

香港市場引入SPAC 機制值得關注

龐溟 經濟學博士、華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

9月17日，港交所刊發諮詢文件，就推行特殊目的收購公司(SPAC)上市機制徵詢市場意見。此前，新加坡證券交易所已於9月2日正式發布SPAC主板上市規則，成為繼韓國和馬來西亞後亞洲第三個引入SPAC機制的證券市場。10月6日，行政長官林鄭月娥也在2021年施政報告中提出支持在香港設立SPAC上市制度。

SPAC是一種無實際營運業務的空殼公司，其成立的唯一目的是在上市後一段預設期限內用籌措的資金收購一家具有發展前景的非上市公司(SPAC併購目標)的業務，以實現後者的融資與上市。若併購成功，初始股東可以選擇繼續持有或贖回；若併購失敗，SPAC破產清算，資金返還至初始股東。

SPAC上市個案急升

近年來，由於美聯儲寬鬆貨幣政策導致市場流動性充足，市場對高科技企業存在高溢價估值和快速上市需求，通過需時短、成本低、披露信息有限的SPAC形式

在美上市的企業數量急劇增加，其上市宗數和總募資額從2018年的46宗和108億美元激增至2020年的248宗和828億美元，佔2020年美股IPO市場近45%的比重。今年第一季度，SPAC在美IPO的數量更是高達308宗，超過同期傳統IPO數量(98宗)。

不過，SPAC潛在的合規風險引起了部分投資者的質疑和監管機構的注意。

港交所方案有吸引力

今年4月，美國證監會發布針對SPAC的新會計指南，導致美國資本市場SPAC上市有所降溫。9月6日，中國證監會主席易會滿在出席第60屆世界交易所聯合會會員大會時也表示，近兩年部分境外市場通過SPAC模式的上市融資活動大幅增加，還出現了直接上市等新型上市方式，對傳統的IPO模式形成了顛覆性挑戰。可以說，主要市場監管機構和交易所如何對待SPAC機制，必須引起香港市場投資者和監管機構的關注和重視。

在筆者看來，新交所發布的SPAC主板上市規則沿用了美國對SPAC的監管標準和上市框架，但上市門檻(1.5億新幣)略高於紐交所(1億美元)和納斯達克(5,000萬美元)的最低市值要求。新交所推出相關政策，是為了吸引更多東南亞和中國內地孵化的獨角獸企業赴新加坡融資，但東南亞此類企業數量、估值等普遍不及中國同業，考慮到新交所自身的交易活躍程度，對中國企業的吸引力也並不大。

筆者認為，港交所的SPAC諮詢文件较好地平衡了拓展新業務的要求和保護投資者利益之間的關係，例如：SPAC證券將僅限專業投資者認購和買賣，SPAC發起人為證監會持牌公司並持有至少10%發起人股份，繼承公司須符合包括最低市值規定及財務資格測試在內的所有新上市規定，獨立第三方投資須佔繼承公司預期市值的至少15%至25%，等等。與新交所相比，港交所的諮詢文件對發起人資格和認購比例、投資者資格、集資規模要求(10億港元以上)、交易通過的投票表決要求

等方面設定了更高的標準，而在公布交易方案(24個月)和完成交易(36個月)等方面則更具靈活性。

總的來說，港交所的SPAC諮詢文件和市場預期以及業界實踐慣例均較為一致，有望與其他主要交易所形成有效競爭，吸引更多來自東南亞地區的公司以及大中華區的公司赴港上市。相比新加坡，港交所已成為中資企業境外上市的重要目的地，香港和內地的監管機構溝通也更為順暢，所以香港引入SPAC上市制度更值得期待。

須考慮內地監管要求

值得注意的是，SPAC是在傳統IPO之外讓企業上市融資的一條捷徑，並不完全符合東亞地區一貫的監管文化。目前，中國證監會正在全面推行註冊制改革，在進一步便利企業上市的時候，又強化了對「後門上市」、「借殼上市」的監管。若A股市場引進SPAC機制，需要提前對投資者釋疑SPAC機制如何平衡拓展新業務的要求和保護投資者利益之間的關係，需要

修改涉及到的相關法律法規，需要銜接當前全面推行的註冊制改革大方向並有待進一步跟蹤和研究其他市場是否具備條件的表述，總體來看還需要相當長的一段時間。此外，內地企業和投行更熟悉傳統IPO，對SPAC的需求也並不強烈。企業如尋求SPAC途徑在A股市場上市，也與監管要求提升企業質量、IPO透明度的方向不一致。

筆者認為，港交所未來對SPAC機制的修訂與定稿可能會更多地兼顧原則性和靈活性，應該會考慮到中國內地相關監管部門和行業主管部門的立場和意見，以及內地對企業赴海外上市細則的修訂情況。筆者建議，在海外上市新規和信息安全新規要求下，內地消費類、醫療健康行業、互聯網和信息服務行業中細分市場下行業領導力較強、留存感性數據較少、主要由非人民幣基金搭建、核心團隊對境外投資者而言較有競爭力的公司，可以密切關注港交所SPAC諮詢文件的修訂、定稿以及其他市場和監管機構的動向。

疫情後通脹預期 幫了美聯儲一把

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

整體市場情緒仍受制於同一組的悲觀因素。暫時而言，多數投資者傾向採取避險態度。最具主導性的因素，亦是貫穿各組資產類別的，便是投資者預期，在2021年2月起，由滯後的需求，以及對於大宗商品或原材料的引伸需求帶動的通脹預期，既已逐漸形成反映，美聯儲的貨幣政策將有變化。

嚴格來說，上述的物價漲升，雖然跨越多種貨物或服務，但只不過是打從去年起的疫情後，將有V型經濟反彈的自然後果。換言之，上述物價變動，其實是相關貨物或服務的供求情況有變，自然而然帶來的相對價格變化，包括由社交隔離和旅遊限制帶來的重大改變。

這一點解釋了，何以美聯儲並不如外界的經濟師或市場預測者一樣擔心通脹。作為央行，美聯儲雖然有兩重任務，但就以貨幣政策最為有力，而通脹由始至終在不同時空都是貨幣政策的現象。假如物價水平的變化不是出於貨幣政策之變，則央行決策者較少擔心。

資產價格上望空間受限

話雖如此，美聯儲仍然要與市場參與者合作，共同創造出對未來行動的穩定

預期的均衡狀態，以便確保一切運作順利。故此，考慮到經濟數據不俗，尤其通脹數據，如今有短期加息，以至稍後有減買債作為退市開始等策略，可謂合適的回應。雖然，這樣一來，便影響了所有資產類別，在短期的上望空間一定受限。

值得一提的是，同樣關乎美聯儲，對於現任主席是否會被再度提名為主席，外界有不同爭議，尤其近來有關於聯儲局內的官員的交易行為，令大眾頗為失望。然而，即使如此，對於美聯儲之後的行動，卻無需要太擔心。

很難再有完美離場時機

事實上，真正很長遠而言，作為央行的美聯儲，似乎把其在危機時作為最後借貸人的角色，非常認真地對待。之前曾經試過成功救災，之後自然有很多危機陸續有來。理由有兩個。首先，美聯



● 疫情下，各國經濟出現大跌後復甦走勢，終帶來物價上漲，產生了美聯儲等待多時的通脹預期，令美聯儲可嘗試退市。

儲在過去十多年，給出一個訊號，就是道德風險是可以接受的。公，我贏；字，你輸。因為美聯儲不斷的拯救，市場中人都被訓練至有此心態，才算是適應遊戲規則。

第二個理由較細緻。之前多次的寬寬，加上一眾非常時期的非常手段，累積起來的效果不容小覷，如今已變得很難再有完美的時機去真正離場。只消減持少許，甚至只是把買資產的速度略為

放慢，便可能甚至真的迫使泡沫爆破，或起碼把多數資產類別的估值洩氣掉，自今年2月，便是這樣一回事。

好消息是，疫情幫忙形成了一次過山車，經濟的V型反彈，終帶來物價上漲，即使這並非真正由貨幣政策引導的普遍持續物價上升，但起碼幫美聯儲產生等待多時的通脹預期，幫它來嘗試加息，幫它退市。即使鮑威爾不獲提名，這大方向亦不變。

因此，「近鄰收購」可能會成為亞洲、歐洲、非洲和美洲的經濟特式。選擇服務區內的金融服務、基建或消費品，將會推動區域化的形成。另外，區域化也可能有政治動機，例如用以確保關鍵商品的供應，或科技和通訊的協作能力。

在過去20年裏，我們一直活在輕鬆獲利的環境裏，企業能以相對低的成本融資。未來十年這情況雖或持續，但我們不應視之為理所當然。融資靈活性是我們一直以來的選股先決條件。在過去十年，融資靈活性這項投資政策未有獲得強勁認購或上佳回報，但我們並不會因而放鬆警惕。

疫情退助通關 買家湧入市

廖偉強 利嘉閣地產總裁

近期，市場上確實有部份香港人因擔心內地的政策會嚴重影響本港樓市，導致部分原先心急入市的買家，目前亦轉而採取保守觀望的態度，因為害怕香港的樓價有機會大幅度地回落。但偏偏相反的是，最近部分買家入市的態度積極正面，完全沒有擔心內地政策的連鎖反應，會帶來影響香港房地產的後遺症。

縱觀全球在新冠疫情的影響之下，再加上中美兩國之間關係的惡化，令到很多產品的生產成本紛紛上升，環球性的高通脹相信短時間內很難下跌，各個國家央行可謂要「焗住收水」，現時息口上升的趨勢正在形成當中。再者，由於中國政府最近加強監管各行各業，中國很多企業備受打擊，連帶外國的投資者態度亦漸趨審慎，引起的連鎖性反應難免影響本港的市場氣氛，受影響之下香港的股票市場近期亦非常波動，即使香港部分的行業已在漸漸復甦中，但是整體的大環境仍然是不理想。

利好利淡因素並存

雖然面臨上述不利因素，但是另一邊廂，正面消息亦同時交替有利市場氣氛。香港經歷這兩至三年的變化，反修例的社會運動經過整頓之後，再加上實施香港國安法的定海神針之下，香港目前的政治環境及風氣尚算安穩。而在疫情肆虐之下，香港亦尚算是福地。

雖然暫時內地與香港兩地仍然未能順利通關，但是香港的疫情持續減退，確實預期能夠在短時間內有機會實行到通關，再加上香港推出的「回港易」及「來港易」計劃，令到兩地之間不論是人流抑或物流的滾動速度均得以加快，有助增加香港的經濟循環。

正正因為香港的疫情受到控制，本地零確診的個案已經是長時間的市場利好消息，政府的消費券亦推出超過兩個月，成功刺激本港市民的消费意慾，特別帶旺了很多零售及飲食行業，為市場注入動力外，亦有助經濟恢復活力，香港經濟的內循環真的做得相當成功。

短期變化實不足為奇

事實上，房地產行業經常都會受到市場上的好消息與壞消息交替的影響，短期的變化確實經常會出現，實不足為奇。但是筆者始終認為，由於香港地少人多，在土地供應長期短缺的情況下，再加上香港素來擁有自由及國際之都的美譽，要在短時間內改變香港金融及地產的地位，相信絕對不容易會出現，而長遠而言，香港的房地產仍然是首屈一指，前景非常優厚。

成熟市場和新興市場界線漸變模糊

Alastair Reynolds 馬丁利全球新興市場策略投資組合經理

儘管在成熟經濟體中，與氣候相關的議題日益受到關注，但許多新興市場卻不一樣，而新興市場企業早已習慣應對嚴酷的極端氣候。就馬丁利的新興市場策略而言，氣候變化是目前強勁的浪潮，對我們有最深遠影響。面對每家我們考慮投資的公司，我們也會表明氣候變化的影響，可見這個議題有多重要。

隨著經濟走向脫碳模式，我們成為了電動車及電池行業的投資先驅。脫碳模式也影響了我們在採礦業方面的投資，

特別是銅，因為在電氣化的趨勢下，銅是必需的原材料，用以滿足我們的能源需要。儘管我們對電力的前景抱樂觀態度，但我們一直沒有持有傳統的化石燃料發電投資，因為我們認為這類資產將受制於監管和成本競爭而陷入困境。

可再生能源解決方案的增長也相當矚目，新興市場企業已自視為市場的主要參與者。我們預計這些行業的需求將繼續增長，並相信中國將成為可再生能源製造業的全球領導者。

亞洲仍是最具活力地區

在過去50年的大部分時間內，全球化確實是新興市場經濟體的一大福音，但展望未來，相比起全球化，筆者預計區域貿易模式更能決定新興市場企業的命運。短期而言，區域貿易模式可能是泛亞經濟體的最強力量，而筆者預計亞洲仍將是全球最具活力的地區。區域貿易模式也可能改變企業的併購偏好，由全球擴張轉為在區域內建立主導地位。

施政報告定下香港長遠發展規劃藍圖

史立德 香港中華廠商聯合會會長

行政長官林鄭月娥本週三(6日)發表新一份施政報告，提出建設「北部都會區」，加快土地和房屋供應，致力壓縮土地開發流程，以及重組政府架構，加強投入創科發展，推動及鞏固香港國際金融中心地位等，值得支持，不單配合國家「十四五」規劃賦予香港的角色，定下長遠發展規劃藍圖，以融入國家發展大局，更提升產業競爭力，把握發展形勢。

香港有超過700萬人口，雖然面積約1,100平方公里，但只有25%土地已發展，其餘75%的土地仍保留較自然的面貌，其中41.6%屬郊野公園，因此香港一直面對土地不足的掣肘。

「北部都會區」激發邊境潛力

今次施政報告提出建設香港北部成為宜居宜業宜遊的都會區，有助優化香港的空間布局，更可以有效地增加土地供應，為

本港產業的多元發展締造機遇和條件。

現時，在深圳與香港的邊境交界，深圳方面繁榮興盛，滿布商業建築及高尚住宅，反觀香港一方，則樹林密布及比較荒涼。而建設北部都會區，不但可以進一步完善整個港深形勢，發揮優勢互補、激發邊境經濟的潛力，幫助香港在粵港澳大灣區的發展及融入國家發展大局。

業界期待共商「再工業化」

另一方面，施政報告提出重組政府架構，擴大創新及科技局為創新科技及工業局，以改變香港「工業式微」的觀感，並凸顯由創科推動本港「再工業化」的發展，作為業界一員，當然深表歡迎。

香港要推動「再工業化」，政府的支援必不可少。事實上，「再工業化」少不了科技的投入，而本港的創科發展亟需在商品化和產業化上「再下一城」，特別是應

聚焦於「科研後，量產前」的關鍵性環節。今次將創新及科技局擴大為創新科技及工業局，工作的配合自然更加理想。

筆者在之前的文章曾經提出，香港的「再工業化」發展，需要政府在5個層面予以支援，包括：制定前瞻性「再工業化」政策、構建全方位支援體系、提供多角度投資誘因、優化諮詢委員會角色及加大政策覆蓋範圍。

有關工作即使不是一蹴而就，不過業界人士亦熱切期待，與創新科技及工業局會面，共商未來「再工業化」的進程，為香港成為先進製造業奠定根基。

各界是時候齊心協力

最後，正如施政報告所言，明年是香港回歸25周年，是《基本法》保證「五十年不變」的中途站，開啟「一國兩制」的下半場。



過去25年，香港蹉跎不少歲月，所謂「不進則退，慢進也是退」，社會各界是時候齊心協力，為香港再創輝煌。

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。