

美国政策

美国中概股退市风险

美国财长贝森特4月9日受访时回应是否会强制中概股退市称，“一切都在考虑之中，由特朗普总统做出最终决定”。他没有明确表示是否会采取行动，但他的言论令投资者重新关注美国中概股的未来前景。美国总统没有直接行政权力强制中概股退市，但可以通过推动立法、发布行政令或实施制裁间接促使特定或主要中概股退市。中概股退市对中美均不利，一方面损害美国投资者利益，引发美股市场震荡，降低美国资本市场的国际吸引力，另一方面影响中国企业融资、估值和在美国影响力，加快中美局部脱钩。近十年中美已围绕中概股问题经历激烈博弈，最终达成审计监管协议实现暂时平衡和有限合作。在特朗普2.0时代，如果中美对抗走向金融脱钩，那么美国中概股可能被强制或被动退市；如果中美将冲突控制在有限领域，那么美国中概股可能继续存续，但规模将受制于中美关系前景不确定性。中国经济开放和企业出海趋势不会改变，国际化与去美化并存，中国将加强与非美地区经贸投资联系，美国在中国外贸、国际投资和境外融资中的占比将进一步下降。香港可以发挥“一国两制”优势，从之前中美经贸投资的超级联系人转型为中国与非美地区经贸投资的超级联系人。

■ **美国总统是否有权强制中概股退市？** 根据美国法律和监管框架，美国证券交易委员会（SEC）负责证券市场监管，交易所制定上市和退市规则，总统没有直接行政权力可以强制所有中概股退市，但可以通过推动立法、发布行政令或施加制裁等间接方式，促使SEC和交易所对特定或主要中国公司实施退市。特朗普可以推动共和党占优势的国会立法收紧对中概股监管，间接推动中国公司退市，例如2020年通过《外国公司问责法》授权SEC对连续三年不遵守美国审计要求的外国公司实施摘牌，国有中概股已全部选择从美股退市。特朗普可以发布行政令限制特定中国公司在美国市场融资和交易，例如2020年特朗普曾发布行政令禁止美国投资者投资“中国军方关联企业”，导致中国电信运营商等相关公司ADR被美国证券交易所摘牌。特朗普还可以通过财政部或商务部将中概股公司列入制裁清单，迫使其主动或被动退市。特朗普采用这些手段时，需要SEC依据法律或交易所规则执行，他无法绕过SEC或交易所自行行动。

■ **中概股强制退市对中美有何影响？** 对特朗普而言，中概股强制退市是一把双刃剑，对中美均有负面影响。根据美中经济与安全审查委员会（USCC）数据，截至今年3月7日共有286家中国公司在美国证券交易所上市，总市值达到1.1万亿美元，其中ADR形式占比超过90%。对美国的影响包括：1）损害美国投资者利益，美国投资者持有大量中概股，中概股将因强制退市而下跌；2）引发美股市场震荡，中概股与美国科技股联动性较强，中概股下跌可能产生情绪传染作用，而中概股强制退市释放出中美金融脱钩信号，可能加剧美股市场跌势；3）降低美国资本市场国际吸引力，减少交易所、证券业和专业服务业（律所、审计机构）业务；4）中国可能采取对等报复，影响美国商界利益。对中国的影响包括：1）降低中国企业在美国的存在感与影响力，更多中国企业可能转向香港上市，但港股估值和流动性仍不如美股；2）降低中国公司在离岸市场的投资者数量、买盘流动性与估值水平，未在港股上市的中概股可能进入场外OTC交易，流动性和股价将大幅下降。部分已在港股上市的中概股提供从ADR到港股的转换机制，美国投资者可以直接转换，但并非所有公司都有这种安排，且从美股变为港股后，美国不少投资者可能因时差因素、政策限制、金融脱钩信号等不再投资。中国公司在离岸市场的投资者基础、买盘流动性和估值水平可能下降；3）强化中国对

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

美国金融体系不信任，推动中国缩减对美投资，加速去美元化和人民币国际化，加剧中美金融脱钩。由于中概股在美股市值和中国企业融资总额中占比较小，中概股强制退市对中美经济和金融市场的直接影响非常小，但可能通过信心渠道对经济和金融市场产生间接影响。

- **近十年美国对中概股监管政策有何变化？** 2010年代初，美国 SEC 和公众公司会计监督委员会（PCAOB）对中概股监管相对宽松，尽管发生东南融通因造假而退市、知名做空机构对中概股发布财务造假做空报告等事件，美国并未显著收紧监管，希望吸引更多中国科技公司为美国市场带来活力。2013年 PCAOB 试图检查中国审计机构但被拒，2014年初美国证监会以不向美国监管机构递交部分中国企业审计底稿为由，勒令四大会计师事务所的中国分部暂停美国执业资质6个月，美国监管法律规定应 SEC 要求海外审计机构应该提交在美国上市公司的审计文件，但中国监管制度要求，未经中国政府许可，在华会计师事务所不得直接向任何外国监管机构提供审计文件。美国 SEC 开始重视该问题，加大对会计师事务所处罚，要求中概股提供更多信息披露。2020年美国出台《外国公司问责法》，要求在美上市公司接受 PCAOB 审计检查，连续三年不合规将被退市，2022年 SEC 将中概股列入“退市预警名单”，加剧中概股在熊市周期中跌幅，部分中概股加速在香港上市。中美经过激烈博弈与谈判，2022年8月签署审计监管协议，PCAOB 获准检查审计底稿，中概股强制退市风险下降，SEC 加强对中概股审查。
- **近十年中国对中概股监管政策有何变化？** 2010年代初，中国监管政策也比较宽松，鼓励中国企业赴美上市融资，通过 VIE 架构规避相关行业对外资限制。2015年《国家安全法》和 2017年《网络安全法》出台，强调数据安全和本地化存储，限制审计底稿跨境转移。2019年中国证监会开始加强对赴美 IPO 的非正式审查，中美监管政策冲突上升，2021年《数据安全法》和《个人信息保护法》实施，强化数据出境限制。2021年12月中国证监会发布《境外上市管理办法（草案）》，要求赴美上市企业备案并接受审查，赴香港上市成为趋势。2022年8月中美审计协议达成，2023年《境外上市管理办法》正式实施，明确备案制但未完全禁止赴美上市。中国在数据安全与国际融资之间寻求平衡，更加支持中国企业赴港上市，对赴美上市持审慎开放态度。
- **特朗普 2.0 时代美国中概股市场前景如何？** 特朗普 2.0 时代美国对华政策可能更加激进，如果中美冲突不断升级，从贸易和科技扩展至金融领域，那么不排除白宫推动美国中概股强制退市的可能性，美国中概股可能面临剧烈波动，市场将被清零。如果白宫未出台强制退市政策，那么美国中概股市场暂时保留，但两国对抗关系将令美国中概股始终作为备选人质状态，两国政策在加速敏感行业脱钩，美国中概股市场可能处于有限存在状态，市场规模可能裹足不前。近十年，中概股龙头公司已普遍在香港再次上市，香港市场成为对冲美国中概股退市风险的“避风港”。同时，中国大力发展科创板等本土资本市场，加大对硬科技行业支持。在特朗普 2.0 时代，美国走向保护主义，但中国将进一步开放，利用特朗普孤立主义窗口期加强与非美地区经贸投资联系，中国企业出海趋势和国际投融资需求不会改变，但在结构上更加去美国化，美国市场在中国外贸、国际投资和境外融资中的占比均将进一步下降。香港可以依靠“一国两制”优势，从之前中美经贸投资的超级联系人转型为中国与非美地区经贸投资的超级联系人。

图 1: 中国与美国股票市值和 IPO 金额

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
沪深股市市值(万亿美元)	8.2	7.3	8.7	6.3	8.5	12.2	14.4	11.3	10.9	11.7
港股市值(万亿美元)	4.0	4.0	5.4	4.8	5.5	6.5	6.1	5.3	4.8	5.7
美股市值(万亿美元)	21.4	23.6	28.9	26.9	34.8	43.4	53.9	41.9	52.0	63.5
中概股市值(万亿美元)	0.4	0.4	0.8	0.7	1.0	1.8	1.1	0.9	0.9	0.9
中概股市值/沪深港和中概股票总市值(%)	3.1	3.6	5.4	5.9	6.9	8.9	5.1	4.9	5.4	4.7
中概股市值/美股市值(%)	1.8	1.8	2.8	2.6	3.0	4.2	2.1	2.0	1.7	1.4
沪深IPO金额(十亿美元)	198.1	188.9	129.0	64.9	60.8	153.8	178.7	155.7	87.0	31.4
港股IPO金额(十亿美元)	92.4	44.9	43.2	66.4	66.4	113.1	115.5	23.7	17.9	20.6
美股IPO金额(十亿美元)	41.3	40.8	49.0	64.4	72.8	192.6	217.9	52.8	74.2	150.2
中概IPO金额(十亿美元)	1.4	4.2	4.0	8.8	7.4	29.6	21.1	1.2	5.3	6.6
中概股IPO金额/沪深港和中概IPO金额(%)	0.5	1.8	2.2	6.3	5.5	10.0	6.7	0.7	4.8	11.3
中概股IPO金额/美股IPO金额(%)	3.4	10.2	8.1	13.6	10.2	15.4	9.7	2.2	7.2	4.4

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 市值 20 亿美元以上的美国中概股

公司	代码	市值(十亿美元)	股价(港元)	今年日均成交额(百万美元)	收入(十亿美元)	利润(十亿美元)	P/E
阿里巴巴	BABA US	250.4	104.8	3616.9	136.4	16.8	16.7
拼多多	PDD US	122.7	88.4	1153.7	54.7	15.6	8.5
网易	NTES US	60.5	93.8	150.0	14.6	4.1	15.1
携程	TCOM US	34.9	54.2	261.0	7.4	2.4	17.0
百度	BIDU US	28.3	80.6	511.4	18.5	3.3	9.6
百济神州	ONC US	24.1	208.3	115.2	3.8	(0.7)	na
理想汽车	LI US	22.6	21.1	173.3	20.1	1.1	19.3
贝壳	BEKE US	21.8	18.1	208.8	13.0	0.6	36.8
腾讯音乐娱乐	TME US	21.7	12.6	107.5	3.9	0.9	21.5
滴滴全球	DIDIY US	20.3	4.2	41.8	28.7	0.0	na
百胜中国	YUMC US	17.3	46.2	136.2	11.3	0.9	19.8
小鹏汽车	XPEV US	16.6	17.4	243.0	5.7	(0.8)	na
中通快递	ZTO US	14.4	17.8	53.9	6.2	1.2	12.1
满帮	YMM US	11.0	10.5	102.2	1.6	0.4	26.2
华住	HTHT US	10.4	32.5	74.5	3.3	0.4	100.4
瑞幸咖啡	LKNCY US	8.4	29.6	81.3	4.8	0.4	23.4
蔚来	NIO US	7.4	3.3	252.7	9.1	(3.1)	na
新东方教育科技	EDU US	7.1	42.9	93.8	4.8	0.4	18.5
看准科技	BZ US	7.0	15.3	87.4	1.0	0.2	64.4
唯品会	VIPS US	6.8	13.3	57.1	15.1	1.1	7.0
哔哩哔哩	BILI US	6.7	15.9	135.7	3.7	(0.2)	na
好未来教育	TAL US	5.8	9.7	95.1	2.1	0.1	18.9
奇富科技	QFIN US	5.2	36.8	72.5	2.4	0.9	13.0
极氪	ZK US	5.1	20.5	17.2	10.5	(0.9)	NA
名创优品	MNSO US	5.0	16.0	27.1	2.4	0.4	13.9
万国数据	GDS US	3.8	19.4	115.8	1.5	0.5	na
金山云	KC US	3.3	13.0	59.9	1.1	(0.3)	na
亚朵生活	ATAT US	3.2	23.0	33.6	1.0	0.2	56.9
汽车之家	ATHM US	3.1	25.5	14.8	1.0	0.2	13.3
再鼎医药	ZLAB US	3.0	27.1	32.8	0.4	(0.3)	na
文远知行	WRD US	3.0	10.8	42.7	0.1	(0.3)	na
小马智行	PONY US	2.3	6.5	22.1	na	na	na
雾芯科技	RLX US	2.3	1.8	13.7	0.4	0.1	30.6
陆金所	LU US	2.2	2.6	10.3	3.5	(0.5)	2.2
和黄医药	HCM US	2.2	12.5	1.4	0.6	0.0	na
信也科技	FINV US	2.1	8.0	8.9	1.8	0.3	32.6

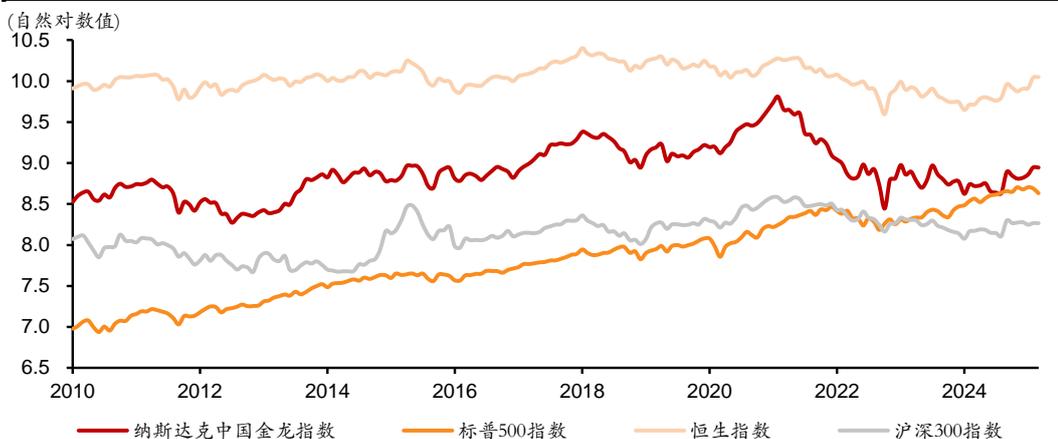
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国与香港同时上市的中概股

名字	代码	股价(港币)	市值(十亿美元)	日均成交(百万美元)	港股成交额/美股成交额(%)
阿里巴巴	9988 HK	104.8	252.8	1995.4	55.2
网易	9999 HK	148.6	61.8	156.9	104.6
携程集团	9961 HK	448.2	34.8	200.3	76.7
百度集团	9888 HK	79.6	28.3	166.5	32.6
理想汽车	2015 HK	85.4	24.4	253.1	146.1
贝壳	2423 HK	48.7	22.0	59.4	28.5
腾讯音乐	1698 HK	50.4	21.7	2.2	2.0
百胜中国	9987 HK	367.8	17.0	24.5	18.0
小鹏汽车	9868 HK	71.2	17.9	269.0	110.7
中通快递	2057 HK	141.0	14.3	42.5	78.8
华住集团	1179 HK	25.6	10.6	8.9	11.9
新东方	9901 HK	33.6	7.1	35.8	38.1
蔚来	9866 HK	26.5	7.1	33.5	13.2
哔哩哔哩	9626 HK	127.8	7.0	137.9	101.6
B O S S 直聘	2076 HK	58.2	6.9	0.1	0.1
奇富科技	3660 HK	147.9	5.3	0.1	0.1
名创优品	9896 HK	31.0	5.0	50.2	185.1
万国数据	9698 HK	20.7	4.0	40.1	34.6
金山云	3896 HK	7.0	3.4	140.0	233.7
再鼎医药	9688 HK	21.8	3.0	19.3	58.7
汽车之家	2518 HK	47.1	3.0	0.2	1.4
陆控	6623 HK	10.9	2.4	0.1	0.6
和黄医药	0013 HK	21.5	2.4	23.5	1644.5
微博	9898 HK	60.7	1.9	1.6	9.1
涂鸦智能	2391 HK	17.0	1.3	0.6	4.6
诺亚控股	6686 HK	14.0	0.6	0.0	0.4
知乎	2390 HK	10.0	0.3	0.5	12.0
金融壹账通	6638 HK	1.5	0.2	0.3	42.1
宝尊电商	9991 HK	6.1	0.1	0.0	2.0

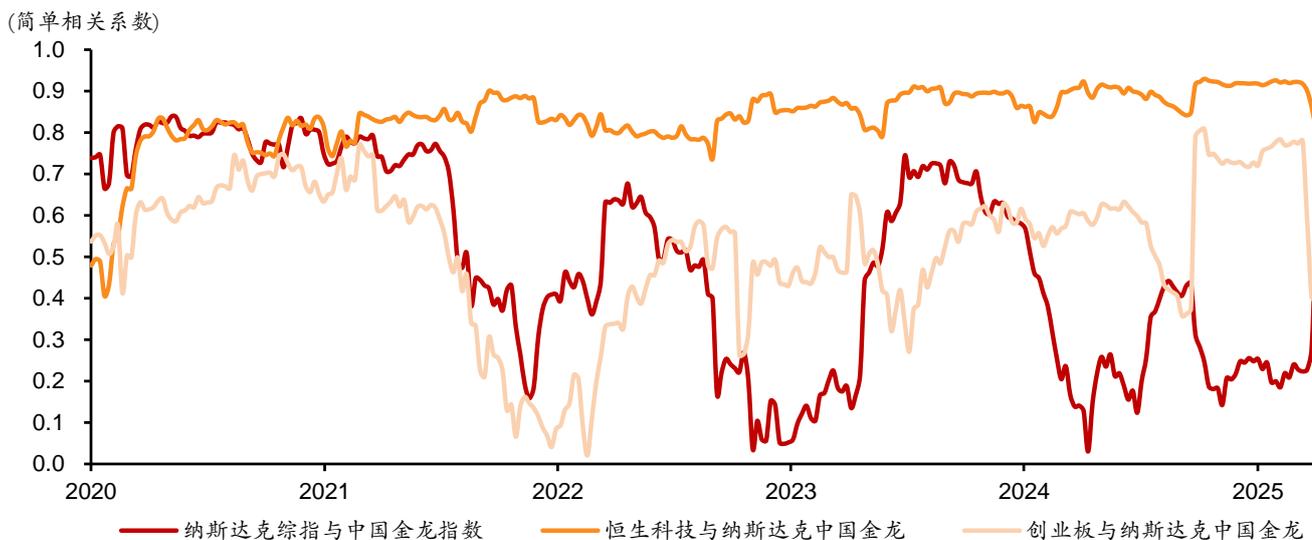
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 纳斯达克中国金龙指数、标普 500 指数、恒生指数和沪深 300 指数表现



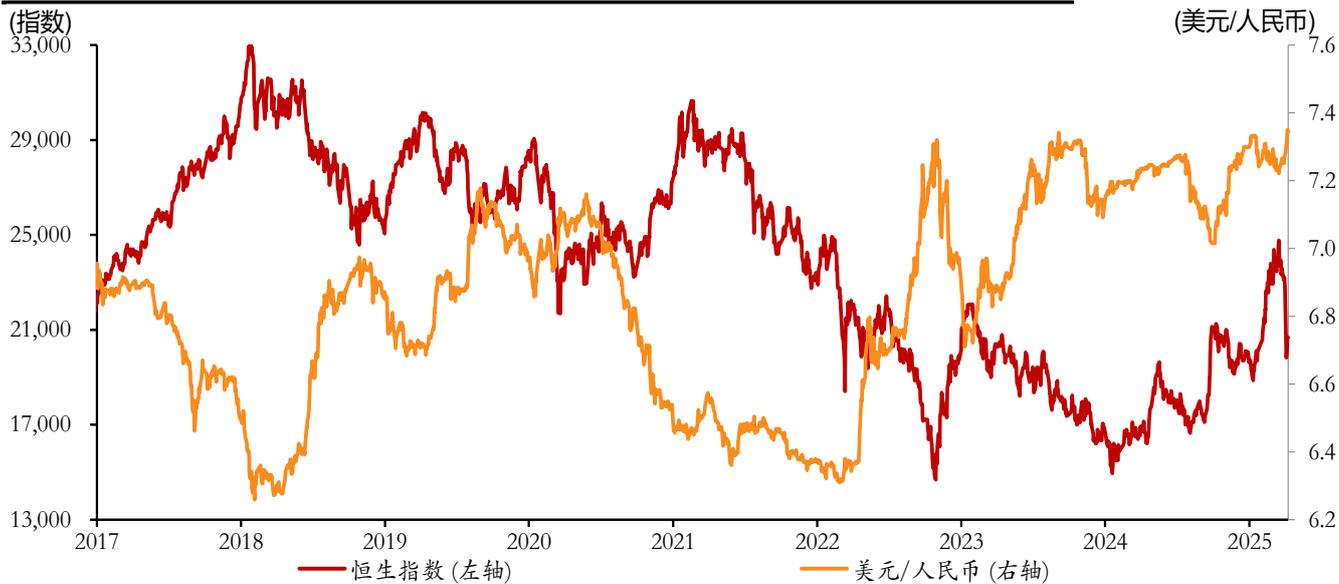
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 纳斯达克中国金龙指数与纳指、恒生科技与创业板周收益率的移动相关系数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 港股和人民币汇率作为中美关系和经济周期差的晴雨表



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。