

內地擁抱新經濟 多管齊下促改革

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

今年《政府工作報告》提及，過去五年中國加快新舊發展動能轉換，新興產業蓬勃發展，科技創新由跟跑為主轉向更多領域並跑、領跑，成為全球矚目的創新創業熱土。資料顯示，2008年初，內地企業無一入選全球十大市值科技巨頭榜單；今年初，騰訊及阿里巴巴兩家企業成功打入該排行榜，分列第5及第7名。市場對吸引新經濟企業上市，在海外上市企業回歸A股市場的呼聲此起彼伏。

監管部門取態漸轉積極

2016年5月，針對中概股借殼上市中存在的亂序炒作行為，內地證監會作出暫緩審批的決定。去年2月相關負責人更表示，中概

股回不回歸內地市場，一樣是服務國家戰略。今年以來，隨着內地市場規範化制度化建設進一步深化，在暫緩推行註冊制的情況下，監管部門取態逐漸轉變。

年初工作會議提出，要吸收國際資本市場成熟有效有益的制度與方法，改革發行上市制度，努力增加制度的包容性和適應性，加大對新技術新產業新業態新模式的支持力度。兩會期間，內地證監會人士表示，要按照十九大精神，支持新經濟發展，抓緊「修路」，讓市場「開車」。從富士康上市程序提速中可捕捉到監管取態的變化：作為台灣現有上市企業（鴻海）分拆上市先例，富士康2月1日報送申請，3月8日即拿到IPO

批文，創A股市場最快紀錄。

兩大交易所加緊跟進

位於內地創新發展重要基地深圳的深圳交易所在2月9日發佈《發展戰略規劃綱要（2018-2020年）》，明確指出要突出新經濟新產業特徵，針對創新創業型高新技術企業盈利、股權特點等修訂現有規定，推動完善IPO發行的上市條件，擴大創業板的包容性，努力將自身建設成為世界領先的創新資本形成中心。其負責人多次表示，將從規則、市場準備、投資者適應等方面入手，做好服務新經濟企業「雪中送炭」工作；上海交易所亦不甘落後，今年1月，其負責人表

示，將積極擁抱新經濟，支持新一代BAT企業成長，透過構建多層次、包容性新藍籌市場，成就一批具世界影響力、競爭力的新藍籌企業。上交所並提出「補短板、強弱項、微調規則、簡便操作」的工作原則。

業界與市場反應熱烈

在證監會指導下，包括申萬宏源、廣發、浙商、華菁等多家券商目前正與客戶接洽。相關券商如在擬上市企業中發現「獨角獸」企業，將立即向證監會發行部報告。若該企業符合相關規定可實行即報即審，不用排隊，盈利要求亦可視情放寬。另外，現有海外上市企業回歸意願較高。除新東方暫未考慮之外，網

易、百度、搜狗、58同城等互聯網企業均表示，只要政策允許，願意盡早回歸，希望成為新政策下第一批從美股回歸A股的公司。

今年1月發佈的《第41次中國互聯網發展狀況統計報告》顯示，截至去年底內地境內外互聯網上市企業共102家，滬深、美國、香港市場各有46、41及15家；上市總市值共計8.87萬億元，滬深、美國、香港佔比分別為7.7%、37.5%及54.8%。內地大型新經濟企業受益於本土經濟發展卻多赴海外上市，內地投資者難以直接分享其發展紅利；境外上市企業則受制於地域、語言、文化、認知度、會計準則等因素面臨估值下降及訴訟風險等。內地市場擁抱新經濟企業應是大勢所趨。（二之一）

全球股市沾壓波動俱增

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

貨幣政策正常化的進程推遲，資金進入風險資產的步伐加速，全球股市樂觀，債市則不斷受壓，MSCI ACWI去年累升21.62%。然而今年以來，尤其是2月的巨震讓股市風光不再，2018年第一季度出現了較大的調整。

其實1月份的時候，全球股市還是延續升勢，進一步上攻，MSCI ACWI共上漲5.58%，是連漲的第15個月。新興市場人氣再升，不斷創新高的美股強勢，即使是美國政府關門也沒有阻擋其升勢，反而齊創新高。港股在新年躍上三萬點後，突破2007年高位，更是不斷刷新新高紀錄，曾見33,484.08點。就算是向來獨來獨往的內地股市也偏強，滬指1月份上漲5.25%，曾突破3,500關口。

VIX打破平靜

然而貨幣政策和地緣政治風險的影響進一步加強。尤其是2月初，美國經濟數據強勁，包括非農和薪資增長，讓投資者擔憂通脹上行壓力或影響經濟，而加息或比預期更快地推遲，加上估值原本就偏高，美股重挫。美債收益率升穿多年的下跌通道，上行動能加強，10年期美債收益率向3%的水平上攻。市場形成躁動，恐慌情緒蔓延到全球範圍，2月MSCI ACWI結束了15個月連陽，回落4.36%，各大市場普遍從高位回落，風險

偏好回落。恐慌指數VIX原本還是圍繞10水平上落，2月已打破這樣的平靜格局，曾高見50.3。雖然其後從高位回落，但VIX時不時地會在某日急漲兩三成，相當不穩定。

貨幣政策正常化推遲

對於貨幣政策方面，各央行還是大體延續收緊的態度。美聯儲雖然換了個新主席，但一時間也不會與耶倫的政策有太大的背離。3月迎來了如期的升息行動，由於已經早有預期，倒不會單獨因此有太大的波動，反倒是更關注聯儲對加息次數預期，得到的答案是年內共三次，但暗示了未來加息步伐或更快，被視作偏鷹信號，美股先升後跌。其他央行觀望的更多，加拿大在1月加息至1.25%，英央行5月加息概率上升，相對落後的歐央行和日央行更受關注，他們會否比預期更快地收緊政策，是後市關注的重點。

地緣政治風險增強

地緣政治方面，投資者已經能比較好地面對歐洲國家選舉等帶來的風險，注意力更放在不按常理出牌的特朗普身上，包括白宮人事風波、通俄門調查以及貿易戰，都令全球股市一同面對較大的沾壓，以至於股市一開始企圖從2月初的巨震中反彈回來，卻還是很快受到

地緣政治風險的拖累。

然而，近期一波科技股的拋售無疑更是雪上加霜。代表着新經濟的科技股一度成為股市的領頭羊，無論是美股市場的「FANG」，還是香港市場的騰訊（0700），都以強勁的業績，吸引資金不斷流入，其股價的抬升同時也給整個大市帶來推動作用。但Facebook用戶個人資料洩漏醜聞、Twitter遭做空機構構擊、騰訊手遊業務增長放緩且遭大股東減持等消息，讓全球科技股受壓共振。追高科技龍頭股，一是有背後業績的支

持，二也有羊群效應，誰都想在這裡分到一杯羹，但不少科技龍頭股紛紛從其股價高位回落，背後就存在着一個隱患，一旦恐慌情緒蔓延，羊群買盤將變為羊群賣盤，這讓股市的波動性將急劇擴大。

可以看到，2018年的一季度，打破了股市之前持續上行的格局，進一步邁向新階段，波動性回歸，地緣政治風險的影響加深，投資環境更為複雜，相信這只是開始，恐怕至少二季度也難以擺脫這樣的動盪。



美聯儲3月如期加息，市場關注加息次數預期，料加息步伐或更快。圖為美聯儲新任主席鮑威爾。

貿易戰對中國經濟影響有限

程實 工銀國際首席經濟學家

「千磨萬擊還堅勁，任爾東西南北風。」自2018年3月23日中美貿易戰全面升級以來，兩國均保持強硬立場，全球金融市場受到廣泛衝擊。我們認為，本輪貿易戰將跟隨美國中期選舉進程繼續演進，當前和今年11月將是貿易戰的兩大高潮期，貿易戰的金融衝擊亦將因資產類型、市場區域發生顯著分化。但是，基於三大原因，貿易戰對中國經濟的中長期影響相對有限。

中美「大而不能倒」相互依存

其一，貿易戰的經濟衝擊小於金融衝擊，中國經濟增速所受的負向影響預計為0.1至0.3個百分點。其二，中美之間存在「大而不能倒」的相互依存性，本輪貿易戰不會失控，兩國博弈將最終收斂於雙向妥協，新時代不會有「新冷戰」。其三，中國將堅持「以我為主」

的應對策略，短期反制措施和長期實力補強均具有充裕的政策空間。有鑒於此，當前和今年11月份的貿易戰金融衝擊值得警惕，但是我們對中國經濟中長期發展前景和中美新型大國關係依然抱有信心。

第一，貿易戰的爆發原因，正如我們此前研究所示，本輪貿易戰看似為驟然而至的意外之舉，實則是美國政策演變的必然結果。一方面，美國對中國貿易制裁的歷史演變路徑呈現「大趨勢+小周期」的顯著規律，制裁強度的階段性沖均發生在全球多元化的漲潮時期。2018年1月以來，新一輪多元化漲潮正式啟動，增大了貿易戰壓力。另一方面，用於「攘外」的貿易戰與用於「安內」的稅改存在內生邏輯的連續性。從短期來看，稅改將刺激美國經濟增長，並帶來商品進口和貿易逆差的大幅上

升，成為「貿易戰」的直接導火索；從中期來看，面對製造業相對競爭力下降的現實，主動構建貿易壁壘是美國推動製造業投資回流的重要抓手；從長期來看，更加利好富人的個稅改革方案將繼續極化美國業已加劇的收入分配不均格局，這將壓低製造品相對需求，並為未來全球製造品供給的相對過剩和可能的貿易衝突埋下伏筆。

兩國博弈轉為雙向妥協

第二，貿易戰的演變趨勢。從進程來看，本輪貿易戰剛剛開始，短期內難言結束。2018年美國的中期選舉將是決定貿易戰未來走勢的關鍵因素。通過定量分析美國各州的進出口依存度、選票數量和選舉進程，我們預測，貿易戰力度會在今年5月至9月隨着美國各州初選進程有所起伏，而在11月正式選舉的時點

附近貿易戰可能會再次升級。這意味着，當前和今年11月份將是本輪貿易戰的兩大高潮期，而今年5月至9月將會隨不同的區域選情而演進。我們認為，美國打響貿易戰的根本目的在於迫使中國進一步對外開放，特別是放鬆部分行業的進口限制。因此，從最終結果看，本輪貿易戰不會失控，兩國博弈將最終收斂於雙向妥協。

第三，貿易戰的經濟影響。總體而言，貿易戰引致的經濟衝擊將小於金融衝擊。在基準情況下，假設美國增收的關稅導致中國對美淨出口的等量減少，那麼2018年中國經濟增速將相應下降0.1個百分點。在極端情況下，假設貿易戰不斷升級導致中國對美淨出口損失80%，則2018年中國經濟增速將受到0.3個百分點的拖累。

（本文有刪節）

首季陷多事之秋 來季市場續波動

Jamie McGeever 路透專欄作家



美國總統特朗普的政策與人事安排、貿易保護主義、全球貿易升溫的緊張形勢等影響環球經濟走勢。

投資者在進行資金配置決策時要考慮到大量經濟、金融和政治信息。預料之中和意料之外的消息和事件總是在影響着投資決策。世事一向難料，但無論以何種標準衡量，今年第一季度都可謂是多事之秋：股市波動率出現最大幅度上升，全球貿易緊張局勢升溫、白宮政局動盪、科技巨頭首次遇困。

全球貿易緊張局勢升溫

全球股市創下連漲15個月的最長紀錄後，最終出現回落。標普500指數和道瓊工業指數今年以來均下跌，歐洲股市處於一年多來最低水平，投資者紛紛尋求避險。芝加哥大學教授Bob Aliber甚至稱美股可能已經在1月26日見頂，即將迎來長期下行走勢，未來數月和數年可能下跌50%。

這是一種悲觀看法，而且是十分極端的

一種。看漲派則指出，全球GDP增速為多年來最強，企業利潤繼續穩健增長，全球貨幣政策逐漸收緊背景下流動性依然充裕。考慮到所有這些利好因素，股市出現的任何下跌都應被視為買入機會。

第一季亮起的許多黃燈到現在仍在閃爍不停，其中包括貿易保護主義和不斷升溫的全球貿易緊張形勢、圍繞美國總統特朗普的政策與人事安排的高度不確定性、收益率（殖利率）曲線趨平以及信用利差擴大。

或許第一季市場走勢的標誌性特徵是波動性回歸，至少股市是這樣；而這一特徵也將在很大程度上決定第二季的表現。當然，波動率在2月初爆炸性上升後已經減弱，但尚未回到「大爆發」之前的低點。

投資者關注VIX變化

在美國2016年11月總統大選至今今年2月第一周期間，標準普爾500指數的VIX隱含波動率指數鮮有高於15，有好幾個月一直徘徊在10以下的紀錄低點附近。不過2月

初以來，該指數只有一低於15。雖然算不上警報，但卻是投資者習以為常、一個值得注意的變化。波動性上升意味着投資者可能更加厭惡風險，儘管現在還只是一點點。波動增加可能令投資者頭疼，但決策者則不然。

「我不會擔心，我很期待，」歐洲央行一名官員稱，「波動是好的，因為這使得人們心存警惕。這個世界是有風險的。低估波動性不是好事。」

即便在同一資產類別中，波動性和價格也存在很大差異，如美國科技股，Facebook、蘋果、亞馬遜、網飛和谷歌組成的FAANG族股票第一季漲幅或達20%，受網飛55%的漲幅帶動，但Facebook跌14%，在出現嚴重數據隱私洩漏，5,000萬用戶的數據落到一家政治諮詢公司手中的消息傳出後，該公司股票遭到拋售，股價從峰值下跌逾20%，進入熊市區域。

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。

手機硬件升級 多鏡頭成趨勢

李育禹 比富達證券(香港)市場策略研究部研究員

目前，全球智能手機出貨量增速放緩，手機廠商之間的競爭日趨激烈。為擴大競爭優勢，各手機廠商紛紛加大硬件及新功能研發的投入。攝像頭作為手機的重要零部件之一，成為手機廠商關注的焦點，新攝像頭技術應用帶動相關產業鏈快速發展，值得關注。

手機競爭日趨激烈

據高德納(Gartner)統計，2017年全球智能手機出貨量較2016年僅增加約2.7%至約15.4億部，其中內地智能手機品牌出貨量合計達約4.2億部，佔比達27.3%。隨着智能手機市場需求愈加飽和，提升產品品質和性能、優化消費者對於手機的智能體驗成為了各大手機品牌廠商的競爭關鍵。

攝像頭作為手機重要零部件之一，歷來是各大廠商關注的焦點。在智能手機普及的浪潮下，移動互聯網飛速發展，使消費者對手機拍照功能的要求不斷提高。高像素、OIS光學防抖、自動對焦、雙攝、3D鏡頭等技術不斷興起，手機廠商亦不斷加碼對拍照功能的投入。

攝像頭陣列迎機遇

受智能手機輕薄化趨勢的影響，手機攝像頭微型化極大限制了攝像頭性能的提升，在歷經長期技術升級後，單顆攝像頭性能提升遇到瓶頸，增加攝像頭數量開始成為市場發展的新趨勢。

相較於傳統的單攝像頭，雙攝像頭技術在夜拍降噪、快速對焦、光學變焦、景深應用等方面具有較好的效果。近年來，相關技術不斷成熟，開始被眾多一線手機廠商旗艦機型採用。同時，由於雙攝像頭技術工藝更加複雜，對組裝精度要求更高，其售價和利潤率均明顯高於傳統中低端單攝像頭。相關產業鏈公司紛紛加大投入，搶佔市場份額，內地有不少廠商在雙攝像頭模組領域取得較大成果。

雙攝技術的成功應用，為手機攝像頭性能提升提供了新的技術路線，通過提高攝像頭數量來提升拍照效果成為可能。日前，華為發佈的新旗艦機型P20 Pro便首次採用3主鏡頭攝影系統，成像效果可達單反相機水準。在消費者對拍照性能極致追求的推動下，攝像頭陣列或成為新的發展趨勢。

綜合來看，雙攝的成功應用已經開始推動攝像頭陣列化發展。高像素及多鏡頭預料成為未來手機的標配。多鏡頭新機型推出或帶動新一輪換機潮，為手機廠商帶來新的發展機遇。消費者對拍照性能要求的提升，將使相關產業鏈公司長期受益。



手機增加攝像頭數量成為市場新趨勢。圖為華為採用3主鏡頭攝影的新旗艦機P20 Pro。