



▲進入人工智能時代之後，全球資本市場不再只是融資平台，而是正在成為科技創新、產業升級與國家競爭力的重要基礎設施。

經濟觀察家

在香港第一個五年規劃的整體框架中，如果說算力是未來生產力的底座，產業是承載新質生產力的主體，那麼資本市場就是決定資源配置效率與產業成長速度的核心操作系統。

過去數十年，香港資本市場之所以能夠成為國際金融中心，本質上在於其高度開放、高度國際化以及強大的融資能力。但進入人工智能時代之後，全球資本市場競爭的核心邏輯正在發生變化：資本市場不再只是融資平台，而是正在成為科技創新、產業升級與國家競爭力的重要基礎設施。

破解港股中小市值公司陷阱

——香港五年規劃戰略抉擇(四)



港股觀察 席春迎

本輪全球競爭中，誰能夠率先構建適應人工智能時代的新型資本市場體系，誰就更有可能掌握未來產業的話語權、估值權與資源配置權。而香港當前面臨的核心問題，並不是缺少資金，也不是缺少上市公司，而是資本市場結構與未來科技產業發展之間，已經出現了明顯錯位。

2025年以來，香港IPO市場重新回到全球第一，融資規模超過2800億港元，表面上看，香港資本市場依然繁榮。但如果把視角從「融資增量」轉向「存量結構」，另一幅圖景便會出現。截至目前，香港超過75%的上市公司市值低於50億港元；約60%的上市公司市值低於10億港元；接近50%的上市公司市值低於5億港元；低於1億港元的公司接近20%。與此同時，大量上市公司長期成交低迷，甚至全年成交金額只有幾十萬港元。

這意味着什麼？香港資本市場已經出現明顯的「結構性失靈」：一方面，大量中小上市公司失去了融資能力、併購能力與成長能力；另一方面，香港又缺乏足夠適合中早期科技企業成長的資本市場層次。結果就是：優質科技企業上不了市；存量上市公司活不下去；資本無法有效支持產業升級；大量市場資源長期沉澱。

從更深層次看，這實際上已經形成了一種典型的「中小市值公司陷阱」。企業完成上市之後，原有依賴融資驅動的增長邏輯開始失效，但新的增長結構尚未建立；市場流動性不足進一步壓低估值；估值下降又削弱融資與併購能力，最終形成負循環。

因此，香港當前真正需要解決的問題，並不是「如何讓更多企業上市」，而是如何讓資本市場重新具備支持科技產業成長、產業整合與結構升級的能力。

過去的資本市場，更像一個「交易市場」。未來的資本市場，則必須成為「產業操作系統」。因為人工智能時代的產業競爭，本質上已經從單一企業競爭，變成了技術、算力、數據、資本、產業鏈與場景之間的系統性競爭。而科技金融的核心，不是簡單給科技企業融資，而是通過資本市場，把科技創新轉化為產業能力，再進一步轉化為全球競爭力。這意味着，資本市場必須能夠識別科技、理解科技、支持科技並最終放大科技。

放寬跨行業併購限制

但香港現有資本市場體系，仍然更多停留在傳統金融邏輯。當前大量規則仍然圍繞盈利能力、歷史現金流、穩定經營、傳統財務指標展開。

而AI時代真正有價值的企業，往往在成長初期：沒有穩定利潤、研發投入極高、現金流承壓，但卻擁有極強的未來產業價值。如果資本市場無法識別這些價值，那麼香港將很難真正成為全球科技資本中心。

在筆者看來，香港資本市場必須完成以下結構性改革：

首先是重構創業板，從邊緣市場變成科技成長市場。香港創業板長期以來最大的問題，不是企業質量不行，而是定位模糊、流動性不足、制度吸引力弱。未來創業板須徹底重構。定位不應再是「主板預備隊」，而應成為「香港版科技成長板」。

改革核心方向包括：1) 降低科技企業上市門檻，對AI、生物科技、機器人、算力、新能源、新材料等領域企業，建立更包容的上市制度；2) 引入「披露為本」制度，重點看技術、研發能力、市場空間與產業價值，而不是單純歷史盈利；3) 引入做市商制度，解決科技中小股長期流動性不足問題；4) 建立快速轉板機制，形成「創業板—主板」成長通道。否則，香港將很難承接下一輪全球科技企業上市潮。

其次，加快建立香港OTC市場，這是香港資本市場未來最重要的結構性工程之一。美國資本市場之所以能夠長期保持活力，核心原因之一就在於：其擁有完整的多層次資本市場體系。從紐交所、納斯達克，到OTCQX、OTCQB、Pink Market，形成完整成長路徑。

而香港長期缺失真正意義上的OTC市場，結果導致大量企業上不了市、大量上市公司退不了市、大量科技企業缺乏成長承接層。未來香港必須建立「主板+創業板+OTC市場」三層結構。OTC市場的核心作用包括：服務中小科技企業；承接退市企業；支持Pre-IPO項目；支持跨境創新項目；支持科技資產孵化。這將極大改善香港資本市場生態。

再次，放寬跨行業併購與重組限制。AI時代最核心的產業特徵之一，就是技術須快速進入產業場景。因此，未來大量傳統上市公司，須通過併購科技企業實現轉型。但香港現有「五項測試」等制度，在現實中對大量跨行業併購形成較強約束。很多上市公司即便希望收購AI、生科、機器人等資產，也容易因觸發相關規則而面臨接近IPO級別的審查。結果就是，科技企業進不來、傳統上市公司轉不了型、市場長期僵化。

未來香港必須進一步提升監管包容度，對符合國家戰略方向的新質生產力項目；對具有產業協同價值的跨行業併購；對推動AI產業發展的重組行為等給予更大制度靈活性。其中的重點不是簡單「放鬆監管」，而是從

「防殼套利」邏輯，轉向「支持產業升級」邏輯。

打造AI科技投行體系

展望AI時代，香港資本市場須打造「AI科技投行體系」。過去傳統投行最大的問題，就是服務成本高、效率低，難以規模化服務中小企業。AI時代正改變這一切。未來完全可能形成：AI盡調—AI估值—AI投研—AI併購匹配—AI產業協同—AI市值管理。香港若能率先構建「AI+資本市場」的新型投行體系，無疑將極大提升科技企業發現能力，產業整合效率，以及資本配置效率。這也是香港中小上市公司協會推動「AI港股通」平台的重要邏輯。未來資本市場最大的競爭力，不是交易系統，而是智能化資源配置能力。

當前香港市場還有一個重要問題：缺少長期資本。大量資金更偏交易型、短期型，但科技產業最需要的是耐心資本。未來香港必須要建立：科技產業引導基金、長期併購基金、科技成長基金、AI產業母基金等基金體系，形成「政府引導+市場化運作」的新型科技金融體系。同時，還應鼓勵中東主權基金；東南亞家族辦公室；國際長期資本等國際資本參與香港科技產業發展。香港真正的優勢，並不是本地市場規模，而是國際資本組織能力。

香港資本市場過去幾十年最大的成功，是成為中國企業國際化的重要平台。而未來香港資本市場最大的機會，則是成為中國科技產業全球資本化的平台。但前提條件是資本市場必須真正服務產業。

未來真正有競爭力的資本市場，一定具備三個能力：第一，能夠發現未來產業；第二，能夠支持產業成長；第三，能夠推動產業整合。否則，資本市場最終只會變成：交易市場，而不是產業市場。

今天的香港，已經走到一個新的歷史轉折點。過去，香港依靠的是「地產+金融」成為國際金融中心；未來香港必須依靠「科技+資本」，構建新的全球競爭力。而資本市場改革，正是這一切的關鍵入口。

接下來真正決定香港競爭力的，不再只是IPO數量，而是香港能否成為全球科技產業資本化的核心平台；能否成為中國科技企業全球化的重要資本中樞；能否形成「科技—產業—資本」三位一體的新型生態系統。

香港高質量發展真正的挑戰，不是有沒有錢，而是資本市場是否能夠真正支持科技產業成長。只有完成這場底層結構重構，香港資本市場才可能真正進入新的時代。

(作者為香港中小上市公司協會主席)

消費拉動經濟 關鍵在供需匹配



廟堂江湖 沈凌

消費、投資和出口作為拉動經濟增長的三駕馬車，這套說辭曾被很多經濟學家作為分析框架，去討論中國經濟的增長因素分解，並預測短期的經濟增長率變動。但筆者並不認同這樣的方法。無它，因為我在宏觀經濟學的經典教科書裏面，從來沒有看到經濟增長的源動力來自於消費的說法。在宏觀經濟分析框架中，生產要素，比如資本人口教育技術，乃至於算不上生產要素的制度文化等等都可以解釋經濟增長，唯獨消費不行。因為消費掉的物質無法成為下一次生產的投入，從而不能體現在經濟增長中。

那麼，消費在經濟中的定位是什麼呢？它是我們全部經濟活動的目的！我們的經濟增長不是為了一個好看的GDP數字，而是為了實實在在的吃穿住行和娛樂。所以，消費很重要，但它不是經濟增長的要素。

也因此，消費對我們的經濟活動具有引導性的作用。譬如你喜歡吃三文魚，大量地消費三文魚，所以廠商就有擴大三文魚產量的動機。產量擴張需要資本，需要人力，也需要技術，這些生產要素的增加推動了經濟增長。但如果沒有你對三文魚的消費需求，生產廠商不知道需要把這些資本勞動力和技術投入到三文魚的生產上去，萬一他們投到了四文魚的生產中，那就不能生產出市場接受的產品，既不能形成GDP的漂亮數據、也沒有實質性的經濟增長。所以說，即使從經濟增長的角度出發，消費的重要性也是不言而喻的。

刺激內需 降貿易摩擦

中國經濟已增長到世界第二了，很多測算法下（如購買力平價體系）中國經濟的體量甚至已經世界第一。我們過去四十年的成功增長，基本上是在滿足人類已有的消費需求下實現的。

上世紀八九十年代，中國物資匱乏，居民消費需求基本就是對簡單的吃穿住行的需求，所以我們節衣縮食，在減少當期消費的情況下形成高儲蓄，從而提高了生產要素的積累，擴大了這些消費品的產量，在滿足這些消費需求的情況下實現了經濟增長。在這個時期，經濟增長來自於於期消費的減少和儲蓄的增加，但對物質消費的巨大需求引導着廠商把節衣縮食節約下來的資本投入到了市場需要的消費品的生產上，從而實現了經濟增長。

本世紀開始，中國出口大量增加，本質上就是艱苦奮鬥，用辛勤勞動

滿足全世界其他經濟體人民、尤其是發達國家人民的消費需求。現如今，中國幾乎在所有人類消費品的生產上都獲得了生產優勢。也因此，中國的出口出現了貿易順差超過萬億美元的歷史紀錄。

然後呢？中國遇到了發達經濟體為首的其他經濟體的質問：你們生產這麼多，自己卻不消費或者消費很少，是想搶奪我們的工作機會嗎？這個問題很難回答。因為消費作為全部經濟活動的目的，是一個普遍規律，對中國人也不例外。996並不是中國人天生喜歡的東西。曾幾何時，中國人在國有企業裏混日子，幹好幹壞一個樣，並沒有「搶奪」別人工作機會的動力。今天的996其實是市場經濟過度競爭的一種表現。

我們需要捫心自問：消費是不是經濟活動的目的？如果是，那麼中國人是不是也需要通過擴大自身消費，去引導經濟活動，從而滋生內生經濟增長的源動力？而不是老依靠發達經濟體的消費作為我們生產什麼，以及如何生產的引路明燈？

消費不足 生產易陷盲目競爭

舉例來講，最近幾年中國生物醫藥行業的創新藥企業蓬勃發展，很多國外醫藥巨頭發現，自己的研發效率完全比不上中國的創新藥公司，所以他們來中國尋找合適的新藥，再去發達經濟體上市銷售，中國的創新藥公司成了這些國際醫藥巨頭的外包研發部。

為什麼我們的創新藥要依賴於發達國家的醫藥巨頭的收購呢？因為我們的新藥定價太低，以至於創新成果不能得到合理的補償。如果中國的創新藥公司得不到國內市場的消費需求引導，可不就只能依賴發達經濟體了嗎？

其實這樣的抑制消費的制度因素在中國很多領域都存在：比如我曾經寫過文章，探討中國大學對學生住房消費的抑制性規定，也一樣斷送了本該繁榮發展的城市租房市場。同樣，996的工作時長也阻礙了很多娛樂消費，因為這些消費不光需要錢還需要時間，沒有閒暇怎麼可能有娛樂消費？

筆者越來越覺得，消費能不能拉動經濟增長，不是一個線性的邏輯關係，而需要一個合理的配比。如果消費過度，經濟循環缺乏下一次生產需要的生產要素，當然不能導致增長；但是如果消費不足，經濟增長缺乏一個引導性的指路明燈，生產就會陷入迷茫，在既有商品結構的情況下不斷增加產量，必然形成物質浪費和過度競爭，這同樣不能導致增長。

(作者為德國波恩大學經濟學博士)

投資資金進場 樓市趨旺



樓市新態 汪敦敏

「物業市場講求『信心』，和政府政策的可預測性。」筆者十分同意香港立法會議員黃浩明（地產及建造界）在5月20日於立法會討論《2026年印花稅（修訂）條例草案》時發表的意見，可說擲地有聲，很值得大家關注和討論。

筆者並非反對有關議案，尤其是超過1億元物業加收釐印費方面。事實上，我也是有關住宅的小業主，對釐印費措施改變持「無所謂」態度，因為並沒有打算出售任何物業。何況豪宅本來就是長線投資項目，既然投資時間長，其間一定會有相對樓價高和相對樓價低的時候，對投資者而言，預期政府可能隨時突然出招。

而政府出招必有其原因，未必所有市民能理解，再加上政府取態和投資者不同，投資決策包括應對社會和時局的風吹雨打、大浪暗湧，正是小投資者的求存之道。

對發展商來說就不同，建設一個樓盤往往不需時數年，投資金額也大。同時要面對高通脹和加息的風險，政府政策必須有可預測性，發展商不單

只要聽到政府怎樣說，更加要知道政府怎樣想，才能安心去投資。政府給發展商的信心和政策的可預測性其實就變得十分合理了。

民間有不少聲音，有一些合理的，也有一些不合理的。負面的情緒有「地產霸權」等等。筆者同意其代表一些小市民的看法，但不能「一竹篙打一船人」，更加不可忽略發展商亦有重要的貢獻，在社會發展和建設上其實發展商是功不可沒。

租賃市場滿足需求

社會的確對地產投資有偏見，筆者認為地產的負面形象不是單方面的責任，提防「地產佬」的陋習其實完全沒有問題，但不能對其正面功能有歧視，否則會削弱社會的發展能量。尤其香港是重要的大都會，對建設力量應避免不必要的打擊。

「房住不炒」絕對是硬道理。小投資者如果作長線收租投資，其實他們都對社會有貢獻。因為香港作為大都市，其實是十分需要住宅的租盤供應，尤其是市道低迷的時候，小投資者買入單位作長期收租用途，都是有支持市場的作用。上述的負面評價是需要作出調整的，否則打擊了地產的正能量發展。

執筆一刻，剛好看電視直播香港第一個太空人黎家盈乘坐神舟23號載人飛船升空，她以「獅子山精神」鼓勵港人的一番說話感動不少市民，反映一個社會價值觀念是最重要的軟實力之一。我們應該重新鞏固優秀的價值觀念來配合國家和香港的前進步伐。

(作者為祥益地產總裁)



▲香港作為國際大都市，十分需要住宅租盤供應。