

中證監修訂減持規則 劍指「解禁恐慌」

實鉅證券金融集團投資研究部

A股市場除了需要面對來自中美貿易紛爭及環球經濟增長放緩等「外憂」以外，近日，「內患」亦逐漸浮現在投資者眼前，所說的是A股解禁潮。2019年A股出現非常熱烈的減持情況，根據市場數據顯示，截至本年度10月23日，已完成減持的A股總數為240億股，以市值計高達2,550億元(人民幣，下同)，與2018年全年的減持市值1,952億元比較，股份減持的市值大增3成，亦創下了自2016年以來A股的年度減持新紀錄。

大股東於高位減持套現當然是可以理解，但大多時候大股東於禁售期過後旋即減持，

除了大大削弱投資者的信心外，更令股份價格出現大幅的「一字式」下挫，造成「解禁恐慌」。早前，天風證券(601162.SS)宣佈佔公司總股本的35.42%股份即將解禁，面對巨額數量股本解禁，市場爭先恐後地沽出股份，令股份連續兩日跌停板，雖然數日後集團推出緊急公告指股東將承諾不減持，股份的跌勢才略見緩解，但短短數日股份已下跌近20%。

長城證券(002939.SZ)亦將在下周一解禁，且解禁規模遠遠超過天風證券，解禁市值高達170億元，而就在解禁之前，股份已先行出現調整，一星期跌幅亦達20%。由此可

見，股份解禁與股價下跌差不多以畫上等號，這亦不會是投資者、大股東，甚至是監管機構喜聞樂見之事。

未來數月為解禁高峰期

更令市場關注的，是未來數個月將會是A股市場解禁的高峰期，根據統計，2019年11月至2020年3月份，A股市場將迎高達1.9萬億元的股份解禁，屆時或會出現沽貨潮引發股票市場的大幅波動，有見及此，近日有內地媒體採訪內地證監會相關人士，其回覆指目前已在修訂減持規定當中。

事實上，這並不是證監會首次就減持規則

作出修訂，過去四年其實已出現數次相關修訂，而最近的一次則是發生在2017年5月，亦是當時被稱為最嚴厲的減持新規，亦成功堵塞了部分減持漏洞。而本次修訂的重點之一是應對未來出現的解禁潮，由於大股東的持股成本低廉，面對股價大升，減持對大股東們必然具有相當吸引力，但個別上市公司股東只以股本回報為前提，漠視投資者的需求與回報，令小股東與大股東的立場不對等則是監管機構想要杜絕的。

冀修訂引入新思維治本

雖然內地證監會現時仍未就修訂發佈具體

細節，但可以預期，證監會的修訂並不會是單純在禁售期上作出延長，因為這只是治標而非治本的做法，相反，如引入一些新的思維，例如大股東的減持比例應與股份的業績掛鉤；或是引入階段性的解禁，如在一定時間後解禁一定比例的股份，以減輕股份解禁的影響等。

當然，修訂當中最值得考量的是雙方的平衡性，除了要保護股東減持股份的自由外，亦同時要顧及小股東的利益，以免造成市場的過度波動，畢竟，維持A股市場健康發展才是首要任務。(筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份)

市場氣氛略改善 美股徘徊待議息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場近期受到政治事件的影響較大，變得相當敏感，尤其是中美貿易談判以及英國脫歐。而對經濟增長前景的擔憂持續成為限制風險資產漲幅的重要因素。

10月初，對貿易談判和經濟增長前景相當擔憂，美國九月ISM製造業數據創逾10年新低，不及預期。服務業活動降至3年低點。至歐元區9月製造業PMI跌至近7年低位。俗稱恐慌指數的VIX一度突破20水平，風險資產受壓，美股大幅下跌。道指在月初初三日就下跌了逾700點，標普從3,000點附近一下子跌破2,900點，納指一度跌破200日線的支持。

美債仍窄幅上落

隨著貿易談判傳來好消息，以及脫歐協議有樂觀進展，市場情緒改善，VIX已經連續8日運行在15水平下方。美股也逐漸從低位反彈，道指上漲回兩千七下方，標普回升三千水平，納指已經回到八千水平樓上。只是貿易談判和脫歐協議目前仍充滿不確定性，投資者只能保持觀望。與此同時，目光轉向美國業績表現，不少都有亮麗的報告，但也有一些不及預期，貿易戰的影響顯現，美股的反應有限，仍保持在現有水平窄幅震盪，缺乏明確的方

向。不光是美股，美債也保持調整。10年期美債收益率一直保持下行趨勢，在1.5%水平找到支持，九月初作出反彈，但還是遇阻50日線，十月初曾再次測試1.5%支持。隨着避險情緒回落，重新升穿50日線，更逼近百日線，但從十月第三周開始保持窄幅震盪，始終無法突破1.8%水平。除了在等待脫歐和貿易談判的進展，焦點即將轉向美聯儲議息決定，減息概率逐漸升溫，現在已經有9成，這對於股市來說是利好。

美元有下行壓力

美匯指數今年來保持升勢，即便是有減息預期，也最多在六月跌破96後仍然連續走高，到最近正式減息兩次，美元也沒有受到太大影響，甚至在十月高見99.667。相對其他國家來說，美國經濟仍有優勢，美元資產繼續受到資金追捧。但從10月10日開始，美匯指數沽壓明顯增強，跌破50、100和200日線，好在本周止跌，97水平有支持。一方面是地緣政治風險減



貿易談判有成果，加上脫歐協議有樂觀進展，市場情緒明顯改善，利好美股等風險資產價格走勢。

弱，一方面是美國部分經濟數據不理想，且美聯儲並未有放慢減息步伐的態勢，令美元大有見頂之勢。

脫歐協議待落實

另一個焦點貨幣是英鎊。英國國會表決通過了約翰遜和歐盟達成的新脫歐法案，但拒絕迅速審議脫歐法案，政府只能等待歐盟同意脫歐限期的推遲。目前歐盟仍未對此作出正式回應。約翰遜表示如果歐盟

同意延後脫歐限期，將解散國會重新大選。脫歐事件在短短一個月內相當反覆，英鎊也很敏感。在突破1.3水平後，未得到進一步利好消息，英鎊轉頭向下，失守5日線，10月23日一度低見1.2841，好在有10日線支持，最終結束兩連跌。歐元也從十月低位反彈，升穿50和100日線，但畢竟歐洲經濟下行壓力大，歐元仍處在下行趨勢中。(筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份)

品牌是重要的資產

廖偉強 利嘉閣地產總裁

現今香港的年輕人對於社會及政府有莫大的怨氣，這股怨氣或多或少源自住屋問題，大多數年輕人都抱怨上車困難，置業夢變得遙遙無期。而積壓下來的不滿，剛好借助修訂逃犯條例事件而爆發，將社會存在已久的深層次矛盾反映出來。故此，筆者相信未來政府會加快落實及全力推動改善民生住屋問題等措施。

面對已發生超過四個多月的社會運動，市民開始感到無奈和厭倦，尤其是近幾個星期，每逢周六日也有大型示威活動或集會舉行，周邊的商場或店舖需要關門，交通同樣受影響，導致大部分市民都減少外出，即使假期也只能留在家，沒法過一些正常的生活，更莫說外出消閒活動。筆者

在早前假日期間，趁着中美貿易戰談判達成第一階段的協議，而市面好像平靜了一些時外出逛商場，同時可以呼吸一下自由的空氣，雖然還未有心情玩樂，但是吃喝還是需要的。

品牌提升產品價值

當在商場四處閒逛期間，看到一個法國品牌朱古力的櫃位，筆者知道朱古力的成分能夠帶來人開心愉快的感覺，明知這個品牌的朱古力價錢較其他牌子貴好幾倍，但也不想試試其味道是否名副其實。嘗試後，味道完全達到筆者所預期，但從產品性價比來衡量，有些品牌的朱古力與它味道相差甚微，但價錢卻便宜數倍，為何該

法國品牌朱古力仍可以賣那麼貴，這就是品牌的價值。由於這個牌子的朱古力目標客戶是一些有高要求的買家，兼且能夠負擔高消費的一群，當產品能夠符合他們的高要求時，品牌就能在他們心中建立起來，可以提升和支持產品的價值。

今日危難 明天機會

筆者從事地產代理行業多年，更加明白建立品牌的重要性，需要做好本業的品牌，利用專業的能力及多角度為客人分析他們所需，並為他們提供最合適的服務，最終目的是讓他們尋找到理想居所，並且改善他們居住環境和生活。筆者認為能夠做好品牌，就是提升個人及公司的價值的最佳方法，同時

也是公司重要的資產之一。

香港是擁有世界之都的優質品牌，多年來都受到鄰近的國家及城市所羨慕，這個成就得來不易，是上一代香港人努力的成果。在數月前，香港仍然被世界推舉為最自由及安全的城市之一，同時是美食之都及購物天堂，冠以東方之珠的美譽。而且在競爭力方面，也是全球名列前茅的城市，當中以金融及地產行業表現最為突出，不過近期的社會運動已經嚴重打擊香港的經濟及國際聲譽。即使情況如此，香港人也不要太過灰心，更不應失望，因為任何一個經歷都是學習機會，都是進步的動力，筆者有信心今日的危難就是明天的機會。

「懲罰性」監管有礙創新與增長—從歐洲GDPR談起

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

各國在數據保護方面的分歧源於不同的經濟約束條件與個性化的監管理念。根據梳理不難發現，歐盟在數據保護方面一直是全球的先行者，在落地層面也是全球最為嚴格的監管者。2018年5月歐盟推出的《通用數據保護條例》(以下簡稱「GDPR」)，是目前覆蓋面最廣的個人數據隱私保護法規，但其規定的違反數據保護行為將遭受的最高罰款額為2,000萬歐元或當年全球營業額的4%二者的較高值，監管的嚴厲令人望而生畏，也受到不少爭議，甚至被稱為「懲罰性監管」。

負面效果已浮現

歐盟嚴格數據保護條例使得近年來受到數據侵犯處罰的案例激增。自GDPR正式實施至2019年上半年，歐洲各國的數據保護機關已經收到超過14萬件侵犯數據權利的案件舉報；截止2019年9月底，總共有82個機構或者個人受到GDPR的處罰。大量處罰的背後是監管層對於數據隱私保護的高

度重視與從嚴監管的態度，其也為全球數據保護監管提供了一個可以參考的模板。然而，需要反思的是，這個模板似乎並不完美，運行至今多方主體的抱怨此起彼伏，甚至有批評聲音認為，其實施效果與立法目標背道而馳，不僅不利於創新主體的出現，有損於市場格局，也未能夠達到消費者保護的理想效果。

在筆者看來，歐盟「懲罰性」監管弊大於利，當下已有一些明顯的負面效果呈現，具體體現在：一是GDPR限制了商業業務開展，破壞了市場競爭格局。GDPR的立法目的之一是想為「歐盟單一數字經濟市場」提供「基本法」，有效促進商業發展。但是從效果上看，其卻並沒有起到提振歐盟數字經濟市場的作用。

例如，2019年美國「數據創新研究中心」對歐洲在線廣告業務調研的結果顯示，GDPR使得歐洲對在線廣告的需求下降了20%至40%。數百個網站完全停止對歐洲服務；截至2018年12月，超過1,000家美國新

聞網站無法在歐洲展業。美國前100家媒體中，約有三分之一選擇直接關閉他們在歐洲的網站，而非遵循GDPR的要求，其中包括《芝加哥論壇報》、《紐約日報》、《達拉斯晨報》等多家知名媒體。

企業合規成本過高

二是高昂的合規成本已使得歐洲錯失全球創新大潮，發展明顯落後於美國與中國。由於GDPR大幅提高了機構的合規成本和業務成本，多數商業機構備受其害。普華永道針對500家美國公司的調研結果顯示，至少有68%的美國公司預計將花費100萬到1,000萬美元的投入來滿足GDPR的合規要求，另有9%企業的預算超過1,000萬美元。凱捷諮詢(Capgemini)的報告顯示，截止2019年6月，受到GDPR監管的商業機構只有28%完成了其內部的合規工作。

過高的合規成本對於大企業而言尚且是巨大負擔，對於初創型企業而言更是難以承受。創新是經濟增長的不竭動力。新千年以

來，全球科技浪潮風起雲湧，金融科技、數字科技、人工智能創新方興未艾，短短20年的時間裡，全球誕生了很多改變世界的公司。但這一輪全球科技革命基本由中美科技巨頭引領，歐洲企業在新一輪科技創新大潮中已然落伍。截止2019年初，全球15家最大的數字公司全部都來自美國和中國，歐洲沒有誕生一家與數字科技相關的巨頭企業。歐洲作為諾貝爾獎的故鄉和兩次工業革命的發源地，有着輝煌的創新歷史和科技研發土壤，但受制於過度嚴格的監管，歐洲科技創新已明顯掉隊，不得不讓人深思。

三是GDPR並沒有起到預期的加強消費者隱私保護的效果。對於個人消費者來說，GDPR加劇了用戶對數據收集、使用、存儲過程的不信任，消費者保護也並沒有達到理想效果。雖然GDPR的立法初衷是通過可攜帶權、被遺忘權等新型數據權利的創設強化消費者對個人數據的權利和權益，但是GDPR並沒有設計有效的補償機制用以賠償個人在企業侵權行為中收到的損失，也沒有

明確的激勵機制用以預防個人數據權益在未來不被侵犯。

對於中國而言，伴隨着數字經濟時代的到來，中國數據保護與監管規則也逐漸從無到有，在摸索中尋求標準。基於歐洲GDPR的監管實踐，筆者認為，中國的精益化數據市場規則應當在吸取GDPR經驗與教訓基礎上推陳出新，「以促帶管」，尊重合同約束，堅持底線監管、科技監管。

一方面，通過政策和監管指導，明確行業發展所需的方向和範圍，同時，也為相關各方發展留出足夠的空間，允許和鼓勵風險可控範圍內的創新，通過監管的數字化、科技化應對新技術挑戰。從這個角度來講，能否在鼓勵創新和防範風險方面做好平衡，至關重要，關乎行業發展，考驗政策智慧。(節錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。