

中国式去杠杆 利用优先股空中加油

中概股的“热回归”与“冷思考”

□ 中山证券首席经济学家 李国旺

□ 姚余栋 金海年

自2007年以来,在G20集团成员国中,非金融部门总负债与GDP之比增长超过了1/5。在经济衰退期,发达经济体大规模推出财政刺激政策,新兴市场经济体发行大量企业债券。总体来看,发达经济体的负债与GDP之比达到275%,而新兴经济体则为175%。高负债带来了更大的金融脆弱性,可能导致越来越具有破坏性的金融周期。在中国经济发展过程中,全社会杠杆率总体呈上升态势,其中非金融企业部门杠杆率近年来增长较快,总体水平也是最高的,有掉入“债务陷阱”的风险。

我们曾提出“空中加油”中国式去杠杆的建议,即在经济处于合理区间和保持经济整体杠杆率适度增加前提下,企业部门必须以去杠杆为主,及早增加股本。面对企业部门杠杆率过高的严重挑战,我们继续建议在多渠道补充资本金的同时,利用优先股作为一种重要的资本市场工具层次的独特功能,使用《商业银行法》的例外条款,将部分银行贷款转为优先股,及早降低资产负债率,使得我国企业部门得到长期的发展动力,可能起到“出神入化”的效果,创造性地实现“空中加油”。

企业部门高杠杆成因

近年来,中国企业部门债务不断攀升,根据国家审计署数据,截至2012年底,中国非金融企业债务在65万亿元左右,相当于GDP的125%,不但快速上升至历史新高位,而且与全球其他国家相比也处于较高水平。并且,我国企业融资成本相对较高,2014年年底银行1-3年和3-5年贷款标准利率为6%,而其他方式融资成本更高,平均大约在8%左右。2014年中国GDP为63.65万亿元人民币,这意味着大约每年企业债务利息支出约为5万亿元左右,是非常沉重的负担,严重挤占了企业的研究创新与发展的投入,对经济增长动力造成了很大的制约。

究其原因,主要有以下几个方面:一是中国经济一直处于发展迅速的阶段,自然需要大量资金;二是2012年以来股市融资功能不足,2014年非金融企业境内股票融资仅占到社会融资总量的2.65%,主要还要靠债权融资;三是2009年应对危机实施了大量的刺激措施,据笔者到浙江广东一带调研,大量企业在当时被鼓励申请了大量的银行贷款,而这些贷款并无太大的实际需求,而近期的偿还却带来了巨大的压力,甚至导致许多企业破产倒闭;四是存在经济周期性过热和行业性过热,导致投资过度;五是城镇化与经济转型期的历史阶段性原因,需要大量投资,许多企业因此融资投入,参与相关建设;

六是由于地方政府缺乏足够的正常融资渠道,缺乏现代规范的融资制度设计,部分国有企业尤其是一些地方国有企业承担了地方政府融资功能。

企业如何去杠杆

中国企业去杠杆与发达国家原因和解决办法不同。中国需要继续增长和发展,如果采用发达国家常用的货币利率手段去杠杆,往往会对经济增长造成较大的负面作用,因此中国需要在发展中去杠杆,需要“空中加油”的中国式去杠杆方法。

发展中的“空中加油”式方法总体包括三类:一是给予企业发展的时间和空间,企业收入和利润增加了,债务负担就相对减轻了,存量债务也自然减少了;二是通过增加股权融资比重、减少债券融资比重,改善资产负债表,增加资产项、减少负债项,从而实现去杠杆;三是适当延期或减轻利息负担,为企业发展减负,为企业去杠杆扩大空间、延伸时间。

初步估计,企业部门(主要是国企)需要筹集10万亿元资本金,用以支持企业股本扩张。我们估算,保险资金和社保资金最多能形成3万亿元左右的股本,私募基金能有1万亿元。而剩下6万亿元的缺口靠国有利润是不可能的。国有企业年利润约2万亿元,不足以支撑这么大本资本的补充需求。财政收入现在更多用于民生和社会保障,拿不出大量资金做政府产业引导资金,没有余力补充国有企业的资本。6万亿元缺口可以分两部分弥补:以“国退国进”方式地方国有资产变现3万亿元,剩余的缺口可以使用债转股(优先股)。

优先股是两全方案

如果依照银行传统的信贷资产风险处理习惯,往往会进行顺周期操作,即在经济上行甚至过热时会增加信贷,而在经济低迷需要资金时反而会收紧信贷甚至提前收回,这样会加剧经济波动,甚至延缓经济复苏,造成更大的金融风险,伤害经济恢复和金融恢复能力。

在中国经济进入新常态阶段,在转换经济增长动力、消化前期刺激政策副作用的阶段,银行可以在去杠杆的历史阶段中发挥积极的作用,不但长期有利于企业恢复增长的动力,而且短期消除金融风险也可以发挥意想不到的效果。银行要建立逆周期操作机制,对信贷企业客户进行未来发展与转型能力的分析判断,一是可以适当延期或利息减免,让企业发债,避免债务危机恶化导致经济危机和发展危机;二是可以将不良资产进行隔离处置;三是更好的办法,就是将银行信贷债务部分转为优先股。

优先股法律制度属于金融创新,对于破解企业融资难题、拓展新的投融资渠道具有积极

意义,相应地对促进生产方式转变和生产力发展也势必起着重要的作用。所谓优先股就是利润分红和剩余资产分配权利优先于普通股,相当于有固定股息类似债权的股权,但无权投票参与企业经营。即:通常具有固定的股息(类似债券),在派发普通股股息前分配;而在破产清算时,优先股股东对公司剩余资产的权利在债权人之后、在普通股股东之前;但优先股股东一般不参与公司的日常经营管理,不参与股东大会投票;而且优先股也可以在二级市场转让,但股价波动往往小于普通股。优先股股东不能要求退股,却可以依照优先股股票上所附的赎回条款,由股份有限公司予以赎回。大多数优先股股票都附有赎回条款。

当信贷企业经营发生临时性困难,如果在资金方面有所改善,即可通过未来的发展偿还债务时,银行可以将持有的债权转化为优先股,即可避免因银行抽贷导致企业经营难以维系,也可化解企业信用风险成为银行坏账。在美国处理AIG危机时,美国政府就采用了这一工具,既体现国家投入资金的成本,又要保持公司的治理,防止国有资本干预企业经营。

中国人民银行行长周小川此前在《资本市场的多层次特性》一文中指出,优先股是有其用途的”。2013年11月30日,国务院发布了《关于开展优先股试点的指导意见》(国发〔2013〕46号),2014年3月21日,证监会以97号令的形式发布了《优先股试点管理办法》。根据上述规定,发行优先股的企业既可以是上市公司,其优先股可以在证券交易所交易转让;也可以是非上市公司公众公司,其非公开发行的优先股可以在全国中小企业股份转让系统转让,转让范围仅限合格投资者。

《商业银行法》第四十三条规定,商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资,但国家另有规定的除外”。很明显,在第四十三条中存在例外条款,为商业银行持有企业优先股预留了通道。

银行入股实体企业,当然也有非常值得注意的方面。典型的教训就是日本。日本的银行广泛参股实体企业,甚至干涉企业的战略和经营,一方面为防止违约而为僵尸企业输血,另一方面交叉牵涉实体经济,扭曲了市场竞争机制,伤害了企业创新的压力和动力,导致二十多年的经济停滞。因此,银行应该以优先股的方式,而不是普通股的方式处理其可以通过发展解决的临时性债务危机,既可实现去杠杆,又可避免重蹈日本覆辙。

因此,与银行债务转为优先股相配套的,就是短期内利用《商业银行法》第四十三条例外条款,长期内修改《商业银行法》和《公司法》,同时建立优先股与债权交易市场,在企业赢得发展的时间和空间后,银行逐步退出,最终实现去杠

杆,逐步恢复经济增长的元气。

贷款转优先股规模初步估算

下面对不良贷款及关注类贷款转优先股做个初步估算。根据贷款五级分类制度,贷款划分正常、关注、次级、可疑、损失,后三种为不良贷款。其中,次级类贷款损失的概率在30%-50%,可疑类贷款损失的概率在50%-75%,损失类贷款损失的概率在75%-100%。

银监会最新发布的监管统计数据显示,截至2015年一季度末,商业银行不良贷款余额9825亿元,不良贷款率1.39%;商业银行正常贷款余额69.5万亿元,其中正常类贷款余额67.0万亿元;关注类贷款余额2.48万亿元。

考虑到不同类不良贷款的损失概率,针对不同类的贷款可采取不同的处置组合措施。损失贷款处置可主要采取核销方式,假设有10%的比例转化为优先股;可疑贷款可通过重组、兼并或打包出售等多种方式处置,假设有20%的比例转为优先股;次级贷款质量相对前两种略好一些,假设有30%的比例转为优先股。

值得注意的是,关注类贷款虽然没有划为不良贷款,但关注类贷款可以看作是不不良贷款的一个领先指标,其中一部分有可能发展成为不良贷款,如果处置得当,有助于帮助借款企业度过难关,也促进信贷资产质量的改善,因此也可以考虑转优先股的方式,假设有30%的比例转为优先股。上述指标均针对新增不良贷款和关注类贷款计算。

此外,考虑经济发展状况,我们还假定随着经济金融潜在风险的逐步暴露,2015-2017年不良贷款和关注类贷款比例还会有所上升,随着结构调整逐步推进,2018-2019年不良贷款率保持稳定,关注类贷款比例会有回落;2015-2016年信贷保持13%增速,随着直接融资发展,2017-2019年信贷增速为12.5%。同时,我们假定每年还会处理一些存量不良贷款和关注类贷款。前两年由于信贷资产质量下降压力较大,新增较多,存量处理较少;之后随新增不良贷款降低,可以加大存量处置力度。

初步估算,未来5年共需转优先股2.5万亿元,每年在5000亿元左右。从股票和债券市场的容量看,2015年1-4月股票筹资额已超过4000亿元,债券发行近3万亿元。优先股发行对市场有一定影响,但冲击在可控范围内。总之,通过将部分不良贷款和关注类贷款转换为优先股,商业银行将有更大空间向结构调整所支持的行业和领域增加信贷投放。(姚余栋为新供给经济学50人论坛成员,中国人民银行金融研究所所长;金海年为新供给经济学50人论坛成员,诺亚控股有限公司首席研究官。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关)

借鉴欧盟经验 优化长期项目投资融资机制

□ 中国证券投资者保护基金公司 张春

近期,欧盟议会通过欧盟委员会关于建立新的融资机制即“欧盟长期投资基金”的提案。欧盟长期投资基金”旨在向基建、能源、公共服务等领域提供长期融资,推动实体经济复苏。其中的相关思路与措施,能够对我国资本市场下一步改革创新改革发展提供一些借鉴与思考。

设立背景和目标

当前,欧盟整体经济增长乏力,实体经济融资困难。其中,能源、交通、通信、住房、工业、环保、教育、科技研发等基础设施、公共服务领域亟待引入长期资金。据欧盟估算,到2020年,欧盟境内基础设施建设共需约1.5至2万亿欧元。但是,长期项目融资一直受到资金规模、跨境协调等客观条件制约。

就资金规模而言,只有大型保险公司、全国性养老基金等专业投资者才有足够的资金实力投资于基建、公共服务等领域。而地方性养老基金、市政债、企业年金等较小规模专业投资者和广大中小投资者无法投资上述领域,分享收益机会。因此,基建、公共服务等融资渠道无法得到进一步拓展。

从跨境角度来看,在欧盟地区,基建、公共服务等项目大都需要多国共同参与,特别是提供资金保障。但各国刺激长期投资的政策和措施并不相同,存在无法统一协调的问题,制约了资金跨境流动,难以形成规模效应,进行长期投资。同时,欧盟地区尚没有发行针对长期项目的跨境投资产品,目前,欧盟地区主流基金投资产品是符合“可转让证券集合投资计划 UCITS”指令的各类基金(以下简称UCITS基金),总规模已近7万亿欧元,但UCITS基金产品的销售对象主要是个人投资者,在投资期限、投资标的等方面无法满足基建、公共服务等领域的长期融资需求。

因此,近年来,欧盟积极致力于建立一种新型的欧盟层面融资机制即欧盟长期投资基金(以下简称ELTIF),为长期项目领域提供融资支持。ELTIF投资标的属于“另类投资”的组成部分。另类投资是指传统的上市股票、债券等之外的资产,包括房地产、风投、私人、私募、艺术品、大宗商品等,但ELTIF只专注于房地产、基础设施、公共服务等长期项目提供非银行融资渠道。2015年3月10日,欧盟议会已正式通过ELTIF提案。

ELTIF旨在建立一个专注于长期投资的新型融资机制,通过更完善的框架设计、跨境机制、

流动性管理、投资管理,更严格的投资者保护要求,引导适格的专业投资者和个人投资者资金进入长期投资领域。ELTIF将与2013年4月创设的“欧盟风险投资基金”(EuVECA)和“欧盟社会服务企业基金”(EuSEF)共同推动欧盟企业融资便利化。相较于ELTIF, EuVECA和EuSEF的投资对象更加具体和细化,前者资助由风险资本投资的初创企业,后者向社会服务类的企业提供专项融资;两者采用更严格的投资者适当性标准,只针对投资金额不低于10万欧元的专业投资者。

主要特点

框架设计。ELTIF主要投资对象是长期资产,属于另类投资领域,因此,ELTIF必须是由按照《另类投资基金经理指令》(AIFMD)依规开展另类投资的金融机构负责管理投资和运作。ELTIF将以AIFMD为基础,并增加了详细的ELTIF产品投资规则,以便有投资兴趣的专业投资者和个人投资者更好地了解熟悉ELTIF产品。关于跨境融资问题,ELTIF以AIFMD有关跨境的规定为基础,明确了ELTIF产品面向欧盟境内专业投资者和个人投资者的销售机制。就跨境监管而言,ELTIF是欧盟层面的一项规则,各国必须遵照执行。各国监管机构必须建立ELTIF基金经理和ELTIF产品备案管理和定期检查机制,并就相关情况向欧盟证券监管局(ESMA)及时通报。此外,一旦一国ELTIF产品在他国销售,两国监管机构必须就ELTIF产品的各类相关信息(包括基金经理、投资标的、投资期限等)建立定期交流和共享机制,以便做好风险预防干预。

流动性管理。由于ELTIF投资的长期项目本身缺乏流动性,且欧盟境内尚未建立一个较为完善的二级市场市场,一旦投资者提前赎回要求,基金经理在项目到期日之前很难满足投资者的赎回申请,将只能采取折价处置资产的方式,而这一行为在一定程度上损害了继续持有投资份额的投资者的切身利益,造成了两类投资者之间潜在的利益冲突。因此,ELTIF提案规定投资产品不能够提前赎回,EFTIF将通过封闭性基金方式运作。

投资管理。鉴于长期项目流动性不足的内在特点,且投资行为本身需要复杂详细的尽职调查,因此,ELTIF不设定资产持有的最低期限,而是考虑到每项投资决策的单一性、独立性和审慎性,给予ELTIF基金经理在投资政策和投资期限上的自由裁量权。ELTIF基金经理须在相当长的一段时期内(通常在10-20年)无需面对赎

回压力,进行长期投资才有可能实现非流动性溢价。此外,关于产品组合配置的期限要求,根据提案,ELTIF投资经理可以在五年内逐步配置完毕,并将不超过30%的ELTIF资金投资于流动性资产(如证券等),以便在长期资产组合配置期内依然获得投资收益。

投资者保护。就投资者保护而言,鉴于个人投资者可购买ELTIF产品,ELTIF框架设定了更严格的投资者保护要求,包括强化信息公开透明,让投资者及时了解相关资料和市场数据;ELTIF基金经理必须依照AIFMD获得批准;由于ELTIF主要投资于长期项目,过度集中投资于单一资产或企业会给投资者带来风险,因此,基金经理必须遵守产品多元化规则;衍生工具只能用于对冲所持资产的汇率风险,而不能用于投机盈利;保持合理的杠杆率;禁止做空交易等。

发展资本市场 优化投融资机制

我国经济发展已进入调结构、转方式、稳增长的关键时期,而兼具质量和效益的方向投资也成为稳增长的重要手段,包括公共服务、资源环境、生态建设、基础设施等重点领域的投资。为服务国家“一带一路”战略大局,资本市场应借鉴欧盟经验,通过完善制度建设,出台优惠政策,优化长期项目投资融资机制,扩大对外开放有效举措,积极引导广大社会资金、民间资本有序投资于“一带一路”沿线基础设施、公共服务、生态环保、战略新兴、现代服务等项目(以下简称沿线项目),并与沿线国家(地区)共建区域性金融风险预警及处置机制,推动形成中国在“一带一路”资本市场中的战略主导地位。

首先,推进多层次资本市场建设。鼓励设立发展支持重点建设领域的长期投资基金。一是鼓励民间资本发起设立主要投资于重点建设项目的长期性创业投资基金和产业投资基金;二是鼓励证券公司、基金公司深化与各地各级政府的对接服务机制,围绕重点行业领域,开展投融资策划对接,以共同发起设立母基金等形式,盘活存量资源;三是鼓励上述两类基金与丝路基金、亚投行开展合作,以特殊行业、特定项目为切入点,通过设立子基金等方式,实现资金效能最大化。

支持重点建设项目开展股权和债权融资。一是鼓励证券公司进一步创新融资工具、产品,服务于相关上市公司通过增发、配股、优先股、可转换债券等方式实现再融资,并服务于重点建设项目采用公司债、私募债、项目收益票据等

方式通过债券市场筹措资金;二是大力发展国际债券市场。鼓励更多的沿线国家金融机构在香港等离岸市场发行人民币债券,在中国境内发行人民币债券。根据沿线国家的特点探索国内债券市场的新品种,如伊斯兰债券、丝路合作项目特种债券等。

发展重点建设领域的资产证券化业务。一是积极推进企业资产证券化。鼓励证券公司、基金公司等金融机构与投资于重点建设项目的企业开展合作,选择流动性不强但可产生预期稳定现金流的企业应收款等权益,以基础设施、商业物业等不动产为基础资产,发行资产支持证券;二是加强推进信贷资产证券化。鼓励证券公司、基金公司选择重要建设项目的专项贷款、战略性新兴产业贷款等多元化信贷资产作为基础资产发行信贷资产证券化产品。

其次,推动资本市场扩大开放。鼓励国内有条件的证券公司、基金公司等金融机构在境外设立分支机构。在“走出去”过程中,一是加强对沿线国家产业、项目等领域的分析研究,增强对沿线国家经济金融情况、投融资政策等方面的学习了解,加强与沿线国家金融机构的联系沟通,开展跨地区股权合作、产业投资等金融合作,构建优势互补机制,提高与沿线国家金融一体化程度;二是不断扩大金融合作覆盖面,着力提升在能源、基础设施、农业、中小企业、消费、民生等领域的金融服务水平,使我国及沿线国家的广大投资者都能切实享受到地区合作发展的成果。

考虑到目前保险公司和社保基金都允许其将资产规模的20%进行境外投资,因此可研究通过扩大QDII额度和范围,促进这些长期资金积极参与沿线投资项目。同时,研究将更多的沿线国家金融机构纳入QFII、RQFII范围。

最后,深化区域证券监管层面合作。加强与沿线国家(地区)证券监管机构的沟通与协作,通过双边及多边备忘录等形式,完善“一带一路”区域监管协调机制,进一步加强与沿线国家各监管当局之间的沟通协调,扩大信息共享范围,提升在重大问题上的政策协调和监管一致性,逐步在区域内建立高效监管协调机制。同时,构建“一带一路”区域性金融风险预警系统,实现对区域内各类金融风险的有效分析、监测和预警,及时发现风险隐患,确保区域金融安全稳定运行。此外,共建形成应对跨境风险和危机处置的交流合作机制,完善风险应对和危机处置制度安排,协调各方应急处置行动,共同维护区域金融稳定。

A股牛市背景下,海外上市中国公司回归冲动正在加大。分众传媒借壳宏达新材,将成为回归A股的中概股“第一只螃蟹”,有券商甚至给分众传媒估值1000亿元。另据媒体报道,盛大游戏、巨人网络已完成私有化,完美世界等公司也启动私有化。为何这些“侨居”海外资本市场的中资股,纷纷酝酿回归? 娘家”?

据报道,分众传媒退市时市值27亿美元(约合167亿元人民币),借壳后分众传媒是457亿元估值。如果按券商估计达1000亿元市值,那么回归A股后分众传媒估值将增长8倍。因此,高估值应是中概股回归的主要动力之一。据报道,盛大游戏、巨人网络、完美世界、世纪佳缘、学大教育、中国手游等公司要么已经私有化,要么启动私有化,正纷纷欲回归A股“娘家”市场。

从报道看,新兴产业类公司、游戏公司或成回归A股主力,这符合消费升级与产业升级要求。盛大游戏、巨人网络等游戏中概股在A股市场是稀缺的上市标的资源,如果成功在牛市时回归,有望获得高溢价。药明康德、中国脐带血库、7天连锁酒店、飞鹤国际、完美世界、世纪佳缘、澜起科技如果私有化后回归A股,也符合健康享受需求。

政策创新为“中概股回归打开方便之门”。国务院总理李克强6月4日主持召开国务院常务会议,确定将推动特殊股权结构类创业企业(如VIE)在境内上市,为互联网公司国内上市和中概股的以拆除VIE结构回归境内上市打开了方便之门。拆除VIE结构回归境内上市,理论上已经没有政策篱笆。随着政策的逐步落实,中概股回归娘家似乎水到渠成。但是,根据美国监管要求,提出私有化的股东收购流通股需全部以现金进行。收购方须向中小股东提供基于当期股价的溢价,需要支付中介机构大量的费用,私有化中概股公司通常要耗时一年以上甚至更长的时间。因此,中概股私有化后回归国内A股市,不可能出现一窝蜂涌入状态,其回归总量在一定时间内相对有限,牛市时对市场供应面冲击不会太大。

从目前情况看,中概股回归时投资者“热烈欢迎”情绪与前几年讨论国际板时,投资者“恐惧”状态完全相反。当时的国际板设想中既包括了类似中概股,又包括了在中国运行的国际公司在A股上市。提出创设国际板时,A股处于熊市状态,任何出现股票供应增大的信息,都会被投资者理解成利空,而不会考虑上市的是优质还是非优质公司;现在推出中概股,投资者认为稀缺资源有机会,一些券商研究机构因此也“失方”地给予高估值。

中概股对A股的影响,我们要多维度分析。一是能否带来新的资源。中概股回归时,如果能够带来海外新资源,如教育、医疗、品牌、信息等,则不仅带动正能量,A股市场投资者会给予中概股同类公司相同或更高估值;反之,如果回归时丧失海外资源,则未必有长期限高估值,只能成一时的投机标的。

二是能否带动新的管理。中概股经历了海外市场的法律、制度、市场、环境的各种考验,其管理层应更有国际格局、国际观念、更先进的管理水平,A股市场投资者会给予中概股同类公司相同或更高估值;反之,则未必有长期限高估值,只能成一时的投机标的。

三是能否带来新的技术。基于国际上市的中国公司,如果公司在海外储备或消化、融合了先进技术并将之应用于资源创新、管理创新、产品创新和市场创新并带来高效率、高效用、高效益,A股市场投资者会给予中概股同类公司相同或更高估值;反之,如果没有吸纳海外先进技术,则未必有长期限高估值。

四是能否带来新的市场。中概股如果不仅成功海外市场成功融资,还乘机扩展海外市场,将资本扩展与市场扩展同步化,回归后,海外+境内市场双轮驱动,则有助于其业绩的稳定增长。

五是能否创造新的产品。随着老龄化时代来临、海外回归的新医疗公司能否创造新产品?随着互联网新生代逐步成为消费主流,海外回归的互联网公司能否创造新服务模式?随着中产阶级的崛起,享受、发展、安全、自我发展需求越来越强烈,中概股能否创造满足这些消费程式级的要求?

六是能否有蓝海战略思维。中概股虽然经历了海外市场、政策、法律、制度和投资者的“拷问”,基于“家乡情结”,海外投资者更乐于投资其本国的公司,或许没有给予中概股同类高估值。中概股回归后,能否跳出红海思维,建立自己的蓝海战略?不与国内现有公司进行价格战,从而获得无人竞争的市场空间与超额利润?

综合分析,中概股回归是因为海外投资者“家乡情结”造成了“估值歧视”,期待回归娘家实现估值修复甚至估值溢价。能否出现真正的估值回归或溢价,一是要看中概股本身是否功夫硬,即能够在资源、管理、技术、产品、市场和战略上有所创新,能够给A股投资者带来真正的价值增长的实力;二是要看中概股回归的时间周期位置,如果功夫过硬的中概股在牛市上升期实现回归,则有望实现价值回归甚至溢价,如果中概股在熊市回归,不仅不能实现本身的理想估值,还有可能对A股造成冲击,成为压制行情的力量。