



▲香港可憑藉重塑資本市場的制度基礎設施，形成科技、產業與資本的協同進化機制，為自身注入新動能，也為內地科技強國與產業升級戰略貢獻獨特力量。

經濟觀察家

在改革開放初期，香港憑藉資金、技術、人才與管理等綜合優勢，長期作為內地對外開放的重要窗口和國際資本匯聚的樞紐，推動了無數企業走向國際市場。憑藉「東方之珠」的金融體系與区位优势，香港一度是內地企業國際化的「起點站」和海外資本進入內地的「中轉站」。

資本市場如何支持香港再工業化

然而，隨着內地在製造業、技術創新、品牌建設和人才培養上的快速追趕，香港的傳統優勢逐步被稀釋。

從開放窗口到轉型關口

特別是過去十年間，深圳、上海、北京等城市迅速崛起，形成了完整的科技創新生態和資本承載平台，香港在產業層面出現「缺位」，其資本市場也被質疑「金融空轉」過重，難以服務本土經濟轉型。

2025年以來，香港資本市場在數量和規模上再度迎來高光時刻：52宗IPO（截至7月20日），累計募資額1240億元，同比增長590%，重回全球IPO募資榜首。恒生指數和科技指數同步反彈，南向資金持續淨流入。這一成績證明了香港在國際融資舞台的競爭力。但我們應清醒看到，資本市場在支持香港本土創新科技企業、推動再工業化方面的作用仍然有限。本地創科企業在制度門檻和融資渠道上面臨「斷層」，創業板形同虛設，中小市值公司長期沉淪為「殭屍股」。

因此，香港必須在資本市場改革中找到新出路：既要繼續服務國際與內地大型企業的融資需求，更要精準支持本地創新科技企業，推動再工業化，承擔起助力中國經濟國際化的戰略使命。

制度與市場的結構性錯配

（一）制度門檻高企，本土企業「望市興嘆」。

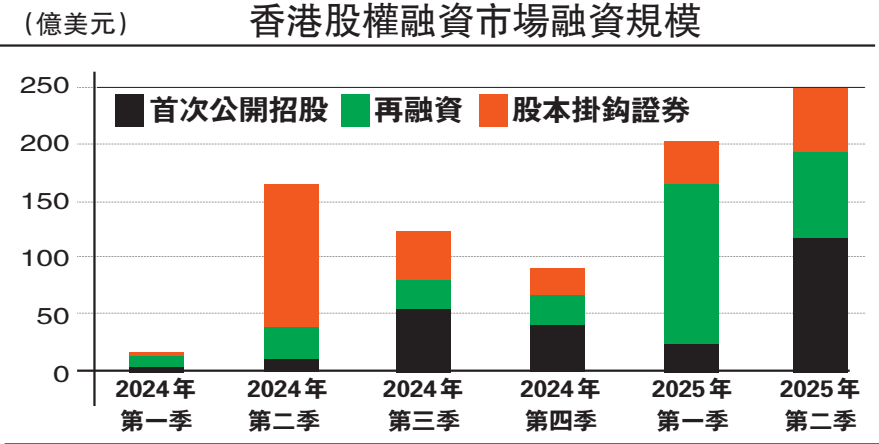
過去五年，港交所相繼推出18A（面向生物科技公司）和18C（面向特專科技公司）規則，放寬生物醫藥與特定科技企業的上市要求，允許未盈利企業在滿足研發投入比例等條件下上市。其初衷是為高增長、高風險的創科企業打開融資通道。然而，從實際運行效果看，真正受益者多為內地大型企業，如寧德時代、恆瑞醫藥等，本土創新科技企業成功上市的案例寥寥。

原因在於，18A與18C雖名義上降低了盈利要求，但依然設定了較高的市值門檻、嚴格的研發投入比例等。對於資金有限、規模偏小、處於早期成長階段的本地初創企業而言，這些條件幾乎不可逾越。香港科學園、數碼港等孵化器培育的4000餘家初創企業，大多數因此被擋在資本市場之外，融資能力受限，成長周期被迫拉長。

（二）中小市值公司陷入融資與流動性困局。

目前港股市場有超過2600家上市公司，其中市值低於10億元的企業超過六成，低於5億元的超過一半。更有近10%的上市公司市值不足5000萬元。這些中小市值公司交易極度冷清，部分股票日均成交不足數萬港元，甚至零成交，大多喪失融資功能。

這些「殭屍股」既沒有強制退出機制實現資源重新分配，也缺乏政策支持通過併購重組或再融資推動業務升級的能力，導致資本沉澱、效率低



下，甚至產生「資金擠出效應」，抑制資本向高潛力產業流動。這不僅損害投資者信心，也拖累了本地創新生態的良性循環，尤其是嚴重影響香港資本市場的形象！

（三）創業板功能嚴重弱化。

創業板（GEM）設立的初衷，是為中小企業和高成長企業提供融資通道。然而，由於上市條件依舊偏高、轉板機制僵化、投資者關注不足，該板塊逐漸淪為「雞肋」。截至2025年上半年，創業板新股僅佔總IPO的不足5%，日均成交額不足港股總成交的1%。許多創業板企業上市後融資和擴張反而受限，陷入困境。

與之相比，美國納斯達克和內地科创板通過分層制度、差異化審核標準以及活躍的創投生態，為創新型企業提供了包容性的市場環境，培育出眾多明星企業。香港創業板與國際先進市場的差距，已經成為制約本地科技創新的重要桎梏。

重塑制度 重構生態

面對困境，香港需要通過多維度的資本市場改革，推動制度升級與創新生態重建。關鍵路徑包括：

（1）重塑創業板制度，回歸「服務創新」。

創業板必須回到「服務創新、扶持成長」的定位：

- 降低上市門檻：在財務指標之外，引入「研發投入比例+技術成果轉化」的評價體系，使未盈利但具科研實力的企業也能獲得資本市場支持；
- 擴大18A/18C規則適用範圍：覆蓋人工智能、新能源、新材料、先進製造、綠色環保等領域，並為本地企業設定差異化門檻；
- 建立多元退出機制：支持企業通過轉板、併購等渠道退出，提高投資者信心。

- 擴大18A/18C規則適用範圍：覆蓋人工智能、新能源、新材料、先進製造、綠色環保等領域，並為本地企業設定差異化門檻；
- 建立多元退出機制：支持企業通過轉板、併購等渠道退出，提高投資者信心。

（2）設立「港版OTC市場（場外交易市場）」。

借鑒美國OTCQB/OTCQX（兩者均為場外交易市場）與內地新三板經驗，香港可設立一個低門檻、多層次的場外市場：

- 准入門檻低，只需註冊在香港並具備基本透明度即可掛牌；
- 分層管理，根據規模與合規程度設立不同層級；
- 流動性支持，引入做市商與創投基金；
- 國際化功能，吸納大灣區及「一帶一路」沿線企業，打造跨境資本集散地。

（3）盤活中小市值公司存量。

與其不斷增加「空殼公司」，不如盤活存量資源：

- 鼓勵併購重組：簡化審批流程，對收購本地創新企業的上市公司提供稅收與融資優惠；
- 設立「創新併購基金」：由政府引導、市場化運作，撮合中小公司與科創企業合作；
- 搭建專業服務平台：整合法律、會計、投行、技術評估資源，降低併購重組成本。

（4）強化產學研資本對接。

香港高校科研成果豐富，但缺乏轉化渠道，資本市場應成為橋樑：

- 專項創投基金：由政府、大學與產業資本共同出資，推動科研成果商業化；
- 「科企專線」制度：為本地科創項目提供綠色通道和快速審核；
- 跨境資本合作：吸引海外科技基金參與本土項目投資，形成「國際資本+本地創新」的組合。

（5）資本市場賦能再工業化。

香港再工業化不僅是製造業回流，更是新技術驅動下的產業重構。資本市場應：

- 優化再融資規則：縮短增發周期，降低成本，吸引戰略投資者；
- 發展科技產業指數與衍生品：提升本土科技企業的市場關注度；
- 支持產業鏈整合：在半導體、智能製造、生物醫藥等領域推動跨行業併購與資本撮合。

從支持者走向驅動者

香港作為國際金融中心，不僅是資金的「中轉站」，更是制度和標準的連接點。新一輪全球產業鏈重構中，香港可充分發揮規則與標準優勢，幫助內地企業更快適應國際市場並打造國際資本通道，引導長期資本投資中國科技產業，成為技術與品牌出海的橋頭堡。

在全球科技革命與產業轉型的背景下，香港資本市場如果不能承載本地科創企業，支持香港本地再工業化，就難以在全球競爭中保持優勢。香港資本市場不應只是「末端支持者」，而應成為「創新生態的中樞神經」。香港要真正成為國際創科中心，必須重塑資本市場的制度基礎設施，形成科技、產業與資本的協同進化機制。唯有如此，香港才能為自身注入新動能，也為內地科技強國與產業升級戰略貢獻獨特力量。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

美關稅政策與MAGA的矛盾



遠見卓識 王涵

「特朗普2.0」時代的政策延續第一任期風格，尤以貿易保護和大規模減稅引入關注。近期，美國與日本、韓國相繼簽署協議，日本和韓國分別承諾向美國投資5500億美元和3500億美元，韓國還承諾增加採購美國能源產品1000億美元，並完全開放貿易市場。特朗普政府試圖以「關稅籌碼」重塑產業鏈秩序，加速推動美國再工業化，實現製造業復興的目標。

二戰後美國逐漸從「工業強國」轉向「金融強國」，從「生產者」轉型為「財務投資者」，主要由市場力量推動，本質上是美國對外投資的收益率顯著高於本土投資。當前美國生產成本高企，美國製造業回流並不符合資本利益，即單憑市場力量實現難度較大。製造業回流美國可能在中長期內繼續推升商品價格中樞，而成本推動的通脹上升對美國聯儲局寬鬆政策會形成制約。

此外，若美國逆市場力量推動製造業回流，可能需要投入長期且大量的財政補貼，這將對其財政帶來壓力。更重要的是，大量補貼可能並不能降低國內生產成本，反而會導致美國製造業長期競爭力愈發走低。

特朗普政府提出「讓美國再次偉大」（MAGA: Make America Great Again）的宣言，加速吸引製造業回流，已宣布的製造業投資規模快速增長。根據跟蹤項目公告的fDi Markets的初步數據，自特朗普入主白宮以來，截至2025年7月，外國投資者在美國宣布了1049個項目，比拜登領導的上屆政府同期增長了8.6%；外國公司承諾於特朗普2.0期間在美國投資2360億美元，比拜登政府同期增加232.6%。2022年至2024年，宣布對美國的綠地投資平均規模約1870億美元，相較2017年至2019年的平均規模（954億美元）上升96%。2025年一季度，向美國承諾的綠地外國直接投資超過1830億美元，這是自2003年有紀錄以來三個月的最高水平。

但是，美國實際的外商直接投資低於投資承諾目標。根據美國經濟分析局數據，2022年至2024年，美國實際外國投資資金流入平均規模為2972億美元，相較2017年至2019年的平均規模（2516億美元）僅上升18%。2025年一季度，美國實際外國直接投資資金528億美元，比2024年一季度下降21%，是自2022年四季度以來的最低水平。兩份數據的差異擴大提示全年實

際外國直接投資流量可能遠低於預期宣布值。

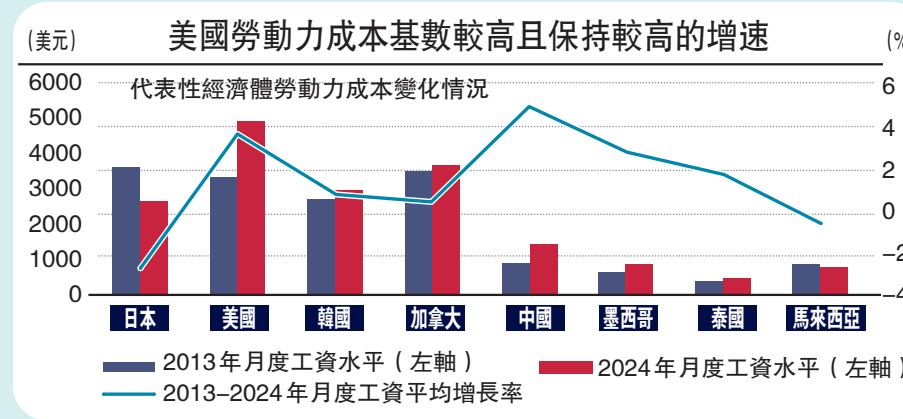
美國製造業在資本（投資）要素上並不匱乏。但無論是整體製造業還是電子產業鏈，均呈現出「投資改善>生產改善>就業改善」的特徵，這意味着與資本相配套的其他要素——人力、基建——可能依然是其後續進展的主要約束。

缺人缺電 用工成本高

美國製造業勞動力缺口較大。製造業就業人數佔非農就業總人數的比重持續下降，從2000年的13%下降至2024年的8%，假設回歸到此前的佔比水平，大約存在800萬的勞動力缺口，高於目前美國的總失業人數（723萬），這意味着要進行極大規模的勞動力結構改革，整體難度較高。美國製造商協會估計，到2033年，大約需要380萬個製造業工作崗位，預計將有190萬個職位空缺。

美國勞動力成本高，且繼續保持高增速。數據顯示，2024年美國月平均用工成本（以平均月薪衡量）為4885美元，遠高於中國、加拿大、墨西哥和泰國等經濟體；相比於2013的用工成本，美國年均增幅為4%，也高於加拿大、墨西哥和泰國等經濟體。根據回流倡議組織研究，美國製造成本比其他國家普遍高出10%至50%。儘管《芯片與科學法案》提出對勞動力培訓等進行補貼，但耶魯大學國際事務雜誌研究指出，即使全部資金可以盡快撥款並投入研發製造，也只能發揮有限的槓桿作用。

美國基礎設施建設不足制約製造業的發展。美國土木工程師協會（ASCE）2025年最新評估美國基礎設施綜合等級為C，延遲維護、監管不足、適應能力弱等問題突出。近些年隨着本土化製造的發展，特別是人工智能（AI）、電子產業鏈的布局，大量的數據中心投入建設，美國的電力消耗量大幅增加，預計2025年將進一步超過2024年創下的歷史新高。布魯金斯學會研究指出，2023年數據中心的電力消耗量佔美國電力需求的4.4%，2026年可能增長到6%。但是，美國大部分電網建於二十世紀六、七十年代，已達到或接近使用壽命，而電網升級涉及原材料、輸電線路、斷路器、電纜、控制系統和發電系統等多條產業鏈，儘管投入較大，但難以緩解短期改造壓力，尋求接入電網的工廠或項目可能面臨延期。（作者為興業證券首席經濟學家）



雙重利好來襲 樓市看高一線



樓市智庫 陳永傑

息口或進一步回落，本港樓市氣氛逐漸回暖。尤其新盤市場，連續七個月「月月千宗」成交，迎來2021年以來最長一手旺市。9月市場聚焦在兩大事件，一是新一份施政報告即將公布，二是美國有望啟動減息，兩者皆有機會成為樓市強心針。

美國聯儲局主席鮑威爾早前拋出「鴿派」言論，被解讀為或轉向較寬鬆的貨幣政策，9月減息預期急升溫。如果美國真的重啟減息，香港樓市勢必受惠，供樓壓力隨之減輕。

畢竟港元與美元掛鈎，香港利率要跟住美國走，美國加息時，拆息（HIBOR）和最優惠利率（P）同步向上，按揭供款即時飆升，投資氣氛自然降溫；反過來，如果進入減息周期，港息中長期有望下行，不僅供樓負擔減輕，定存吸引力也會下降，資金自然流回樓市，投資需求升溫。「低息+樓市回穩」的憧憬，絕對有助催谷成交，買家信心同步提升。

回顧上一次減息在2024年12月，美國減0.25厘，本港銀行跟減0.125厘，樓市即時打了一劑強心針。今年以來，發展商已售出逾1.3萬個單位，達去年全年銷量的八成以上，更超越

2022年的9200宗及2023年的1.08萬宗。發展商將趁好消息加快推盤去庫存，2025年全年一手成交宗數有望突破2萬宗，創2019年後的六年新高。

拆息反彈無阻旺市

8月一手市場錄得約1700宗成交，連續七個月保持「月月千宗」的佳績，這波熱潮自2021年後從未見過。若美國真的減息，9月成交有望衝上2500宗。而市場還在猜，下月施政報告會否再有驚喜？去年施政報告宣布全面放寬按揭成數上限至七成，還解除首置及自用限制，即時刺激投資需求。

但現實也要面對，近期拆息急升，一個月拆息從5月不足0.6厘飆到超過2.8厘，本地資金成本明顯回升，雖有部分買家卻步，但仍無阻近期新盤旺勢。美聯儲將於下月議息（9月18日），市場預計將減息0.25厘，香港或跟減，但幅度未必一樣。

整體而言，美國減息仍能帶來情緒支持，增強買家入市信心，尤其近年租金急升，一些面積不足200方呎開放式單位，月租動輒2萬元，不少租客被嚇怕，加上覺得已差不多見頂，故可趁低息舊業主行列。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）