倫兩地市場互掛存託憑證

路透社

見微知市

滬倫通是滬港通與深港通的升級版，它在兩地股票可直接雙向交易的基礎上，將首次推出DR（存託憑證），這是一次全新的跨越，它是中國資本市場對外開放的又一個重要的里程碑。因此，滬倫通的開通，尤其是雙向掛牌的DR，將開啟A股市場對外開放的新時代。

武漢科技大學金融證券研究所所長 董登新

2018年10月12日，中國證監會正式發布《上海與倫敦證券市場互聯互通存託憑證業務監管規定（試行）》（以下簡稱《規定》），自公布之日起施行。同一天，上交所發布了關於滬倫通「一個辦法」及「三個指引」徵求意見稿：DR上市交易暫行辦法、CDR（中國存託憑證）上市預審核業務指引、DR跨境轉換業務指引、CDR做市業務指引，並向社會公開徵求意見。徵求意見的時間截止到2018年10月19日。

《規定》主要內容包括三個方面：一是明確滬倫通CDR發行審核制度，二是明確CDR跨境轉換制度安排，三是明確CDR持續監管要求。跨境轉換機制是指存託憑證和基礎股票可按既定比例相互轉換的機制，是國際存託憑證市場通行慣例，也是實現滬倫通兩個市場互聯互通的主要方式。跨境轉換機制能夠保持存託憑證與基礎股票價格的聯動性，有利於提升存託憑證的定價效率，促進市場穩健發展。

《暫行辦法》（徵求意見稿）規定CDR的上市審核、初始流動性建立、上市及退市等內容，其中明確CDR上市條件：發行申請日前120個交易日按基礎股票收盤價計算的境外發行人平均市值不低於200億元（人民幣，下同）；在倫交所上市滿三年且主板上板高上市滿一年；申請上市的中國存託憑證數量不少於5000萬份且市值不少於5億元。此外，《暫行辦法》還規定個人投資門檻不低於300萬元。

年內有望正式通車

據悉，2018年9月26日華泰證券公告稱，公司第四屆董事會第十七次會議以全票贊成的方式，同意關於公司發行GDR（全球存託憑證）並在倫敦證券交易所上市的議案，並同意提交股東大會和類別股東大會表決。該行表示，本次發行的

GDR所代表的基礎證券A股股票不超過8.25億股，不超過本次發行前公司普通股總股本的10%。公告還顯示，本次發行GDR擬募集資金總額預計不低於5億美元，扣除發行費用後，將全部通過補充資本金，用於境內外業務發展及投資，以進一步優化公司業務布局，提升市場競爭力及抗風險能力。

萬事俱備，只欠東風。按照之前的時間表，滬倫通擬於2018年內正式啟動交易，屆時將出現滬倫兩地市場互掛DR。事實上，早在20世紀90年代初，中概股（包括國企）就開始在中國香港及美英等市場進行IPO或以ADR或GDR方式在境外掛牌。自從2009年10月深交所推出創業板後，上交所就開始致力於國際板的設計與準備工作，希望讓境外優秀企業來華上市，但至今未能如願。

2018年3月，證監會發布《關於開展創新企業境內發行股票或存託憑證試點的若干意見》，允許試點紅籌企業按程序在境內資本市場發行存託憑證上市；具備股票發行上市條件的試點紅籌企業可申請在境內發行股票上市；境內註冊的試點企業可申請在境內發行股票上市。這被認為是鼓勵「獨角獸」中概股回歸的一個重要政策信號，這也是中國首次推出CDR的網領性指導文件。2018年6月，證監會正式發布《存託憑證發行與交易管理辦法（試行）》，並同時發布八份配套文件，自6月7日起，符合條件的創新試點企業就可向證監會遞送CDR發行申報材料。不過，至今還沒有一家中概股回歸發行並掛牌CDR。

但今年年底即將開通的滬倫通，將連通東西向資本市場的DR掛牌與交易，它的意義遠超出了單一中概股回歸發行CDR的制度安排。到那時，同一家公司的股票或DR將由A股市場和倫敦乃至全

球市場的投資者共同進行定價。從西向交易來看，A股上市公司在倫交所掛牌的GDR將接受國際市場檢閱和估值定價；同樣，東向交易中倫交所上市公司也將發行CDR讓A股投資者檢驗。投資者習慣和投資文化差異，是否會造成跨境上市的價差，從而出現跨境套利的漏洞呢？

市場套利空間縮窄

筆者研究了境外DR市場的普通情況後發現，基於全球跨境掛牌交易的DR，其基礎股票都有着較強的引導作用，最終都會在某個區間內驅動。

在GDR跨境生成和兌回渠道暢通、做市商做市機制有效的情况下，GDR與A股價格差異由跨境生成和兌回成本決定，但GDR的估值還受到本地市場流動性的影響。境內市場持股數量多，流動性強，有利於強化A股的定價權和防範境外市場的衝擊。即使在類似英國脫歐的極端情形，A股定價權和跨境轉換機制也可使GDR價格跟隨A股價格波動，基本不會出現GDR價格單邊下跌拖累A股股價的情況，數量有限的GDR發行人也難以影響有上千隻股票的整體資本市場。

從境外DR市場實踐來看，以「H股」為基礎發行ADR的中概股公司上市日平均價差約為負1.2%，上市後價格走勢與基礎股票高度一致，主要由於這些公司的「H股」與ADR當時在香港和海外同時發售，定價權主要在香港市場。HDR（香港存託憑證）上市後價格走勢與基礎股票基本一致，但價差波動範圍較大，在負10%至10%的區間內。TDR（台灣存託憑證）上市後平均最大漲幅達到27.8%，與對應基礎股票產生了較大溢價。主要是由於中國台灣地區當地投資者當時對TDR的申購熱情度較高。但隨着市場情緒平復，基本上所有的TDR在上市一年後與基礎股票的溢價逐步消失。

事實上，由於各個地區性股市在牛熊周期上可能存在差異性，因此，同一股票以多種形式在多個市場同時掛牌，在短期內有可能存在股價差異，這也是十分正常的。但由於相互連接的市場之間可能引發套利投機現象，最終有可能形成無套利均衡價格。更為重要的是，多個市場連接後，投資者會擁更多的投資選擇及組合投資機會，並有利於組合投資的風險管理。

在滬港通與深港通連接後，A股投資者借助中國香港國際股市，使內地居民獲得了跨市場組合投資的機會，同樣，滬倫通開通後，A股投資者將在香港市場之外，又獲得了在歐洲市場選擇組合投資標的的機會。尤其值得關注的是，中國投資者在A股市場將能直接投資境外優秀企業發行的CDR，分享一流跨國企業投資紅利，這對於具有不同牛熊周期的多個市場來講，有利於對沖、平滑單個市場周期波動，進而讓投資者獲得穩定的組合投資收益，這將是A股投資者的重要福利和福音。

數字貨幣監管應參考證券業

香港國際新經濟研究院高級研究員 付 饒



鏈能講堂

香港證監會主席唐家成日前表示，正在探索對本地運營的數字貨幣交易平台進行監管，強化投資者保護。筆者認為，雖然區塊鏈是新生事物，香港又是奉行法無禁止即可為的地區，但區塊鏈在香港並非無法可依。

永遠不要低估監管者和法律人士的學習能力和洞察力。不管叫什麼名字，他們一定會用既有法律中尋找到區塊鏈相關概念的本質，將區塊鏈問題化解為已有法律框架下的問題。

例如，香港清洪資深大律師辦事處大律師及會計師杜芷茵指出，雖然虛擬商品本身並非證券，但是如果區塊鏈設計發售產品，而該產品代表一家公司的股權或者擁有權益，便有可能被視為「股份」。如果區塊鏈中發售的產品用途是訂立或確認由發行人借取的債務或債項，則有可能被視為「債權證」。如果發售產品所得的收益是有區塊鏈管理做集體管理並投資於不同項目，由此讓產品持有人可參與分享有關項目所提供的回報，產品便有可能被視為「集體投資計劃的權益」，而「股份」、「債權證」和「集體投資計劃權益」都會被視為「證券」。

這也就是說，數字貨幣一旦被視為證券，即要受到《證券及期貨條例》規管。該條例規定，只有持牌機構才能夠經營某類受規管活動，或顯示自己經營某受規管活動。從事受規管活動的人士或機構，只要以香港公眾為對象，便須獲證監會發牌或向證監會註冊。

雖然香港證監會尚無給數字貨幣交易平台發牌的先例，但目前的數字貨幣交易公司往往通過「用戶

須知」提醒客人區塊鏈的風險，以成為自己的「護身符」。

協議條款多繁複冗長

如在香港註冊的某區塊鏈平台擬定了長達9000餘字的協議條款，供用戶在註冊前閱知並同意，內容涉及投資者知悉區塊鏈設計的風險；反洗錢和打擊恐怖分子資金籌集、個人資料（私隱）、稅務等方面。

部分約定摘錄如下：閣下同意將負責計算、驗證和支付所有由交易、使用、消費、進出口、增值、預扣和其他行為所產生的所有相關稅收及稅務（統稱「稅務」）。本平台不負責確定閣下的交易是否需要徵稅，也不負責徵收、匯報或導出任何交易產生的稅款，更不負責報告任何信息給閣下或任何稅務機關、政府機構或第三方機構。閣下同意賠償我們和我們的附屬公司所有因閣下未能繳納稅款或報告相關交易而產生的罰款、罰金、類似費用或其他支出。

上述種種免責條款起到了保護項目方的作用，卻讓投資人或潛在投資人面對詰屈聱牙的免責條款有「不知所云」之感，或面對明確不利於自己的條款無可奈何。其實大多數投資人在註冊網站時，並未仔細點開鏈接閱讀用戶協議，而是直接勾選了同意。

要真正做好投資者的保護，需要更為清晰的條款。筆者更為推崇火幣網在用戶協議中的提示——我們在此特別提醒您：數字資產本身不由任何金融機構或公司本網站發行；數字資產市場是全新的、未經確認的，而且可能不會增長；數字資產主要由投機者大量使用，零售和商業市場使用相對較少，數字資產交易存在極高風險，其全天不間斷交易，沒有漲跌限制，價格容易受莊家、全球政府政策的影響而大幅波動；數字資產交易有極高風險，並不適合絕大部分人士。

香港市場才是資金避風港

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

筆者經常強調「影響樓價最大的因素是貨幣」，當中是包括了匯價及資金流。日前，和《現金流為王》一書作者Staman討論「若美國股市爆破，資金將最終流入香港」。他同意我的看法並回應：「資金流向是關鍵，現金流是過程，現金總要找資產進行配置/停泊。」對！停泊這字眼更容易令大家也明白了。

美國喜歡量化資金並注入其市場，待價格高企時收回（俗稱剪羊毛），即是掌握了「泡沫爆破資金總要找地方停泊」這個市場秘訣，美國市場因此而得益。那麼，如果有一天美國經濟爆破呢？美國資金在爆破下將找什麼地方停泊？

今年初，筆者發表的《我對樓市的十大忠告》，當中有忠告「美國大勢已去！小心泡沫爆破！」很多人到現在仍迷信美國經濟強橫無敵，但筆者不可以在數據上找到支持，美債顯然正被拋售、各國實質亦減少依賴美元。

事實上，愈來愈多國家覺得人民幣比美元更可靠，美國股票多泡沫。至於說美國的石油霸權，我們看敘利亞就知道美國實力在退減，「只有美元才能買賣石油」的時代已告終，以人民幣及黃金交易的中國上海石油交易所已經開始運作了。美國實力不容低估，但不應當是一個神話。

起碼眼前，我們也看到美股開始不穩。作為投資者，我們要弄清楚現金流的動向，如果大家認為筆者的觀點是對的，那我們應該要參考一下2009年新常態之後的唯一一次西方資金流入香港作避風港的經

驗，這就是脫歐公投之後的資金流動了。

2016年6月24日當英國脫歐公投結果是出人意表的時候，全球股市急跌，當時筆者隨即撰文認為資金會在第二回合湧入香港，結果實際比當時評估更快。港股當日收市按日下跌2.92%，全球股市隨後兩個交易日蒸發近3萬億美元。

但是出人意表在脫歐四日後（即6月28日），港股收市找到谷底，之後的日子就是逐步回升。亦由當月開始，香港的M3（M2中所有項目；再加上有限牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行而非銀行持有的可轉讓存款證）錄得增長，四個月的時間總共增長了約7000億港元。當然，根據筆者的M3定律，之後的樓價是必然的上升了。

股災之後快速反彈

以上的經驗看到，在西方國家出現動盪的時候，香港市場已經開始是避風港。

如果美國股票真是出現爆破，請問資金將會停泊在那處？對！當然是價格偏低的地方！A股和港股市場近年的去泡沫情況，其實可能是一個高明的以守為攻，充滿問題的歐洲不是一個最佳的避難所，而上星期的小股災，香港的股市算是最快回升。

流入香港的資金、不單只是美國的資金，也包括全世界。中國人民銀行有需要的時候亦會降低存款準備金率，每次降準之後，股票市場未必是即時上升，但幾乎每次之後香港的M3都是上升的。

市場的看法，又再由於三個月前的太過樂觀改變為現在的一面倒悲觀。其實貿易戰的衝擊我們是承擔得起而且有數得計，但是進一步資金氾濫及市場「升災」的危機仍然存在，卻已經再被人所忽視了。

