

沪港通交易遵循成交地市场规则

□本报记者 周松林

上海证券交易所26日发布《沪港通试点办法》、《港股通投资者适当性指引》等系列规则。为回应社会各界对沪港通的高度关注，上交所当日举行新闻通气会。上交所表示,《试点办法》作为上交所对沪港通业务进行规范的主要规则,全面详细规定了沪港通交易业务(含沪股通交易、港股通交易)开展的基本模式和具体要求。至此,沪港通的相关规则已经齐备。上交所人士同时强调,沪港通的开通时间还有待确定。

交易方式遵循成交地市场规则

上交所有关人士介绍,4月29日至5月19日,《试点办法》(原名《沪港股票市场交易互联互通机制试点实施细则》)向社会公开征求意见。征求意见过程中,上交所共收到78家券商的反馈意见,绝大多数持肯定态度,对规则所提修改意见主要涉及法律关系界定、额度控制、投资者适当性管理和客户交易行为管理等几个方面。上述意见中的合理部分已被采纳并体现在修改后的《试点办法》中。

根据《试点办法》,沪股通交易的申报和成交主要遵循成交地即上交所市场的现行规则。根据实际情况,《沪港通试点办法》对沪股通交易也做了一些特别规定,包括:(1)交易方式。沪股通交易采用竞价交易方式,暂不参加大宗交易;其交易申报采取限价申报,暂不采用市价申报。(2)禁止行为。沪股通交易中不得进行裸

卖空、回转交易和暗盘交易。(3)权益证券处理。因权益分派等取得沪股通之外的上交所上市证券,可卖出但不可买入;取得的非上交所上市证券,不可通过沪股通买卖。(4)沪股通股票保证金交易和担保卖空。沪股通投资者可以按照香港市场模式开展保证金交易和担保卖空,但应当符合上交所规则中的标的范围、比例限制、申报要求等规定。

港股通交易的申报和成交主要遵循成交地即联交所市场规则,委托方面则较多遵循内地市场规则和习惯。根据实际情况,《沪港通试点办法》对港股通交易也做了一些特别规定,包括:(1)交易方式。限于参加联交所自动对盘系统交易,使用竞价限价盘委托或增强限价盘委托;但碎股仅能通过联交所半自动对盘碎股系统卖出,不能买入。(2)禁止行为。港股通交易中不得进行裸卖空、暗盘交易。(3)权益证券处理。因权益分派等取得港股通之外的联交所上市证券或认购权利凭证,可卖出但不可买入;取得的非联交所上市证券,不可通过港股通买卖。(4)遵循内地市场习惯的事项。包括实行全面指定交易、客户交易结算资金第三方存管、券商对客户资金和证券实行前端控制等。

50万元门槛可能放宽

据介绍,4月10日,中国证监会和香港证监会《联合公告》载明,根据香港证监会的要求,试点初期参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者及证券账户及资金账户余额合计不低于

人民币50万元的个人投资者。

9月24日,香港证监会有关人士表示,随着沪港通市场发展逐渐成熟,预期内地投资者账户资产最少有50万元才可经港股通买港股的相关限制将会放宽。

基于投资者委托环节使用委托地规则和不改变投资者的交易习惯,港股通实行全面指定交易。关于回转交易,上交所人士表示,沪港通中的回转交易完全按照成交地规则进行。即沪股通交易中不可进行回转交易,当日买入的股票,在交收前不能卖出;港股通交易中可以进行回转交易,当日买入的股票,经确认成交后,在交收前可以卖出。

关于融资融券业务,该人士介绍说,沪股通中,可以按照香港市场模式开展沪股通股票保证金交易(类似于融资买入)和担保卖空(类似于融券卖出),但应当符合《沪港通试点办法》的相关规定。包括:交易标的应当属于上交所融资融券标的的证券范围;担保卖空的申报应当具有特别标识并符合提价规则;担保卖空应当符合比例限制要求;单只股票在内地市场的融资监控指标或者融券余量达到上限时被上交所暂停融资或融券时,沪股通中的保证金交易和担保卖空亦可随之暂停等。

港股通中,由于港股通股票并非上交所上市股票,目前不属于内地市场的融资融券标的的范围,因此投资者暂不能就其进行融资融券交易,但相关机构正在积极研究港股通融资融券,将在条件成熟时,另行制定规则予以明确。

技术保障和条件已经具备

9月初以来,上交所与港交所紧密合作,在北美、欧洲以及中东地区成功举行了沪港通国际路演,引起了国际投资者的高度关注,共有近300家机构约450位代表参加了本次路演,覆盖养老金、共同基金、对冲基金、保险公司、投资银行、商业银行等各种机构类型。

从路演情况来看,国际投资者普遍高度评价沪港通,表达了通过沪港通参与中国资本市场的积极意愿,期待沪港通能够尽快推出。不少大型机构还成立了专业的团队,配备了有中国背景的成员,从法务、内部流程、技术系统等方面着手,就通过沪港通投资A股进行了积极准备。为国际投资者参与沪港通提供服务的海外投行和托管银行也高度重视沪港通,相关业务和技术准备工作进展顺利。

同时,经过半年多积极准备,内地证券公司港股通各方面工作已经基本就绪。共有约90家证券公司参与了全市场演练测试,未发现技术缺陷问题;全市场演练测试结果表明,上交所港股通技术系统及市场参与各方的技术系统基本就绪,未发现影响沪港通业务开通并持续运营的技术问题,沪港通业务开通的技术保障和条件已经具备。

截至9月25日,共有约90家证券公司完成了港股通现场检查,约占市场份额的98%以上。大部分证券公司在业务、技术、结算和投资者教育等方面的工作基本达到港股通上线条件。部分证券公司经过整改后,也将满足港股通上线要求。

沪港通技术系统准备就绪

□本报记者 李超

证监会新闻发言人邓舸26日表示,本周证监会对沪港通准备情况进行了专项检查。从检查结果看,有关各方的业务方案比较成熟,相关规则体系、业务流程基本定型,技术系统准备就绪。国庆节之后,还要进行沪港联网实盘模拟测试,投资者开通交易权限,市场风险揭示和规则宣传等沪港通启动准备工作。

证监会主席肖钢、副主席中心一、副主席姚刚分别带队,赴上海、北京、广东及新疆地区,对上交所、中国结算及部分证券公司的沪港通业务准备进行了现场检查,并与部分投资者进行了座谈交流。

此次检查内容包括沪港通规则及管理制**度**、技术系统、投资者适当性管理和投资者教育、风险管理、应急准备等方面。检查组听取了相关方面沪港通业务准备情况的汇报,查阅了相关文件、记录、测试数据、工作方案、业务流程等,通过现场演示及实地体验,检查沪港通交易结算各业务环节。

沪港通的“主场原则”与“变通处理”

□北京大学金融与证券研究中心主任 曹凤岐

沪港通临近。在不同市场机制下,进行平稳、有效的跨境交易,沪港通适用的“主场原则”与“变通处理”,起到了关键性作用。

在沪港通之前,联通内地与香港资本市场的设想,还有2007年的“港股直通车”。但港股直通车与沪港通根本的区别在于主场原则。这也成为了沪港通得以在较短时间内顺利推出的基石。

所谓主场原则,正如同在不同地区驾车都要遵守当地交通规则一样,沪港通的交易、结算、监管等安排基本沿用两地现有的规则。

沪港通交易须分别遵守两地市场适用规则,体现在上市公司、券商、交易与结算三个层面。即上市公司遵守上市地的监管规定及业务规则,证券公司或经纪商遵守所在国家或地区监管机构的监管规定及业务规则,交易结算活动遵守交易结算发生地市场的监管规定及业务规则。上交所发布的沪港通《试点办法》又根据沪港通交易的委托发生在本地、申报和成交发生在对方所在地的实际情况,做了“分段式”的规则适用安排,即:投资者委托行为原则上适用本地规则,申报、成交、结算行为原则上适用对方交易所规则。

正因为适用了主场原则,沪港通得以以最低制度成本实现市场化的最优运作。在与监管以及各市场参与主体沟通后可以发现,沪港通此次顺畅地直接启动,各方都比较支持,“主场原则”功不可没——通过建立主场原则,沪港双方参与者的交易习惯、交易制度、交易时间等基本都不会发生变化,可以按照自己的主场原则进行。

短期来看,这项重大的互联互通制度的稳妥起步,不会有太**大**问题,也不会对市场造成大冲击。但也应看到,在两个市场互联互通的过程中,“主场原则”并不能包打天下,为顺利实现互联互通,沪港交易所必须对对方规则给予充分考虑,并根据本地需求实现不同程度的本地化。

这方面的例子很多,比如《试点办法》规定的港股通交易方式、申报类型、订单修改等多数事项,是在香港市场现有规则上针对港股通业务作特别安排的事项,为使内地投资者明确知晓而在上交所规则中作出了规定。同时,联交所为确立其自律监管依据,也将上交所交易规则的部分内容要求转化为其自身交易所规则的一部分(14A章),作出了将对对方市场规则本地化的安排。

监管方面也是如此,考虑到沪港通属于跨境交易,简单、绝对地套用“主场原则”可能存在问题,需要做出变通处理。例如对沪股通中的违规交易行为,上交所应当有监管权,但违规主体却是香港经纪商的客户,属于香港监管机构监管的对象,上交所尚无法直接跨境监管,需要通过其他安排(例如要求联交所证券交易服务公司促使联交所参与者对客户采取相关措施、提请联交所采取监管行动等)来实现监管目标。同时,证券交易服务公司(下简称“SPV”)模式是沪港通交易机制的核心,也是沪港通监管的基本出发点。SPV是对方交易所的特殊的交易参与者,所有的沪港通交易均通过SPV进行,法律上体现为SPV的交易,故SPV必须全面、充分地遵守交易地(对方交易所)的法律、规则,交易所对沪港通交易的监管主要通过**对**SPV的监管来实现。《试点办法》从上交所市场出发,明确了联交所SPV的义务与责任,包括遵守内地法律规则、提交相关报告、资料保存等。

正如李克强总理4月10日宣布沪港通时所说,作为“新一轮高水平对外开放”的重要方面,沪港要通过开放“促进改革”。看穿式账户体系对香港市场或有启发,香港市场的若干制度必然也有利于沪市改革的推进。今日的“主场原则”,或许就是未来的对方市场的改革方向;而今日的“变通处理”,也可能成为明日本地市场的通行规则。

中国结算:港股通与沪股通遵循“风险隔离”原则

□本报记者 李超

中国结算相关负责人近日就《沪港股票市场交易互联互通机制试点登记、存管、结算业务实施细则》(简称《实施细则》)相关情况答记者问时表示,与4月底发布的征求意见稿相比,《实施细则》主要在新增提供公开配售和供股服务、细化公司行为获得的非港股通试点股票范围外证券的处理方式、明确港股通业务中香港结算破产时的处理原则及部分具体事项细化等几个方面进行了完善。在港股通风险管理方面,《实施细则》规定港股通与沪股通相一致,也遵循“风险隔离”的原则。

在港股通存管业务方面,《实施细则》规定,港股通投资者应当通过沪市人民币普通股股票账

户进行港股通交易并持有通过港股通取得的证券。投资者应将相关证券托管于境内证券公司,由其承担相应的证券托管责任。境内证券公司应当将自身或其客户通过港股通取得的证券交由中国结算存管。相关证券由中国结算作为名义持有人存管于香港结算,并以香港中央结算(代理人)有限公司的名义登记于联交所上市公司的股东名册。中国结算出具的证券持有记录,是港股通投资者享有该证券权益的合法证明。

在港股通风险管理方面,《实施细则》规定港股通与沪股通相一致,也遵循“风险隔离”的原则。境内结算参与人无需缴纳香港市场的保证金,不分担香港结算的参与人因违约可能产生的损失。基于香港结算的风险管理要求,中国结算将根据境内结算参与人的未完成交收头寸,向

境内结算参与人收取差额缴款和按金,并保留在香港结算对中国结算收取集中抵押金的情况下,向境内结算参与人分摊的权利。参与港股通业务的境内结算参与人应以结算参与人为单位缴纳20万元结算保证金,相关资金按结算保证金管理要求纳入互保范围。中国结算可以依照香港结算相关业务规则,向其提交名义持有人账户中的证券作为未交收净卖出证券的交收担保品。

在公司行为方面,《实施细则》规定,中国结算通过境内结算参与人为港股通投资者提供名义持有人服务。境内结算参与人承担公司行为信息的转发、投资者意愿征集和申报、权益派发等相关职能。中国结算提供的名义持有人服务范围包括现金红利派发、送股、股份分拆及合并、股票、公司收购及出具持有证明等。投资者

不能通过港股通参与香港市场新股发行认购服务。中国结算依照有关法规、规章或规范性文件的相关规定,办理额度内供股、额度内公开配售和以股息权益选择认购股份的服务,暂不提供超额供股和超额公开配售的服务。投资者因公司行为等为取得的沪港通标的之外的证券或者权利凭证需根据上交所相关规定处理。

在清算交收方面,《实施细则》规定,中国结算作为香港结算的结算机构参与者,接受上交所证券交易服务公司的指定,与香港结算完成证券和资金的交收,向其承担交收责任。港股通交易的境内结算由中国结算组织完成。中国结算作为境内结算参与人的共同对手方,为港股通交易提供多边净额结算服务。证券和资金结算实行分级结算,资金清算遵循“先港币清算后人民币清算”的原则。

投资港股需关注五方面风险

□天相投资顾问有限公司董事长兼总经理 林义相

沪港通试点初期,参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者、证券账户及资金账户余额合计不低于人民币50万元的个人投资者,这是香港证监会的要求。有投资者质疑该门槛设置的公平性。本文从香港市场的实际情况出发分析这一要求,供境内投资者参考。

根据中国证监会和香港证监会的《联合公告》,“试点初期,香港证监会要求参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者及证券账户及资金账户余额合计不低于人民币50万元的个人投资者。”上交所《港股通投资者适当性管理指引》收录了这一要求。50万元门槛,将大量境内个人投资者挡在了沪港通门外。

对于香港证监会提出这一要求的背后考虑,目前尚缺乏资料加以分析。但我们可以根据香港市场以及港股的投资风险来理解和分析这一措施与投资者保护之间的关系。

由于沪港两地市场存在诸多差异,许多在

内地市场适用的投资逻辑在香港市场可能并不适用,内地投资者在投资港股时需要更多地关注如下五方面的风险:

企业经营情况与投资风险

香港上市公司的基本面对股价走势的影响往往大于A股上市公司。亏损企业以及业绩大幅下滑企业,通常面临较大的股价下跌压力。内地炒作绩差股的逻辑在香港市场通常不适用。而且,港股针对连续亏损企业并没有类似于A股市场以“ST”标识的特别处理,平时对上市公司基本面关注不够的内地投资者在买卖港股时可能会因此而承担更大风险。同时,境内个人投资者对香港上市公司的了解和理解也存在天然劣势。

部分港股流动性较差可能带来的风险

由于香港市场投资者数量、研究机构及股票覆盖数量均远不及A股市场,造成众多股票流动性较差。与A股相比,港股通标的股票成交金

额、换手率均偏低,12%的个股日均换手率不到0.1%。因此,内地投资者投资港股,需特别关注其成交量、换手率等流动性指标。如果大量买进不活跃的股票,可能面临长期无人接盘的窘境。

投资低价股可能面临风险

在以散户为主导的A股市场,投资者投资理念尚不成熟,对低价股存有偏好,且由于A股公司上市较难,壳资源的价值相对高,不少投资者炒作低价股。而香港市场上,市场化的发行制度降低了壳的稀缺性,炒作低价股的风气也不盛行。港股市场的“仙股”常常由于业绩差鲜有人问津,成交清淡,股价长期低迷。如果内地投资者用炒作A股低价股的思路炒作港股,可能会面临较大投资风险。

无单日涨跌幅限制可能给投资者带来更大的短线风险

港股市场单日股价涨跌幅度不受限制,股价在一天内波动幅度可以很大,给投资者带来较大的短线风险。以中国熔盛重工为例,2013年7月,受“裁

员”、“银行压贷”等传言影响,公司股价在3个交易日里累计下跌31.3%,单日最大跌幅达16%。

成熟的做空机制使得高估值股票及造假公司股价有较大下行风险

香港市场有较完善的做空机制,有助于挤压估值泡沫,也意味着上市公司造假可能需要付出巨大代价。近日,港股通股票旭光新材料因财务造假被美国著名做空机构Glaucus做空,股价大跌。因此,在成熟的做空机制下,投资者对待自己不熟悉、基本面不清晰、以及估值过高的公司须尤其谨慎。

当然,任何“一刀切”的规定,都可能造成事实上的不公平。但考虑到在我国体制下推动改革创新工作的发展,对风险的考虑往往远超过效率的考虑,对“走得稳”的需求远高于对“走得快”的需求。所以,改革者在跨出一步时,难免会有所顾虑。这就使得“先把孩子生下来,有了孩子不愁养”成为改革者最务实可能也是最明智的选择。

“看穿式监管”有助提升监管有效性

□万博兄弟资产管理公司董事长 滕泰

上交所发布的沪股通《试点办法》规定,上交所可以根据监管需要,要求联交所证券交易服务公司提供沪股通交易申报涉及的投资者信息。这一规定为沪股通中上交所及时获取申报背后的投资者信息及实施“看穿式监管”保留了空间。笔者认为,上交所这一安排非常必要,有助于提升沪股通监管有效性。

目前A股市场交易是以看穿式证券账户体系为基础的,证券交易所和登记结算公司拥有所有投资者的一级账户信息。在该模式下,每一笔A股交易申报均应包括投资者的证券账户信息,交易所可以实时对投资者交易指令做前端检查,并能够实时发现投资者持仓违规行为。

而同境外其他成熟市场一样,香港股票市场采用二级账户管理体系,香港结算和港交所仅可以获得经纪商等市场参与者的账户和交易的

信息,而无法直接掌握经纪商背后实际投资者的账户和具体交易、持仓情况,也就是说香港市场的交易是以非看穿证券账户体系为基础的。

目前,在股票市场建立看穿式的账户体系及实施看穿式监管已经成为国际证券市场监管变革的重要趋势之一。鉴于香港市场的实际情况,要求联交所证券交易服务公司实时提供投资者信息尚需一定技术准备时间,因此目前仅针对个案调查要求联交所、联交所证券交易服务公司协

助提供特定交易申报涉及的投资信息。据了解,对于看穿式监管模式的建立,上交所已与联交所经多轮沟通达成原则一致,并在规则和双方的协议中作出了相应安排。在沪港通运行一段时间之后,香港技术准备比较充分之时,预计上交所将要求联交所证券交易服务公司更及时全面地提供沪股通交易申报涉及的投资者信息,从而在沪股通中实现看穿式监管,提升监管有效性,维护市场运行秩序,保护广大投资者的合法权益。

系列监管要求,将在交易通协议中约定并在联交所规则中予以体现。沪股通的“融资融券”路径已经打通,港股通的融资融券想象空间也被打开。在《试点办法》中,几处细微的修订值得注意,原有的“会员不得为港股通股票交易提供融资融券服务”规定被删去,取而代之的是“本所会员为港股通交易提供融资融券服务的相关事宜,由本所另行规定。”这个小小的修改意味着已经为港股通融资融券预留空间,可以预见的是,随着沪港通的启动和运行成熟,融资融券功能将在整个业务中得到完整实现。

于境内证券公司对其客户的融资融券业务,无法直接适用于香港投资者在香港市场开展的上述业务。

在两地之间规则不同的情况下,沪港通设计的“主场原则”再次体现了作用。在沪股通中,为防范在香港市场开展的沪股通股票保证金交易、股票借贷和担保卖空行为造成内地市场波动,上交所参照内地市场的融资融券制度,在《试点办法》中从监管交易申报的角度对保证金交易和担保卖空的标的、担保卖空的提价规则和比例限制、暂停保证金交易和担保卖空等事项作出了规定,并与联交所协商明确了一

于境内证券公司对其客户的融资融券业务,无法直接适用于香港投资者在香港市场开展的上述业务。

在两地之间规则不同的情况下,沪港通设计的“主场原则”再次体现了作用。在沪股通中,为防范在香港市场开展的沪股通股票保证金交易、股票借贷和担保卖空行为造成内地市场波动,上交所参照内地市场的融资融券制度,在《试点办法》中从监管交易申报的角度对保证金交易和担保卖空的标的、担保卖空的提价规则和比例限制、暂停保证金交易和担保卖空等事项作出了规定,并与联交所协商明确了一

港股通为融资融券预留空间

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

经过时近5个月的修订,上交所沪港通《试点办法》终于出炉。作为交易所层面对于沪港通最重要的业务规则,从《试点办法》可以看出整个沪港通业务的清晰轮廓,一些此前市场热议的问题也最终得到答案。其中引人注意的变化或许就是“融资融券”制度安排的明确。

在4月底的征求意见稿中,融资融券并未现身在沪港通业务中。然而,市场需求最终推动了规则演进。首先迎来突破的是沪股通,考虑到香港市场的实际情况,沪股通投资者可以在香港