

# 香港市場生態變化與未來前景

財經評述

龐瀟 華興證券首席經濟學家兼首席策略分析師

內地與香港股票市場交易互聯互通機制開辦六年以來，交易規模持續增長。滬深港通各項單日成交額紀錄在2020年一再被刷新，北向交易單日成交額於2020年7月7日創下1,912億元人民幣的歷史新高，南向交易單日成交額也於2020年7月6日錄得602億港元的歷史新高。

## 北水投資港股持續攀升

香港已成為境外投資者進入A股市場的重要節點和內地投資者投資境外的首選目的地。香港和海外投資者通過北向滬深港通持有的內地股票總額由2014年底的865億元人民幣，激增至目前超過2.1萬億元人民幣的規模；與此同時，內地投資者通過南向港股通投資港股的持股總額也持續攀升，由2014年底的131億港元增至目前的1.9萬億港元，佔港股總市值的4.2%。

2018年，港交所推行了25年來最大的上市制度改革，以方便不同投票權架構的創新型公司、未盈利的生物科技公司等新經濟公司在港上市，以及為尋求在港第二上市的中資公司和跨國公司設立新的第二上市渠道。這極大地激發了香港資本市場的活力、動力

和生命力，提升了香港作為國際金融中心的競爭力和吸引力。

上市新規則實施兩年半來，已有包括超過20家未盈利生物科技公司 and 10家第二上市公司在內的超過110家新經濟公司在港上市，募集資金約5,000億港元，佔同期香港整個新股市場總融資金額一半以上。2020年港交所的新股市場集資金額有望創2010年以來的新高，當中新經濟公司佔上市新規則實施以來香港整個新股市場集資總額近60%，年初至今來自新經濟公司的上市集資額比去年同期更上升逾61%。新經濟公司對股票市場平均每日成交金額的佔比不斷增加，由2018年的4.1%增至2020年11月的22.8%。

短短幾年，香港已建立了亞洲最蓬勃的科技及新經濟公司金融生態系統，成為全球第二大生物科技融資中心。我們預計，將有更多的中國擬上市企業選擇在內地或香港上市。這更多地反映了企業長期的、戰略性、商業化的考量，以及希望在資本市場上獲得更高的關注度、估值水平和交易量。

## 美中概股回歸方興未艾

對有可能尋求第二上市或再上市的美中

概股而言，相比A股市場，預計其出於境外融資需要、行業受監管情況、VIE結構上市便利度等各方面考慮，現階段優先考慮的上市地仍將是香港。

這有望進一步推高和提升港股尤其是新經濟成份股的增长潛力、估值水平和交易活躍度。中概股的回歸將是逐步的過程和長期的故事，而不會是迅速退潮褪色的熱話，更不會對香港市場的流動性帶來很大的影響。

香港特區政府維護香港資本市場穩定繁榮的能力、資源和決心，以及強有力的證券監管機制、國際領先的金融基礎設施、與內地資本市場的互聯互通機制、國際投資者的信心，使香港資本市場繼續保持活躍。行政長官林鄭月娥在2020年施政報告中指出，中央繼續支持香港鞏固和提升國際金融中心地位，將加快落實在大灣區的「跨境理財通」，並同意把在港上市未有盈利的生物科技公司 and 內地科创板股票在符合特定條件下納入滬深港「互聯互通」的選股範圍。

受益於港股通的發展以及內地資金在香港市場重要性的提升，2018年，香港股票現

貨市場成交金額中的11.7%來自中國內地投資者，相比2016年大幅提高了3個百分點之多，其中機構投資者的比重從2016年的28%升到2018年的55.7%。與香港本地投資者相比，中國內地投資者的活躍度和換手率更高，推高了港股市場尤其是新經濟港股的交投。

## 新規則吸引內企來港上市

受惠於港交所上市新規則、越來越多新經濟公司在港上市、恒生指數優化調整、進一步擴大港股通投資範圍等一系列組合拳的助力，讓越來越多的新經濟公司有望在港上市，這將進一步提升投資者對港股市場的興趣以及港股中科技類核心優質資產的估值水平，也將進一步形成更多新經濟公司在港上市集資的良性循環。

假設在未來的五年內，內地居民超過人民幣90萬億元的存款總額中有1%用於增持港股，那麼港股市場有望在未來五年內每年錄得人民幣1,500億元至2,500億元的資金流入規模，內地投資者通過南向港股通、QFII、基金互認等方式投資港股的持股總額有望達到港股市場市值總額的15%以上，內地投資

者交易額有望佔香港股票現貨市場成交總額的25%以上。

我們預計，2022年香港股票現貨市場成交總額將達到41.9萬億港元（2019年：21.4萬億港元），2019年至2022年的複合增長率約為25%，香港股票現貨市場成交金額中的17%將來自內地投資者，相比2018年將提高5.3個百分點，內地投資者交易額2019年至2022年的複合增長率約為40%。

我們估測，新經濟公司在香港市場的市值佔比在過去三年內已經由33%上升至45%；我們預計這一比例有望在未來3年至5年間繼續穩步上升到55%甚至更高。

在這一過程中，資金有望持續追捧新經濟成份股票。目前，港交所正就主要是新經濟公司採用的法團實體不同投票權架構、縮短新股上市的招股結算周期、將二級市場互聯互通機制向一級市場推動的「新股通」等議題進一步展開諮詢。

我們認為這些改革提議有利於港交所繼續保持改革動力，繼續保持相對其他交易所的競爭優勢、繼續保持其交易量的增長和投資者的熱情，同時進一步改變港股的交投生態。

# 金融海嘯後經驗 主導當前投資者思維

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

目前看來，似乎多數投資者相當自信，認為他們對於疫情下何謂正常，已經有了正常的評估，他們傾向低貶對疫情失控的可能性，畢竟他們認為他們知道究竟何謂正常，尤其醫學專家和科學家已經重申，病毒變種會出現，而一切只是時間問題，或遲或早，一定會在原有的病毒上有變異，只要有足夠長的時間，讓傳播一代一代的發生，便有此機會。

然而，其實對於所謂正常的事件，並無保證真的正常。從本質上看，病毒變種固然是正常，亦是自然。但問題在於，究竟人類是否能在當今現代化及高度關連的社會中，可以應付得好。封閉經濟活動的壞處，一直都是進一步收緊政策時的局限條件。畢竟，經濟代價如此龐大，一切正常活動都受影響，而且是全球性的規模，無人可以真的支撐很久。際此，投資者有他們的預期，其實是依著來自後金融海嘯時期的新近經濟而塑造的，當時來自寬貨幣手段的貨幣供應主導著風險與回報的計算，資產升值是一定的。事實上，已經有一段長時間，距離某些長期投資於全球股市指數的基金上一次有資金外流，說明了投資者

者心中有著買入後持有，並且逢低吸納的心態。無怪乎，美股只跌個一兩天，便又反彈。

## 冒險心態熱炒比特幣

不難發現，投資者傾向多冒一點風險，以分散於另類的資產類別，有些的確是相對頗為另類的，例如比特幣，或廣義一點說是數字貨幣，以往人們避之則吉，因為對其基本面難以理解，突然它大受歡迎，連帶某些何其保守的投資者，亦得起碼在其風險組合中，略為撇些少份額，亦少量參與，猶如持有深入價外認購期權一樣的效果。

又同樣容易發現的是，即使是很傳統的資產類別，例如股票與債券，也會增加當中風險高的部分，無怪乎新經濟或



人們以往對比特幣避之則吉，因為對其基本面難以理解，但近期該虛擬貨幣突然大受歡迎。 資料圖片

科網巨企以至模仿它們的，都應運而生，無怪乎新興市場的企業債看來吸引，即使所謂較高息背後含意的風險亦明顯存在。

顯而易見，主導著投資世界的，是由對上一次危機，也就是2008年金融海嘯，以及之後多年，一直以來的經驗，來讓投資者形成的理性預期。這個預期解釋了很多的謎團。

## 耶倫提強美元值得留意

目前，若以貨幣政策而言，其中一個有趣的主题，就是在前美聯儲主席耶倫

擔任美國財長，以主導財政政策後，對於貨幣政策有何變化，她大概是唯一曾經或將會擔任過所有美國重要財金職位的人。過去，她不便評論諸如美元趨勢的問題。如今不再。她剛剛便發表了，希望有強美元的言論。當中的玄機，值得留意。一切會否與美聯儲的貨幣政策一致？一切會否意味美元兌其他主要貨幣，跌幅會減弱？所有這些，都是2021年有待探討的問題。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無持有上述股份。) markto@wfgold.com

# I.T退市：潮流淘盡時裝巨企

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

近日，中國「潮流鼻祖」I.T集團的一則公告，讓眾多消費者唏噓不已。該公告中稱集團已同意私募基金CVC Capital Partners通過一筆13億港元的現金交易實現私有化退市。作為香港規模最大的時裝品牌之一，I.T在中國香港及內地曾一直走在潮流的最前沿。自2005年於港交所上市後，I.T集團也經歷了迅速發展的高光時刻。那麼，為何I.T集團會選擇此時私有化？

## 品牌運營曾星光熠熠

I.T集團此次私有化價格為每股3港元，較之前最後交易日的收盤價溢價約55%。從溢價水準來看，CVC Capital Partners對I.T及其所處行業的發展潛力仍具有較高的認可度。隨著新生代發展

成為潮流品牌的主力軍，潮流消費也進入高速增長階段。根據alimama insight發布的《潮流湧動下的追潮眾生與消費洞察》，近兩年內地潮流市場以2倍速度增長，消費人群規模同比增速達到126%。而I.T在品牌運營上也有諸多亮點，無論是在選擇流量明星代言方面，還是在品牌收購與創立上，I.T為擴大品牌影響力上做了功課，也取得了一定的成績。

## 疫市業績遭遇滑鐵盧

既然投資者對I.T集團發展有信心，那麼I.T為何仍要堅持私有化？根據I.T私有化的檔來看，近年來的虧損業績和年初的疫情衝擊或許是為直接的導火索。2017年至2019年2月份，I.T達到了

業績高峰期，2019年會計年度的營業收入增長至88.32億港元，同比增長5.4%。然而隨後的業績開始一路下滑，根據2020年中報顯示，I.T的營業收入下降至27.35億港元，同期減少31.9%，而淨虧損擴大到3.37億港元。

目前I.T集團來自中國香港及中國澳門分部的收入約佔總收入三成，而這兩年由於香港大環境的不穩定，I.T集團在這些地區的銷售亦受到重創；此外，在疫情爆發下，世界各地均分別實施了出行限制政策，致使來港遊客人數大幅減少，亦對I.T集團的銷售帶來不小的影響，2020年中報顯示I.T中國香港及中國澳門分部的營業額減少了50.8%。

同時，對數位化轉型的遲鈍反應或許是壓倒I.T的最後一根稻草。雖然I.T早

在2011年已開始推出電商業務，但官方電商平台和小程式直到2017年後才推出，而電商紅利的浪潮早已褪去。

## 數位化滯後難敵後浪

銷售收入的下滑與高昂的租金和宣傳費最終讓I.T不得不面對自身發展的瓶頸，而私有化能為I.T集團減少必需費用的開支，也為集團未來戰略的部署增加了更多的靈活性。

應當看到，I.T集團之所以最初能在潮流市場中披荊斬棘，憑藉的是對服飾潮流的個性理解。但品牌的快速反覆運算也早已在潮流世界中司空見慣。縱然是像I.T集團發展幾十年的知名品牌，倘若無法及時迎合市場的趨勢，都將被潮流中的後浪追趕直至取代。

# 科技創新助走出疫境

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

今日(25日)是聖誕節，應該是普天同慶的日子，但在新冠疫情肆虐下，全球變得冷清。國際貨幣基金組織早前表示，今年全球經濟將萎縮3%，是自1930年代大蕭條以來最嚴重的經濟衰退。絕大部分國家的實際GDP呈負增長，經濟瀕臨衰退，唯有中國及印度等經濟體仍能保持正向增長。要應對社會新常態、維持經濟正常運作，科技的應用自不可少。在封關封城、減少人群聚集的情況下，網上展銷亦乘勢而起，例如廠商會一年一度的盛事工展會今年便以網上形式進行。

環球經濟表現欠佳，當然亦會影響就業，當中旅遊業、航空業、酒店業及零售業無疑首當其衝，其他行業亦無一倖免。今年6月底的研究數據顯示，在疫境最為嚴峻的美國，全國失業人口比例由2019年的3.7%飆升至2020年的10.4%。在歐洲，深受疫境打擊的意大利及法國情況更為惡劣，本年度失業率分別增至12.7%及10.4%，令人憂慮。在就業情況一向良好的香港，最新失業率升至6.4%，創近16年來新高，失業大軍逼近26萬人。

## 把握網上經濟大興浪頭

這場世紀疫境不但造成眾多人命及財政損失，長遠來說亦徹底改變了人類的生活模式。疫情下出現新常態，各類數碼、醫療及金融科技等迅速冒起，人們的消費、工作及娛樂等模式亦出現變化，線上營銷必定會成為主流銷售渠道之一。廠商若能把握機會，好好發展線上商店及相關支援服務，待疫境後繼續善用線上及線下的銷售模式，雙管齊下，想必能為業務發展注入新動力。

同時，與其坐困愁城，抱著被動心態，等待病毒消失後一切回復正常，不如運用創意另闢新徑，緊貼潮流科技以開創新商機，而為期一個月的網上工展會便是一例。為遵守政府的防疫規定，本年度的工展會移師網上舉行，讓市民大眾安坐家中，仍能飽覽環球美食，選購各國商品。

## 網上工展會分六大展區

網上工展會分為六大展區，涵蓋名牌、生活、飲食、美容、保健等各個範疇，務求讓市民即使無法親身參與，仍能擁有一個別具價值的虛擬體驗，參展商亦能藉機推銷產品，爭取生意機會。

放眼未來，疫情的威脅仍會持續一段時間，各界應該積極借助科技力量，好好裝備自己，尋找新商機，在後疫境時代創出一片天。



廠商會一年一度的盛事工展會今年以網上形式進行。 資料圖片

# 新五年規劃推動中國轉型至「優質」增長

車強 中國平安資產管理(香港)基金經理

我們認為，隨著世界各地發放有效的新冠病毒(Covid-19)疫苗，全球經濟在2021年將加快復甦，特別是已發展國家。中國今年的復甦步伐領先其他國家，但我們認為，一旦疫苗開始減低疫情的影響，其他地區亦有望迅速復甦。至今，中國的強勁復甦主要由出口、消費及投資帶動。隨着世界其他地區開始追上，中國的出口額或開始放緩。然而，這是由於早前出口基數上升所致。我們認為中國消費將持續增長，但我們預期，踏入2021年，消費增長將轉向服務業，私營製造業消費亦會有所上升。

我們繼續看好中國經濟：中國的經濟發展步入正軌，由高速增長的目標轉型至優質增

長，並過渡至更為可持續的增長模式。

## 持續向優質增長轉型

在中共第十九屆五中全會中，官方概述了中國的五年規劃及其2021至2035年的長遠目標。計劃的細節將在2021年公布，其主要涵蓋範疇包括：1)進一步實施更大範圍的對外開放，吸引投資；2)加快數碼化，持續提升在價值鏈的位置；3)推動科技地方化，增加創新基建；4)通過內循環減輕人口老化的影響；5)實施「城市化2.0」，重點推行地區融合；6)聚焦綠色及環保發展。

我們認為，五年規劃有助中國提高生產力，長遠而言能讓中國避免跌入中產陷阱。

短期而言，由於中國經濟強勁復甦，我們預期貨幣及財政政策將回復正常，勞工市場亦將在明年全面復甦。因此，按年信貸增長將會放緩。

## A股及港股前景理想

中國股票方面，今年的「新經濟」及「舊經濟」股的估值出現了明顯分歧。新冠病毒疫情重挫多間公司的盈利，市場由氣氛而非基本因素帶動，並受寬鬆政策支持。雖然我們相信中國股市依然吸引，特別是香港股市，但我們認為，投資者在2021年將把目光放在企業盈利復甦之上。

長遠而言，我們的主要投資主題源於中國

的五年規劃，把重點放在「消費升級」之上，即對優質及價格較高的貨品及服務的需求增長，特別是低線城市的收入水平開始上升。我們亦會重點關注創新領域，因其有助提高生產力以應對人口老化。行業方面，我們繼續看好消費行業。短期而言，我們亦看好服務業，特別是休閒及旅遊股——隨着疫情的影響開始消退，我們認為服務業盈利將持續改善。

我們亦看好科技、媒體及通訊股，尤其是這些領域受5G及自動化的強大內需帶動。最後，我們認為醫療改革將持續為醫療保健業帶來龐大的長期機遇。

雖然我們看好中國股票在2021年的前景，但我們必須繼續審慎注意風險。中美關係是中國最大的持續不利因素之一。兩國將繼續在多方面直接競爭，特別是在科技、安全及金融等領域。

## 審慎注意持續不利因素

我們相信，拜登(Biden)執政後，貿易戰升級的可能不大，但與此同時，我們並不預期新政府將解除特朗普政府對多間公司實施的制裁。美國大選結果短期利好市場氣氛，但同時意味外交政策計劃的不確定性將會增加，尤其是最近亞太多國簽訂的區域全面經濟夥伴關係協定(RCEP)將會影響外交政策。

與此同時，由於貿易關稅的風險降低，我們預期人民幣將維持較強走勢，而人民幣國際化的計劃將是吸引外資的重點之一。

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。