

「新三板+H股」新模式推動A股與港股進一步融合

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

4月21日，全國中小企業股份轉讓系統公司與港交所簽署合作諒解備忘錄。根據這份備忘錄，雙方歡迎對方市場符合條件的掛牌/上市公司在本市場申請掛牌/上市，而且新三板掛牌公司發行H股在港交所上市不用在新三板終止掛牌。這意味著優質中小企業未來有望實現在內地新三板市場和港交所兩地同時掛牌上市，從而實現「新三板+H股」的上市新模式。

助鞏固港在全球資本市場領先地位

筆者認為，「新三板+H股」上市新模式的推出，將推動中國內地股市與香港股市實現進一步融合，中國證券市場有望迎來新的發展契機。首先，有助於進一步鞏固香港國際金融中心的地位，提升香港在全球資本市

場的競爭力。當前香港市場的上市公司主要集中在金融、地產等傳統行業，隨着內地經濟和金融市場持續開放，香港必須擴展其市場融資能力，能夠為不同發展階段的企業提供融資平台，同時也為投資者提供更多不同類型、覆蓋內地及海外的多種投資機會，這樣才可進一步鞏固香港在全球資本市場中的領先地位，繼續作為內地和海外投資者及發行人的首選市場。

「新經濟」含量為市場提供更多選擇

「新三板+H股」上市新模式的推出，將實現對主板市場的進一步改良和完善，擴大對不同發展階段的新興企業的支持範圍，進一步增強香港資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，更好地解決新興產業

企業的融資問題。同時，優質新三板公司的加入也可以提升港股市場的「新經濟」含量，為投資者提供更多的選擇。

其次，有助於內地中小企業進行融資，助推區域內經濟結構的轉型升級。在中國經濟進入高質量發展階段以及中美貿易摩擦加劇的背景下，美國關稅名單瞄準了中國的戰略性新興產業，中國未來需要加大科技創新投入，大力發展高新技術產業和戰略性新興產業，重塑經濟增長的引擎，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，推動中國經濟朝着更高質量、更有效率、更加公平、更可持續的方向發展。未來人工智慧、智能製造（比如工業機器人、數控機床、3D列印等）、5G通信技術、國產晶片、新能源汽車、生物醫藥、互聯網等「新經濟」行業有望成為中國

經濟的新增長動力。

新興產業具有高成長性、高風險性、高回報性，在成長發展期需要大量長期的資金支持。但新興企業在成長初期經營風險較高，盈利能力較小，研發周期長，無形資產佔比較高，缺少合適的抵押資產，資金來源主要依靠風險投資，融資管道狹窄，融資需求難以滿足，需要資本市場提供長期發展的資金保障。

可望推動內地經濟結構轉型升級

目前新三板掛牌企業已破萬家，儘管大部分規模較小、盈利能力較弱，但其中也存在一些優質企業和具有長期發展潛力的「新經濟」行業公司。但目前新三板市場整體流動性較差，限制了優質新興企業的融資能力和快速發展。「新三板+H股」上市新模式的

推出，有望解決優質新興企業的長期融資問題，助推內地經濟結構的轉型升級。

最後，有助於提升新三板企業的整體品質，提高市場流動性。由於新三板掛牌要求較低，企業數量較多，整體素質參差不齊。「新三板+H股」上市新模式的推出，為新三板掛牌企業提供了一個更高的融資平台以及更多的融資選擇。進入港股市場有利於新三板企業擴大企業規模，提高市場知名度。因此，為了在H股上市，新三板企業將會提升自身經營效益、管理水平以及公司治理，以滿足國際投資者較高的投資標準，帶動新三板公司整體素質的進一步提高。(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

地緣擔憂減弱 美債沽壓再現

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

在中美和美俄矛盾對市場帶來的負面情緒回落後，焦點又重新回到了貨幣政策正常化的道路上，全球債市再度受到考驗。

貨幣政策重回視線

隨着全球經濟從金融海嘯逐漸修復之後，各央行也密切關注適時調整貨幣政策。美國有經濟數據作背書，自然走在加息的前列，同時也會一定程度上影響到其他央行的行動。根據最新的通脹數據來看，雖然環比下降了0.1%，但較一年前上升了2.4%，核心CPI同比上升了2.1%。PPI亦超預期，同比增長3%。

從2015年末開啟加息大門以來，2016年末加息一次，2017年加息三次，最新到今年3月又加了一次。雖然美聯儲表示年內或加息三次，但市場對加息次數還是不斷猜測。尤其是在新主席鮑威爾偏鷹派的態度以及最新的會議記錄暗示加息可能更快，更讓越來越多的投資者猜測年內或共加息四次，每一季度加一次的概率正在上升。

目前美匯指數雖然相對去年還是相當疲弱，但走勢也算靠穩，上周連漲四日，重心突破90水平，動能明顯增強，短線內至少有望延續升勢。美債的變化更明顯。觀察較為敏感的10年期美國國債收益率，從今年初以來加速走高，並在2月初突破2.85%，創出4年來新高，升破了下行通道，並將恐慌情緒傳輪到了股票市場。

對債市上漲的收益率，股票的吸引力下降。企業借貸成本亦增加。美股重挫，沽壓擴散到全球範圍，各類資產，包括大宗商品和貴金屬，於是就有了2月初全球市場的大幅調整。

10年期美債息逼近3%

隨後地緣政治風險增強，讓10年期美債收益率展開水平整理，不過在3月底前還是守住2.8%的支持。不過隨着衝突加劇，美債作為避險資產之一受到資金追捧，有買盤力量支持。故而10年期美債在3月末4月初跌破50日線並運行在2.8%水平下方。

不過，地緣局勢的影響往往都是短暫的，尤其是上周開始，人們最負面的情緒有所消化，貨幣政策正常化的進程不變，美債重新面對沽壓。10年期美債收益率再次轉強，上周連漲五日，且末三周連陽，目前朝着3%的水平上攻，突破的概率很高。對比金融危機前的水平，眼下的美債收益率水平還是相當低的。

不光是美國，歐洲方面主要國家的公債也在近期面對明顯的沽壓，回吐了2月以來的漲幅。英國、法國、德國等國



目前美匯指數雖然相對去年還是相當疲弱，但走勢也算靠穩，上周連漲四日，重新突破90水平，動能明顯增強，短線內至少有望延續升勢。圖為銀行工作人員正在查驗美元真偽。

資料圖片

的公債收益率飆升。德國十年期公債收益率在2月一波下跌後於0.5%找到支持，上周四突然跳高，本周一早段更是突破50日線，躍上0.6%水平。

中國債市獨樂樂

倒是中國債市在人行於本月宣佈定

向降準後表現利好，去年整頓槓桿投資令債市大受影響，如今消化了不少，加上央行貨幣不再收緊，整體經濟穩定，與海外債市相比，中國債市的表現相當亮眼，並吸引外資持續進場，不過也要持續關注通脹以及監管政策的變化。

美國處罰中興 市場擔憂上升

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周美國經濟數據整體較好，其利率水平進一步上升，1年以上期限國債利率上升了10個基點以上，10年期國債接近市場一直較為擔心的3%的水平。雖然美元利率持續上升，相對於其他發達經濟體利率進一步提升，但並未明顯推高美元的匯率水平，人民幣匯率在此情況下，也基本平穩。

人行上周超預期下調存款準備金率1個百分點，中美貿易戰的陰影，以及市場對於中國宏觀經濟可能降溫的擔心，也讓市場猜測貨幣政策可能會在邊際上放寬。人民幣利率加速下行，3個月SHIBOR和5年國債分別大幅下降了26和35個基點。這也使得人民幣與美元之間的利差也下降到近年來的最低水平。美元/港幣匯率上周仍在7.85的邊

緣，香港金管局繼續干預市場，這使得HIBOR持續上升，3個月和12個月HIBOR分別上升了15和14個基點。

上周MSCI全球指數略有上行，其中發達市場上升了0.51%，而新興市場則小幅回落了0.16%。從全球市場行業表現來看，上周能源和材料板塊繼續表現最好，這主要是受到大宗商品價格大幅上升的影響，而日常消費板塊和房地產板塊則有較明顯的下行，IT板塊也有下行，主要是受到美國對中興產品禁運的影響。在早前港股大幅反彈之後，上周港股繼續下行，而且全周波動較大，最低跌破3萬點關口，全周下降了1.27%。

北上資金顯增 市場偏好改變

大型股相對表現較好，內地股票的跌

幅也要略大於香港本地股票。雖然港股市場波動較大，但在整體下跌的情況下，交易額並未因此放大。港股通的交易金額，不管是上周，還是最近4周，都下降；且上周的港股通資金淨流出76.5億元，為近期流出最多。北上資金明顯增加，這顯示了市場資金偏好的明顯改變。行業上看，能源板塊表現較好，受美國處罰中興的影響，技術硬件上周大跌了8.7%；汽車行業加快開放的政策，使其下跌了5.9%。

A股上周大幅下行，主要市場指數跌幅均在2%以上，上證指數與2015年股災後的低點接近，但要高於2016年初的水平。雖然人民幣利率持續大幅回落，人行在公開市場投放了較多資金，但兩融餘額跌到1萬億以下。A股的交易額

上周環比略有上升。上周電信與房地產板塊跌幅較大。這主要是受到美國對中興制裁，以及房地產相關數據的影響。

中美貿易戰未降溫或可能升級

從美國處罰中興來看，中美貿易戰並未降溫，未來有進一步升級的可能，這加大了A股市場對於經濟的擔心。雖然人行超預期大幅降準，但A股仍有較大下跌。

港股方面，匯率壓力帶來的資金壓力對市場的壓力仍在，而且資金出現北上趨勢，這對近期的市場也有較不利的影響。我們對於近期市場走向較為謹慎，不過美國對於高科技產品的禁運，也會在中長期推動中國相關產業的發展，這成為貿易戰背景下相對有利的變量。

港股未脫上落市格局

姚浩然 時富資產管理董事總經理

環球股市近期持續反覆偏弱，除了港匯走勢繼續受關注外，加上禁制中興事件，令股市彷彿蒙上一層霧霾，投資者觀望情緒愈來愈濃，大市成交和波幅愈收愈窄。

港匯套息活動料續減少

港匯近期多次觸及7.85弱方保證兌換區，未免會令港股投資者擔心資金外流情況，導致港股上升乏力。惟近日港匯有回穩跡象，重上一個月高位（執筆時約7.8436），相信過去一段時間反覆偏軟主要是因為套息交易活動。例如上周五(20日)時3個月期本港銀行同業拆借利率(HIBOR)約1.32%，3個月期倫敦銀行同業拆借利率(LIBOR)約2.34%，兩者差距達1厘，有足夠誘因吸引投資者進行套息交易活動。惟當金管局多次出手後香港銀行結餘逐漸降低，HIBOR亦見明顯上升，執筆時3個月HIBOR與3個月LIBOR差距已縮小至1厘以下(約0.8厘)，因此筆者認為套息交易活動將會減少，屆時金管局承接的港元沽盤也會相應減少。

中美方面，當外界以為貿易戰轉趨明朗時，美國商務部指由於中興通訊(0763.HK)違反與美國政府達成的協議，非法將產品出售予伊朗，宣佈禁止美國企業在7年內向中興通訊出售貨品，強調禁令包括任何軟件，當中Alphabet旗下谷歌(Google)的Android操作系統授權亦在禁令範圍內。禁令公佈後中興通訊董事長殷一民在新聞發佈會時表示禁令可能導致中興進入休克狀態，市場憂慮中美貿易戰會否再次升級。

加上美國國會委任的「美中經濟與安全審查委員會」發表報告指中國政府或支持某些企業進行間諜活動，以提高內地企業的競爭力及促進政府利益，並點名華為、中興通訊及聯想(0992.HK)三間內地企業。強硬的指控令市場再度關注中美局勢發展，憂慮兩國角力愈演愈烈或轉移至科技領域上，目的是限制中國科技發展，事件令一眾科技股應聲下跌。

貿易角力 中國料有力反制

筆者認為，若果美國一連串的行為旨在為中美貿易爭取一些籌碼，其目的已達到，好應該在關係弄僵之前和解，以免引起一發不可收拾的後果。因為中國也並非沒有招架之力，若美國進一步打壓中資科技企業，中國也可向美資企業如蘋果理手，限制這些企業在中國銷售，相信這些企業最終也會向美國政府施加壓力。

短期技術走勢而言，恒指保力加通道正逐步收窄，反映市場觀望情緒愈來愈濃，預計港股仍未走出上落市格局，恒指將在29,800點至31,500點之間上落。



市場觀望情緒愈來愈濃，預計港股仍未走出上落市格局。

資料圖片

大國博弈 誰主沉浮

中國市場策略

洪灝 交銀國際研究部主管

「讓我們記住，和平或戰爭並不總是我們自己的選擇；無論我們多麼節制內斂，我們都不能指望自我的節制或希望去打消別人的野心。」——亞歷山大·漢密爾頓(美國憲法起草人之一與第一任美國財政部長)

自由貿易的代價；貿易爭端局勢升級；美元破位。在李嘉圖(英國政治經濟學家的比較優勢世界中，一個國家以較低的、相對自給自足的價格生產商品並進行貿易，它將從中獲利，即使這個國家能夠比它所交易的其他國家更有效率地生產所有商品。過去二十年的超速全球化似乎證明了李嘉圖這個最有力、最直覺的理論。但是，這個理論還是美中不足——中國是一個獨特的國家，她有着大量的、心甘情愿而不計成本的勞動力。

誰承擔全球自由貿易成本成爭端

在全球貿易體系中引入一個如此系統性重

要的參與者後，美國在製造業領域的相對優勢被逐漸侵蝕了。中國的入世並不同於一個勞動力資源有限的小國。這樣的小國，其勞動力優勢在進入系統後將會很快地被耗盡，其後這個國家對於系統的衝擊就會被中和。但自由貿易的倡導者滿足於較低的消費品價格，以及由於全球化而導致的低利率並催生的一個又一個的資產泡沫——儘管這一切也導致了數百萬美國製造業崗位的流失。這些失業工人就是自由貿易的代價。由於這些工人技術升級的潛力有限，這些製造業工作可能會永久地丟失。現在的爭端在於誰來承擔這些全球自由貿易的成本。

與此同時，中國正在努力實現全面自給自足的目標，尤其是在全球供應鏈的最頂層。而其海軍正在發展的實力有朝一日可能將威脅到由美國設計的、以美國海軍為安全保障的全球貿易體系。如今，世貿組織已經覆蓋

了全球貿易的90%以上，美國不再能將某些國家迅速納入世貿組織作為談判籌碼了，就像上世紀50年代對韓國，以及上世紀60年代對波蘭所做的那樣。

因此，隨着特朗普的白宮在其貿易政策的原則中強調「雙邊互惠」，貿易爭端將日益變成兩國之間的討價還價，並將愈演愈烈。特朗普政府開始對鋼鐵徵收了關稅，但通過允許關稅豁免迅速將歐洲、日本、韓國、印度和澳大利亞納入了美國陣營。而俄羅斯和中國之間僅存的共同利益使得這種情況越來越具有冷戰時期的感覺。例如，中國和俄羅斯都投票反對對敘利亞採取軍事行動。

貿易戰或沖銷特朗普減稅政策

中興通訊(ZTE)遇到的困境在內地引發了一些人的反思。中興通訊是中國對全球高科技行業爭取領導權的代表性公司之一。當

下，市場價格行動似乎在計入未來幾個月或將出現一些以牙還牙的報復的可能性。隨着貿易爭端的潛在升級，市場現在對美元的擔憂是不無道理的。貿易爭端可能會沖銷特朗普減稅政策帶來的好處，並削弱經濟復甦的持久性。全球領先的經濟指標已經開始掉頭向下。在歷史上，美元走勢一直與美國的財政赤字高度相關。當赤字惡化時，美元往往會走軟。因此，美元走軟是基本面疲弱的信號，而不是流動性充裕的跡象。

中國央行因外匯佔款下降和貿易爭端下調存款準備金率；但資金從股票到債券的輪動仍在繼續。在一個時間節點上相對令人意外的舉動中，中國央行下調了存款準備金率，同時重申其貨幣立場是穩健中性的。股市對降準的熱情迅速消退，債券收益率大幅下行。

我們注意到，自2014年以來，中國外匯佔款一直在下降。因此，中國央行創造貨幣的方式已逐漸從傳統的回收外匯的途徑發生轉變。因此，商業銀行不再需要保持非常高的存款準備金率。任何進一步的存款準備金率下調不應被理解為中國央行放寬貨幣政

策，特別是在房地產泡沫的風險仍高企，以及實際利率仍不很高的情景下。

內地股市價格下跌趨勢或會持續

自今年一月底以來，中國的長期債券收益率一直在下跌，而股市也變得便宜了。即便如此，我們的EYBY股債收益率比較模型顯示，股票，尤其是過去兩年來大幅上漲的大藍籌股，相對於債券仍然顯得價格昂貴。順便提一句，A50大盤股指數是今年全球表現最差的主要股票指數。歷史經驗表明，長期債券收益率以及債券和股票的相對估值比較的趨勢一旦形成，則往往延續。目前，由於經濟放緩和通脹壓力有限，長期債券收益率下降和股票價格下跌的趨勢可能會持續——直到趨勢耗盡。

最近，我們注意到表外項目正在逐步回歸到資產負債表上，表現為M2廣義貨幣供應量與信貸之間的增長差距正在縮小。然而，或者是因為經濟放緩，貸款需求仍然疲弱。因此，資金選擇流入債券而非股票。(本文有刪節)