

# 上市規則最新改革：香港決意成為全球新經濟融資樞紐

銘察秋 毫

香港交易所日前公布《上市機制競爭力檢討諮詢總結》，並即時落實多項《主板上市規則》改革，包括全面推行非公開遞表（保密遞表）、放寬不同投票權（WVR）上市門檻、優化海外發行人上市制度，以及調整財務匯報及特殊上市章節安排。表面看來，這只是一次上市規則修訂，但若放在全球資本市場競爭的大背景下，便會發現港交所正展開新一輪制度升級，目的並非單純增加IPO數量，而是重新定位香港作為全球資本市場的競爭優勢。



陳淦銘  
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員、人員牌照

今次改革透露出一個十分清晰的信號：香港已由過去強調監管優先，逐步走向競爭力與監管並重的新階段。過去數年，全球IPO市場競爭愈趨激烈。美國納斯達克及紐交所一直憑藉保密遞表、同股不同權、靈活企業架構等制度，吸引大量科技獨角獸；內地則在科创板及創業板註冊制下，不斷分流優質科技企業。因此，港交所今次改革，本質上是一場制度競賽，是主動回應全球交易所競爭，而非被動修改技術規則。

筆者認為其中最值得注意的是，全面推行保密遞表制度。以往只有第二上市、生物科技（18A）及特專科技（18C）企業才能採用非公開遞表，現在則擴展至所有上市申請人。這項改動看似程序性安排，實

際卻大幅降低企業上市成本。不少大型企業，尤其仍未盈利或正處於高速增長階段的新經濟公司，最擔心的是上市計劃曝光後，一旦市況逆轉或估值改變，被迫撤回上市申請，容易影響品牌、商業合作及員工信心。保密遞表讓企業可先完成監管審核，再決定上市時機，大幅提升上市彈性。這正是美國市場多年來吸引全球科技企業的重要制度優勢，如今香港正式全面接軌國際市場。

第二項重大改革，是大幅降低不同投票權企業的上市門檻。當年港交所錯失阿里巴巴上市，被市場視為制度保守，其後於2018年首次引入WVR制度，成功吸引小米、美團等企業來港上市。然而，隨着全球科技企業估值回歸理性，不少高增長企業未必再能輕易達到過去較高的市值要求。港交所今次把相關門檻大幅下調，實際上反映一個重要政策思維：香港希望吸引企業未成熟時也可來港上市，而不是待企業壯大後才來香港集資。

換言之，香港希望成為企業成長的合作夥伴，而

非只分享成功果實。優化海外上市企業來港第二上市安排，同樣具有深遠戰略意義。近年地緣政治風險增加，中概股面對海外監管不確定性，不少企業均積極部署回流亞洲市場。同時，東南亞、中東及歐洲部分企業亦希望尋找亞洲融資平台。港交所透過降低制度門檻及簡化上市安排，有望吸引更多國際企業把香港作為亞洲資本市場的重要據點，進一步提升市場國際化程度。

## 哪些企業將最受惠？

筆者認為，最少有三類企業將受惠新規則。第一類，是人工智能及硬科技企業。隨着全球AI浪潮持續，芯片、機器人、新能源、高端製造、生命科技等企業普遍需要大量資本投入，創辦人亦希望保留企業控制權。較低的WVR門檻及保密遞表制度，將令香港對這類企業吸引力大幅提高。

第二類，是獨角獸及新消費平台企業。包括互聯網平台、金融科技、跨境電商、數字醫療及企業軟件公司等，過去不少企業因市值未達要求而未能採用WVR，如今制度放寬後，可望提前來港上市。

第三類，是海外及中概回流企業。在全球供應鏈重組及資本市場碎片化趨勢下，香港將成為連接中國與國際資本的重要平台。未來來自中東、東盟及歐洲企業赴港上市的數量，有望逐步增加。

更值得注意的是，今次改革的真正受惠者，不只是上市企業，而是整個香港金融生態。IPO數量增加，將直接帶動投資銀行、律師、會計師、估值師、公關、財經媒體等完整金融產業鏈的專業服務

需求。而更多優質企業上市，有助提升市場流動性及成交額，吸引更多國際基金配置香港資產。而且，新經濟企業比例提高，可使恒生指數更能反映中國及亞洲新經濟發展。

宏觀而言，香港正逐步形成一個完整的新經濟金融生態。由創科企業、創投基金、私募股權、Pre-IPO融資，以至上市、二次集資及跨境資本配置，建立完整的資本循環。這亦與國家推動科技創新、人民幣國際化及香港建設國際金融中心的方向高度一致。今次改革並非單純降低上市門檻，而是反映港交所的戰略思維已由「等待」，變成「主動出擊」。在全球資本競爭日益激烈的今天，制度創新正是金融中心最核心的競爭力。若香港能持續提升市場效率及包容度，不但有望鞏固全球IPO中心地位，更有機會發展成為全球新經濟企業首選的國際融資樞紐。



●港交所日前發布《上市機制競爭力檢討諮詢總結》，並作出多項修訂。圖為交易廣場。資料圖片

# 模型主權、Token經濟學與區塊鏈新機遇 (四之二)

## 梁淨明 HashKey Capital研究員

### 加密演義

儘管單位Token的價格已大幅下降，企業在生成式人工智能上的支出仍在快速增長。數據顯示，2025年企業在生成式人工智能領域的支出規模約達370億美元，較上一年增長近三倍。這正是典型的「傑文斯悖論（Jevons Paradox）」：單位成本下降會刺激使用量大幅增加，最終反而推高整體支出。

多項針對IT決策者的調查顯示，大多數AI項目的實際成本都超過了最初預算，其中相當一部分項目的支出甚至超出預算50%以上。Agentic AI的興起是推動成本增長的關鍵因素之一，與傳統應用模式相比，智能體在完成單項任務的過程中，往往需要進行數十次甚至數百次模型調用。隨着Agentic AI的規模化應用，模型調用成本也在快速累積，為企業帶來龐大開支。

### Token經濟學與企業預算重估

Uber是目前最具代表性的案例之一。由於大量採用Claude Code和Cursor等Agentic AI編程工具，該公司僅用四個月便耗盡了2026年度全部AI

編碼工具預算。為控制支出，Uber隨後對相關工具實施了預算管理措施，將每名員工在單項工具上的月度支出上限設定為1,500美元，並推出使用情況儀錶板以監測Token消耗。類似做法正在行業內逐步普及。

特斯拉、亞馬遜和Meta等企業陸續採取相關措施，據報道，微軟也取消了內部大部分Claude Code使用權限，並鼓勵員工轉向GitHub Copilot CLI。隨着開源模型與前閉源模型之間的能力差距不斷縮小，企業人工智能戰略正由「能力優先」轉向「成本效益優先」，通過構建混合模型體系，實現模型能力與使用成本之間的優化配置。

在此背景下，越來越多企業開始建立人工智能成本管理體系（FinOps for AI），包括模型調用計量、用戶成本監測等。同時，企業也開始構建分層模型體系：在信息提取、代碼補全和日常辦公等標準化場景中，優先採用成本較低、效率較高的模型；而對於複雜推理等高價值任務，則保留使用前沿推理模型。

### 企業新核心能力：模型選擇與Token策略

模型主權風險和Token成本壓力最終都指向同一個結論：企業不宜完全依賴單一模型供應商。Harvey的實踐對此提供了有益參考。作為一家AI原生法律平台，Harvey與Fireworks AI合作，在其Legal AgentBenchmark上測試了一套混合AI策略。在該方案中，開源權重模型GLM-5.1作為主要執行模型，僅在特定子任務需要時調用Claude Opus 4.7作為輔助模型，平均每項任務調用0.83次。測試結果表明，混合模型方案不僅降低了成本，也取得了更好的效果。在100項測試任務中，採用混合架構的方案共有18項完全通過評分標準，而完全由Opus獨立執行時，僅有14項達到同樣水平，與此同時，總推理成本也從954美元降至368美元。

隨着企業越來越重視混合且具備韌性的模型架構，為不同任務選擇最合適的模型，並掌握模型控制權，正在成為AI驅動型組織的核心優先事項。（待續）

# 日央行干預，效果不長遠

## 涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

### 百家觀點

美聯儲完成議息後，日本央行終按捺不住，上周四下午亞洲及歐洲交易時段，進行匯市干預以支持日圓。不少人對於日本近年換領導人，不論首相或央行行長，滿有期望，認為可改變大形勢，但期望未免太高。事實上，對貨幣政策，包括利率正常化，由以往量寬零息轉為正數，名義或實質利率俱然，過去幾年，一直在做，但只能緩步漸進，未如想像般迅速，央行行長早已明言，任何動作都得跟當局溝通。

說是死症。沒有增長，連徵稅也不可能有大動作，只能新債為舊債填補，但此法亦自有盡時。故此，全球各地投資者傾向大方向看淡看空日圓，如此一來，日央行偶爾干預，效果不長遠。的確，上周五塵埃落定，日央行未加息，跟外界估計相似，不排除10月進行，亦跟市場期望相符，大致維持半年左右一次，是當前不少人心目中的合理形態。

## 出其不意 僅收一時之效

當然，這一點並沒有絕對客觀必要理由。既然



●日圓出現顯著反彈，每美元兌日圓由逾160日圓水平，跌至近日約157日圓水平。 法新社

為着早前日圓急跌至近四十年來最低，日央行上周已出手，一改早前事先張揚的方式，今次只是低調地跟美國紐約聯儲銀行等打招呼問價，以至跟韓國方面有所聯手。

出其不意，目的明顯，就是避免看淡日圓者萬里長空，沾之而後快。始終大家心有顧忌，不肯定央行會否出手或何時出手，從槓桿以至規模，部署審慎得多，不太明目張膽。

## 突擊加劇日韓股拆倉

然而，干預之為干預，證明市場力量民心所向，其實是干預的相反方向，否則便不必干預了。即使多國央行聯手，實際效果只短線，畢竟干預匯價有代價，何況，如上所言，央行改善不了長期經濟增長欠動力，以至人口老化等。短期而言，干預可能觸發日圓套息利差交易拆倉，影響所及，區內股市波動恐增加，之前大跌的韓國股市，以至頗有追捧者的日本股市，俱在其中，小心加劇短暫連鎖反應。

（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。）

### 老化欠動力 長期結構難題

追本溯源，日圓積弱，由長期結構難題所致。所謂迷失四十年，當年日本樓市及股市泡沫爆破，官方動用財金政策救市，但亦拖慢結構改革步伐。最終所見，成為重大實驗，為其後次按危機後金融海嘯觸發，全球各地央行量寬零息，提供上佳藍本。

但即使日本央行多努力，擺脫不了事實。第一，貨幣政策有盡時，遠非外界多年來想像的，可以在菲利普曲線遊走，隨意選擇通脹與失業多少。第二，日本經濟增長放慢，長遠而言，跟人口老化程度冠絕全球，是長期結構難題，幾乎可

# 解鎖滯留資本：跨境理財通互聯互通

## 黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

在全球宏觀經濟環境下，地緣政治摩擦與供應鏈重組引發的黏性通脹陰霾揮之不去，全球資本市場波動加劇。最新的財經行業調查數據揭示一個反直覺現象：香港「大眾富裕階層」（擁有100萬至500萬港元可投資資產的群體）中，高達72%的個人資產仍以定期存款或活期儲蓄形式滯留在銀行體系內。這種超高比例現金留存，本質上是一種「風險厭惡型」的資產配置滯後。

從「投機性貨幣需求」理論來看，當市場不確定性達到臨界點，公眾寧可承受機會成本以換取絕對流動性。這種集體行為不僅限制了個人財富跨周期增長，也導致香港財富管理行業的資產管理規模結構出現失衡，大量高價值資本未能轉化為驅動金融市場循環的活水。

要將這批龐大的常規存款引導至費用型投資工具，金融業界從業員必須重塑其角色定位。業界從業員應積極轉向「全權委託投資組合管理（DPM）」及以資產規模為基礎（AUM-based）的顧問模式。

### 三項建議冀助優化跨境理財通

為了徹底釋放區域內的資本潛能，並確保香港作為國際金融中心的競爭力與整體穩定，香港金管局與證監會在優化跨境理財通及零售金融監管上仍有廣闊的政策優化空間。現行的理財通2.0雖然放寬了投資額度，但在實際操作中，大眾投資者仍面臨跨境開戶手續繁瑣、非現場雙向見證限制多，以及產品同質化嚴重的限制。

為此，建議監管當局採取以下三項具體整合措

施：一是建立「一卡式」跨境財富數碼身份（e-ID）互認機制，允許兩地居民透過完全數碼化的遠端生物識別，在數分鐘內完成跨境理財賬戶的雙向綁定與合規審查，打破地理限制；二是優化產品准入多元化，引入「風險回撤控制型」費用產品，開關快速審批通道，鼓勵發行採用量化對沖策略的收費型產品，使公眾能在可控的風險邊界內分享多資產配置紅利；三是推動建立離岸人民幣與外幣資產的「流動性互換緩衝池」，優化跨境資本流動的宏觀審慎管理框架，確保在極端市場波動時資金進出具備高度預期性。這不僅能為大眾財富提供避風港，更能將香港龐大的滯留儲蓄轉化為服務國家高質量發展與全球資本布局的戰略資產。

# 北都綠色樓宇管理：回收升降機動能助節能減碳

### 數碼港 智敢想 能普惠



數碼港企業Ergatian Limited創辦人  
香港理工大學電機工程博士

香港建築物佔全港整體用電量高達九成，業界近年積極尋求減碳方案，惟焦點多集中於冷氣及照明系統。而日夜穿梭的升降機，其節能潛力反而被市場忽略。

參加數碼港與香港房屋協會合辦「房地產科技概念驗證（PoC）計劃」的蟻能有限公司（Ergatian Limited），正以升降機動能回收切入這個痛點，將構思帶入真實場景驗證。這間由香港理工大學電機工程學系博士團隊創立的創科公司，長期為香港公營機構及升降機承辦商提供機電及電力智能化解決方案，並於2024年從數碼港培育計劃畢業。

裝置原理並不複雜。當升降機滿載下行或空載上行時，受重力牽引，曳引機處於發電狀態。然而大部分升降機並無能量回收系統，該部分電能會經制動電阻轉為熱能消耗，既浪費電力，亦令機房升溫。蟻能研發的「升降機節能裝置」，利用電力轉換技術，捕捉制動時產生的能量並轉為可用電力，回饋樓宇電網支援公共用電，或透過儲能模組供升降機下一輪運作使用。在PoC計劃中，蟻能於一幢工業大廈進行安裝測試，一台裝置可同時支援兩部升降機的動能回收。裝置單月成功回收接近800度電，為場地節省逾千元電費，減排超過300公斤二氧化碳。此外，制動廢熱減少令機房得以降溫，進一步降低樓宇能耗。

### 不用停機改造 只需加裝

該裝置安裝無需更換原有升降機系統，亦無需長時間停機改造，施工期短，成本低廉，適合運作多年的舊式升降機加裝升級。裝置配備計量模組，回收電量可精準量化及審計。為打破傳統節能工程的資金壁壘，蟻能引入了能源效益分成模式：業主無需投入，由蟻能免費提供節能設備、負責安裝及全生命周期的保養，業主其後只需從省下的電費中與蟻能共享收益。這種模式免除大廈的一次性投資壓力，降低業界採用門檻，亦切合近年香港及內地推廣的碳普惠機制精神，即透過項目化的減排量化紀錄，讓中小型項目及社區都能參與減排並取得實質回報。

蟻能亦藉助內地合作夥伴將這套綠色技術延伸至跨境碳金融領域。今年3月，由蟻能與內地夥伴「杭州睿和物聯」共同持股的「中睿碳能」，攜手中國銀河國際（CGS）及武漢碳普惠，完成全國首個「鄂港互通」碳普惠方法學互認項目的簽約。該項目亦是今年香港亞洲氣候峰會上，中國銀河國際、全球碳理事會（GCC）、武漢碳普惠、香港碳登記與服務機構（HK-CRSB）共同簽署四方諒解備忘錄的重要部分。

由技術概念的單點突破，到跨境碳資產互認方法學的落地，蟻能的發展軌跡，反映出香港PropTech企業借助數碼港與香港房屋協會（房協）搭建的PoC平台，將創新技術帶入市場驗證的具體路徑，隨着北部都會區發展藍圖逐步落實，相信這套升降機節能方案，能協助新建樓宇從落成起即具備低碳體質，為北都建構零碳智慧城市群提供可量化的減碳路徑，亦為香港邁向智慧城市與綠色發展，提供一個可驗證、可複製的務實範本。

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。