



▲香港必須完成一次關鍵性轉型，從國際金融中心升級為國家產業資本中樞。

經濟觀察家

本專欄在3月18日《港當產業資本平台 服務國家所需》(刊A14版)一文中，筆者提出，香港資本市場正從傳統融資平台，逐步轉向服務國家產業升級的產業資本平台。這一判斷，基於全球資本邏輯的深刻變化，也源於國家「十五五」發展階段對資本市場功能的新要求。

# 提高資本市場功能 助產業升級



港股觀察 席春迎

如果進一步從市場結構出發審視，可以看到一個更加緊迫且具有決定性的現實問題：香港當前最大的短板，並不是缺乏資金，而是資本無法有效進入中小企業。這一問題，不僅關乎市場效率，更關乎香港在國家發展大局中的功能定位。如果不能正視並解決這一結構性矛盾，香港作為國際金融中心的既有優勢也將逐步弱化。

長期以來，香港資本市場以高效率、開放、國際化著稱。但在當前的階段，其結構性分化日益明顯。一方面，大型藍籌公司依然能夠獲得充足流動性與全球資本配置；另一方面，大量中小市值上市公司卻逐漸陷入交易萎縮與估值壓縮的困境。市場呈現出明顯的「頭部集中、尾部失血」格局。

這種失衡主要體現在幾個方面：首先是流動性持續下滑。大量中小市值公司日均成交低迷，交易活躍度不足，市場難以形成有效價格發現機制。其次是估值長期偏低，即使具備一定產業基礎與成長潛力，也難以獲得資本市場認可。再次是融資功能弱化，由於股價與流動性不足，企業難以通過增發或併購支付等方式進行資本運作。最終，這種局面反過來制約企業發展，使其難以實現規模擴張與產業升級。

從本質上看，這並不是單一公司的問題，而是一個系統性結構問題：香港資本市場的「中段層級」，正在逐步失去功能。而這一層級，恰恰是連接資本與產業的關鍵橋樑，是承載科技創新與新質生產力的重要載體。

要理解這一問題，必須回到更宏觀的背景。當前，全球資本市場正在經歷一輪深刻重構。資本不再僅僅服務於交易與流動性，而是逐步成為產業組織與資源配置的核心工具。這種轉變至少體現在三個方面：一是資本驅動力由交易邏輯轉向產業邏輯，資金不再單純追逐短期波動，而更關注長期產業價值與技術能力；二是資本市場功能由價格發現轉向價值創造，資本不僅反映價值，更參與價值形成過程；三是資金結構由短期資金轉向長期資本，產業投資、併購基金與長期資金逐步成為市場主導力量。

## 設跨行業併購試點

在此趨勢下，人工智能、新能源、高端製造、生物科技等領域，成為全球資本配置的核心方向。同時，併購整合逐漸取代單一IPO，成為企業成長與產業升級的主要路徑。在此背景下，如果香港仍然停留在以IPO為核心的融資市場定位，將難以適應新的全球競爭格局。

基於上述變化，香港必須完成一次關鍵性轉型：從國際金融中心升級為國家產業資本中樞。這一轉型的關鍵，不在於增加資金規模，而在於重構資本市場的三項核心能力。首先是資本配置能力。香港需要

從被動撮合交易，轉向主動引導資本進入中小市值與科技企業，特別是具備產業升級潛力的公司。同時，應通過引入長期資金，優化資金結構，並借助數據與人工智能手段，提高對企業價值的識別與定價能力。

其次是產業整合能力。香港應成為全球產業併購與重組的重要樞紐，通過上市公司這一平台，推動傳統產業與科技能力融合，實現跨行業、跨區域整合，使到原有低增長資產逐步轉化為具備新質生產力特徵的發展平台。

再次是市值放大能力。香港需要從單一價格發現機制，轉向「價值發現—價值創造—價值放大」的系統體系，通過長期資金參與、產業整合與信息透明度提升，使企業價值能夠在資本市場得到持續體現。

而这三項能力的現實承載主體，正是中小市值上市公司。這些企業既是市場結構的主體，也是資本放大的關鍵空間，更是產業整合最具彈性的載體。因此可以明確判斷：不解決中小市值問題，就無法重構香港資本市場；不重構資本市場，就無法實現香港角色升級。

要解決中小市值公司困局，關鍵在於建立可操作的制度機制，而非停留在宏觀倡議層面。其中，最具現實意義的路徑，是以併購重組為核心，推動市場結構重構。

筆者建議，在香港資本市場探索建立「跨行業併購重組試點機制」，在監管可控前提下，為中小市值上市公司提供更具彈性的制度空間。通過優化併購審批流程、明確監管邊界，並為創新型交易提供合理的試錯機制，使併購成為推動產業升級的常態化工具。

該機制的重點在於三個方面：一是推動傳統產業通過併購引入人工智能、數字化與智能製造能力，實現業務結構升級與效率提升；二是推動行業內部整合，提升產業集中度與規模效應，使分散結構逐步向集約化發展；三是利用香港制度優勢，強化內地與國際資源協同，構建具備全球配置能力的產業平台。

與此同時，應配套完善併購融資支持機制，引導銀行與基金參與產業整合；優化信息披露與審核流程，提高制度確定性；並建立風險可控的容錯機制，使創新能夠在邊界清晰的前提下穩步推進。

通過上述制度安排，香港資本市場有望從單一融資平台，轉向以產業整合為核心的動態結構優化體系，從根本上改善中小市值公司的流動性與估值問題。

## 完善市場協同機制

制度設計如果缺乏載體，往往難以真正落地。因此，在推進香港資本市場結構性重構的過程中，有必要同步構建與之匹配的組織與平台體系，使到資本、產業與市場形成穩定的協同機制。

首先，應探索建立面向中小市值

上市公司的系統性培育與支持機制。不同於傳統意義上的企業輔導，這類機制應以產業導入、併購整合與市值提升為核心內容，圍繞企業發展全周期提供持續支持，形成從「價值識別」到「價值放大」的完整路徑。通過制度化、體系化運作，逐步培育一批具備產業整合能力與資本運作能力的中堅上市公司，從而帶動市場整體結構優化。

其次，有必要推動建設服務資本市場的基礎性平台體系。該類平台不應僅承擔信息發布功能，而應具備多維度能力，包括項目篩選、資本對接、風險識別及市值管理支持等，從而提升資本與產業之間的匹配效率。特別是在中小市值領域，通過數字化與智能化工具的引入，可以有效彌補信息不對稱，提高資源配置效率。

在實踐層面，市場中已有部分探索可供參考。例如，圍繞中小上市公司發展所形成的行業組織，以及結合人工智能技術構建的資本市場服務平台，均在一定程度上嘗試打通企業與資本之間的連接路徑。

以香港中小上市公司協會為例，其圍繞中小市值上市公司群體，持續推動企業之間、企業與資本之間的交流與協同，嘗試在產業對接、併購整合及市值管理等方面形成組織化支持機制。同時，類似「AI港股通」等以數據與智能技術為基礎的服務平台，也在探索通過項目篩選、資本匹配及風險識別等功能，提升資本市場運行效率，降低信息不對稱。此類探索雖仍處於發展階段，但已初步顯示出一種趨勢：通過組織化與平台化方式，可以逐步打破原有分散、低效的市場結構，使資本、產業與信息之間形成更高效的聯通機制。

## 改善中小市值公司結構

總體而言，只有在制度設計與平台建設協同推進的情況下，香港資本市場才能以個案驅動為主，逐步過渡到以體系運作為基礎的長期發展模式，從而真正實現中小市值公司結構性問題的改善，並支撐其向產業資本中樞的角色轉型。

香港正在處在一個關鍵的歷史節點。未來的發展，不取決於是否擁有更多的資金，而是取決於資金是否能夠進入產業；不取決於上市公司數量，而取決於這些公司是否具備持續成長能力。

如果中小市值公司問題長期得不到解決，香港資本市場將逐步失去產業基礎，其國際競爭力也將會受到削弱。反之，如果能夠通過制度創新與機制重構，打通資本與產業之間的連接路徑，香港完全有可能成為國家產業資本的重要中樞，並在全球資本體系中佔據關鍵位置。

可以用一句話概括：香港未來的競爭力，不在於能否融資，而在於能否把產業變成資本，並把資本再轉化為產業。

(作者為香港中小上市公司協會主席)

# 美元信用褪色 黃金長遠看漲



國金視野 宋雪濤

3月以來，黃金價格快速回調，不免讓市場回憶起1月底的「沃什交易」，但1月底的調整是高擁擠度背景下，因遠端縮表預期發酵導致的集中平倉。而本輪金價劇烈調整前，隱含波動率已脫離極端高點，宏觀變量成為金價的主導。

本輪金價調整，起初是美伊戰爭爆發，石油和美元大幅走強引發的流動性緊縮預期。美國作為第一大石油生產國和淨出口國，油價上升讓美元相較於非美貨幣被動地獲得了溢價。同時，來自中東和亞洲市場的避險需求也讓離岸美元流動性收緊。之後，油價持續高位引發輸入性通脹擔憂，央行和期貨市場修正利率預期，美債利率的上移，讓黃金的投機客迅速撤退。

從上世紀70年代兩次石油危機的經驗來看，當經濟陷入滯脹環境，即便政策利率相應抬升，黃金依然總體趨勢上漲。世界黃金協會的資金流數據統計也顯示，當市場滯脹預期上升時，市場對於黃金的平均需求為正。本輪市場在劇烈的預期修正中集中定價「漲」，卻忽略了「滯」的壓力，因此黃金階段性出現了大幅回撤。

但也需注意到，當前美國經濟增長乏力，高油價或加速衰退的到來。不同於2020至2021年的滯脹環境，彼時美國為應對疫情推出的超大規模財政與貨幣刺激，積累了過剩的私人部門購買力，這與後來的俄烏衝突一道，從供給側和需求側共同推高了通脹，形成了更強烈的加息預期。

現如今，儘管有人工智能(AI)相關投資的支撐，但中下層居民的痛苦並不能被AI投資所掩蓋。今年1月，美國私人耐用消費支出增速回落至1%。2025年首三季度，AI相關產業對實際GDP增長的貢獻率達37%，高於2024年同期水平，同期實際GDP增長率為2.1%，若剔除AI產業貢獻僅為1.5%。

就業市場也存在更大下行風險。2022年3月，美國每一個失業人口對應2.03個空缺崗位，如今已低於1個，失業率也較2022年高出近一個百分點。2022年非農就業月均增37.7萬人，去年6月至今則月均少3600人。此外，AI可替代的低技能崗位裁員風險也存在。

可以說，在本輪美伊戰爭前，美國經濟已經露出「滯」的跡象。在此背景下，高油價引發供給衝擊，再導致運輸、物流等領域供應鏈成本上漲，企業

利潤壓縮、工廠停工、工人失業，則美國居民購買力可能進一步下降，衰退將更快到來。

即便油價處於高位，美聯儲仍可能重新評估衰退風險，並思考增量流動性的必要性。經濟停滯和資本市場下行的兩重逆風下，不排除美聯儲重新減息或者擴表救市的可能性。這種因衰退導致的流動性預期差，可能使一部分黃金投機客重返市場。

## 美軍費擴大 財政失序

美伊戰爭短期內並未結束，甚至演繹成長期化，於美元信用不利。

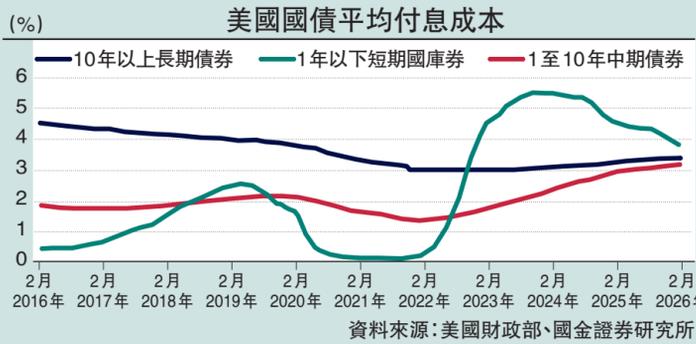
第一，從美國此次戰爭的影響力來看，不但北約成員國等響應力非常有限，且美國面對一個被經濟制裁長達40年的對手，沒有顯示出軍事上壓倒性的優勢，甚至在一些領域遭到非對稱打擊和消耗。短期內，特朗普不僅沒能實現顛覆伊朗現有政權的軍事目標，也沒能有效保護其海灣國家盟友，甚至自身處在一個進退兩難的尷尬局面。如果不能漂亮地獲勝，對美國就等於失敗，美國會喪失一部分中東地緣影響力，以及建立在軍事實力之上的美元霸權。

第二，伊朗的反制措施——封鎖霍爾木茲海峽，長期來看可能破壞「石油—美元」鏈條。過去幾十年中，海灣國家通過霍爾木茲海峽運輸石油出口賺取美元，再投向美股和美元資產獲取收益，但該鏈條當前遭遇了前所未有的未知性。若美國遲遲未能以控制海峽或其他方式奪回原油的定價權，將降低美元資產對中東資金的吸引力。

第三，利率上升還阻礙到特朗普第二任期的最核心議題——化債大計。截至2026年2月底，美國存量長期國債的平均付息成本為3.38%，較一年前上升了0.14個百分點，高利率的滯後效應仍在顯現。若美國因戰爭擴大軍事開支，進而加速財政赤字擴張，美元信用的褪色終會被市場計價。

未來將會出現一個對黃金有利的新故事。短期關於黃金投機流動性的泡沫出清，反而讓未來的上漲更安全。美元信用的定價往往需要催化劑，2022年2月「對俄羅斯技術性違約」、2024年11月「海湖化債框架」、2025年4月「對等關稅」猶在眼前。這一輪美國在中東軍事上的持久戰，是美元信用的第四次消耗戰。當市場開始定價輸掉中東戰爭是美國綜合國力由盛而衰的標誌，黃金將攀上下一個高峰。

(作者為國金證券首席經濟學家)



# 買「磚頭」避險 大手客頻掃貨



樓市智庫 陳永傑

近期本港股市與樓市走勢兩極化。受中東局勢升溫影響，環球股市波動加劇，港股亦難獨善其身。雖然外圍不穩，但香港樓市因具備穩定性及資產保值特質，成為其中一個避險選擇。本港樓市持續向上，市場氣氛未受太大衝擊。

樓市持續升溫，一手市場更成為兵家必爭之地。新春過後，小陽春勢頭延續，買家入市意欲持續升溫。3月份有多達8個新盤公布首張價單，較去年同期僅一個新盤大幅增加7倍。

## 個別新盤投資者佔半

發展商爭相推盤，務求在旺市分一杯羹，並針對不同客群設計銷售策略，更推出「層購」安排，吸引投資者



▲香港樓市持續向上，未受外圍影響。

及超級大手客入市。部分新盤投資者比例更超過一半，甚至高達七成，反映市場不僅受自住需求支持，亦掀起近年難得一見的投資熱潮。

投資者重返市場，帶動公司名義入市個案顯著上升。據中原地產數據，今年首季以公司名義購入新盤單位的宗數，較去年同期大升近五成，創14年的季度新高。

不過，目前公司客比例仍然不算高，只佔整體約4%。回顧過去一輪樓市投資周期，2005至2012年間樓市曾出現長達8年的投資熱潮，公司客比例一度升至兩成，即平均每十個買家，就有兩個是公司客。其中，2005年最火熱，全年逾1.5萬宗一手交投中，公司客佔逾3200宗。但其後政府推出多項辣招，包括公司名義入市須支付高達三成辣稅，以及額外印花稅限制短期轉售，令投資者幾近絕跡，公司客比例曾跌至約1%，其中2023年公司客成交更只有數十宗。

以公司名義買賣樓宇在市場上十分普遍，尤以投資老手為主。公司持有物業可提升私隱度，避免個人資產過度曝光；同時能集中管理多個物業，方便統一部署及財務安排。政府放寬按揭成數至七成，公司名義買樓同樣受惠。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)