



▲籌建香港OTC市場，可望為香港資本市場帶來新的活力。

經濟觀察家

香港作為金融中心，以及內地對外融合前站，在當前國際經濟複雜交織情況下，需要積極應變以拓展服務，香港中小上市公司協會提出關於香港多層次資本市場建設與構建OTC（場外交易）市場的若干調查和建議，供市場和監管人士思考和採鑒。

建設香港多層次資本市場

港股觀察

席春迎 萬勇

本文將從香港創業板改革、中小上市公司困境、港股退市股票等方面闡述香港資本市場建設與建立OTC市場的必要性。

港創業板亟需改革

香港創業板（GEM）亟需改革，以恢復其活力和流動性。GEM自1999年推出以來，旨在為中小企業提供籌集資金的平台，尤其是那些尚未達到主板上市標準的企業。但隨着時間的推移，創業板面臨了一系列挑戰和問題，迫切需要改革以恢復其活力和吸引力。

創業板指數從2003年的1000點跌至2024年的18.05點，跌幅達98%，顯示出市場對創業板的投資價值和配置功能嚴重不足。創業板的上市公司數量和總市值雖然有所增長，但與主板相比，其規模和影響力仍然較小。創業板的日均成交額僅為9800萬元，每隻股票的日均交易金額僅為30萬元，流動性非常差。

創業板的監管要求與主板相似，但持續責任較重，這對於中小企業來說是一個較大的負擔。創業板的上市公司需要滿足與主板類似的持續責任，包括信息披露、財務報告和合規要求，這對於資金和資源有限的中小企業來說是一個挑戰。

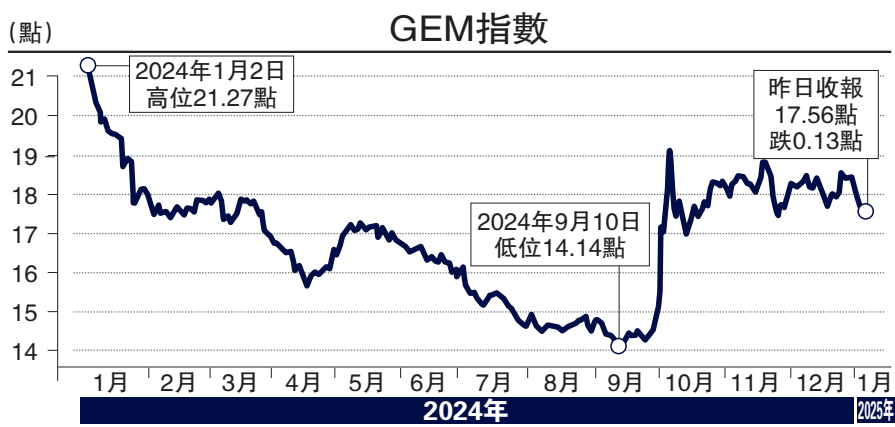
創業板的退市機制需要改革。創業板的退市標準和流程需要進一步明確和簡化，以提高市場的效率和透明度。當前的退市機制可能導致一些不再符合上市標準的公司長期滯留在市場中，影響市場的質量和效率。如建立OTC市場後，艱難維持上市地位的公司可選擇退市轉板至監管披露合規運營成本更低的OTC市場。

中小上市企面臨困境

中小上市公司正面臨一系列挑戰和困境。這些公司在港股市場中佔有較大比例，但市值普遍較小，營收和淨利潤相對較低。具體來看，港股市場中市值小於5億元的公司佔比接近50%，其中市值小於1億元的公司佔比達到18.4%。這些公司的年度營收和淨利潤普遍不高，導致它們在維持上市地位和合規運營上承受着較大的財務壓力。

香港主板公司年上市維護費在223萬至365萬港元之間，而A股年上市維護費在100萬元人民幣以內，這進一步凸顯了港股的運營成本問題。

從交易額來看，港股市場中年度交易額不足1億元的公司有1489家，佔比56.5%，平均每天成交額僅為41萬元。這表明，許多中小上市公司的流動性較差，市場活躍度不足。



中小上市公司面臨着合規成本高、市場流動性低、融資渠道有限等多重困境，亦缺乏足夠的資源來應對嚴格的信息披露要求和合規成本，同時也難以吸引投資者的關注和資本投入。因此，迫切需要一個更加靈活、低成本的資本市場環境，以降低中小上市公司的運營成本，提高市場流動性，並拓寬融資渠道。構建香港OTC市場，為上述企業提供一個更加適宜的發展平台，顯得尤為重要和迫切。

被動退市比例較高

港股在2019至2024年共有345上市公司退市，被取消上市地位的佔比59%，私有化佔比27%，比例約2:1。這一數據揭示出港股市場被動退市的比例較高，這可能與市場監管、公司運營狀況以及宏觀經濟環境等因素有關。

就退市比例說，美股大於港股，港股大於A股。據統計，2020至2024年，美股、港股、A股三大交易所的退市數量分別是上市數量的108%、62%、8%。這一數據顯示，美股的退市公司數量大於上市公司數量，且2011年起常年退市數量大於300家。

退市政策對於資本市場的健康運作至關重要，優勝劣汰是實現組織生態生命力和活力的重要方式，退市確保了市場的質量和效率，從建設健康優良資本市場角度看。

港股強制退市的觸發條件相對廣泛、彈性，包括公眾持股量不足、業務運作不足、長期停牌、財報問題等。美股具有健全的轉板機制，退市渠道豐富暢通，上市企業自交易所退市後，可選擇降板或轉入場外交易櫃台市場。若香港建立OTC市場，退市上市公司的投資者的股份和權益可以得到更好保護，也同樣體現了OTC市場是完備資本市場體系的組成部分。

資本市場層次通常指的是資本市場根據不同功能、規模、監管要求和投資者需求劃分的不同層級。這些層次為不同類型的企業提供融資渠道，同時為投資者提供不同的投資選擇。

籌建香港OTC市場

多層次資本市場一般包括主板市場、中小板或創業板市場、場外交易市場、區域股權市場、私募股權交易市場等，美國、日本、韓國等國家的資本市場均有明確的分層，滿足不同企業的需求。基於如下場景、潛在公司，筆者提議籌建香港OTC市場。

1) 如上分析港股上市後年維護費逾200萬元，對於小型公司來講成本較高，如轉到OTC市場降低披露和監管要求，降低上市公司維護成本。

2) 香港主板與創業板股票退市後可轉板至OTC市場，以便更好地投

資者保護和監管，類似A股公司退市後有可能進到新三板，美股公司退市後可選擇降板或轉入OTC市場。

3) 允許暫時不滿足香港主板或創業板上市和運營監管要求的中小上市公司，先在香港OTC市場掛牌、信息披露、融資和交易等。

4) 目前對證券市場，只有進入港股通的A股才能通過港股通交易，市值往往在50億元人民幣以上，為呼應境內資本市場開放的戰略，可通過OTC港股通（或名稱為小市值通）准許中小型A股上市公司通過管道在港股OTC市場掛牌和交易。另外的方式是境內公司發行HDR（類似ADR）股票存託憑證在香港OTC市場掛牌交易。

5) 對於境內非證券類，如基金、ETF等也可以申請在香港OTC掛牌上市。

美國OTC市場作為全球最大OTC市場，為香港提供了寶貴的經驗和模式。美國OTC市場分為三個層級：OTCQX、OTCQB和OTC Pink，每個層級都有不同的掛牌要求和監管標準。香港OTC市場可以借鑒這種分層管理模式，以適應不同規模和成熟度的企業需求。

中小公司可以在OTC市場掛牌、部分財務披露、開展行情報價與交易，吸引全球交易者關注，也可以發行融資進而滿足發展需要。隨着公司規模成長，OTC中掛牌公司可強化財務披露層級，逐步提高接近至主板或創業板的上市要求，進而轉板至香港主板和創業板上市。

香港OTC市場的構建需要一個清晰的監管框架。這包括制定透明的信息披露要求、確保市場公平性和投資者保護措施。OTC市場的技術基礎設施建設也至關重要，包括建立一個高效、安全的交易和清算系統，以及一個可靠的報價和匹配系統。

香港OTC市場的成功構建還需要政策支持和市場推廣。特區政府可以通過提供優惠措施鼓勵企業參與OTC市場，同時加強市場教育和宣傳，提高投資者對OTC市場的認識和興趣。

香港OTC市場的構建是一個系統工程，涉及監管、技術、政策和市場推廣等多個方面。通過借鑒國際經驗，結合香港實際情況，香港OTC市場有望成為促進金融創新和市場多元化的重要平台。

構建香港OTC市場具有現實意義，如可以使現有主板與創業板更聚焦於高層次公司，包括提高上市公司質量與嚴格規管、進而提升市場流動性等，又可以將部分市場中存量運營監管壓力較大的中小上市公司分流至OTC市場，強化了監管與公司分層、降低了中小公司運營成本與增強了投資者保護。

目前美國OTC市場有1萬多家中小公司掛牌上市，香港OTC市場也可考慮掛牌A股、美股等全球知名公司ADR，方便香港和內地互通投資者參與。綜合來看，通過籌建香港OTC市場，香港資本市場由偏單層次轉為多層次，同時消解存量問題和帶來增量，期望為香港資本市場帶來新的活力和增長。

（席春迎為香港中小上市公司協會主席，萬勇為雲科技董事長、捷利交易寶執行董事）

財幣雙策發力 中國經濟增長加速

實話世經
程實「紅旗開
向日，白馬
迎風。」2025

年中國經濟進入「加速度」階段，國家「有形之手」與市場「無形之手」相互作用，共同推動經濟向着高品質、可持續方向邁進。這一切的核心在於「知行合一」。展望未來，在全球經濟複雜的「暖開機」背景下，政策與實踐的緊密結合，將助力中國經濟實現新突破，展現強勁發展活力與無限潛力。

首先，從財政到貨幣，穩增長政策規模與節奏的搭配。面對當前國內外經濟壓力，中國在2024年推出了一攬子增量政策，以應對經濟增長放緩和總需求不足的挑戰。全年GDP增速預計達5%，在全球經濟整體放緩的背景表現出韌性，這離不開宏觀政策的精準發力。

展望2025年，財政與貨幣政策將繼續協調發力，為經濟「加速度」奠定基礎。一方面，財政政策預計繼續擴大支出規模，特別是在民生和新興產業領域的投入，以增強經濟韌性。高技術製造業和數字經濟仍是政策重點，預計2025年高技術產業投資增速將保持在10%左右，為長期可持續增長奠定基礎。基建投資將聚焦新基建領域，如5G網絡、資料中心、人工智能和綠色能源，為短期增長與長期數位化轉型提供動能。另一方面，貨幣政策將在2025年繼續保持靈活適度，人民銀行或進一步下調政策利率，並針對中小企業的貸款優惠政策，以提振市場信心與企業活力，支撐經濟增長與穩就業目標的實現。

其次，從信心到前景，預期管理與市場信任的構建。自2024年9月以來，政府密集召開政策發布會，強調宏觀政策的積極導向，並通過透明、及時的資訊披露來引導社會預期。人民銀行、發改委、財政部等關鍵部門分別舉行發布會，詳細介紹了一攬子增量政策的內容和執行情況。財政部在會上明確表示，「中央財政在舉債和赤字方面仍有較大空間」，並將通過特別國債、地方專項債等手段擴大財政支持力度，以支撐地方經濟和民生專案的發展。這些措施的及時披露，增強了市場主體對未來經濟走勢的信心。

展望2025年，透明的資訊披露、順暢的市場溝通有望進一步強化預期管理，在經濟承壓背景下保持市場穩定、提振信心。筆者預計2025年消費領域

的政策支持力度將進一步加大，以提振消費信心，推動居民消費成為經濟增長的核心驅動力。宏觀政策或通過擴大社保覆蓋、提高低收入群體補貼力度等措施，提升居民可支配收入，從而刺激消費需求。在企業層面，政府將繼續通過減稅降費、提供優惠貸款等措施提振企業投資意願。

中央與地方合力化解債務

再次，從中央到地方，財權優化與財政改革的合力。目前，中央財政支出僅佔全國財政支出的14%，而地方政府面臨日益加重的財政壓力，儘管轉移支付規模已經超過10萬億元（人民幣，下同），地方債務負擔依然沉重。2024年，中央政府採取了一系列措施緩解這一問題。通過擴大專項債和增量資金，中央財政積極干預，以減輕地方債務壓力並逐步降低地方政府槓桿水準。財政部增發特別國債、提高地方政府專項債額度，同時要求地方優化支出結構，削減不必要開支，將有限資金優先投入基礎設施建設、社會保障和實體經濟等關鍵領域。上述措施雖然短期內加大了中央財政支出壓力，但有效降低了地方融資難度，遏制了債務擴張趨勢，實現央地財權再平衡，合力破解債務難題。

展望2025年，中央財政將進一步發力，支撐國家戰略。

1) 中央財政支出佔比或將逐步提高，增強了中央在重大項目和關鍵領域的資金投入能力，特別是在跨區域基礎設施、國家戰略性科技項目及社會保障方面，通過中央統籌實現全國均衡發展。隨着中央財政支出比重的提升，地方政府對轉移支付的依賴將下降，促使其更重視自有財政收入的拓展和支出效率提升。

2) 財稅改革將繼續與減稅降費政策協同，減輕企業與居民負擔，激發市場活力。2024年，中央通過一系列減稅措施降低了中小企業增值稅和企業所得稅，首三季度支持科技創新和製造業的減稅降費及退稅超過1.8萬億元，幫助減輕市場主體負擔、提升企業投資信心和居民消費意願。2025年，減稅降費力度將進一步加大，尤其是在創新型企業和綠色產業方面，政府將提供更多稅收優惠，以推動經濟結構優化和可持續發展。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）



▲今年中國財政政策料繼續擴大支出規模，特別是在民生和新興產業領域的投入，以增強經濟韌性。

今年樓市更明朗 樓價料升5%

樓市強心針
廖偉強新一年新
計劃，相信

很多人都會展望未來，樓市走勢自然也會是眾所關注的事。對比去年，筆者相信今年的樓市會比去年更明朗。猶記得去年初，市況仍然陰霾滿布，直至特區政府宣布撤銷所有辣招，為香港樓市帶來新希望，市場突如其來多了大量客源，尤其是一直被辣招高稅率嚇怕的內地買家。不過，市場很快消耗了這些的準買家，在第二季度末的時候，市況開始歸於平淡。到了第三季度末，美國聯儲局開始減息，香港樓市又進入活躍期，短期內出現大量成交。樓市就這樣反覆覆過了一年。

可能有人會問，為何2025年的樓市可以看得比較樂觀？原因是有很多去年困擾樓市的因素已經逐步淡出，例如經濟的復甦步伐緩慢、高息的壓力等等。2025年，樓價表現總會比2024年來得理想，相信全年仍有機會回升5%左右。就算是市場仍受一些不利因素所困擾，令到樓價未能止跌，但筆者認為樓市最壞的時刻已過，縱未能扭轉跌勢，跌幅也是愈來愈輕微，離谷底也不遠矣。

其實，無論是什麼的市況，市場總會買家。有的是因為剛性需求，必須會尋找一個居所，所以在高高低低的市況下仍然會選擇置業；有的則是基於「別人恐懼我貪婪」，相信自己的眼光，實行「人棄我取」；還有一些是眼光銳利，有如「鳳凰無寶不落」的買家，見到業主急售，就會抓緊機會乘虛而入。

新增人才資金充裕

近年市場上多了一大批外來移居香港生活的買家。有賴於特區政府積極吸納人才，這類買家的數量正逐漸增加。這些新增人才大多來自內地，不少人士實力雄厚、資金充裕，既然要在香港落地生根，亦毋庸計較樓市的上上落落。

事實上，世間沒有多少人可以準確地觸底入市，所以如果能夠趁市場乍現見底信號時入市，已經是最佳的時機。依據筆者多年的經驗，當看到市場走勢反覆不定，雖然下跌，但沒有出現持續的下跌，那應該就是最佳的入市時機了。

（作者為利嘉閣地產總裁）