



▲本港中小市值上市板塊長期活躍不足，並非企業質量問題，而是市場結構與制度設計問題。

### 經濟觀察家

近年來科技革命加速推進，產業形態持續演進，地緣政治與資本流動不確定性顯著上升。香港如何進一步鞏固和提升國際金融中心地位，不僅取決於市場規模和制度成熟度，更取決於其能否持續孕育新企業、承載新產業、激發新動能。

# 港股市場改革方向探討



港股觀察  
席春迎

香港金融發展局近日發表的《香港資本市場領航之路：超級聯繫者——數碼時代的全球資本樞紐》概念報告，正是在此背景下，對香港資本市場未來發展作出的系統性思考。報告圍繞上市制度優化、流動性提升、創新企業吸納以及中長期市場生態建設提出了一系列具有前瞻性的政策方向，體現了政策研究機構對現實問題的正視與對未來趨勢的把握。

從中小市值上市公司的角度看，這份報告具有重要的標誌性意義：它第一次較為系統地承認，中小企業發展與中小市值板塊長期活躍不足，並非企業質量問題，而是市場結構與制度設計問題。這一認識本身，就是香港資本市場改革的重要起點。

綜合來看，金發局報告在政策方向判斷上是清醒的、務實的，也具有鮮明的時代針對性。報告準確抓住了當前香港資本市場，尤其是中小市值板塊所面臨的三大結構性痛點。

第一，優質創新型中小企業「進不來」。在以盈利能力為核心的傳統上市標準下，大量未盈利、但擁有核心知識產權和技術積累的創新型企業，難以在港獲得早期資本市場支持，只能選擇赴美上市或被併購退出。

第二，大量中小上市公司「留不住、活不起來」。不少企業成功上市後，卻面臨長期成交低迷、融資渠道受限、研究覆蓋不足等問題，上市公司的資本功能未能有效發揮，企業與市場的雙向信心逐步削弱。

第三，市場成交高度集中，資本功能結構性失衡。港股交易量長期集中於市值排名靠前的少數大型公司，中小市值板塊被系統性邊緣化，價格發現、資源配置與風險分散功能明顯不足。

報告提出的一系列政策方向，至少清晰地表明：監管層與政策研究機構已經意識到，問題不在企業本身，而在制度與市場結構。這一判斷，為後續改革奠定了正確的認知基礎。當然，客觀來說當前提出的措施仍以「規則端的鬆綁與修補」為主，距離真正重塑中小市值市場生態，尚有一段現實距離。但必須看到，這正是任何結構性改革所必經的第一步。

### 市場交易結構失衡

制度鬆綁具有現實意義，但仍處在探索階段。首先在完善上市安排方面，金發局報告明確提出，應在現行18A（生物科技）、18C（特專科技）章節基礎上，進一步完善針對未有盈利、以知識產權（IP）為核心的企業上市安排，並反思現行「創新企業」定義是否已滯後於產業現實。這一判斷極具現實意義。

從全球經驗看，IP驅動型企業的價值兌現周期本就較長，往往需要五至六年甚至更長時間才能進入穩定盈利階段。若以傳統盈利或現金流指標作為硬性門檻，香港勢必在吸引新一

代創新企業的競爭中處於劣勢。尤其是在人工智能、Web3、平台整合、流程自動化等新領域，企業價值更多體現在數據、算法、系統能力與生態構建上，這些特徵與傳統製造業或服務業的財務指標並不完全匹配。

從這一角度看，金發局對制度進行反思，釋放出一個重要信號：香港資本市場願意為中小創新企業提供更早期的制度通道。但同時也應看到，目前相關表述仍停留在「研究」、「檢視」、「考慮」層面，尚未形成明確、可量化、可預期的制度路徑。其次在檢討同股不同權（WVR）制度方面，金發局報告提出了多項值得肯定的方向性建議，包括反思現行市值門檻是否過高、探索分行業或分層級的准入機制，以及研究對特定類型企業在投票權比例上的條件性調整空間。

上述建議背後，反映出一個愈發清晰的共識：如果不能在公司治理結構上包容多元模式，就難以留住真正具備長期創新能力的企業。過去一段時間，香港在WVR制度設計上高度強調風險防範，這在特定階段具有合理性。但隨着全球創新競爭加劇，過度保守的制度安排，也可能帶來錯失發展機會的系統性風險。

在所有政策建議中，金發局關於中小市值股票流動性的討論，無疑是最具突破性、也最值得深入討論的部分。

一是，擴大「南向通」至非藍籌公司。報告明確指出，港股成交長期集中於市值排名前150位的股票，大量中小市值公司未能受惠於南向資金。因此，擴大「南向通」適用範圍，有助提升中小股流動性。

這一判斷方向是正確的，但也必須理性看待其局限性。南向資金本質上是配置型、長期型資金，並非以提供即時流動性為主要目標。在缺乏研究覆蓋、做市支持和交易連續性的情況下，即便「可以投資」，資金也未必「願意參與」。因此，擴南向通是必要條件，但絕非萬能藥。

二是，提出「做市商」制度。報告提出，可考慮為中小股份引入類似ETF、窩輪的莊家制（做市機制），由莊家提供流通量，以提升交易連續性。這一建議具有重要現實意義。從市場運行機制看，沒有連續報價，就不可能形成真實定價；沒有定價，就難以形成研究、融資和投資邏輯。

中小市值股票長期交投低迷，本質上反映的是市場微觀結構失靈，而



▲激活中小市值板塊，需要系統性、具執行力的政策工具箱。

非企業基本面問題。金發局首次從機制層面正面承認這一點，是重要突破。但坦率而言，目前仍存在三方面現實空白：誰來做莊家、莊家的激勵機制如何設計、是否有公共或政策性支持資金配合。如果缺乏做市補貼、資本金支持與風險對沖工具，莊家制在實踐中仍可能難以落地。

### 五點制度改革建議

金發局報告提出的短、中、長期發展路徑，在整體結構上是完整且具有戰略高度的。短期階段，開始觸及中小企業上市與流動性問題，這是明顯進步；中期階段，重心逐步轉向私募資產、互聯互通與基建融資；長期目標，則指向打造新一代數碼金融基礎設施和全球資本樞紐。

但從中小市值上市公司的角度看，這一框架中，中小企業仍更多是被納入整體藍圖的一部分，而非被單獨設計的系統工程。這也為行業層面的進一步倡議與行動，留下了現實空間。

基於對金發局報告方向的高度認同，香港中小上市公司協會認為，下一階段改革的關鍵，在於將制度友好轉化為結構支撐，將方向共識轉化為可執行機制。為此，本會提出以下行動建議：

第一，進一步完善面向中小與創新企業的上市制度體系，在18A、18C基礎上，為IP驅動型企業提供更清晰、可預期的制度通道。

第二，系統性推進中小市值股票流動性機制改革，研究設立具明確義務、激勵與監管邊界的中小市值做市制度。

第三，將南向通擴容與流動性支持機制協同推進，避免「可投不可賣」的結構性矛盾。

第四，完善中小市值上市公司上市後融資與研究支持體系，推動形成「可融資、可成長、可被研究」的良性生態。

第五，通過試點方式循序推進改革，以數據評估效果，逐步形成具有香港特色的中小市值市場模式。

總體而言，金發局此次報告，標誌着香港資本市場政策思路的一次重要轉向——從只關注「進場規則」，逐步走向「進場+上市後生態」的系統視角。這一轉向，尤其體現在對中小市值流動性問題的正面回應，值得充分肯定。

但也必須清醒認識到，真正激活中小市值板塊，仍需要更為系統、更具執行力的政策工具箱。規則優化是必要條件，但並非充分條件；沒有資金、做市與研究的協同發力，中小市值公司仍難以形成可持續活力。

在這一進程中，行業組織、市場機構與監管層的協同尤為重要。香港中小上市公司協會將繼續以建設性姿態，積極參與制度研究與實踐探索，與各方共同推動香港資本市場結構性改革不斷深化。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

## 「十五五」力拓生物醫藥 港迎新機遇



創科宇宙  
梁穎宇

中央政府日前公布了「十五五」規劃建議，為國家經濟和社會發展制定中長期藍圖，各行各業均可從中一窺未來發展方向。作為一個長期深耕醫療健康的投資人，筆者很高興看到「十五五」再次明確「支持創新藥和醫療器械發展」，並第一次將生物製造、腦機界面等列入前瞻布局的未來產業，為生物科技和醫療器械發展帶來巨大機遇。

規劃提出，要加強原始創新和關鍵核心技術攻關，採取超常規措施，推動積體電路、工業母機、高端儀器、基礎軟體、先進材料、生物製造等重點領域，關鍵核心技術攻關取得決定性突破，以加快高水準科技自立自強，引領發展新質生產力。同時，規劃提出實施健康優先發展戰略，支持創新藥和醫療器械發展、全方位勾勒出以人民健康為中心的民生保障藍圖。

生物醫藥產業被定位為「新質生產力」的核心領域，官方明確將通過完善政策支持、金融支持和數據應用等，為行業發展提供系統性支持，例如通過研發費用加計扣除、稅收優惠等激勵措施，引導企業加大原始創新投入，並將「AI+醫療」等技術深度融入產業。國家發改委、科技部、藥監局等部委也聯合出台多項支持政策。

各省政府也將生物醫藥納入重點發展規劃，通過專項基金、人才引進計劃等手段，將國家戰略轉化為區域發展動能，形成「中央統籌+地方特色」的協同格局。那麼，在「十五五」規劃中獲支持建設「國際創新科技中心」的香港，又該如何乘勢突破？

香港作為超級聯繫人、超級增值人，除了通過本港平台可協助內地的生物醫藥企業「走出去」拓展國際業務，也不斷將海外相關企業「引進來」，對接本港和內地企業共拓商機。近年特區政府正大力推動本港成為國際醫療創新樞紐，一方面積極改革藥械審批制度，另一方面加強生物醫藥技術研發轉化，為生物醫藥企業創造有利的營商環境，同時協同粵澳推進大灣區科技創新合作，當中包括助力生物醫藥等科技產業升級發展。

近期值得業界關注的發展之一，是香港和深圳以「一河兩岸」、「一區兩園」理念共同構建的河套合作區。河套香港園區處於特殊的地理位置，也獲得專屬的創新便利措施支持，生物醫藥產業是區內其中一項重點發展產業。國家積極擴大內地科研數據跨境至河套香港園區供區內企業機構使用，並有機會允許生物樣本通過合作區跨境流通，對進一步吸引更多海內外企業落戶香港，或加大在香港的投資規模起正面作用。

今年的施政報告中特別提到，將透過河套的「大灣區臨床試驗協作平台」，讓藥企在港深同步開展試驗。同時籌備成立「國際臨床試驗學院」，培育大灣區臨床試驗人才，以及舉辦國際高峰會議和論壇等。目標是吸引更多藥企落戶香港，進行罕見病藥、高端腫瘤藥及先進療法治製品等臨床試驗和治療，同時也會推動大灣區內臨床數據標準化，構建真實世界數據平台，助力藥企更快將創新藥物推向內地和國際市場。再加上，香港擁有良好的貿易網絡、獲國際認可的醫療系統和臨床試驗平台，配以豐富的金融資源，可以預期大灣區的生物醫藥產業將迎來新一輪的合作發展機遇。

### 港簡化藥品註冊上市過程

此外，香港於2023年11月推出新藥審批機制「1+」，簡化內地和海外的藥品註冊上市過程，便利來自內地及各地符合本地醫療需要的新藥來港註冊。隨着香港註冊用藥使用「1+」機制上市，可幫助更多內地創新藥先行落地在香港使用，然後進一步利用在香港上市的往績拓展海外市場。截至2025年9月初，共有14款新藥按此機制獲批准註冊。政府更表明會加快「1+」新藥審批機制，並試行優先審批經醫管局建議能應對治療嚴重或罕見病的創新藥，助力藥企更快將創新藥推向市場。

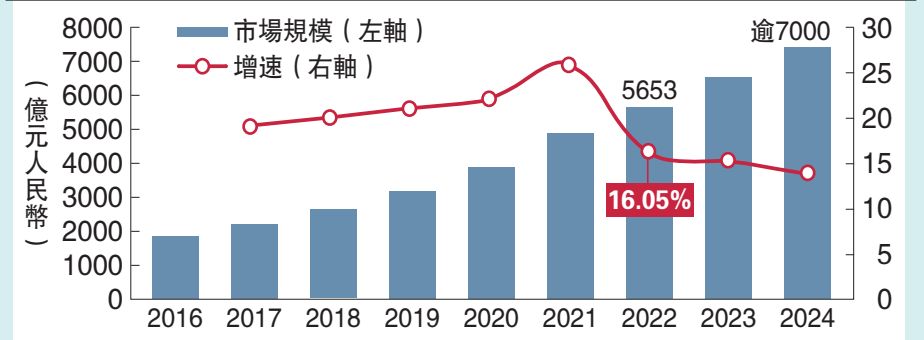
最令人期待的是繼衛生署今年6月正式公布「香港藥物及醫療器械監督管理中心」（簡稱CMPR）成立時間表及新藥「第一層審批」路線圖，今年施政報告中亦提到會於2026年內成立CMPR，並提交規管醫療器械的立法建議，力爭到2030年全面實現新藥械的自行審批。CMPR的成立，不僅是香港打造國際醫療創新樞紐的關鍵一步，也將對內地藥械行業產生深遠而積極的影響。

因為CMPR實施的「第一層審批」機制，其主要功能與職責涵蓋制定法規標準、開展註冊審批、實施上市後監管、促進產業發展和加強國際合作等範疇，將為內地創新藥械開闢更為便捷的註冊通道，加速其成功進入香港市場。憑藉香港作為高度國際化市場的優勢，其認可將有助推內地藥械產品走向更廣闊的國際舞台，同時能夠進一步反哺中國藥品監管水準，打造與世界同步的藥品監管體系。

屆時無論是國內外企業都可考慮利用香港的優勢，配合國家自主研發創新藥的崛起，積極拓展香港和大灣區業務，提升規模和競爭力，並透過專利授權開拓國際市場，為香港帶來極大經濟和戰略機遇。

（作者為創投資者聯盟召集人）

### 中國生物製藥市場規模及增速



資料來源：華經產業研究院

## 集思廣益 有助更好解決問題



樓市新態  
汪敦敬

大埔火災的很多問題大家都檢討過。本欄從另類角度探討，火災令筆者最感困惑的地方，好像多個方面都出現錯誤，包括建材、消防設施、警鐘、防火門、發泡膠板「封窗」、工人在地盤範圍吸煙。如果屬實，的確是問題處處，即使有投訴，但問題始終沒有解決。

筆者認為這是我們應該深思的地方。這是港人的價值觀出了問題嗎？我想在這方面探討一下。上世紀70年代的不少工廠，後期以電子業為主，而當時香港在世界電子業首屈一指的就是QC（Quality Control，品質控制）。香港的QC最好，QC文化滲透到社會，令社會有高速面對及解決問題的習性，港人不單只醒目、更高效高，最主要就是快速解決問題。

但這種高速解決問題的QC文化，近二十年已經日益被投訴文化取代。於是投訴越來越多，不知不覺入了誤區，很多問題即使多次投訴仍沒有解決，這值得深思。

筆者聯想起日本前首相安倍晉三遇刺身亡一事，當時隨行保鏢在黃金兩秒內沒有好好去保護他。又令筆者想起美國總統遇刺，有關的特勤人員有較快的反應，經典場面是前總統里根遇刺時，特勤人員快速反應保護了他。我想指出的是，舒適令人失去警覺，美國特勤的反應快，相信與當地槍械普及有關，他們的警覺性較高。此外，筆者本人亦檢討過，近年不太重視走火警演習，乘坐郵輪時更是對走火警演習馬虎了事，這是我們值得深思的問題。

說QC文化是香港的象徵，發展到現代，QC文化普遍比以前弱化了，很多電子產品遇上故障時多傾向換新機，其實是放棄找出問題根源的機會。筆者想從價值觀念及危機感培養方面去探討，認為政府應重新整頓面對問題的態度，無論面對危機、投訴，還是重振香港經濟。宏福苑事件帶出了警號，我們暫時不要將責任放在某個環節或者行政角色上，政府要集思廣益，市民要多提供意見，支持政府去檢討和解決問題。

（作者為祥益地產總裁）