



經濟觀察家



江南曉望

2019年7月22日，科創板首批25家公司正式在上海證券交易所掛牌上市交易，標誌中國資本市場發展進入新階段。科創板進行多項突破性改革，不僅能夠針對科技創新企業的發展階段特徵更好地滿足其直接融資需求，而且大舉創新進行增量改革，在滿足科技創新企業發展需要的同時有助於提高資本市場的包容性，對完善資本市場基礎制度，構建多層次資本市場體系起到了創新示範作用。

中銀國際首席執行官 李彤



▶科創板增強中國資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，重塑中國經濟增長的引擎

# 科創板開啟新機遇 中概股回流潮可期

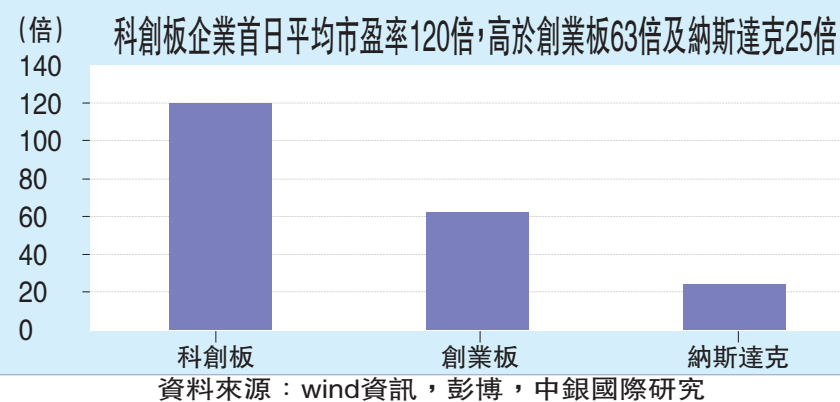
科創板開板首日，投資者熱情高漲，成交活躍。首批上市的25隻股票集體大漲，平均漲幅約140%，最高漲幅超過400%，最低漲幅也有84%。成交量及換手率方面，25家公司成交額合計約485億元（人民幣，下同），平均換手率約78%，最高的換手率超過86%。首批上市的25家科創板公司主要分布在北京、長三角、珠三角等經濟發達地區，經營業務以高端製造業居多，包含9家計算機、通信和其他電子設備製造業企業和8家專用設備製造業企業。

## 估值顯著高於主板

科創板首批25家公司發行市盈率明顯高於A股其他板塊新股。目前，A股其他板塊公司發行市盈率不得超過23倍，並且不能超過同行業平均市盈率，而科創板公司採用市場化上市定價方式，發行價不設限制，建立以機構投資者為主的詢價、定價、配售機制。數據顯示，科創板首批25家公司的平均發行市盈率为49.2倍，最高的為170.8倍，最低的為18.2倍，顯著高於A股其他板塊新股。據測算，科創板首批25家公司的實際募資金額合計370.17億元，預期募資金額為310.89億元。在科創板首批25家公司中，有21家公司實現超募，其中2家公司的超募率超過100%，6家公司的超募率在50%至100%之間，7家公司的超募率在20%至49%之間。

科創板公司具有高成长性、高風險性、高回報性，如何對科創板公司進行合理估值成為資本市場的一個難題，疊加科創板板塊交易限制有所放寬，科創板股票波動幅度或將加大，投資者應重點研判科創板公司的長期投資價值。科創板股票漲跌幅限制比A股其他板塊有所擴大。對於A股其他板塊股票，上市首日漲跌幅限制分別分為兩檔，每次20%為限，第二個交易日開始漲跌幅限制為10%；對於科創板股票，上市前五個交易日不設漲跌幅限制，第六個交易日開始漲跌幅限制為20%。科創板投資門檻較高，科創板個人投資者需滿足資產不少於50萬元、交易經驗滿兩年的適當性要求。目前符合適當性要求的投資者戶數約有3.2萬戶，佔現有A股市場全部投資者的26%。

科創板設定多元包容的上市條件，允許符合相關要求的特殊股權結構企業和紅籌企業在科創板上市，取消了企業必須盈利才能上市的要求。科創板採用以市值為核心的五套差異化上市指標，包括「市值—淨利潤—收入」



標準、「市值—收入—研發投入」標準、「市值—收入—現金流」標準、「市值—收入」標準和「市值—技術優勢」標準。

大力發展科創板市場將推動科創企業和資本市場有效對接。中國經濟平穩轉型需依賴結構化改革和科技創新，資本市場需要適應經濟創新發展的需求，擴展其市場融資能力，為處在不同發展階段的科技創新企業提供相應的資本市場服務。科創板的設立對原有的資本市場制度做了進一步的改良和完善，有助於增強中國內地資本市場對科創企業的吸引力，更好地解決科創企業的融資問題。科創板的定位是堅持面向世界科技前沿、面向經濟主戰場、面向國家重大需求，主要服務於符合國家戰略、擁有關鍵核心技術、科技創新能力突出、市場認可度高的科技創新企業。新一代信息技術及高端裝備業成為目前科創板申請企業的主力軍。截至2019年7月22日，科創板已受理149家企業的上市申請，根據證監會行業分類，其中，計算機、通信和其他電子設備製造業，專用設備製造業和軟件和信息技術服務業的申報企業數量較多，分別為29、28及27家，分別佔總受理企業的19.5%、18.8%和18.1%。

## 港股市場不可替代

科創板的設立還有望與香港資本市場遙相呼應，推動兩地資本市場長期保持良性的競合關係。筆者認為，在短期內，科創板雖然在吸引科創企業上市資源方面與港交所存在一定競爭，但香港資本市場作為向中資企業提供海外融資的優質平台，具有不可取代的獨特優勢。港交所於2018年就進行了上市規則變革，旨在吸引優質科技企業，解決創新型、成長型企業的長期融資問題。

港交所上市制度改革推動內地大量新經濟企業2018年赴港上市，進一步鞏固了香港在全球資本市場中的領先地位

按照港交所及Dealogic數據統計，在2018年IPO募資金額方面，香港重新奪回世界第一寶座，募資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募資金額的排名中，香港有第六次位列世界第一；在2018年IPO募資金額最高的十家上市公司中，新經濟公司佔了六家，其中包括兩家同股不同權的新經濟公司和一家暫時沒有收益的生物科技公司。此外，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養體系。筆者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，香港資本市場將繼續充當內地與外部的「超級聯繫人」。

當前中國經濟正處在轉型升級的關鍵期，同時由於國際環境更趨複雜多變，中美貿易摩擦不確定性較高，中國經濟發展面臨的外部挑戰上升。中國需要加快經濟結構調整和產業優化升級，加速從勞動密集型產業轉向技術和人力資本密集型產業，未來科學技術將越來越多的推動經濟社會發展，創新驅動是大勢所趨。中國企業需要提升研發創新能力，提高產品科技含量和產品質量，在重要領域和關鍵環節建立自主化的產業鏈體系，推動自主品牌的崛起。科技創新的發展離不開資本市場的資金支持和金融服務。在首批上市的25家科創板企業中，就有23家企業背後得到了私募基金約128億元左右的資本金投資。

未來資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位將日益凸顯。科創板肩負着服務中國科技創新和推動資本市場改革的重要職責。科創板的設立將增強中國資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，有

# 人行籌備數字貨幣的挑戰

香港國際新經濟研究院高級研究員 付鏡



鏈能講堂

8月2日，在中國人民銀行2019年下半年工作電視會議傳達了「加快推進我國法定數字貨幣（DC/EP）研發步伐，跟蹤研究國內外虛擬貨幣發展趨勢，繼續加強互聯網金融風險整治」的信號。此前，人行研究局局長王信曾透露，國務院已正式批准央行數字貨幣的研發，目前央行成立了數字貨幣研究所，正在組織市場機構從事相應工作。

中國央行原行長周小川在《信息科技與金融政策的相互作用》一文中透露，人民銀行推動的DC/EP（數字貨幣/電子支付）的設計思路包括：既要支持科技的發展，又要防止出問題，不應預先選定某個技術，而是要依靠分布式研發、市場競爭，尊重市場的選擇。既包括以帳戶為基礎的電子支付渠道上的改進、掃碼支付之類移動支付，也包括區塊鏈和分布式帳本（DLT）類加密數字貨幣系統；有些不同體系的技術可能會並行發展，可以鼓勵多家協同發展和快捷切換，但主要是發揮市場積極性。筆者認為人行法定數字貨幣的研發宗旨，應該為創新貨幣發行、流通和調控方式，從而有效提高數字經濟交易效率，降低數字經濟交易成本。不過，人行推出數字貨幣也面臨不少困難。首先，中國區塊鏈技術的優勢和制度的落後形成了鮮明的對照。不過，中國對數字貨幣的相關制度不必人云亦云、盲目跟風，可以想清楚、看明白了再做。要堅持金融服務

實體經濟，處理好創新與監管的關係。要認清金融的本源，堅持實質重於形式，穿過現象看本質。對於金融科技業務應該堅持內外資一視同仁，堅持持牌監管和功能監管。唯有如此，方可實現制度的「後發優勢」。

## 洗錢行為難杜絕

其次，人民幣資本項下不能自由流動。根據蒙代爾不可能三角，貨幣政策獨立性、固定匯率和資本自由流動無法完全實現。對中國而言，目前資本項目還未完全開放、人民幣國際化仍在進程中。數字貨幣加密性質和點對點支付能夠繞過資本管制，削弱跨境資金監管的有效性，同時也加劇資本跨境流動帶來的衝擊。在搭建數字貨幣方面，港幣經驗可供參考。除了足額美元支持，香港外匯儲備也很充足，2019年5月外匯儲備是基礎貨幣的兩倍還多。這些資產支持和儲備主要在港元走弱時發揮作用，能夠保證香港金融管理局（HKMA）有足額的外匯買入港元。這能讓市場相信，HKMA有足夠能力抵禦貨幣投機，管理資本流動。事實上，香港聯繫匯率制經受住了數次危機考驗。

再次，杜絕利用數字貨幣進行違法犯罪面臨較大挑戰。數字貨幣以其匿名性而成為了洗錢、詐騙和龐氏騙局的天然應用場景。此外，未來企業或通過數字貨幣進行融資。此舉在降低融資門檻，提升全球資本配置效率的同時，置身監管之外使項目魚龍混雜、良莠不齊，或破壞正常金融秩序，惡意炒作代幣甚至會引發系統性金融風險。

# 香港樓市危與機

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

局勢混亂，樓市何去何從？筆者想就短線、中線及長線的樓市變化都作一個報道及推演：

短線來說，現在樓市的而且確是面對價格下跌時期的，下跌原因當然與市場因素無關，但是人心惶惶會不影響樓市？最佳的例子就是嘉湖山莊兩房單位開始陸續增加400多萬及三房單位有500多萬的放盤及成交。近日，筆者公司成交了一間485萬兩房單位，恢復到了今年年頭的價格，整體放盤價都出現了價格向下的調整，樓市短線下跌的情況出現了，所以筆者在較早時間發文就不認同有些人認為「買樓贏硬」的觀點，樓市向上的結構因素雖然仍在，但是「贏硬」並不等於「無得輸」。筆者指出政治正正是沒有數據而且影響力最大的因數，今次不幸言中了。

不過，筆者認為影響的只是短中期，樓市如果在社會紛爭完結了之後，相信會上升得很快，因為聚積了更多購買力，最重要的是供求沒有向下因素的出現。

## 本輪調整5%至15%

跟着我們要看一看中線，中期來說，其實仍然向好的，今年首五個月一手私人住宅的動工量是2192伙，對

比去年同期的7427伙大幅度減少70%。同時落成量是3863伙，對比去年同期的5180伙減少了25.4%。至於批預售樓花的住宅數量是9979伙，跌穿萬伙的水平，對比2018年8月（2016年來高位）的1.681萬伙，減少41%。即是說，發展商已經為中期做好了改變。筆者認為樓市在短期可能跌的幅度不會超過微調，縱使在樓市最樂觀的旺市，一直也提醒準買家入市要預算樓價下跌兩成的心理準備，這預算其實是足以應付到今天的情況，筆者預計現在在大概要調整5-15%左右，在乎什麼市場和什麼板塊的房地產。

至於長遠來說，因素仍然是不錯的。自2017年以來美國開始縮表以來，美國雖然縮表6766億美元，但其他三大央行包括中國、日本和歐洲共擴表11089億美元，是美國縮表額的1.6倍。而踏入2019年8月份，美國亦結束了貨幣緊縮政策，同時開始減息四分之一厘。摩根士丹利預料歐洲今年第四季起重啟寬量寬鬆，歐洲央行官員Philip Lane亦透露口風表示可以採取進一步的寬鬆貨幣政策。日本銀行總裁黑田東彥在7月30日表示貨幣寬鬆將變得更加積極。反映各國展開寬量寬鬆的局面，在這情況下筆者認為香港長遠是面對另一次環球量化貨幣潮，很大機會再維持五至十年或以上。

利於中國企業加大科技創新投入，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，重塑中國經濟增長的引擎。由於美國資本市場具有先進成熟的內部分層機制和務實靈活的上市標準，過去十幾年中國大量科技互聯網公司都選擇赴美國納斯達克市場上市。但在上交所科創板設立以及港交所上市規則重大變革的推動下，疊加世界格局大變革加速，預計部分在美上市的優質中概股或將回歸內地及香港資本市場，而後繼續計劃赴美上市的內地科創公司也可能重新考慮選擇在內地和

香港股票市場上市。科創板在為科創企業提供長期融資支持的同時，也為投資者增加了新的投資機遇，令投資者可以分享優質科技創新企業的發展紅利。行業板塊方面，科創板將重點支持新一代信息技術、高端裝備、新材料、新能源、節能環保以及生物醫藥等高新技術產業和戰略性新興產業，推動互聯網、大數據、雲計算、人工智能和製造業深度融合。建議中長期重點關注相關行業龍頭公司的投資機會。