

GEM如併入主板將是香港資本市場一次大重整

銘察秋 毫

近日市場傳出，港交所正研究在《上市規則》中增設第18D章，作為上市制度競爭力檢討第二階段的重要內容，並研究將GEM（前稱創業板）與主板合併的可能性，方案最快可能於年底前進行公眾諮詢。港交所暫未確認具體安排，只表示，在完成第一階段提升上市機制競爭力的措施後，將繼續研究更多改革，以確保香港市場與時並進，切合市場發展需要。消息一出，市場自然關注：為何港交所會考慮這樣的大動作？如果GEM真的併入主板，是香港資本市場的升級還是倒退？



陳淦銘

特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

筆者認為，這次傳聞背後，反映的其實是香港上市市場近年一個十分明顯的現象：大型IPO市場愈來愈旺，但中小型上市公司的融資和交易功能卻愈來愈弱，市場出現明顯的兩極化。近年香港IPO市場重新活躍，大型內地企業、新經濟公司及科技企業紛紛來港集資，資金、成交量及市場焦點高度集中於主板。然而，原本專門為中小型及成長企業而設的GEM，卻長期面對成交疏落、新股供應不足、估值偏低等問題。換句話說，香港市場並非缺乏上市需求，而是市場資源出現高度集中。大型企業愈來愈受到國際及內地資金追捧，但不少規模較小的上市公司，卻因為流動性不足而長期被市場忽略。

GEM原本的歷史使命，是為處於成長階段、未必符合主板盈利要求的企業提供融資平台。但隨著香

港上市制度近年不斷改革，主板已經增加了不同的上市渠道，包括生物科技公司、特專科技企業等。換言之，主板本身已經愈來愈多元化，可以容納不同商業模式及不同發展階段的企業。在這種情況下，繼續維持一個流動性長期不足、投資者關注度有限的獨立GEM市場，是否仍然符合香港資本市場的實際需要，確實值得重新檢討。

主板趨多元化 GEM有檢討需求

目前，投資者對GEM股票的關注度明顯低於主板。即使個別公司基本面不俗，也可能因為GEM標籤而長期缺乏成交和估值。若能把市場整合，再透過不同章節或不同上市標準進行分層管理，可擴大投資者的選擇，並提高市場資金的配置效率。而香港作為國際金融中心，需要的不只是吸引大型企業上市，更應建立一個完整的企業融資生態圈，讓中小企業、創新企業、高成長企業以及成熟的大型企業，都能找到適合自己的資本市場跑道。因此，如果未來的第18D章能成為一個專門針對中小型企業的新上市框架，採取「同一市場、不同標準」的模

式，會比目前更有效率。

筆者認為，合併的最大難題，是港交所絕不能讓GEM與主板合併變成所有GEM公司集體升格。目前部分GEM公司存在成交量偏低、市值不足、業務規模有限等問題，亦不排除個別公司在企業管治、內部監控及業務持續性方面存在隱憂。如果改革方式只是簡單地把現有GEM公司全部搬到主板，不但可能引起監管套利，更可能損害主板多年建立的市場質素和投資者信心。

因此，筆者認為最理想的改革方式應該是「制度整合、公司分類、動態監管」。取消GEM而在主板的上市制度內設立新的第18D章，形成一個清晰的中小型企業上市板塊。現有GEM公司必須在符合條件下才能過渡至新的制度；港交所亦應設立合理的過渡期，對現有GEM公司進行全面檢視，包括市值、財務狀況、業務實質、管理層誠信、企業管治、內部監控及股份流通量等。具備發展能力的企業可保留在18D框架；符合主板上市標準的公司，則可申請進入一般主板。但對於長期缺乏實質業務、成交極度低迷、財務持續惡化，公司管治存在重大問題的企業，就不應因為制度改革而免試升級。

「進、升、降、退」機制需配合深化

事實上，一家上市公司如果長期無法維持基本的上市質素，也應該面對降級、重組甚至除牌。換言之，未來市場制度應該形成真正的「進、升、降、退」機制：好的公司可以向上發展，規模較小但具成長潛力的公司可以在合適的平台融資，而長期失去業務實質和投資價值的公司，則不能永遠佔據上

市資源。未來香港更需要的，是「一個市場、多個層次、多條跑道」的上市生態圈。

第18A章服務生物科技企业，第18C章服務特專科技公司，未來的第18D章若能為不同規模及不同發展階段的企業提供新的融資渠道，香港上市制度將會變得更加完整。但無論企業透過哪一條跑道上市，底線仍然必須一致，就是信息披露透明、企業管治健全，以及投資者得到充分保障。

港交所的目標應該是把一個長期流動性不足、功能逐漸弱化的GEM整合進一個規模更大、資金更集中、制度更清晰的上市生態圈。而最大的挑戰是如何處理現有質素參差的GEM公司。港交所必須堅持原則：制度可以整合，上市標準不能混亂；市場可以分層，監管質素不能分級。GEM若能透過改革完成自身的歷史任務，香港資本市場將進化為一個更完整、更具流動性、更有生命力的市場體系。



●市場傳出港交所正研究將GEM與主板合併的可能性。資料圖片

美方干預效短 長期危機未變

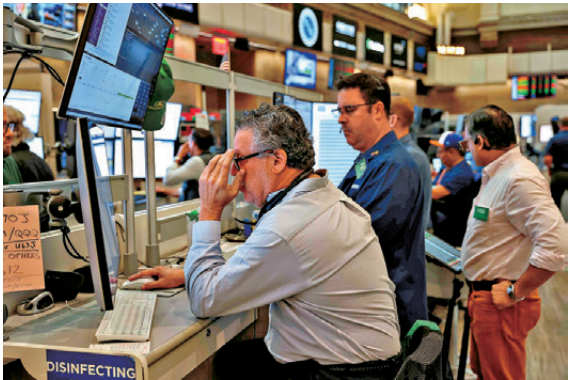
涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

對於美國擴大美債回購計劃，外界反應冷靜，表現「真金白銀，利益攸關，絕不容輕率行事」立場。筆者認為，短期內先觀察形勢而按兵不動，中長期結構性大方向則未曾改變。美國國債孳息升勢，壓低一兩日，便又回復原來路徑，其效果甚至比起早前干預日圓的效果還不濟。

金價受惠 上破4600美元關

近期最明顯受惠的是金價，乘着美債回購消息，連續上破每盎司4,500美元及4,600美元大關，已經擺脫連續多月以來上落區間3,900至4,400美元，當



●美國財政部近期接連出招，市場參與者卻反應冷靜。圖為美國證券交易員。 彭博社圖片

然急升有待守穩，而即市亦難免有獲利回吐壓力，但相信以外界對美國財政部舉動的反應，金價正展開新一輪升浪，甚至帶動銀價有類似方向形態。

中東戰事欲斷難斷，中東呈現膠着狀態，邊打邊談，雙方都不想，但又沒有下台階，紐約即月期油既未急升，起碼不是每桶90美元至100美元那個觸發通脹預期的區間，但又不能很快回到70美元以下，近期只在80美元邊緣徘徊。

參考俗稱恐慌指數的VIX反彈，略見反彈，但又不算急動，反映美股後市絕非完全平穩向上，但又未打擊美股基本面，考慮近期官方干預後，多個資產類別異動，小心降槓桿為上。

官方連番出手 反證市場信念

整體而言，美國財政部近期出招，不論美日聯手干預日圓跌勢，抑或近日公布回購加碼等，只有短暫一兩天效果，之後依然故我，回復舊觀，說明市場參與者絕非省油的燈，官方愈干預，愈說明擔心當前形勢，非干預不可，反過來印證市場原有信念。

市場人士傾向認為，即使可以短期制止日圓跌勢或美債孳息升勢，但始終治標不治本，一來，假如官方不出手，根本自由市場真金白銀的真正買賣，顯然已經確認相關走勢的基本面；二來，即使官方出手，但以出手的潛在或實際力度，跟匯市或債市

的相關規模相比，根本是螻沙填海，杯水車薪，完全不成比例；三來，官方愈是干預，愈反映其心虛，令短線投機者暫時克制，看清形勢，稍後再來致命一擊，這一點，在金融史上，屢見不鮮。

中期選舉當前 難增稅減開支

以此檢視美股匯價形勢，美股本身企業高增長支撐其基本面，雖嫌近年因AI或科技股導致估值高處不勝寒，但亦不是其獨有困難，應為美元資產中較穩者。

美債是另一回事，債價跌而債息升，無可避免，除非美國官方有效改善財政狀況，減開支和增稅收，但現實中此舉形同政治自殺，中期選舉將近，難以當真。

另一可能性是積極修補與各貿易夥伴關係，扭轉去年關稅貿易戰影響所及少做生意下，各地央行減持美匯美債大趨勢，讓共生關係不再惡化。但這點知易行難，因一旦失去信心，很少破鏡重圓，除非重大利益當前。惟以特朗普班子往績及現在作風，相信不可能。

相比之下，美匯在美股債之間，不太弱，只因有日圓比它更弱。

（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。）

「處置」:果斷止損以回收價值

當盤活成本過高或不符合企業發展戰略時，果斷「處置」是更明智的選擇，目標為最大化回收資產價值。

常見方式包括公開拍賣、與產業投資者協議轉讓，或是將大型資產包「化整為零」分拆出售。對於殘值極低但處置成本高昂的資產，捐贈（部分情形可取得稅務優惠）或依法合規報廢，亦是較為經濟的選項。

結語：從戰略高度審視資產管理。閒置資產的盤活與處置絕非財務瑣事，應提升至企業戰略層面看待。在存量經濟時代，唯有持續審視資產組合、勇於「騰籠換鳥」的企業，方能維持輕盈經營姿態，釋放被禁錮的經濟價值與成長動能，在激烈的市場競爭中贏得未來。

香港學生公寓市場:供需錯配(五之一)

傅臨 經濟學博士、經濟學家

在過去的宏觀經濟周期中，以甲級寫字樓、核心零售商舖及高端住宅為主導的傳統商業地產，始終佔據着機構投資者核心資產配置的統治地位。然而，隨着全球利率環境在高位呈現結構性震盪，加之遠程辦公普及與實體零售模式重塑等多重結構性逆風交織影響，傳統大宗資產的估值模型與租金回報率正承受着前所未有的考驗。

在這一背景下，全球長線資本與多邊機構資金的目光，開始全面轉向具備抗周期屬性、需求彈性極低且現金流能見度極高的「居住板塊」。其中，專用學生公寓作為另類資產類別中的佼佼者，正憑藉其獨特的剛性需求與高收益率特徵，越來越受到投資者關注。

從城市戰略定位來看，香港學生公寓市場的蓬勃興起，直接得益於特區政府將香港打造為「國際專上教育樞紐」與全球人才匯聚高地的戰略規劃。亞洲中產階級及高淨值家庭對於優質高等教育的剛性需求，源於教育焦慮與階層遞進訴求，其決策周期

跨度極長，對短期宏觀金融環境、匯率震盪或利率走勢的敏感度極低。

求過於供 投資回報吸引

香港憑藉其具備高度國際認可度的學術體系、多所高校常年位居全球百強的優異表現、無縫銜接的「兩文三語」語言環境、極具吸引力的畢業後留港就業政策，以及與內地地緣相近、文化相通的獨特優勢，正全方位吸納着龐大的跨境及海外留學生群體。這一澎湃的留學生洪流，在與香港長期以來高度緊張的高校宿位供給體制發生正面碰撞後，直接催生出了私人學生公寓市場需求，從而為機構投資者提供了鎖定高確定性回報的契機。

要準確評估香港學生公寓市場的投資內在價值，必須從數據出發，對其供需結構進行分析。長期以來，香港高等教育體系中的住宿保障始終處於極度緊平衡乃至實質性嚴重匱乏的狀態。根據不同專業機構的追蹤研究數據，香港各大專院校的本地與非

本地學生總註冊人數已達逾25萬人的歷史高位。

在這龐大的學生基數中，非本地學生增長動能最強。從2018年至2023年的五年間，來港就讀的非本地留學生人數實現了高達11.2%的複合年增長率。而在特區政府全面啟動各類人才引進計劃以及積極宣傳「留學香港」品牌的政策推動下，非本地留學生人數的持續增長，獲得了強大的乘數效應。大量成功透過高才通等計劃來港定居的家庭，在落戶初期多數選擇採取「先租後買」的過渡策略，這進一步加劇了大學校園周邊及核心學區住宅租賃市場的競爭烈度。

然而，與需求端爆發形成鮮明對比的是，供給端的擴容步伐受制於土地資源極度稀缺、大專院校校園建設周期漫長、財政資金審批程序複雜等客觀因素，表現出嚴重的滯後性。

不同市場機構的數據顯示，在2022/23及2023/24學年，全港主要高等院校能夠提供的校方學生宿舍床位總數僅約為40,000個。這意味着，全港大專院

校的整體宿舍覆蓋率（即床位總數佔在讀學生總數的比例）僅為16%左右。這一比例遠遠低於英美等成熟留學國家普遍維持在25%至35%的水平。

由2026/27學年起，每所資助專上院校的非本地生自費就學人數上限由相當於本地學額數目的40%增至50%，資助研究院研究課程的超額收生自資學額上限亦由100%增至120%。受此政策帶動，非本地留學生人數進一步強勁增長，由2024/25學年到2026/27學年的累積增幅已超過40%。

根據專業機構推算，到2025/26學年，香港高校學生的整體宿位缺口已達到約76,300個的驚人規模；隨着政策紅利的完全釋放與入學人數的階梯式遞增，預計到2029/30學年，這一供需床位赤字將進一步近乎翻番，逼近147,200個的歷史峰值。

（待續）

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。