



►中概股的審計底稿問題，真正的難題在於中美關係不確定性，可能限制雙方尋求解決問題的動力與信心。

中概股本月全面暴跌，幾乎無一幸免。百度、拼多多、嗶哩嗶哩、滴滴等互聯網巨頭股價墜入令人絕望的深淵。背後原因十分明確，中概股正遭遇中美兩國監管的正面衝突。

解決中概股風險創共贏

大學之道 清和 智本社社長

美國《外國公司問責法》3月8日正式實施。美國證券交易委員會（SEC）根據該法將百濟神州、百勝中國等五家中國上市公司列入「臨時退市清單」。按照該法案要求，自2021年的年報開始統計，如果外國發行人連續三年不能滿足美國公眾會計監督委員會（PCAOB）對會計師事務所檢查要求，則該股票將被禁止在全美交易所交易，並強制在美股市場退市。美國證券交易委員會和美國公眾會計監督委員會態度強硬，其中核心審查就是中概股的審計底稿。

中國官方近年對互聯網平台企業實施「綜合治理」，打擊反壟斷、反洗錢及其他行為，同時出台《數據安全法》等法律，嚴厲審查數據安全和控制數據跨境。去年6月滴滴赴美上市，此事引發中國對互聯網平台數據監管的大幅升級，其中涉及最為敏感的審計底稿問題，中美官方曾多次溝通並未拿出具體的解決方案。

隨着美國《外國公司問責法》的正式實施，中概股面臨退市危機，市場恐慌情緒蔓延。而關於審計底稿的監管衝突更為深層次的因素是，中美關係在俄烏衝突中愈加走向不確定性。市場對中美能否化解監管衝突感到悲觀，甚至擔心兩國關係惡化引發金融硬脫鉤。

中概股展示中美金融合作

3月16日，中國國務院副總理劉鶴組織召開金融穩定發展委員會專題會議。關於中概股，會議強調，目前中美雙方監管機構保持了良好溝通，已取得積極進展，正在致力於形成具體合作方案。中國政府繼續支持各類企業到境外上市。本次會議釋放的利好信號安撫了市場，中概股才立即止跌並強勢反彈。

然而，美國公眾會計監督委員會在北京時間3月24日晚給內媒的一份聲明中稱，關於PCAOB與中方達成會計監管最終協議的猜測還為時尚早。「我們必須全面檢查相關審計檔。這是沒有商量餘地的。」可見，中概股的退市危機沒有解除，未來前途依然不明朗。

中概股可以算是全球化大浪潮時代中美金融合作的典範，它曾經創造過相當瘋狂又風光的歷史。中概股興起於中國互聯網萌芽的九十年代末，彼時初創民營企業家面臨一個巨大的挑戰：資本稀缺。與其他領域有所不同，互聯網創業又是一項周期很長、

失敗率很高、風險很大的事業。

當時中國的資本非常稀缺，商業銀行不願意向缺乏資產抵押物的互聯網創業公司提供貸款，國內還沒有形成風險投資市場。不巧的是，亞洲金融危機爆發，大量國際資本回流美國。2000年3月美國爆發互聯網泡沫危機。美聯儲緊急下調聯邦基金利率，但災難已形成。到2000年11月，外媒測算互聯網泡沫破滅給整個證券市場帶來1.7萬億美元的損失。上千家互聯網公司的股價跌去了80%以上，中國一批互聯網公司被迫關停。

廉價資本追逐風險資產

2001年，「9·11」恐怖襲擊事件爆發。美聯儲為了支持小布什政府的反恐戰爭和提振國民信心，將聯邦基金利率下調到2%以上，一直維持到2004年。美國長期極低利率釋放了大規模的廉價資本，硅谷企業在經歷這場泡沫危機洗禮後可謂鳳凰涅槃。同時，美國風投乘著美聯儲寬鬆和中國「入世」之風大舉進入中國市場。

2003年非典期間，中國互聯網迎來了第一個春天，搜狐、網易、新浪三大門戶網站均實現了上市以來的首次全年盈利。前程無憂當年的網路招聘服務收入增長了166%，並完成赴美上市。2007年是中國互聯網赴美上市的第一個大肥年，IPO數量分別達到39家，融資總額達22億美元。

至此，中概股初步形成。中國互聯網創業者與美國風險投資探索出一條中美金融合作之路：「中國創業+納斯達克」。雖然「入世」以來，中美雙邊貿易大規模增長，但是中美因金融制度不同，兩國金融貿易比重很低。中概股是中美金融合作的成功典範，它遵循了比較優勢理論，即中國快速興起的互聯網市場與美國成熟的金融市場相結合，中國企業家的創業精神與美國的廉價資本相結合。

中國互聯網創業企業利用資本市場合理配置風險。技術工程師、企業家、天使投資人、風險投資人、股票投資者，每個人的風險偏好不同，資本市場合理地分配了風險，讓技術工程師安心搞研究、創新技術，讓企業家承擔一定的風險同時專心經營、追求經營利潤，讓投資者去承擔風險，同時謀求投資回報。這就是全球化分工與協作的市場邏輯。

2008年金融危機爆發，資本市場遭遇重創。美聯儲及全球主要國家央行開啟大規模救市行動，聯邦基金利率下調到零附近，開啟了八年的超級寬鬆周期。美國風投公司再攜廉價資本大舉布局中國互聯網，納斯達克指數止跌回暖後開啟了一波大牛市。

這是中國互聯網攻城略地的瘋狂時代。美國風險投資大舉布局京東、

美團、螞蟻金服、今日頭條、拼多多、抖音、嗶哩嗶哩等網企新貴。2010年迎來了金融危機後赴美上市的第一個大年，IPO數量達到39家。此後，中國互聯網企業赴美上市常態化，2018年2019年IPO數量分別達到44家和39家，2021年初市值達峰值。這是一段令人熱血沸騰的互聯網淘金史，但這一中美協作的野蠻生長模式也暗藏著風險。

先看中國方面。與美國互聯網相比，中國互聯網企業存在兩大特點：市場高度集中，巨頭力量崛起。

中國互聯網2008年百花齊放之後，從三巨頭演變為兩大系，再到如今的阿里巴巴、騰訊和位元組（字節跳動）三大陣營。但與硅谷科技巨頭相比，中國互聯網巨頭熱衷於整合終端業務，尤其是消費領域。以2020年12月的數據核算，在257家中概股中，可選消費業佔比最高，達到57%。

為什麼存在這種現象？原因可能是多方面的：

一是受持續的「摩爾革命」的驅動，全球電子設備及上網成本大幅度下降，如此，中國14億人口基數釋放出巨大的「人口紅利」。尤其是2007年之後智能手機快速普及，巨頭們紛紛搶奪移動互聯網端的消費紅利。

二是美國反壟斷嚴格限制巨頭併購，尤其是互聯網企業在消費端的整合。硅谷互聯網企業不得不往縱向延伸，如人工智慧、基礎算法、操作系統、半導體、航空航天等。相反，中國過去反壟斷力度較輕，對終端市場的併購行為相對寬容。另外，中國縱深技術領域，如航空航太、網路通信等，多為非競爭性領域，准入門檻極高，京東無法像亞馬遜一樣涉獵衛星網路業務。

三是隨著大數據技術興起，中國互聯網巨頭將終端消費優勢轉變為大數據競爭力。2012年大數據概念風靡全球，中概股市值憑此概念持續走熱而節節攀升。但大數據時代也帶來不少隱患。十年前，大數據科學家維克托·邁爾·舍恩伯格在《大數據時代》中預言，誰掌握了全民數據，誰便掌握了這項「預知」特權，從而可能支配思想、攫取財富、挑戰政治。

雙重監管夾縫求生

再看美國方面。2008年金融危機後的美聯儲救市行動，創造了大規模的廉價資本，但也洗劫了城市中產及中下層民衆的財富，激起了民粹主義浪潮。2016年大選，政治素人特朗普入主白宮，並開始對舊秩序發起挑戰，其中包括發動貿易戰。這場貿易戰惡化了中美關係，並逐漸波及到科技、金融領域。拜登上台後，中美關係並未回歸正軌，民間對立情緒更加激烈。作為過去中美協作的典範，又隱患重重的中概股，在2021年迎來了兩國的雙重監管。

最近兩年，中國互聯網巨頭的市場集中和數據控制的兩大問題，在新冠疫情大流行和中美關係緊張的宏大敘事中徹底暴露。涉及敏感的媒體、金融、消費、數據和勞動者權益五大領域，成為眾矢之的。網民抨擊互聯網平台侵害用戶隱私、濫用用戶數據、利用演算法分發控制輿論、對消費者「大數據殺熟」、使用演算法技術將騎手「困在系統」裏。

NFT的集換式卡牌玩法



鍵能講堂 付饒 國際新經濟研究院 高級研究員

集換式卡牌起源於144年前美國煙草商放入煙草盒子的棒球明星卡牌。集換式卡牌遊戲，簡稱TCG（Trading Card Game），是以收集卡牌為基礎的對弈類遊戲。遊戲玩家需要通過購買遊戲發行商隨機包裝的補充包，收集卡牌，然後根據自己的策略，靈活使用不同的卡牌去構建符合規則的套牌、進行遊戲。集換式卡牌的插畫是遊戲核心IP的載體，其背後的人物形象和世界觀是吸引玩家的重要因素。卡牌的稀有度和隨機性激發玩家的購買行為，而線下賽事的組織融合了社交黏性。

目前全球流行的集換式卡牌遊戲主要包括萬智牌、遊戲王、爐石等。萬智牌每季推出新系列，每系列二三百種牌。玩家購買的牌包，其中含有隨機的15張牌，如果玩家想要特定牌，除了開包收集，還需要與別的玩家交換，這就叫做「集換」。集換式卡牌與NFT（非實物化通證）有類似的特徵，玩家通常以男性為主。目前中國內地約有200萬集換式卡牌玩家。

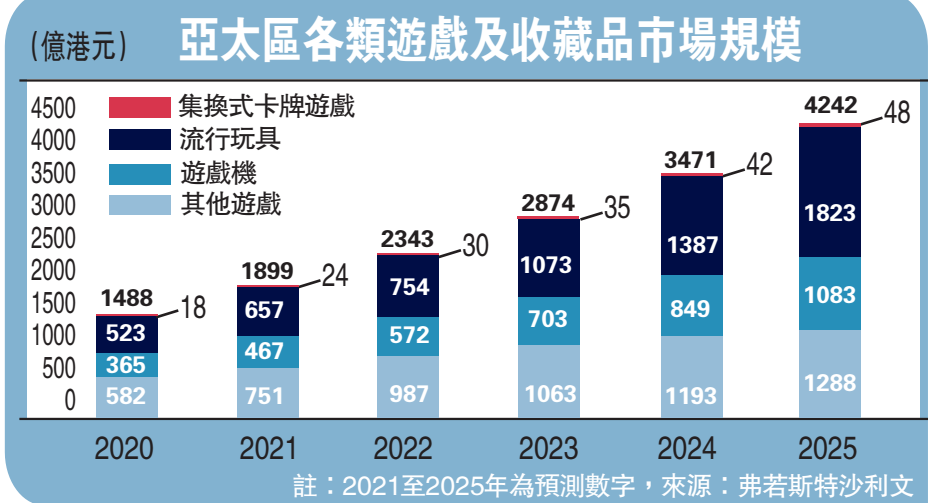
2019年日本集換式卡牌累計銷售金額為1123億日圓，同比增長12.4%，是所有玩具分類的第三名。同時日本也有萬代南宮夢、Konami等優質的IP運營企業，共同造就了繁榮的集換式卡牌遊戲市場。國內集換式卡牌市

場正處於培育階段，未來可期。隨着國內Z世代支付能力的增強，以及IP衍生產業運營能力的不斷成熟，國內集換式卡牌市場正迎來加速滲透階段。有機構認為，中國的集換式卡牌市場未來有望達到300億元人民幣，滲透率還有較大的提升空間。

作為具有集換式卡牌屬性的NFT，BAYC（Bored Ape Yacht Club，無聊猿遊艇俱樂部）誕生不到一年，總成交額已經超過15億美元，其衍生品MAYC（Mutant Ape Yacht Club，變異猿遊艇俱樂部）七個月的成交額超過10億美元，目前無聊猿代幣市值120億美元。關於NFT的版權界定，BAYC專案方YugaLabs最初就擬定了非常明確的聲明條款，肯定了「擁有NFT」，而且「擁有NFT的底層作品無聊猿」，可以對擁有的NFT進行商用。

去年12月，阿迪達斯（Adidas）聯名BAYC發行adidas Originals Into The Metaverse NFT，銷售額約2300萬美元，截至目前成交量近1億美元。環球音樂集團本月購買了Bored Ape Yacht Club #5537（5537號無聊猿），與之前購買的NFT共同組成Kingship的虛擬樂隊團體。

今天的奢侈品行業，「社群屬性」（誰在帶貨）已經逐漸替代了「血統屬性」，NFT代言的明星大V動輒坐擁千萬級別粉絲。而這些傳播管道不是買來的，而是KOL（意見領袖）們自發一擲千金、參與建設社區的行為。這些特徵讓NFT較集換式卡牌更具活力。



按揭減辣推動換樓



談樓說按 王美鳳 中原按揭經紀 董事總經理

上期提及新按揭幫助用家實現換樓大計，究竟現時用家換樓是否較之前容易？筆者嘗試以一個例子從以下幾方面作比較：

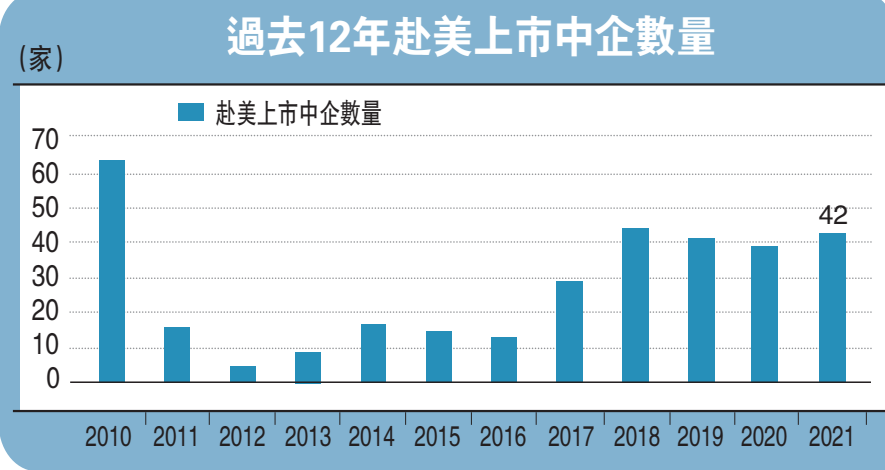
首期方面 換樓家庭現居於一個約450呎單位，剛以成交價850萬售出，扣除按揭餘額425萬，賣出單位可套取資金約425萬。現希望用新按揭計劃，由兩房單位更換至一個600多呎之三房單位，樓價為1350萬。以換樓家庭買入之單位屬於首套房按揭計算，在放寬按揭保險計劃方案推出之前，對於上述單位，按揭成數最高僅達50%，基本首期需為675萬，由於首期不足已是最大阻力，故此即使換樓家庭有實際需要，但仍未有落實構思更換單位。按揭減辣後，按揭額可高達960萬，按揭成數升至71%，首期低至390萬，首期大減285萬。故此，現時換樓家庭可透過新按揭實現換樓大計，再以積蓄支付有關蓋印費、代理佣金等開支。

換樓支出方面 透過新按揭換樓，主要是多了按揭保費這項支出，以不低於八成按揭來

說，按揭保費由貸款額之1.15%至2.82%不等，但正如上期所說，在大多數情況下，按揭保費享有折扣優惠高達6.5折，而且可加借入按揭總額一併供款，故此一般不構成置業阻力。

入息要求方面 雖然透過新按揭換樓之基本首期大大降低，但由於提高按揭成數等如增加了按揭金額，銀行對於申請人的入息要求必然提高。上述例子中，換樓家庭若可選用五成按揭，通過壓測的最低月入約為6.3877萬，若如上述選用新按揭提高按揭成數至71%，通過壓測的最低月入便提高至約9.0847萬。不過，按揭計劃在壓力測試方面設有彈性，即使借款人未能符合壓測，但若供款佔入息不高於一半，仍有機會獲批按揭。在這方面，其實銀行較多仍傾向以壓測作為基準計算，倘若「爆壓測」，壓測下（加3厘按息後）之供款佔入息比率上限由原本60%，可提高至65%至70%不等，但當中之按揭保費需調高，保費折扣亦減少。

故此，計及上述壓測彈性的最低月入便可由9.0847萬降低至7.7869萬，大大降低了入息要求之難度。用家亦要留意一點，上述以首套房按揭計算，而非首置人士（即未持有香港住宅物業），銀行是不接納上述「爆壓測」的彈性計法。



2021年，中國官方迅速出台反壟斷法大力整頓網路平台，嚴厲打擊平台壟斷、市場操控、資本無序擴張等行為；該年6月滴滴出行低調赴美IPO，這家擁有數億用戶的大型出行平台上市引發了官方對數據安全的強烈擔憂。中國政府迅速出台數據安全法，嚴控本土數據跨境，不允許在美上市的中國企業不經本國監管機構審查擅自將工作底稿向境外機構提供。最終，中概股遭遇兩國監管的正面衝突而崩盤。

在技術上，中概股的審計底稿問題，屬於兩國監管政策衝突，並非絕無解決方案。中國監管部門正在對資本設置「紅綠燈」分級管理，考慮允許美方檢查一些不收集敏感數據的中國公司的審計檔。其

實，真正的難題在於中美關係不確定性，可能限制着雙方尋求解決問題的動力與信心。市場擔心，中概股集體退市引發中美金融硬脫鉤，進而波及香港國際金融中心地位。

過去二十多年，中國互聯網企業在美國寬鬆貨幣政策製造的廉價資本的推動下野蠻生長，形成巨大創富效應和消費紅利，也潛伏着市場集中與數據安全的隱患。但有問題解決問題，市場規律還得繼續遵循。技術創新是一項風險事業，依賴於金融資本政策衝突，並非絕無解決方案。中國監管部門正在對資本設置「紅綠燈」分級管理，考慮允許美方檢查一些不收集敏感數據的中國公司的審計檔。其