

# 香港眾籌發展何去何從？

中銀香港經濟研究員

張文晶

互聯網科技造就了「眾籌」這種新型融資方式，全球多國及內地也在過去數年間發展迅速。儘管現時香港的眾籌業務仍處於起步階段，但香港具備發展的潛力和條件，政府和業界亦正積極探討其發展方向，並配合我們固有的金融優勢，乘時而起，為香港的金融發展增添新動力。

根據香港證監會的定義，「眾籌」是指透過網上平台，從眾多個人或機構取得小額款項，用於向某一項目、業務或個人貸款以及其他需要提供資金。眾籌能夠以不同的形式進行，主要包括：債權眾籌（Lending-based crowdfunding）：投資者對項目或公司進行投資，獲得一定比例的債權，在未來獲得利息收益和收回本金；股權眾籌（Equity-based crowdfunding）：投資者對項目或公司進行投資，獲得一定比例的股權；回報眾籌（Reward-based crowdfunding）：投資者對項目或公司進行投資，獲得產品或服務；捐贈眾籌（Donate-based crowdfunding）：投資者對項目或公

司進行無償捐贈。而較新的形式還有收益權眾籌（Royalty-based crowdfunding）：即是項目發起人將某商品或服務的未來銷售收入的一定比例作為回報；以及混合眾籌（Hybrid-based crowdfunding）：一種混合股權及債權的眾籌方式。

## 股權眾籌大有可為

因應不同的融資需要，各種眾籌形式，尤其是股權眾籌的發展前景是值得期待的。首先，從眾籌形式看，債權眾籌是現時主要的融資途徑。根據Massolution的估算，2015年全球眾籌融資金額為340億美元，其中以債權眾籌融資金額為251億美元，佔整體的74%。然而，以股權眾籌融資金額只有26億美元，或佔整體的8%。而在香港市場，目前的眾籌形式亦以債權眾籌、回報和捐贈眾籌為主，例如個人對個人（P2P）貸款平台WeLab，以及集回報、捐贈及P2P多形式的FringeBacker等。相比之下，股權眾籌擁有更大的發展空間。其次，股權眾籌具備較成熟的發展條件。在各種發展相對緩慢的眾籌形式中，股權眾籌的性質類似IPO。香港的股票

市場已相當成熟，專業投資者為數不少，同時本港的普通投資者亦對股票市場有相當認識。因此，相比收益權眾籌和混合眾籌這些較新的形式，相信股權眾籌更容易讓投資者接受。

## 完善監管有助發展

美國早於2012年通過「Jumpstart Our Business Startup (JOBS) 法案」，特別針對股權眾籌方面，相關主要內容雖然免卻融資方發招股書的要求，但轉向對眾籌平台採取註冊制，亦要求眾籌平台做好對投資者的潛在風險教育、投資方也要充分披露項目信息、對投資者的投資金額設上限等。JOBS法案在投資者保護和行業發展的靈活性兩方面作出平衡和取捨，同時對眾籌平台、融資方、投資者、信息披露等範疇作全面規管。現時，全球的眾籌活動以北美國地區最為活躍，Kickstarter、Indiegogo等全球領導的眾籌平台也是以美國作為公司總部。美國能成為全球眾籌的龍頭，其完善的監管制度功不可沒。目前，香港尚未發展一套完善的相關制度，香港要積極發展眾籌，美國的經驗值得借鑑。

# 煤價高處不勝寒 續需減產



■目前煤炭仍是內地最主要的能源。圖為煤炭堆場。資料圖片

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

今年以來內地煤炭價格有所回升，焦煤主力期貨價格更由年初低位反彈至近日高位，累計升幅近九成，表現驚人。本次煤價飆升主要受資金追捧，行業產能過剩的基本面並沒有改變，煤價上漲基礎薄弱，不具有持續性。為解決產能過剩問題，以及推動清潔能源的發展，中央近年堅決推動煤炭業「供給側」改革，行業整合未完，料寒冬仍將持續。

受經濟疲弱及結構轉型影響，近年內地能源消費增速明顯放緩。以5年為一個周期來看，2005年內地能源消費量為23.6億噸標準煤，至2010年增至32.5億噸標準煤，複合年增長率為6.6%；2015年消費量增至43億噸標準煤，由2010年計起，年增長率為3.58%，增速明顯放緩。據國家能源局預測，2020年內地能源消費總量為48.5億噸標準煤，年增長率將進一步下滑至2.44%。

## 煤炭比重降 減產挑戰大

目前煤炭仍是內地最主要的能源，但其所佔比重正不斷下降。據統計，2015年煤炭消費量佔能源消費總量比重為64%，預計2020年將下降至57.77%。事實上，內地煤炭消費量自2013年達到42.2億噸峰值後，2014年下跌2.9%，2015年跌幅進一步擴大至約4%，為39.3億噸。

# 慎防內地商品爆升引發干預

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

正當投資者為短線投資部署煩惱時，商品期貨於過去一周突然炒熱，實在令投資者感到意外。上周五，內地三大期貨交易所推出緊急措施，以壓抑商品期貨價格急升的問題。惟市場的憂慮不但在於期貨市場本身的波動，而且亦憂慮通脹突然升溫，令人不敢於短期內再推出較大的舉動措施，可能影響到近期回升的內地股市。

## 商品期貨突受熱捧

內地商品期貨近日受熱捧，即使內地三大期貨交易所於上週四及週五推出多項措施，以壓抑商品期貨的炒風。上海期貨交易所上調了「黑色系」商品交易手續費，而且於4月20日及21日對多位客戶實施開倉監管措施。大連商品交易所亦大幅上調焦炭及焦煤交易費三倍。至於鄭州商品交易所方面，亦發佈了風險提示。

雖然如此，但商品所易期貨合約金額，遠超股票市場的交易金額。以上週五為例，滬深兩市的交易金額達4,223億元人民幣，但單以螺紋鋼的期貨合約交易金額便達到5,815億元。至於三大期貨交易所於上週五的交投方面，上證期貨、大連商品交易所及鄭州商品交易，成交金額分別有16,019億元、12,158億元及5,698億元人民幣，可見內地炒賣商品交易熾熱。

內地商品期貨價格近期急升，主因是今年首季內地銀行信貸放寬，向市場提供大量寬鬆，以刺激經濟增長。單是3月M1已按年急增22%。以往M1按年增長超過兩成時，M2往M1轉移速度便會出現失控，會出現存款活期化、投機氣氛濃烈，令貨幣流通的速度顯著加快。

今年火電、鋼材、建材等主要耗煤大戶產能仍在收縮，再加上環保壓力升級，煤炭需求料將持續下跌。

供給方面，2015年全國煤礦總規模為57億噸，煤炭產量為37.5億噸，過剩近20億噸，產能過剩嚴重。今年2月國務院推出文件，提出從2016年起，將用3年至5年時間再退出5億噸左右產能、減產重組5億噸左右。該政策若按計劃執行將有效緩解產能過剩狀況，但也會導致大量煤炭職工失業，員工安置將會是一大難題。

據統計，現時煤炭行業整體從業人員超過442萬人，其中主要的48家煤企集團員工佔比超過66%。雖然中央財政安排了1,000億元人民幣專項資金用於鋼鐵和煤炭企業職工分流安置（鋼鐵50萬人，煤炭130萬人），但是在實際操作過程中存在內部轉崗分流人數有限、再就業難度大等問題，員工安置面臨極大挑戰。此外，企業不良資產處置也存在不小難度，據統計，截至2015年底，煤炭企業負債近3.7萬億元人民幣，負債率達68%，不少企業資金短缺，部分甚至已出現債務違約，均對去產能政策的執行形成阻礙。

整體而言，在需求疲弱、去產能進展緩慢下，煤炭行業復甦仍遙遙無期，此輪煤炭價格回升或是曇花一現。長遠來看，煤炭佔能源消費比重的下降趨勢不會改變，惟去產能面臨重重挑戰，具不確定性高，投資者需留意風險。

在M1急增後的大約半年，中國的消費物價指數將會出現較快的上升，而中國商品期貨亦通常在M1急增半年後便快速增長。

## 是次升幅或較短暫

由於中國M1與M2增長的差距，達到2009年四萬億刺激經濟方案以來最大，若按照這個情況，是次大宗商品的價格將會急升。但要留意，目前商品市場仍出現大量產能過剩，故難以估計是次商品期貨的升幅。從目前歷史情況，自2014年6月開始減息降準後，曾經令內地股市創出金融海嘯以來最高後，曾追捧企業債、互聯網金融、理財產品及一二線樓市；再到目前的商品期貨，未來可能預示央行已到達央行寬鬆的極限。若央行及政府打壓商品期貨過急的話，內地股匯債或再次出現波動。因此，預料商品價格是次升幅時間可能較為短暫。

## 憂慮中央出招打壓

除了因為貨幣供應顯著增加，引發炒賣外，還有供給側結構改變、一二線樓市銷情理想，以及通脹預期升溫等。不過，近期的升勢是價量齊升大幅增加，脫離基本面。此外，美國聯儲局本星期議息，市場預期聯儲局將不會加息之餘，會後聲明可能偏向鴿派，甚至暗示6月加息的機會亦不大，令資金流向商品市場。況且，這些商品價格上升，並不代表中國經濟增長已回歸到之前的水平。此外，一旦中國商品市場出現暴跌，對後市發展並不利。

總結而言，投資者的投機熱潮已經受中央政府關注，一旦政府出招打壓，可能令內地商品價格出現較明顯的調整，同時亦可能令相關資產受到影響。因此，投資者宜留意短期內地商品市場的投機氣氛是否仍然熾熱。

# 美日央行決定 外界反應不一

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

連續靜了好幾天，市場終於有點活力，皆因靜候多時的各地央行議息，有了結果。結果大體上是符合外界預期的，多國央行沒有新動作，只是言詞上改變一點，但沒有根本性或方向性的改變。

是的，最多人留意的，當然是美國聯儲局。局方的取態，其實很一致，即使字眼上有改變，只是說明了因時制宜。事實上，經過兩個多月的回穩，金融市場有別於年初開局時的亂象，如此一來，也着實不必太多強調金融市場波動性云云。

## 美息不變 符合預期

不過，其實說穿了，美聯儲仍不着意加息。若真的在意，在今次的議息聲明中，便應多提一點，以作好期望管理，畢竟這麼多年來，由金融海嘯至今，聯儲局作為最有影響力的央行，就只有一個終極目標，就是解決這場危機，回復常態；但不能操之過急，尤其以往救災時，央行的行動希望得到市場的最大反應，但如今開始撤退，又希望可以低調，市場不要有太大的反應，以免因小失大，前功盡廢。

如此一來，利率不變，字眼輕微改變，無甚影響，觀乎股匯債商品的走勢，即可見一斑。

## 日無行動 市場錯愕

比較有趣的是日本央行的行動。有趣的是，它的行動就是沒有行動，而在人人期待有點什

麼行動之際，竟然完全沒有行動，那就是期望與現實之間存在落差；自然有必要反映出來。

的確，外界這段日子，一面留意美聯儲的字裡行間，有否為下一兩次會期先作心理準備，但同時，另一邊廂，便留意日本，皆因日本年初宣佈負利率，為全球市場帶來震撼。不是第一個做，畢竟歐洲央行和部分歐洲地區也有類似舉措，但日本央行當時的宣佈，正好是年初開局最動盪之時，反而是悲觀至極點，市場便由低位反彈。

說實在，日本經濟的問題，不是貨幣政策可以輕易解救的。迷失20年，可不是說笑。顯然，當局沒有想清楚，當年的結構問題是什麼，藥石亂投，以為一味以貨幣政策，採拖字訣，但其實，經濟體系中的眾人，都曉得是什麼一回事。

事實上，最早實行寬量的日本，當年面對的根本不是信心危機，亦非貨幣政策最應該出手的事件，真正問題沒解決，如今反而率先推至零息時代多年，投資者更沒信心，說央行已沒子彈，決策空間愈來愈小。

正因如此，美國才不會步日本的後塵，如今可以先行做期望管理，慢慢加息，拖足日子，才加一兩次，既說明當地復甦不錯，但又可以有足夠空間，應對市場突如其來的變化。即使退一萬步而言，不加息亦可，可以維持好一段日子，甚至要減息時，再來量寬也不無道理，總的來說，相比日本已無藥可救的形勢，美國是不必怕，也不必急。



■筆者認為日本經濟的問題，不是貨幣政策可以輕易解救。圖為露宿者推車經過日本央行。資料圖片

# 排放權交易日益受重視

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

最近內地期貨市場「黑板塊」交投熾熱，逼得交易所頻頻出手之餘，更有研究員在博客直指炒作商品將會慘淡收場。若我們了解期貨市場運作概念，便會欣賞其在整個金融系統中發揮的重要作用。期貨交易始於近150年前，原意是農夫希望減低生產農作物的風險，故用一個預先訂立的價格將手上農產品出售，後來這安排逐漸發展至現時龐大系統。

說起期貨市場，新穎的排放權期貨會否有一日改變整個市場生態？

## 整體減排更具經濟效益

所謂排放權交易（Emissions Trading）是指政府或跨國組織以政策提供經濟誘因達至溫室氣體減少排放的交易制度。政府先透過配額制度分配「排放權」給不同企業，然後各企業便進行生產。如果一企業可以在生產過程中減少排放溫室氣體，便可將節省到的配額出售獲利，而有需要增加排放的企業便可在市場上買入排放權。這套排放權交易背後的理念是讓最具減排效能的企業先降低污染，從而

達至社會整體減排更具經濟效益。以上是以一個國家內部交易為例子，但排放權的安排亦可在國與國之間進行。由於溫室氣體以二氧化碳最多，因此亦有人稱這種排放權為「碳排放權」。若將排放權按到期日製成不同產品，那便是排放權期貨了。

排放權交易可追溯至1980年代的美國，當時交易的是二氧化硫的排放權。後來將這制度發揚光大的卻是各國在1997年達成協議的《京都議定書》，協議第17條列明各國可參與排放貿易。至於現在活躍的排放權期貨有州際交易所的EUA期貨（即「歐盟排放權配額」EU Emission Allowances），每月交易量可達40萬張合約，雖然少於其他商品合約動輒以百萬計的成交量，但隨着氣候變化日益受重視，這種合約或許將會是明日之星。

至於中國呢？在霧霾等污染備受關注下，發改委在2011年公佈《關於開展碳排放權交易試點工作的通知》，當中選了上海、深圳等地作為排放權交易試點。以湖北為例，湖北省碳排放配額（HBEA）的每日成交量可達到數百萬噸，交易量預期會逐步增加。

試想像一下，各國皆日益重視環保，排放權交易有一天會否如「黑板塊」般熾熱？

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。