

內地推科創板 促滬港市場良性競爭

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

2018年，在全球貿易紛爭捲土重來、美聯儲加息步伐加快、世界經濟增長放緩、內地去槓桿效應顯現等多重因素影響下，香港股票二級市場表現欠佳。不過，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、尤其是港交所上市規則重大變革，香港仍然是全球最具競爭力、最受歡迎的股票融資市場之一。港交所2018年4月底宣佈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渠道的限制。在港交所上市規則重大變革的推動下，內地大量新經濟公司2018年7月扎堆赴港IPO，進一步鞏固了香港在全球資本市場中的領先地位。

港交所數據顯示，2018年全年新上市的

股票數量達到218隻，創下歷史新高，同比上升25%；IPO募集金額2,865億元，同比上升123%；按照港交所及Dealogic數據統計，在2018年IPO募集金額方面，香港重新奪回世界第一寶座，募集金額超過排名第二的紐約證券交易所28%；在過去十年全球IPO募集金額的排名中，香港有6次位列世界第一名；在2018年IPO募集金額最高的10家上市公司中，新經濟公司佔了6家，其中包括2家同股不同權的新經濟公司和1家暫時沒有收益的生物科技公司。

港股市場中資規模續擴

在內地資本市場逐步走向開放的過程中，香港資本市場成為了內地與國際資本市場的橋樑。隨着大量內地企業赴港上市，港股市場的中資股規模不斷擴大。截至2018年12月底，港交所覆蓋上市公司比

2017年底擴大9.3%至2,315家，總市值為29.9萬億元，位居世界前列；港股市場中內地背景的企业有1,146家，包括267家H股、164家紅籌股和715家內地民企股，合計佔全部上市公司數量的49.5%；香港中資股市值佔整體市值比重為67.5%，香港中資股成交金額佔整體成交金額比重達到79.1%；2018年港股日均成交金額為1,074億元，同比增長22%。

科創板或設多套上市標準

上交所今年將推出科創板，雖然目前未出細則，但改革方向已經基本明確。科創肩負着內地科技創新和資本市場對外開放的重要定位，配套試點註冊制，兼具服務科技企業融資功能以及分享科技企業成長紅利的投資功能。筆者預計，參照納斯達克的上市制度，科創板可能設計以市值為

核心的多套上市標準，包括「市值—淨利潤」標準、「市值—收入—現金流」標準、「市值—收入—研發收入標準」和「市值—收入」標準等；可能允許「同股不同權」的科創企業上市；取消公司盈利條件及市盈率限制，以反映科技型企業的成長溢價；可能會設計「T+0」交易制度，漲跌停板幅度也有可能變大；或將引入轉板機制和嚴格執行退市制度，保證市場優勝劣汰；在大股東、管理層股權減持方面有更嚴格的限制。

內地科創企業兩地上市

筆者認為，上交所科創板短期內在吸引科創企業上市資源方面與港交所有一定競爭，但港股市場為中資企業提供海外融資平台，其獨特優勢不可取代，相信未來會有很多內地科創企業選擇在內地和香港兩地上市，兩

地市場將長期保持良性的競合關係。目前，香港已經形成了良好的區域優勢和高度聚集的經濟效益。在香港資本市場的發展過程中，已經形成了完善的金融體系，專業的市場分工，透明的、標準化的金融產品，齊備的資本市場基礎設施，進而形成了強大的資本市場信息聚集和資本市場研發能力和金融人才培养體系，未來香港資本市場將繼續發揮內地與外界「超級聯繫人」的作用。港交所資料顯示，截至2018年12月底，有301家企業已遞交主板上市申請材料，排隊登陸港股市場。筆者預計，2019年港股IPO募資預計將超過2,000億元，港交所有望保持全球IPO市場的領先地位。

（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。）

風險偏好升溫 美元連漲四周

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

市場情緒在最近幾個月相當反覆。尤其是從去年第四季度開始，包括歐、美、中國在內的國家經濟數據的表現令投資者擔憂，尤其是美國經濟疲弱，連美聯儲都要調整加息步伐。加上中美貿易談判和脫歐等充滿不確定性，市場情緒相當不穩定。

恐慌指數VIX重回大波動狀態，單日上下兩三成已經是常態，各類資產的表現相當反覆，安全資產獲得支持。在聖誕節前，VIX已經一度高見36.1，市場已經陷入極度的恐慌中，而在10月初該值只是圍繞12一線震盪。

VIX從高位回落五成

不過，從聖誕之後，市場情緒有明顯的改善。一方面，中美貿易談判仍在進程中。雖然期間也有不少擔憂，包括結構性問題在短時間內無法解決等，但雙方還是顯示出誠意要把問題解決。90天的期間已經過半，中國國務院副總理劉鶴即將在月底赴美繼續就商貿問題進行談判。上周五又有消息指，中方或同意在2024年把對美貿易順差削至零，着實給市場帶來提振。普遍認為3月1日，雙

方可以達成協議。

擔憂情緒回落，VIX從聖誕假期後就已經回落五成，現在跌至17.8。風險偏好升溫，美股連續反彈，三大指數自聖誕假期後已經從低位反彈，目前連漲四周。內地滬指連漲三周，直逼2,600關口。港股亦獲得支持，同樣連漲三周，重上兩萬七。商品獲得支持，油價在連跌三個月後作出反彈，銅價亦重返6,000美元。

美或調整加息步伐

同樣上漲的還有美元，近日已經連續上漲四周，重回96關口。在此之前，美國經濟出現放緩的跡象，尤其是去年11月的非農就業和薪資增長均未及預期，讓投資者開始擔憂。隨後，去年12月製造業PMI遜於預期，創下2017年9月以來的最低，新訂單指數創15個月新低。

不僅如此，美聯儲的態度開始發生變化。外界爭議不斷，特朗普也三番四次的表達不滿，美聯儲還是宣佈了加息，美聯儲主席鮑威爾更是表示保持縮表政策不變。但到了今年初，鮑威爾態度軟化，表示聯儲局將對加息保持耐心，若有必要還是會調整政策，倘縮表在金融市場引發問

題，聯儲將毫不猶豫地調整縮表步伐。在鮑威爾這番講話後，周內越來越多美聯儲官員也同樣釋放這樣的態度。

美元反彈還需驗證

如此一來，美匯指數的沽壓進一步增加，1月上旬就跌破96關口的支持，並一度測試95關口。但該水平還是有一定承接，加上之前令美元走弱的兩大因素目前並沒有特別的更新，風險偏好升

溫，美元作出反彈。目前美匯指數已經重返百日線，站上96關口，5日線升穿10和20日線，技術指標改善。

但實際上，美聯儲加息計劃仍將放緩，而美國經濟因為政府關門無法公佈重要數據而未能得到全面的衡量，所以恐怕這樣的反彈很難持續太久，尤其是去年高點難以突破。

（筆者為證監會持牌人士，無持有所述股份之財務權益。）



■美聯儲主席鮑威爾近日態度軟化，稱聯儲局將對加息保持耐心。 路透社

2019年中國經濟的轉機與挑戰

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

2019年貿易關係將如何演變，美國經濟變化又將如何影響中國？內地曾經連續數月經濟數據表現不佳，市場似乎仍缺乏信心。展望2019，情況能否得到轉機？房地產政策是否會服務與「穩增長」再度有所鬆動？房地產政策的變化又會對中國經濟產生哪些影響？

從目前來看，市場對於明年經濟形勢還是整體偏悲觀的，但筆者關注到，其實在表現不佳的經濟數據背後，也有一些樂觀的理由。

一是海外方面，中美貿易談判重啟，貿易戰升溫的風險或有所緩解。2018年11月底，中美雙方領導人在G20峰會上進行了「友好會晤」：美國將避免在2019年1月1日將2,000億美元商品關稅從10%上升至25%，中國承諾加大自美國進口農業、能源、工業品等更多產品。兩國同意就強制技術轉讓、知識產權保護、非關稅貿易壁壘、網絡安全、服務業和農業等方面結構性改革展開談

判。兩國領導人同意暫時休戰，推動貿易談判，十分不易，避免了兩國直接對抗升級。從目前中美雙方表態來看，利用90天達成協議的可能性較大，2019年貿易紛爭有可能會比2018年有所緩解。

減稅降費助穩定市場信心

二是內地宏觀政策逆周期調節加大，有助於穩定信心。2018年12月21日，中央經濟工作會議召開。與去年穩健中性的表態相比，2018年中央經濟工作會議取消了「中性」的表述，結合當前TMLF定向降息，此前央行降準、支持小微企業與民營企業融資等情況來看，貨幣政策寬鬆的態勢是十分明顯的，預期未來降準、降息仍在2019年政策工具箱當中。此外，會議強調大規模減稅和降費，財政政策更加積極。在貨幣政策有效性下降背景下，財政政策提到要加力提效，實施更大規模的減稅降費，較大幅度增加地方政府專項債券規模。此

次中央經濟工作會議直面當前中國經濟的下行壓力，以進一步改革開放和更大規模的減稅作為回應，有助於穩定市場信心。

當然政策的效果尚有滯後性，考慮到當前經濟整體下行態勢，預計明年下半年中國經濟仍將面臨較大壓力。同時，政策底出現後，中國經濟能否切實取得「六穩」的效果？在筆者看來，美國經濟回調與金融市場波動加劇，內地房地產政策與市場演變以及中國如何避免流動性陷阱幾個因素如何演化，也將成為決定2019年中國經濟的關鍵。

需提防陷入「流動性陷阱」

近一段時間，有關中國式「流動性陷阱」的討論此起彼伏。普遍觀點認為，雖然內地不存在傳統意義上的流動性陷阱，但考慮到內地貨幣政策的有效性已降低，其實中國經濟已經一定程度呈現出了「流動性陷阱」的特徵。突出體現在：2018

年以來，面對經濟下滑與投資不足，貨幣政策近來已明顯轉為寬鬆，但卻未能帶動寬信用的出現。雖然資金利率下行，市場流動性得到緩解，但貸款需求仍然不足，信貸數據疲軟，資金在銀行間淤積，未能流向實體經濟。

在筆者看來，伴隨着內地去槓桿的推進和資本回報率的下降，貨幣乘數也會在未來呈現下降趨勢。原因在於：一方面，從需求角度來看，當前諸多企業債務負擔較重，利息成本增加，盈利能力下降，利潤率降低，實體經濟貸款需求疲軟；另一方面，從供給層面，以往銀行更加青睞於將信貸資源配置在房地產與融資平台，但當下房地產調控抑制房地產項目信貸受限，基建投資受制於地方債務負擔加重、基建項目投資回報周期長、收益率低等原因，當前銀行風險偏好仍然較低。因此，2019年如何避免內地陷入「流動性陷阱」同樣是關鍵。

（本報有刪節）

人幣升利股市估值

美國方面，聯儲局主席鮑威爾的偏鴿言論令市場對今年的加息預期降至接近零水平，消息拖累美元走弱，美匯指數跌至95水平附近。美元弱帶動新興市場貨幣轉強，人民幣大幅反彈，人民幣離岸價一度升穿6.74水平，人民幣上升有利內地和香港股市估值，加上美元弱亦有利資金停留新興市場，屬短期內對股市的利好消息。

此外，美國政府現時面對多個問題，如政府局部停擺、經濟增長減慢等，筆者認為基於現時情況，中美貿易談判有機會達成某程度協議，避免貿易爭端令兩國經濟進一步下行，同時兩國亦能買一些時間解決自己國內的問題，因此預計貿易談判的結果亦會對股市有幫助。

惟投資者需注意，本月中旬起美國金融股將為美國業績期打頭陣，若業績未如理想，或會拖累股市下挫。加上投資者需緊記以上提過的紓緩措施是出於對未來經濟增長下行的針對方法，若經濟對措施的提振反應不大，投資者投資時需審慎考慮，不妨多觀望一些數據才作決定。

以色列經濟奇跡的啟示

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

剛過去的聖誕假期，筆者暢遊以色列、約旦聖地，香港經約旦安曼轉機特拉維夫，從耶路撒冷啟程，遊覽伯利恒、海法、拿撒勒、堤比利亞、迦百農，再南下約旦的安曼、瓦地倫、伯特拉，乘船遊覽加利利海和暢泳死海。

以色列位於亞洲西部、地中海的東南方，北接黎巴嫩、東靠敘利亞和約旦，西南邊鄰埃及，整個國家呈狹長型。全國總面積約為25萬平方里，總人口達858萬（2018末），大約75%和21%屬猶太人和阿拉伯人，是世界上唯一以猶太為主體民族的國家。

以色列國土面積不大，且自然資源極其匱乏，境內無可開採的石油、煤炭或森林資源，只有剛剛發現海法市沿海的天然氣井。境內土地貧瘠，大部分國土是沙漠和鹽鹼地，全年有效降雨也只有幾天，所以它嚴重缺水。因為歷史和宗教種種原因，以色列長年被大部分阿拉伯國家全面封鎖，只有約旦和埃及簽下和平協議。處於孤立處境中，以

色列只有靠離歐洲各國和美國，近年更與中國締結盟友。

人均GDP料突破40180美元

眾所周知，以色列近年來被稱作「創業的國度」、「智慧的國度」、「科技的國度」；猶太人更被譽為最懂賺錢的民族！根據經濟學人智庫資料，過去4年該國內生產總值增長率分別是2.6%（2015年）、4.0%（2016年）、3.4%（2017年）和3.9%（2018年），預測2019年為3.3%；人均國內生產總值於2018年估計會突破至40,180美元，但通脹率長期保持1%以下。

以色列是一個經濟發展極為迅速的智慧國度，它用接近40年，使得GDP翻了35倍，位列發達國家行列，是中東地區唯一的發達國家。為何以色列復國40年能夠創造如此驚人的經濟奇跡呢？

首先，以色列位於極為有利的地理位置。鄰近地中海，享有狹長的海岸線，位於歐洲

和亞洲的交接地帶，可以作為兩大洲的貿易橋樑。近年，更在海法市岸邊發現豐富的天然氣井，為國家提供重要的資源。猶太人長期漂泊各地，對中西方文化了解深厚，容易跟不同民族打交道。

再者，頑強的猶太人善於把惡劣的天然環境改造並發掘適合自己的路徑。以色列農業發達，享有歐洲「冬季廚房」的美譽，農業產出極為多元化，包括小麥、棉花、蔬菜、柑桔、牛羊畜牧產品、鮮花和園藝等等。糧食接近自給自足，蔬菜和水果均大量出口。以色列農業科技含量很高，其灌溉設備、新品種開發舉世聞名。

重視教育盛產科技人才

因為缺乏天然資源，以色列在提高能源使用效率和研究開發新能源方面作出許多積極探索，涉及太陽能、風能、地熱、生物燃料、海浪能源、核能，並在太陽能、地熱領域居全球領先地位。

以色列是盛產科技人才和各領域尖端學者的國度，估計全球不少於25%的諾貝爾獎得主是猶太人，這全賴猶太人的教育方式和重視！因為猶太人有著頗長時間四處流浪，居無定所，無基本生存保障，所以這個苦難民族深深體會到物質財富隨時可能消失，唯有知識智慧永相伴。不管流浪到哪裡，只要有智慧就不怕沒有財富。有智慧的人不僅擁有知識，而且還有明事理、忍耐、勤勞、可靠、自律、謙遜等等德性。

猶太教育融入每人的日常生活中。孩子從5歲開始讀《舊約聖經》、10歲開始讀《密釋納》、15歲開始學《塔木德》，後兩本是猶太拉比經多年書寫並時常更新的猶太生活指南，規管着猶太人日常生活，所涉及知識非常廣泛。舊約聖經含有箴言、約伯記和傳道書，把猶太人傳統智慧代代延續，把猶太人的歷史人物事跡代代教導新生代，向雅各學勇氣、從摩西看到強大民族性、從亞伯拉罕學懂領導力，自強不息地堅固整個猶太民族！

流浪生涯激發創業思維

猶太教育最重視質疑和懷疑精神，應是猶

太人創新力量的來源，而且流浪生涯磨練出創業的思維。

自建國以來，以色列一直致力對高科技產業的投入，在納斯達克上市公司中，來自以色列的企業數量僅次美國和中國，位居世界第三位。既然以色列可以在沙漠中開創個個綠洲，開創企業更是以色列人的專長，目前已育成了超過6,000家新創企業。美國不少科技網路巨頭看上以色列本土發展環境，紛紛落戶，北部城市赫茲利亞（歸特拉維夫管理）被人們稱為「小矽谷」。無可否認，以色列人用有限資源打造了一個科技創新強國。

走過滅國、經歷不同民族強力統治，國民們四處流浪暫居，到1948年復國，猶太人是世界上最苦難的民族，憑着特有的猶太智慧，猶太教育，以色列人走上經濟強國台階。她們的歷史是值得世人學習，對《舊約聖經》的執着是現代猶太人所持守，也是現代基督徒應該學習的。

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。