註冊制改革破「不敗神話」 價值投資利A股穩健發展

財經評述

龐溟 經濟學博士、華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

今年上半年，在A股註冊制下，科創板和創業板IPO公司達171家。從上市首日漲跌幅來看，科創板86家公司上市首日平均上漲約192.35%，其中32家公司上市首日漲幅超過200%，4家漲幅超過400%；創業板85家公司上市首日平均上漲約264.19%，其中48家公司上市首日漲幅超過200%，19家漲幅超過400%。從數據上看，註冊制下的新股發行定價與其二級市場估值，存在一定程度的背離。

市場波動推高破發率

資本市場近年來的結構性改革，緩解了一級市場機構的退出難問題，但也使投資機構更為看重對優質賽道和優質標的企業、優質投資份額的尋找和獲取，在一定程度上推高了優質資產和熱門企業的價格水平。而今年上半年利率端、政策端和外圍不確定性等因素使二級市場的板塊輪動和風格切換加快，市場波動性提升，導致新股的一二級定價倒掛和上市破發概率有所提高。在A股註冊制下，新股的發行價格主要通過市場化方式決定，市場化定價的約束作用將進一步顯現。

新股發行價格的市場化決定方式，不僅是註冊制改革的內在要求，也是市場的要求、政策的要求、監管的要求，市場的力量和作用將會堅定不移地持續顯現。

總的來看，定價的低效、失效、無效只是短期現象。隨着註冊制後一二級市場打通，一二級市場將會逐步恢復估值連通和行情聯動，未來新股的一二級定價倒掛和上市破發並不會長期化、常態化。

投資宜關注安全邊際

我們預計，未來一級市場投資賽道更為擁擠、資源更向頭部機構集中，並使競爭進一步轉入更專業投資、更早期投資等細分賽道，兩級分化格局將更為明顯。但即使對消費、半導體、生物醫藥、IoT、新能源、自動駕駛等熱門賽道來說，擬上市企業和投資機構均應趨向謹慎和冷靜，更為關注安全邊際。

目前，科創板和創業板的詢價定價機制，是不得高於公募基金、社保基金、養老金和險資等四類機構報價中位數和加權平均數。在這種機制下，投資機構有動力壓低一級市場發行價，以擴大其在二級市場的套利空間。有關方面未來也可以考慮取消「不得高於中位數和加權平均數」的規定，並增加保薦機構、主承銷商的配售權。

中介機構須做「看門人」

穩步推進註冊制改革，將考驗中介機構的專業能力和責任意識。投行和其他中介機構應該堅守專業服務本位，切實提升執業質量和保薦、定價、承銷等核心能力，全面、系副統、持續、有針對性地做到歸位履職、勤勉盡責，發揮好對信息披露的核查把關作用，認真完成發行保薦、上市輔導、盡職調查、承銷配售等工作，規範報價和定價行為，充分披露投資者作出價值判斷和投資決策所必需的信息，為投資者提供正確的投資導向，進而使得一二級市場之間的定價差異更加合理、均衡，同時服務好融資方和投資方，更好發揮中介機構「看門人」作用。

企業應加強信息披露

對擬上市企業來說，應進一步重視和加強信息披露工作，促進一二級市場定價更為均衡、投資者價值判斷更為正確。與此同時，相關監管機構也同樣要歸位盡責。中央紀委國家監委駐證監會紀檢監察組最近提出對證監會證券發行註冊全業務鏈條公權力運行進行專項監督檢查，正是題中之義。

新股「打新」收益料趨穩定

從中長期來看，投資者更願意給優質股票更高的估值水平，對優質股票來說打新「紅利」有可能長期存在和進一步提高，同時註冊制下基本面欠佳的公司獲得過高定價水平的難度將明顯加大。

而從整個市場來看，分化效應和馬太效應將更趨明顯，股價長期走勢將繼續分化，市場整體估值中樞將更趨合理，新股打新收益和市盈率有望逐步回歸正常和穩定水平。

可以說，「新股不敗」神話的被打破，有助於加速市場價格發現的進程和鞏固價值投資的理念，為提高上市公司質量、穩步推進全市場註冊制改革、促進資本市場健康穩定發展積極創造條件。

美聯儲未收水 風險資產或輪動

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場對於數據和央行官員講話依然非常敏感。美國六月PPI增幅超預期，核心PPI按月創歷來最大增幅。強勁通脹數據下，增加了對於提前收水的預期。可不久之後，鮑威爾言論又為此期望降溫。鮑威爾表示，經濟復甦步伐並未達到收水門檻。

各國貨幣政策步調並未完全一致。風險資產因此有較多板塊輪動空間。 資料圖片

如此一來，美匯指數回落0.37%，跌穿5日和10日線，但能守住92關口，企穩20日線。十年期美國國債收益率再次失守1.4%水平。兩年期美國國債收益率回吐掉周二的漲幅。正因如此，儘管美股估值偏高，又有加息擔憂的困擾，但美聯儲繼續給市場釋放鴿派信號。美股聞訊大漲，標普一度創歷史新高。

紐元升勢或延續

儘管美聯儲表現了相當耐性，但已經有另一些主要央行按捺不住，例如，周三新西蘭央行宣布本月結束QE，紐元應聲大漲1.22%，突破0.7關口，或能延續升勢，惟相信0.74附近阻力不小。加拿大央行將縮小買債規模；如此一來，美元兌加元既從六月開始反彈，周三曾跌穿5日和10日線，只是最終收窄跌幅，守住1.25水平。此外，英倫銀行副行長表示，如果通脹加快上升，或提前縮量寬。

金價料受阻1900關

對金價來說，投資者始終關注來自貨幣政策方面的影響。金價周三動能增強，升穿200日線，高見1,830.3美元，創一個月高。但由於現在對於利率前景預期不停變化，對於金價不敢太樂觀，千九阻力較大。

整體貴金屬方面，白銀並未改變窄幅波動，繼續現在100日至200日線之間震盪，缺乏明確的方向，現在只能繼續耐心等待，不過整體暫不會脫離24美元至30美元之間。鉑金突破，重新站上1,100美元關口，周三收漲1.52%至1,128.1美元，重新回到1,100至1,300美元的運行區間，鉑金有望先收復50日線，但不容易在短時間內做出進一步突破。

大宗商品方面，倫銅圍繞百日線震盪的局勢並沒有改變，周三收跌0.74%至9342.5美元，缺乏明確的方向，後市或下探9,000美元支持。倫鋁升勢延續，周三雖然回落0.41%，但回調幅度有限，有50日線承接，後市還是有望挑戰2,600美元。

倫鎳三月經歷了大跌，但是能守住200日線，四月尾開始反彈，隨後震盪走高，現在已經企穩50日線，在一萬九下方震盪，等待機會突破。

油價或續高位整固

相比之下，油價近期焦點，始終都在產油國能否達成產量協定上。現在有消息指，沙特和阿聯酋達成共識。但要注意，沒有最後確認的決定，一切還是有變數。紐油近期上行動能有限，隔夜直接跌穿5、10日和20日線，低見72.21美元，周三收跌2.82%至73.13美元。當然，即使回吐漲幅，油價相信還是能夠守住升勢，下方50日線有承接，短線還需要在高位調整一段時日。

整體而言，對全球資產配置而言，最重要的是，現在疫情擔憂整體下跌，各國開始基於其經濟復甦腳步，考慮調整貨幣政策，大家步調並非完全一致。此舉對於風險資產的影響，要留意有較多板塊輪動的空間，方向交錯，屬有危有機之格局。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

內地經濟全面復甦料仍需時

趙耀庭 景順亞太區（日本除外）全球市場策略師

內地昨日公布了兩項數字：穩健的第二季度GDP數據，以及MLF（中期借貸便利）政策利率不變。數字顯示，內地經濟繼續逐步復甦，但可能需要比之前預期更長的時間才全面復甦至疫情爆發前的水平。這可能就是政府最近轉向更具支持性的貨幣政策以推動經濟的某些部分發展的原因。

中小企復甦左右消費信心

上周，李克強總理在國務院會議上預告下調存款準備金率50個基點，市場認為這是第二季度經濟發展可能會放緩的跡象。昨天的GDP數據消除了這些擔憂。

過去一年內地經濟增長的推動力一直依賴與新冠疫情相關的製造業以及政府主導的基礎設施投資。隨着全球消費者從購買商品轉向消費服務，以及政府開始擔心債務水平越來越高，這種情況開始發生變化。

內地消費者最近加快了消費支出，但仍未恢復到疫情爆發前的水平。由於大部分中小企業和服務業未完全復甦，消費者信心仍然受到抑制。

出口提振 投資周期料強勁

好消息是，我們在經濟的投資和資本支出方面看到了令人鼓舞的跡象。6月份製造業固定資產投資進一步增長——年初至今的投資從5月份的0.6%加速至2%。近期強勁的出口增長似乎提振了製造業的信心，我們認為這可能會導致未來幾個季度的資本支出投資周期強勁，因為不確定性減低，企業開始在新冠疫情後的環境進行投資。

基建投資推動下半年經濟

6月份的工業生產連續兩年持續走低，從5月份的6.6%降至6月份的6.5%。由於公司繼續面臨關鍵的材料短缺和不斷上漲的投入成本，因此放緩並不令人意外。也就是說，經濟放緩也可能源於政府最近的環保運動——對某些高污染行業設定了產量上限。

在貨幣政策方面，我們預計今年剩餘時間不會有任何額外的減息政策，例如存款準備金率或MLF。

相反，當局可能會在財政刺激方面推進——在地方政府融資債券（LGFV）發行的推動下，基礎設施投資支出加速——這可能在推動內地經濟在下半年向前發展方面發揮更大的作用。

內地的宏觀背景對投資者來說有所改善——因為政府最近通過向體系注入更多流動性，轉向更寬鬆的貨幣政策。鑑於近日面對監管的議題底下，這應該有助於穩定市場情緒。

政策加持 內地經濟前景看俏

史立德 香港中華廠商聯合會會長

國家經濟對香港有舉足輕重的影響。昨日國家公布第2季經濟增長數字，按年增長7.9%，按季增長1.3%，而若與2019年第2季比較，即未爆發疫情前，兩年平均增長5.5%。另一方面，人民銀行日前宣布全面降準，釋放長期資金約1萬億元人民幣。有關措施雖然一度令市場憂慮內地未來情況，不過從宏觀角度，有關部門根本完全掌握內地經濟走向，已經先行一步作好部署。

上半年經濟續向好

根據國家統計局的公布，今年上半年經濟穩定恢復，基本面向好，支持經濟進一步恢復向好的因素累積。由於統籌疫情防控和經濟發展的成果得到持續拓展和鞏固，消費拉動作用亦有所增強，消費支出對經濟增長貢獻率超過60%，其中體育娛樂、通訊器材和化妝品等商品，零售額兩年平均增速超過10%。此外，值得留意的是上半年內需對經濟增長貢獻率達80.9%，比首季進一步上升。

事實上，雖然今年上半年疫苗面世，不過疫情仍非常反覆，全球不少地方的確診數字未有緩和跡象，反而更有加劇趨勢。

因此，國家統計局亦提醒，從影響下半年經濟走勢的因素來看，支持經濟進一步恢復、進一步向好的因素，正在逐漸累積和增多，例如經濟的內生動力逐步增長及市場信心正逐步增強，不過下半年或會面對疫情變化的影響，可能不利外貿及海外需求，同時未來大宗商品價格壓力將會加大。

全面降準一舉多得

國家統計局的論調其實與人行上周公布全面降準的方向一致，就是要扶助受大宗商品價格大幅上漲影響的小微企業。因此與其把是次降準視為一般貨幣政策，以調節宏觀經濟逆周期為目的，把它形容為一項民生政策倒更貼切。因為從銀行體系而言，降準可以釋放巨額資金，既可以重新加快貨幣流動性，提升銀行信貸供給能力，又可以直接降低銀行資金及融資成本，鼓勵銀行對實體經濟和小微企業提供信貸，從根源緩解小微企業原材料價格上漲的成本壓力。

此外，透過頻繁的存入借出活動，可有效增強市場的貨幣創造和信貸投放能力，有利宏觀經濟重返疫情前的水平，受惠的除了銀行和小微企業，更間接穩定就業市場，促進內需，一舉多得。

通關助港吸「活水」

無可否認，在社會主義的運作下，內地政府部門推動政策的效率非常迅速，因此早在公布經濟數字前，人行已經可以推出措施，作出反應，讓內地經濟在疫情下繼續領導全球。對香港而言，即使不少港商已進軍內地市場進行內銷，但更重要是盡快促成內地與香港通關，讓更多「活水」流入香港。

通關有望「潛力屋苑」升值無難度

廖偉強 利嘉閣地產總裁

縱觀近期市場已經沒有明顯的利淡因素，隨之而來只會有利好消息，內地與香港只要能夠通關，一切的經濟活動就會再度活躍起來。筆者預計2019年中樓價的歷史高位，如無意外將會在今年的第三季內突破。

未來10年，本港樓市仍然是供不應求，相信入市的買家只有買貴沒有買錯。既然如此，市民要選擇何類型的屋苑才會增值？筆者認為最容易觀察的就是有發展潛力的區域，例如當年的九龍站，當發展商推出第一期項目的時候就必須把握時機立刻入市，因為之後的期數，項目的發展商會不斷提升價錢。

上述區域的配套是非常齊備，包括有機鐵站、高鐵站、大型商場，匯合多種交通工具、位置四通八達等，全方位的配套通通都能夠提升物業的價值。

發展潛力成升值要素

再舉一個例子，就是未來的核心商業區——啟德區，這個區域的發展更加多元化，現時亦有很多大型公共設施正在興建中，加上港鐵及其他交通工具的相互配合，發展商項目的持續建成，這些都是能夠直接有利推高樓價的元素。

至於傳統區域的屋苑又要如何挑選呢？這就更加容易衡量指標，除了要附設港鐵帶來的交通方便之外，最好有其他類型的交通工具輔助，或附近有大型購物中心及商場，再加上名校網，更重要的是物業的管理公司，這些因素都可以提升物業的價值，除了吸引用家傾情之外，更加會得到投資者的垂青，因為容易將物業租出自然能夠提升回報率的價值。

一般傳統豪宅的定義，大多都是重在「Location、Location、Location（位置）」，但是現時有很多新興的豪宅出現，包括位於啟德、白石角、港島東、西九龍等，這些位置以往雖然不屬於豪宅地段，但是經過發展商在項目上的用心打造，以及周邊的配套發展，將這些位置的屋苑包裝成為新一代的豪宅。但是，偏偏這些屋苑單位的面積相當參差，甚至有些只有300呎至400呎，樓價亦只售千多萬元，這些價格是否真的可以列入成為豪宅？

豪宅界定需符「兩標準」

筆者認為可以用這個標準去衡量豪宅的定義，除了傳統的豪宅地段之外，目前新發展地段必須具備以下這兩個標準，這些單位才可以列入為豪宅。首先樓價必須要超過2,000萬元，因為這個價格是政府收取印花稅的最高標準稅率4.25%，同時實用面積必須要達到政府差餉物業估價署分類當中的D類別或以上，即是實用面積必須到達1,076平方呎或以上，能夠符合上述這兩個的標準，才可以定義為豪宅。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。