



香港繼續發揮連接內地與全球資本的橋樑作用，進一步強化國際金融中心的定位。

經濟觀察家

全國兩會期間，中國證監會主席吳清在記者會上透露，目前A股總市值已超過110萬億元（人民幣，下同）；「十五五」期間將進一步完善中國特色穩市機制；在強化監管執法和投資者保護的基礎上提升上市公司可投資性；同時將在創業板增設一套更加精準、更為包容的上市標準。

加快改革 兩地股市互補共進



席春迎

上述表述不僅涉及具體制度安排，更釋放出內地資本市場下一階段改革的重要方向。特別是創業板上市制度的進一步包容化，被視為內地資本市場制度適配「新質生產力」的重要一步。與此同時，一系列改革也引發市場關注：在內地資本市場制度持續優化的背景下，香港資本市場將面臨怎樣的挑戰與機遇？

從更宏觀的視角來看，這一問題不僅關乎企業上市地的選擇，更涉及內地資本市場體系的整體結構，以及香港在其中的長遠定位。

內地提升直接融資比重

在過去較長的時期內，內地經濟的融資結構主要依賴銀行信貸體系。企業發展往往通過銀行貸款獲得資金支持，而資本市場更多承擔融資補充的角色。但隨着經濟結構轉型升級，資本市場在資源配置中的作用正日益凸顯。

一方面，科技創新企業往往具有研發投入高、盈利周期長的特點，更適合通過股權融資支持其成長。另一方面，資本市場能夠通過市場化定價機制，引導資金流向更具成長性的產業領域。因此，資本市場正在逐步成為連接科技創新與產業升級的重要平台。

吳清在講話中特別指出，股市「風向標」的作用將更加凸顯。這意味着資本市場不僅是企業融資的重要渠道，也將成為觀察內地經濟結構變化的重要窗口。在談到資本市場監管時，吳清強調，監管執法和投資者保護是中證監的核心職能，「不能削弱、只能加強」。同時，在狠抓上市公司信息披露真實性的基礎上，還要進一步提升上市公司的可投資性。

所謂「真實性」，主要針對長期困擾資本市場的一些頑疾。例如財務造假、信息披露失真、違規變更募集資金用途等問題。這些行為不僅損害投資者利益，也削弱資本市場的公信力。因此，監管部門提出將進一步加大財務造假查處力度，並對配合造假的第三方機構實施一體化打擊。

與此同時，「可投資性」成為近年來資本市場改革的重要目標。長期以來，內地資本市場存在融資功能較強、投資回報相對不足的結構性問題。部分上市公司分紅比例較低，治理結構不夠完善，導致投資者長期持有意願不足。

因此，通過提升上市公司質量、完善分紅機制、強化公司治理，逐步提高資本市場的投資價值，成為監管改革的重要方向。

此次最受市場關注的改革之一，是創業板將新增一套更加精準、更為包容的上市標準。在全球科技創新競爭日益激烈的背景下，傳統上市制度往往難以完全適應科技企業的發展特點。科技企業普遍具有研發投入大、盈利周期長的特徵，如果過度強調短期盈利能力，可能會限制創新企業進入資本市場。因此，新制度提出的

「精準」和「包容」具有明確含義。

所謂「精準」，是指上市評價體系將更加貼近新產業、新技術企業的實際情況。未來對企業的評價可能更加多元，不僅關注盈利水平，也會考慮企業的市值規模、營業收入、研發投入以及技術創新能力等因素。

而「包容」則意味着對企業成長階段的理解更加寬鬆。部分尚未實現穩定盈利、但具有較強技術潛力的企業，也可能通過新的制度安排進入資本市場。

這一改革方向與國際資本市場的一些制度安排有一定相似性。例如美國納斯達克市場以及香港交易所近年推出的相關制度，都在嘗試通過更加靈活的上市標準支持科技企業成長。

吳清在記者會上還提到，將進一步拓展私募股權和創業投資基金的多重退出渠道。這一政策同樣具有重要意義。

科技創新生態的發展離不開風險投資的支持，但創投行業的健康發展又高度依賴退出機制。如果退出渠道不暢，資本進入創新領域的積極性就會下降。近年來，內地創投行業規模不斷擴大，但在退出環節仍然面臨一定挑戰。例如IPO審核周期、併購市場活躍度以及二級市場減持機制等因素，都會影響創投機構的退出效率。因此，通過完善多層次資本市場體系、優化併購重組制度以及推動私募股權二級市場發展，將有助於形成「投資—成長—退出」的完整循環。

香港完善資本市場結構

在內地資本市場制度持續完善的背景下，香港自然也會受到一定影響。部分原本可能選擇在香港上市的科技企業，未來或考慮在A股上市。尤其是在半導體、新材料、高端製造等領域，內地投資者對相關產業具有較高認知度，因此部分企業可能更傾向於在本地市場融資。

但從更長遠的角度看，這一變化並不會削弱香港資本市場的核心地位。香港市場的獨特優勢並不要體現在上市門檻，而在於其國際金融中心的地位。

首先，香港擁有高度國際化的投資者結構。大量全球主權基金、養老基金以及國際資產管理機構長期參與香港市場投資，使其具備全球資本配置能力。

其次，香港市場具有較強的國際定價功能。許多大型內地企業在香港上市後，其估值往往由全球投資者共同決定，這一點在亞洲其他市場中較為少見。

再次，隨着內地企業「走出去」步伐加快，愈來愈多企業需要一個能夠連接國際資本市場的平台。在這一過程中，香港依然具有獨特優勢。

在新的制度環境下，香港資本市場也面臨自身結構性的挑戰。其中較為突出的問題，是中小市值上市公司的流動性不足與市場關注度偏低。

目前港股市場約有2600多家上市公司，其中相當一部分企業市值較小、成交量有限。大量公司長期處於低交易量、低研究覆蓋、低估值的狀態，一些企業在上市之後難以獲得持

續的市場關注，資本市場對其融資與發展的支持功能也隨之減弱。

從某種程度上看，這一現象已經形成港股市場的一個結構性問題。對於不少企業而言，如果上市之後長期缺乏流動性與估值支持，資本市場的價值將難以充分體現，這也在一定程度上影響了部分企業對上市地點的選擇。因此，如何改善中小市值上市公司的市場生態，提升整體市場活躍度，已經成為香港資本市場未來需要面對的重要課題。

近年，香港已經在上市制度方面進行了多項改革。但與內地資本市場正在推動的新一輪制度改革相比，香港市場仍需要在資本市場結構層面進一步完善。特別是在創業板（GEM）及中小市值公司市場的定位與功能方面，仍有較大的改革空間。

從國際經驗來看，一個成熟的資本市場往往具有清晰的多層次結構。例如，美國市場形成了紐約證券交易所與納斯達克等多層次市場體系，而內地則通過科创板與創業板改革逐步完善多層次資本市場結構。相比之下，香港資本市場在主板之外的成長型市場功能仍有待進一步強化。

因此，未來香港可考慮從建立更加清晰的多層次資本市場體系入手，進一步完善不同板塊之間的功能分工，使資本市場既能服務大型企業，也能支持中小型創新企業的發展。其中一個值得重點研究的方向，是如何激活香港存量上市公司資源。如果能夠通過更加市場化的制度安排，鼓勵產業整合與跨行業併購重組，將有助於提升市場整體活力。

例如，可以進一步優化併購重組制度，鼓勵優質科技企業與上市平台進行產業整合，支持內地及香港本地的科創企業通過併購方式進入資本市場。這不僅能夠為創新企業提供新的融資渠道，也有助於盤活部分沉寂的上市資源。

樹立分工協同格局

從更宏觀的角度看，內地資本市場體系未來可能逐漸形成更加清晰的分工與協同格局。A股市場將更加側重服務本土產業升級，特別是先進製造業、戰略性新興產業以及硬科技領域的發展，成為支持內地科技創新與產業升級的重要融資平台。而香港市場則可以進一步強化其國際金融中心的定位，繼續發揮連接內地與全球資本的橋樑作用，在企業國際融資、跨境併購以及全球資產配置方面承擔更重要的角色。

這種分工並非簡單的競爭關係，而更像是一種互補結構。內地資本市場為企業成長提供基礎平台，而香港資本市場則為企業國際化發展提供更廣闊的舞台。隨着內地資本市場體系的不斷完善，香港資本市場也需要在新的制度環境中進一步明確自身定位。通過完善多層次資本市場結構、激活中小市值公司生態，以及推動產業併購整合，香港完全有條件進一步提升市場活力，鞏固其國際金融中心地位。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

外貿強韌 支持「十五五」經濟開好局



陶川

民生國計

1至2月中國進出口以兩位數增速閃耀登場，印證了開年外貿的強現實。但更重要的是，這一超預期下的強現實將如何演繹？筆者認為除了季節性因素之外，海外資本開支周期、區域開拓，以及光伏出口退稅下的搶出口則是三個額外支撐。

從縱向看，儘管存在春節因素的擾動，但對比歷史同期，1至2月出口增速（21.8%）在近十年間僅略低於2018年和2021年，處於季節性高位；從橫向看，1至2月中國出口相較韓國、越南等主要出口國家的高增長同樣「不落後風」。

筆者此前曾發布研究報告提示，今年「出口進」是貫穿宏觀經濟的核心線索之一，1至2月出口的亮眼表現已對此形成初步印證。但在閃耀的開年數據映射下，今年出口究竟能「進」到什麼程度？

開年出口強勁的背後，存在春節錯位效應的短期擾動。從歷史經驗來看，由於製造商通常會在春節前加大出口，因此春節時點靠後往往會抬高1至2月出口、壓低3月份出口表現。今年春節較去年延遲近20天，進一步推動了1至2月企業的搶訂單行為。

除了季節性因素以外，還有哪些不尋常的因素支撐出口的高增？

其一，出口的強勢表現與海外資本開支周期形成強映射。年初以來全球主要經濟體製造業景氣度普遍改善，全球製造業PMI（採購經理人指數）一度躍升至51.9。主要經濟體如美國、歐元區等均重回榮枯線以上，外部需求回暖趨勢清晰，對中國出口形成明顯帶動，

這一點從年初韓國出口的亮眼表現也能得到印證。

其二，企業訂單加速轉移新興市場，對非洲出口再度領跑。1至2月對非洲出口增速接近50%，僅略低於去年9月的階段性高位，成為中國出口重要增長極；同時，以東盟、中國香港為代表的轉口貿易以及歐洲市場均保持兩位數高增長，共同構成年初出口的核心拉動力。

其三，光伏出口退稅取消或拉動部分行業「搶出口」。受4月光伏出口退稅政策調整預期影響，企業存在一定提前出貨行為，帶動1至2月新能源汽車、電力電子相關設備、塑料玻璃等相關產業鏈出口明顯走強。

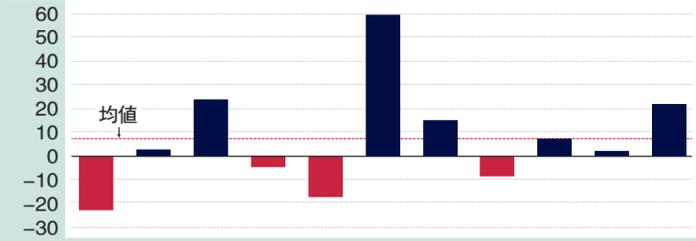
內需呈現修復態勢

相對出口的強勁，進口同樣「不落後風」，反映內需存在一定修復態勢。雖然1至2月進口增速靠前的產品仍然主要以自動數據處理設備、集成電路等高新技術產品和機電產品為主，科技屬性更高，但傳統內需和資源品進口增速也在逐步回溫。而且從量價上來看，相對去年，鐵礦砂、原油、褐煤等多數產品進口數量同比增速出現改善，不完全是價格拉動，這意味着內需呈現一定修復態勢，不過整體增速依然略弱於出口。

往後看，在出口強於進口的背景下，高貿易順差格局有望延續。這一方面有望為「十五五」開局下的經濟增長提供平穩支撐；另一方面，經常賬戶順差的高增也將為匯率提供堅實基本面支撐，帶動人民幣升值。

（作者為國聯民生證券首席經濟學家）

中國今年首兩月出口表現強勁



資料來源：iFind、國聯民生證券研究所

AI時代打工人 更需一顆上進心



汪敦敬

樓市新態

人工智能（AI）如何影響人生？特斯拉創辦人馬斯克說：「在未來20年內，AI將使人類最終不用工作，隨着生產力提升，工作將變成一種自由選擇。」英偉達行政總裁黃仁勳認為：「AI將提升生產力，使人類進入史上最忙碌的時代。」筆者不認同馬斯克的說法，反而覺得黃仁勳的觀點比較切合現實。

當年電腦時代來臨時，很多人認為從此文字處理的工作會大減，結果是做得更多。網上年代來臨之後，我們寫短訊和帖文遠比用紙筆時多無限期。筆者認為未來人們通過AI的競爭會更激烈，被動的勞動者更加容易被淘汰，主動的勞動者做的會更多、賺的錢亦會更多。人與人之間的工資會拉開距離，因為每個人AI的使用能力不同，所以工資回報是不同的。

技能為本培訓 提升競爭力

適逢財政預算案宣布將再培訓局升格為技能提升局，特區政府希望再培訓局大力提倡AI，提供包括AI應用的各類「技能為本」培訓，提升本地勞動人口的競爭力。日前，筆者聽到僱員再培訓局（ERB）主席黃傑龍在員工新春聚餐的演講，黃傑龍提及使用AI的同時亦要配合「上進心」，我非常認同，特區政府是應該趁AI年代來臨，重整港人的上進心。

根據歐盟統計局的數據，法國的人均國民財富已連續三年低於歐盟平均水平，甚至低於塞浦路斯。德國總理默茨在拜訪過中國機械人企業之後，回到德國表示：「德國生產力不行了，看看中國有多努力」，他並認為所謂的「工作與生活的平衡」和每周四天的工作制，已經無法維持德國的長遠的繁榮。太安逸的生活會令人的競爭力下降。

筆者認為躺平和「Hea」的生活模式，令港人進入放縱年代，以上模式不是沒有好處的，但需要平衡競爭力，筆者同意員工有更多假期、大量減少加班，甚至減少工作時間及提高上班的彈性，但問題出在工作態度散漫，失去了正常的競爭力，我們必須要平衡競爭和生存。

「返幾多工」並不重要，講究的是辦公時間內的效率和競爭力。否則，我們正步入西方社會衰弱的後塵。筆者非常同意，在打造AI時代的同時提倡上進心，是精明的做法。當然，特區政府運用再培訓局去推廣AI進入生活，這個方法亦是相當聰明的，因為再培訓局本來就是一個成功的成人教育系統，它包括了約80間培訓機構。即是說，這是一個很強大及深入民心的教育系統。

筆者不敢說香港AI化是否可以與內地一些做得好的城市相比，但起碼假以時日，我們是可以勝過西方國家的，AI將是港人的強勁武器，希望大家趕快改變，提高競爭力！

（作者為祥益地產總裁）



AI發展速度極快，適當利用有助提升生產力。