

CDR 漸行漸近 內地市場發展與防風險並重

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

內地證監會繼3月30日發佈《關於開展創新企業發行股票或存託憑證試點的若干意見》之後，5月4日就《CDR公開發行管理辦法》啟動為期一個月的徵求意見程序。作為吸引已在海外上市的內地新經濟企業回歸本土市場，及為醞釀中的「滬倫通」預做準備的重要制度性舉措，CDR有望盡快落地。

在全力打好金融風險保衛戰的背景之下，市場對A股制度化改革充滿期待的同時，亦高度關注投資者利益保護問題，如何做到激活市場與防範風險的平衡相信是CDR推進中的重點內容。

制度框架形態已現

CDR的提出最早是在2001年5月的香

港。當時，已在香港上市的紅籌股公司(其大部分資產在內地)希望通過在內地發行存託憑證，實現在內地上市融資的目的，達至擴張規模及優化資產結構的需要。

今年全國兩會期間，監管部門、交易所、券商及企業界再度熱議CDR，既是促進金融服務實體經濟、吸引海外上市新經濟公司回歸內地市場的迫切需求，也是為內地金融業進一步開放，特別是為「滬倫通」啟動鋪路的制度考量。

制度框架構建隨即加快推動。3月30日內地證監會明確互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件與集成電路、高端裝備製造及生物醫藥作為試行CDR的重點行業，並對發行企業門檻及盈利要求作出規定；近期出台的管理辦法則從法律適用、發行、上市及

交易安排、信息披露、存託及託管制度、投資者保護及法律責任等六大方面作出較為詳細的規範。透過兩份指導性文件，內地CDR的基本形態已呼之欲出。

他山之石與中國化亮點

作為本地投資者投資海外上市企業的重要模式之一，美國ADR市場蓬勃發展：2014年阿里巴巴以ADR形式赴美上市，成功集資逾250億美元。

2017年美國市場有29家公司以ADR完成IPO，主要涉及互聯網、替代能源、商業服務、軟件等新興產業；反之，台灣TDR市場從2008年快速發展到2011年成交量下滑、退市企業日趨增多則受制於上市資源先天不足、金融監管不力（如財務真實性難以

求證、資訊披露過於簡略、台交所對TDR與基礎股票之間的贖回機制限制較少等）等因素。

內地CDR制度設計充分借鑑國際及境外市場發展的正反經驗，力求促進市場發展與防控風險的平衡。促發展主要措施包括發行CDR的公司可在A股市場再融資、交易可採取做市商方式保障流動性等。

除把握發行規模與節奏、防止短期過度炒作外，投資者保護是防控風險的重要環節。複製A股現有模式，引入中證中小投資者服務中心有限責任公司，其職責集購買最小交易份額、受託持有與公開徵集權利委託、支持受害人提起民事訴訟三位於一體，成為中國特色的投資者保護措施。

目前仍有一些市場關心的細節尚未得到回

應：一是CDR發行比例（一般要求公司發行CDR不低於某一比例）與方式（增量或存量發行）；二是CDR與基礎證券轉換的制度設計；三是跨境監管機制協調。

料呈現不斷完善過程

相關問題有望在日後的文件中進一步細化和規範，CDR市場發展也將呈現循序漸進、不斷修正與完善的過程。

截至今年首季，中美股票市場TMT公司市值佔比分別為13.7%和28.8%；2017年《胡潤大中華獨角獸指數》顯示，內地市值10億美元以上私有企業有120家，合計市值約3萬億元人民幣。

CDR漸行漸近，勢必增強未來新經濟企業集聚A股市場的吸引力。

油價動能強勁 金價弱勢整理

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期，油價的強勢突破受到全球投資者的關注，尤其是特朗普宣佈退出伊朗核協議之後，得到進一步的突破。

供求關係改善

對待商品，我們通常都用供需兩方面來分析。需求方面，主要受到全球經濟增長的宏觀因素所影響。隨着各國從金融海嘯中慢慢走出，經濟活動持續活躍起來，對於石油的需求也相較之前要樂觀的多，這對油價的需求方是利好。

美國能源資料協會(EIA)亦上調了今明兩年石油需求增長預期，不過對於近期中美貿易摩擦，即使是上周美方代表團赴京磋商，也並沒有太大的成果，市場不得不提高警惕，或影響全球石油需求面臨下調風險。不過整體來看，改善還是明顯的。

供應方面，一度受到供給過剩困擾的油市，油價一路下跌，直到連沙特這些產油大國都感受到壓力後，才不得不坐下來談減產，好在產油國還算合作，在一同減產的幫助下，供應方的擔憂有緩解。如此一來，原油供需關係開始有所改善，給油價增添了動能，從低位逐步反彈。

美退出伊核協議

近日中東局勢再度成為關注的焦點。對於美國是否會真的退出伊朗核協議，消息面相當混雜。特朗普早在競選期間就表示對伊朗核協議的不滿，美方一度



■ 特朗普宣佈退出伊朗核協議，以及美國原油庫存數據跌幅高於預期，都成為油價得以向上突破的藉口。 資料圖片

態度堅決，不過隨後法國和德國一力勸阻，也有消息稱已經與美國方面達成共識，並一度令油價跌至67.63美元。但不按常理出牌的特朗普，最終還是兌現了自己的承諾，決定退出伊朗核協議，並將對其經濟制裁調至最高級別。油價很快收窄跌幅，並在第二日早盤重返70美元樓上。

加上美國原油庫存數據跌幅高於預期，更令紐油突破71美元，創出三年半高位，布油亦突破77美元。可以看到供求基本面的支持，加上地緣政治風險的引燃，油價多重利好下作出突破，短線有望繼續走高，但中東局勢還是存在不確定性，所以追漲存在風險，不過上行

趨勢暫時不變。

隨着油價高企，通脹也被推升。加上美國經濟數據相對於歐日等非美國家近期增長有所放緩的狀況比更有優勢，美聯儲更加有加息的空間。雖然本月沒有加息，非農有所遜色，但並不改變6月加息的預期，且一季度加一次的概率仍保持。

如此一來，盤旋在低位許久的美匯指數終於突破了區間阻力90水平，並從4月下旬開始增強動能，升穿50、100和200日線，已突破93關口，這便給金價帶來下行壓力。

對於金價，往往從兩方面入手：一是地緣政治風險；二是貨幣政策。近期來自地

緣衝突的擔憂情緒減弱，避險需求降低，金價在這方面獲得的支持減少。

美元轉強 金價承壓

倒是更多的受到貨幣政策正常化這個大趨勢影響的更多，在美元轉強下，金價不得不從1,360美元附近高位回落，一度測試區間支持1,300美元。在美元遇到獲利回吐壓力而作出調整之際，金價雖有200日線的支持，但波幅有限，1,320美元是短期阻力。

雖然年內風險事件層出不窮，給金價帶來支持，但加息的大環境令無息收的金價始終面對上行壓力，近期還是在1,300至1,360美元區間內。

對伊朗實施制裁給OPEC減產協議畫上句號

John Kemp 路透市場分析師

美國總統特朗普決定退出與伊朗的核協議，標誌着當前石油輸出國組織(OPEC)與盟國之間產量協議的結束。OPEC可能會堅持當前的協議依然有效，至少目前是如此，但每日將有數以十萬桶計的伊朗原油出口從市場上消失，這就要求對協議進行重大調整。沙特已在美國宣佈制裁決定後立即發佈聲明，承諾與其他供應國和消費國協力「減輕」任何潛在供應短缺的影響。

沙特等可應對伊朗出口減少局面

沙特通常對於如何回應比較遮遮掩掩，但伊朗原油從市場消除的前景，將使油價大幅上揚，除非其他產油國站出来填補缺口。實際上，只有沙特、阿聯酋、科威特、俄羅斯和美國有能力在短期內提高產量和出口量。沙特及其親密盟友阿布扎比

和科威特把持着幾乎所有閒置產能，可迅速應對伊朗出口減少的局面。

美國頁岩油生產商也可提高產量，但需要一些時間，而且其輕質油並不是伊朗重油很好的替代品。俄羅斯油企或許也有閒置產能，並且在12個月內肯定能提高產量。俄羅斯原油與伊朗原油的品級基本相當。美國與沙特似乎已達成了高級別的政治諒解，美國將加大向伊朗施壓力度，作為交換，沙特同意幫助避免油價大漲。

假設美國的制裁起到了控制伊朗原油出口的目的，沙特及其OPEC盟友將不得不提高自身產量來填補缺口，否則他們可能會因駕車成本進一步上升而受到指責。即便在美國決定退出伊朗核協議之前，OPEC的減產協議就已面臨被一些重要事件推翻的風險。因制裁而失去

大量伊朗石油出口將令油市現有供應不足的情況惡化，並導致庫存以更快的速度下降，油價將升至更高。但油價進一步大漲可能會令頁岩油開採增加，而且還會削弱石油消費量增幅，從而令OPEC的策略變得更加複雜。

這還將帶來政治問題，因為無論是特朗普政府還是沙特政府，都不希望承受推高油價的指責。鑒於此，沙特和其他石油輸出國組織(OPEC)成員國將面臨增產壓力，以彌補伊朗的供應損失。理論上來說，美國不會在六個月內恢復對伊朗石油行業實施制裁，給客戶、貿易商和銀行留出時間有序縮減與伊朗的業務聯繫。同樣從理論上來說，如果伊朗原油的進口商顯示出減少採購量的意願，美國會願意向它們提供豁免。

但美國財政部在周二發佈的簡報中已

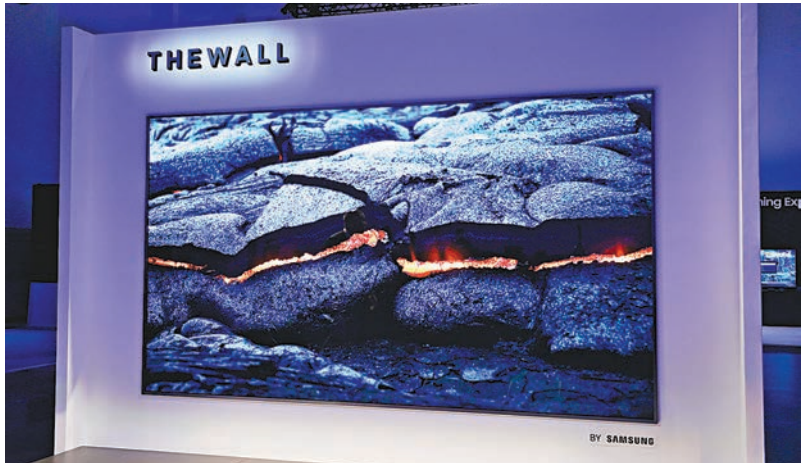
明確表示，如果進口商希望稍後獲得豁免，它們要立即開始減少採購伊朗原油。其結果就是制裁舉措很快將開始逐步落實，並可能在未來數月內就開始導致伊朗原油出口大幅減少。

訂出產出水平商談新協議不好辦

OPEC成員國如果想避免油價大漲，他們需要現在就作出回應，而不是等到12月再做決定，因為屆時市場供應將異常緊張，到那時再行動就太遲了。當前的OPEC和非OPEC產出水準是針對全球原油供應過剩的局面而制定的。但供應過剩將不再存在。就產出水平談出一個新協議可能不太好辦，因OPEC是在達成共識的基礎上行動，而制裁令OPEC內部的兩個最重要產油國彼此惡意相對。 (本報有刪節)

Micro LED 顯示技術極具發展前景

李育禹 比富達證券（香港）市場策略研究部 研究員



■圖為三星年初新推出的146吋Micro LED電視The Wall，運用模組化無縫拼接，標榜畫質純淨且無殘影。 資料圖片

顯示屏作為重要的消費電子產品器件之一，歷來是眾多廠商關注的焦點。去年OLED於iPhoneX成功應用便引起業界廣泛關注，惟「燒屏」、產能瓶頸等短板仍困擾其進一步發展。數年前，眾多廠家便開始佈局研發Micro LED顯示技術，且取得較大突破。該技術可顯著提升顯示器性能，極具發展前景，值得關注。

Micro LED即LED微縮技術，是指將傳統LED微型化後形成超小間距LED陣列，以達到高像素及高解析率的顯示技術。Micro LED具有自發光特性，其每一個LED單元均可獨立點亮，相較於OLED，其色彩更易調試、發光壽命更長、亮度更高、能耗更低且不會「燒屏」，被視為下一代顯示技術。

Micro LED製造技術路徑中，微縮製程技術及巨量轉移技術是兩大核心。其中微縮製程技術即

將原本尺寸在毫米級別的單一LED晶片，縮小至1至10微米左右；巨量轉移技術是指將製作好的微型LED搬運至驅動背板上。由於Micro LED中單一LED晶片的尺寸非常小，其製造過程較傳統顯示技術更為精細和複雜，難度較大。

國際上，眾多消費電子廠商如Sony、Samsung、Apple等均積極佈局Micro LED技術。2016年6月，Sony推出Micro LED大屏顯示器「CLEDIS」。Samsung在CES2018上亦展出了模塊化Micro LED電視，顯示效果驚艷。Apple今年或推出首款應用Micro LED的消費電子產品，考慮到製造工藝限制及成本，市場預計其將首先於較小屏幕，如Apple Watch上使用該技術。

節能特性出色

Micro LED的功耗約為LCD的10%，OLED的50%，其發光效率在所有LED技術中最高，且仍存在大量提升空間。目前消費型電子產品如智能手機及可穿戴設備等80%的功耗都在顯示屏上，Micro LED將極大提升電子產品的電

池續航能力，其出色的能耗表現亦將為消費電子微型化提供更大提升空間。

快速響應適用VR

由於切換速度不夠快，傳統LCD顯示器VR體驗較差。而Micro LED具有奈秒(ns)等級的響應速度，且能夠在超小尺寸下實現超高分辨率，非常適合應用於VR、AR等頭戴式消費電子產品。能夠快速切換且成像質量極佳，將極大拓展Micro LED應用範圍，發展潛力巨大。

綜合來看，受工藝提升推動，Micro LED近年將逐步進入消費市場。短期來看，受生產難度大及成本偏高影響，其產品投放量有限，但中長期來看，技術提升和生產工藝改進將使其生產成本明顯下降，競爭優勢開始顯現。作為下一代顯示技術，Micro LED相關產業鏈公司極具發展潛力，值得留意。

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。