



▲分析指，延續去年阿里巴巴回歸港股的示範效應，預計未來兩三年會有四十多家中概公司回歸港股

# 中概回歸與美股「圍城」效應

螞蟻集團或以350億美元募資規模創下全球新股發行紀錄，在11月A+H股同步掛牌交易。6月以來，網易、京東等七家中概股在香港二次上市，延續了去年阿里巴巴回歸港股的示範效應，預計未來兩三年會有四十多家中概公司回歸港股。聚美優品、暢遊等八家公司也將在今年完成或者開啟私有化，從美股退市，一部分計劃未來在A股重新上市，有望延續今年中芯國際從紐交所退市，回歸A股的熱潮。



春風夏語  
夏春

諾亞控股首席經濟學家

通常，大家把中概股持續回歸的動力歸因於三點：一、中美關係緊張，美國加強監管針對中概股；二、內地和香港修改上市制度，越來越多中概股符合回歸條件；三、2013年至2018年因為估值差異而回歸A股的分眾傳媒、巨人網絡等，到現在完成了市值少則一倍，多則十幾倍的漲幅。

## 美股「上市缺口」之謎

中概公司回歸的背後，一個更深層的原因是過去二十多年美股出現的「圍城」效應：即使是美國本土的公司，已上市的公司想出來，未上市的也不想進去。

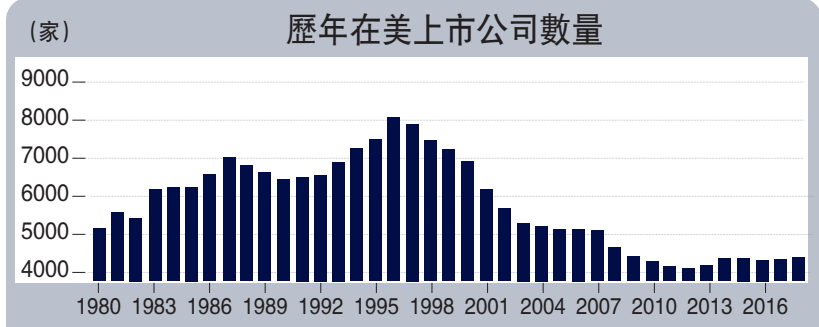
過去四十五年，美國上市公司數量走過了一個明顯的倒V形，從1975年的4775家，增加到1996年的8025家的頂峰。之後，願意上市的公司越來越少，到2012年僅有4102家。近幾年美股迎來史上最長牛市，但2018年美國只有4397家上市公司。

美國上市公司數量為何在1996年之後持續減少？畢竟全球、加拿大、歐元區、高收入國家的上市公司數量都在增加。雖然少數發達國家如法國、德國、英國的上市公司數量也有所下降，但幅度都不及美國。比美國上市公司降幅更多的，只有捷克、立陶宛、委內瑞拉等國家。根據國內生產總值（GDP）和人口數量、金融發展水平等因素，可估算出2012年美國合理的上市公司數量應該在9500家以上，相對實際上市公司數量，缺口近5500家。2018年的「上市缺口」變得更大。

同期更多國家和地區實現了上市公司數量的增長，中國內地從1996年的524家上市公司增加到2019年的3777家，增幅6.2倍，僅次於波蘭的8.6倍排名全球第二；同期香港上市公司數量也從561家增加到2272家。

## 為什麼很多公司不選擇上市？

公司上市的好處很多，可以吸引投資者的資金發展壯大，進行槓桿收購，幫助創業者財富變現退出、為管理層提供激勵機制等。上市的麻煩也不少，滿足合規和信息披露要求成本不菲，股東太分散會導致管理層謀求私利等。相反，被私募基金控制，保持私人公司狀態，雖然股權流動性差、資金規模限制公司規模，但卻可以避開監管成本。股東數量少，可以較好保證管理層和投資者的利益一致。



1996年，美國出台了《全國新證券市場促進法案》大力推動私募股權融資發展，既降低了私募股權投資的成本，又大大增加了私募資金的供給。私募行業迎來「爆炸式」增長，募資金額佔GDP的比值從1996年的0.5%增長到2007年時的巔峰值近6%，近年來仍保持在4%左右的較高水平。2018年，美國企業從私募股權基金獲得的融資金額高達1.8萬億美元，是新股公開發行募資金額的近十倍，這使得創業企業在後期可以通過私募市場獲得成長所需資金。

儘管兩次危機帶來的負面影響短暫，但隨之而來更加嚴厲的監管法規如《薩班斯—奧克斯利法案》、《弗蘭克—多德法案》都使得上市公司的監管成本大大增加。2002年之後，美國公司IPO的平均費用為250萬美元，而上市後為滿足合規和信息披露要求，公司每年平均的費用為150萬美元。這些因素都使得企業的上市意願降低。

新經濟公司主要依賴人力資本、知識產權和無形資產發展，對實物資產的投資相對較少，對資金的需求相對傳統公司要小得多。他們的商業模式、盈利周期與傳統公司差別很大，與其過早上市披露信息給競爭對手，倒不如依靠私募股權市場先發展，再尋求被私募基金或上市公司收購，或單獨上市。Facebook 收購 Instagram 和 WhatsApp的過程就是最好例子。

2000年至2011年，因宏觀環境上相對較高的增長、通脹和利率水平，以及投資者偏好等原因，周期股、價值股表現明顯好於成長股，新經濟公司並不急於上市。2012年後，宏觀上的低增長、低通脹和低利率環境，以及微觀層面移動互聯網等新技術發展，成長股開始逆襲價值股並持續至今，就使得2012年後美國上市公司數量略有增加。

美國在2012年出台了《促進創業企業融資法案》（JOBS法案），其核心就是幫助新興成長企業降低上市成本，僅合規和信息披露方面的成本就降低了40%至50%。與此同時，允許私募股權基金擴大合資格投資者人數，進一步增加私募資金的供給。受私募股權支持的企業即使不上市，也不用擔心資金不

足。總體而言，JOBS法案並沒有顯著提高創業企業上市的數量。

企業上市意願降低和上市公司想要退出是同一枚硬幣的兩面。與自願退市不同的是，一些上市公司因為長期虧損、股價低迷，不再符合上市標準而被強制退市。比這兩種結果更好的選擇是，被更大的上市公司或者私募股權基金兼併收購。在2000年、2007年和2015年，美國相繼出現三次併購浪潮。這三種退市方式中，併購型、強制退市和自願退市佔比大約為60%、37%和3%。退市的結果是留下來的公司規模更大，行業的集中度越來越高，以至於現在美國前幾名的大公司都開始面對反壟斷調查。

美國作為發達國家裏「圍城」效應最明顯和「上市缺口」最大的國家，聽上去是一件非常糟糕的事，可能使得美國創新減少、就業下降、股市大跌。但1996年至今，美股市場大部分時間一枝獨秀，總市值不斷創下新高。單純的上市缺口並沒有帶來想像中的惡果。相反，更優秀和更大型的公司願意繼續留在美股市場，也就代表他們的盈利能力和增長前景更好，這對投資者來說，當然是一件好事。

## 上市公司為什麼退市？

值得強調的是，美國99.9%的企業並非上市公司。雖然單個上市公司僱傭的員工遠遠多於大部分私人企業，但整體上看，解決就業依然要靠絕大多數的私人企業。因此，私募市場的繁榮對經濟發展，就業的貢獻，要遠比通常理解的更高。中國在大力發展股票市場的同時，也應該重視私募市場的建設。

特朗普政府威脅中概股退市，美國通過《外國公司問責法案》時，市場也一度拉響對中概股的警報，但很快就變成虛驚一場。筆者相信，即使中美關係在將來改善，中概股同樣會受到美股「圍城」效應的影響，一部分選擇繼續留在美股，一部分同時在香港或內地二次上市，一部分徹底退市再重新規劃未來。這些公司的上市地點和回歸決策，只會對股價帶來短期影響，他們的長期價值取決於管理層與市場、客戶在經營戰略和科技創新上的良性互動。

# 2035年中國內需規模倍增



實話世經  
程實

工銀國際首席經濟學家、  
董事總經理

「千淘萬漉雖辛苦，吹盡狂沙始到金。」當前全球遭遇百年未有之大變局，疊加中國「雙循環」格局的構建，料將推動「真內需」模式的加速發展。以此為基礎，中國有望進一步形成「國內市場擴大→製造業加大投資→居民就業收入改善→國內市場持續擴大」的內需發展機制，為暢通「內循環」奠定堅實的需求側基礎。基於此，筆者預測，至2035年，中國內需的實際規模有望較2019年實現倍增，內需結構料將多重優化，進而為「內循環」奠定堅實的需求側基礎。與此同時，跨周期的結構性改革攻堅有望成為擴大內需、暢通「內循環」的長效支持。

從規模來看，內需倍增是大概率事件。我們採用兩種方法推算當前至2035年的中國內需規模變動，並進行相互驗證：

第一種，增速遞推法。筆者預計，在保守情景下，2020年至2035年中國經濟年度實際同比增速的長期中樞為4.5%左右。假設這一階段的經濟增長主要由內需驅動，在剔除了通脹對於投資、消費名義規模的影響之後，那麼2035年內需的實際規模預計約為2019年內需規模的兩倍。

第二種，收入比例法。2019年中國人均GNI（國民總收入）升至1.041萬美元，略低於高收入國家的門檻值（1.2535萬美元）。筆者預計，在保守情景下，即使未來中國人均GNI的實際同比增速明顯低於趨勢水平，至2035年中國人均GNI也將大概率邁入高收入經濟體行列，並觸及1.67萬美元（2019年購買力）。由此，再假設中國人均GNI中用於消費的比例向OECD（經合組織）成員水平趨近，內需中投資、消費的結構比例向歐洲、日本趨近，則2035年中國內需規模亦將較2019年實現倍增（剔除通脹影響後）。

基於上述兩種預測方法，2019年至2035年中國內需實際規模的倍增將是大概率事件。此外，若這一目標如期兌現，那麼至21世

紀中葉，中國有望取代美國成為全球實際需求最大的居民消費市場（剔除通脹影響後）。

## 制度改革加速落地

從結構來看，三層次優化有望實現：

其一，內生增長模式確立。至2035年，中國內需對經濟增長貢獻率的長期中樞預計將接近100%，但這並不等於「閉關自守」。隨着中國升級為全球「供給—需求」雙中心，以及高水平開放的不斷擴大，中國對外貿易有望走向均衡狀態，在小幅順差和小幅逆差之間彈性波動。由此，「外循環」對「內循環」的增長貢獻，不再主要反映於淨出口的數據高低，而是主要體現於國際國內要素加快流動、優化配置所實現的全要素生產率提升。

其二，消費、投資合理搭配。至2035年，在消費市場擴大的同時，中國料仍將持續以新基建投資、產業投資促進供給側升級，加速擁抱新一輪技術革命。由此，筆者預計，至2035年，中國內需結構不會走向「美國模式」，而是有望更接近日本與歐元區：消費佔國民經濟的比重約為75%，投資的佔比約為25%。

其三，個人、政府比例協調。中國作為幅員遼闊、區域發展差異較大的後發經濟體，仍需要政府發力推動公共服務均等化、區域發展協同化。在全球疫情時代，進一步夯實公共衛生防疫體系和社會保障體系，也是應有之義。

因此，未來在中國居民消費較快發展的同時，政府消費料將穩步增長、提質增效。至2035年，中國居民消費佔最終消費的比例或不會過度抬升，預計將穩定在72%左右，以實現個人福利和社會公益的總體平衡。

從政策趨勢來看，針對內需增長的難點和堵點，三方面的關鍵性制度改革有望加速落地。一是收入分配制度改革，多維提升和釋放居民消費潛力；二是社會保障與公共服務體系升級，降低全球變局下的預防性儲蓄動機；三是房地產市場長效機制建設，減弱房地產的「擠出效應」，強化其「擠入效應」。基於此，雖然國內疫情基本平息之後，中國消費需求的回暖略顯滯後，但展望未來，在制度改革的長效支持之下，中國消費引擎的長期動力與持久韌性值得期待。

# 住屋回報遠勝強積金



樓市智庫  
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

強積金制度推行二十年，扣除收費及開支後年化回報為4.2%，高於同期1.8%通脹率。換言之，扣除通脹率等同回報率是2.4%，如同雞肋。相比二十年本港住家樓價，除去通脹率之後，每年升幅仍超逾13%，遠遠拋離強積金，對退休生活更有保障。

強積金制度實施二十年，年率化回報為4.2%，高於同期的1.8%通脹率。由2000年12月強積金制度推出時開立戶口，並持續收取供款設計，以「平均成本法」概念，協助打工仔建立為退休儲蓄紀律，雖然打工仔每月供款看似並不多，經過年月累積，加上善用「複息效應」，為打工仔退休帶來的保障自然愈大。

但供款者必須有出色投資技巧才可取得理想成績，假如愛理不理，又不將戶口化零為整，管理費會

蠶蝕不少本金，造成增長緩慢甚至倒退。戶主更要金睛火眼注意戶口，隨時作出調配，頗費精神。

## 置業有效對抗量寬

100萬元強積金對於許多人來說是一筆大金額，但用來買住宅樓卻只能夠作為購買小型物業的首期。上車置業無疑困難，居住卻是每個人的必需品。既然橫豎都要居住，不如盡量爭取上車機會，將租金支出轉化為買樓。置業首期當然龐大，但有足夠條件上車的不應遲疑，因為買樓可以直接解決居住的問題，並且幫助閣下參與資產增值的機會，總好過租樓的資金一世有去無回。

以中原城市領先指數計算，二十年前是44.41點，今年9月底時是176.74點，其間樓價指數升幅是2.97倍，二十年平均每年升幅是14.89%，扣除期內的通脹1.8%，樓價淨升幅是13.09%。樓價這個升幅是歸你所有，而非租樓開支有去無回。租樓的支出如潑出去的水，不會回來；但供樓的供款是為自己儲蓄，還有資產增值的可能性，其間你與租樓一樣可以居住。

13.09%的樓價回報，比較強積金的2.4%，多出實在太多，達到4.45倍，簡直贏出幾條街。住物業供應有限，具有對抗量寬鬆的能力，全因銀紙無止境地貶值。