

# 上市制度再改革：香港IPO市場強化國際資本樞紐地位

銘察秋毫

星期二筆者和大家分析過納斯達克修改市場規則一事，其實香港交易所（港交所）也有積極優化規則。繼2018年推出同股不同權、生物科技章節18A，以及2023年新增特專科技章節18C後，港交所3月再提出改革上市制度諮詢。技術性修訂以外，是香港在全球金融秩序重組下的一次戰略性再定位。



陳澤銘

特許公司秘書公會會員、英國法律師、EMBA、證監會負責人員牌照

今次港交所諮詢文件的核心理念，在於「降低門檻、擴大覆蓋、提升競爭力」。其中市場最關注的是，大幅放寬同股不同權企業的上市資格。現時申請同股不同權企業需達400億港元市值，或100億元市值加10億元收入；新方案則降至200億元市值，或60億元市值加6億元收入。過去只有超大型科技企業才能達標，未來中型新經濟企業、區域性平台和部分數碼企業，都可以符合資格。

另外，若上市公司市值達400億港元，其不同投票權比例更可由現時最高10比1放寬至20比1。這顯示港交所正進一步向創辦人主導模式傾斜，以迎合全球科技企業的融資文化。除此之外，港交所亦建議擴大「創新產業公司」定義，不再局限於純科技創新，而包括商業模式創新企業，並放寬保密提交上市申請的安排，以提升上市靈活性及降低企業

前期風險。

## 能否迅速改革成競爭關鍵

事實上，這場改革並非偶然，而是全球交易所競爭白熱化下的必然結果。

2018年以前，香港資本市場奉行同股同權原則，錯失過不少科技巨企。最具代表性的例子，便是阿里巴巴當年因香港不接受同股不同權架構，最終選擇赴美上市。這次事件對香港金融界震撼極大，市場意識到如香港不跟上國際資本市場步伐，將無法對接新經濟時代。

因此，港交所於2018年啟動歷史性改革，引入同股不同權及18A生物科技章節，希望吸引未盈利但具高增長潛力的新經濟公司。結果，美團、小米等相繼來港上市，香港亦逐漸由傳統金融及地產股市場，轉向科技與新經濟市場。

然而，環球市場過去幾年又出現新的變化。中美金融與科技博弈加劇，美國對中概股監管收緊，《外國公司問責法》出台，加速中概股回流亞洲市場，香港也力爭成為中國企業最重要的離岸融資平

台。其次，全球高息環境持續，IPO市場自2022年起顯著轉冷，美國、香港甚至歐洲市場的新股集資額均大幅下降。第三，亞洲資本市場競爭愈演愈烈，新加坡、阿聯酋等地均積極爭奪新經濟及家族企業上市資源。

換言之，香港面對的已不再是「要不要改革」，而是「改革速度是否夠快」。

今次擬修訂最值得留意之處，在於港交所開始瞄準東南亞市場。近年印尼、越南及泰國等地湧現大量平台經濟、金融科技及數碼消費企業，但不少公司未達香港門檻，因此轉赴美國或新加坡上市。如今港交所降低同股不同權門檻，是向亞洲新經濟企業發出信號：香港矢志成為亞洲創新企業的融資中心。

未來幾年，香港IPO市場很可能呈現三大方向。其一，中概股回流仍會持續，但規模未必如2020年至2022年般大。其二，東南亞企業或成新增長動力。其三，AI、機器人、生物科技、Web3及數字資產相關企業，將成為港交所重點爭奪對象。

## 3建議冀助力優先改革

而對於今次改革諮詢，筆者有以下建議。

首先，同股不同權比例提升至20比1，可能削弱小股東權益保障。雖然港交所強調設有額外監管要求，但當創辦人擁有過高控制權時，企業治理風險仍然存在。美國市場近年有不少科技企業因創辦人權力過大而出現治理爭議，香港需避免重蹈覆轍。

其次，香港市場現時最大重點未必是上市門檻，

而是上市後之流動性。不少中小型新股上市後成交偏低、估值長期受壓，即使成功上市，也未必能大幅增加融資能力。因此，港交所下一步更應改革做市制度、提升機構投資者參與度，以及研究降低股票印花稅以提升交易活躍度。

第三，香港目前仍缺乏足夠的新經濟分析生態。美國納斯達克之所以成功，不只是上市制度，而是擁有成熟的科技投資文化、研究覆蓋及創投生態。香港若要成為亞洲科技融資中心，未來需同步推動創投基金、科研產業及數字金融政策配套。

港交所這次改革真正重要之處，不只是放寬規則，而是反映香港正在重新思考自身定位。過去香港是中國企業走向國際的窗口；未來，香港希望更加能成為亞洲創新企業連接全球資本的樞紐。在全球資本市場重組、地緣政治碎片化，以及亞洲新經濟崛起的大背景下，這場改革或許只是開始。



●港交所多年來持續優化上市機制。資料圖片

## 油價持續高企 美聯儲難減息

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

美以伊戰事啟動以來，就美國和伊朗雙方利益而言，曠日持久實屬不利，僅以色列有興趣他人之概。但即使如此，亦不等於美伊能馬上談妥，因雙方期望落差太大。重要的是，美伊在拖延糾纏之間，市場賠率時刻變化，起伏波動，這無疑是潛在利益誘因。遠的不說，美以伊之戰開打以來，美方官員甚至軍兵涉嫌利用相關消息，提早在市場押注而圖利，其他相關人士更不可能完全排除可能性。

### 乏資訊優勢 宜慎之又慎

另一邊廂，適值中美領導人會面，外界相信，對當前局勢有定調，一如往常，投資者基於自保本能，重大消息公布前，合理反應是保持克制，注碼嚴格控制，不敢貿然加注，反而適當降低槓桿，以免突如其來跟其所設想方向不同，被殺個措手不及。

簡言之，在消息市之下，沒資訊優勢，又或資訊不對稱明顯，投資者理應慎之又慎。

### 三大主題互相關連

有趣地，當前金融市場三大主題，最矚目是中美領導人會談，其次是美聯儲新主席沃什接棒，最後是拖了好一陣子的地緣政局，美以伊戰事，甚至俄

烏。排序從新聞角度看肯定無錯，但要留意，以上各項某程度上其實互為關連。

比方說，誠如上文提及，美國總統特朗普過去兩周，對美伊能否和談成功，言論變化兩極，一時非常樂觀，很快談得成，一時極度悲觀，聲言條件完全不可接受。本來，很多人認為他就是如此口不擇言或變化無常，但若配合近來安排中美會談，一日未安排會談行程，特朗普表現相對友善，一旦落實可以會談，馬上又來開天殺價落地還錢，提早幾天爭取籌碼。說到底，他必要找下台階為中東降溫，體面圓場，油價有望回落。



●美國近期通脹數據普遍高於預期。彭博社

### 通脹普遍高於預期

值得留意，油價自然亦關乎美聯儲，可見將來貨幣政策如何。始終美債台高築，預算赤字所需減開支增稅收不符政治現實，則重擔在減息身上，不大減息可不成，惜打伊朗導致油價急升，近日所見，不論消費者物價指數（CPI）或生產者物價指數（PPI）等物價指數，按年按月，核心與整體，普遍高於預期，即使新主席是特朗普自己人，亦不易馬上減息。同樣道理正好解釋，何以金價戰事至今，有別於正常避險反應，竟跟油價背道而馳。顯然，自去年至今，多數人預計美聯儲換主席大減息，如今一下子改變，金價自必整固一番，中短期受壓，惟長期以美匯美債可用度降，央行以至投資者需求增，特朗普一天在位，金價仍有新高。

談過油金價，以至美匯美債，順帶一提，反映美股標普後市波動性的VIX，俗稱恐慌指數，暫時未見有何恐慌。是的，儘管未肯肯定談判成功為美企爭取多少訂單，但起碼應是好消息居多，難怪標指納指日創新高，但亦須提防開始高位回吐。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

## 後發優勢 行穩致遠

陸宏立 香港理工工商管理博士、香港銀行學會評審委員會委員、香港學術及職業評審局專家

財經淺談

一個國家或企業如在產業要素結構的領域上處處落後，就需要尋找一些關鍵的「發展要素」，在某些領域裏獲得競爭力的「相對優勢」，以實現持續增長。發展要素，歸納起來有3點：

(1) 比較優勢：勞動力成本低廉，就可以在勞動密集型產業中獲得勞動成本相對較低的競爭優勢，為落後國家掙得「第一桶金」。

(2) 後發優勢：可以通過學習和模仿、利用前人積累的大量技術和知識，包括社會科學和管理學的知識，來加速發展，這樣就可以少走彎路，節省試錯成本。

(3) 本土優勢：在本國市場作為世界市場的一部分時，本土的企業和競爭者具有一定的信息與文化優勢。

3個相對優勢，最重要的是後發優勢，其次是比較優勢，而本文就是討論後發優勢的重要意義。

2018年，諾貝爾經濟學獎得主保羅·羅默（Paul

Romer）強調知識創造知識及知識的「外溢效應」，用這個來解釋發達國家為什麼還能繼續增長，這叫作「內生增長理論」（endogenous growth）。我們也可以用「知識外溢」這個概念來思考中國的後發優勢，那就是後發優勢來自通過對外開放，融入全球化；通過國際交流，將先進地區的知識「外溢」到這裏來，然後通過學習，應用到產業實踐，並總結得失，加以提升。

### 後發優勢基於知識

現實中，很多發展中國家僅僅發揮比較優勢，沒過多久經濟就出現停滯，未能實現長期持續增長，也無法真正縮小與先進國家的差距。再看中國，這20多年的持續增長，正是「後發優勢」。在這段時期，中國已經不再是勞動密集型產業的發展，而是技術的進步和知識的普及，帶動高新科技產業的產生和發展。

再深一層，後發優勢的本質是以較低的學習成本和試錯成本，降低成本，它可以產生在所有的領域、所有產業當中，從而使經濟全面增長，形成較為完整的產業體系。中國作為後來者，通過在開放的過程當中，不斷學習、引進、吸收，使知識和技術的增長可以更快地接近世界前沿。如6G技術，現已在全球領先。

2026年中國家電及消費電子博覽會（AWE）在上海舉行，以「AI科技·慧享未來」為主題，一批新的智能家電集中亮相，從靈活「上崗」的具身智能機器人，到智慧方便的多功能廚電，吸引來自全球的逾千家參展商注目。多模態AI讓機器人能實現情緒理解、環境識別與長期記憶。這是後發優勢的一個縮影。

要鞏固後發優勢，更要著重自主研發，這便是中國現時強調的「知識型經濟」這個戰略核心，使「硬科技」、「黑科技」的進展居於世界前列。

## AI技術革新持續提振內地進出口

傅臨 經濟學博士、經濟學家

內地進出口表現持續強勁，筆者認為，此現象主要受惠於AI技術範式的變革所帶來的全球對中國商品新增需求。未來有關利好有望成為長效貢獻因素，內地總出口增長更有望帶動全球經濟。

根據國家海關總署公布的數據，中國2026年4月份按美元計出口額同比增長14.1%，遠高於市場預期的7.1%，以及2025年全年出口額同比增長的5.4%，與1月至3月份累計同比增長14.7%相若；環比增長12.0%，優於2016年至2025年同期環比均值的3.5%。4月份內地進口額同比增長25.3%，同樣遠高於市場預期的14.0%，相比1至3月份累計同比增長22.7%進一步提速，環比增長1.5%，也高於2016年至2025年同期環比均值的-2.7%。

### AI相關產品拉動效應明顯

分出口品種類來看，集成電路、自動數據處理設備等AI相關產品拉動效應明顯。4月份集成電路出

口額同比增速高達99.6%，為近12年來最高增速，為整體出口增速貢獻了4.9個百分點，其中集成電路出口數量和出口價格同比分別增長3.8%和92.8%，說明出口品中高單價的AI晶片比重不斷提升。自動數據處理設備出口同比增速也達到5年來最高水平的47.3%，為整體出口增速貢獻了2.4個百分點。

分進口品種類來看，4月份進口額同比增速進一步抬升的主要原因，同樣是AI相關產品帶動的機電產品進口額高增長。4月份集成電路、自動數據處理設備進口額同比分別增長54.7%和90.6%，合共為進口額同比增速貢獻了12.3個百分點。

在筆者看來，全球AI革新帶來的資本開支的擴張周期，正通過半導體供應端持續傳導。全球AI領域的景氣度正處於加速上行期，對貿易端的提振效應不容小覷。2026年一季度，全球半導體銷售規模錄得62.5%的同比增幅，這一數據創下近25年來的歷史新高，遠高於2025年全年同比增速。

作為半導體貿易風向標，韓國2026年前四個月出口同比激增40.5%，同樣遠高於2025年全年增速的3.8%；其中韓國4月份半導體出口額驟升173.5%至319億美元，連續13個月刷新月度紀錄。這折射出AI伺服器部署對高帶寬存儲器（HBM）、DDR5及大容量NAND閃存等高端存儲器件的需求已進入爆發階段，形成了跨國界的供應端同類共振。

筆者認為，在未來一段時間內都不可忽視全球AI資本開支和景氣度加速上行對內地進出口的提振作用。AI技術範式的變革將成為內地出口超預期增長的長效貢獻因素。一方面，發達國家對AI基礎設施的剛性需求，直接拉動了內地相關訂單需求；另一方面，AI革新帶動發達經濟體超額進口生產材料，加速了新興國家的工業化升級。內地不僅在高端供應端直接對接發達市場，更通過中間品貿易支撐了新興市場對發達經濟體的出口增長，從而驅動內地總出口規模在複雜國際環境下實現持續的超趨勢擴張。

## 中國半導體自主可控重塑全球供應鏈



方保僑 香港資訊科技商會榮譽會長、香港互動式商務會創會及榮譽會長

近年來，中國在半導體領域持續增強投入。有報道指出，中國目標實現70%的國產晶圓自給率。假如消息屬實，此舉除了有望促進產業鏈本土化外，亦是一項具明確戰略意義的政策布局。在美國不斷收緊晶片出口限制、加快全球供應鏈分化的情況下，中國的動作並非單純追求自給自足，而是希望借助外部壓力，為中國科技產業奠定更為穩固的基礎。這不僅意味著晶圓製造能力的提升，也反映出中國半導體政策思路的轉變：從依賴國外供應，逐步走向自主可控和內部循環。

若從政策分析角度觀察，晶圓國產化的核心不在於短期內產量增減，而在於供應端安全與產業韌性的重建。半導體產業高度分工，任何一個細微環節受制於人，都可能引發連鎖反應。中國過去在高端材料、設備及部分製程環節長期依賴外部供應，這種結構性弱點在近年地緣政治緊張下被無限放大。如今推動12吋晶圓產能本土化，既是對外部制裁風險的回應，也是對內地新工業需求的前置部署。人工智能、電動車、工業互聯網及數據中心等領域的快速擴張，令穩定而可控的晶圓供應變得愈來愈關鍵。

與此同時，美國亦不甘示弱，透過Pax Silica供應鏈倡議等，拉攏盟友共同重整關鍵材料與晶片生態。挪威加入該倡議的消息，正印證了半導體競爭已從單純的企業商業競爭，上升至國家戰略與陣營協作的戰略對抗。今日的半導體局不再僅是技術參數或資本投入的比拼，更是關於誰能率先建立完整、透明且具備極強抗壓能力供應網絡的馬拉松。這種趨勢一方面會加深全球科技供應鏈的分化，另一方面亦迫使各國重新思考過度依賴單一來源的風險。

然而，若我們換一個更宏觀、長遠的角度審視，中國推進晶圓本土化，對世界舞台未必全然是對抗信號。相反，若本土產能持續提升，全球晶圓市場將增加一個龐大而穩定的供應來源，有助緩和過去幾年晶片短缺所帶來的波動。再者，中國半導體企業在成熟製程、先進封裝以及AI相關晶片應用上的投入，亦可能推動技術迭代與成本下降，為全球產業帶來新的競爭動力。這種良性的競爭壓力，反而有助提升整體供應端效率，並為終端消費者帶來更高性價比的科技產品。

### 香港勢迎創科融資新機遇

中國若能兼顧市場開放與關鍵技術自主，將從「世界工廠」轉型為科技規則的制定者。這不僅能提升其國際地位，更證明科技自主並非封閉，而是深度國際合作的基石。對香港而言，這種變化亦意味著本地可在創科融資、跨境技術服務及國際資本配置方面，發揮更大優勢。晶圓國產化不只是中國半導體產業指標，而是全球科技秩序重組的縮影，為中國在世界舞台創造正面意義與多元機遇。

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。