港交所上市新規 鞏固全球資本市場地位

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，港交所宣佈20多年來的最大上市規則變革，支持同股不同權的優質科技企業赴港上市，放寬生物科技公司上市限制以及放寬香港作為第二上市管道的限制。新修訂的上市規則會於2018年4月30日起生效，預計首批符合新規的三類公司有望最快於2018年6至7月在港交所上市。

港交所上市新規發佈將進一步鞏固香港在全球資本市場中的領先地位。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，隨着中國經濟和內地金融市場持續開放，香港必須擴展其市場融資能力，能夠為不同發展階段的公司提供融資平台，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，繼續作為內地以至海外投資者及發行人的首選市場。同時，香港資本市場將藉此更好地滿足區域內投資者的資產配置需求，在當前內地與香港互聯互通機制不斷深化的背景下，港交所上市新規發佈有望進一步加快內地實體創業企業與海外資本，內地資本與海外優質企業的連接。

港IPO規模居世界前列

港交所上市新規發佈可以為新興產業企業提供長期融資安排。得益於香港資本市場規範的市場制度、完善的司法體系、先進的商業基礎設施、公正透明的監管體系、較低的稅率環境，香港是全球最具競爭力和最受歡迎的股票融資市場之一。截至2018年3月底，港交所覆蓋上市公司2,179家，總市值34.4萬億港元，位居世界前列。IPO融資方面，港交所2016年新增上市公司126家，融資金額接近1,948億港元，名列世界第一。2017年新增上市公司174家，融資金額超過1,282億港元，名列世界第三。雖然香港過去多年IPO融資規模名列全球前列，但是，香港上市企業所在地和所屬行業過於集中在傳統經濟領域，距離真正的「新經濟化」還有一定的差距。香港上市企業主要分佈在金融、地產、消費等傳統行業，但以生物醫藥、高科技企業和互聯網企業為代表的新興產業企業數量相對較少，與美國股市形成鮮明對比。數據顯示，過去10年在港上市的「新經濟」行業公司僅佔香港證券市場總市值的3%，而納斯達克、紐交所以及倫交所這一比例分別為60%、47%和14%。

新興產業企業佔比過低

在香港這樣一個具有相當體量的國際化交易市場中，科技互聯網等新興產業企業佔比過低，不利於香港資本市場的長期發展。首先，隨着新技術、新產業、新業態和新模式在全球範圍內不斷湧現，新興產業迅速發展壯大，對投資者的吸引力也日漸上升；其次，香港經濟結構以金融、地產等服務業為主，本土培育新興技術和轉化創新成果的能力相對薄弱，尚未建立完整的新興產業鏈條，香港亟需為優質新興企業提供更好的市場環境；最後，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。

Spotify紐交所直接上市

為了吸引優質的新興產業，解決新興企業的長期融資問題，全球主要資本市場往往採用先進的制度性安排以及簡便的融資流程，允許雙重股權結構的獨角獸公司上市，或者在主板市場之外開闢上市條件相對寬鬆的創業板市場。紐交所最新修訂的上市規則更是允許符合條件的獨角獸公司直接上市。2018年4月3日，全球最大音樂流媒體平台Spotify採取直接上市模式正式在紐交所掛牌交易，成為紐交所史上第一家直接上市的公司。

港交所上市新規發佈有望改善香港的創新與創業環境及發展，助推香港成為區域內創業融資中心。上市新規目前簡化了生物科技公司的上市流程和上市准入門檻，未來對於其他行業的初創科技企業的上市門檻也將逐步降低，有望吸引大量區域內初創高新產業企業來港上市，推動香港成為區域內創業企業的融資中心。**（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。）**

歐洲經濟見放緩 美加息預期升溫

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着地緣政治風險對於市場的負面情緒有所消化後，經濟基本面重新回到投資者注意力中。近期對於非美，尤其是歐洲國家經濟增長速度的質疑提高，對於美國加息提速的預期升溫。

經濟復甦推動 美元轉強

雖然美聯儲一直是加息的領頭羊，經濟復甦腳步最先，但不免動力有所減弱，而相較而言，歐日的修復速度倒是超出預期，吸引資金流入。美匯指數因為缺乏吸引力，去年就回吐了9.87%，今年初沽壓更是進一步增大，從1月末開始保持在88至90的區間波動。不過，其經濟數據整體樂觀，一季度GDP增長高於預期，薪資增長創2008年第三季度以來最大增幅，核心PCE也創2007年第四季度以來最大增幅。

然而，最新的歐洲數據顯示，其經濟增長步伐有放緩趨勢，讓美元重拾動能。從4月下旬開始，美匯指數逐漸靠穩，躍上90水平，重拾50和100日線，甚至一度逼近92水平。後市還要看經濟數據，包括周內非農和時薪增長。

隨着油價高企，商品價格走高令通脹擔憂增加，債市壓力重現，10年期美債收益率一度收在3%之上，為4年來首次。隨着債息走高，股票的相對吸引力就下降了，而且債息率的提高使得企業借貸成本也水漲船高。而金銀的漲勢也出現回吐。黃金在乏力突破1,360美元之後，重心向下，目前反覆測試1,320美元，已經連跌兩周。白銀則重新回到16至17美元區間內，料繼續圍繞16.5美元震盪。

英國5月加息概率下降

另一邊廂，英國之前加息的預期相當強，英鎊延續去年以來的漲勢，在突破1.4水平之後，本月中更是高見1.4377。不過近期的經濟數據不理想，在不及預期的薪資增長，意外走弱的通脹以及零售銷售數據之後，英國央行行長也不得不轉變態度，降低了5月加息的預期，但表示未來幾年加息多次。上周公佈的首季GDP增長創五年多來新低更是顯示出短期的風險。面對下周的議息會議，現今加息的預期已經降低至兩成。英鎊更是加速下行，跌穿百日線和1.38水平，料仍有下跌空間。

■歐洲數據顯示其經濟增長有放緩趨勢，讓美元重拾動能，美匯指數一度逼近92水平。

歐元區的主要國家也顯示出乏力，尤其是作為火車頭的德國，市場信心指數連續個月下跌，經濟部下調今年GDP增長預測至2.3%，出口下跌幅度是2年半最多，零售銷售意外繼續下降0.6%。法國首季GDP放緩至0.3%，德拉吉在新聞發佈會表示，經濟增長料將維持穩健，近期高速增長有所下滑只是暫時。不過還未討論未來貨幣政策框架。

歐元在去年上漲14.15%，明顯強於美元，但從1月末開始遇阻1.25而進入橫盤整理，近期更在數據拖累下進一步下探，或重新測試1.2水平。雖然目前不能就此得出歐洲經濟增長停擺的結果，但至少有放緩，需要投資者重新評估對其收緊政策的步伐，並等待更多數據的檢驗，在此之前，恐怕英鎊和歐元的好友相當謹慎，但並不代表貨幣政策正常化的進程改變。

市況仍波動 宜觀望待變

姚浩然 時富資產管理董事總經理

環球股市仍在尋找方向，縱使近期美國多間大型科技股公佈業績，表現普遍勝市場預期，惟受到中美貿易戰，以及美國10年期國庫債券孳息率抽升等不明朗因素影響下，股市缺乏上升動力，加上市場關注本周多項有關聯儲局議息及中美貿易磋商等消息，預料大市維持窄幅上落。

貿易戰存在談判空間

繼中興禁制事件後，上周突然又傳出美國司法部對中國手機和網絡設備製造商華為進行調查，市場憂慮華為可能遭受到的刑事處罰比起中興所受到的行政處罰還要嚴重，因此消息令多間相關科技股出現震盪。雖然中美貿易摩擦再度升級，但反過來看，貿易戰實際上對於中美雙方都沒有好處，美國近期舉動明顯地針對中國科技產業發展。

中興雖然遭受到禁制令，中斷了其供應鏈，但中國作為美國芯片最大出口市場之一，禁制令使美國芯片公司的訂單減少，也不會令美國科技產業好過，再者中國不乏人材及資源，也並非沒有能力自行研發相關科技，美國的如意算盤不會如此容易打得響。而且由美國財政部長姆努欽率領的美國代表團於5月3日至4日到訪中國進行貿易磋商，筆者認為情況不算太差，因為這反映貿易戰存在談判空間，相信調查華為事件只是美國在中美貿易戰爭取籌碼的舉動。惟筆者估計雙方未必能單靠一次會面便可達成協商，故短期只宜觀望事態發展。

通脹升溫或礙盈利增長

另一方面，市場憂慮通脹續升溫，上周美國10年期國庫債券孳息率突然抽升至3厘關口以上，觸發股票市場震盪。上周五美國公佈首季GDP增長2.3%，雖優於市場預期的2%，但遠低於第四季度的2.9%，其中消費支出增長放緩，惟美國首季整體個人消費支出（PCE）物價指數（年率）升2.5%，為近7年最高，這反映經濟增長略為放慢，通脹升溫問題卻令人擔憂，或不利於企業盈利增長。

本周末美國聯儲局將會公佈議息結果及4月份就業數據，雖然市場預料利率維持1.5厘至1.75厘，但仍關注當局在議息聲明對美國經濟及通脹的看法，相信屆時會為市場帶來方向。此外，美元近日走強，跟隨着10年期國庫債券孳息率而上升至最高91.79，現企穩91以上，未來或會上試94水平，導致資金流向由新興市場流出至美元資產，不利新興市場股市。

總括而言，市場續觀望中美貿易戰磋商及聯儲局議息結果，預計恒指波幅將介乎29,600點至31,000點之間上落。

油價急飆會否令通脹如虎添翼？

Jamie McGeever 路透專欄作家

2018年本應是通脹開始露出利齒的一年，在多年來力度空前的刺激措施以及全球經濟欣欣向榮後，通脹終於浮現。美聯儲早已步上政策正常化的道路，其他各家央行即將群起傚尤。就在這個時候，石油及其他大宗商品價格正急劇加速上揚。但主要經濟體最新出爐的通脹報告意外表現疲軟，令人質疑利率應該要調到多高。或許物價壓力並不像各國央行先前所預料般強勁。

首先探究下周由歐元區打頭陣的4月數據，可望成為投資者對2018-19年利率預期的研判關鍵。當前油價勁揚，將成為決策官員考慮的要素。根據International Journal of Economics and Finance，油價在統計學上對七國集團（G7）通脹率具有重大影響。

去年發佈的一份報告認為，在G7通脹率變動當中，油價的影響程度達17.4%。當油價跌破每桶34.50美元時，其對G7通脹率的影響轉為負向。國際貨幣基金組織（IMF）去年的一份報告顯示，油價上漲10%，通常對國內通脹短期內帶來0.4個百分點的拉升，其效應在兩年後消失。先進和發展中經濟體都一樣。

大宗商品價格紛上揚

油價目前遠高於34.50美元，且過去一年漲幅遠超過10%。布蘭特原油期貨本周曾觸及每桶75美元，美國西德克薩斯中質油（WTI）則逼近70美元，過去12個月雙雙大漲約45%，比去年6月的低點更是高了65%。其他大宗商品價格也在上揚。過去一年，湯森路透/核心大宗商品CRB指數漲升20%。

若其他條件一樣，這暗示通脹壓力正在暗中蠢蠢欲動，這是目前決策制定者為將來制定政策時需考慮的。債券收益率也相應上漲。在美國10年期公債收益率升破3%的帶動下，花旗全球10年期債券收益率觸及逾4年來最高1.4757%。

5月加息概率降至20%

不過，發達國家通脹仍無持續上升的明顯跡象。美聯儲青睞的通脹指標——核心個人消費支出（PCE）物價指數在逐步上升，目前位於1.6%，為一年來最高，但仍遠低於美聯儲的目標2%。該指數低於目標水平已有6年時間，而且近10年來只有5個月達到或高於該目標。而在英國，4月稍早公佈的數據顯示，3月整體消費者物價指數（CPI）下滑至2.5%，分析師原本預期會持平於上月的2.7%。1月則為2.9%。

今年通脹下滑出乎市場與決策者的預料。JP Morgan Asset Management認為，通脹率至年底可能跌至2%下方，上周預估5月升息的可能性仍有90%，目前則只剩20%。歐元區通脹同樣表現軟弱。3月整體通脹率為1.3%，低於預估的1.4%，而且已經有一年多未超過1.5%了，自2012年以來都未曾高於2%（歐洲央行的目標為「低於但接近」2%）。

匯豐分析師預期，儘管油價上漲，今明兩年歐元區整體通脹率料僅有1.4%，他們近期還將2018年核心通脹率預估由1.1%調降為1.0%。雖然這些變化及預測偏離幅度較小，但其意義可能是巨大的。如果通脹率又一個月不及預估，即使只差0.1個百分點，市場對升息的預期肯定會進一步減弱。

增闢土地 你我抉擇

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

■內河碼頭可考慮騰出部分地區收容棕地營運商，餘下的用地可作住宅發展用途。圖為屯門碼頭。 資料圖片

本文的命題選取了土地供應專責小組剛於4月發表宣傳小冊子的封面題目。除了命題滿有熟悉感外，讀者翻看土地諮詢文件，應有「熟口熟面」的體會。

專責小組把18個選項大致分成三大類：短中期4選項、中長期6選項和概念性8選項；分別是未來大約十年內，大約十至三十年內及未能確定提供額外土地的時間和數量。

根據專責小組發展正式諮詢文件前已搶先面世的民調結果，「智經研究中心」的調查顯示，短中期措施排名冠亞席位是利用私人遊樂場用地（27%）和利用私人（主要大型發展商）的新界農地儲備（23%）；長期措施排頭二位分別是棕地發展（44%）和維港以外近岸填海（26%）。筆者必須更正一下，專責小組是把棕地發展放於短中期首個選項中。但是無論如何，初期民調是傾向棕地發展、利用私人遊樂場用地、維港以外近岸填海及利用私人的新界農地儲備。筆者早前專文已討論過遊樂場用地，所以今次只集中討論餘下三項選擇。

積極發展內河碼頭用地

根據諮詢文件，現時新界約有一千三百公頃的棕地。政府正規劃及推展的新發展區項目涉及當中約五百四十公頃，而規劃署就其餘七百六十公頃正進行研究中。棕地再發展最辣手問題是如何安置繼續營運的棕地作業者，筆者倒有小建議：在中長期和概念性選項分別提倡發展香港內河碼頭用地及鄰近用地，其實可以考慮內河碼頭及鄰近地區，騰出部分着力發展工業用地以收容棕地營運商，餘下的內河碼頭區用地可作住宅發展用途。

特區政府成立內河碼頭經濟/ 住宅用地專責委員，同時納入棕地規劃及推展部分的政府官員，一併協調兩者有機發展。重點是優先安排正規劃及推展的五百四十公頃的部分棕地營運商有序搬入內河碼頭工業帶，以及實踐及完善的模式，繼續優化新內河碼頭工業區內棕地作業者的設施，冀可鼓勵其他未規劃土地上的作業者同意搬離。

預先規劃填海技術方案

香港填海不是新鮮事，且過往是扮演着土地主要供應源頭的角色；問題的癥結是填海速度於千禧年以後明顯放慢；從2000年前年產平均二百公頃，暴跌至2015年的15年間只年產四十公頃，只有20%，遠遠落後於人口及住戶數目的持續增長，亦趕不上經濟發展的步伐。

政府早前研究物色五個填海地點，包括屯門的龍鼓灘（可同上述的內河碼頭經濟地帶一併規劃）、北大嶼山的小蠔灣和欣澳、沙田的馬料水和青衣西南，預料可供應約四百五十公頃。大家也知道填海造地不是「即食」的，須進行可行性研究，規劃及其他法定程序，需時十年或更長日子。

不過，填海造地最大好處是可以整片自由規劃，把某些用地如葵涌貨櫃碼頭有序地搬進，也不用被現有土地的收地補償和城市規劃拖垮。在土地供應諮詢期內，政府相應部門可預先進行規劃、可探討快速填海的新型投術、可規劃海陸交通接駁方案、可開展其他特殊用地如貨櫃碼頭或高爾夫球場重置的可行性方案等等，待諮詢結果後，便可應用研究報告具體實施。

善用農地滿足住屋需要

如何使用大型發展商手中逾一千公頃的新界農地是重要課題。筆者不同意利用法規強行收回，必須是雙贏方案。專責小組拋出公私營合作方式，政府可在私人土地的周邊地區提供基建設施。促成整個地區能作較高密度的發展，並要求私人發展商在提供私人住宅外，同時可負擔房屋，以滿足市民的住屋需要。

發展商的初步反應是正面的，但民間則擔心「官商勾結」。同樣地，特區政府地政總署、規劃署、房委會、路政署應立刻對公私營房屋比例、交通和生活配套，公私營合營的方法、研究補地價、補償公屋各方面進行實質研究。發展商肯定歡迎私人新界農地的大型樓開發，因為他們正是特區缺乏土地供應的最大受害者之一，單看本地和內地房產上市公司的股價分野便明解，幾年間內房股價節節上升，上市公司市值和市盈率年來新高。兩者分別是內地開發土地「價廉物美」及供應充足，盈利屢創佳績；現時香港發展商面對土地和建築成本高昂、土地供應不足、建造業人手短缺等等問題，唯獨一手市場暢旺，只可用「惜售」方法換取不減利潤。

如林鄭特首所言，專責小組已達到提升認知和梳理選項的起步條件，但是如何分析、歸納、共識幾個市民和持份者普遍接納的方案是小組工作「重中之重」。筆者深信林鄭政府是積極有為的，務必將共識方案變成具體政策，不會再「議而不決」了。

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。