



# 中國雙喜之特約文匯財經

— 雙喜·郵喜 —

中國喜 傳天下



雙喜文化傳承

# 細行寧做「駁腳」攻滬港通

## 陳立德：資源缺客路未明 又恐遲搞失商機

港交所(0388)上周五表示，滬港通公布後，初步收到逾500家券商的參與意向，當中超過200家表示有興趣參與，佔市場份額超過一半，其中逾70家券屬C組的小型經紀。該所對業界反應感樂觀，本月底將邀請券商遞交正式參與滬港通的申請表。但證券業協會主席陳立德表示，目前難以估計有多少的C組經紀會參與滬港通，相信很大部分的小型經紀只會採用「駁腳」(買賣轉介)形式參與，以免一次過投入大量資源到A股這個尚未明明的新業務。



■記者 周紹基、陳楚倩

**本報專訪** 陳立德在接受本報專訪時，表示業界尤其中小型經紀行對滬港通普遍有種「既期待又怕受傷害」的矛盾心情。他指出，要參與滬港通，需大量投資在軟件系統的升級上，首先是與港交所連接的相關硬件(開放式交易網關)，這是所有參與的券商都要購買的一套硬件，雖然目前未有具體資料，但據估計也要10萬至20萬元，日後還可能需繳付月費。

### 省卻投資軟硬件系統升級

另外是軟件方面，包括前台及後台的軟件，前台的軟件包括為客戶完成落盤、調查客戶手頭上是否有足夠的金錢或股票；後勤軟件則處理多種貨幣的兌換，以及編列人民幣計價的買賣收據等工作。兩者都需要券商自行找軟件開發商編寫。

陳立德估計，兩者各自的成本，也大約由數萬元至數十萬元不等，而且後台軟件同樣有月費的支出。三者相加起來，最便宜也需要投入約40萬至50萬元，還未加上員工培訓。故此，很多細行唯有只做「駁腳」，務求將成本減

低。所謂「駁腳」，即是將客戶的買賣指令轉介至有投資滬港通的友好行代辦。

### 港股民對A股認識仍不深

「內地投資者過去多年，其實已經透過不同的渠道，來港開戶並參與港股市，港股對他們並不陌生，據港交所調查，內地投資者交易金額約佔本港現貨市場的8%(見右圖)；相反，本地股民對A股的認識不深，對細行來說，未必有很多客戶有興趣參與A股，在本港尚未培養出股民對A股的興趣前，他們只肯抱觀望態度，暫做「駁腳」經紀，以降低投入的成本。

陳立德表示，滬港通只餘5個月左右的籌備時間，對業界來說是相當緊張。業界最擔心的，其實是滬港通開展後，其競爭力會否削減的問題。「駁腳」方法無疑可短期應付有關問題，但假若投資A股的風氣愈來愈盛，細行又不能提升其「裝備」，長遠來說，會影響細行的佣金收入。

「目前很多中資證券，由於早前投入大量資源提升系統，故相信很歡迎細行採用他們的交易系統。」



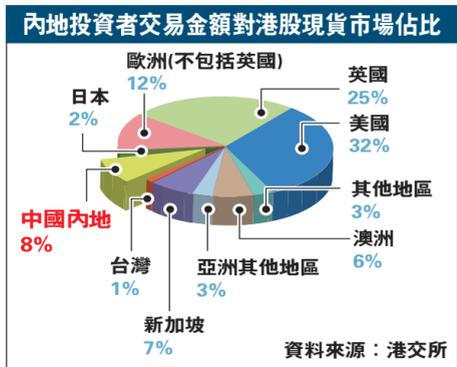
■陳立德認為，中小型經紀行對滬港通普遍有種「既期待又怕受傷害」的矛盾心情。 陳楚倩攝

對於有指因為滬港通的開通，令中資券商前段時間，大額投資自己的「兩地交易互通系統」，可能會因為「制式」與滬港通的不一樣而變得無太大用處，陳立德承認有此問題，並指出滬港通不單對細行，對中資行的生意也有一定影響，其實是公平的。

「以往很多中資券商的生意，均來自內地母行，現在滬港通出台，內地母行可以不經香港子公司落盤，變相使子公司生意減少。」

### 競爭加劇 佣金有下調壓力

他指出，滬港通對本港業界最大的影響，主要是佣金收入有下調壓力，因為變相令內地券商也可以直接參與港股市，令港股市的競爭者增加。但他強調：「滬港通是劃時代的建設，即使稍有影響，最終也能消化，因為反過來香港券商也可以參與內地A股，整個『餅』是做大了，問題是你本身有沒有能力，分食到這個大餅。」



### 證券行需投資的軟硬件系統

項目	作用	費用
港交所硬件	連接至港交所交易系統的中央聯通點	約10萬-20萬元，未來或有月費
A股系統硬件(若有)	連接至港交所交易系統的滬股通，專責處理A股交易部分	未知
前台軟件	處理客戶的落盤、調查對方有否足夠的資金與股票等	由數萬至數十萬元不等
後勤軟件	處理多貨幣的兌換、結算及編列收據等	由數萬至數十萬元不等，需付月費

製表：周紹基

## 蔡思聰：「駁腳」細行有得諗



■蔡思聰直言，細行以「駁腳」參與滬港通是較可取的方法。

資料圖片

證券業協會副會長兼中調證券副主席蔡思聰對本報表示，「駁腳」顧名思義是一間券商收到其客戶的買賣盤，再將其轉到其他經紀行做正式的買賣交易。假設「甲」券商的客戶要經「滬股通」買入A股，甲將指令轉到「乙」券商，透過乙券商買入A股。交易完成後，股份轉交甲券商的客戶，收據是甲券商所發出，甲的佣金收入，則需要與乙分帳。

「這樣運作的話，甲券商不用購入港交所的硬件，也不用投資前台軟件，只需要出錢提升後勤的軟件，以及向銀行取得人民幣的兌換額，便可參與滬股通，前期成本相對較低，對一些可能只有『兩間舖、十個員工』的細行，是較可取的方法。」蔡思聰直言，其協會旗下的會員，有大部分將先以此方法來參與滬港通。

## 憂「佔中」引發市場混亂

「滬港通」爭取在10月正式開通，但反對派煽動鼓吹的「佔中」行動，也可能於10月左右展開，或可能影響滬港通的推出及正式運作。「泛民高舉『佔中』旗幟，意圖逼中央上談判桌，但這樣會不斷衝擊本港的經濟基石，情況令長駐在中環的金融業界困擾。」證券經紀業協會主席陳立德表示，業界擔心「佔中」行動，打擊到本港金融業的經營和運作，尤其是滬港通剛出台，或引發市場一定混亂。

他指出，任何人士對於一些看法持反對的態度，是可以有各種各樣表達意見的方法，但決絕地採用違法的方法來表達意見，證券業協會的會員都認為不可取，尤其是證券界一向非常守法，對違法的事情相當敏感，甚至是反感，故不贊成有人以「佔中」方式表達訴求。

他續指，多年來，證監會訂立了很多法

例，業界也有不滿的地方，難道又把中環佔領了，迫使證監會退讓嗎？「我們業界一直有與證監會作緊密聯繫，不斷向證監會表達意見，很多時證監會了解到有關問題，都會從善如流，過去也曾多番改變監管的準則，以符合業界的看法。」他相信，溝通是可以達到共識的。

### 破壞金融系統運作 後患無窮

陳立德特別提出，以破壞金融系統的運作來威脅政府，無論最終能否成功，皆後患無窮，因為法治是香港及營商環境的重要基石，商業上很多的合約及協議等，純粹靠法律上的保障，以完成有關交易。一旦市民用違法手段衝擊法治，屆時本港的營商環境將會大打折扣，也難以給予交易雙方信心，本港的金融中心地位可能被動搖。

## 三大「不便」影響港資「北投」

自「滬港通」消息4月初出後，連月來兩地各界都鋪天蓋地參與討論此議題，認為滬港通目前還有很多不明確的問題，令業界憂慮滬港通推出的反應能否熱烈。證券業協會主席陳立德認為，無論是「T+0、T+2」結算、跨境執法、稅收徵費或人民幣兌換額等，全不是影響滬港通反應的主要問題。最重要是兩地制度上有三大「不方便」，或影響了本港投資者「向北投資」的意慾。

「滬港通剛推出，是需要時間讓其慢慢成長，但開局好壞與否，對整個制度往後的發展有很大影響。」他相信，憑藉內地人士多年投資港股的經驗，滬港通的「向南投資」(即「港股通」)部分，可望在短期內「爆額」，但「向北投資」(即「滬股通」)在初期較難熱絡，主要基於市場上的某些限制。

### 查證持倉繁複 難吸引基金投資

第一個「不方便」，是目前本港的投資者，並沒有

登記獨立的投資者帳戶，這類帳戶主要是投資者將資金及證券，存放於單一的戶口內，在買賣時可讓券商了解投資者的持倉情況，在很多已實行「無紙化」市場，如內地、台灣、澳洲、日本及英國等，都採用此種制度。

陳立德續說，但本港未實行「無紙化」，沒有此種制度下，客戶的股票及投資多存放於經紀行，對散戶來說，當然影響不大。惟基金大戶則不同，基金的章程是規定資金及股票不能存放於經紀行，一般的做法是「一手交錢，一手交貨」，經紀行為基金完成有關交易後，基金才會交出錢或貨，即是說，交易涉及的「錢與貨」，都不會經手證券行。

「問題是內地採用獨立投資者帳戶制度，買賣時需要肯定對方有足夠的資金或股票，才可作出交易，由於對方無法調查出基金那邊有否足夠的持倉，故本港的基金若要買賣A股，便需透過託管銀行做證明，但正因手續繁複，基金等機構投資者索

性不經滬股通投資A股，這將影響滬股通的成效。」陳立德說。

### 借孖展折讓大 掣肘A股炒作

第二個「不方便」，是根據本港證監會目前的股票再融資準則，抵押非港股的股票，會有巨大的折讓，「換句話說，持有A股的散戶，不能借到足夠的資金『炒A股』，目前孖展借貸交易，佔大市相當部分的成交，若A股借得少，將影響滬股通的發展。」

### 不容許大手買賣 成交難活躍

他續指，第三個「不方便」，是滬股不容許大手買賣。「大手買賣是買賣雙方之間，透過經紀行之間的互相對盤完成交易，買賣時不用排隊，只需在買賣完成後一定時間內上報港交所，由於本港市場的大手買賣，也佔每日成交的頗大部分，若沒有大手買賣的機制，滬股通初期要成交活躍實甚為困難。」

## 適時開放自貿區帳戶 跨境證券投資



中銀國際 杜勁松博士

5月份，國家外匯管理局出台了新版的《跨境擔保外匯管理規定》，進一步便利跨境擔保活動，推進擔保項下資本項目可兌換水平。央行上海總部亦發佈自貿區分帳核算業務實施細則，為在試驗區先行先試資本項目可兌換等金融領域改革提供了工具和載體。但是，前述兩份重要文件在跨境證券投資項下並未進一步開放舉措。

例如，跨境擔保規定第十一條，要求「內保外貸」項下資金未經外匯局批准，債務人不得通過向境內進行「借貸、股權投資或證券投資」等方式將擔保項下資金直接或間接調回境內使用。這一規定實際上極大地限制了企業先通過海外債券、股票市場籌集資金，然後再回流內地使用的難度。而在自貿區分帳核算業務細則中，第十四條規定自由貿易帳戶可辦理經常項下和直接投資項下的跨境資金結算，未含證券投資。第二十條則做出進一步限定，同一非金融機構自由貿易帳戶與其開立的境內其他銀行結算帳戶之間所允許的資金劃轉，並不包括證券投資(但允許償還自身名下且存續期超過6個月(不含)的上海市銀行業金融機構發放的人民幣貸款)。

### 以實現真正資本項目開放

跨境證券投資是資本項目開放最關鍵的內容，沒有跨境證券投資的便利化，就不可能實現真正意義上的資本項目開放。根據其他國家的經驗(特別是日圓國際化的教訓)，內地作為轉型經濟體系和外匯儲備大國，一方面需要協調好貨幣政策、匯率制度和資本項目開放的這三大改革主題的順序，考慮其相互影響作用；另一方面也需要按照漸進可控的原則分類推進改革。

### 可類似滬港通機控制風險

根據自貿區「可複製」、「可推廣」的理念，內地可以考慮在自貿區帳戶試點跨境證券投資。從投資便利化的角度，下一步可以考慮對自貿區帳戶合併QFII/RQFII/QDII額度體系，施行軋差管理。具體做法可類似於目前滬港通機制，不同之處是滬港通其實是由上交所、港交所分別持有相關額度並統一軋差，而在自貿區則可由單一機構持有額度並統一軋差。

從風險管控角度，要求機構必須註冊於自貿區，並按照機構淨資本規模為基礎批覆額度，並可繼續針對公募、私募基金實施不同的資本鎖定期限制(或徵收託資稅)，提高內地抵禦短期熱錢衝擊的能力。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)