

新經濟企業回歸 港挑戰與機遇並存

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

作為建設多層次資本市場、服務新經濟發展的重要手段，內地A股吸引新經濟公司的制度建設將呈現一個中長期、系統性改革的過程。相較而言，透過政策激勵與規則修訂，促進現有海外上市企業回歸，具有更強的現實緊迫性。

傳統通道需時長成本高

一般而言，透過私有化、拆除VIE結構、借殼或重新申請A股上市是傳統程序，但相關步驟涉及回購資金成本高、時間長，且面臨不少合規、監管與法律風險，成功重返A股市場的案例不多。

步入2018年，360借殼成功重新在A股上市

成為市場風向標，打破近年中概股回歸僵局。近期，監管部門表示，將進一步嚴格財務、行業、誠信狀況等相關要求，IPO審核趨嚴、節奏放緩的總體原則料不會改變，再加上排隊企業多、市況走向變數多等因素，在海外上市企業回歸一般預估需時兩年以上。

CDR方向已定細節待定

作為中概股回歸的便捷方式，有關CDR的討論甚囂塵上。相較於傳統方式，CDR毋需拆除現有架構、費用相對減少、融資渠道亦更為多元化，上市時間勢必大大縮短。目前主要障礙包括四大方面：一是人民幣尚未實現自由兌換，CDR市場將與基礎股票

市場相互分割，或造成同一隻股票在境內外不同價，成為市場投機炒作工具；二是監管分割，即CDR機制下被監管的主體在境外；三是法律適用問題，股票上市地與CDR上市地分屬不同法律地區，如何處理司法管轄權衝突及相應的法律適用問題；四是體量問題，通常ADR只發行小量股份，依此模式，CDR能否滿足市場投資者需求存在疑問。儘管具體操作仍待釐清，但制度改革的大方向已基本確定。

港可扮演重要角色

一是新經濟企業上市資源爭奪戰愈加激烈。就日前已在美國上市的新經濟企業來說，

在同等條件下，選擇回歸A股的吸引力預計會高於H股，本土市場與估值因素是主要考慮。另外，新加坡交易所吸引新經濟企業上市的條件更為寬鬆（剔除5億元市值要求、放寬日落條款等），預計最快7月可實現首家上市。香港面臨內地與新加坡兩大市場競爭，需在落實規則效率與上市條款方面進一步優化，更具操作性，才能在競爭中脫穎而出。

二是繼續彰顯香港固有優勢。在吸引內地企業上市方面，H股與紅籌股的發展歷程已成為內地企業國際化發展的成功典範；香港作為全球IPO集資中心地位日益鞏固，更多國際資金和投資者樂於參與香港市場IPO活動；隨着兩地市場融合度提升，香港作為全球投資

者運作「中國概念」，分享中國經濟成果紅利的功能並未失色；香港市場具有上市承銷、審計、會計、律師、稅務等專業服務方面的集群優勢，加上針對內地經濟金融的配套研究、分析和投資指引方面的優勢，已形成吸引內地企業來港上市的成熟產業鏈。

三是新經濟企業A+H股上市或是內地與香港市場的雙贏選擇。在吸引新經濟公司上市議題上，內地與香港市場也可加強溝通和交流，透過各自上市規則改革，切合新經濟發展需求，服務相關企業發展戰略。新經濟公司A+H股上市不失為其中的重要選項，料可為內地與香港融資方式創新與新經濟發展提供堅實支持。 (二之二)

貿易衝突持續 市場更趨波動

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期，中美貿易戰成為關注的焦點，一度令市場陷入恐慌情緒，風險資產紛紛受壓。其實早在特朗普競選的時候，高喊「美國第一」的特朗普就曾打過針對中國的牌，當時就揚言要向中國進口貨品實施45%關稅，但更多的是口水戰。直到今年3月中，衝突加劇，白宮確認特朗普政府尋求將對華貿易赤字縮減1,000億美元。而白宮新晉首席經濟顧問更表示考慮帶領盟國在貿易上對抗中國。

當時，VIX已經連漲三日，美股下跌，10年期美債收益率跌至2.817%。3月初，美國宣佈對進口鋼鐵和鋁產品分別加徵關稅，加上白宮經濟顧問科恩辭職的消息令全球市場再度進入避險模式。尤其是考慮之前他與特朗普在貿易問題上的分歧，他的辭職加大了市場對貿易戰的擔憂。

避險資產見支持

而真正爆發是在3月22日，特朗普簽署備忘錄，基於對華301調查報告，展開大規模單邊貿易保護行為。中國作出反擊，宣佈計劃對價值30億美元的美國產水果、豬肉、葡萄酒、無縫鋼管和另外100多種商品徵收關稅。

市場恐慌情緒急升，恐慌指數VIX單日大漲逾三成。美股重挫，道指隨後更跌至今年新低，亞洲股市也受壓普遍走低。恒指在23日一早就裂口低開1,140點，直接失守三萬點關口和百日線的支持。資金流入避險資產。債市反彈，10年期美債收益率回落，再次考驗2.8%的承接，內地債市也上漲。美元兌日圓在2月中跌破108至115區間後，重心進一步下移，3月主要圍繞106上落，但22日沽壓加大，第二日更跌破105水平。金價買盤動能明顯增強，23日一度突破1,350美元。

就在中美貿易緊張關係持續數日後，3月26日中美雙方進行洽談，投資者對此有所期待，恐慌情緒有所緩解，VIX回落15.44%，美股反彈，其他市場也修復，美元疲弱，不但運行在90下方，更失守50日線。日圓回吐升幅，金價倒是繼續獲得支持。

投資者情緒起伏

但對話顯然並沒有解決問題，反倒是讓矛盾升級。美國發佈對中國產品徵收關稅的清單建議，涉及航空、資訊和通信技術、機器人和機械等行業，總規模



■ 特朗普日前簽署備忘錄，基於對華301調查報告，展開大規模單邊貿易保護行為。路透社

大約為500億美元，進一步加劇中美貿易摩擦。很快中方作出回應，對美大豆、汽車、飛機等106項商品加徵25%關稅。

不難看出，對於中美貿易，市場的神經已經相當緊張，每當有矛盾加劇的時候，避險資產包括債、日圓和黃金獲得買盤支持，而風險資產尤其是股市面對

較大沽壓，如此也各類資產更為波動。黃金起伏不斷，雖然有避險情緒支持，但始終無法突破1,360美元的區間阻力。日圓亦以震盪為主，但上行的動能在突破區間後明顯加強。預料未來雙方摩擦還將加劇，恐怕難言何時結束，畢竟是兩大經濟體之間的較量，對於全球資本市場的影響不可小覷。

美限制進口或使通脹進一步升溫

Keith Wade 施羅德投資首席經濟師及策略師

我們將2018年環球經濟增長預測由3.3%上調至3.5%，並把2019年的預期由3%調高至3.3%。這是由於近期的多項指標（包括採購經理指數、企業及消費者信心）持續強勁，以及美國進一步實施財政刺激計劃。此外，我們的環球經濟活動指標亦於1月份升至7年的最高水平。

美國的需求增強亦促使其他地區的貿易及經濟增長，加上近期的指標持續強勁，因此我們將歐元區經濟增長由原先的2.3%調高至2.6%，而中國的增長預測亦由6.4%上調至6.6%。另外，現時我們對新興市場的增長預測提升至5.1%，而英國的預測也上調為1.7%。然而，我們把日本的預測由1.8%下調至1.5%，這主要反映第四季度表現低迷所帶來的基數效應。

環球通脹預測升至2.4%

鑒於目前的經濟周期正處於後期階段，預期經濟增強將會導致通脹壓力上

升，因此我們已將今年的美國通脹預測上調至2.5%（原先為2.1%），以及2019年由2.4%調高至2.6%。美國通脹上升與去年的經濟復甦及各項指標（例如服務業ISM調查指數）保持一致。

我們把今年的環球通脹預測由2.3%上調至2.4%。然而，這背後的形勢好壞參半：英國通脹因最近幾個月的數字高於預期而上調至2.5%；而歐元區的預測現已下調，以反映歐元強勢。與市場預期相比，我們預測美國及環球將會錄得更強勁的經濟增長，以及更高的通脹數字。

雖然貨幣緊縮政策或會導致2019年的美國經濟增長放緩，但通脹可能會因經濟活動與物價之間的滯後影響而持續上升。有見及此，我們預期聯儲局將透過故意降低經濟增長，以使通脹受控，因此通貨再膨脹的情況或會轉為滯脹。而市場對此或會與對近期的緊縮政策作出截然不同的反應，因為加息一直都被視為經濟增強的證據。

在經濟周期後段實施財政刺激的另一個代價是：美國或會再度出現「雙赤字」。預算赤字佔國內生產總值的比例現已接近4%，並預期明年將上升至佔國內生產總值的5%。與此同時，經常賬戶赤字目前處於佔國內生產總值2%的較溫和水平，但隨着美國的需求增長加快並超越全球其他地區，有關赤字或會惡化。

市場樂見貿易赤字潛在增長

從許多方面來看，貿易赤字的潛在增長將受到市場歡迎，因為這將透過允許把過度需求流出至海外市場，作為通脹的出路，而這些外溢效應對全球其他地區及貨幣市場都非常重要。根據最近的一項研究，國際貨幣基金組織（IMF）發現美國的財政開支對實際匯率及貿易平衡具有重要的影響。美國當局公佈重要財政政策時，會導致美元升值及淨出口惡化。與此相應的是，全球其他地區的貿易平衡改善，以及各國匯率下降。

顯然，若美元重返升值軌道，這將對風險資產構成威脅。IMF指出，自環球金融危機以來，美國財政衝擊的影響或已逐漸消退，但隨着環球經濟在危機後恢復正常化，各國更有可能恢復以往的貿易關係。

據我們的預測，假設美元今年將進一步貶值，但由於財政政策將支持美國經濟增長，以及聯儲局的加息超出目前的市場預期，我們預計2019年美元將會走強。

我們並不會對美國政府看待美元走強及美國貿易賬戶惡化的手法存疑。與前總統列根（Ronald Reagan）不同，特朗普並非自由貿易主義者，他就職時也曾承諾過會消除美國的貿易赤字，特別是與其最大的貿易夥伴中國。因此，赤字的增加或會促使美國國內再度要求當局以保護主義來「糾正」局面。可是，這將會帶來另一個問題：由於進口受到限制，因此通脹的出路被封閉，這將構成通脹的進一步升溫。

比課稅更好：啟動「特朗普回合」談判

Simon Lester、Inu Manak 卡托研究所貿易政策研究中心政策分析師



■ 如通過新一輪「特朗普回合」談判，華府可與他國互相降低關稅和其他貿易壁壘，藉此實現自己的目標。

特朗普政府已經表示，希望外國降低關稅及減少貿易障礙。這是個不錯的目標，因為就算平均關稅普遍較低，但諸如成衣服飾等特定商品的關稅仍偏高。不幸的是，特朗普政府利用關稅脅迫其他國家改變貿易行為的做法，例如近期宣佈將向中國500億美元進口產品課徵關稅，不太可能發揮施壓的作用。（中國政府周一宣佈報復措施，對自美進口的128項產品加徵15%或25%的關稅。）

一個比較好的做法是展開新一輪的全球貿易協商，這或許也能滿足特朗普的自尊心。若取得成功，歷史將會記上一筆「特朗普回合」貿易談判。

施壓攻擊他國貿易壁壘

除了對中國課徵關稅，特朗普決定對鋼鋁產品課稅令那些不確定能否取得豁免的美國盟友十分震驚（目前有部分國家取得暫時性豁免）。儘管特朗普政府宣稱這些

關稅是出於國家安全的考量，但一定程度上可能是被用來向其他國家施壓要求其降低貿易壁壘的手段。這種攻擊他國貿易壁壘的辦法不會奏效。其他國家出於國內政治的需要，不太可能對美國的霸凌服軟。因此，面對美國的威脅，其他國家可能會對其提出的單方面降低貿易壁壘要求置之不理或者針鋒相對。

而如果通過新一輪「特朗普回合」談判，美國政府可以與他國互相降低關稅和其他貿易壁壘，藉此實現自己的目標。特朗普上任之初曾明確表示，磋商「多項貿易協定」將是政府貿易政策的一個重要部分，他還強調自己傾向於雙邊談判。但一年過去了，白宮尚未啟動任何新的雙邊貿易協定談判。目前正在重新協商的現有貿易協定有兩項：一項是特朗普威脅將要終止的《北美自由貿易協定》（NAFTA），另一項是《美韓貿易協定》（KORUS）。美韓兩國政府均同意修訂KORUS，特朗普卻在周四威脅要推遲修訂，直至美國與朝鮮達成去核化協議。

雖然特朗普政府可能傾向於進行雙邊貿易協定磋商，但這不太容易取得讓步。一

國一國地磋商者實費時。對於像特朗普這樣急於給世界打上自己烙印的人而言，與每個國家逐一協商或許實在不夠分量。

雙邊協定磋商不夠份量

多邊磋商就這樣應運而生。從特朗普的角度來看，這些談判的好處應該是顯而易見的。以美國財政部長道格拉斯·狄龍（Douglas Dillon）命名的狄龍回合（Dillon Round）、以及以美國前總統約翰·肯尼迪（John F. Kennedy）命名的肯尼迪回合（Kennedy Round）將關稅暨貿易協定（GATT）打造為一個貿易談判的成功論壇，並為世界貿易組織（WTO）的創建奠定了基礎。

特朗普回合（Trump Round）也有望載入史冊。完成一項多邊貿易談判不僅會鞏固特朗普的政績，同時還能使美國重新做回國際貿易自由化的領軍國家。外界會將調降對所有成員國的關稅，並且使貿易更自由（或者「公平」——如果他傾向於這個詞的話）歸功於他。

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。

邁向製藥強國 仿製藥迎機遇

李育禹 比富達證券(香港)市場策略研究部研究員

日前，國務院發文提出促進仿製藥發展，引發市場廣泛關注。近年，內地醫藥行業發展迅速，仿製藥產業規模亦不斷擴大，但行業大而不強，高端藥業依賴國外原研藥的情況仍非常突出。推動仿製藥研發及製造，對實施「健康中國」等國策意義重大，相關領域料迎來重大發展機遇，值得關注。

仿製藥是指與被仿製藥具有相同活性成分、劑型、給藥途徑和治療作用的替代藥品。由於其價格通常遠低於被仿製藥，故能有效降低醫療支出，提升藥品可及性，經濟效益和社會效益巨大。自改革開放以來，內地仿製藥產業便持續快速發展，產品品類不斷豐富。據統計，內地近17萬個藥品批文中95%以上都是仿製藥，體量龐大。

多管齊下促研發

由於醫藥行業關係到國民健康問題，政府非常重視仿製藥行業的發展。此次國務院發佈文件便提出從促進研發、提升質量療效和完善支持政策三個方面整體提升仿製藥行業水平，實現從製藥大國向製藥強國的轉變。

研發方面，政府提出制定鼓勵仿製藥產品目錄，基於供求關係，引導仿製藥企業研發、註冊和生產。這將極大緩解由信息不對稱導致的藥品短缺問題。為提升仿製藥技術，政府提出將重點化學藥品、生物藥品關鍵共性技術研究列入國家相關科技計劃，這將極大提升仿製藥企業研發實力。

提升產業鏈質量

質量和療效方面，政府提出加快推進仿製藥質量和療效一致性評價，同時提高藥用原輔料和包裝材料質量。一致性評價利於提升仿製藥產品有效性，增強其對原研藥的替代作用。而相關藥用原輔料和包裝材料對促進仿製藥活性成分釋放、吸收、穩定和可靠性等非常關鍵，提升原輔料和包裝質量利於提升全產業鏈生產實力，實現協同發展。

此外，政府還提出諸多支持政策。如將仿製藥企業研發費用在企業所得稅前加計扣除，被認定為高新技術企業的仿製藥企業按15%優惠稅率徵收企業所得稅，將新批准上市的仿製藥及時納入採購目錄，促進仿製藥的替代作用，將仿製藥品納入基本醫療保險目錄等。

綜合來看，政府提出諸多優惠政策將推動仿製藥行業整體快速發展，研發實力強勁的龍頭仿製藥企業和輔料生產企業將明顯受惠。仿製藥工業水平提升，有利內地製藥工業長遠健康發展，將增強內地原研藥研發實力。不過藥品研發不確定性較大，投資者需留意相關企業研發失敗風險。



■ 仿製藥發展料將迎來重大發展機遇。資料圖片