

中概新經濟股高追須注意風險

康證投資研究部

隨著內地網站紛紛於千禧年代到美國上市，開啟了中概股到美國市場上市的序幕，近十幾年來，內地多間科技巨擘在美國上市，成為美國資本市場的重點股份。今年亦有不少焦點新經濟股成為市場焦點，不少公司被直接與中美兩國的同業巨擘比較，例如「中國版Tesla」的蔚來汽車、「中國版Netflix」的愛奇藝，以及「下一個淘寶」的拼多多。

大部分股份紛衝高回落

本部為今年在美國上市的21隻中概股作出統計，當中10隻股份一度錄得一倍以上的升幅，表現最佳的曾經最高升逾6.5倍。然而全部股份於近3個月回報率為負數，目前有10隻股份已跌破招股價，顯示大部分股份均在上市後呈衝高回落走勢，投資者必須注意高追中概股所涉及的風險。

9月14日登陸美國納斯達克上市的趣頭條，是最近期上市的中概股。趣頭條是一間網上資訊平台，主要以輕鬆娛樂為主導，提供易於消化的內容，主攻三四線城市。股份發行價為7美元，掛牌首日曾錄得191%升幅，並且5度觸發熔断機制。上日收市報9.49美元，上市至今累升36%，比高位大幅回調。

蔚來汽車在9月12日上市，被外界喻為「中國版Tesla」，公司成立於2014年，股份發行價為6.26美元，上市首日「微升」5%，翌日急升76%，上周五高見13.80美元，對比上市價升120%，其後因股價跌幅過大而觸發熔断機制。上日收市報8.5美元，上市至今累升36%，同趣頭條的走勢一樣從高位大幅回調。

拼多多在7月26日上市，僅成立3年多，被稱為「山寨電商之王」，藉着團購的方式壓低售價，主要客戶為三四線城市消費者，成功從兩大電商所忽略的農村地區

突圍而出。股份以19美元上市，上市後股價高見30.48美元，升幅達6成。上日報23美元，上市至今累升21%，同樣呈衝高回落走勢。

暫靠漂亮故事提高估值

不少中概股的走勢猶如過山車，上市後不久股價便倍翻，其後迅速回落，見勢高追的投資者恐怕成為「韭菜」。上述提及的中概股，與本港近年上市的新經濟股有共同之處，就是公司創業至今仍未錄得盈利。趣頭條今年上半年的收入按年增長約7倍，虧損按年擴大17倍至7,770萬美元。蔚來汽車創立後每年燒錢，2017年度虧損是2016年的一倍，2018年全年的虧損趨勢更加快。

有外資行唱淡蔚來，表示公司的訂單不足，研發費用高昂，產量亦有限。拼多多2017年度虧損5.2億元，今年上半年收入大幅急升28倍，但虧損已擴大至6.7億元，可見業務規模以倍數增長同時，虧損仍在放大。欠



蔚來汽車被外界喻為「中國版Tesla」，其股價上市後出現大幅衝高後掉頭急回。圖為蔚來汽車在9月12日正式在紐約證券交易所掛牌上市。資料圖片

缺盈利紀錄的公司，上市早往往靠漂亮的故事提高公司估值。港股方面，去年最先上市的新經濟股如眾安在綫及閱文等股份，上市初期風頭一時無兩，但欠缺業績的支持後便陸續尋底。目前美股表現仍然強勢，對中概股的股價有所支持，但大多數表現極為反覆，特別是新經濟股，投資者考慮高追前必須注意風險。

本季近尾聲 美元資產顯佔優

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

2018年已經快過去將近三個季度，不少投資者都有一個疑問，到底該把錢放到哪裡去？貨幣政策正常化的大環境不變，雖然地緣政治風險一直高企，但中美貿易戰不斷升級，全球經濟增長都面臨風險。

先從股市來看，MSCI全球股市指數在去年累積了兩成的漲幅，表現算是相當樂觀了。和我們最貼近的港股，恒生指數就有35.99%的收穫，其中騰訊(0700)、吉利(0175)和平安(2318)更是領頭羊，基本是只要傻傻買入就有得賺，皆大歡喜。

港股勢弱 股王失威

但到了今年，恒指除了第一個月表現強勁，創出33,484的新高以後，就隨着全球市場一起下跌。隨後陷入30,000至32,000橫向整理。隨着中美貿易戰愈演愈烈，投資者明白已經不是小打小鬧，人民幣從6月中開始加速下跌，恒指也未能脫身。直接跌破區間支持，隨後重心不斷下移，甚至在9月中有意下探兩萬六的支持。這麼一來，恒指從今年1月高位起最多回吐了近兩成。而曾經的股王也風光不再。就拿騰訊來看，負面消息一個接一個，北水也大手沽出，政策面的風險實在難以預測，1月曾見高位476.6元，眼下跌破300元水平的預期

升溫。

內地股市去年就沒跑贏全球市場，更別說恒指，去年漲幅6.56%。滬指也是從1月尾開始加速下跌，支持位已經在2,600關口，所有人都知道現在估值低，但股市還是沒有能夠太大的起色，雖然短線有反彈，但弱勢並沒有這麼容易改變，今年來已經累積了17.5%的跌幅。

基本面佳 美股續升

然而，美股市場卻相當樂觀。美股也在1月尾經歷了大幅回調，但不同於其他市場，它非常頑強地反彈了回來。事實上，美股從金融海嘯之後，過去十年創出史上最長牛市。

對於沒有享受到這十年的投資者，心裡一定不是滋味，但要大家現在在高位接貨，尤其是不少科網股估值偏高，時不時出現一些調整，也時不時有人跳出來警告。然而，不可否認，愈升愈起勁的美股，看來依舊是跑贏大部分市場，主要還是有經濟基本面的支持。

事實上，即使特朗普在全世界範圍都樹敵不少，但目前所顯示的經濟數據還是相當強勁，尤其是和其他主要國家相比。不光是美股，美元受到資金追捧，一是憧憬加息，二是當作避險。非美貨幣就明顯受壓，大部分央



油價近日有明顯的增強動能，布油亦有望突破阻礙已久的每桶80美元。資料圖片

行和美聯儲的貨幣政策拉大差距，且經濟增長面對不同方面的風險，尤其是新興市場，近來出現不少次暴跌。

油價走強 黃金待變

大宗商品來看，油價還是有不錯的表現，隨着供求關係的改善，油價已經從低位反彈，紐油在過去四個月反覆想要嘗試突破70美元，但都還是無法確認企穩，不過，這幾天開始有明顯動能的增強；布油亦有突破阻礙已久的80美元。

倫銅就沒有這麼好的表現，主要受到中美貿易戰影響更大，尤其是從今年6月高點7,348美元開始加速回落，

現在雖然暫時靠穩5,800美元，但只要中美貿易爭端未有解決，恐怕銅價都難重新回到升勢之中。

貴金屬市場則明顯受到貨幣政策正常化的大環境影響。黃金和美元的負相關性相當大。隨着美元在4月下旬走高，黃金也從1,350美元的高位回落，隨後加速下跌，甚至在8月中考驗1,160美元的支持。眼下圍繞1,200美元上落，缺乏方向。白銀已從今年6月中開始加速下跌，重心不斷下移，測試14美元支持。但鈀金在近日倒是相當強勁，已經從8月中的下跌中反彈回來，回補了缺口，只是能否有進一步突破，恐怕並不容易。

美團IPO成功示範如何激發投資者興趣

熱點透視

Robyn Mak 路透熱點透視專欄作家

美團點評(3690)昨日在香港股市首秀的穩健表現，為其他同業提供了掛牌上市取得成功模式。美團點評昨日上市首日一度較招股價上漲7%，市值達到560億美元之譜。這種表現堪稱可圈可點，特別是對照7月時小米(1810)首日掛牌失守招股價的灰頭土臉經歷。美團點評對估值的務實預期，加上爭取到重量級基石投資者認購，皆有助

重振市場買氣。

由董事長王興創辦的美團點評，掛牌上市之路一開始就面臨艱難環境。受到中美貿易摩擦及中國經濟放緩疑慮衝擊，恒生指數已較1月高位下挫近20%。在此同時，港股互聯網股王的騰訊(0700)，在業績下滑及遭週監管打壓之後，今年以來市值已經蒸發超過1,000億美元。雪上加霜的是，幾個極受矚目的上

市案接連出師不利，像是兩個月前的小米，以及8月的中國鐵塔(0788)，讓香港的新股行情大受打擊。小米和中國鐵塔都以招股價區間低價定價，合計集資116億美元。比起先前喊出的估值千億美元目標，小米在香港首次公開發行(IPO)的估值幾乎腰斬。以9月19日價格來看，小米和中國鐵塔股價仍低於招股價。相較之下，美團點評的IPO估值大

致符合預期。為了克服市場信心低迷問題，美團點評爭取到了Oppenheimer Funds等重量級基石投資者。

最後，美團點評以招股價區間中端定價。雖然面向散戶的公開發售部分認購額僅1.5倍，但機構投資者認購踴躍。目前看來，這番努力的成果不錯。

包括滴滴出行等其他中國科技企業，將會引以為鑑。

亞股投資機會浮現

蕭光一 景順亞洲區(日本除外)首席投資總監

市場拋售土耳其及阿根廷資產的浪潮固然值得關注，惟近日投資者拋售亞股的情況卻是反應過敏，未有充分顧及基本因素。

事實上，亞洲區內的基本因素遠較其他新興市場穩健，而與以往的危機相比，多個金融穩定指標(包括經常賬結餘、通脹、對外債務及財政儲備等)均已明顯改善。我們相信，投資者將於短期內被亞洲股票的估值折讓所吸引。

亞企盈利增長保持穩健

目前，亞洲企業年初至今盈利增長保持穩健，估值吸引，都構成強勁的基本因素為區內股票提供最大支持。由於中國經濟穩定及印度增長改善，亞洲(日本除外)的經濟擴張將在2018年餘下時間維持淺厲勢頭，並延續至2019年。長遠而言，強勁國內消費及持續改革是維持亞洲經濟發展的兩項主要動力。

由於中美雙方對談判目標各持己見，兩國之間的貿易摩擦將維持一段時間。我們預料，其中一方將採取果斷行動(不排除會出現極為正面的情況)，而貿易議題亦將繼續主導市場情緒。

我們重申，中美經濟互相依賴，兩國將繼續透過談判解決紛爭，而保持溝通對雙方均有好處。MSCI中國指數成分股在2018年上半年錄得17%的盈利增長，市場普遍認為下半年仍然會出現雙位數增長，並延續至2019年。我們預料，中國經濟將平穩上揚，並受惠於近日的寬鬆措施，穩步實現官方訂下約6.5%的增長目標。

在消費升級主題帶動下，非一線城市錄得強勁消費增長。我們相信，中國家庭的財富累積將繼續推動此趨勢。

美元國際化經驗對人民幣的啟示

劉雅瑩 中銀香港分析員

近日，中國人民銀行原行長周小川發表了有關「金融開放與人民幣國際化」的主題演講，他指出隨着國際形勢的變化，人民幣國際化的推進並不是一個直線前進的過程，推進過程中會有所波動，但需要注意保持低調、有所取捨、持之以恆和避免制度安排出現搖擺。根據周小川先生的演講，中國經濟及其國際地位決定了人民幣國際化的前景是明朗的。目前人民幣在貿易、投資、旅遊等實體經濟領域基本可以自由使用，也還有進一步推進的空間，未來金融開放會對人民幣國際化起到支撐作用。

事實上，自2015年底人民幣正式納入國際貨幣基金組織特別提款權以來，人民幣國際化進程有所加快。2017年底，以人民幣計價的全球貿易結算份額為1.61%，位列國際貨幣第8位。而全球央行持有的人民幣計價資產折合1,228億美元，在已分配外匯儲備中佔比1.23%。

在全面開放的新格局下，未來人民幣國際化的推進需以直接投資和內地資本市場開放為依託，逐步提升其作為投資貨幣與儲備貨幣的地位。

一、美元國際化經驗及啟示：

1、世界大戰期間美國通過國際信貸輸出美元。第一次世界大戰之前，美元在國際貿易中的使用程度和英鎊相距甚

遠，在全球主要國家所持有的外匯中佔比不足5%。一戰期間，美國為英法等國提供了大規模信貸以購買戰爭物資，通過資本項下輸出美元。歐洲國家則用獲取的美元進口美國商品，由此形成一個境內外循環的美元閉環。

2、布雷頓森林貨幣體系的建立強化了美元國際貨幣地位。二戰後，美國貿易順差大幅增長，並擁有了全球75%以上的黃金儲備。1944年，美國憑藉豐富的黃金儲備和強大的軍事實力，建立了布雷頓森林體系。該體系以美元和黃金為基礎的金匯兌本位制，進一步強化了美元的國際貨幣地位。

3、布雷頓森林體系解體 美元成為石油交易的計價結算貨幣。20世紀70年代初，佈雷頓森林體系解體。為維持美元的國際本位貨幣地位，美國和最大的石油輸出國沙特簽訂戰略協定，使美元成為石油交易的計價結算貨幣。此後，隨着美國成為貿易逆差國，美國通過進口外國商品輸出美元，出口國家則將獲得的美元投資於美國發達的金融市場。

鼓勵進口國家透過人幣支付

4、美元國際化經驗對人民幣國際化的啟示。根據中國自身的實際情況，中長期來看中國將保持貿易順差國地位。作為出口型國家，中國通過貿易項下輸

出人民幣受匯率及產品競爭力等因素影響。因此，中國可以借鑒美國初期經驗，通過資本項下輸出人民幣。與此同時，可以鼓勵進口國家以人民幣支付來自中國的商品進口，並將獲得的人民幣配置到中國資本市場，由此打通一個境內外循環的人民幣閉環。

二、人民幣國際化路徑回顧與展望：

1、加入世界貿易組織促進了中國外貿發展。2001年加入WTO後，中國開始逐步融入國際市場，外貿總額連續大幅增長，從2001年的5,097億美元上升到了2014年的43,015億美元，並於2013年超越美國成為貨物貿易第一大國。儘管2015年和2016年中國外貿總額小幅下降，但中國始終保持全球第一大出口國和第二大進口國地位。隨着外貿的快速發展，人民幣跨境結算需求因而增加。

2、跨境人民幣結算試點推動人民幣的國際使用。2009年，中國正式啟動跨境貿易人民幣結算試點，企業可以通過貿易渠道向外輸送人民幣，人民幣作為支付與交易媒介的需求在國際範圍內顯著提升。尤其是離岸人民幣資金池的快

速擴展，推動了人民幣的國際使用和增加了人民幣的跨境流動。資料顯示，人民幣在國際支付貨幣中的份額從2011年底的0.25%增長到2015年8月的2.79%，一度超過日圓成為全球第四大支付貨幣。

豐富輸出管道改善投資頭寸

3、通過資本項目開放豐富人民幣的輸出渠道。儘管跨境貿易結算推動了人民幣的國際使用，但貿易結算助推下的人民幣跨境收支使用十分容易受到人民幣匯率預期影響，進而擴大人民幣國際化進程中的波動性。

此外，當前人民幣只是作為結算貨幣而非計價貨幣。結算貨幣大多出於套利需要，並不真正植根於實體經濟的交易活動。因此需要以促進資本項目開放來豐富人民幣的輸出管道，改善中國國際投資頭寸表。

在此背景下，可依托直接投資與證券投資為人民幣國際化提供新的動能，這將促使人民幣國際化進程更加穩健，有助減少人民幣輸出受匯率及資產收益率的影響。

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。