



▲受多項利好因素推動，明年港股料延續向好態勢，新股IPO上市有望繼續創新高。

經濟觀察家

今年以來，國際投資者在避險情緒影響下更加重視多元配置，避免單獨押注美股或歐股，而是將視野拓展到新興市場，這是以A股、港股為代表的亞洲股市近年持續上漲的其中一個原因。亞洲經濟的增長仍有潛力且處於上升期，科技創新和開放的政策優勢愈發突出，反觀美國及歐洲市場的政策風險增加，建議增配A股和港股。

# A股港股來年有運行

金融觀察 鄧宇

展望明年全球資本市場有兩方面觀察：一方面，更加關注宏觀層面的各類變量。近年市場避險的難度系數增加，這給亞洲股市更多的配置需求，預期將推動包括A股、港股在內的亞洲股市延續向好；另一方面，更加重視中長期的結構變量。新一輪科技創新加速迭代升級，這些新興科技具有短期內技術迅速擴張的特徵，一旦出現顛覆性的成果，很快會引發全球市場關注。

三大因素支持A股揚揚。內地資本市場過往兩年處於持續估值修復及回暖向好態勢。2025年首三季，A股市場總市值較2024年末上升23.3%；1月至10月，上交所A股累計新開戶2245.88萬戶，按年增長10.57%。A股從「規模增長」轉向「質量優先」，估值修復及基本面穩健。主要有三大因素：一是基本面上有支撐。宏觀層面，內地經濟保持穩健增長，今年首三季度的GDP增長符合預期，科技創新、消費內需及外貿表現突出，加之宏觀政策精準協同發力，「反內捲」政策及適度寬鬆的金融環境共同支撐A股穩步發展。二是經營業績持續改善。今年首三季，上市公司合計實現營業收入、淨利潤分別按年增長1.36%、5.5%。全市場共4183家上市公司實現盈利，盈利面近八成。三是中長期資金入市。「1+N」政策體系加快落地，引導險資、公募基金、外資等在內的長期資金入市，A股投資者更趨多元化。

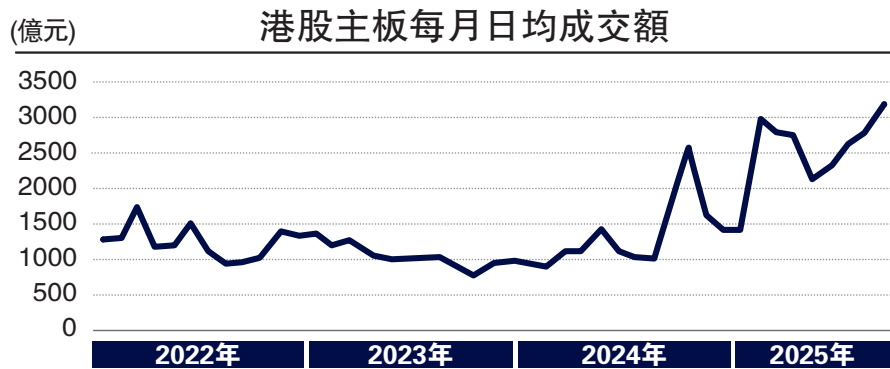
### 三大因素支持A股揚揚

預期2026年A股將延續穩健有升的格局。關注三大積極變量：一是「十五五」規劃的戰略部署。「十五五」藍圖明確主要目標及重點措施，將推動經濟基本面穩定向好，提振股市信心，預計配套「十五五」的具體戰略及政策將陸續推出，為內地資本市場高質量發展提供動力。二是宏觀政策的有力支撐。預計財政政策和貨幣政策將進一步加強協同配合，相對寬鬆的貨幣金融環境和積極有為的財政政策將發揮效力，為市場注入可持續的流動性，同時在重點部署先進製造、高科技領域將有更大力度，相關行業板塊將迎來新一輪的躍升期。三是估值及預期持續改善。政策端，資本市場板塊改革將縱深推進，「1+N」政策的激勵效應加快顯現，鼓勵上市公司積極分紅及自身的高質量成長。供給端，居民配置權益資產的需求和信心同步增強，長期資金入市將為市場提供長期穩定資金支持，上市企業將帶動A股市場的交投量更趨活躍。

預期2026年A股將延續穩健有升的格局。關注三大積極變量：一是「十五五」規劃的戰略部署。「十五五」藍圖明確主要目標及重點措施，將推動經濟基本面穩定向好，提振股市信心，預計配套「十五五」的具體戰略及政策將陸續推出，為內地資本市場高質量發展提供動力。二是宏觀政策的有力支撐。預計財政政策和貨幣政策將進一步加強協同配合，相對寬鬆的貨幣金融環境和積極有為的財政政策將發揮效力，為市場注入可持續的流動性，同時在重點部署先進製造、高科技領域將有更大力度，相關行業板塊將迎來新一輪的躍升期。三是估值及預期持續改善。政策端，資本市場板塊改革將縱深推進，「1+N」政策的激勵效應加快顯現，鼓勵上市公司積極分紅及自身的高質量成長。供給端，居民配置權益資產的需求和信心同步增強，長期資金入市將為市場提供長期穩定資金支持，上市企業將帶動A股市場的交投量更趨活躍。

### 港IPO明年更旺

香港股市表現喜人，進入上行通道。今年首10個月港股平均每日交易額逾320億美元，較去年翻一番；IPO數量達80家，募資金額超260億美元，排名全球第一。香港和內地資本市場



互聯互通加深，鼓勵內地龍頭企業赴港上市，同時香港資本市場改革取得新突破，包括推出「科企專線」及優化上市規則等便利政策，進一步促進港股走高。同時，「A+H」上市熱潮持續。2025年截至10月末，累計14家A股公司登陸港股，募資超1100億港元，佔港股IPO總募資超過50%。總的來看，港股的IPO規模創近年來新高，預計全年有望排名全球第一。

預期2026年港股將延續向好態勢，新股IPO上市有望繼續創新高。重點關注三大利好及支撐因素：一是創新政策將繼續發揮積極作用。2025年施政報告提出多項措施支持香港資本市場發展，包括通過促進債券發行、推動建立商業回購市場、推出國債期貨和提升金融基建等措施，以及進一步發展固定收益及貨幣市場等，這些措施將為香港市場的多元化發展注入強心針，提升對全球投資者的吸引力。二是內地企業赴港上市熱潮不減。「A+H」模式具有多重優勢，不但便利內地龍頭企業「出海」以及獲得國際市場認可，而且也充分利用香港資本市場增加融資渠道，增強發展韌性。過往兩年內地和香港監管合作更加緊密，推動內地企業赴港上市將繼續受益於政策優化和市場追捧，2026年這一優勢將持續顯現。三是香港創科生態的完善。香港加快打造國際創科中心，北部都會區、河套深港創科香港園區等建設有望提速，香港初創企業數量增長和創科產業的興起將對港股構成長期的穩定支撐。

### 美股震盪風險增加

2025年以來，美國股市歷經多次劇烈波動，但整體維持震盪上行的趨勢。支撐美股上行的動力主要有兩大因素，一是股票回購，二是大量優質公司上市，供給端充裕，流動性也有一些支撐。近年來科技股是推動美股走高主要動力，目前美國七大科技巨頭總市值佔美股市場市值的30%以上，漲幅貢獻超過50%。在結構方面看，AI雖有一些潛在的泡沫風險，但對美股仍有溢價效應，比如英偉達、蘋果和谷歌等龍頭企業的股票還有一定韌性，受益於美聯儲減息周期，預計美股整體上仍有樂觀表現。但頭部效應背後，美股上市企業的整體盈利增速仍然偏弱。截至2025年6月末，美國標普500收入增長率為13.58%，而2017至2019年這一平均數值為18.2%。

預期2026年美股仍有上行空間，

但不能忽視震盪波動的風險。關注三大影響變量：一是基本面上。美國聯邦政府「停擺」告一段落，財政擴張政策繼續推行，同時關稅博弈的風險減緩，預計美股整體走勢比較平穩，可能存在階段性調整的空間，龍頭科技企業仍將是驅動美股上漲的主要動力，但美國經濟放緩、通脹黏性及美聯儲減息預期降溫可能削弱美股增長動能。二是AI的投資前景。雖然AI投資規模在加大，然而泡沫風險不可忽視，某些領域的投資「擁擠」以及存在的高估值同樣可能埋伏在泡沫風險中，供應鏈緊張、AI全球競爭等因素都可能引發美股震盪。三是市場結構的變化。隨着一些上市公司「潛力股」更多選擇私有化，以及「隱形冠軍」企業不上市而選擇私募投資，這將對美股構成新的調整，而且美股七大科技巨頭的集中度風險極易誘發更大的震盪。

展望2026年全球資本市場，有兩方面的策略思考：其一，耐心資本的作用凸顯，中長期投資的配置趨勢漸強。雖然全球股市的波動風險上升，但其中孕育的結構性配置機會也在增多，基本面和政策變化帶來的預期共振效應增強，既對全球股市進行壓力測試，也對股市背後的投資者進行韌性考驗，缺乏耐心的資本將可能錯失配置機會，估值較低的「窪地」和「隱形冠軍」企業將有望獲得更多的資金支持，前沿科技投資仍有較大的增長潛能，主要取決於市場流動性以及上市公司自身的財務穩健性。

其二，全球資本市場波動可能仍較大，但上行的機率增加，幅度和節奏或有分化。於相對成熟的美股和日本股市而言，高估值和集中度風險可能增加，尤其是在漲幅屢創新高的窗口期，需要關注可能存在的回調風險。而港股因「A+H」雙平台機制而發揮更加獨特的優勢，估值改善、政策創新及「創科+金融」雙引擎等將推動港股保持市場正循環。而在「十五五」開局，以及金融強國和資本市場高質量發展的戰略引導下，內地資本市場的長期向好有基本面的支撐，A股市場在質的提升將帶來更多的結構性機遇，合理估值、市場信心和流動性、長期資金將形成穩健上升的良性循環。總的來看，建議增配A股和港股，關注其中存在的「結構牛」和「改革牛」，同時謹慎配置處於較高估值水平的美股和日股。

(作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點)

## 高屋建瓴 突破長期增長瓶頸

經營之見 李勤

高屋建瓴(出自西漢·司馬遷《史記·高祖本紀》)，指的是在高屋頂上把水瓶裏的水倒下來，比喻居高臨下，勢不可當。在現代漢語中乃指對事物把握全面，了解透徹。

什麼是「瓶頸」？在一道道工序之中，如果有一道停下來，整體工作便動彈不得，這道工序便是瓶頸。廣義來說，「瓶頸」是一家企業、一個地區進一步前進的關鍵制約因素。領導人高瞻遠矚，能從全面角度規劃增長，站得更高，看得更遠，及時找出及消除瓶頸。

筆者最近閱畢郭平《常變與長春》一書，說的便是任正非帶領華為的變革史，頗有啟發。本文是從此書談起，探討一家企業、一個如何高屋建瓴因勢利導，突破長期增長瓶頸，立於不敗之地。

### 華為發展的啟示

克勞塞維茨在《戰爭論》中講過，「偉大的將軍們，是在茫茫黑暗中，把自己的心拿出來點燃，用微光照亮隊伍前行。」這句話也同樣適用於變革。作為領導人，必須堅定地走在前頭，拿着火炬，牽引變革向前。

任正非高瞻遠矚、早着先鞭。華為自2009年起着手5G研究，累計投入約150億元人民幣用於5G技術與產品研發，目前已具備從芯片、產品到系統組網全面領先的5G能力，是目前全球屈指可數的、能夠提供端到端5G商用解決方案的通訊企業。任正非帶引華為突破瓶頸的故事，企業人可從中得到下列五點啟示：

(1) 任正非提出「正現金流、正利潤流」，乃是一針見血之言，有利潤，才可以累積實力以作長遠發展；有正現金流，才可以確保利潤沒有水分(如呆滯的應收賬)。現金是血液，支撐整個機構運行不息。

(2) 任正非在2011年撰寫一篇《一江春水向東流》的文章，指出「不能只關注內部的建設與運作，要自己放眼外部、放眼世界，要適應外部環境的運作趨利避害。」只有這樣，才可以看到身處波譎雲詭世界中，風暴(即挑戰)及驕陽(機遇)並存。

(3) 郭平指出，未來絕大多數企業是數字化企業，因此早在2016年，華為啟動第二輪公司級(firm-wide)的數字化轉型規劃，來支持華為在數字化時代保持領先。可以看到，數字化是現代企業提升競爭力的必由之路。

(4) 華為重視研發，每年把收入的10%以上投入研發項目，其中30%的經費用於研究和創新。「2012部

門」就是專門從事基礎研究，通過不斷的反覆試驗(trial and error)，找出以創新消除瓶頸的法門。勇於探索，為新產業的必要精神。

(5) 華為用新的眼光審視在新工業時代產生的管理體系，保留有用的、揚棄過時的，實現「熵減」(entropy reduction)，即是在成長階段，通過周全策劃的行動，將混亂的運行程序變得有序。這樣可減少失誤，提升效率。有新洞察、新思想，便得以建立新管理，掌握新技術，擁抱變化，迎向未來。

在現階段，中國正在以5G建構新一代訊息基礎設施，構建智能社會的「神經網絡」，加速互聯網、大數據、AI與實體經濟的深度，開啟萬物智聯新時代。

中國以5G+工業互聯網，讓製造「智能」起來，加快製造業轉型和智能化改造，這樣方能突破製造業瓶頸，在全球競爭中立於不敗之地。中國已能以5G+工業互聯網製造大飛機：首先造好每部分，然後一節一節組裝。中國信息研究院發布的《5G產業經濟貢獻》預測，2020至2025年，中國5G商用將直接帶動總經濟產出達10.6萬億元人民幣，創造超過300萬個就業崗位。

### 構建創科生態圈

土地不足是香港產業發展的瓶頸。有鑒於此，香港的百年大計，是將北部都會區(北都)列為戰略發展區域。北都面積和未來人口約佔全港的三分之一，可提供3000多公頃新發展土地，有助突破這個瓶頸，推動創新科技以至其他產業發展，使香港在未來一段長時間得以達至可持續發展。內地和香港協作，也是突破瓶頸努力的一部分。2025年10月15日，內地領先的智能車企理想汽車，在香港成立境外總部，並以香港為戰略據點，統籌其國際供應鏈的全球化運作及拓展海外業務。這一舉措，同時會為香港的創科生態注入強大生命力。

值得注意的是，只要狀況改變，瓶頸就會移動，因此在界定瓶頸的時候，要抓住「流動」的瓶頸，尤其是曠日耗時的長期專案，須優先處理。即使消除一個瓶頸，以後處理不當，也會產生新的瓶項，例如判斷和裁決延誤、零件交收延誤、整改延誤。因此，消除瓶頸是一個不斷學習的過程，切勿疏忽大意。

一言以蔽之，面對瓶頸，宜積極面對它，想方設法理順它、消除它，這樣便能事半功倍，邁向可持續增長。

(作者為理大工商管理博士、資深金融家)



▲北部都會區可提供3000多公頃新發展土地，有助突破香港土地不足的瓶頸，推動創新科技及其他產業發展。

## 按揭存款掛鈎戶口 擴大收息效果

談樓說按 王美鳳

上兩期分別講及何謂預估物業租值及銀行計算物業租金作為入息的評估方式，以及有關按揭申請注意事項。

不少退休人士買樓收租，籌劃以每月租金幫補生活費用，並且以租金作為申請按揭的入息證明。但需要留意，銀行批出之按揭年期不止受限於樓齡，亦受限於申請人的年齡，銀行可接納之年齡與按揭年期之總和一般不高於75年，個別可達80年，例如60歲退休人士的按揭年期上限一般為15年。現時按揭年期平均達26年，由於退休人士可造按揭年期一般較短，每月按揭供款及所需入息水平便會提高，用家可先了解自身情況計算可造按揭金額。

### 存款額上限為尚餘按揭50%

傳統智慧買樓收租造就「財息兼收」，每月定期享有租金回報，租金亦可以幫助業主支付按揭利息，而買樓後若在樓價處於升軌時造就財富增值。其實，現時銀行流行提供按揭存款掛鈎戶

口優惠，為按揭客戶提供mortgage link高存息戶口，存款息與按揭息一致，例如現時按揭息為3.25%，存款息亦是3.25%，用家將日常儲蓄及備用資金存放於高存息戶口，便可賺取高存息收入，進一步擴大了收息效果，可獲高存息的存款額上限一般為尚餘按揭額的50%。

舉例，剛退休的陳先生58歲，持有現契物業，每月租金收入1.5萬元，現再買入一個500萬元之連租約單位作收租之用，租金亦為1.5萬元，準備承造四成按揭。以兩個單位之租金收入合共3萬元，打八折後2.4萬元作入息計，成功獲銀行批出按揭，還款期達20年，按息為3.25%，月供現時是11344元，租金足以供樓有餘。

陳先生除了以租金供樓外，還將退休金存放於mortgage link高存息戶口，高達按揭餘額之50%享有3.25%存息回報，同步收租收息，又或若以存息收入抵銷按揭利息後，淨按息等同由3.25%降至1.62%。

(作者為中原按揭經紀董事總經理)