

沪港通倒逼港股 ETF：淘汰或换代

当投资者关注沪港通可能会抹平 AH 股差价的时候，忽略了资管产品可能出现的变化——它们可能才是抹平 AH 股差价的重要工具。

沪港通的开通已然进入倒计时。8 月 6 日下午，港交所行政总裁李小加表示，沪港通还有六周时间——这是目前最确切的时间表。

资本市场对沪港通已经表现出浓厚的兴趣，甚至多数观点认为沪港通是撬动这轮蓝筹行情的最重要原因。

然而在许多专业人士眼中，沪港通的意义并不在于此。“跨境 ETF 产品才最能代表沪港通推出的意义，跨境 ETF 这类产品，会对沪港通机制解读得淋漓尽致。”沪上一位接近港交所的人士向记者表示。其认为沪港通最大的影响在于 ETF，并不只是简单的二级市场套利。

目前，国内仅有两只港股跨境 ETF，但无论在申购方式还是申赎效率上都存在很大限制。沪港通开通后，这些缺陷会被新的跨境产品所弥补。而两只老的港股 ETF 不得不面临命运选择：或寿终正寝、或升级换代。

记者了解到，目前已有多家大型基金公司在进行相关产品的调研和准备，只要系统测试已通过，产品会马上推出。

老港股 ETF 危机

“沪港通开通后，跨境 ETF 数量会增多，体量增大，这类产品对资产管理人是利好。”兴业证券资管部门的一名基金经理表示。ETF（交易型开放式指数基金）因其在产品设计上的种种创新，在国际市场中迅



速崛起，被认为是百年金融史上的三大创新之一。

跨境 ETF 是 ETF 的一类。以境外资本市场证券构成的境外市场指数为跟踪标的、在国内证券交易所上市，为境内投资者提供了优良的参与境外市场投资的渠道。

跨境 ETF 在海外市场发展比较成熟，但在中国却十分缓慢。中国最早在 2008 年左右才有基金公司作出过跨境 ETF 方案。直至 2012 年才有两只港股跨境 ETF 正式上市交易，但其也受到诸多限制。

实际上，当时两只港股 ETF 推出之时，其被认为是为内地投资者投资香港股市提供通道的“小港股直通车”，但遗憾的是，此后再无其他港股 ETF 推出。华夏的恒生指数 ETF 和易方达的恒生国企 ETF 也成了目前为止仅有的两只港股 ETF。

并且这两只 ETF 诞生后的成长过程也不顺利。截至 6 月 15 日，华夏恒生 ETF 资金规模为 118 亿份，基金规模较一季度减少了 1800 万份。其首发规模为 3586 亿份，可

见已经有 96% 的产品份额被赎回。

另一只产品，易方达恒生 ETF 首发规模 1617 亿份，2013 年一季度规模已经降至 173 亿份，截至 2014 年 6 月 15 日，基金规模为 107 亿份，较上期又减少了 1700 万份。

一位基金人士告诉记者，沪港通实行后，市场上将会有很多真正意义上的港股 ETF、跨境 ETF 产品，方便内地投资者投资海外市场。在他看来，沪港通最大的意义就在于 ETF，沪港通能够实现了 ETF 实物交换的属性，解决了投资门槛过高等一系列问题。

添富基金管理董事总经理杨健今年 5 月份也曾表态：沪港通会让 RQFII 及 ETF 发展更加正面。

“ETF 产品适合进行资产配置，海外资金在这方面需求量大，大多数机构和少数个人投资者将会有很大兴趣。”兴业证券资管部门的基金经理认为。

倒逼老港股 ETF 转型

其实早在 2007 年政府就提出开通港股直通车，规定一出，引发市场一阵兴奋。但此后进展缓慢，最后因市场、政策配套等原因又被推迟。直至 2012 年市场才推出了两只港股 ETF——华夏的恒生指数 ETF 和易方达的恒生国企 ETF，让内地投资者投资港股有了工具。此后两年，内地市场再没有新的港股 ETF 推出，上述两只产品也成了国内市场上仅有两只跨境 ETF。

沪上一位基金人士表示，现有的两只港股 ETF 有三个致命缺点，一是全现金的申购模式。由于其标的指数的成分股均在境外，做不到实物交换，所以其申购赎回采用全现

金模式；二是效率低，买卖只能采用基金管理人模式，个人投资者不能直接参与；三是投资门槛较高，如恒生 ETF 最小申购赎回单位对应的为 150 万人民币，易方达也明确申购赎回的份额起步是 200 万元。

在两年前的市场环境中，上述两只 ETF 还有其生存的土壤。但其弊端也会让其局限于“沪港通”。有业内人士认为，港股跨境 ETF 完全采用现金替代的申购赎回方式，意义并不是很大。现金替代与 T+2 的基本模式效率低下，牺牲了资金的时间成本。

沪港通开通后，投资者将可以直接投资港股，申赎方式或也将采用一揽子股票的方式进行。有基金人士预计，随着沪港通的开通，将会涌现更多的 ETF 产品，这样的背景下两只老的港股 ETF 将何去何从？

“命运无非三种，第一摘牌退市；第二，推出新的 ETF 产品，老的 ETF 与其进行合并；第三对老的港股 ETF 进行改造升级。”上述基金人士表示，沪港通的开通考验着两只港股 ETF 的存亡。

“很大可能性是进行转型。比如修改合同，将现金申购改成实物申赎，可以直接用一揽子股票进行赎回，实现 T+0 交易。”该人士认为，如果照此办法这两只 ETF 的生命力将获得增强。但难度是对基金合同的修改，需要召开持有人大会。

沪港通开通后，老的港股 ETF 是进行升级换代，还是寿终正寝。就此问题记者也对华夏基金进行了采访，但截至发稿尚未回复。

中投顾问高级研究员任浩宇认为，无论两只港股 ETF 最终结果如何，其已完成了历史使命。

（腾讯财经）

由通用案例看川仪回归的市场意义

■ 财经评论员 肖玉航

2014 年 8 月 5 日星期二，A 股市场中首家退市再上市的第一股 N 川仪登陆上交所，当日以上涨 44% 收盘。通过对比世界主要资本市场来看，这种先退市，然后再重生的市场化运作，有利于市场未来退市制度与恢复上市的完善，而美国通用汽车的案例或更能体现出市场化思考的轨迹。

从世界资本市场来看，业绩不佳或触发上市规则相关价格而退市的公司非常普遍，对于这些退市公司而言，实际上成熟市场均留有重生的机会。可以说，川仪股份模式率先开创于 A 股具有一定的市场意义。

作为 A 股市场首家曾卖壳退市又再度 IPO 的公司，格外引起市场关注。相关信息显示原重庆川仪于 1996 年 8 月份在深交所上市，代码为 000607，1997 年、1998 年连续亏损，1999 年被“ST”特别处理。1999 年 6 月份，重庆川仪进行重组。大股东三联集团将壳资源出售给华立集团，而原重庆川仪的资产负债则被置换上上市公司。从此例中国 A 股市场先退市，后再上市的情况来看，笔者认为这是符合市场规则的一个好事，也为未来业绩不佳、触发股价规则而退市的公司提供了一个复活的机会。

研究成熟的美国市场发现，实际上先退市，再重生上市的案例非常之广，也显示了美国资本市场规则市场化一面，退市严格性与重新上市的宽容性。比如以美国通用汽车的情况来看，就可反映出市场化规则的一面。

金融危机爆发期间，通用破产退市，之后再启上市之路并成为当年世界资本市场最大的 IPO 项目，成功返身华尔街，通用的巨变引起全球投资者关注。人们对美国市场经济下资本市场有了更清醒的认识，对证券市场“优胜劣汰”市场化运作模式也有了更多的尊重。

相关数据显示：通用汽车公司(GM)成立于 1908 年 9 月 16 日，自从威廉·杜兰特创建了美国通用汽车公司以来，先后联合或兼并了别克、凯迪拉克、雪佛兰、奥兹莫比尔、庞帝亚克、克尔维特等公司，拥有铃木、斯巴鲁等公司股份。

受金融危机影响，2009 年 6 月 1 日美国的这家“百年老店”宣布破产保护，其股价也跌到了 75 美分，并于当时退出了金融重地华尔街的交易平台——纽交所。这家全球汽车业龙头，退市前股价与 2000 年 4 月份的 94.63 美元高点相比下跌了 99%，其中单是 2008 年就下跌了 87%。联想起金融危机中的美国五大投行股价大跌，可以认为，在市场经济发达、资本市场规则与法律完善的欧美市场，任何公司都可能因经济衰退、公司自身问题遭受严峻打击局面，不符合上市条件就退市是资本市场的重要准则。反观目前中国 A 股市场，一些公司连续 10 年不分红、有的业绩亏损累累资产明显为负，却能够始终在保护政策的支持下没有退市。一些新股 IPO 一上来就是热炒，形成泡沫化的 PE，但相关的退市政策却难产，一些利益包装、PE 腐败类明显的公司仍然在风险中前行。然而，当时通用汽车的破产退市没有给我国相关公司以足够警示，泡沫、重组、内幕交易仍然大行其道。从通用的案例中可以看出，未来那些经营不善的公司彻底退出，也许是 A 股市场的一个方向。

在阔别股市 16 个月 after，通用汽车业绩大幅度回升，并重返资本市场。通用的发行价为每股 33 美元，市盈率约 8 倍，低于福特汽车 12 倍左右，在纽交所挂牌交易首日收于 34.19 美元，涨 361%，动态 PE 不足 9 倍。

从此次川仪股份的基本面来看，公司在国内同行业企业中综合实力排名第一，公司各主要单项产品在行业中排名前列，具有较强竞争优势。公司募集资金所投项目主要是为了消除产能瓶颈、发挥优势产品的规模化效应、增强公司技术创新能力、推动产品技术升级和结构优化。各券商对该股的合理股价也出现了评级上调。

美国通用汽车的退市与回归，表明美国资本市场的市场化程度完善。对于一家公司而言，它不符合上市规则时就直接退市，而当其达到交易所相关条件后就可重新申请上市，这不仅体现出证券市场的巨大投资风险，也给了相关公司重生的机会，这是市场化最好的体现。从中国资本市场来看，由于市场化不充分，政策保护明显，一些公司经过这样或那样的重组保护，没有出现通用、贝尔斯登等那样股价雪崩退市的情况，很多泡沫风险凝聚、无分红回报的公司长期停留在市场上，其未来也可能将面临市场化规则的影响。

总体而言，通用汽车的退市与新生充分表明了资本市场“优胜劣汰”的市场规则，回归市场理性定价也反映出公司业绩的体现，更体现了“买者自负”的交易原则，本次中国资本市场也出现了川仪股份的相关案例，虽然川仪股份此次 IPO 上市案例与美国通用汽车有所不同（前者是股东重组后，后者是业绩回升后回归），但基本的退市后再上市却异曲同工，对我国资本市场而言，无疑具有较好的市场意义。甚至为业绩亏损与符合退市条件的企业提供了一个退出后，如果业绩增长，进而带来复活的机会，利于市场优胜劣汰机制的完善。



理性看待 A 股上市公司高管辞职现象

■ 财经评论员 肖玉航

从世界资本市场来看，上市公司高管辞职现象均大量存在。对于 A 股上市公司而言，虽然有些是一种正常的辞职行为，但从目前所出现的案例来看，有些则需要引起投资人的警惕，由于 A 股市场相对于成熟市场而言，具有诸多问题与市场欠规范的因素存在，因此对于 A 股上市公司此类现象而言，需要理性看待。

研究发现，近年来，A 股上市公司高管辞职可谓“潮起”明显。从轨迹情况来看，2013 年 11 月的半个月内是个小高峰，相关数据显示：2013 年 11 月份中，在不足半个月的时间里已有 53 家 A 股上市公司的 67 名高管宣布辞职，平均每天就有超过 4 家上市公司的高管人员离职，而此之前的 10 月 30 日，豫能控股从董事长到总经理的核心管理层发生集体变动，对任何一家上市公司均是一个不小的地震，而这一震荡配合 11 月上旬的高管辞职潮，可以说上市公司高管辞职现象表露明显。

从今年情况来看，上市公司高管辞职情况依然明显。数据显示 2014 年 6 月 16 日收到公司董事长兼总经理李旭亮先生、公司副董事长黄冠志先生、公司董事梁金成先生、公司副总经理祝炳忠先生的书面辞职申请。2014 年 7 月份，继总经理、财务总监、研发部门副总监等陆续离职后，上海家化又现离职潮。上海家化电商团队中 20 余名高管集体辞职，包括总经理王荔扬；而定增重组转型的上市公司林州重机在 2014 年 8 月公告中也显示：在宣布定增方案的同时，林州重机董事、独立董事等 5 名高管因个人原因宣布辞职等，查阅上市公司公告发现，今年以来上市公司高管辞职现象有增无减，而集体辞职的情况明显增多。

研究中国 A 股上市公司高管辞职原因来看，笔者认为原因为经济人的逐利性、制度漏洞、中国资本市场的不成熟、股权激励计划不完善和职业经理人的财务自由主义观念等密切相关。从近年上市公司所体现的原因来看，主要集中在：个人原因、价值观与战略分歧、遭遇瓶颈公司转型、套现脱

身、掌门人缺点外显太盛、内部调整频繁，发展空间不足、为了家庭退出等，可以说各个公司高管辞职原因不一。透过现象看本质，实际上，A 股上市公司的高管辞职情况，需要投资者区别对待，理性分析。

对于个人原因、转型、发展空间不足、待遇等所产生的高管辞职，这应该可以理解为一种正常的辞职行为，这是由于目前高管作为经济人的本性、行业因素与发展分歧等所产生的一个正常行为，在世界主要资本市场上，这种辞职对于上市公司而言，负面影响作用并不大，对于投资者的股票标的而言，需要关注其后续发展，采取应对策略能够避免风险。

对于一些出现的集体核心高管辞职、并购定增式的违规回避、包装企业上市后的兑现等需要引起投资人的高度警惕。比如在上市公司并购定增过程中，中国 A 股上市公司相关企业往往采取高估目标价格、采取画大饼的形式进行项目包装，这在近年光伏产业、电子制造领域等出现多起，如果出现总经理、独立董事等提前项目公

布前辞职，则要当心这种并购定增所体现的未来产业转型包装失败、上市公司业绩大降、违规后的法律处罚等圈钱风险。

研究认为，对于高管大面积离职的公司应区别对待，有的公司目前业绩看起来不错，持有股份的高管离职说明其对当前的股价并不乐观；有的公司基本面很差，出现高管大面积离职，如果公司正进行重组，不排除是通过高管换血来激活公司的经营，这类公司反而值得关注。

总体而言，近年来，我国 A 股市场出现了多起的高管辞职现象，一些业绩优秀、品牌影响力较大的行业公司，也出现了高管集体性辞职情况。比如家电行业、制造行业、食品行业等。这些企业有的是违规处罚前出现、有的是行业竞争明显而导致高管创业、有的是业绩大幅度下降、有的是为保障定向增发回避违规事项等。可以看出，这一系列的高管辞职特别是高管集体辞职行为后面，有着行业与公司的大的风险隐患，因此作为投资人而言，对于上市公司频繁的高管辞职现象需要引起警惕，理性分析。

对沪港通的预期影响不宜过高

■ 财经评论员 肖玉航

近期观察发现，沪港通的联网测试即将展开，表明内地与香港证券投资通道的政策有望落实，但从市场机制、运行体系、投资者参与门槛等来看，市场借以利好推动的此项政策，在存在机会的同时，也面临着风险因素的演变。因此，投资者不宜对沪港通政策的预期过于乐观。

沪港通就是上海证券交易所和香港联合交易所将允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。

今年 4 月，证监会与香港证券期货监察会联合公告称，将在 6 个月内正式启动沪港通，意味着内地股民届时可直接炒港股。根据细则，沪股通总额度为 3000 亿人民币，每日额度为 130 亿人民币，港股通总额度为 2500 亿人民币，每日额度为 105 亿人民币。受此消息影响，部分沪市大盘蓝筹类股票出现一定程度的表现，但作为长期观察 A 股市场的研究者，笔者认为，投资者须理性看待沪港通政策，充分认识其可能的机会与风险。

诚然，沪港通对于 A 股市场开放以及保持香港与上海资本市场的国际地位有其一定的积极意义，但透过两个市场的运作与特征来看，研究认为实际上沪港资本市场存在一定的障碍或风险溢价的深度结构性影响。就目前香港与上海市场而言，笔者认为三个层面需要明确力度或深化改革，否则其不对称性对接有可能引发投资风险的产生或对

接过程中出现较多的市场问题。

首先，两市对接的股票交易机制不同

联合公告明确指出，试点初期沪股通投资标的股票范围包含上海证券交易所上证 180 指数、上证 380 指数的成份股，而基于上证 180 指数成份股选出 50 只样股的上证 50 指数，同理也在试点范畴内。香港市场则推出 226 只大型权重股票。对比两个市场此类权重股票的影响来看，的确是具有典型的代表性，比如香港的长江实业、和记黄埔、恒生银行、港交所等。但如果仔细分析，两个市场的大盘权重股票交易机制完全不同，即香港市场实行的 T+0 且无涨跌幅限制，而上海则是 T+1 且有正负 10% 的交易制度，如果两个市场对接，在交易标的股票上，体现出不同的交易轨迹，这显示对于对接交易构成较大的非对等交易，因此上海证券交易所股票交易的改革需要加快。

其次，投资者参与门槛非对等

按照今年 4 月中国证监会新闻发言人张晓军介绍，沪港通采用人民币作为结算货币，香港投资者参与内地股市无限制。但从香港方面来看，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。很显示，这种非对等式的交易参与门槛对未来 A 股市场将形成

不确定性影响。

最后，交易所运行机制不同

从此次合作的重要载体来看是上海与香港证券交易所，上海证券交易所是一个以会员制运行的组织架构，具有典型的行政色彩；而香港联交所是一家以公司制为主的上市公司，其监管体现市场经济的特色，其本身就是维护股东利益和法律前沿的公司机构，因此笔者预计，未来监管过程中，会员制为主的上海市场与公司制特色运行的港交所，将在某些交易者利益维护与体制运行上形成不和谐的概率将体现出来。研究历史轨迹来看，港交所运行过程中，尊重股东利益与维护法律层面非常到位，大比例现金分红与良好业绩共存，坚持独立性之强等将深刻的影响沪市，能否达成交易运行监管机制的顺利需要观察。

观察认为，上述三个不同的关键点是构成沪港通能否顺利对接的关键，而在现行 A 股市场来看，要完成三个层面的转换并非短期所能完成。香港大型权重成份股如果以单纯的估值来看，与沪市目前的权重股估值大致相当，但研究发现，香港一些大型权重股历年的分红回报要高于 A 股同类股票，许多公司实行的是 1 年 2-4 次分红，港交所这样的公司还出现过 1 年 90% 净利润分红的情况，而沪市的公司大多分红有限，这种情况会否导致沪市稳健投资者转移香港投资是难以预料的；同时，如果 A 股公司大比例分红会否导致业绩不佳、退位于绩差股也需观察。

从风险的角度来看，笔者认为，风险来自于对接过程中所体现的信息互换与投资者行业、心理、宏观经济敏感度偏差等一系列影响，从信息量出现对接来看，内地投资者会发现，香港创业板股票的股价之低或世界各国创业板股票之风险将深刻的体现出来。香港创业板是一个真正意义的买者自负市场，股票价格非常之低，仙股与角股非常之多，同时交易轨迹上所体现的绩差股零成交现象也非常普遍，退市公司的市场化消失体现的风险因素是非常明确的。因此在沪港对接中，A 股中不仅仅包含深圳创业板和中小企业板，还包括沪深主板一些绩差公司股票或将面临结构性股价回归的甚至结构性股灾的影响可能，因此这是沪港通政策实施可以预见的一个风险。从实际情况来看，香港投资者多年转道式样投资深圳 B 股市场，实际上对股价的向上拉动也不明显，相反，有时还出现部分 B 股大幅走低，何况深圳只有 50 家 B 股公司，因此沪港通推出前市场可能产生上海与深圳大型股票的异动，但真正推出后，则将其归于平淡的概率为大。

总体而言，沪港通体现出中国资本市场对外开放的一个信号，但对接过程中所引发的交易机制、监管机制、参与机制不对等以及结构性股票的巨大风险将明显，因此对于沪港通政策，投资者需要理性的看待。一方面要看到切实能够体现分红水平较高、投资回报较好且公司运营规范的两个市场品种机会，同时也要深入防范一些假绩优、真绩差且回报较差的股票价格回落风险的异动。一名话，对于沪港通的推行所生的预期不宜过份乐观。