

国寿 AH 股停牌出现时间差引发市场关注

# 上交所回应港交所:A 股停牌制度符合国际惯例

专家认为,目前上海、香港两地上市规则不同,投资者投资习惯不同、市场整体情况也不同,在此条件下建议 A 股与 H 股停牌机制完全一致似乎为时过早,也略显盲目。

□本报记者 王璐

中国人寿 4 月 23 日因整体上市传闻在 A 股、H 股两地市场停牌出现时间差一事引起了市场的关注。对于此事,港交所方面似乎颇为高调,在接受媒体采访时频频表示,造成这一问题主要因为两地停牌制度存在差异,并称港交所方面遵循的是国际通行的上市股票暂停交易规则,希望内地交易所的停牌制度能与之趋同。

而记者昨日通过向上海证券交易所方面了解情况后获悉,此次停牌产生时间差并非源于内地停牌制度的不合理。上交所对中国人寿 A 股采取停牌措施不仅有章可循,同时也是在遵循国际惯例基础上实施的。

## 事件始末究竟如何

此事是否如上述报道所描述的别样,责任主要在于上交所的停牌制度不合理造成,或者是因为港交所没有及时收到停牌通知所致呢?带着这些问题,记者昨日特别向上海证券交易所有关部门人员进行了求证,以进一步了解事情的来龙去脉。

据悉,4 月 22 日下午 6 点左右,上交所上市部有关工作人员在新浪网上发现中国人寿要整体上市的文章。文章称,“在央企整体上市的热潮中,知情人士透露,中国人寿保险(集团)公司也要整体上市。”

“当时,我的第一反应就是了解该事件的实情,所以我立刻打电话联系中国人寿有关负责人。”该工作人员称,“不幸的是,当天中国人寿的主要管理人员均在欧洲、中国香港、美国进行路演,我一直找不到人。最后,通过保荐人中金公司有关人士我和公司方面联系上。”

据悉,4 月 22 日晚上北京时间 9 时,中国人寿有关人员给上交所该工作人员打了电话,该工作人员就把网上看到的传闻以及有关想法和公司方面进行了沟通,公司方面当即反馈说并没有这件事情。

“根据上交所《股票上市规则》的规定,我们认为由于此事国寿应当停牌,所以将此层意思传达给国寿,并提醒公司及时提交停牌申请,并叮嘱公司第二天即 4 月 23 日一早要跟港交所申请 H 股的停牌。”

该工作人员告诉记者,当天晚上,为了确保香港方面能及时获知中国人寿 A 股停牌信息,他一直在跟港交所联系。“可能由于那天是星期日而非工作日,所以我始终没能和港交所工作人员取得联系。”

4 月 23 日上午开盘前,中国人寿及时把停牌申请递交给上交所,上交所遂决定对其 A 股实施停牌。与此同时,从 8 点 40 分开始,上交所再次联络港交所方面,但电话一直打到 9 点钟之后才有人接听。“电话接通后,我迅速把停牌事件向香港方

面作了传达。”该工作人员称。据记者了解,当时,国寿公司也在跟港交所方面进行联系。但港交所方面因没有接到公司董秘本人亲自通知而未能及时处理停牌事件,这也最终导致了国寿 H 股一直到 9 点 50 分左右才开始停牌。

## A 股停牌有章可循

对于上交所此次对中国人寿 A 股实施停牌的做法,业内专家认为完全是有意可循并符合国际惯例的。有关专家表示,首先,上交所此举完全是按照其《股票上市规则》进行的。根据上市规则第 12.6 条,“公共传媒中出现上市公司尚未披露的重大信息,可能或者已经对公司股票及其衍生品种的交易价格产生较大影响的,公司股票及其衍生品种应当停牌,直至公司披露相关公告的当日上午十点三十分复牌。公告披露日为非交易日的,则在公告披露后的第一个交易日开市时复牌。”

“根据这条规定来看,上交所此举完全有其理由。”该专家同时指出,整个过程也是符合国际惯例的,因为上交所所在获悉传闻后首先向国寿公司进行了确认,在接到公司停牌申请后才同意其 A 股停牌,同时出于谨慎也要要求国寿方面要跟港交所进行确认。

“所以,媒体所报道的‘内地股票交易所无须咨询上市公司,即可暂停某只股票某一时点(段)的交易活动’的说法是毫无根据的。上交所同样遵循国际惯例,在暂停股票交易之前,知会了相应的上市公司。”

该专家同时向记者详细分析了内地市场目前的停牌制度。他说,以上交所现行《股票上市规则》中设置的停牌制度而言,主要分两部分:一部分是例行停牌即日常停牌;一部分是紧急停牌。就日常例行停牌而言,上交所目前正在改进,新修订的上市规则中已经大大减少了例行停牌。

“事实上,即便不改进,内地的例行停牌和香港方面也是没有冲突的,因为这些规则事先都是明确的,所以不存在操作上的疑难,而这次发生的国寿事件和以前发生的中石化与旗下上海石化停牌事件,都是因为紧急停牌造成的。”

该专家表示,紧急停牌上交所是按照上述 12.6 条来操作的。对于中国人寿整体上市传闻,在市场无法通过正式渠道及时确认一个消息真伪的情况下,上交所当然有理由将股票停牌,然后通过正式渠道消除影响后,再恢复正常的市场交易。真消息影响市场自不必说,即使是假消息,对市场同样可能造成误导。如果在正式信息发布前,任由虚假信息在市场传播,同样对市场交易和投资者利益保护不利。作为交易所而言,要做的不仅是确保信息披露的公平性,同时也要

给市场一个真实准确的信息。

## 停牌制度统一有待商榷

目前,港交所方面公开表示,希望内地交易所的停牌制度能与之趋同,能与国际接轨。对此,专家认为,目前上海、香港两地上市规则不同,投资者投资习惯不同、市场整体情况也不同,在此条件下建议 A 股与 H 股停牌机制完全一致似乎为时过早,也略显盲目。

有关专家表示,目前内地市场股票一旦停牌,一般都会等到上市公司正式发布信息后再复牌,而内地投资者获取正式信息的渠道肯定是报纸,这是长期以来形成的习惯。如果在报纸公告前仅通过交易所网站等渠道发布信息并复牌,很难保证投资者能够及时公平地获取信息。但香港方面可以通过“大利市”系统发布信息,消息一旦发布股票就可以复牌,这也是内地市场与香港方面的差异之一。

再者,内地经济条件不一样,因此很难保证投资者都能够通过网上的渠道来了解信息。而且,在内地投资者以中小投资者为主的情况下,一定要提高他们的信息获取门槛也是勉为其难的。

“所以说,即使港交所目前采用的停牌制度和国际接轨的,但国际标准未必完全适用于内地证券市场的实际情况,不切实际的趋同显然是盲目的。”

另据记者多方了解到,事实上目前内地和香港已经形成了联合工作组,并签订了相关备忘录,也确立了沟通机制,只是实际运作还有细节需要完善。据悉,在这次国寿事件乃至前次的中石化复牌风波中,上交所均是上午 9 点左右就通知了港交所,但港交所未能在开盘前处理完有关问题。鉴于此,以后遇到此类问题,建议双方是否可以考虑更早地进行沟通,比如 9 点前通知对方,这样可以留给另一方更多的时间来应对。

另一方面,港交所对于停牌是否能加强与公司的沟通,提高决定的效率。国寿事件上,尽管该公司高管正在欧美、香港等地路演,但上交所还是通过各种渠道积极联系,并在停牌前夜即 22 日晚晚上与国寿公司取得联系,告知了停牌决定,并提醒国寿尽早与港交所沟通。但从 9 点接到上交所通知起,港交所直到当日 9 时 50 分才联络到已有停牌准备的国寿公司有关负责人,之后才停止交易。在港交所和上市公司沟通方面,是否还有提高效率的空间。实际上,随着越来越多的内地上市公司赴港上市,港交所方面也应该更多地沟通与内地上市公司之间的沟通更加便捷、顺畅。港交所作为一家国际性交易所,面对来自不同地区的上市公司及其本土监管机构,如何加强沟通与协调也是其应重点考虑的问题。

证交所认为有问题,有两天时间可以问国寿高管人员,犯不着到周一早上才要人家停牌。”

有关报道称,“周文耀表示,中国人寿的 A 股在 23 日上午 9:30 停牌,但港交所是在 10 分钟之后仍然没有收到停牌公告。”“内地股票交易所无须咨询上市公司,即可暂停某只股票某一时点(段)的交易活动。但香港股票交易所遵循国际惯例,在暂停某只股票交易之前,要知会相应的上市公司。”“周文耀希望上市公司能在申请停牌当日的早 9 时之前通知香港交易所,以便香港交易所能有一定的时间来明确并暂停相关权证的交易。”(王璐)

## 新闻链接

# 媒体报道直指上交所

4 月 28 日,有关媒体发表的题为《国寿事件疑警钟 停牌差异致 A+H 交易混乱》和《A 股与 H 股停牌机制统一》两篇稿件在互联网上广为流传。两篇文章均采访了港交所有关人士,并引用了港交所行政总裁周文耀 4 月 26 日就此事发表的公开意见。

从公开来看,港交所方面对于上交所这次要求中国人寿停牌似乎颇有微辞,且对内地的停牌制度也有“想法”。根据报道,港交所一名负责大陆事务的高层人员曾向记者表述称,“我们的原则是上市公司可以不停牌不停牌,内地是停牌就停牌,我们与上海

# 上调存款准备金率对股市影响有限

存款准备金率再次上调

央行 29 日宣布,决定从 2007 年 5 月 15 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是央行今年第四次动用这一货币政策工具,也是自 2006 年以来第七次上调存款准备金率。

业内人士大多认为,上调存款准备金率对股市的影响不大,由于投资者的热情高涨,市场有望延续“红五月”的走势。

□本报记者 苗燕 但有为

央行此次上调存款准备金率可能会使投资者对“持币过节”还是“持股过节”的决策产生困惑,不过,业内人士大多认为,上调存款准备金率甚至加息对股市的影响不大,由于投资者的热情高涨,市场有望延续“红五月”的走势。

央行“五一”长假前动用调控工具已经不是第一次,只不过央行这次没有使用对市场影响更为强烈的加息。中金公司首席经济学家哈继铭表示,如果央行节前不加息,节后股市仍会大涨,如果上调存款准备金率后马上加息,节后的市场将更加理性。

国务院发展研究中心金融所副所长张承惠昨天在出席第三届“中国金融改革高层论坛”时表示:“我相信 50 个基点对证券市场和股票市场不会有太大的影响,但是要收紧到更高的程度可能会有一定的影响。”

业内人士大多认为,央行上调存款准备金率主要是抑制银行体系的流动性过剩问题,是为了引导货币信贷的合理增长。央行再次上调存款准备金率是因为调整的幅度不到位、没有达到收缩和缓解流动性过剩、抑制信贷和投资过快增长、优化金融资产结构、改善经济增长方式的预期目标,此举对于股市和基金市场的影响微乎其微。由于投资者对市场表现出极大的信心,开户数及成交量屡创新高,上调存款准备金率甚至加息对于股市资金面的影响非常有限。

中登公司的统计数据 displays,上周 A 股市场的成交再创历史新高,沪市的周成交量达到 8748.71 亿元,较上一周再度放大近 400 亿元。此外,2007 年 4 月,交易日的新增 A 股开户数均超过 12 万户,4 月最后一周的周一至周四,日均开户数达到 30 万,最高的一天 4 月 24 日达到了 31.11 万户。截至 2007 年 4 月 26 日,包括 A、B 股及基金在内的沪深两市账户总数达到 9254.95 万户,而新股发行冻结资金规模也能够说明股市的资金充裕程度,中信银行与交通银行的发行均冻结了 1.4 万亿元以上的资金,新股发行的冻结资金数量的纪录被不断刷新。

此外,业内人士指出,包括加息等继续收紧流动性的调控手段已提前被市场消化。而在未来很长一段时期,抑制流动性会成为一种常态。因而,寄希望于流动性继续大幅提升 A 股市场的估值是不大现实的。收紧流动性会在一定程度上抑制市场泡沫,使市场的运行更加健康持久。



今年以来,央行已四次上调存款准备金率 张大伟制图

## 专家观点

# 二季度加息可能性仍很大

□本报记者 但有为 苗燕

央行昨日宣布,将从 5 月 15 日起再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点,这已经是今年以来的第四次上调。但几乎所有接受采访的专家都认为,此次上调不会是今年央行的最后一次。专家还认为,央行二季度再次加息的可能性仍然很大。

原中信建投证券首席宏观分析师诸建芳认为,央行之所以选择上调存款准备金率可能是因为考虑到目前流动性过剩方面还存在着很大的压力,因为从一季度新增贷款和货币供应两个指标看,央行回收多余流动性和控制贷款过快增长的压力还很大。

清华大学世界与中国经济研究中心主任李稻葵则表示,这次上调存款准备金率主要是为了解决

流动性过剩对资产价格和产品价格的不利影响。

李稻葵指出,目前大家对通货膨胀比较关心,也有许多担忧。资产价格上升固然很好,但不能大起大落。同时,最近投资增长也较快,有必要加以抑制。他最后表示,这次上调存款准备金率是央行的一个谨慎性措施。

诸建芳认为,如果外汇投资公司近期内不能成立,存款准备金率仍将是央行回收流动性的常规性工具之一,法定存款准备金率年内升到 12% 甚至 13% 都有可能。

中国银行高级分析师谭雅玲认为,从存款准备金率历年调整的效果来看,对银行贷款影响不大,说明市场资金面还是很宽裕。她认为,单靠一种手段影响有限,央行下一步可能还会结合加息等多种手段来抑制流动性过剩问题。

大多数分析人士认为,央行二季度再次加息的可能性仍然很大。北京大学中国经济研究中心昨日发布的最新预测显示,在参与预测二季度利率水平的 13 家

机构中,12 家认为央行会加息,并且 1 家机构预测央行会加息两次。值得指出的是,参与此次预测的均为业界最为权威的一些机构,中金、中信、瑞银等悉数在列。在这些机构对二季度 CPI 的预测中,CPI 的加权平均值为 3%,高于一季度 2.7% 的通胀水平。其中,最高预测值甚至达到了 3.5%。

北京大学中国经济研究中心宋国青认为:“影响物价走势的还是去年年报价格的惯性”。他预测,二季度 CPI 增幅应该会达到 3.1%。而今年的政府工作报告曾提出,将努力把 CPI 增幅控制在 3% 以内。

花旗银行中国区首席经济学家沈明高认为,目前通货膨胀不是大的问题,加息动力主要在于目前真实存款利率为负,这将直接刺激大量资金进入股市,并引发资产泡沫。他预计,央行二季度加息的可能性正在逐步增大。

原中信建投证券首席宏观分析师诸建芳认为,如果 4 月份有关数据仍不乐观,央行最快可能在 5 月份选择再次加息。



# 资金市主导,或增加市场对价外国企业备兑权证需求

投资国企备兑权证前,关注权证的净资金流向也是重要一步。所谓净资金流向是指利用备兑权证每日成交数据,计算发行商当日提供的买卖报价及在此价位成交的权证数量,即可得知该只权证当日的净资金流入的方向及多寡。评估备兑权证净资金流向时,一般是绝对数值去估计持仓投资者对相关正股的信心,以及市场对相关权证的需求。

价外权证的技术特性,是拥有较高杠杆效应,潜在回报及风险均高,所以,如投资者欲买卖价外权证之前,欲计算相关权证值得买率、低、同步分析因素有四:(一)港股整体形势及成交;(二)估计正股短期走势;(三)估计市场资金净流入相关权证及街货变化;(四)估计正股短期波动及相关权证隐含波动率。

以过去半年计,首先,分析国企中资权证市场形势,投资者积极买卖权证的同时,亦集中买卖国企中资权证,由今年 1 月至今年 4 月 23 日,整体备兑权证每日平均成交额达 102 亿元,已高于去年备兑权证平均成交额约 72 亿;期内,成交最多的股票权证,分别是国寿、中移、工行以及建行权证,相关权证占整体权证成交比重达 15.5%、6.9%、4.7%、以及 4.5%,总占比重约 31%,而传统蓝筹汇丰权证占整体权证成交比重约 4%,而个别国企中资股的表现,亦优于蓝筹蓝筹股票,配合市场资金充裕,一旦市场对相关权证需求大于供,相关权证价格的支持水平或较高。

第二,估计正股短期走势亦属重要,原因是,权证价格,同时受正股走势、正股波动、时间值损耗及市场供求等因素左右。若从行使价出发选择,若比较换价份数相同及其他技战术相近的认购权证,投资者之所以选择价外权证,普遍憧憬短期内急升的机会较大;原因是,价外、贴价、以及价内认购权证,反映其看好正股短期上升动力较强,一般,还是慢升、价外证价的潜在回报及回报均高于贴价证及价内证。

第三,从相关证资金流向及街货趋势出发,如正股上升,配合资金净流入相关认购权证,估计相关权证市场实力或相对较强;如正股下跌,配合资金净流入相关认购权证,估计相关权证市场实力或相对较差,一旦正

股反弹,投资者往往会急于沽货套现,以致相关权证走势未必能跟随正股变化。高街货权证受市场情绪影响程度较高。随着备兑权证街货量的增大,庄家活动对权证成交影响力下降,因而庄家对权证价格的控制能力较弱,权证价格主要受到市场情绪的影响。若配合正股短期有利走势,权证价格将具有较大的爆发力;但如果正股出现不利走势,权证持有者可能争相卖出权证离场,在此抛压之下,权证可能跌幅惨重,这时认购权证的下跌幅度可能远超过正股的下跌幅度。

第四,入场前,投资者要估计正股短期波动及相关权证隐含趋势。除了备兑权证的街货量外,权证的隐含波动也较受资金流向的影响。随着大量热钱涌入某只权证,投资者买卖权证的情绪高涨,成交活跃,权证隐含波动有上升趋势,由于价外权证对隐含波动的敏感高于贴价及价内权证,如投资者估计权证隐含波动存在上涨机会,届时,较进取的做法是将部份资金由价内权证,转移至价外权证。至于,权证隐含波动不仅受到正股历史波动、场内外相关衍生工具隐含波动的影响,市场情绪也是其中的影响因素。如果备兑权证隐含波动长期偏离正股历史波动,且偏离程度较高,那么隐含波动将有回调之势,权证价格也将随之走低。

总括而言,面对资金市主导的市场,我们应尽量避免剩余额期限较短的备兑权证,特别是高街货、高隐含波动而短期限权证。这类权证上涨下跌幅度较大,因而风险也较高。投资者应选择中街货量、低隐含波动及稍微价外权证。之所以选择价外权证,这是因为价内权证的有效杠杆低,而价外权证不仅价格便宜,而且有效杠杆也较高。在市场资金的推动下,如果正股价格上涨,使价外证渐趋价内时,价外证的高有效杠杆之下,为投资者带来不菲的收益。因此,在资金市主导下,价外国企备兑权证的市场需要可能增加。

比联金融产品网址为 [www.kbcwarrants.com](http://www.kbcwarrants.com)

比联金融产品为亚洲活跃的衍生产品供应商,提供多元化产品,包括权证、结构性产品,并积极参与投资者教育,详情请浏览比联网页。证券价格可升亦可跌,投资者有可能损失全部投入的资金。投资者应充分理解权证特性及评估有关风险,或咨询专业顾问,以确保投资决定能符合个人及财务状况。(广告)