新世界世紀供股 小股民供還是不供？

銘察秋毫

新世界發展（0017）在剛過去的星期日提出高達249億元的「1供11」供股計劃，是香港地產業近年最受矚目的資本重組行動之一。這不僅是一次大規模集資，更是新世界在債務壓力、資產價值下跌及融資環境轉變下，向市場爭取一次財務重生的機會。然而，市場需要追問的，不只是能否成功集資，而是過去的投資失誤由誰承擔？這次重組又能否真正扭轉經營困局？



陳滓銘
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

新世界今次建議每持有1股可認購11股，每股供股價0.9元，較上星期停牌前4.87元折讓約81.5%，較理論除權價1.23元折讓約26.9%，預計集資249億元，扣除開支後淨額約241億元。由控股股東周大福企業聯同滙豐及星展全額包銷，並非單純依賴市場認購。當中約82億元用於提前償還目標銀行貸款一成，約87億元用於償還其他債務及遞延分派，另約72億元用於待發展項目。配合約820億元目標銀行貸款安排，集團將先償還一成，餘下九成延長到期日兩年。換言之，這是一場股本融資與債務展期同步進行的財務重整，而非一般擴張性集資。

從財務狀況看，新世界的問題並非沒有優質資產或盈利能力，而是資產規模與現金創造能力嚴重錯配。2026財政年度（截至2026年6月底），集團收入按年下跌28%至約200億元，全年錄得268.18億元巨額虧損，主要受11 SKIES項目減值及撥備拖累。不過，核心經營溢利仍增加28%至77億元，經常性營運淨溢利亦錄得22.28億元，反映基本業務並非全面失去盈利能力。真正令人憂慮的是，截至2026年6月底，總債務高達1,433億元，淨債務1,263億元，淨負債比率68.3%，全年融資成本仍達63億元，現金及銀行存款卻只有170億元。換言之，公司即使有核心盈利，亦需要付出龐大利息成本，侵蝕現金流及股東回報。

冀獲兩年緩衝 備戰減債「大考」

今次供股的最大意義是以股本取代部分債務，減低財務槓桿，同時爭取兩年還款緩衝期。若計劃順利完成，82億元即時還款後，總債務預計由1,433億元降至1,351億元，但這並不代表債務問題已經解決。集團仍須在2031年底前實現1,500億元至2,000億元合約銷售及資產出售收入，並削減400億元至500億元總債務。這意味着未來五年，新世界必須加快物業銷售、改善投資物業回報及出售非核心資產。供股只是提供喘息空間，真正考驗是能否將資產轉化為現金，而非繼續依靠資產估值支撐財務報表。

假如供股遭否決，後果可能相當嚴重。由於供股與820億元銀行貸款延期安排互為先決條件，一旦集資失敗，銀行未必願意延長貸款期限。屆時公司可能被迫以更高成本再融資、或出售優質資產套現，甚至延遲發展項目，形成資產折價出售、收入減少、融資能力進一步轉弱的惡性循環。這亦解釋了管理層為何形容供股是維持財務靈活性的關鍵，而不是可有可無的選項。

值得深入探討的，是新世界9月底與香港機場管理局就11 SKIES達成的提前退場安排。根據公開資料，新世界將提前交還項目經營權，支付約23億元現金，另提供約10.5億元等值服務，合計承擔約33.5億元代價。此舉雖然帶來即時財務損失，卻令集團擺脫未來39年的項目經營責任及巨額租金負擔，避免繼續承受不確定的營運風險。而相隔只有個多月，新世界便公布249億元世紀供股，值得商榷的是，11 SKIES原本涉及的長期投資承諾、項目風險及最終退出成本，是否已在當初決策時得到充分評估？倘若商業決策失誤最終需透過減值、撥備及股東供股來承擔，管理層便有責任向股東交代投資決策、風險管控及問責機制。企業可以重組債務，但不能將管理責任一併重組。

小股東須量力兼考慮前景

至於小股東，今次最大的難題是：供，還是不供？以每持有1,000股計算，若全數認購11,000股，須額外支付9,900元。好處是維持持股比例，分享日後復甦的潛在回報；壞處是必須再投入資金，而且新世界未來盈利及股價仍存在相當不確定性。若選擇不供，將承受約75.3%的理論攤薄效應，股東的經濟權益及投票影響力大幅下降。當然股東可考慮出售可交易的未繳股款供股權，收回部分價值，而不是直接放棄認購權。

筆者認為，小股東不應單純因為供股價較停牌前股價折讓逾八成，便認為是便宜貨。應考慮供股後公司的合理估值、未來現金流及自身承受風險的能力。若看好新世界的核心資產、相信管理層能落實減債計劃，而且有足夠閒置資金，可以考慮跟供；若資金有限或對復甦前景缺乏信心，出售供股權可能是較審慎的選擇。新世界今次供股，表面上是249億元集資，實際上是一次企業管治、資本紀律與股東信心的全面考驗。大股東願意承擔包銷責任固然重要，但真正的信心不能只靠注資證明，更要靠未來數年的盈利、現金流及債務下降來驗證。市場姑且拭目以待，觀察管理層的能力和決心。



●新世界發展提出達249億元的「1供11」供股計劃，有分析指出，此次將是對企業管治、資本紀律與股東信心的全面考驗。 資料圖片

資本回歸定價深化：數字資產市場的分化與重建(四之四)

加密演義

王霄彤、郭澤卿 HashKey Capital研究員

本欄就第三季度數字資產市場的回顧來到尾聲，今期將聚焦「資本回歸」這主題。

投資者格局：戰略資本正在掌握定價權。第三季度一級市場最重要的變化，是戰略資本從參與投資逐步轉向主導定價。Citadel、Nasdaq、SBI等機構的投資，已經不僅是財務配置，而是圍繞交易、清算、分發和市場准入構建長期競爭優勢。相比之下，傳統Crypto VC的後期投資競爭力正在受到挑戰。對於成熟項目而言，能夠提供牌照、客戶渠道、流動性和業務協同的戰略投資者，往往比單純提供資金的財務投資者更有吸引力。

因此，一級市場的估值邏輯正在從「未來敘事有多大」，轉向「實際收入有多少、牌照與渠道有多稀缺、戰略協同價值有多高」。

站在2026年第三季度末，我們認為數字資產市場正在經歷一次更加深入的結構性轉變。

三、投資判斷：資本回歸 但機會不再平均分配

二級市場方面，我們對未來1個至2個季度的判斷較第二季更加積極。ETF資金重新流入、現貨需求改善、鏈上資本流轉正常，說明市場已逐步走出單純的再積累階段。

投資策略上，我們傾向於採用「核心倉位 + 戰術加倉 + 收益增強 + 動態保護」的框架。在維持BTC長期配置的基礎上，根據資金流與市場結構變化逐步提高方向性敞口；同時，可利用Accumulator、Dual Currency Buy Low等結構分批建倉，或通過Bullish FCN、Covered Call增強收益，但需要注意相關產品的下行風險和上行收益限制。風險管理方面，仍需保留適當的保護性看跌期權或Put Spread，應對宏觀收緊及機構資金重新流出的尾部風險。

一級市場方面，我們更看好具備真實收入、監管牌照和分發能力的金融基礎設施。穩定幣銀行化、交易與清結算、代幣化證券以及預測市場工具層，仍是未來值得關注的方向。對於「AI × Crypto」等新興賽道，則應優先驗證真實需求和商業化能力，而非單純追逐敘事。

從更長期來看，數字資產市場正在從過去由加密原生資金、技術創新和行業周期主導，逐步走向由宏觀流動性、機構配置、監管制度和金融基礎設施共同驅動的新階段。

如果說第二季我們等待的是新增資本重新進入，那麼第三季度資本已經開始回來。下一階段真正重要的，不只是資本能否持續回流，更是資本將流向哪些資產、企業和基礎設施。

資本正在回來，但已經不再平均分配。 （完）

息差優勢持續 美匯強日圓弱

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

當前全球金融市場主要焦點在於利率的升降，不僅涉及央行層面在貨幣政策的加息步伐，也包括歐美國債孳息率上升的大趨勢。美聯儲未來將減少開會次數，部分會議上不議息，跟美聯儲新主席沃什上台後一直表達的想法相當一致，就是不想外界太依賴央行給予指引，作為押注參考。

正常時期 正常手段

重要的是，當局態度表明就對經濟的掌握而言，美聯儲官員實際上不會較一般民眾掌握更多。所謂前瞻指引等舉動，除非在金融海嘯後，量寬和超低息環境，為取信外界，央行不會這邊進場那邊離場，作為期望管理才有意義，否則，央行官員根本沒有水晶球，不宜過度神化，以為可未卜先知。

當然，在這種思維主導下，相信新主席將逐步把當前美聯儲角色，重新定義為正常時期的正常手段，而非金融海嘯後那種非常時期非常手段，遊戲規則改變，投資者亦應該留意，重新適應。

美明年或提速加息

對於加息步伐而言，若真的堅持通脹要降至中長期目標水平即2%，則目前相去甚遠，難怪已有美聯儲官員公開發言，明示或暗示，未來加息步伐可以加快，以至個別加息日子，加幅可以比之前想像大。

這樣一來，假設其他因素不變，單就美聯儲利率走向而言，普遍資產估值由目前至年底僅一個半月的時間內，相信不易有重大提升。

對於10月未有加息，多數人早有心理準備，11月有美國中期選舉，此事過後，12月很大機會再補加，而基於通脹壓力依然，美聯儲明年恐怕加息步伐，要比想像中快和大，這一切都是符合央行本身維持物價穩定的目標。

正因如此，美匯指數相對走強，應是正常。當然，任何匯率都是兩國貨幣之交換比率，一定要一起比較，不是單看美元，更要看美元兌哪一種貨幣，看兩國的貨幣供應和利率政策，以至通脹，才是客觀。

以此觀之，上周美元兌日圓趨向160日圓水平（意味着日圓轉弱），觸發日本財金官員出口術干預，不令人意外。很多人認為，日本也有通脹，也有加息理由。就是美聯儲加25點子，日本也加25點子，算亦步亦趨了吧。

日本出口術干預效果輕微

然而，效果上，美聯儲大方清楚明示暗示，不只加息，甚至提速。日方卻不能如此，只能低調地表示匯價波動不合理云云。什麼合理不合理？大家都明白，美方要加息加多少，不用跟人家協調，日本不同，日央行要跟當地政府包括但不限於財金官員商量，後者又跟美國打招呼，這是政治現實。

以此觀之，日方干預一如年中時所謂美日聯手，治標不治本，以息差優勢變化而言，美匯相對日圓走強是正常。

（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相關資產。）



●金融市場焦點由美國中期選舉轉移至利率走向。圖為紐約證券交易所。 新華社

從英偉達管治震盪看ESG真諦

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

近期英偉達（NVIDIA，又名輝達）的管治風波，為全球資本市場上了一堂震撼的企業管治課。該公司過去在環境(E)與社會(S)指標上表現亮麗，不僅直接營運控制下的辦公室及數據中心電力百分百採用可再生能源，員工流失率亦遠低於同業。但治理(G)層面卻潛藏結構性隱患：創辦人兼行政總裁黃仁勳掌舵逾三十年，長期維持逾六十人直接匯報的扁平架構，且缺乏透明接班人計劃。

當涉及個人操守及上下級利益衝突的風波接連爆發後，董事會雖展開調查並召開緊急會議，最終促使黃仁勳辭職並由財務總監科萊特．克雷斯出任臨時行政總裁，但在原本已受人工智能（AI）投資周期憂慮困擾的背景下，醜聞進一步重創市場信心，令股價在數日內急挫並蒸發數千億美元市值。這印證現代財務管理中的「代理理論」與「關鍵人物風險」——當董事會過度依賴強勢創辦人而削弱制衡機制時，即便基本面與環保指標再強，管治失守仍會轉化為劇烈的估值折讓。

破除「重環保輕管治」迷思

英偉達案例清晰揭示了ESG評級與真實企業價值之間的落差，這正是當前國際機構投資者重新審視ESG的核心切入點。長期以來，部分市場參與者將ESG簡化為碳排放披露或綠色債券發行，忽略了「G（企業管治）」才是確保「E」與「S」承諾得以兌現的基石。從財務估值角度分析，管治缺陷會直接推高企業的股權風險溢價，進而拉高加權平均資本成本，壓縮未來現金流的折現價值。

作為國際金融中心及國家對外開放的重要門戶，香港近年積極推動綠色金融，並於2025年起分階段實施與國際可持續準則理事會(ISSB)接軌的氣候披露新規。然而，香港若要真正鞏固亞洲可持續金融樞紐地位，不能僅停留在擴大綠債規模，更須正視本地市場中不少家族企業及同股不同權（WVR）公司同樣面臨的創辦人高度集權與接班不透明問題。

為促進香港經濟與資本市場穩定，監管機構可從兩方面着手：其一，可檢討《企業管治守則》，要求大型及同股不同權上市公司強制披露具體接班人規劃及「關鍵人物風險」預案，並嚴格落實已生效的獨立非執行董事九年任期上限規定(加快過渡進程)，確保董事會具備實質制衡能力；其二，金管局在推動可持續發展掛鈎貸款(SLL)時，應鼓勵銀行提高「管治(G)」指標在利率定價中的權重，並透過合規科技資助降低中小企的管治合規成本，讓公平透明的管治紅利惠及整個商業社會。

舟行木易——2027年全球經濟展望(四之一)

宏觀分析

程實 工銀國際首席經濟學家
周燁 工銀國際宏觀分析師

2026年餘下時間只有一個半月，本欄就此預早就2027年全球經濟走勢作展望。今期內容將簡要分享我們對全球整體經濟預測的哲學看法。

在變幻莫測的經濟世界中，人們總試圖穿透紛繁表象，通過解釋過去和理解當下實現對未來的推演。對本質的追問，其實也是對確定性的追尋。然而在萬物流變之中，究竟什麼才構成真正的不變？「忒修斯之船」的古老悖論，由這一點引出了一個耐人尋味的問題：如果一艘船不斷被更換損壞的木板，直至最初的材料被全部替代，它是否仍然是原來的那艘船？借用《周易》關於「變」的思想，萬物雖處於持續流變之中，其運行並非毫無章法，變化之中仍有可以延續的結構與規律。

莊子則從另一角度揭示，「同」與「異」並非絕對，判斷往往取決於人們如何劃定邊界、如何理解對象。由此看來，「忒修斯之船」或許並不存在唯一答案。若以最初的材料定義一艘船，它早已面目全非；若以結構、功能和航行的連續性定義，它卻始終可以被視為同一艘船。判斷往往始於定義，而何者被視為不變，也決定了變化將被如何理解。這或許正是觀察當前全球經濟的重要起點。過去數年，全球經濟增長範式、貿易網絡、金融結構與政策框架持續變化，表面的連續性與內部的異質性同時存在。若以增長率和貿易規模衡量，世界經濟似乎仍在熟悉的周期中運行。但若將視角進一步轉向支撐增長的底層結構，則會發現一個正在被重新定義的經濟體系。面對2027年，全球經濟的變化或許並不只體現在增長的速度，更體現在舊結構如何延續、新機制如何形成，以及二者在持續更替中最終塑造出怎樣的經濟運行形態。辨別這場發生於連續性之中的結構轉換，正是我們把握2027年全球經濟演化方向的重要線索。

變而有常：全球經濟的忒修斯之問

如果一艘船不斷更換損壞的木板，直至最初的材料被全部替代，它是否仍然是原來的那艘船？「忒修斯之船」的古老悖論，為我們理解當下全球經濟演化提供了哲學視角。國際貨幣基金組織（IMF）在最新發布的世界經濟展望中預計，全球經濟增速將由2026年的3.1%回升至2027年的3.4%，總體增長仍展現出較強韌性。然而，穩定的全球總量背後，是正在加速的內部分化。IMF指出，目前全球95%的增長來源於32個經濟體，而2026年4月達到同樣比例尚需54個經濟體，約47%的經濟體增長預測遭到下調。這一分化主要受到地緣政治與技術變革兩股力量的共同驅動：一方面，地緣衝突通過能源價格上漲形成負向供給衝擊，加劇能源進口經濟體的通脹與增長壓力。另一方面，人工智能相關投資通過算力基礎設施、半導體及國際貿易形成正向需求衝擊，為科技產業鏈參與度較高的經濟體提供增長支撐。不同經濟體在能源依賴程度、科技價值鏈分工及技術吸收能力上的差異，進一步擴大了增長表現的分化。 （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。