

CDR細則落地將如何影響A股市場

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，證監會發佈《存托憑證發行與交易管理辦法（試行）》以及8個配套規章文件，符合條件的創新試點企業已向證監會遞交發行CDR的申報材料。試點企業方面，已在境外上市試點紅籌企業，市值應不低於人民幣2,000億元。尚未在境外上市的紅籌企業和境內企業，估值不低於人民幣200億元而且最近一年營業收入不低於人民幣30億元，或收入快速增長，擁有自主研發、國際領先的技術，同行業競爭中處於相對優勢地位。而且，試點企業應當是符合國家戰略、科技創新能力突出並掌握核心技術、市場認可度高，屬於互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件和集成電路、高端裝備製造、生物醫藥等高新技術產業和戰略性新興產業，達到相當規模，社會形象良好，具有穩定的商業模式和盈利模式，對經

濟社會發展有突出貢獻，能夠引領實體經濟轉型升級的創新企業。

擁抱新經濟增優質投資標的

CDR應運而生顯示出A股市場開始擁抱新經濟。近期無論是港股市場還是A股市場都不約而同地通過改革上市制度或出臺創新政策來吸引新技術、新產業、新業態、新模式的企业上市。這不僅有望為內地資本市場增加更多的優質投資標的，便於投資者能夠更多地分享新經濟下的增長紅利，而且有助於實現一級市場和二級市場的良好循環，吸引資本投向優質創新產業，優化資本的分配效率，提高金融服務實體經濟的能力。

目前，A股市場上高新技術產業和戰略性新興產業企業佔比不高，使得內地資本

市場的可持續發展缺乏後勁。創新企業以CDR方式回歸或登陸內地資本市場可以改善A股市場的行業結構，提升A股市場的「新經濟化」含量。CDR方式可以繞過現行的法律障礙，同時解決了新經濟公司VIE架構、同股不同權、當前盈利能力較低等問題。而且，與境外退市再登陸A股市場方式相比，CDR方式流程比較簡化，完成交易所需要的時間較短，成本也較低，有助於提高新經濟企業回歸A股的速度和效率。未來，隨着相關規定的進一步完善與內地資本市場的不斷成熟，當前CDR較高的准入門檻有望逐步降低，更多新經濟企業有望登陸A股市場。3,000億元戰略配售基金獲批，將緩解市場流動性壓力。筆者估計，目前符合要求的已在境外上市紅籌企業共有7家，總市值約人民幣

9.3萬億元，如果按照2.5%至5%的市值比例進行CDR發行測算，預計初步融資規模將達到2,328億元至4,656億元，佔當前A股總市值的0.43%至0.85%。另外，估計目前大約有30家尚未境外上市的獨角獸企業符合CDR發行標準（由於部分企業未披露最新收入數據，筆者僅從估值達標角度篩選），合計估值近人民幣3萬億元。假設這30家企業中有一半將在近期內申請CDR發行，融資比例為市值的5%，則初步的融資規模約為人民幣750億元。2017年，A股市場IPO+再融資規模大約在1.53萬億元左右，其中IPO為2,300億元，再融資1.3萬億元。因此，如果短時間內CDR集中發行，或將對市場流動性造成一定影響。作為配套措施，證監會近日批覆的3,000億元戰略配售基金有助於緩解市場流動性壓

力。

警惕CDR短期炒作風險

筆者認為，應警惕短期市場過熱情緒帶來的投資風險。當前，A股投資者結構以散戶為主體。在此背景下，CDR作為相對優質的稀缺品種，短期內可能會受到市場追捧，甚至引發市場的投機行為。而且，在當前科技互聯網企業已經估值較高的背景下，過度炒作可能會帶來一定的市場風險。

另外，由於新增大量CDR優質標的，市場資金會重新配置，部分業績差估值高的小盤股可能會承受更大流動性壓力。展望未來，隨着內地轉變發展方式、優化經濟結構、轉換增長動力，行業龍頭企業的盈利能力將變得更強、更好，績差小盤股成交量萎縮可能成為常態。

（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

貨幣政策復常 投資市場受考驗

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球經濟復甦持續，貨幣政策正常化的步伐持續推進，尤其是本周將面對美聯儲、日央行和英央行的考驗，投資者更是高度關注。

美國加息概率增

美國有着強勁的基本面，在加息道路上成為領頭羊。尤其是今年以來，相對於歐日等國，美國的經濟數據較為樂觀。在去年，歐日經濟修復速度遠超出預期，讓投資者甚至預期他們將提前進入收緊狀態，如此吸引資金紛紛流入。歐元在去年收穫14.15%，美元則失去9.87%。

然而，今年開始，由於歐日的經濟增速有放緩的跡象，無論是歐元區數據，還是歐洲經濟火車頭德國，都意外轉弱，同時還有政治局勢的不穩定所帶來的干擾。歐央行會議記錄也顯示經濟增長可能進一步放緩，不確定性在上升。

因而，美國相對更有加息能力，便重新吸引資金流入。10年期美債收益率反覆突破3%水平，一度創逾四年新高。美匯指數從4月下旬開始發力，升穿不少阻力，更在5月尾一度突破95水平，表現相當強勁。尤其是在最新的非農和薪資數據公佈之後，美國本月加息更像是板上釘釘，甚

至連每季度加息一次的預期也升溫。

隨着美元資產再度走強，原本被寄予厚望的新興市場再次出現危機。新興市場貨幣面對拋售，表現相當疲弱。MSCI新興市場貨幣指數從4月開始至今已累積下跌了逾3%，各國央行按捺不住紛紛出招守住本國貨幣。阿根廷披索今年來已經失守逾三成，尤其是4月下旬開始加速下跌，不斷創新低。土耳其里拉今年來亦失守近兩成。

股價也受壓。MSCI新興市場股票指數從1月高點已經下跌了逾一成。由於基本面的改善，新興市場債市一度受到資金追捧，但面對眼下美元的走強，也難免帶來較大波動。本港也面對壓力，資金流出現象增加，港匯多次觸及弱方兌換保證，金管局不得不多次出手。

地緣政治風險高

另一邊廂，地緣政治風險仍在高位，成為新常态，且主要圍繞特朗普展開。美國和中國，這兩大經濟體之間的博弈不斷，特朗普就貿易問題打起了中美貿易戰。雖然雙方有談判且達到共識，但仍咬住中國不放。

不僅如此，特朗普還將矛頭指向自己的老鄰居和老盟友，且在最新的G7會議上



■美國相對歐央行更具加息能力，吸引資金重新流入。路透社

拒聲聲明，全球貿易戰的擔憂升溫。本周二，特朗普又將在新加坡和金正恩會晤，光是見不見面就已經引起軒然大波，到底見面能否談得愉快仍有變數。此外，歐洲民粹主義時不時抬頭，市場波幅加大。

如此一來，美元資產再度吸引資金。面對各種不明朗因素，投資者需要找一個相對安全的地方。美國股市繼續受歡迎，年初創新高後出現調整，納指率先跑出，繼續創新高。

另一個熱門的便是全球貨幣市場基金，近期的資金量達到歷史第二高，其中大部分流向美國貨幣市場基金。背後的邏輯是一方面可以避險，降低組合的風險，一方面可以享受加息的好處。

不過，畢竟美國已經處於本輪加息周期的中後段，加息行動對美元和其他資產所帶來的邊際影響遞減。同時，歐央行雖然面對不如意的經濟數據，但在近期頻頻釋放鷹派言論，所以此次議息會議很關鍵。

中外投資者集中炒作內地獨角獸

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

在第二季波動的股市中，最佳表現的股票板塊是藥業、生物科技和內地教育股。在港股的市場中，大部分股份不是波動，就是向下炒，又或升勢只是曇花一現，令投資者揀股再添難度，寧願把財富放到樓市都不想在港股市場被玩弄。在6月的開局中，因為升勢過度，藥業股和教育股都出現了調整，令近來靜悄悄炒得火熱的獨角獸企業股票更加顯出其一枝獨秀的表現。

爆發點要從隨着藥明康德（603259.

SS）的16連漲停，工業富聯（601138.SS）首日44%的升幅，和緊接寧德時代（300750.SZ）的上市憧憬，帶動在美國上市的早期獨角獸都猛漲起來，包括愛奇藝（IQ）、虎牙（HUYA）、好未來（TAL）等等都有不錯的回報，連帶最差勁表現的平安好醫生（1833.HK）都已收復了大部分失地。但可惜的是，他們幾乎都不是在香港交易所上市，筆者在上篇文章說到，在港曾上市的多隻獨

角獸都是重型潛水艇，水面啟航後就直插水底沒回頭。

海外上市獨角獸受追捧

事實上，獨角獸公司在香港以外上市會有更好的表現而且備受投資者追捧，這究竟反映在香港上市多是會以高估值賣給投資者而變得吸引，總被投資者標誌為一個向下炒的市場，又或是來香港上市的公司的質素較差？即使港交所

在同股不同權的公司架構上開始進行研究諮詢，面對內地開放CDR市場的競爭，籌備來港上市的小米都因應國家要求先用CDR上市後來港上市。看來即使等到港交所完全開放之時，獨角獸的頭啖湯都已經所餘無幾了。

雖然大部分在港以外上市的獨角獸公司都是以虧損狀態上市，但當中都有獨特創新商業模式的公司，要在這批海量的公司中尋寶的投資者都要分外小心，市場上亦開始推出專門投資獨角獸公募基金，都是供投資享受獨角獸升浪的不錯選擇。（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

斐濟潛在的投資機會

陳偉基 資誠環球商務集團董事

斐濟是南太平洋的交通樞紐，坐落於西南太平洋中心，號稱南太平洋的「十字路口」，是連結中西兩地的重要紐帶，它由332個小島組成，亦基於得天獨厚的自然地理，造就其經濟實力在太平洋島國中為最優越，中國與斐濟一直被視為重要的合作夥伴，再加上「一帶一路」的政策底下，中國大力支持斐濟發展，令斐濟的基建及道路設施得以充分的發展，提升其自身競爭力，由2009年起經濟增長持續增長，2015年經濟增長率更為4.0%。因此更穩固斐濟發展的前景和無限可能。

斐濟自身經濟條件的不容忽視，斐濟從20世紀80年代起開始利用自身優勢，大力促進投資和出口貿易，更逐步發展成「高增長，低稅收，富有活力」的外向型經濟，而斐濟目前旅遊收入約佔斐濟國內生產總值的20%。斐濟全國約有4萬人在旅遊部門工作，佔就業人口的15%，2017年到斐濟旅遊有84.3萬人次，收入有13.18億美元。加上製糖業和服裝加工業成為斐濟的三大經濟支柱。因此單單2014年斐濟便吸引外商直接投資5,176億美元。

房產具高增值潛力

而港人最關心的樓市方面，斐濟是南太平洋的波里尼西亞群島中，唯一開放外資承購「可終身保有不動產」的國家。只要在斐濟投資或是存款達美金50,000元以上，便有資格申請斐濟的居留權，在斐濟投資房地產的優點是斐濟政府不課徵房產稅，而外籍僑民也不需要繳交所得稅；加上不課徵房產稅，將來更可以作為出租之用，有高度增值潛力。

投資環境便利，投資、溝通不成問題，斐濟為英聯邦成員國，斐濟使用英語、斐濟語和印

度斯坦語為官方語言，更利於投資人與當地人或公司溝通和協調。近年斐濟降低退休及投資門檻，並推出外資優惠政策及配套的工作簽證、移民等措施，而且外商更可享受貿易及投資獎勵機制，外商企業所得稅率均由28%降至20%。

斐濟亦具可發展的和潛在的機會，近年漁業發展成為斐濟的重要項目，政府於2010年提供6,200萬元台幣用於淡水產業。作為沿海國家，其擁有超越群島基線200海里內總面積達130萬平方公里的「專屬經濟區」內的所有資源運用權，而當中蘊含大量海產資源，單以金槍魚為例，每年捕捉量可高達15,000噸，而石斑魚、海參、黑珍珠、苗蚶等等均有可觀的經濟價值，而且本地有充足完善的漁業加工工廠。

政局的問題可能令不少投資的人卻步，但斐濟提供投資人可靠的支持。斐濟有組織健全的華人社群，遠離紛亂的國際緊張局勢，緊鄰經濟環境良好的澳大利亞與新西蘭。與內地貿易方面，2017年內地對斐濟出口5,112萬美元，進口678萬美元，貿易順差4,434萬美元。1至2月對斐濟出口1,067萬美元，自斐濟進口63萬美元，有穩定的經濟來源。

斐濟作為多方商貿組織的成員國，享有各種貿易組織協定政策，使其擁有比其他國家更好的市場准入機制，同時在地理位置上有着區域性優勢。斐濟作為往來南太平洋和亞洲之間海運和空運的重要路徑路線國，不僅僅是貿易中心，也是通信和交通運輸（海運和空運）樞紐。斐濟政府不僅支持本地和外國投資，在各個經濟行業的快速發展下，斐濟政府同時也專注市場改革，致力於為投資者不斷營造最優化商業的投資環境。

內陸省份如何融入粵港澳大灣區？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

根據2017年末的初步核算，粵港澳大灣區中九市和兩個特區GDP總量正式突破十萬億大關，創造了全國約八分之一的佳績。當中，香港、深圳和廣州三地GDP總量分別突破二萬億元（人民幣，下同），深圳/東莞/惠州和廣州/佛山/肇慶的二組特定城市組合的GDP總和分別超越三萬三千元，於三組城市群體中起着帶頭作用。

不過，反觀大部分的內陸省份例如華中區的山西省，縱然經濟仍然持續增長，但是上升速度固然較慢，且其創新能力非常薄弱。以山西省為例，2017年全省GDP總值約為一萬五千元，較上年增加1,923億元，以前五年增量總和更多87億元。

山西須加快增加第三產業

如果山西省要趕上中國經濟發展速度，必須要銳意加快第三產業增加，引入大量第三產業的省外企業、吸引省外各種服務業人才進駐、扶助省內企業聯合大學、專業學院持續培訓省內青年人成為服務業精英和引入大量全國先進的網絡交易系統投資入晉，全方位、多渠道地強化第三產業發展。相對地，粵港澳大灣區城市可利用山西省廉價成本和未開發的服務業市場領域去支撐持續發展勢頭。

作為粵港澳大灣區的龍頭城市，香港更加可以盡量利用山西省的未來發展機遇，達到盡量效果。

山西省是內地現存地上文物最豐富的省份，藏著中華民族五千年歷史的底蘊，香港文化、教育、旅遊企業有着無限商機。當大批境外旅客親臨山西省交流時，零售、酒店及餐飲業會陸續吸引港澳商人進駐，一齊分享龐大旅客的消費需求。

其實，教育領域合作正是無限空間。這些山西省內眾大學於內地大學的排名還是不高，但是都是持着開放交流的積極態度！筆者今月去參加山西省政協委員培訓活動，有幸被邀請參觀晉中市的山西醫科大學全新建築的校址。該校創建於1919年，剛從太原市市區的舊址整片搬入，主要培訓全省醫生，教授最新穎西醫科學、部分中醫理論，引進最現代化、世界頂尖級的醫療設備，勢成為華中地區前列的地區性醫院。

香港年輕人有志從事醫療事業，可以報考山西省醫科大學。院長親口證實非常歡迎港澳學生入讀，並提供相關便捷手續。擁有著現代化醫療設備的山西醫科大學附屬醫院，有力打造成為華中區重點培養醫生的中心，並提供完善醫療服務給香港居民，聯合其他生活配套及旅遊資源開創成為港澳居民的消閒、娛樂、旅遊、教育後花園！

今年暑假，香港山西商會聯合山西幾大企業提供夏季暑假工作機會，參加學習的全職的大專學生，會被分配到各大省內企業進行超過一個月的工作，既有大企業工

作經驗，更被安排參觀省內觀光點，體驗中華五千年文化精粹、華中地區居民生活情況、感受內陸省份的發展機遇。各位讀者如有興趣，筆者樂意介紹。固然粵港澳大灣區發展速度是最快捷，但是山西省是處於從新啟步發展的大時代，大機遇關頭，實是香港青年人和廣大港澳居民深化交流的另類選擇。

積極交流創經濟新高地

透過積極交流和互訪，粵港澳大灣區可以輸出技術、人才、資金進入山西省，利用低廉成本（包括人工、土地等）去持續企業發展，並可將某些原始工序落戶山西省，既可減少開支，更可開拓華中地區龐大的、處女的消費市場。相應地，山西省的省、市、縣級政府官員多組織交流團親赴廣東大灣區交流、學習甚至短期掛職，吸收現代化管理、行政思維，配合社會和經濟整體發展去訂定相關法規和行政手段，創造全新山西省未來經濟發展的良好環境，打造山西省成為內陸省份的經濟新高地。

最後，有興趣學習和體會八路軍的香港朋友，大家必須親赴長治市的武鄉，閱讀八路軍的歷史進程、參觀民辦的毛主席珍藏館、認識太行精神如何應用在生活和事業上。

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。