

科創板漸行漸近 有助科企對接資本市場

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

近期，科創板成為資本市場關注的焦點。雖然科創板目前細則還沒有公佈，但上交所表示，科創板爭取在明年上半年見到成效。這意味着科創板漸行漸近。筆者認為，科創板應該是獨立於現有主板市場的新設板塊，實行註冊制，定位於打造內地版「納斯達克」，肩負着內地科技創新和資本市場改革的重要職責，在為科創企業提供長期融資支持的同時也讓投資者分享優質科技創新企業的發展紅利。

需明確細則加強板塊分工

筆者認為，大力發展科創板市場將為中國經濟和資本市場注入新的活力。目前，內地正面臨着經濟轉型發展的重要時期，資本市場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。上交所科創板市場的設立將實現對創業板市場的進一步改良和完善，增強內地資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，更好地解決科創企業的融資問題。不過，科創板在吸引科創企業上市資源方面與創業板有一定重疊。未來如何加強板塊間分工明確，滿足不同企業和投資者的投融資需求，需要科創板細則進一步明確。

科創企業佔比低不利發展

筆者認為，在上海這樣一個定位於國際金融中心 and 科創中心建設的資本市場中，科技、生物醫藥等科創型企業佔比過低，不利於內地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，科技創新產業迅速發展壯大，對投資者的吸引力也日漸上升。其次，科創企業具有高成長性、高風險性、高回報性的特性，在成長發展期需要大量長期資金支持。但科創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，融資渠道狹窄，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。

最後，科創板市場的設立為投資者增加了新的投資機遇，令讓投資者可以分享優質科技創新企業的發展紅利。未來科創板市場中或將出現一批具有全球影響力和主導地位的創新型領軍企業。行業板塊方面，5G、人工智能、芯片、航空航天、新能源車和生物醫藥等科創行業未來5年至10年有望步入快速發展期。建

議中長期重點關注相關行業龍頭公司。

先進制度性安排為成功之本

為了吸引優質的科技企業，解決創新型、成長型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。美國納斯達克市場和香港主板市場都致力於吸引高增長潛力的科創型企業，淡化對企業的盈利要求，通過相對簡便和寬鬆的上市流程，為優質科技企業和創新型、成長型企業提供長期融資安排。美國納斯達克股票市場是資本市場通過內部分層實現不斷發展的成功典範。

納斯達克股票市場在發展過程中主要通過制定差異化的上市標準進行內部分層，並且在

實踐中根據形勢變化，不斷調整各層次的上市標準，探索制定出由不同指標合理搭配的多元化上市標準，很好地滿足了不同規模和不同特徵企業的融資需求，最終形成具有不同風險特徵的內部多層次市場。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，尤其是在今年4月份港交所上市規則重大變革的推動下，內地大量新經濟企業今年扎堆赴港IPO，進一步鞏固了香港在全球資本市場的領先地位，香港市場2018年有望奪得全球IPO冠軍寶座。

(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。)

油價重挫 後市待產油國決定

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着供求關係的改善，油價從低位逐漸反彈，今年以來的走勢也是維持上行。10月初，紐油一度逼近77美元，布蘭特油逼近87美元，走勢相當強勁。然而就從10月高位開始，油價開始轉頭向下，隨後跌破多個支持位。單是上個月，紐油就損失一成，布油損失逾8%。

油價連跌七周累挫30%

油價在月中於55美元找到支持，畢竟在之前累積了逾兩成的跌幅。即使是公佈的庫存數據繼續超出預期地急增，但油價在連跌後的確有技術反彈的需要，然而很明顯可以看到油價的上行動能還是有限，基本沒有改變下跌的弱勢。

直到上週二，紐油突然加速下跌，首先跌破55美元，上周五更是直接將支持位下移至50美元，單日就大跌7.71%。這麼一來，紐油油價已經連續下跌七周，累挫逾三成，且上週單周就下跌11.04%。布蘭特油同樣在上週二加速下行，上周五跌破60美元的支持並將周跌幅擴大至11.92%，連挫七周累跌近三成。如此創近三年來最大周跌幅。

聚焦俄沙巨頭會面

眼下，產油國行動還是關注的重點，而其中沙特、俄羅斯和美國特朗普又是重要的三大關鍵方。

特朗普多次插手，表明態度，抱怨油價太高，希望產油國不應限產，以避免油價升高。即使是對伊朗進行嚴厲的制裁，但在原油方面特朗普還是有所放鬆，給出部分國家豁免的權利。此外，他發動全球範圍的貿易戰，尤其是中美兩國的摩擦，令投資者擔憂對經濟造成的影響，從而拖累石油的需求預期，這也是油價不斷下跌的主要原因之一。而該風險將在本周的G20中美兩國領導人見面之際進一步提高，雖然目前所獲得信號是樂觀的，但不到最後一刻也無法確定，目前只能觀望。沙特兩面為難，尤其是美國的抱怨，王儲需要討好美國，經濟因素對油價的制約往往不及政治因素。

而俄羅斯在當中的態度曖昧，讓人摸不着頭腦。本周俄羅斯總統或將在G20會議上會見沙特王儲，需要高度關注，等於是下個月初的OPEC會議之前產油國高層就提前會面。這麼一來，新的



美國總統特朗普多次抱怨油價太高，並希望產油國不應限產。美聯社

一周，油價或不得不擴大波幅，投資者要時刻保持警惕。

航空股受惠走高

不過就在油價連續下跌的同時，航空股獲益顯著。南航(1055)在油價一路走高下，股價一度跌至4元水平，但從本月開始，油價跌勢連連，加上人民幣靠穩給擁有大量外債的航空業減輕負擔，南航一下子跳回50日線上方，隨後更是震盪走高，躍上5元水平後，今日更高見

5.55元，從本月開始已經累積了近三成的漲幅，後市亦有上行空間可期，只是6元一線阻力並不容易突破。中國東方航空(0670)同樣在本月初大力反彈，但目前仍在4元至5.5元的區間內，還在找尋突破口。中國國航(0753)雖然也有反彈但區間上限8元水平阻力不小。只是由於本周是油價關鍵點，如果尚未買入的不妨先耐心等待，目前不確定性較大。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

主要央行或被「零息政策」困住

Jamie McGeever 路透專欄作家

一些全球最大的央行追隨美國聯邦儲備委員會(美聯儲/FED)腳步展開貨幣政策「正常化」的窗口正迅速關閉，這意味它們可能被困在「零利率政策」世界多年，甚至數十年。歐洲央行、英國央行和日本央行明年均料通過升息、逐步退出資產購買或允許長期收益率上升等形式，來收緊政策。

至少，在大金融危機迫使多數主要央行採取「零利率政策(ZIRP)」10多年後，計劃是如此。但如果全球經濟及市場周期演變，將難以執行這樣的計劃。正有越來越多證據顯示，經濟和市場自2009年以來的擴張正失去動能，且明年可能陷入停滯。金融市場確實也益發有此感覺。

歐央行聲明略偏鴿派

決策者也開始感到不安了。譬如歐洲

央行，其2.6萬億歐元(2.96萬億美元)購債計劃將於下月結束，而且該央行已經暗示會在明年夏季之後升息。德拉吉作為該央行總裁的八年任期將在2019年10月結束，看起來他是希望在自己任內開始政策正常化。

但歐洲央行的決策者在他們的公開聲明中，論調略偏鴿派。該央行管委魏德曼本周表示，政策正常化將需要「數年」時間。要記住，此言可是來自德國央行總裁。

投資者愈發認為，歐洲央行明年根本不會升息。我們這裡說的並不是大幅升息，就連升息10個基點也不再像幾個月那樣，在市場預期中得到充分反應，何況如此小幅度上調後，利率仍將在負0.3%。要說有什麼不同的話，那就是辯論焦點如今正在轉向該央行是否應當進

一步放鬆政策，以及可能會通過又一輪對銀行的長期低息貸款來放鬆。

美股上漲阻力續升高

美聯儲或許已經在鬆動。美聯儲副主席克拉里達(Richard Clarida)周五表示，與本輪周期迄今的八次升息相比，未來升息將更取決於數據。這暗示美聯儲所認為的「中性」水準比先前想的來得低。外幣普遍預計美聯儲將在明年再度升息，但貨幣市場目前只完全消化預期明年升息一次，升幅為25個基點。對沖基金和投機客正在相應調整他們的看法。

華爾街與其他主要股市明年很有可能走升，但毫無疑問的是進一步上漲的阻力正在升高。今年美國企業獲利增長率大約在30%左右，為八年來最高，但明年料將放緩。樓市已顯現轉變的跡象，

這是整體經濟翻轉的典型預兆。

當經濟翻轉時，政策制定者操作的空間將變得有限，連美聯儲也一樣。央行政策利率較低，資產負債表膨脹，而且可能除德國外政府支出增加的能力似乎有限。至少他們這麼做的意願是有限的。

日本利率成參考指引

日本再次成為一個有用的參考指引。日本央行的零利率政策持續了二十年，儘管多年來數度試圖讓這個政策退場。但程度不等的通縮、增長疲軟、人口老齡化以及股市無法從1990年代後的跌勢中復甦，都讓日本央行的手腳受到束縛。

目前日本利率為負0.1%，從2010年來就未曾高於零水平。最近一次利率高於0.5%是在1995年。在美國與全球經濟景氣循環逐漸接近翻轉的情況下，未來幾年日本利率幾乎可以肯定不會升到0.5%以上。日本這個零利率政策先鋒走到哪，其他國家通常就會跟到哪。(本文有刪節)

2019年全球經濟展望系列：新興市場

程實、王宇哲、錢智俊 工銀國際

全球復甦放緩，新興市場經濟體的「成色」之別顯性化。2018年，全球經濟延續復甦，但穩定性明顯下降，不僅呈現出由協同到分化的轉變，更表現為政策不確定性加劇、全球化面臨實質性挑戰。危機十年之後，新興市場經濟體也在下行風險增加的外部環境中顯現出色之別。作為其中重要的國家，印度、巴西、南非三國既是「金磚五國」的成員，又位居「脆弱五國」之列，充分展現了新興市場經濟體的多面特性。近期經濟表現方面，從景氣指標看，全球PMI在年初即結束了兩年來的上升勢頭，新興市場製造業PMI持續下探，目前已接近榮枯線附近，尤其是2季度以來的中國經濟放緩加劇了下行壓力。

地緣政治衝突凸顯經濟差異

對2018-2019年的新興市場經濟體增速，IMF的預測均為4.7%，較2018年4月分別下調0.2和0.4個百分點，而對於2020-2023年的增長預期也下調約0.2個百分點。我們認為，短期來看，新興市場整體增長預期的下調主要反映了貿易摩擦、地緣政治衝突等壓力，但長期而言，除了亞洲新興經

濟體仍有望維持較高增速外，其餘國家面臨增長乏力乃至經濟失速的威脅。在金融狀況趨緊、民粹主義回潮、地緣政治緊張、大宗商品價格回落等因素的共同作用下，制度脆弱性突出和經濟結構單一的國家經濟增速將顯著下滑，國家間的表現差異或不斷凸顯。

貨幣風險回潮，全球金融條件收緊引發資本淨流入逆轉之憂。對於部分長期經濟結構單一、外資依賴度高的新興市場國家，貨幣貶值和資本外流風險是兩大痼疾。特別在美元匯率與商品市場大幅波動的市場環境中，商品貨幣、高負債國貨幣往往陷入經濟和金融風險惡性循環的漩渦。2018年2季度以來，隨着美元指數的驟然走強，新興市場貨幣普遍承壓，貶值回潮的風險迄今仍有餘緒。較之已深度融入全球製造業價值鏈的亞洲新興市場經濟體(如中國、東盟、印度等)，商品價格與匯率的動盪同向強化，仍然是中亞、俄羅斯、拉美等經濟和金融市場的波動之源。對於以大宗商品為經濟支柱的發展中國家，外部均衡受制於出口結構單一和進口需求相對剛性，貿易摩擦的衝擊加大了經常賬戶逆差隱憂，也加劇了貨幣貶值壓

力。

融資成本提升加劇貨幣危機

在2018年全球金融條件日益收緊、風險偏好明顯下降的環境下，新興市場融資成本的提升又進一步放大了貨幣危機帶來的緊縮效應，其衝擊尤其集中於外幣融資佔比較大的拉美等經濟體和長期有「雙赤字」的國家。短期資本外流對於新興市場整體，甚至部分金磚經濟體都是可置信的威脅。自2010年起，「金磚五國」短期資本流入佔GDP比重的均值超過15%，而外匯儲備佔比均值僅上升不足5%。其中，產業結構不平衡、政府負債率上升較快、政治和政策不確定性高的巴西和南非面臨不小的衝擊。今年2季度以來，新興市場的非居民組合投資出現淨流出跡象後，嚴重依賴短期資本流動的南非、巴西、土耳其等國面臨資本流出與外匯市場壓力的共舞。

「金磚五國」增長備受關注

長期潛力迥異，重回協同式增長亟待結構性改革及新一輪「南南合作」。本世紀以來，作為新興市場經濟體的領頭羊，「金磚五國」長期增長舉世矚目，其佔世界經濟比

重從8.1%上升至23.2%，成為全球經濟版圖的重要組成部分。其中，中國增長最為顯著，名義GDP已逾初始十倍，而俄羅斯和印度的名義複合增長率也超過10%。然而，自2010年起，在全球復甦低迷的情況下，新興市場經濟體也面臨內生動力不足的挑戰，「金磚國家」也不例外：中國、印度、俄羅斯三國的PMI均值在過去五年一直徘徊在榮枯線附近，而巴西製造業和服務業PMI在2015年甚至出現急劇下滑。從長期增長潛力來看，中國和印度相對更優，而其他金磚國家在內生增長方面均面臨不小的挑戰。

三招改革重拾長期經濟動能

要避免金磚的褪色，主要經濟體亟待通過結構性改革重拾長期經濟動能：第一，通過產業結構調整提升勞動生產率。近年來，「金磚五國」勞動生產率增速均出現了趨勢性下降，與其產業結構升級緩慢不無關係。過去五年裡，產業結構相對單一的巴西、俄羅斯、南非三國勞動生產率從高位急劇下滑，甚至一度進入負區間。輕工業發展不足一直是俄羅斯經濟增長動能匱乏的結構性原因，而巴西經濟不僅受大宗商品價格影響較大，其財政政策和貨幣政策目標長期以來也存在矛盾。相對而言，中國經濟轉型升級較早，產業結構逐步走向合理化，而印度正在迎來人口紅利，稅改和「印度製造」計劃有

望撬動長期增長潛能。

第二，通過不斷夯實制度基礎改善經濟活力。根據世界銀行公佈的營商環境排名，俄羅斯、印度、中國在過去十年內分別上升89位、45位和37位，但巴西進步遲緩，南非退步明顯。儘管排名有小幅上升，但巴西營商環境至今仍在全球100強之外，罷工事件層出不窮，基礎設施水平持續滯後等對其經濟發展帶來了結構性制約。南非長期面臨資本外逃和增長乏力的壓力，加之土地與礦業改革不確定性，投資者信心不斷下降，營商環境指數排名甚至下降了50位。

第三，通過新一輪「南南合作」尋回互惠共贏長期動力。儘管目前「金磚五國」的經濟表現出現了潛在分化，但作為新興市場的核心國家，根據IMF等機構的預測，其未來五年的經濟增速仍將顯著高於全球平均水平。2018年3月以來，全球貿易局勢驟然緊張，政策風險重新上行，多邊貿易體系的重構成為全球經濟復甦的主要挑戰。整體來看，新興市場受復甦、鋼鐵和中美貿易摩擦的衝擊明顯，且一旦貿易摩擦升級，2019年或影響最大。在此背景下，新一輪的「南南合作」，尤其是以金磚為核心的合作將顯得愈加重要。(本文有刪節)

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。