

擁抱新經濟 港上市最大改革啟動

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

近日，港交所公佈了歷時半年的有關設立創新板塊和檢討創業板的諮詢總結文件。綜合社會各界數百份回應意見，港交所擬採納吸納創新企業上市、提高主板與創業板上門門檻及改革創業板等三大方面的改革建議，盡快啟動規則諮詢與修訂程序。作為擁抱新經濟公司、捍衛香港首次集資中心地位的重大舉措，香港上市規則改革受到市場高度關注。

納同股不同權企業來港

作為全球主要國際金融中心之一，以「同股同權」制度保障股東、特別是中小投資者利益是香港市場30年來始終堅持的理念。1987年3月，長實集團公佈計劃發行A/B股，B股和A股有相同投票權，但面值和股

息權利只有幾分之一。消息公佈後，市場擔心公司透過發行B股撤走資金，港股一度大跌。同年4月港交所與證監會聯合發表聲明，不再允許B股上市。兩年後，香港正式廢除A/B股制度。

2013年9月，阿里巴巴來港A/B股上市方案遭拒，轉而赴美上市，留給市場關於「香港資本市場的監管，是被急速變化的世界拋在身後，還是應該為未來作出改變，迅速創新」的爭議。從未來新上市企業類型看，主要包括尚未盈利的生物科技公司、同股不同權的高增長及創新產業公司，以及業務成熟、現已在其他交易所上市的企業來港第二上市等。在此框架之下，阿里巴巴無需從美國退市就能將香港作為第二上市地，或可彌

補5年前的遺憾。

新經濟促資本市場發展

香港資本市場的持續壯大與內地經濟金融的發展密切相關。從2011年至2016年的累計計算，內地企業IPO集資數目與金額佔香港市場的比重分別達60%和91%。近年來，涵蓋互聯網+、物聯網、雲計算、電子商務、智能製造等新興產業和業態的新經濟已經成為內地經濟維持平穩較快增長的主要動力。去年內地數字經濟規模達22.6萬億元人民幣，佔GDP比重為30.3%。然而，礙於制度因素，近年香港資本市場的發展越來越難以適應內地新經濟高速發展的步伐。從1997至2017年的統計顯示，內地新經濟公

司在香港上市公司總市值的佔比不足3%（納斯達克與紐交所佔比分別為60%及47%）。因此，改革現有上市規則，吸納新經濟公司來港上市，成為延續香港資本市場繁榮的重要選項。同時，新規則將透過對不同投票權的限制、加強披露規定、企業管治等措施，保障投資者利益。

捍衛全球IPO龍頭地位

鑒於新經濟公司多數在發展過程中需要引入多輪投資，大量稀釋股權。為保證公司控制權，大多會採取「同股不同權」架構。美國市場成為吸引眾多內地新業態公司上市的主要目的地。今年6月的數據顯示，在美上市的內地企業有116家，其中28%採用同股

不同權架構，其市值達5,610億美元，佔所有中概股的84%。另一方面，香港市場IPO集資規模在2010年達到4,495億元高位後，總體呈現下滑趨勢。預計今年全年IPO數目超過160宗的歷史新高，但集資金額創2013年以來新低。不進則退，上市規則改革是香港捍衛全球集資中心地位必須邁出的一步。

事實上，相較於美國市場，香港在吸引內地企業上市方面一直具有地域、語言、推廣與市場認知度高等優勢，是國際資金參與內地股市的最佳場所。今年9月以來，眾安保險、閱文集團、易鑫等內地科技公司掀起一波來港上市熱潮。相信隨着改革措施落地，內地新經濟公司將成為未來來港上市的主力軍，香港首次集資市場勢必迎來新發展機遇。

加息步伐邁進 市場保持樂觀

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

2017年整體市場情況要比預期的更樂觀。全球貨幣政策在經濟逐漸轉暖後也越來越清晰，反倒是變為新常態的地緣政治風險對市場的影響遠不如我們原本的擔憂。

貨幣政策趨正常化

隨着全球逐漸從金融危機的影響中走出，以美國為首的國家開始離開超級寬鬆的貨幣政策。在令人滿意的經濟增長動力支持下，美聯儲從2015年底開啟加息大門，隨後分別在2016年年底以及2017年的3月、6月和12月分別加息25個基點，並從10月啟動縮表及在最新一次的會議上上調2018年經濟增速預期，預計通脹中期內會達到聯儲目標，將按計劃明年增加縮表規模，且預計明年仍將加息三次。

加拿大央行率先跟隨，在今年加息兩次，雖然暫時沒有行動，但其央行行長近期表達對經濟穩健增長的信心，並認為不再需要當前的寬鬆力度，釋放了繼續收緊的信號。另一個是英央行，11月開啟十年來的首次加息，經濟數據樂觀，只是還是繞不開脫歐的問題。亞洲央行中，韓國央行在11月宣佈6年來首次加息。

美元乏力 歐元接棒

此外，歐洲市場的表現有些出乎意料，投資者一開始並沒有對歐洲市場報以太大希望，都以為會深陷政治危機中無法自拔，誰知經濟恢復速度要遠遠好於預期。在較強力的經濟數據支持下，退出QE的道路已經逐漸清晰起來。歐元在今年接棒美元，受到資金追捧，已經累升逾一成，短線遇阻1.2水平，但料明年還將進一步獲得支持，反彈回到1.2至1.4的區間，歐股也隨着基本面的轉好，有望延續升勢。美元在經過前三年累積近三成的升幅後，優勢逐漸減弱，加上特朗普交易獲利回吐，從2017年來從100樓一度在9月跌破92水平。近日特朗普稅改靴子正式落地，美元出現實質性的現象，乏力反彈，受制於94水平。

其他央行目前還在觀望狀態中，包括澳大利亞和新西蘭等，倒是日央行繼續拉大和主要央行在收緊政策方面的差距。但不難看到，大的加息環境已經確定。無息收的黃金就開始開始感覺到壓力。市場開始習慣於地緣政治風險，以至於金價只是在9月初突破1,350美元之後就受壓回落，重新回到1,200美元至1,300美元的主要運行區域，上行空間明顯受限。相



■美聯儲在最新會議上調高2018年經濟增速預期，預計明年仍將加息三次。圖為美聯儲主席耶倫。

中新社

信新的一年，還將有更多央行加入到加息的隊伍中，幅度甚至比我們預期更大。

全球股市收穫豐碩

股市也受到整個貨幣政策趨勢的影響，今年來全球股市都錄得不錯的成績。MSCI ACWI全球指數已經連漲13個月，今年前11個月累升19.8%。受到稅改預期影響，不斷創新高的大股也給全球市場帶來強而有力的支持，道指前11個月累升22.8%，納指累升27.7%，標普累升18.3%。尤其是由Facebook、Amazon、Netflix和Google組成的FANG有相當搶眼

的表現，是美股上漲的主要動力。

亞股方面，首當其衝的就是恒生指數，過去11個月裡有10個月收漲，已經累積了32.6%的升幅，更在11月22日創出30,199的高點，這個成績離2007年高位31,958都不太遠。其中，騰訊(0700)和平安(2318)分別均收錄逾一倍的漲幅，吉利(0175)更大漲逾兩倍，北水的力量進一步得到體現，只是內地股市相對疲弱，缺乏賺錢效應。此外，市場也不缺乏讓人賭心加重的標的，比特幣以今年來最高累積近1,800%的漲幅讓投資者瘋狂。

美廢網絡中立法 或礙電訊商創新

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

美國總統特朗普再將奧巴馬政府時代的政策取消，聯邦通訊委員會以1票之差廢除網絡中立法（Net neutrality）的法例。措施原本規定，網絡供應商需要平等看待所有合法的網絡資訊，不可干擾若網站或互聯網服務作阻擋，減慢網絡速度及優待的措施。

合法限制用戶接觸對手

法例廢除後，若電訊商希望推廣自家的電視網或網上廣播平台，可以合法地限制用戶接觸其他競爭對手，例如Netflix或YouTube，亦可以要求客戶支付更多的金錢，才可以正常使用網絡，對美國這個喜網購及網上娛樂的國家，

會影響民眾的正常生活。但為何共和黨議員支持呢？他們的理據在於電訊商不會冒着客戶流失的風險去限制網絡使用，而政府不需要過問有關情況。他們亦認為，互聯網本身運作沒有問題，反而規管損害供應商競爭及創新。

總統特朗普上台時，已對奧巴馬多項政策表達強烈不滿。先有廢除奧巴馬醫改法例，之後再推翻網絡中立法，似乎特朗普勢要把奧巴馬的政策一一清除。另外，獲特朗普委任的聯邦通訊委員會主席帕伊，曾擔任美國電訊供應商Verizon Communications的律師。若這項法例獲廢除，勢令Verizon Communications在政策上得益，或涉及

利益衝突問題。

由於有關法例要在投票結果60日後才成為法例，已有消費者及其他關注團體表明會入稟阻止，而反對的民主黨亦很大可能在國會阻撓廢除有關網絡中立法，意味民主共和兩黨可能繼續稅後，再於國會在特朗普的政策上出現爭執的情況。

大型網絡供應商將受惠

最大的輸家極有可能是一眾消費者，主因是往後在連接不同網站及服務，例如觀看電影、在網上打遊戲等，都可能需要繳交額外的費用，而接觸其他網站的資訊亦可能受到限制。另外，一眾自己發展的網站或平台，將會受到較大的

影響，因為它們的財力不及電訊商。如果想生存的話，恐怕要低價引入電訊商作股東。但引入一個大型電訊商作股東，卻可能令其他大型電訊商不滿，或作出報復措施，最終可能令公司的業務受到嚴重影響。因此，最大機會是多間電訊商各自開設類似平台，而令原有的網站因虧損或沒有盈利下而宣佈結業。

至於贏家方面，大型網絡供應商，例如AT&T及Verizon Communications等都會受惠。除了可以另設額外收費外，可能有更大能力限制用戶接觸其他網站的資訊。至於Google、Amazon及Netflix等，可能需要與電訊商合作，以避免本身的業務受到影響，有機會與電訊商瓜分盈利。

外圍風險續影響日股

Ken Maeda 施羅德日本股票主管

日本國內經濟仍普遍處於正軌，而我們的觀點所面臨的風險主要來自外圍方面。

雖然日本此前已成功地與特朗普政府建立關係，但美國保護主義及貿易報復的風險仍可升溫。若美國政府仍難以實施其他經濟增長策略，這些問題很可能會再成為政治議題。

現行貨幣政策料將延續

除了這些憂慮之外，北韓近期仍是日本面臨的主要潛在風險。雖然影響重大，但由於其潛在結果的兩面性使我們無法有效地在股票投資組合中反映該項風險。

2017年，日本國內主要的意外消息是首相安倍晉三突然提出於10月份舉行眾議院臨時選舉。雖然選舉的潛在結果最初帶來眾多不明朗因素，但在10月初隨着自民黨獲勝的機會不斷提高，股市投資者逐漸認為現行的貨幣政策及財政政策均有可能延續。在市場情緒趨穩之後，外國投資者開始大舉淨買入日本股票，並幫助推動日本股市升至26年高位。

雖然自民黨及公明黨所得議席數目略低於原先的總數，但聯合內閣仍繼續掌握至關重要的三分之二多數議席。

安倍新經濟措施成焦點

鑒於10月初存在的不明朗因素，這被視

為安倍獲得的重要勝利。我們目前預期安倍將於2018年9月再度當選自民黨領袖，而且假如他有意留任，他將會繼續擔任首相直至2020年奧運會之後。

選舉結果實際上降低了有關日本央行行長黑田東彥會否卸任的不明朗因素，其本屆任期將於2018年4月屆滿。

鑒於部分反對黨在選舉初期曾短暫獲得較多的民意支持，我們目前預期安倍在新的任期中，經濟措施將會再度成為焦點。

帶動企業利潤穩定增長

我們明確預期現行的激進貨幣及財政政策將會繼續實施，並為日本股市帶來較大支持。由於安倍計劃於2019年10月上調消費稅，為抵消該計劃的影響，財政開支亦可能會進一步輕微加速增長。

這種政策環境將為企業帶來有利的條件，幫助2018年企業利潤繼續維持穩定增長。企業已普遍恢復上調價格的能力，而由於經過長期通縮之後，企業的營業槓桿較高，這將會直接帶動利潤增長。

當然，我們需要對工資成本上漲的前景保持警惕，因為這可能對部分企業造成不利影響，但整體而言，這些宏觀趨勢代表日本經濟恢復正常化，並將對整體市場情緒有利。

（日本股市二之二）

發展公營房屋需社會支持

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）

特區政府解決房屋問題面對巨大挑戰，剛出台的長遠房屋策略周年進度報告指出，未來10年總房屋供應目標維持於46萬伙，公私營房屋比例仍為六比四，即28萬伙為公營房屋，更表明目前覓得的土地，較供應目標尚差4.3萬伙，兼且已用盡所有「熟地」。運輸及房屋局局長陳帆呼籲，社會和地區人士在政府發展公共房屋時給予包容和支持。

未來10年的房屋供應目標46萬個單位，公營房屋佔六成即28萬伙，私營房屋佔四成即18萬伙。而在公營房屋中，20萬個為出租公屋，8萬個資助出售單位。有議員認為應該把公私營房屋比例，調升為七三之比，以盡快紓緩公屋輪候者越來越多而輪候期越來越長的壓力。依筆者看，假如調升公營房屋比例到七成即是32.2萬伙，原已有4.3萬伙的建屋土地尚未有著落，即是變成尚欠8.5萬伙的土地差額，數字的改動無助於解決「熟地」不敷應用的困難，真正問題在於怎樣解決覓地難。

熟地建屋成最大挑戰

要改動比例亦必須顧全私樓市場的大局，縮減私樓供應到三成即十年只得13.8萬伙，平均每年1.38萬伙，很難給予市場新增私樓供應不足的預期，難保不被指責成政府推高樓價的幫兇。故此，目前應避免對市場造成任何不必要的影響，還是維持六、四的比例較為穩妥。

公私營協作非新鮮事

土地供應專責小組繼續討論已知的15個

選項，近日就「公私營合作發展新界農地」作討論，資料指發展商手上有約1,000公頃的農地土儲，筆者出席電視節目，有講者表明市民擔心「官商勾結」或「利益輸送」。其實公私營協作並非新鮮事物，現時在醫療服務方面有很多例子，而過往的私人參建居屋計劃，亦已為香港建成了數十個讓港人安居的屋苑。

協作私人土地農地建屋是較快可同步建築公私營房屋的途徑之一，筆者認同需要有一套全面的公平、公開、公正的框架去進行，當中執行辦法應該事前經過廣泛討論和獲得社會支持。筆者初步建議，以發展商建築及交回五成可建樓面積給政府作公屋、居屋或首置上車盤，私樓部分需以百分之補地價給政府，而公營房屋所佔用地部分的地價及建築等成本可在補地價中扣減。發展商需按政府指定規格如面積和設施建公營單位。

筆者期望土地供應小組可以深化考慮上述建議，可以的話，草擬一些可行建議方案，讓社會進一步討論以加快進度，以濟缺「熟地」建房的燃眉之急。如能成事，將有助更多港人早日獲得安居之所。

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。



■內地政府近日發文支持增材製造行業發展，其前景值得關注。

新華社