

改革與監管並重 內地新三板前景可期

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

內地兩會雖已閉幕，但相關話題仍在持續。今年政府工作報告首次提及「積極發展新三板」，並將其與創業板相提並論，列為「深化多層次資本市場改革」的重要內容之一。在國家推動創新戰略，引導資本市場服務實體經濟的背景之下，新三板藉助改革與監管齊頭並進，勢必迎來發展新機。

新三板掛牌企業突破萬家

新三板是內地「全國中小企業股份轉讓系統」的簡稱，2012年9月正式成立，2013年底擴容至全國範圍，主要以創新、創業、成長型中小微企業為服務對象，承擔企業與產業資本的媒介。通過幾年的發展，新三板對於緩解中小企業「融資難、融資貴」、改善

公司治理、彰顯價值投資等發揮積極作用：一是掛牌企業井噴。截至3月14日，新三板掛牌企業10,868家，是全球首家突破萬家企業的證券市場，較2012年的200家增加54.34倍；二是轉板上市意願較強。3月上旬接受A股上市輔導與排隊的新三板企業約370家，佔總數比例為3.4%；三是併購重組較為活躍。去年前11月新三板企業收購重組330起，涉資534.55億元人民幣，佔整體活動宗數與金額的比重分別為23.02%和24.21%。在去年2,000宗VC收回投資項目中，新三板的交易佔比高達六成。

從融資情況看，去年全年共有2,603家新三板企業完成2,940次發行，融資1,390.83億元人民幣，分別較2012年的24次和5.84

億元增加122.5倍和238.2倍，但仍低於去年A股市場月度融資最低1,671億元。

監管關注「成長的煩惱」

在新三板快速成長的過程中，一些問題陸續浮出水面。近日寧波水錶「烏龍指」事件顯示協議轉讓系統設計不夠嚴謹，也有企業為領取地方政府提供的補助金而到新三板掛牌，掛牌後經營者失蹤或停業現象時有出現。內地監管部門近期加大執法力度，僅3月10日一天即開出8張罰單，重點針對企業信息披露違規問題。另外，流動性一直偏低，影響融資功能發揮，導致部分企業離場，以機構投資者為主的市場結構加上對個人投資者身份與資產門檻要求較高，使得新

三板在內地資本市場中的角色一度邊緣化。去年新三板每月定增融資僅有1月超過150億元，有6個月在100億元以下；每月有交易的公司不足2,000家，佔比僅14%，每日成交額約10億元。

獨立市場定位與分層管理

近期新三板做市指數連續上漲，反映改革進程可望推進。一是明確市場獨立定位。新三板未來將以重點培育優良企業區別於服務未盈利企業的區域性股權市場，以創新能力強、誠實守信、運作規範、前景廣闊的中小微企業為主要服務對象；二是細化分層設計。仿效美國納斯達克市場，新三板擬在創新層、基礎層之上再增設「精選層」，力爭

化解類似百度、京東等企業難以在內地上市問題；三是改善流動性。包括增加機構投資者多元化參與（納入QFII、RQFII、保險、社保、企業年金等）、下調個人投資者門檻以及優化做市制度等；四是打通轉板渠道。

內地目前未有新三板在不同層次證券市場流動的相關規定，迄今成功到A股上市的公司僅15家，可考慮建立類似扶貧、綠色IPO的特別通道。《證券法》的修訂也可為上述改革建議提供法律基礎。儘管本港投資者目前尚不能透過現有滬深港通機制參與內地新三板市場交易，但相信隨着改革與監管推展，新三板料將吸引更多優質公司進入，中長期發展潛力不容小覷，值得持續關注。

加息周期開始 期望管理成功

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管



美國聯邦儲備委員會周三宣佈上調聯邦基金利率，這是美聯儲自金融危機以來的第三次加息。圖為主席耶倫出席新聞發佈會。

美聯儲議息，3月終於加息，不負眾望，完成大家心目中的憧憬。且慢！那可真是市場中人的希望，投資者本身的想法？說起來，所謂外界預期，有客觀的基礎，也有主觀的成分，但無論如何，總有央行的協助，否則不成其事。為什麼？

原因很簡單，央行需要市場的合作，市場也需要央行的合作，兩者若站在對立面，是兩敗俱傷，兩者若站在同一陣線，什麼風浪都可以捱過。

可不是嗎？金融海嘯的來臨，號稱在學術理論的計算上，百年甚至在千年不應一遇，結果偏偏給大家遇上了。可就是如此恐怖的大危機，如今看來，輕舟已過萬重山，靠的是什麼？不就是央行在這幾年來的工夫。

美央行非常時期採非常手段

當然，不同地方的央行，不同地方的經濟實力，產生出來的效果，截然不同。顯然，美國是有本領的，這一點見諸於其央行調度的方式，清楚之至。

君不見危機來臨時，果斷地減息至近乎零，然後大量進行量寬，再配合各種只有在非常時期才會出現的非常手段，讓大家有信心，央行一心一意，要讓實體經濟復甦，才不管拋開原有正常時期的思維框框。

正因為如此動員力量，再加上期望管理工夫做得好，央行取信於市場，其推行的政策，無往而不利，達標的機會高，而過程中的阻滯相對少，便不難明白了。

反過來，如今美國復甦步伐已相當穩

當，由幾年前已經失業率下降，跌至低於本身預定的目標水平，餘下來只有一步，就是等通脹預期回復到差不多正常的目標，便可以開展加息周期。

待通脹達標便展開加息周期

如此一來，便可以設想，由幾年前預告退市，到真的完成退市，到2015年及2016年每年只在年底加息一次，顯而易見，方向是逐漸收緊貨幣政策。若單以此只是正常化，而不是加息周期，那只不過言詞之爭。因為凡事有個過程，尤其如今大病初癒，重點是循序漸進，而不是一步到位。

前者可以讓人有轉圜的餘地，萬一市場有什麼風吹草動，也可以按兵不動，引弓不發，而若情況許可，便可以以較頻密的加息。最後一步，也就是必要時，才需要在加息的幅度上增加，因為這一點對外界來說太震撼，不利期望管理了。

市場消化加息 風險胃納增加

目前看來，加息周期既已開始，市場漸次已有心理準備，投資市場的主題，將由以往的防守避險，轉為進攻逐利，風險胃納的增加，不是一時三刻的事，而是持續的事。

對於絕大多數人來說，的確需要時間重新適應，因為過去多年，大家在非常時期中，已經習慣了非常手段，忽然間要轉變，談何容易？但起碼，央行深諳此道理，由預告退市至今，已有數年，當中過程，市場的震盪幅度一次比一次小，足證期望管理之成功。

賣地加入戲院條款值得支持

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）

行政長官先後在2015年及2016年的施政報告中宣佈，政府會研究如何在土地出售和規劃上促進電影院的發展。商務及經濟發展局近日公佈，政府將會在兩幅分別位於啟德和沙田政府計劃出售的商業用地，在土地契約加入戲院最少座位數目的規定，並正就兩幅用地作進一步技術性評估。

發言人補充說業權人日後如提出把這些用地的戲院部分改作其他用途，或把最少座位數目減少，必須獲得該局的政策支持，並須按當時的政策評估繳付土地補價。並且在戲院營運的首七年內，對有關土地的契約修改將一律不予考慮。

此外，政府會繼續通過多項策略促進本地電影業發展，分別是鼓勵增加商業放映的港產片製作量；培育製作人才；鼓勵學生和青年觀賞電影等。

內地觀眾熱衷大銀幕觀賞電影

本港電影業工作者近年在內地電影業發光發熱，徐克導演的2017年賀歲片《西遊伏妖篇》錄得16.49億元人民幣(下同)票房收入，去年新年周星馳導演的《美人魚》更錄得破全國紀錄的33.9億元票房收入，這些電影叫好叫座，反映本地電影工作者的優秀專業水平，在內地得以發揮所長。而根據網頁資訊，內地各大小城市電影院線多錄得不同程度的增長，反映觀眾到電影院在大銀幕欣賞電影潮流趨勢。反觀香港，傳媒指全港戲院數目由1993年的119間下降到目前的47間，而座位數目由逾12.1萬個下降到3.7萬多個。

本港放映電影場地減少其實與觀眾入場人數減少有直接關係，舊戲院整幢重建後多建商廈，部分地區在商廈中的戲院改為

作教會等用途，形成戲院數目大幅下降。近年科技進步，包括網媒、高解像度平板電腦和屏幕式手機普及化，大家可能都有同感，在乘坐公共交通工具時甚至在街上，隨時隨地都有機會見到正在用手機或平板電腦觀賞電影或電視劇的人，說明看電影的觀眾數目未必少了，只不過部分觀眾不到或減少了到戲院欣賞。

本港可借鑑內地院線成功之道

今次政府擬在啟德和沙田的商業用地中加入戲院條款，主動在硬件上增加戲院放映場地，滿足有關地區觀眾看電影的需求，應該值得支持。本地放映的電影包括外國片和本地製作，當中不乏好片大片。

筆者認為如何令更多觀眾重新體驗在戲院的大銀幕欣賞電影的樂趣亦很重要，上述內地各城市有不同情況，觀眾群的品味

不同，而戲院票價亦不低，內地電影院線的成功之道，或許可供港院線經營者借鑑。

政府庫房或少收部分地價收入

在新商業建築物中加入戲院的設計，需要考慮與其他商場租客組合的配合，兼且為戲院觀眾而設的獨立通道、售票大堂、放映室及其他後勤設施如廁所等所占用的面積會較多。

以現時本港戲院的入座情況，經營者未必能夠付出好像一般商場水平的租金，在商言商，假如硬性規定商場中一定要包含戲院，發展商或會因此相對調低地價收入。對政府庫房來說，或會因此少收了部分地價收入，但從整體社會利益角度看仍值得做，這是為本地商業電影提供更多放映機會所付出的代價。

美就業市場強勁 後市觀望通脹及物價表現

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

受到美國天氣回暖推動，美國2月新增非農職位增加23.5萬份，而市場原先預期只會增加20萬份。至於失業率方面為4.7%，與市場預期4.7%一致，而前值為4.8%。至於勞動力參與率方面，上升0.1個百分點去到63.0%。只是平均每小時時薪升幅較市場預期略低，只有0.2%。

2月新增職位為三年來最高

從具體行業看，由於2月氣溫反常回暖，今年2月是美國有記錄以來第二暖的2月份，令建築行業就業錄得近10年來最大升幅，增加5.8萬份職位，而升幅是2007年3月以來最大。至於1月份方面，增加4萬份職位。至於製造業方面，新增2.8萬份職位，是三年以來最高。零售業職位卻減少2.6萬份，是2012年12月以來最大跌幅。特朗普早前曾經表示，未來10年需要新

凸顯勞動市場情況相當緊張

從2月份就業數據情況看，美國勞動力市場的情況已經相當緊張，而目前持續擴張的勞動力市場正吸引失業多時的工人重返勞動力市場，令到勞動力參與率有所上升。勞動力參與率上升，進而引導失業率下降，促進美國勞動市場進一步復甦。

更重要的是天氣持續溫暖，有利從事戶外工作的建築行業持續復甦。若扣除這個因素，雖然零售業的職位減少，但製造業增長的幅度更為強勁的情況下，有利美國就業市場發展。而目前欠缺的是，聯儲局委員對未

來加息步伐意見會否出現轉變，與及6月份加息的機會會否升溫。

存不明朗 6月料未必再加息

在美國就業市場保持擴張的情況下，其實是有利聯儲局未來進一步加息。但考慮到短期一些不明朗因素，例如美國國債上限、歐洲多國即將舉行大選，以及油價等問題的情況下，將會令聯儲局對6月份再加息未必作出即時判斷，但仍會留有後着。

至於美國加息對聯儲局資產負債表的影響方面，雖然有投資銀行估計聯儲局的再投資操作可能提前在今年第四季結束，而非明年，但由於這可能代表聯儲局在加息的幅度增加，對市場具有一定的影響，故預期聯儲局目前只會讓債券到期後，不再投入新資金入市場，以免對市場帶來震盪。

貨幣政策趨收緊對美元有利

由於聯儲局可能在6月會否加息的問題上，採取模稜兩可的態度。但基於市場已確立美國經濟進一步復甦，令投資者基本預期聯儲局今年仍以收緊貨幣政策為主，故對美元仍偏向有利。聯儲局未有如市場預期般轉鷹派，可以紓緩投資者憂慮美元上升，對美國企業的海外收入帶來的負面影響。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。



美加息符合市場預期，紐約股市三大股指周二均告上漲。圖為交易員在美國紐約證券交易所工作。