

瓜熟蒂落 水到渠成——全面實行股票發行註冊制（三之一）

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

2021年12月召開的中央經濟工作會議明確提出，要在A股市場全面實行股票發行註冊制。

在我們看來，註冊制改革的全面鋪開，將成為資本市場全面深化改革承前啟後的關鍵環節，有望進一步提高發行上市審核效率，促進多層次資本市場的建立和發展，拓寬企業獲得資本平台的選擇路徑和空間，為創新經濟上市提供又一優質選擇，加速打造資本市場良性生態，大幅提升資本市場的資源配置和要素配置效率，加大直接融資體系支持新興產業和實體經濟的力度，加大金融支持創新驅動發展戰略的力度，並繼續拓展證券公司和投資機構的業務空間。

助改革平穩駛過「深水區」

我們認為，全面實行股票發行註冊制，將有助於資本市場改革堅定進入和平穩駛過「深水區」，配合構建多層次資本市場、擴大對外開放、健全投資者保護機制等配套措施，最終有利於促使市場持續健康發展、投資者結構不斷改善，市場逐步趨於穩定與理性、壓縮在殼公司上的資源錯配與價值錯估，在更深層次上推動釋放資本市場活力和動力，進一步推動資本市場全面深化發展。

內地資本市場的發行制度經歷了審批制、核准制以及目前正在科创板與創業板試點的註冊制等多階段變遷。全面實行股票發行註冊制，既是資本市場發展的客觀要求和必然選擇，也是資本市場不斷深化改革、加速發展的必然結果。

科创板創業板試點成功

註冊制在科创板的試點，以信息披露為核心，在發行條件、審核註冊程序、發行承銷、信息披露原則、監管處罰等方面均有所變革、有所創新，基本實現了開板時提出的「高標準、穩起步、嚴監管、控風險」的要求。創業板總結、學習和借鑒了科创板的成功經驗，總體上參考和採納了科创板試點註冊制的核心制度安排，同時在發行條件設計、投資者門檻、退市安排等方面，結合自身特點進行了差異化設計，在發行承銷、估值定價、信息披露、註冊監管、再融資及並購重組、退市機制和主體責任發行等基礎制度上進一步有所突破。可以說，註冊制在科创板與創業板的試點是順利的、成功的、達到了預期效果的。

全面實行股票發行註冊制，是「十四五」時期提高直接融資比重、拓寬直接融資入口的重要任務之一。2021年，深市主板與中小板合並，北交所開板並同步試點註冊制，科创板和創業板加快推進註冊制改革，市場認可度持續提高，市場主體已逐步適應和保持心理預期，資本市場已基本具備全面實行註冊制的條件和基礎。

此外，監管機構着力提升上市公司質量，從IPO現場檢查、上市公司質量專項治理行動等方面全面壓嚴壓實發行人、公司實控人和控股股東責任，同時強化投行、證券市場評級機構、會計師事務所等中介機構責任，為穩步推進全市場註冊制改革創造了積極的、有利的條件。

今年有望落地A股主板

註冊制改革已經被證明行之有效、運行平穩。目前，A股市場僅滬深主板尚未實行註冊制。中央經濟工作會議明確提出「全面實行註冊制」，表明註冊制改革將加速推進，全面推行註冊制可謂瓜熟蒂落、水到渠成。因此，我們預計2022年註冊制有望在主板落地。

可以說，由核准制向註冊制轉變，是以提升信息披露質量及透明度為考題，以全社會、全市場為考官，對已上市公司、擬上市公司、中介機構乃至監管機構和交易所舉行的「大考」。從市場准入到上市定價、從持續監管到再融資及並購重組，從退出機制到主體責任發行，創業板改革的每個環節也有助於真正發揮市場在資源配置中的決定性作用，促使每個參與者敬畏市場、尊重市場，以市場化、法治化原則處理各市場主體之間的關係。

擴新興產業市場包容度

全面實行股票發行註冊制，會使A股市場更具開放性、包容性、多樣性。為支持更多優質創新創業企業獲得融資支持，預計上市標準的設置將更為多元化，以滿足不同行業、不同類型、不同規模、不同需求的企業的融資需求。特別地，對於新一代信息技術產業、生物產業、新材料產業、新能源產業等戰略性新興產業，可以有針對性地設置以成長性為核心的上市標準，以順應科創企業發展規律和特點，提升市場包容度和針對性。

美國加息無懸念 俄烏戰雲成焦點

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲議息會議受到關注。在此之前，投資者普遍認為，美聯儲或在3月加息，年內加息四次。美聯儲周三最終公布決定，暗示最快可能在3月加息，不久後將縮減資產負債表。這些都是基本符合市場預期的。



俄羅斯和烏克蘭之間的衝突若持續升級，供應端擔憂還將升溫，油價料有進一步上行空間。資料圖片

真正令市場波動的是鮑威爾在新聞發布會上的措辭。他不排除每次會議都加息的可能性，說需要大規模縮表，這樣的態度比預期強硬。如此一來，美匯指數擴大漲幅，升至三周高位，或能延續升勢。十年期美國國債收益率尾段急升，突破1.85%水平。

議息結果牽引美股波動

各類資產波動大，美股從大漲到轉跌。在議息結果公布前，美股在早段大幅反彈，道指甚至一度上漲逾500

點。但隨着鮑威爾在新聞發布會上發言表示，不排除每次會議都加息的可能性，說需要大規模縮表，拖累美股急速向下，道指一度下跌逾400點，最終美股三大指數均收跌。

金價後市還看加息步伐

另一邊廂，加拿大央行宣布貨幣政策不變，並沒有加息，加元回落，但當局暗示即將加息。此外，澳洲央行和英倫銀行近期加息預期亦升溫，歐洲央行提前加息的猜測也增加。如此一來，全球主要央行都在逐漸開啟加

息之路，大環境不利於金價表現。周三金價下行壓力明顯增加，一度低見1,814.8美元，最終收跌至1,818.9美元。地緣政治風險推升避險需求，但給金價帶來的支持是有限和短期的，投資者對金價後市走勢態度相對審慎，一切還看美聯儲加息步伐。

油價短線仍存上行空間

另一方面，外界繼續關注烏克蘭危機，地緣政治風險影響仍在，投資者擔心俄羅斯原油供應受到影響，給油價帶來支持。

布油隔夜一度升穿90美元，是2014年10月以來首次，最終還是收在90美元下方。EIA原油庫存增幅超預期，油價一度受壓而小幅回落，但還是保持上行趨勢。如果俄羅斯和烏克蘭之間衝突升級，供應端擔憂還將升溫，油價恐怕仍將有進一步上行空間。

整體而言，短期焦點由議息轉至地緣政治危機，不算新聞，但事態發展仍是外界密切關注。

■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上述股份。

激發熱情的公募REITs

羅珏瑜 華坊諮詢評估有限公司執行董事

在內房債違約風波下，投資者除聚焦內房股表現，在固定收益界也激起萬重波。以往內地的機構投資者，一般把資金投放於城投債或地產債。自銀保監[2021]15號文的發布後進一步收緊城投平台在信貸、債券等再融資管道的監管，因而放緩了今年城投債的發行。在此之前，城投債規模佔到整個債券市場的40%至50%。而今年一波又一波的內房債違約風波，更讓追求固定收益的投資者失去了方向。

2020年4月中證監、國家發展改革委發布的《關於推進基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）試點相關工作的通知》（以下簡稱《通知》）為

業界帶來了希望。通知明確將優先支援國家戰略性新興產業集群、高科技產業園區、特色產業園區等開展基礎設施證券投資基金試點。這就是近幾個月火速竄紅的「公募REITs」。

內地首批REITs認購「秒光」

2021年5月底，9隻公募REITs以千呼萬喚的姿態投入市場，掀起了一股火爆的認購熱潮，在其發售的第一天截至上午11點30分，9隻REITs已全部超額，而首批REITs亦不負眾望，整體漲幅亮眼，截至上年11月底，除平安廣州廣河REITs外，其餘8隻REITs全部實現溢價。

REITs的穩定性及其收入的可預測

性，是得到投資者青睞的原因。在首批REITs上市近半年後，第二批終於也落地，11月29日，滬深兩大交易所分別迎來建信中關村REITs和華夏越秀高速REITs的公開發售，發售當天已迅速突破了認購上限，以「秒光」的姿態完成募集。

港REITs成行業發展新方向

內地投資者對REITs的熱情反映了市場對其穩定現金流、高比例分紅特性的渴望，又顯示了在地產、城投債等固收產品陸續暴露風險的趨勢中，投資者對「創新」投資產種的期待。

在亞洲，REITs的歷史源遠流長，唯市場一直欠缺動力。亞洲最大的

REITs市場依次為日本、澳洲、新加坡及香港，日本及澳洲的REITs已有超過100隻，而新加坡也有40多隻，惟香港只有12隻，日本REITs的市值是新加坡的4倍多，是香港的7倍多，隨着內地REITs迅速竄紅，REITs是否只是透過引入普通投資者協助房地產市場走出低迷氛圍的工具，還是為區內的REITs的發展進程提供嶄新的發展方向？香港的REITs市場將會何去何從——是與內地協作、競爭還是面對(Cooperate, Compete or Confront)?這將會是未來地產、基建企業發展重要的方向，而可以肯定的是，亞洲的REITs市場將會迎來新一輪變革。

樓市或再遇寒冬 小陽春回歸仍可期

廖偉強 利嘉閣地產總裁

新冠病毒疫情繼續在全世界大流行，回望踏入新的虎年，香港已經即時受到新變種病毒疫情的影響，各行各業又再一次面對冰封的經濟環境，而今次地產代理行業亦不能倖免於新一波疫情，整體的成交速度變得相對緩慢，在這段期間無論是業主抑或買家，雙方都擔心疫情的走勢，難免影響了兩者心中的買賣意慾。今次的經濟活動停擺時期又剛好橫跨農曆新年，眾所周知農曆新年可以說是中國人一年中最重要的節日，很多行業在這個時候，都是屬於全年內創造盈利最豐收的超級黃金檔期月份，而今次的不利因素影響實在令香港人的信心指標跌落谷底，大嘆無奈！

Omicron是新冠病毒的變種，最近香港亦已經進入第五波疫情的爆發階段，目前在世界各地的整體感染數字可謂直線呈幾何級數般上升。Omicron變種病毒自去年的年底進入本港後，亦因為這隻新變種病毒的肆虐，特區政府已經即時推出嚴厲的防疫抗疫措施，將大量主要的處所全部停擺，期望可以盡早控制疫情，加速實現內地及香港兩地順利正常通關。

「疫苗氣泡」將實施 接種莫遲疑

整體來說，Omicron這隻變種病毒的殺傷力相對比較低，特別是對已經成功接種完疫苗的人士而言，就算感染Omicron

變種病毒，病情都是相對較為輕微，沒有重大的生命危險。因此，筆者在此誠懇呼籲，現時仍未接種疫苗的市民，應該盡快去接種疫苗，這樣便可以減低重病或傷亡的風險程度，更何況政府亦已經預告「疫苗氣泡」將會提早出現，屆時沒有接種疫苗的市民，只怕很多地方都可能不被允許進入。既然接種疫苗一方面可以保護自己及身邊人，另一方面又可以配合政府的防疫抗疫措施，未來更加可以得到社交上的自由，這樣多重有利因素下，市民實在是沒有理由不去接種疫苗的。縱觀疫情加重下，這個冬天真太冷。但

是，說到底筆者仍然相對比較樂觀的，原因是剛才提過Omicron這隻病毒的殺傷力相對較為輕微，這次的變種病毒的威力減弱，希望有機會在適應病毒之後成為一種風土病，那麼新型冠狀疫情就有望可以在今年之內成功完結。

購買力積聚「疫」後勢爆發

雖然現時本港第五波疫情正在爆發階段，但待這波疫情相對平穩後，其間所積聚的經濟爆發力自然就會重新啟動，樓市交投積聚的購買力都是一樣，通常農曆新年之後，樓市小陽春便會出現，相信今年都會是一樣，屆時，這個冬天便不太冷。

疫情反彈逢「年關」 精準施策力挽狂瀾

史立德 香港中華廠商聯合會會長

中國人有一句諺語，就是「年關難過」。過去3年，香港的農曆新年假期皆遇上逆境，令本來已經難過的年關更加百上加斤。政府早前已經推出第五輪防疫抗疫基金，期望將於下月23日公布的財政預算案，可以更精準扶持個別受影響行業，挽經濟狂瀾於既倒。

政府須推果斷措施免現結業潮

去年自7月起，香港疫情開始緩和，市民生活逐步回復正常，加上政府派發消費券，令經濟出現小陽春。根據統計處資料，2021年首三季合計，實質本地生產總值按年擴張7.0%。然而，去年12月底開始疫情再度來襲，不單打斷已經準備就緒的通關安排，更令政府重新啟動社交距離措施，食肆沒有晚市、戲院及不同表演場地要關閉、宵夜市告吹、政府和私人機構人員再次在家工作。現時疫情仍然嚴峻，百業又面對「年關難過」的困境。故此，政府必須採取果斷措施，避免出現結業潮及失業潮。

早前財政司司長發表網誌，表示受惠於經濟穩步復甦，加上市場對樓市前景偏向正面，賣地收入及發展商補地價的金額遠高於預期，樓市及股市交投暢旺亦令物業及股票印花稅收入比預期理想，相關收入大幅度緩和了2021至2022年度的赤字壓力，財政赤字會比預期少，政府亦有更多支持企業及市民的空間。

「還息不還本」恒常化撐中小企

例如有鑑於環球經濟前景不明朗，部分中小企仍然面對資金周轉的困難，而且不少企業需要投入資源以重整業務及追上科技變化，故政府的資金支持仍然十分重要。銀行作為百業之母，金管局早前延長「預先批核還息不還本計劃」90天，對企業有一定幫助，不過金管局亦指出有關計劃已屆兩年，令銀行審慎管理風險的壓力日趨增大。事實上，過去兩年，每家企業也是刻苦經營，苦苦支撐，因此特區政府應延長「預先批核還息不還本」計劃，並部署妥善的長遠方案，如將有關計劃轉為恒常化，以支持中小企業對流動資金的需求。

消費券重點扶持受影響行業

另一方面，去年推出的電子消費券取得良好成效，深受各界的歡迎，對促進內部消費、提振商業信心和推廣電子支付的應用，均發揮積極作用。政府應考慮加碼推行「消費券計劃2.0」時，並汲取去年經驗，善用消費券的分配機制和相關基建，透過創新方式，特別扶持特定受疫情嚴重影響的行業，例如旅遊、餐飲、零售、美容、娛樂及體育等。

最後，祝各位讀者虎年虎虎生威！龍精虎猛！



◆新變種病毒疫情雖來勢洶洶，疫情相對平穩後，樓市小陽春便會重臨。資料圖片

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。