

港上市改革須尋求發展與防風險平衡

財經述評

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

作為全球主要國際金融中心之一，香港首次集資市場一直佔據重要位置。從2006年至2016年期間，香港IPO集資金額在全球的排名絕大部份時間名列前茅（僅2007、2008年列第8和第5位）。近年全球首次集資活動普遍放緩，上市公司質素參差、新股股價「潛水」較多，強化上市監管的呼聲此起彼伏，如何尋求市場發展與投資者保護之間的平衡，特別是適應全球與內地創新企業發展需求，成為香港上市制度改革面臨的重要挑戰。

全球強化金融監管成趨勢

自2008年全球金融危機爆發後，主要經

濟體對強化金融監管達成共識。在國際大型銀行普遍加強合規管理的同時，金融部門強化對上市決策及管治架構的規範和介入成為全球潮流。目前英國、美國、澳洲分別透過金融服務監管局、證券交易委員會、證監會交易所政策及標準化委員會對新股上市實行較為嚴格的監管，僅有香港與新加坡等少數經濟體主要由交易所負責審核上市決策。順應全球強化監管趨勢，監管部門更直接介入上市決策及管治，成為上市活動規範化發展的一個選項。

關注現行監管執法是否足夠

近年市場的主要問題包括：部分企業頻繁

受做空干擾，今年上半年，輝山乳業、中國宏橋、豐盛科技、瑞聲科技、科通芯城、中國家居等遭遇不同機構做空；妖股不時浮現。2014年創業板19家上市公司中79%比例的公司上市兩週內股價上漲1倍，去年4月聯旺(8217)上市三日股價連漲43倍；新股股價「潛水」。今年創業板新股有半數以上上市後即破發；「啤殼」公司湧現，即公司大股東在禁售期過後，便宣佈股權易手，導致股價大幅波動等。

香港證監會提出「前置式」監管理念：一方面，今年二季度審閱86宗新上市申請，較上季51宗大增68.6%，創2003年與港交所簽署上市諒解備忘錄以來歷史新高；另一

方面，先後緊急叫停尚捷集團、心心巴迪貝伊、浩柏國際、合資豐年等創業板新股上市程序。同時，港交所今年6月就招股公司是否適合上市發出指引，承諾進行更嚴謹審慎的審核，要求申請人、保薦人提交更為詳盡的申報材料。

大型集資來自創科及互聯網企業

2012年阿里巴巴尋求來港上市，但其「同股不同權」的股權結構與香港上市規則相悖，阿里最終赴美上市；今年3月滙豐港建立跨境聯合監管機制、落實跨境數據交換與定期聯席會議制度後，香港擬在滙豐港通層面推出「一戶一碼」投資者身份識別制度。

港股今年前3季IPO集資金額在全球排名第五，背後原因一是內地大型優質資源多已在港上市、海外企業來港上市步伐趨緩；二是全球現今及未來集資額較大的上市個案大多來自創科及互聯網企業，美國、倫敦和內地市場均具備吸引該類企業上市的制度優勢。

最新《施政報告》將創新科技列為發展多元經濟的重點內容，內地十九大報告也提出，要建設創新型國家，促進多層次資本市場發展，守住不發生系統性風險的底線。在此背景之下，未來香港是維持現有上市決策及規則框架不變，還是積極配合全球與內地科技發展、改革優化制度規範，並謀劃監管對策，答案不言而喻。（二之二）

貨幣政策正常化 資產波動可作證

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在全球主要央行保持在貨幣政策正常化的大趨勢中，美聯儲有意在12月展開第五次加息，提高25個基點，如今這個概率在最新的會議記錄公佈後更升至逾九成，尤其是美聯儲對經濟的樂觀態度，給美元帶來支持。在美聯儲作為領頭羊自2015年年底開啟加息大門之後，隨着這幾年全球經濟不斷復甦，越來越多的央行有意向美聯儲靠攏。

歐央行行動向最近終明朗化

最先的主要央行是加拿大央行，在今年7月和9月兩次提高利率。英倫銀行昨以7對2票贊成加息0.25厘至0.5厘水平，為10年以來首次調高利率，量化寬鬆規模合共4,450億英鎊不變。炒作許久的歐央行也在上個月底終於給市場確定的聲音，宣佈從明年1月到9月底每月購債規模減半至300億歐元，但保留此後繼續購債的可能性。雖然很明顯歐央行希望讓一切看起來盡量溫和，但無法掩蓋這樣的趨勢。

在如此的大環境下，貴金屬尤其是金銀感受受到壓力。近來影響的主要因素有兩方面：一是貨幣政策，二是避險情

緒。由於地緣政治風險成為常態，讓金價持續有買盤支持，包括最新的美聯儲加息恐嚇。

而另一方面，雖然加息步伐每個央行不同，但金價還是受到壓力，以至於無法有太大的突破。今年以來的首10個月累積一成的升幅，但最近兩個月都連續收跌，目前已經重新回到1,200至1,300美元的區間，缺乏上行動能，短線靜待美聯儲新一任人選。

金銀表現年內料不易突破

白銀和黃金的相關性較大，但波動性有時候會更大，今年以來的表現也是相當反覆，升幅也收窄，首十個月僅升5%左右，短線受阻17.5美元，而上方18至18.5美元的阻力相當大，年內都不易突破。

鉑金也是從年初的升勢中轉弱，只是在九月初一度突破1,000美元，隨後的日子都在900至950美元上落，以至於今年來的10個月升幅僅為0.4%左右，好在900美元的支持還是經受住幾次的考驗，短線還是在找尋方向。



英倫銀行昨以7對2票贊成加息0.25厘，至0.5厘水平，為10年以來首次調高利率。

資料圖片

鉑金受惠需求表現最樂觀

相反，與實用需求關係較大的，則受惠於經濟復甦。鉑金受惠需求預期在貴金屬中表現相當樂觀，在過去10個月裡有9個月錄得升幅，並累漲逾四成，更在11月初再度出手挑戰1,000美元，再

創新高也不會意外。

倫銅則受惠全球經濟增長恢復，從今年起的頭十個月升升逾兩成，維持上行趨勢，短線考驗7,000美元。

其他基本金屬表現也普遍向上，倫鋁、鋅和鎳十個月均分別錄得逾兩成的升幅。

關注下任聯儲局主席對環球金融市場影響

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

特朗普將於本周出訪亞洲區多國，進行他上任美國總統後的首次訪問。他上星期曾經表示，在出訪亞洲區前，將會宣佈下任聯儲局主席人選。據了解，最終獲得特朗普支持的人選只有兩位，分別是聯儲局理事鮑威爾及經濟學者泰勒。究竟兩人有什麼分別，一旦出任主席又會對金融市場帶來什麼影響呢？

鮑威爾中間派政策獲市場支持

鮑威爾本身是律師出身，而非經濟學者，但曾經是私募基金凱雷的合夥人，亦在前總統喬治布希年代，出任財政部官員。他目前是聯儲局的理事，專注在金融監管方面。由於他過去是曾經出任共和黨及民主黨的政策中心人士，故獲得兩黨支持的機會相對較高。

在貨幣政策的問題上，他的中間派政策，亦獲得市場不俗的支持。近年美國貨幣政策的轉變時，他並未反對議息的決定，顯示他的貨幣政策偏向耶倫的鴿派，而他經常表示公開市場委員會的集體判斷，顯示他尊重委員會內各委員的意見。

只是，過去出任聯儲局主席的人士，往往都擁有一定程度的經濟學背景。鮑威爾本身並沒有經濟學背景，可能令市場懷疑他對美國以至未來全球經濟的判斷，可能影響聯儲局的權威性。

泰勒若執掌加息速度或加快

若在大學時期曾經讀過經濟學的人士，相信不會對泰勒這人感到陌生。泰勒是史丹佛大學經濟學教授。他提出的

泰勒定律(Taylor Rule)描述短期利率如何針對通脹和產出變化調整的準則，其從形式上看來非常簡單，但對後來的貨幣政策規則研究具有深遠的影響。他的規則啟發了央行及投資者對貨幣政策的前瞻性。

一旦央行使用了他的規則，貨幣政策就具備了一種預設的機制承諾，可以解決貨幣政策決定時不一致的問題。但前提是，只有利率完全市場化的國家，才有條件使用這定律。

一旦由鮑威爾執掌聯儲局主席，由於市場預期他的貨幣政策將會偏向耶倫，料加息步伐相對溫和，可以舒緩市場對利率走勢的不安，短期或有利風險資產價格再升。但由於加息步伐緩慢，投資者對沽售美元，令美匯指數短期內有機會出現回

落。另外，由於他提倡放寬對金融機構的監管，故將會有利投資銀行或大型金融機構推廣事業的機會，對金融機構的非利息收入會有幫助，但同時亦可能令有關潛在風險增加。新興市場將會受惠於美元短期弱勢而進一步上升。

若由泰勒執掌，投資者將會認為美國未來加息的步伐將會加快。因此，將有利美元匯價上升。但同時，會令美債及美股受壓。由於利率升勢可能較預期快，將有利金融機構的淨利息收入增加。但對利率敏感的地產行業及高負債的企業，影響會較大。由於市場對利率敏感程度增加，將令大市短期的波動性加劇。美元一旦急升，資金將流出黃金等貴金屬市場，而新興市場股匯債短期可能受壓。

循序漸進建立置業階梯

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)



香港特區行政長官林鄭月娥發表任內首份施政報告，提出政府將構建中產家庭可以負擔的房屋，即「港人首置上車盤」。

特首林鄭月娥施政報告倡議以置業為主導，讓市民安居樂業，樂以香港為家，政府會致力建立置業階梯，為不同收入的家庭重燃置業希望，她提出新增中產家庭可負擔的首置上車盤。有暢順運作的置業階梯，可以讓基層市民能透過租住公屋，購買綠置居，

居屋或首置盤，最終成功進入私人市場置業。筆者藉本文探討一下，置業階梯暢順運作的基本因素和作出建議。

首先，置業階梯的每一環節都涉及搬屋，而對任何家庭來說，搬遷居所都是一件大事，曾經試過搬屋的人都知道有多麻煩，執

拾舊屋、找搬屋公司、通過地產代理找新屋、簽約、找銀行按揭、裝修、發通知改通訊地址、截供電、煤氣以及搬電話和電視戶口，還有裝修好收樓、執拾新屋物品傢俬擺設等等，既花時間勞累又花金錢，所以一般家庭不會隨意搬屋。樓換樓的家庭顧慮更多，舊樓能否成功售出起著決定作用。所以決定要搬遷必定有一個強大的理由，常見例子是因為家庭進入不同的階段，例如小孩子出生、適齡入學要找心儀的校網，又比如家庭成員結婚，要搬離父母居所組織小家庭，又或者家庭成員增加了，而事業或工作上取得成就，以改善居住環境等等原因。

就算搬屋有多麻煩，或許本地固定資產價值的持續上升，才是部分港人尤其較年輕人自置居所的強大動力。

置業首要承擔風險一關

要搭上置業第一班車，首要要過承擔風險一關。由一個租客身份轉身為業主，最重大的考慮，首先是能否支付買樓首期，另外每月薪金是否足夠應付銀行壓力測試，可以每月還按揭貸款。對一個原先無債項負擔的人來說，轉變為揸起一個數以百萬計的按揭借款，是重大風險，主事人要計算清楚自身資源和充分了解銀行的貸款額和還款條件。現時市區一個小單位動輒價值數百萬，要儲

足首期並不容易，省吃儉用多年計劃，如果不靠「父幹」或有其他親人資助付首期，年輕一代根本辦不到。還有顧慮未來工作是否穩定，會否有斷供之虞。這些都是足以影響綠置居甚至白居二的原戶主的共同心態。

樓換樓須考慮更多因素

對於樓換樓的家庭來說，有更多一重考慮，先賣後買還是先買後賣？對只有一間樓的家庭來說，先賣後買或者先買後賣都面對不同風險。或許先賣後買相對風險較輕，即是舊樓能夠先賣出，同步買另一間樓，就算因種種原因買不到，最多就租住其他住宅，直到買到為止。是很麻煩但不至於好像先買後賣的或出現財政困局，假如買了新樓而未成交，而舊樓仍未賣出，就可能面對周轉不靈，新樓要揸定的困局，除非有一筆額外資金可以用作周轉。現時二手樓市相對淡靜，一般要短期內放出二手樓絕不容易。另外，還有地區樓價不同，想搬到樓價較高地區還面對資金門檻問題，按揭政策亦是另外一個因素，現時銀行對樓齡較高的樓宇作抵押，一般貸款比率較低，可能貸款息率亦會調高。另外借款人的年齡方面，年紀較大的，不容易取得較長年期的按揭貸款。按揭證券公司及現時很多發展商都做二按，令買家可付出較少首期便

可上樓，須留意二按風險，一般是較短年期的而且利息較高，期滿後未必可續借。但無論如何，現時置業購買一手新樓比在市場上購買二手樓相對容易。

二手樓放售不易影響流轉

港府近年實施樓市需求管理措施，推出多項俗稱雙辣稅的措施，成功杜絕短期炒賣。但其實也有副作用，就是二手樓市場相對不活躍，當一手樓售出後，馬上成為二手樓，而二手樓不容易轉售，令該部分轉流減慢，二手樓無法成為有效市場供應。二手樓不容易在市場上放售，於是樓換樓亦不容易達成，這亦是影響置業階梯環節之間旋轉的因素。現時長期土地供應仍然缺乏社會共識的大方向，暫時仍不是減辣時機，但將來樓市供應恢復正常的時候，就應該採取減辣，令二手樓市重新活躍起來，這是房屋階梯能夠暢順運作的基礎。

房屋問題的各個環節一環扣一環，假如引進新的環節，就要全面考慮對其他環節的影響。目前作為保障港人居有其所的基本工作，是先做好公屋供應作安全網，至於在置業階梯的各個層次之間的轉換，可從加強潤滑劑功能的出發點去下功夫，以令各環節更加暢順運作。但按照香港目前樓市的狀況，這是一個較長期才可以達到的目標。



圖為中國天然氣調壓站助力的埃及最大發電站。

資料圖片

LNG進口增 基建缺口大

此外，天然氣強勁消費增長亦將帶動相關基礎設施建設發展。截至2016年底，內地每萬平方公里陸地面積對應的管道僅70公里，為美國的12%；地下儲氣庫工作氣量僅64億立方米，佔消費量3.1%，遠低於12%的標準，建設缺口仍大。

綜合來看，天然氣在內地一次能源消費佔比將維持較長增長趨勢，相關基建配套設施發展將加快。由於短期內LNG進口量持續增長，相關產業鏈可直接受惠，值得關注。