

內地創新企來港上市 提升公司價值



智駕前沿 張海洲

智能駕駛行業從業者

知行汽車科技（簡稱「知行科技」）12月20日在港交所主板掛牌上市，成為「港股自動駕駛第一股」，可謂是內地智能汽車行業近期最有趣的事情。

該公司成立於2016年，是自動駕駛解決方案提供商，主要產品是域控制器。這是當下電動、智能汽車的關鍵零部件，可以理解為汽車實現自動駕駛的「大腦」。

「智能駕駛」是一個比自動駕駛更大的概念，它包括自動駕駛和高級輔助駕駛，內地產業鏈上的主要玩家包括造車新勢力和傳統車企、類似知行的諸多軟硬件解決方案科技公司，和一些智能駕駛需要用的新型零部件供應商等。知行的上市僅是內地智能汽車產業鏈走向香港資本市場的第一步。

12月21日，由吉利控股集團董事長李書福及其旗下公司控股的星紀魅族集團，被爆計劃最快2024年第二季度赴港上市。官網顯示，星紀魅族是一家跨界的智能終端平台公司，其業務涉及的範圍包括智能電動汽車、智能手機、XR技術、自研操作系統等。

另外，總部位於深圳的激光雷達企業速騰聚創也極有可能在香港上市。作為從業者，筆者還知道產業鏈上一些其他公司，也在認真研究香港IPO這一選擇。

簡而言之，對於內地智能駕駛產業鏈企業來講，赴港上市已經從幾年前的幾乎不考慮變成現實的選擇。為什麼會出現這樣的變化？港股對這批企業到底提供了什麼樣的價值？

一個常見的說法是港股由於監管較鬆、流程更透明可控，因此對於這批公司來說是一個可以快速實現IPO、從而對投資者有所交代較容易選擇，哪怕估值偏低且市值不一定好看。但經過與產業鏈企業和港股投資者的交流後，筆者認為這樣的說法是片面的。正在經歷投資者結構性調整和估值體系重構的香港資本市場，可以對這批智能汽車產業鏈公司提供長遠的價值。

首先，港股確實是比納斯達克、內地市場更容易的選擇。美股曾是中國智能駕駛產業鏈公司海外上市首選，因為估值更高、投資者更看重長遠技術價值，但由政治和監管原因，赴美國IPO

變得比過去更困難。

而內地股市由於監管嚴、流程比港股更不可控，且科创板今年夏天對企業利潤提出了新要求，上市變得比以往困難，導致許多科技公司處於觀望狀態。但企業選擇香港絕不僅僅因為更容易實現IPO，香港有着自己獨特的優勢。

香港市場近年正在經歷投資者結構調整，隨之而來的是估值體系的重構。換句話說，隨着外資撤離，中資湧入和佔比提升，企業IPO估值決定權也在變化。前段時間一家智能汽車零部件供應商赴港進行Pre-IPO融資時，就接觸了不少來自內地的資本。

香港資本市場的整體定位也在發生變化。過去以地產、銀行為主的「舊經濟」，正在把「領土」讓給包括內地IT公司、未有盈利的醫藥企業等新勢力。與以往相比，現在的香港對於內地民營創新企業來說是一個更友好的市場。

以上雙重因素疊加，未來港股投資者對包括智能駕駛產業鏈企業在內的中國科技公司給出的估值可能會提升。

吸引東盟中東等海外投資者

另外，香港市場較內地仍有更多外資，特別是非美國投資者。在美國資本投資中國智能駕駛產業鏈公司受限的情況下，其他海外投資者（例如來自中東的資金）對這些企業表現出了濃厚的興趣，並拿出了實際行動。短短一兩年內，包括蔚來、高合、文遠知行、小馬智行在內的造車新勢力和自動駕駛科技公司都紛紛拿到來自中東的大筆投資。文遠知行的自動駕駛小巴更獲得新加坡和阿聯酋的自動駕駛牌照。

選擇香港IPO對於內地智能駕駛產業鏈公司來說，無疑更容易獲得海外投資者的關注和青睞，這也是香港市場的優勢之一。

在「自動駕駛第一股」知行科技之前，港股從2021年中起便已經吸引了包括小鵬、理想、蔚來在內的內地智能、新能源汽車新勢力代表企業來投，紛紛繼美股後在港再次上市。

儘管他們在港的表現和目前的大盤一樣不盡如人意，但隨着投資者結構、估值體系的重構，加之香港這一亞洲老牌金融中心對亞洲等外資一直以來的吸引力，期待愈來愈多的智能駕駛產業鏈企業來港IPO後，整體表現得以提升。更希望無論是投資者、企業，還是關注這一趨勢的人，都認識到香港資本市場能給中國智能汽車行業提供的真正價值。

樓市有望好轉 明年料價量齊升



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁（港澳）

2023年已步入尾聲，回顧過去一年，年初通關的喜訊，一度令樓市價量齊升，但隨後市場充斥負面消息，樓市反彈力每況愈下，拖累樓市步入整固。自從施政報告公布「減辣」措施後，整體樓市氛圍漸見好轉，一手交投慢慢重回正軌，二手亦略有改善。

若以全年來說，此表現不足以改變今年交投處於低水平的格局，樓價亦難逃先升後跌的命運。今年全年一手成交將創10年新低；二手交投亦將創28年有紀錄以來最低；整體物業（住宅及非住宅合計）註冊量將創33年有紀錄以來的歷史新低，連續兩年價量齊跌，全年來說是「跌數難逃」。

其實目前情況絕對算不上旺市，例如今年一手交投只不過是回升至逾萬宗水平，較去年9100多宗的超低水平略為回彈，但與2021年相比仍低出約38%，所以一手回升只是因去年基數低，離「旺市」二字仍相距甚遠。

相對而言，租金的走勢卻突圍而出，逆市錄得升幅，單計首11個月升約

6.9%至近4年新高，相信主要由於早前暑假租務旺季，加上準買家觀望後市轉買為租，以及各地人才持續湧港這三大因素下帶動租金表現。

目前，樓市最壞時刻已過，近期已有不同正面因素陸續湧現。首先，早前美國聯儲局公布最新議息結果，已是連續第三次暫停加息並相當接近見頂。而市場亦預期明年聯儲局大有可能將減息0.75厘，連帶本港息率同步下調。

除此之外，特區政府繼續積極「搶人才」，以及早前宣布的「減辣」措施，刺激人才持續湧港，對提振本港租金表現及租金回報率帶來幫助，增加長線投資者買樓收租的吸引力，配合樓價高位回調，意味買家置業入場費減少，有助抵銷息口上升帶來的壓力，這些均是利好2024年樓市的因素。

新盤交投或增43% 樓價漲5%

展望明年，樓市將否極泰來。在眾多利好樓市帶動下，預計明年一手成交將按年升約43%至1.5萬宗水平，當全新盤與貨尾盤佔一手交投比例，將由前年約「82比」，到2024年將變為「64比」。二手成交方面，估計2024年全年有望得5萬宗左右，雖較去年升約39%，但較2021年仍低約16%。最後是較多人關心的樓價表現，預期將升約5%。租金則將延續今年強勢，全年料升約10%，連續3年跑贏樓價。

不過，假如特區政府明年2月底公布的財政預算案未有在樓市進一步「撒辣」或「減辣」，以及聯儲局減息步伐較預期為慢，屆時樓市前景勢難以樂觀，繼而打擊經濟復甦表現，故再次呼籲特區政府從善如流，在明年「撒辣」，令樓市盡快重拾正軌，協助帶動本港經濟復甦。



▲樓市氛圍漸見好轉，一手交投逐漸回升。



▲美聯儲於2022年初開始加息週息，市場預測明年轉向減息。

在經歷漫長的低利率時期後，美聯儲於2022年初開始啟動加息。目前聯邦基金利率目標區間已經穩定在5.25至5.5厘之間，市場預測明年美聯儲轉向減息。而中國人民銀行則一直堅持低利率政策，近期各商業銀行對不同期限的定期存款又下調了利率。近幾年來，中美利率已經形成了相背而行的趨勢，那麼，這種趨勢可以延續多久呢？

中美利率會繼續背馳嗎？



財富經緯 王晉勇

珠海華發投控集團首席經濟學家

要分析這個問題，需要從美聯儲加息的背景及中國宏觀經濟形勢的變化作為起點。兩國經濟的脫鉤與反脫鉤也會影響這種趨勢的變化程度。

美通脹嚴重 被逼加息壓制

首先，美聯儲加息是過度量化寬鬆政策導致嚴重通脹後的糾偏之舉。目前居世界結算貨幣之首的美元，由於實施量化寬鬆的貨幣政策，國內財政赤字不斷擴大，終於引發高通脹。美聯儲已經數次提高基準利率，但目前為止仍未能有效抑制通脹。

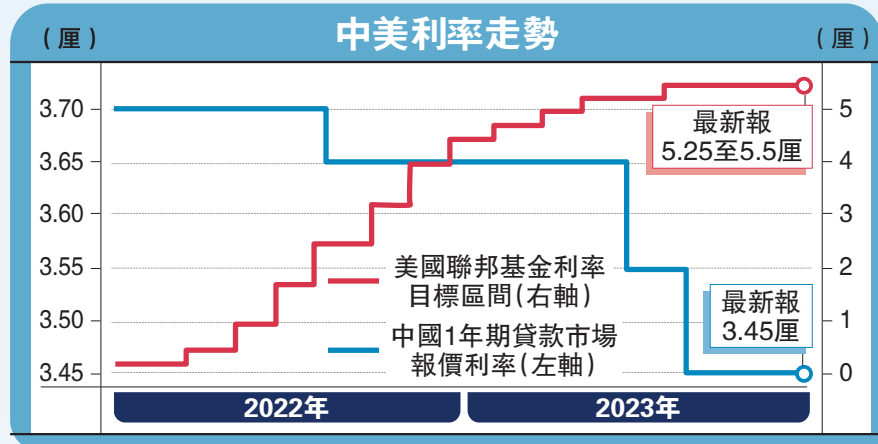
美元脫離金本位制之後，美聯儲在沒有硬約束的條件下成為貨幣發行的決定者，而貨幣政策則發揮了史上從未有過的作用。在以美聯儲為代表的各國央行不斷突破各種限制大量發行貨幣的背景下，也產生了現代貨幣理論這樣的與主流經濟學格格不入的經濟理論。現代貨幣理論反映了世界各國政府對貨幣發行以及掌控的實際活動，同時在客觀上提供了政府大量使用貨幣政策工具的理由，大大促進了政府貨幣政策的大膽使用。但是這個理論完全拋棄傳統經濟學對貨幣是作為一般等價物的特殊商品的定義，形成了經濟學理論的斷層，在理論和實踐上帶來了質疑和混亂。

以中央銀行發行紙幣，最初主要是為了解決流通問題，金銀貨幣在流通上具有天然的劣勢。隨着金融體系發展，金融產品逐漸豐富，紙幣逐漸成為一種計價工具和資產形態，其流通功能比以前大大削弱。在金融數字化的今天，數據的電子化存儲和貨幣的電子化交易與結算已經相當普遍，紙幣已經完全不是過去意義上的紙幣了。數字貨幣尤其是非主權的互聯網數字虛擬代幣的產生，更加劇了這一點。從這個意義上說，貨幣已經不是印鈔機印出來的了。

由於金融系統可創造貨幣，使貨幣作為資源要素的作用削弱，「錢」的實際價格下降，首當其衝的就是要降低利率。信用貨幣特別是電子化貨幣提高了支付和結算的便利性，同時由於「錢」的價格下降，一定程度上克服了資本的稀缺性，且貨幣的流通效率大大提高了。然而，貨幣的基本作用仍然是支付、計價和財富的儲存。其實，除了政府掌控的主權信用貨幣，近20年來，還有基於互聯網的區塊鏈技術而產生的各種數字「貨幣」，也在衝擊着貨幣的傳統觀念。

在這個背景下，美聯儲以及各國央行採取量化寬鬆政策，利率不斷降低，有些國家甚至負利率。當中央銀行大量發行貨幣，遠遠超過在實際交換中所需要的量，則必然會發生通脹。而如果說一國經濟中信用貨幣，還可以依靠政府強制徵收稅賦而不發生大規模貶值的話，在國際經濟中由於沒有一個統一的全球中央政府，這種信用的等級就會大打折扣。

由於嚴重的通脹，美聯儲不得不進入加息周期加以應對。通脹引發的時間點又恰逢疫情衝擊和中美經濟脫



鈎論盛行之時，全球供應鏈不暢的衝擊加劇了這一點。

第二，人行減息趨勢的根本在於經濟增長預期下調。

疫情發生的第一年，中國政府不得不採取了封城等非常措施，使得疫情的蔓延速度大大減緩，而同時期的歐美各國則受到了相對更加嚴重的衝擊。因此，在2020年乃至2021年中國經濟都沒有受到過大的衝擊。

從2022年開始，美聯儲的加息引致美元回流，對世界各國的經濟都造成一定的影響，對中國經濟的影響也在其中。而中國面臨更為嚴重的危機是前些年對房地產行業形成的過度依賴，使得該行業的變化對經濟衝擊過大。同時，製造業的相對低端化以及核心技術對發達國家的依賴，則在美國對中國進行經濟上的限制措施後遇到相當大的發展阻力。

那麼，中國經濟是否已經進入一個相對長期的下降過程，經濟學界各說不一，悲觀的看法主要是基於外貿在持續下降，以及中國經濟缺乏持續向上的動力。從經濟趨勢的分析看，我們必須考察當下的中國經濟下降是否已經觸底，如果觸底則意味着經濟即使緩慢復甦，趨勢也正在形成。

一些分析人士根據今年11月出口增速回升，以及地方債、中小金融機構、房地產爆雷三大風險已經逐漸釋放，得出中國經濟已經觸底反彈的結論。筆者對中國經濟的信心主要來自兩個方面，一是中國低收入人群依然比例很高，勞動力的嚴重短缺在中期內不會發生；二是政府從人口政策到房地產政策已經在調整，造成產業嚴重依賴的局面正在改善。從生產要素角度來看，勞動力以及利率下行而產生的低成本資本是最重要的基礎，而中國的國有土地制度使得土地短缺對經濟發展的硬制約尚不會形成。政策是可以調整的，當下導致人們信心下降的兩個主要因素，一是社會上極左言論對民營資本的衝擊，二是中美經濟競爭再次涉及意識形態紛爭，帶來大家對戰爭衝突可能發生的憂慮。

美明年上半年減息率率低

第三，糾偏不易，美聯儲下調利率的基礎薄弱，相對穩定一個時期的好處更多。

客觀地講，美聯儲加息的舉措效果是明顯的，美國經濟已經呈現好的發展態勢，而通脹也已經在很大程度上得到了抑制。當然，加息也帶來諸如美國債遭受各國主權基金拋售，以及再融資成本提高等負面影響。當下互聯網發展對商業性房地產租賃的需求也在下降，大約1萬億美元的高收

益債存在較高的風險，這些因素對美聯儲形成一定的減息壓力。

由於國際經濟中各種不確定因素的存在，美聯儲如果重啟減息周期會引起一些可能無法預計的結果，因此筆者認為其啟動減息周期的決定會非常謹慎。儘管很多人預計美聯儲在2024年很可能多次減息，但在2024年至少上半年很可能是一個相對穩定的時期。理由很簡單：這是一種最安全的選擇。

第四，中國經濟長期下行的趨勢並未形成，在不發生重大變故的情況下，企穩回升的機率較大。

中國強大的勞動力基數以及穩定的政治環境，在主權貨幣主導的現代經濟格局中仍然具有相當大的優勢。而相對於發達國家而言，很低的人口平均經濟數據意味着只要不發生重大變故，其經濟增長的需求端潛力依然強大。政策的調整，如果能夠實現市場化的資本，特別是民營資本對經濟的重大貢獻，則會產生很大的政策紅利。

政府目前為化解房地產行業的危機已經做了很多努力，在貨幣政策寬鬆的條件下，債務危機的化解亦非不可能。主權貨幣機制下，中央銀行由於掌握貨幣的發行權，而金融體系的運轉，又依賴於貨幣不僅通過商品交換而發生流通，更多的則是在金融體系中通過各種金融工具和金融產品在進行運轉，因此貨幣的實際運行狀態確實與金融體系不發達狀態發生了翻天覆地的變化，這種機制本身就是主權貨幣的特徵。中國的經濟參與主體正在逐漸適應市場經濟的規則和與之相應的貨幣政策。總之，當下的貨幣格局，更有利於政府主導型的經濟體對政策的實施。

國際經濟回穩 利率趨向正常

結論：相背而行也是糾偏，時間取決於世界經濟格局的變化。

總之，目前中美利率的相背而行，也可以看作是一種糾偏。事實上，相當長的一個時期，中國一直維持着高利率的態勢，而美國以及主要發達國家在較長時期處於低利率。隨着國際經濟競爭和利益格局的變化，這種情況已經處於不平衡不穩定的狀態，當糾偏正常實現後，利率會逐漸回歸。逆全球化不利於人類的整體發展。相信隨着國際經濟秩序的進一步穩定，中美經濟都將重回增長。而中國經濟基數特別是人均基數低，正常情況下，仍會保持較高於美國的增長率。與之相應，在度過當下的經濟低迷期後，利率依然會重回稍高於美國的狀態。