



纽约到香港，崎岖有泪光



在机构投资者眼里，只有国际资本市场，没有香港资本市场。

香港不是独立存在的，香港和纽约、伦敦、东京、法兰克福一样，都叫国际资本市场，是机构投资者在货币可以自由兑换的国家/地区的股票交易所买卖股票等金融产品而自发形成的市场。香港是国际资本市场的一部分。

香港和纽约，就是一个市场，而且是同一拨人在交易。

哪些人呢？国际资本市场的主流机构，是美元机构投资者，主要资金来自欧美发达国家。在肉眼可见的未来，包括香港在内的国际资本市场，内地的资金不会成为主流，没有主导权，不会有定价权。这是事实，不是妄自菲薄。

去年年初内地投资者声称的南下争夺港股定价权，是幻想。

机构投资者的全球风险控制一盘棋。如果认定中国有 sovereign risk 国家风险，会要求有风险溢价和估值折扣。如果进一步认为风险过大而不能投资，在纽约上市，他们不能买，去香港，他们同样不能买。

从本质上来说，国际资本市场，是同样的机构投资者、在不同的交易所、用相同的规则在做交易。纽约和香港，性质完全一样。

中概股在纽约一泻千里，香港股市就持续低迷，就是这个道理。认为离开纽约去香港能解决中概股问题，是不了解资本市场。

当然，香港还有一些自身的特殊情况。

首先是流动性。港交所的流动性和美国比，完全不在一个量级上。

2021 年，港交所平均每天成交金额为 1667 亿港元，折合 214 亿美元。美国一个交易日就在 4000 亿-5000 亿美元之间。

木头姐买腾讯，买的是 TCEHY.US，在美国发行的 ADR，而不是在香港交易的 700.HK。这很能说明问题。因为美国的流动性更好，交易成本更低，交易对手更多，所以买中概股就在美国买。

港交所的交易量非常集中，20% 的股票贡献了超过 90% 的流动性。市场嫌贫爱富，小市值公司不受待见，没有交易量。

传统上，在香港，市值低于 30 亿美元，流动性都很差。鉴于目前情况，投行和基金经理甚至认为，科技公司 IPO 的市值不到 50 亿美元，发行都困难，即便上市，流动性也不好。但是，有多少互联网公司有这个规模的市值？

基于目前的风险溢价和估值折扣，很多企业和股东很可能是含泪敲钟，因为 IPO 后根本无法退出。

为什么港交所的流动性不行呢？

第二，因为，香港的资金量远远小于纽约，资金池太浅了。

类似婚礼上的香槟高脚杯架子，最上面的是纽约，只有最上面的杯子

满了，香槟才会流到下面的杯子里。因为制度和体制，全球资金首选美国的交易所，配置到香港的资金体量要少很多。全球市场看纽约，纽约就是灵魂和心脏。

一些中概股的体量，即便在美国市场，也已经是大鲨鱼了。到香港上市，等于进了小池塘，不仅自身的流动性受到影响，还会殃及港股的小盘股和交易所。

12月6日晚上一开盘，阿里的成交量就接近30亿美元。这个交易量在香港是不可能实现的，对小盘股也会有灾难性的影响，对交易所而言，也是噩梦。

目前超过200家公司排队在香港IPO，很现实的选择是，基金经理只看体量大的头部企业。赢家是少数。中小体量公司，如无机构订单，只能做亲友股。

亲友股是无奈之选，不反映市场定价，也无流动性。投行爱惜羽毛，在IPO过程中有若干次内部过会。若无机构订单，有些投行无法过会，项目组随时撤。

第三，香港投资者喜欢盈利、能分红的公司，包括金融、地产和消费品/零售行业。对不赚钱的新经济公司的容忍度低。他们习惯了盈利分红的公司，对不知何时盈利、估值几十亿美元的公司，根本没兴趣。投行对这些项目也很谨慎，因为卖不动。近两年刚有一些互联网公司来港上市，但

未成气候，香港市场对新经济的投资者教育还刚刚起步。

全世界，只有美国投资者高度容忍新经济和不盈利。

第四，目前排队 IPO 的公司太多，联交所人手不够，处理速度慢，不少公司去年 3 月交了 A1，现在还没有聆讯日期。6- 9 个月的项目执行时间，现在至少要一年半左右了。新闻报道一些公司再次递交上市申请，就是等待时间太长，审计数据超过 180 天，需要更新审计资料、重新递交。

第五，估值。因为流动性和资金体量，科技股在香港的估值倍数远低于美国。SaaS 公司在美国几十倍 P/S，在香港最高只有 15 倍。投行预计今年 IPO 的此类公司，P/S 最高 10 倍，IPO 的市值可能低于 pre-IPO 之前轮次的估值。

另外一个关于估值的因素被忽略了。由于美国市场的深度、对投资者的保护和监管的严厉程度，投资者更愿意投资在美国的交易所上市的公司。这是估值的隐形考虑因素。所以，即便不考虑流动性和资金体量，没有这些制度性因素，在香港的估值也会打折扣。

最后，还有一个最关键的问题，一直被忽略了。AB 股，也就是 WVR，weighted voting right。

港交所制定 AB 股的政策，意在吸引大型中概股来港二次上市，并未考虑中小企业。不明真相的中小互联网公司希望享受 AB 股的政策，非常不现实。

规则中的硬性指标不难达到，能否被认定为“创新型企业”，判断标准很主观，仅凭港交所自我认定。港交所认为肯德基必胜客用小程序点餐是创新，百胜中国就是创新型企业。当然，它是大公司，港交所就是喜欢大公司。

新经济公司经过若干轮融资，创始人/团队的股份已经不多，30%左右股份属于正常。若无 AB 股，上市后，公司事实上就被机构投资者拥有。欧美市场惯常的恶意收购不会是意外。和主要股东签署一致行动人协议，并不解决问题，一过解禁期，股东就会出售股票。相信很多创始人在思想上尚未做好准备。

综上所述，香港能否承接中概股吗？大家都会有判断。

华尔街日报去年 3 月 26 日的一篇文章也谈了香港市场。文章把中概股在港的二次上市比作回家，但用事实和数据说明，纽约仍然是中心和灵魂。文章副标题更直接，“中概股蜂拥至港，并没有转化为交易的繁荣”。

比如，十支两地上市的中概股，香港的交易量占 12.5%，纽约占 87.5%。

中概股的香港投资者，发现必须转换成 ADR 才能卖出，因为无法找到足够的交易对手。被采访的基金经理说，绝大部分交易是 ADR，即便必须晚上工作。

文章还提到了香港的交易成本比美国高。香港对买卖双方都收取 0.1%

的印花税，未来可能提高至 0.13%。

老虎证券的美国高层曾在 FINRA (The Financial Industry Regulatory Authority, 美国金融业监管局) 工作，他为我们详细介绍了美股的交易成本。

在美国买卖股票没有印花税。卖单有两个费用，SEC 收取 SEC fee, 0.000051 美元一股；FINRA 收取 TAF (Trading Activity Fee), 用来覆盖监管成本, 每股 0.0003 美元, 但为了避免大额交易被收取大额费用, FINRA 对每个交易设置了 6.45 美元的收费上限, 不管交易多少股。ADR 是普通股合成, 如持有 ADR, 托管机构会收取托管费, 每年每股 0.02 美元。

总之, 美股交易费用很低。

文章已经回答了一个问题, 就是中概股回港, 是否能带来交易量和流动性的大涨。答案是, 不会的。

如果连阿里这样的公司回港都不能带来交易的繁荣, 中国还有几个公司能比肩阿里的市场地位、市值和影响力?

那南下资金有帮助吗? 1 月 20 日, 南向资金是 73 亿元人民币, 11 亿美元, 曾出现过 150 亿元人民币的高峰, 也不到 25 亿美元。不用讨论了。

是否未来能有更多的南下资金呢? 这个要看国家的政策, 短期内没有

希望。华尔街日报文章引用基金经理的话，如南下资金太多，会影响 A 股的流动性。

2021 年 12 月 17 日证监会通过修改“内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定”，香港经纪商不得再为内地投资者新开通沪深股通交易权限。

有资金借沪港通和深港通，南下后，再回到国内 A 股炒自家股票，坐庄或者联合坐庄。规定切断了这个资金通道。目前这个资金量也算作南下资金了。

散户是资本市场的毛细血管，对活跃度和流动性有重要作用。投资海外的中国散户大都是 85 后，年轻，教育程度高，成长于移动互联网时代，大部分资金投资中概股。他们对中概股的流动性帮助很大。失去他们，不利于中概股的流动性，同时也让中概股的命运更加掌握在国际机构投资者手中。

还有，去年在中概股巨亏，一些机构可能会减少对中国的配置。这也

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37297

