

對市場的意義與影響 — 全面實行股票發行註冊制(三之三)

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

隨著註冊制改革由增量市場挺進存量市場，全面推廣實施，將對中國權益市場產生多方面的積極影響。

從歷史數據來看，此前每一次註冊制改革，都會在相關的市場帶動一波大盤的上漲浪潮。2019年上海證券交易所實施的科创板「增量」註冊制改革雖然體量不大，卻拉動大盤實現第一次上漲浪潮，大盤從低點到高點上漲了35%。2020年深圳證券交易所實施創業板「增量+存量」註冊制改革，體量相較科创板有所擴大，大盤從低點到高點上漲了41%。

我們認為，2022年A股市場將迎來全面註冊制改革落地，以「註冊制」為代表的金融供給側改革將取得階段性成果，同時會讓A股市場大盤迎來第三次註冊制改革帶動的上漲浪潮。主板市值佔A股總市值約為三分之二，且以大市值藍籌股為主，改革激發和釋放出來的能量對大盤走勢的影響，可謂是系統性、結構性、長期性的利好。

目前境內股票市場除滬深主板以外，均已實現股票發行註冊制。主板投資者規模達1.9億，是科创板的22倍和創業板的4倍。主板投資產品規模龐大、種類繁多，對主要股票指數有重大影響。所以，在主板嘗試註冊制改革難度高、挑戰大、風險多，但也具有更為重要的意義和作用。

直接融資佔比有望續升

註冊制改革全面推進後，A股市場IPO數量將會持續增長，直接融資佔比有望繼續提升，從目前的15%以下到海外成熟資本市場的佔比超過50%之間，存在巨大的上升空間和發展潛力。

註冊制對新股發行的條件進一步放寬，加快公司的上市融資速度，有助於提升直接融資比例，使中國市場逐步向成熟市場靠攏。且融資將進一步向高科技行業、高成長性產業和價值創造型企業傾斜。市場規模擴容，市場波動放大，市場風格將轉向理性和價值導向，對投資者的投資水

平和風險承受能力提出更高要求，同時將推動國內證券市場由投機市場向成熟的投資市場轉變。

分化效應馬太效應明顯

在註冊制改革助力下，我們認為新股發行市盈率 and 上市後的整體表現在短期內有可能提升，但中長期來看有望逐步回歸正常和穩定水平。市場願意給予優質股票更高估值水平，對優質股票來說打新「紅利」有可能長期存在和進一步提高，基本面欠佳的公司獲得過高定價水平的難度則會加大，分化效應和馬太效應將更趨明顯。

定價機制的進一步放開和加大靈活性，加強了市場的價格發現進程、價值實現功能和價值投資理念，但也有可能為個別標的帶來更大的價格波動與市場風險，必須警惕和防範嚴重異常波動情形和持續過度炒作，這對投資者的專業經驗、投資水平和風險承受能力提出了更高的要求。

完善中介追責和投資者保護，充分保障投資者信心和保護投資者利益，提高上市公司的整體質量，有利於幫助精準篩選優質標的，避免和防止逆向選擇，並向市場和投資者釋放明確信號、廓清價值發現尺度、抬升估值中樞，為優質企業拓展更多的資本空間和金融資源空間，讓價值發現策略和價值投資理念成為市場的共識與常態。

在全面註冊制下，伴隨著資本向優質標的集聚，資本市場效率和單位資本價值將得以有效提升，促進全社會經濟效率的提高。另一方面，資本市場的行業權重和板塊構成將得到優化，指數和全市場表現有望實現長期慢牛的健康發展和良性循環。

值得注意的是，中央經濟工作會議在提出「全面實行股票發行註冊制」的同時，還強調了「擴大高水平對外開放，推動制度型開放」也將是2022年資本市場的重點任務。我們認為，這兩點相輔相成，不可分割。

堅定資本市場改革開放

隨著全面註冊制的推行和新上市企業數量的增加，為了更好地解決A股市場流動性壓力，必須繼續堅定推進資本市場進一步高水平改革開放，吸引更多中長期資金、機構投資者和境外投資者，這有利於促進中國資本市場的改革開放和長期、穩定、健康發展，有利於增強中國資本市場的融資功能、資源配置能力、比較優勢和吸引力，有利於提升中國金融市場的國際開放度和推動中國金融體系的國際化過程，有利於促進價值發現策略和價值投資理念成為市場的共識與常態，有利於更好地推動科技、資本和產業高水平循環。

對被投企業來說，除了獲得關注長期收益、社會責任感與價值觀一致的金融資源和資本投資外，還可以獲得長期投資者、機構投資者、戰略投資者、境外投資者在產業、技術、管理、社會資本等方面分享的資源與經驗。

局勢幣策並行 避險需求存在

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球金融市場投資者，仍然聚焦在地緣局勢和貨幣政策的變化。

先說地緣局勢，烏克蘭局勢才剛看似緩和，轉眼間大家又似乎緊張起來，擔憂情緒回升。地緣局勢仍有較大不確定性，投資者不敢掉以輕心。順理成章，能源價格便成焦點，油價再次獲得支持。

各類資產波幅隨時增加

不僅如此，美國最新公布的零售數據是10個月最強，工業生產亦好於預期。如此從需求端利好油價。紐油從本週二開始自高位回落，周三曾經反彈，一度突破95美元水平，但之後還是回吐部分漲幅，最終收漲1.72%，布油亦收高1.64%。現在看，地緣局勢仍有較大不確定性，市場情緒反反覆覆，投資者不敢掉以輕心，各類資產波幅或隨時增加。大部分投資者對油市還是比較樂觀，相信油價突破100美元概率還是很大。

至於貨幣政策方面，美聯儲之前釋放鷹派信號，市場對3月加息已經達成普遍共識。大家仍密切留意剛公布的議息紀錄，但立場不如預期進取。

另外，正如上文所言，最新公佈的零售數據是10個月最強，工業生產亦好於預期。

值得留意的是，上述的議息紀錄所言，大抵已經追不上外界對於加息的預期，再加上經濟數據仍向好，則大家難免擔心，加息的幅度和速度都有所提升。如此一來，道指跌幅一度擴大，好在尾盤回升，最終仍跌54點。標普一度跌近1%，不過最後轉升0.09%。納指沽壓一度增加，最終收跌0.11%。歐洲股市則先升後跌。美匯指數近期表現反覆，周三進一步跌穿96水平，短線或還將調整，但不至於破壞大的上行趨勢。

英美加歐預料排隊加息

相比之下，匯市中較受注目的有加元，一來是受惠油價帶動的憧憬，二來加拿大1月通脹按年升5%，創40年來新高。事實上，加拿大央行副行長暗示，央行將在3月加息，承認通脹升勢可能較預期強勁。美元兌加元周三回落，不過短線或延續區間波



◆烏克蘭局勢才剛看似緩和，轉眼間又似乎緊張起來，地緣局勢仍有較大不確定性。

動。另一邊廂，英國通脹亦升至30年新高，進一步加息的預期增強。英鎊上行動能增加，但1.45水平有阻力。歐央行上週試圖緩和和加速加息的預期，周三歐央行管委表示歐央行很有可能在今年內加息以應對通脹上升。歐元轉升，但整體還是弱勢震盪。

同樣值得留意的有金價走勢，畢竟央行的決定對於金價影響大，而黃金一向被外界視為抗通脹的指標之一，

而地緣局勢備受關注，亦帶動黃金的相關避險需求。如此一來，金價周二才回落，周三便反彈，一度高見1,872.8美元，最終收漲在1,869.2美元。但總的來說，加息的淨效果對於普遍資產估值仍有一定壓力，相關預期最終仍略為限制金價漲幅，短線遇阻1,950美元。

(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。)

上下同欲者勝 同舟共濟者興

史立德 香港中華廠商聯合會會長



◆眾志成城，擊退疫情。

「上下同欲者勝，同舟共濟者興。」香港各界只要上下一心，配合國家支持，必然跨越這次疫情帶來的嚴峻挑戰。

國家主席習近平日前就支援香港抗擊第五波新冠肺炎疫情防控工作作出重要指示，強調特區政府要切實負起主體責任，把盡快穩控疫情作為當前壓倒一切的任務，動員一切可以動員的力量和資源，採取一切必要的措施，確保香港市民的生命安全和身體健康，確保香港社會大局穩定，並委託國務院副總理韓正向行政長官林鄭月娥轉達對香港疫情的高度關注和對香港市民的親切關懷，而中央相關部門和地方要全力支持和幫助特區做好防疫抗疫工作。

同心協力應對第五波疫情

香港第五波疫情仍未「見頂」，社會各界正同心協力，例如地產建設商會的會員承諾將因應情況，盡量配合政府需要提供合適的隔離設施。有地產商已經借出酒店作隔離設施，亦有地產商已第一時間與政府商討，研究任何可支持政府防疫的方法，並全面評估旗下合適酒店的配套和設施，確保各環節符合安全要求，及安排員工接受政府的防疫知識培訓，期望出一分力，與社會齊心抗疫。

面對疫情，我一直強調「長痛不如短痛」，現時最重要是找出所有隱形患者，並切斷傳播鏈。有消息指，政府在內地支援下，爭取在下月初替全港750萬市民逐步實施全民檢測，務求在3月底前將絕大多數患者送往隔離處所，實現動態清零，之後香港社會才能逐步恢復正常。另一方面，立法會於本週二通過第六輪「防疫抗疫基金」撥款申請，包括首度推出約30億元的臨時失業支援，合資格人士可獲得一次性1萬元資助，而其他受影響行業亦會獲得不同程度的支援，希望基金能夠盡早發放，以解企業和市民的燃眉之急。

財政預算案「三急」不能手軟

從感染人數角度，第五波疫情是香港面對兩年多疫情以來最嚴重的。即將公布的財政預算案絕對要「急市民所急」、「急業界所急」及「急社會所急」，不能手軟。香港擁有雄厚的儲備，絕對有實力可以推出「逆週期」措施，只要確保不會出現結構性赤字，實在不用憂慮太多，在逆境時採取更多財政寬鬆手段。

習主席今次對香港的指示發揮出領航者的擔當，展現中央將盡一切力量支持香港打贏這場防疫戰的堅定決心。我深信港人身後有國家這個強大後盾，必能眾志成城，擊退疫情。

美國通脹持續升溫 通脹走勢有何預測？

陳曉蓉 信安資金管理(亞洲)高級投資策略師

消費者需求維持強勁，供應鏈問題未解決，加上能源成本上漲，美國物價正以近40年來最快的速度上升。可是，隨著能源價格升勢與供應鏈問題逐步紓緩，加上高基數效應，美國通脹數字或於未來幾個月見頂回落，並於年底前重返約3%的水平，2023年底回到接近但高於2%的水平。

先分析能源價格。雖然短期內，在極端天氣及短線產量可能受阻等因素影響下，美國原油期貨價格有機會進一步上試高位，但我們認為，中期來說，能源價格再顯著上升的空間相對有限。石油和天然氣價格已經從2020年的過低價格中完全恢復，以美國原油價格為例，單過去一年上漲近70%。隨著經濟放緩，石油需求增長或將放慢；同一時間，在供應方面，OPEC+及美國生產商有機會繼續提高或維持產量，供求有機會在今年再次出現平衡。美國油價或於年底重返

80美元水平，若能價格趨於穩定，將有助於緩和全球通脹。

其次，也有跡象表明部分供應鏈限制正在緩解。尤其在東南亞，隨著疫苗接種率提高，因為疫情採取的限制措施有機會紓緩，工廠重開和生產線恢復，亞洲經濟復甦速度加快，或可緩解全球供應鏈緊張局勢。到目前為止，雖然Omicron引發的疫情再度升溫，但相比起早前面對的變種病毒，它對供應鏈的破壞性似乎較小。近日在航運限制方面，也出現了一些積極的進展。因此，乾散貨、空運與集裝箱的運費均從高位有所回落，相信有利高通脹情況在下半年逐步改善。

這將如何影響聯儲局的貨幣政策走向？因應美國高通脹情況持續，市場普遍對於美聯儲加息的預期進一步提高，最新的利率期貨顯示，市場認為美聯儲有機會年內加息五次。高通脹問題加上當地就業市場緊張，時薪持

續較快增長，穩定價格成為美聯儲政策的重中之重。

隨着買債計劃或於3月中結束，我們相信當局或將立刻展開加息，上半年或加息最多兩至三次，每次25基點，不排除上半年每次議息會議美聯儲都會調整利率。不過，隨着供應鏈問題及高通脹情況有機會逐步紓緩，下半年加息步伐或比上半年慢，預期加息一到兩次，同樣每次25基點。

美聯儲料暫不主動拋售資產

至於縮表，我們認為局方或最快於年中或第三季啟動，代表聯儲局或於利率仍處於較低水平時展開計劃，比起2015年更快更早。整個計劃將以可預測方式運行，主要通過調整再投資金額。換句話說，聯儲局暫時不會主動拋售資產，通過不為到期債券延期，以削減其高達8.8萬億美元資產負債表，減少對市場流動性的支持。

未來一年，成熟市場央行收緊貨幣政策步伐將會加快，市場波幅或進一步加劇，環球金融狀況有機會進一步收緊，惟數字整體預期依然相對寬鬆。目前G4聯儲局、歐洲央行、英倫銀行及日本央行的資產負債表規模高達26萬億美元以上，市場流動性依然相對充裕。資金有機會繼續流向潛在回報較高的資產。

整體投資部署可考慮維持高股於債比重。當中，考慮到經濟、政策等基本因素，我們依然偏好成熟市場；債券當中，可考慮加入低存續期高收益債，並調低與通脹相關性比較高的傳統債券的比重；同時間，在利率依然較低及通脹較高的背景下，可以另類資產分散投資組合風險，例子包括基礎建設、商品如黃金，或者房地產信託REITs，通過降低與傳統資產類別的相關性，獲取更多樣化的收入及提升潛在回報。(節錄)

元宇宙— 虛擬與現實的交融

李簡 華坊諮詢評估有限公司財務分析師

過去的2021年，「元宇宙」概念熱度一直居高不下，2021年也被稱為元宇宙元年。諸多公司都希望將自身產品與這三個字綁在一起，那麼這個「新」概念到底為何突然興起？

「元宇宙」概念其實並非新名詞。30年前西雅圖小說家尼爾·斯蒂芬森在科幻小說《雪崩》裏就提到了「Metaverse」(即「元宇宙」)。書中描述了一個人們可以進入由三維電腦圖形創造的虛擬世界，人們在其中能夠體驗到如同現實世界般的感知回饋。我們今天能夠從很多影視和遊戲作品中看到這個概念的影子，如《頭號玩家》(港譯：挑戰者1

號)》、《西部殺手》和《原神》等。

那麼什麼是元宇宙？一句話概括為現實中的人以數位化的形象進入到一個與真實世界感覺一樣的虛擬時空。這個虛擬時空擁有完整運行的社會和經濟體系，允許各類玩家進入和自由活動，玩家也可以通過技術界面自由地添加內容。目前元宇宙尚處於早期發展階段，但各類巨頭們已經迫不及待地開始追逐這一條賽道。2021年3月，元宇宙第一股Roblox在紐交所上市，市值一度高達770億美元。2021年11月，Facebook名字換成「Meta」，宣布將專注於元宇宙的發展。2021年12月，李嘉誠旗下維港投資領投了Wonder Dynamics，

完成了元宇宙領域的第一筆投資。

隨着元宇宙成為投資界的熱點，那麼哪些領域有機會率先進入元宇宙呢？這取決於元宇宙所具備的幾個特徵。

關注沉浸式虛擬社交

第一，元宇宙需要能夠構建出整個虛擬世界的幾何模型，並能夠呈現給大眾。而遊戲領域在沉浸式體驗中具有先發優勢，且遊戲的產品形態也與元宇宙相似。其次，元宇宙要將這個虛擬世界向現實世界無限靠近，讓人们在虛擬世界獲得沉浸式的動感體驗。雖然目前人們網購仍以借助手機和網頁界面進行產品瀏覽為主，但

VR/AR購物領域也已經逐漸在服飾、家裝等領域得以實踐，人們可以實現所看即所得。此外，元宇宙是一個多元化的互動場景，因此沉浸式的虛擬社交也將有機會成為率先進入元宇宙的又一大領域。

正如前文所述，元宇宙仍處於初期發展階段，從短期的概念到長期的實現這期間最為關鍵的核心是技術成熟度。如何能模擬出高度真實化的虛擬環境，保證大規模用戶同時線上享受流暢的沉浸式體驗，打造完整的運行體系，是元宇宙成功實現的重要基礎，而這離不開各行各業的共同努力。相信在不久的將來，我們將能看見元宇宙不斷蛻變的嶄新模樣。



◆2021年11月，Facebook名字換成Meta，宣布將專注於元宇宙的發展。

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。