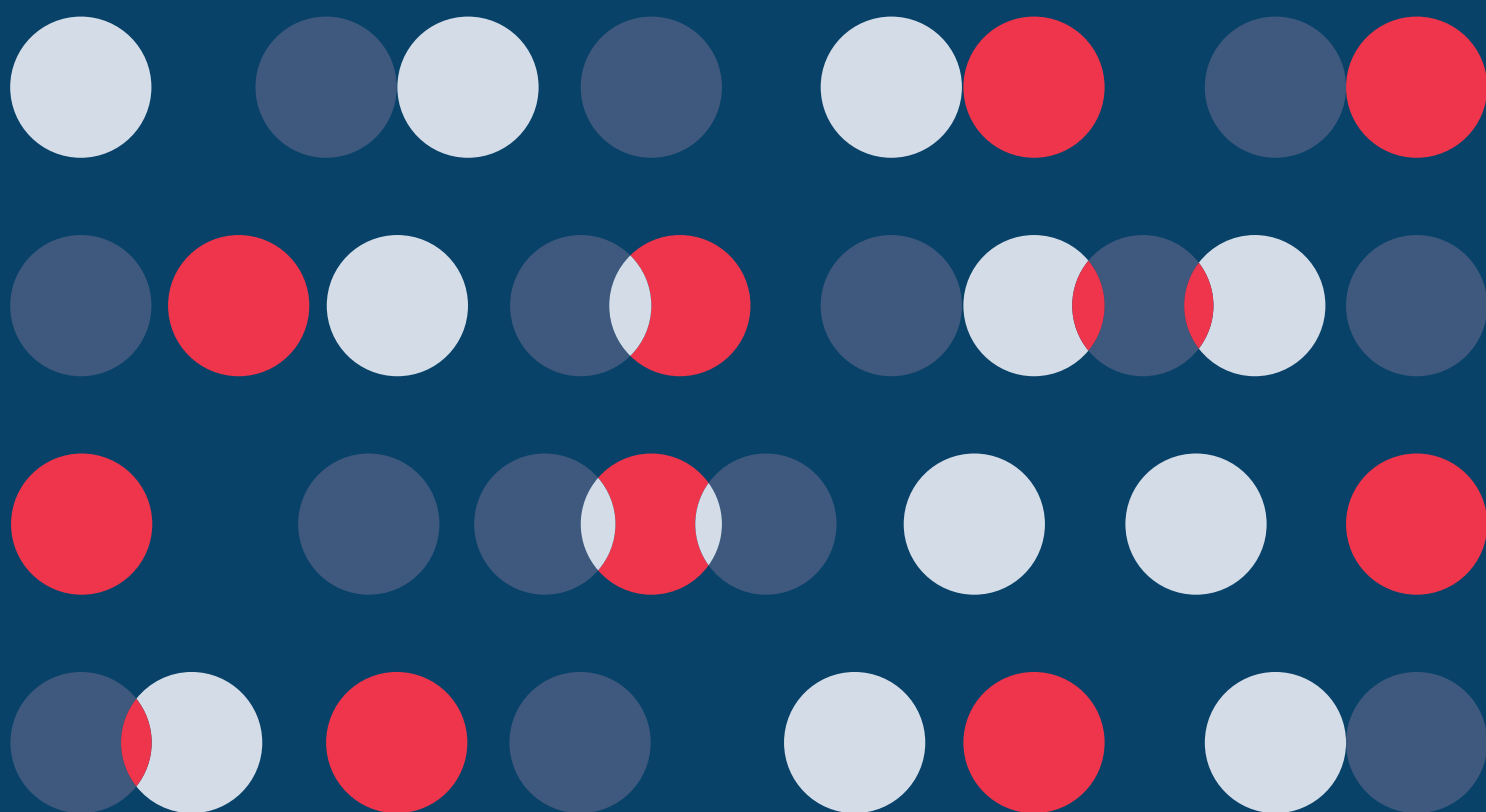


2019年6月

研究報告

香港支持內地民營企業集資的角色



# 目錄

頁數

摘要 .....	1
1. 內地民營企業在經濟上的重要性及其現時的融資環境 .....	2
1.1 內地民營企業在經濟上的重要性 .....	2
1.2 企業部門的直接融資相對較低 .....	2
1.3 民企槓桿率回升 .....	4
1.4 爭取境內資金資源的激烈競爭 .....	5
2. 民企需要更多的資金支援 .....	7
2.1 2018 年起境內融資更緊絀 .....	7
2.2 支持民企的內地政策措施 .....	11
3. 香港市場支持民企融資及發展的角色 .....	14
3.1 民企最大離岸股本融資中心 .....	14
3.2 吸引內地新經濟企業的離岸上市渠道 .....	19
3.3 內地企業的最大離岸債券融資中心 .....	20
3.4 內地企業的離岸人民幣風險管理中心 .....	22
3.5 連接境內市場與全球投資者的主要門戶 .....	23
4. 總結 .....	25
附錄：2018 年內地企業的 IPO 市盈率 — 香港、內地、美國對照 .....	26

## 摘要

內地民營企業（民企）對中國近 40 年來經濟改革進程中的經濟增長有着巨大貢獻，今天內地再進一步經濟轉型，邁向由創新及創業驅動的新經濟，民企亦會繼續在當中發揮重要作用。中國領導層對此很清楚，亦非常鼓勵民企發展，政策上長期給予支持。然而，民企要在境內取得足夠融資仍然面對困難，主要原因包括：直接融資渠道的支持不足，令民企佔企業融資的份額仍然偏低；民企近期槓桿率回升壓低了民企進一步融資的議價能力；以及不論是股本融資、債券融資還是銀行貸款，民企均須面對國有企業（國企）的競爭。因此，民企獲得的股本融資及債券融資佔比近期屢創新低，透過影子銀行進行融資（例如股票質押）的渠道亦被收緊。由此可見，民企現在亟需更多的資金支援。

內地當局為民企所提供的各項政策支援中，包括了推廣及鼓勵民企進行離岸股本及債券融資。在這方面，香港向來是內地企業進行股本融資和債券融資最大的離岸集資中心。在境內有集資困難的民企特別受益於在香港市場融資。與內地相比，在香港市場融資更能掌握時間性、可享基於市場因素的估值以及能有接觸全球投資者的機會，這樣民企和其他內地企業，不論其行業和擁有權，均享有一個公平競爭的集資環境。以股本融資而論，2018 年內地企業在香港市場進行首次公開招股及後續發行的集資金額，大部分為民企所募集。另外，香港市場 2018 年 4 月實行上市制度改革，容許採用不同投票權的公司及未有盈利的生物科技公司在香港上市，涉及的新經濟企業，當中便包括許多民企。債券融資方面，內地企業在香港發行點心債和以外幣計價的債券，融資成本低於在其他離岸中心發行。香港市場作為內地企業的主要離岸融資中心，提供多種不同的離岸人民幣風險管理工具，讓內地企業可以管理匯率錯配下的匯率風險。

此外，全球資金透過滬深港通及債券通計劃進入內地，有助增加境內股票及債券市場的流動性，對內地企業（包括民企）在境內的融資活動起支持作用。境外投資者多了渠道進入內地股票和債券市場，亦提升內地市場的全球認受性，有助促成內地證券納入全球多個基準指數，進一步推動外資參與內地市場、提高內地市場流動性。香港市場聯通全球，能為所有內地企業提供強大資金支援，對境內融資向來不容易的民企來說非常重要。

香港市場與內地市場互為補足，自當繼續發揮支援內地企業（包括民企）離岸融資的作用。

## 1. 內地民營企業在經濟上的重要性及其現時的融資環境

### 1.1 內地民營企業在經濟上的重要性

自 40 年前國家開始經濟改革以來，內地民營企業（民企）在中國經濟發展中的角色日益重要。在這段期間，中央發布了多份政策文件，包括國務院 2005 年<sup>1</sup>及 2010 年<sup>2</sup>的指引，鼓勵民企進入各行各業提高業內生產力。2018 年，民企佔稅收超過 50%，佔國內生產總值超過 60%，佔技術創新超過 70%，佔城鎮就業超過 80%，佔就業創造和新企業數目超過 90%<sup>3</sup>。

在把握經濟增長契機方面，民企較國有企業（國企）更有創新能力。民企的商業決策多由市場主導，可因應瞬息萬變的經濟環境靈活變化。正因如此，私營部門推行業務計劃或實現願景的效率較高，民企遂成為了內地經濟的創新來源，這在全球追求新經濟的環境下是非常重要的策略性因素。

基於民企在經濟上的重要性，中國領導層再三對民企表示支持。2018 年 10 月習近平主席在一封公開信中，高度肯定民企對經濟發展的貢獻，並表示會繼續支持民企<sup>4</sup>。同年 11 月 1 日，習主席召開座談會，與內地官員及多家民企（包括百度及騰訊）代表會面<sup>5</sup>，目的在為民企「打氣」及重申「毫不动摇地鼓勵、支持和引導」非公有制經濟。習主席在座談會上承諾會尋求新的方法保障民企業務，包括大幅減少民企的稅項、鼓勵銀行更多向民企提供貸款及要求地方政府對「有前景的民營企業進行必要財務救助」。

儘管有政策支持，民企要取得融資從來不容易，既受制於市場體制，也受宏觀經濟影響。接下來的分節就此作詳細討論。

### 1.2 企業部門的直接融資相對較低

銀行貸款依然是非金融部門的主要融資來源，透過資本市場直接融資的佔比仍然偏低。根據中國人民銀行（人行）統計，銀行貸款佔 2018 年底社會融資總額約 68.2%（見圖 1），非金融企業發債融資的淨額約佔 10.0%，股票僅佔 3.5%，其他融資渠道（包括影子銀行）約佔 18.3%。換句話說，直接融資（股本融資和債券融資）約為 13.5%，與銀行貸款的 20% 距離尚不太遠。相較於多年前一項研究<sup>6</sup>的結果（顯示直接融資僅為中國銀行貸款的九分之一），現今直接融資的佔比已有改善，只是仍然相對偏低（同一研究顯示在許多國家，直接融資與銀行貸款的佔比相等）。

<sup>1</sup> 《國務院關於鼓勵支持和引導個體私營等非公有制經濟發展的若干意見》，2005 年 2 月 25 日。

<sup>2</sup> 《國務院關於鼓勵和引導民間投資健康發展的若干意見》，2010 年 5 月 13 日。

<sup>3</sup> 資料來源：〈劉鶴：所謂「國進民退」的議論既是片面的也是錯誤的〉，載於《新華網》，2018 年 10 月 20 日。

([http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-10/19/c\\_1123583752.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-10/19/c_1123583752.htm))

<sup>4</sup> 資料來源：〈習近平給「萬企幫萬村」行動中受表彰的民營企業家的回信〉，載於《新華網》，2018 年 10 月 21 日。

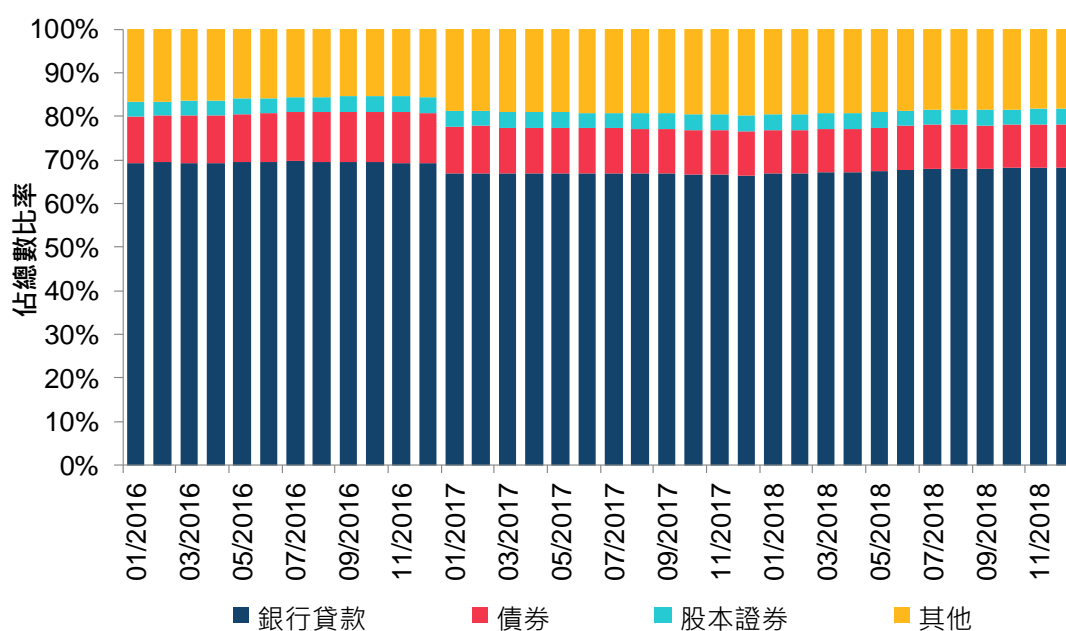
([http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-10/21/c\\_1123590760.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-10/21/c_1123590760.htm))

<sup>5</sup> 資料來源：〈習近平：在民營企業座談會上的講話〉，載於《新華網》，2018 年 11 月 1 日。

([http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-11/01/c\\_1123649488.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2018-11/01/c_1123649488.htm))

<sup>6</sup> 見彭森 (2010) “Macro-Economic Reform” (〈宏觀經濟改革〉)，載於李鐵映編《Reforming China: International Comparisons and Reference》(《改革中國：國際比較與參考》)，107-152 頁第三章，天窗專業出版社。

圖 1：內地社會融資規模存量的分布（2016年1月至2018年12月）

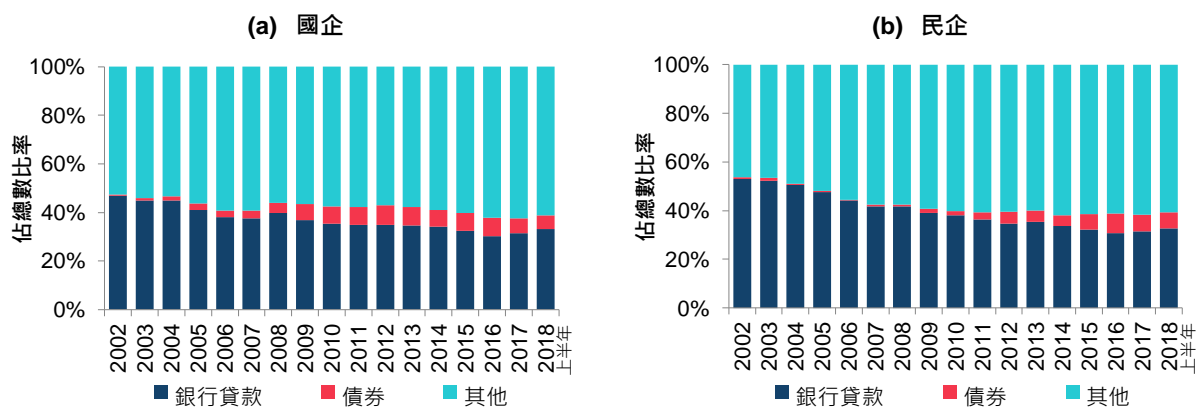


註：「其他」包括委託貸款、信託貸款、銀行承兌及其他融資方法。

資料來源：Wind。

國企及民企的債券融資佔比都偏低。從內地 A 股上市非金融公司的財務報表來看，銀行貸款的佔比遠高於債券。就內地上市國企而言，銀行貸款佔其 2018 年上半年末負債總額的 33.1% 左右，是債券佔比 (5.6%) 的 5.9 倍 (見圖 2a)。就內地上市民企而言，銀行貸款佔其 2018 年上半年末負債總額的 32.7% 左右，是債券佔比 (6.5%) 的 5 倍 (見圖 2b)。

圖 2：內地上市企業負債總額的分類（2002 年至 2018 年上半年）



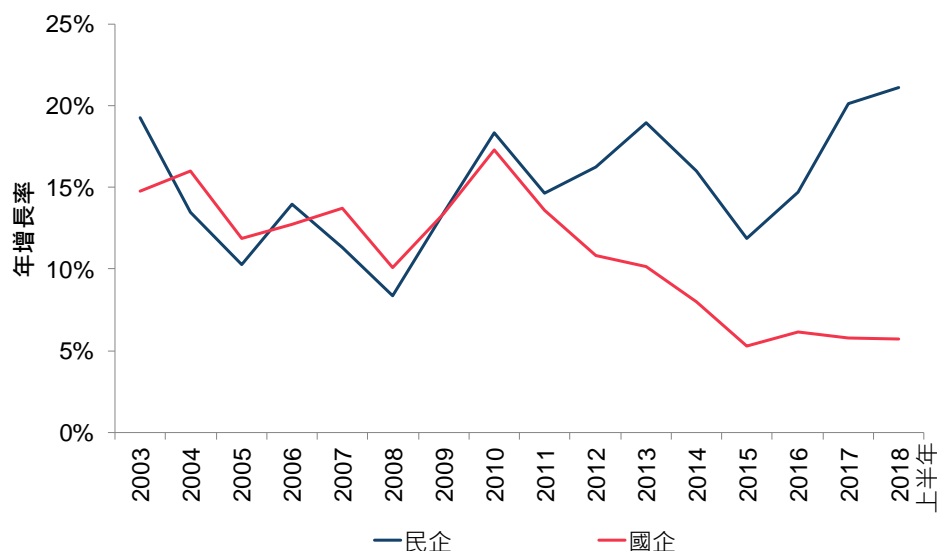
註：債券發行人的企業類別按 Wind 的定義確定。

資料來源：Wind。

### 1.3 民企槓桿率回升

民企債務增長較國企迅速。內地上市民企負債總額增長率的中位數高於內地上市國企。於 2018 年上半年末，民企的負債總額按年增長率中位數為 21.1%，國企的數字為 5.7%（見圖 3）。

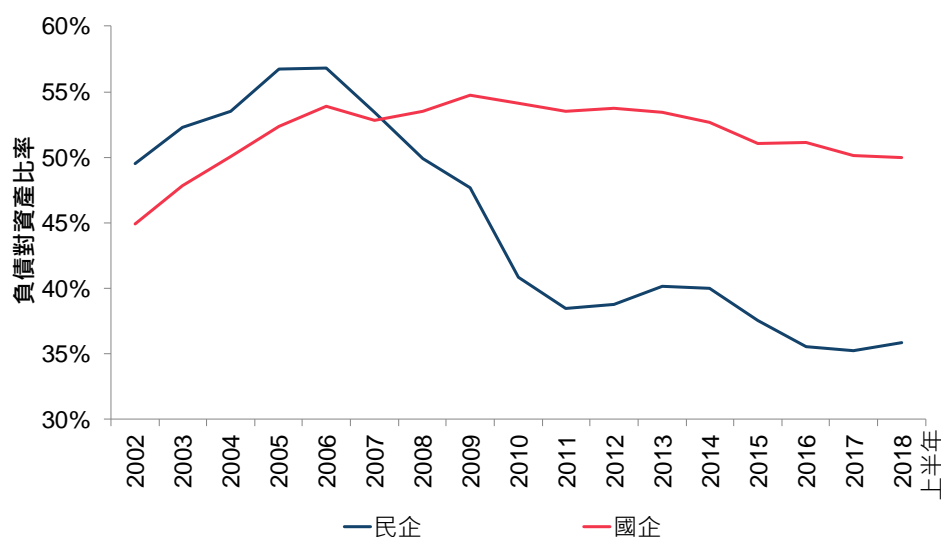
圖 3：內地上市公司負債總額增長率的中位數（2002 年至 2018 年上半年）



註：數據以內地非金融 A 股公司資料計算，企業類別按 Wind 的定義界定。  
資料來源：Wind。

民企的槓桿率由 2008 年起一直低於國企。然而到 2018 年上半年末，槓桿率有所回升 — 於 2018 年上半年末，民企的負債對資產比率（或槓桿比率）的中位數上升至 35.8%，是 2016 年以來最高水平（見圖 4）。相比之下，2018 年上半年末國企槓桿比率的中位數下降至 50.0%，是逾 10 年來最低水平。

圖 4：內地上市 A 股公司的負債對資產比率的中位數（2002 年至 2018 年上半年）



註：數據以內地非金融 A 股公司資料計算，企業類別按 Wind 的定義界定。  
資料來源：Wind。

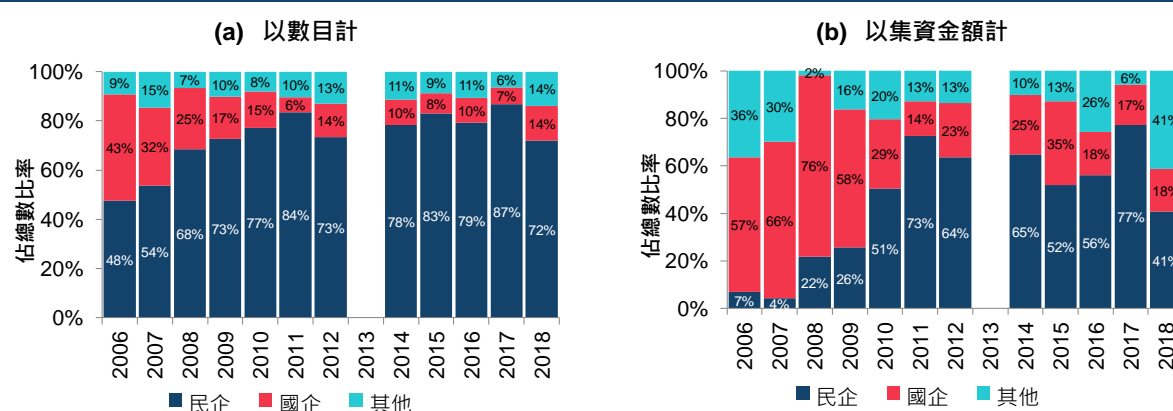
民企槓桿率的增加並不顯示經濟復甦。若是經濟復甦，企業會增加借貸進行投資，因此資產及負債都會同時增加。但研究結果<sup>7</sup>顯示 2018 年上半年民企資產及負債都有減縮，負債在資金緊絀下減少 0.3%，而資產在業績表現疲弱下大減 7.8%。結果，伴隨槓桿率上升的並非資產擴張，而是未來收益變得更加不確定。這些因素使民企債券的違約數目上升<sup>8</sup>。

#### 1.4 爭取境內資金資源的激烈競爭

民企一直要面對國企於多個融資渠道（包括股本及債務融資）的激烈競爭，細述如下。

股本融資方面，內地股票市場一直為民企的集資活動提供支援。然而，民企首次公開招股（IPO）的佔比於 2018 年降至近年新低。2014 年至 2018 年<sup>9</sup>，民企佔 IPO 項目總數一直超過 70%，但 2018 年的數字已降至 72%，是近 5 年最低水平（見圖 5a），按集資金額計算的佔比亦於 2018 年降至 41%，也是近 5 年最低水平（見圖 5b）。

圖 5：內地 IPO 按企業類別的分布（2006 年至 2018 年）



註：企業類別按 Wind 的定義界定。「其他」涵蓋公共企業、集體企業和外資企業。IPO 活動於 2012 年 12 月至 2013 年 12 月期間暫停。

資料來源：Wind。

債務融資方面，儘管私營部門佔國內生產總值 60%，但一項研究指出，內地企業債務中只有三分之一來自民企<sup>10</sup>，當中包括銀行貸款、債券發行和其他類型的債務融資（例如影子銀行）。

債券融資方面，民企的融資額遠小於國企。根據鵬元的一項研究，2010 年至 2018 年 8 月期間，信用債<sup>11</sup>發行總額中，民企僅佔 9.5%，國企佔 85.9%<sup>12</sup>。同一研究還發現，民企債券發行時的平均孳息率高於國企債券，顯示民企的債務成本較高；而民企債券的平均年期為 2.27 年左右，國企債券的平均年期為 2.87 年（見圖 6）。

<sup>7</sup> 見〈民企槓桿不降反升背後：如何突圍高槓桿之困〉，載於《證券時報》，2018 年 9 月 20 日。

<sup>8</sup> 見〈民企紓困六題〉，載於《中國經濟週刊》第 40 期，2018 年 10 月 15 日。

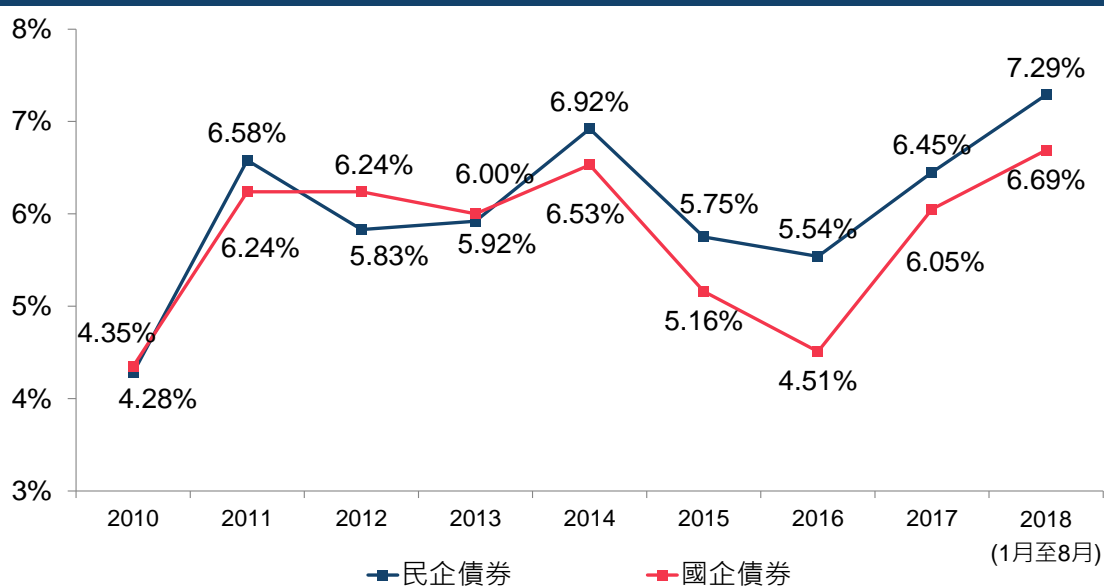
<sup>9</sup> 內地市場於 2012 年 12 月至 2013 年 12 月期間暫停 IPO 上市活動。

<sup>10</sup> 見 H. Handley 〈Debt in China and Its Implications for the Private Sector〉（〈中國債務及其對私營部門的影響〉），載於《China Briefing》，2017 年 5 月 12 日。（<http://www.china-briefing.com/news/debt-china-implications-private-sector/>）

<sup>11</sup> 信用債涵蓋企業債券、公司債券、中期票據、商業票據、可換股債券和資產支持證券。

<sup>12</sup> 資料來源：鵬元研究部〈2010-2018 年 8 月民營企業與國企債券融資對比分析〉，2018 年 10 月 18 日。

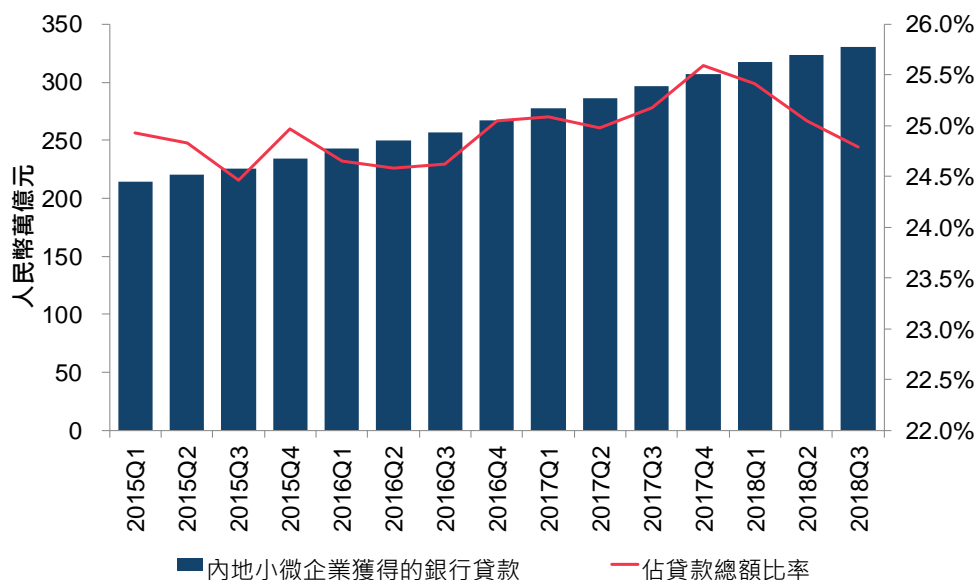
圖 6：民企與國企債券發行時的平均孳息率（2010年至2018年8月）



資料來源：鵬元研究部〈2010-2018年8月民營企業與國企債券融資對比分析〉，2018年10月18日。

銀行貸款方面，民企佔比不及國企，但資金成本卻較國企高。一個例子是向小微企業（大部分為民企）提供的銀行貸款。2018年小微企業獲得的銀行貸款佔比下降（見圖7），原因可能是短期貸款獲批時間相當長、獲批貸款金額有限、抵押要求高及借貸利率高等等<sup>13</sup>。另外，由於擔保、評估、登記及報批涉及額外成本，民企的借貸成本可比國企高出兩個百分點之多<sup>14</sup>。

圖 7：內地小微企業獲得的銀行貸款（2015年第一季至2018年第三季）



資料來源：Wind。

<sup>13</sup> 見〈民企紓困六題〉，載於《中國經濟週刊》第40期，2018年10月15日。

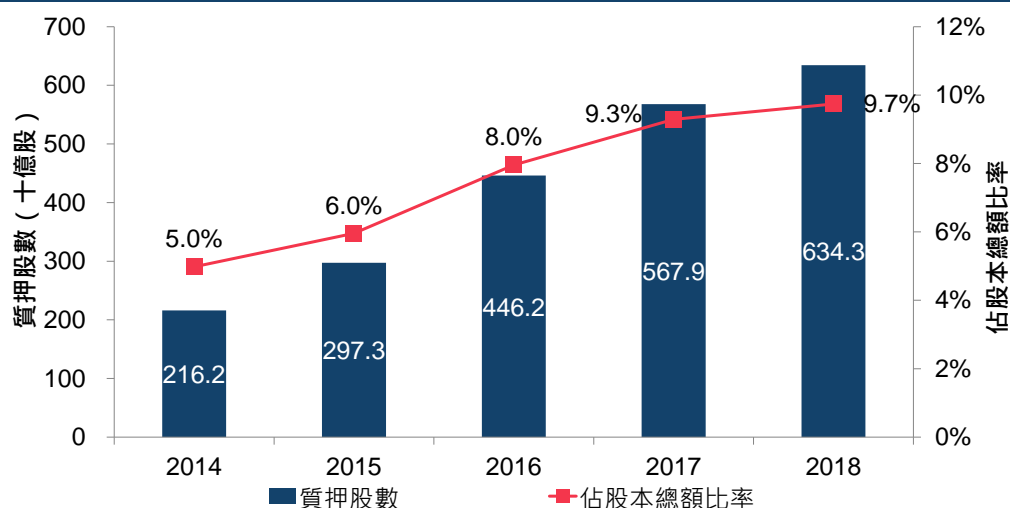
<sup>14</sup> 同上。



此外，如部分研究指出，大型國有商業銀行一般傾向貸款予大型國企<sup>15</sup>，這令影子銀行成了民企的重要資金來源<sup>16</sup>。實證顯示，獲銀行貸款的公司往往增長較快，而中小型企業（中小企）因較難獲銀行貸款，其融資主要透過非正式渠道進行<sup>17</sup>。

所謂非正式融資渠道，像股票質押便是其中一例（見圖8）。有些民企透過不同渠道質押股票以借入資金，包括透過券商及其資產管理計劃以及銀行理財產品和信託產品等。眾多公司之間的多重股票質押協議形成連串債務，隨著彼此相互的債務敞口增加，違約風險在這些公司之間蔓延的危機亦增加。

圖 8：股票質押數量（2014 年至 2018 年）



資料來源：Wind。

## 2. 民企需要更多的資金支援

### 2.1 2018 年起境內融資更緊絀

全球經濟前景愈益不明朗，加上金融去槓桿化持續，民企要取得新的資金只會更難。中美貿易磨擦仍未解決，內地金融市場的貸款方轉趨謹慎。與此同時，內地當局繼續金融去槓桿化，尤其遏制影子銀行的業務。自 2018 年以來，民企面對更緊絀的融資情況，不單影響銀行貸款，還影響股票、債券和其他融資渠道。

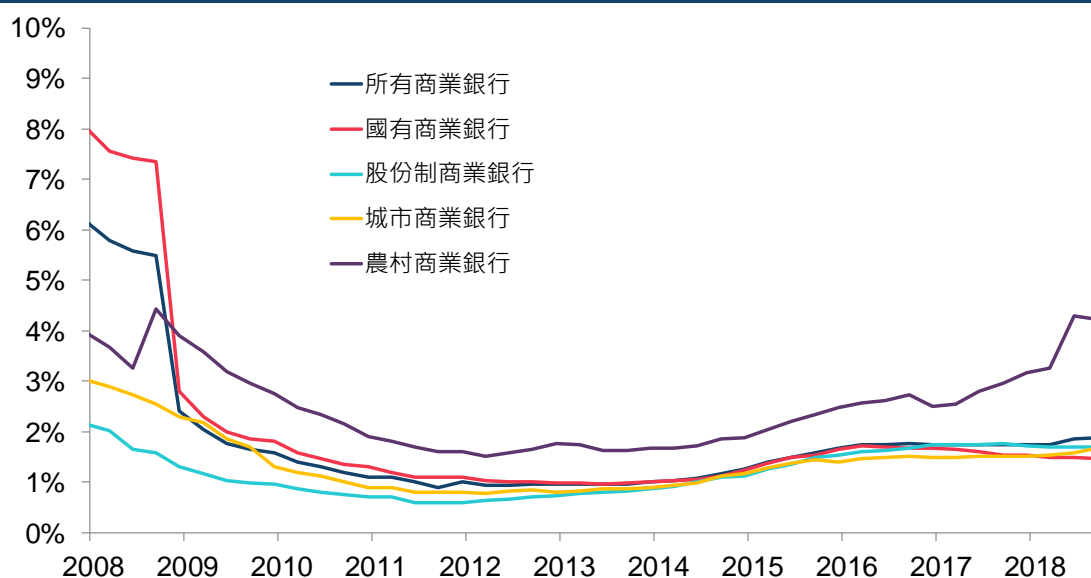
銀行貸款方面，由於企業都面對經濟困境，內地銀行的不良貸款率在 2018 年攀升至十年高位（見圖 9）。銀行放貸時可能會更加審慎和嚴格。

<sup>15</sup> 見 Z. Song K. Storesletten 與 F. Zilibotti (2011) 〈Growing like China〉（〈如中國般增長〉），載於《The American Economic Review》第 101 期第一冊，196-233 頁。

<sup>16</sup> 見 T. Ehlers、S. Kong 與 F. Zhu (2018) 〈Mapping shadow banking in China: structure and dynamics〉（〈中國影子銀行：結構和動態〉），《國際結算銀行工作報告》第 701 號，2018 年 2 月。

<sup>17</sup> 見引用例子於 M. Ayyagari、A. Demirgüç-Kunt 與 V. Maksimovic (2010) 〈Formal versus informal finance: Evidence from China〉（〈正規融資與非正規融資：來自中國的證據〉），載於《The Review of Financial Studies》第 23 期第 8 號，3048-3097 頁。

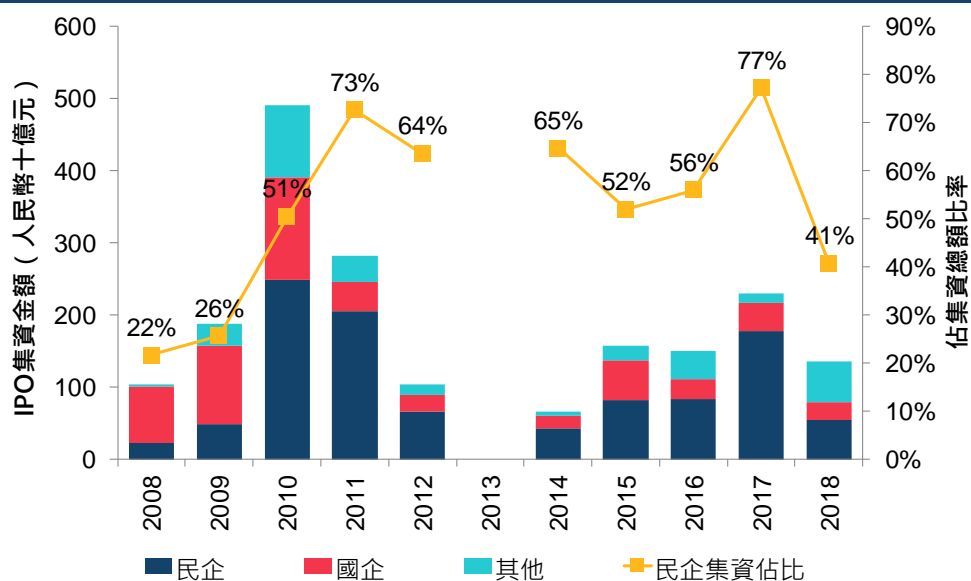
圖 9：內地商業銀行的不良貸款率（佔貸款總額的比率）（2008年至2018年第三季）



資料來源：Wind。

透過境內股票市場的融資方面，民企於2018年的IPO集資金額大幅縮減至人民幣552億元，較2017年人民幣1,779億元的三分之一還少（見圖10）。2018年國企和其他企業的相應金額分別為人民幣244億元和人民幣559億元。

圖 10：不同類別內地企業每年的IPO集資金額（2008年至2018年）



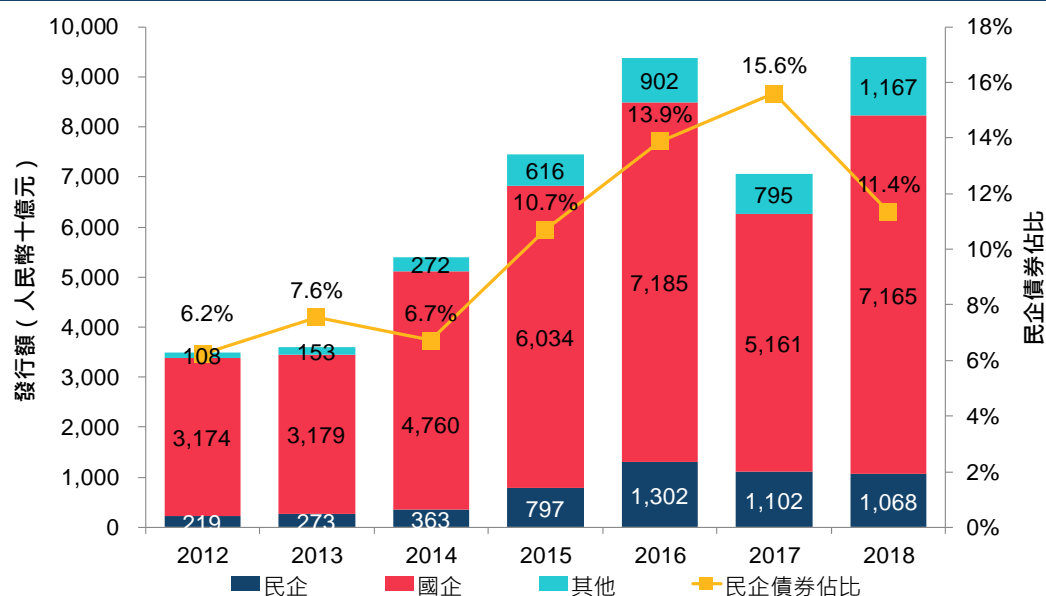
註：企業類別按Wind的定義界定。「其他」涵蓋公共企業、集體企業和外資企業。IPO活動於2012年12月至2013年12月期間暫停。

資料來源：Wind。

此外，在內地發行股份集資有某些非市場化的特性，增添企業顧慮。首先，在現時上市審批制<sup>18</sup>下，發行股份的時間未必可與市況及企業的融資條件匹配。IPO的時間取決於獲得中國證券監督管理委員會（中國證監會）的批准，後續發行亦須有關當局批准。據稱，境內市場審理上市後再發行的申請約需一年時間<sup>19</sup>；有些行業如教育服務、餐飲業、農業、高污染行業、房地產及採用不同投票權的新經濟公司等，要符合的上市要求還更嚴<sup>20</sup>。此外，內地 IPO 定價的市盈率指標通常不會超過 23 倍<sup>21</sup>。

債券融資方面，民企信用債的發行總額最近兩年都有所下降，2017 年降至人民幣 11,020 億元，2018 年再降至人民幣 10,680 億元。2018 年民企信用債的市場佔比亦已下降至 11.4%，是 2015 年以來最低水平（見圖 11）。

圖 11：不同類別發行人的境內信用債發行額（2012 年至 2018 年）



註：企業類別按 Wind 的定義界定。「其他」涵蓋公共企業、集體擁有的企業和外資企業。

資料來源：Wind。

由於宏觀經濟的挑戰，境內民企債券違約事件增加（見圖 12），境內投資者料將更傾向投資高質量的民企。

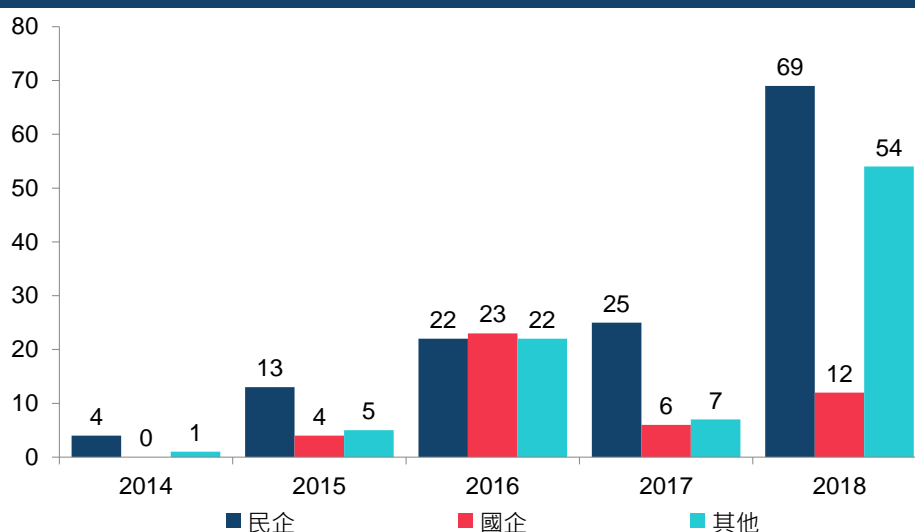
<sup>18</sup> 有別於此，上海證券交易所科创板推出上市註冊制（見中國證監會《科创板首次公開發行股票註冊管理辦法（試行）》，2019年3月1日）。然而，上市註冊制在內地市場其他環節推行的時間仍未確定。

<sup>19</sup> 資料來源：〈港股「再融資」是這次市場的風險嗎？〉，載於《格隆匯》網上平台，2018年2月28日。

<sup>20</sup> 資料來源：〈香港成 IPO 最熱市場之一 機會、風險全解讀〉，載於《人民日報》，2018年5月28日。

<sup>21</sup> 資料來源：〈取消新股首日漲停限制 監管須有效跟上〉，載於《證券時報》，2019年1月17日。

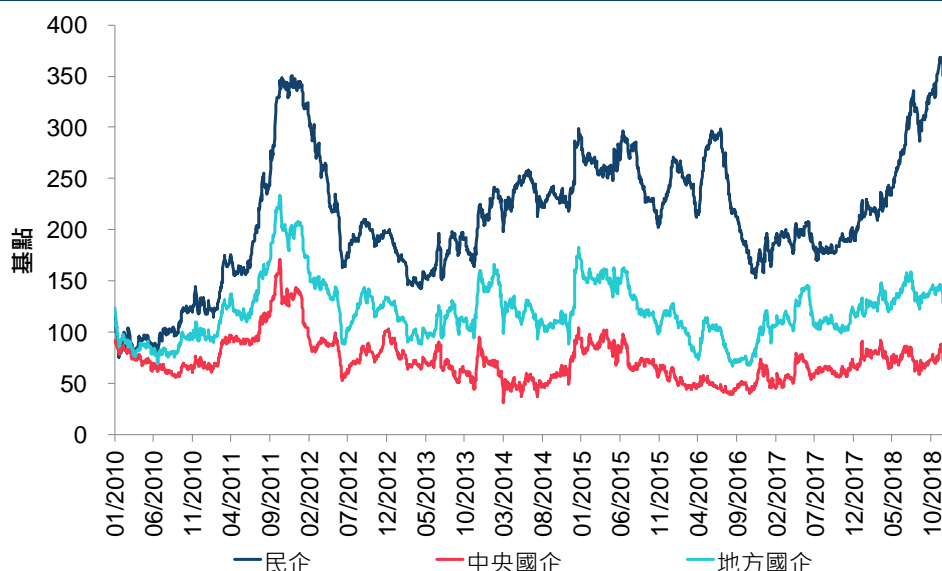
圖 12：境內債券違約數目（2014 年至 2018 年）



註：企業類別按 Wind 的定義界定。「其他」涵蓋公共企業、集體企業和外資企業。  
資料來源：Wind。

事實上，民企債券的利差日益擴大。根據中國興業銀行的數據，於 2018 年底，相對於基準無風險政策性銀行的債券，各類工業民企的公司債券的利差中位數升至約 360 個基點的新高，中央國企的相應利差約為 80 個基點，地方國企的則約 120 至 130 個基點（見圖 13）。貸方都偏好借款予國企（見 1.4 節），令民企（尤其低質量民企）發行的債券需求減少。需求減少，再加上經濟環境不穩可能會令低質量民企債券比例上升，都是民企債券利差擴大的底因。利差擴大，意味民企進行債券融資的成本上升。

圖 13：不同類別工業類企業公司債券的利差中位數（2010 年至 2018 年）



註：每個企業類別的債券利差中位數是根據興業銀行計算所得該類企業所發行公司債券的信用差價中位數。公司債券的信用差價是指該債券的收益率減相同年期政策性銀行債券的收益率，而所參照的政策性銀行債券為國家開發銀行發行的債券。

資料來源：Wind。

此外，資管新規<sup>22</sup>於 2018 年 4 月生效之後，影子銀行融資渠道收窄。新的規則旨在規範銀行的理財業務及資本市場理財產品的投資活動，措施包括打破剛性兌付，不得承諾保本保收益、產

<sup>22</sup> 人行、中國銀保監會、中國證監會和國家外匯管理局（外管局）於 2018 年 4 月 27 日發布的《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》。

品售予公眾的部分不能超出槓桿上限、禁止使用資金池延續不良信貸以及要求進行壓力測試以控制風險等。市場機構須於 2020 年底過渡期完結之前符合新規則。雖然人行和中國銀行保險監督管理委員會（中國銀保監會）容許過渡期間也可再發行現有產品以投資於可能包括非標準信貸資產<sup>23</sup>在內的新資產<sup>24</sup>，但今後民企要透過這些產品取得資金相信會更困難。

**民企融資的另一非正式渠道 — 質押股票亦逐漸被收緊。**市況向下時，上市公司大股東可能要面對更大壓力必須清償以質押股票借來的貸款。根據 Wind 的資料，滬深證券交易所上市公司被質押的股份，2018 年底數目約為 6,345 億股（佔已發行股份總數的 9.83%），2018 年 6 月底為 6,249 億股（佔已發行股份總數的 9.90%）。雖則被質押股份的數量相差不多，但被質押股份的市值卻由 2018 年 6 月的人民幣 54,722 億元下降至 2018 年 12 月的人民幣 42,336 億元，跌幅 23%。由大股東質押的股份，2018 年 12 月佔 6,074 億股（佔已發行股份總數的 6.75%），2018 年 6 月佔 5,930 億股（佔已發行股份總數的 7.05%），但質押股份的相應市值由 2018 年 6 月底的人民幣 19,545 億元下降至 2018 年 12 月底的人民幣 10,899 億元，跌幅 44%。<sup>25</sup>換言之，大股東正面對很大的還款壓力。

## 2.2 支持民企的內地政策措施

中國領導層充分認同民企在中國經濟改革發展中的重要性。內地有關當局多年來採取各項政策和措施支持民企發展。早於 1990 年代，民企已獲准按中國證監會的新措施<sup>26</sup>往海外上市及融資。2000 年代初以來，改善中小企融資已被納入經濟改革的中央政策中<sup>27</sup>。如 1.1 節所述，國務院於 2005 年和 2010 年發布指引鼓勵民企進入各行業。這些指引傾向擴大直接融資渠道，包括民企上市待遇與國企上市相同、改善中小企業板及當時的「代辦股份轉讓系統」<sup>28</sup>，以及推動合資格民企作海外上市等。中國證監會於 2012 年又發布另一政策文件<sup>29</sup>，進一步支持民企發行股份、上市及再融資。2017 年，具體指引出台<sup>30</sup>，當中包括一系列措施及工作計劃建議，目的在解決民間投資發展在體制上的障礙，冀民間投資可為國家發展提供重大支持，協助中國成為製造業大國。2011 年，國務院制定小微企業政策，為小微企業發展提供財務及財政政策支持<sup>31</sup>，一連串小微企業支援措施其後陸續出台，較近期的有李克強總理於 2019 年全國人民代表大會全體會議完結時提出的政策，說要於 2019 年將小微企業融資成本由 2018 年的水平再削減一個百分點<sup>32</sup>。其後，2019 年 4 月由中共中央委員會與國務院聯合發布的官方指導意見<sup>33</sup>號召更多措施紓緩中小企融資困難的情況，包括拓寬融資渠道和支持利用資本市場直接融資。

鑑於 2018 年以來民企要面對融資緊絀的情況（見第 2.1 節），內地當局推出了新一輪的支援政策和措施，鼓勵民企透過銀行貸款以及發行股票及債券融資。主要措施載於表 1。

<sup>23</sup> 非標準信貸資產指非於交易所或中國銀行間債券市場買賣的信貸資產。

<sup>24</sup> 見《關於進一步明確規範金融機構資產管理業務指導意見有關事項的通知》，人行於 2018 年 7 月 20 日發布；《商業銀行理財業務監督管理辦法》，中國銀保監會於 2018 年 9 月 28 日發布。

<sup>25</sup> 本文所有關於股票質押的統計資料來源：Wind。

<sup>26</sup> 1999 年 7 月，中國證監會發布《關於企業境外上市有關問題的通知》。自此以後，海外上市企業類別由以國企為主擴大至包括集體企業及民營企業。

<sup>27</sup> 《國務院關於投資體制改革的決定》，國務院於 2004 年發布。

<sup>28</sup> 「代辦股份轉讓系統」於 2014 年被廢除，由「全國中小企業股份轉讓系統」(NEEQ)（俗稱「新三板」）所取代。

<sup>29</sup> 《關於落實〈國務院關於鼓勵和引導民間投資健康發展的若干意見〉工作要點的通知》，中國證監會發布，2012 年 5 月。

<sup>30</sup> 《關於發揮民間投資作用推進實施製造強國戰略的指導意見》，16 個政府機關包括人行、中國銀監會及中國證監會發布，2017 年 11 月 21 日。

<sup>31</sup> 國務院常務會議於 2011 年 10 月 12 日作出的決定。

<sup>32</sup> 見〈李克強：讓小微企業融資成本在去年的基礎上再降低 1 個百分點〉，載於《新華網》，2019 年 3 月 15 日。

<sup>33</sup> 《關於促進中小企業健康發展的指導意見》，中共中央辦公廳及國務院辦公廳發布，2019 年 4 月 7 日。

表 1：內地當局近期支持民企融資的重要措施

措施	詳情
人行措施 (2018年6月至12月) <sup>34</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>向小微企業、民營企業和創新型企業貸款的金融機構：降低其準備金比率</li> <li>支持小微企業和民企的銀行貸款：增加其再貸款及再貼現額度總額</li> <li>創設定向中期借貸便利(TMLF)</li> <li>提供信用貸款予小微企業等方面的綜合措施、民企債券融資及股本融資的支援設施</li> </ul>
中國證監會措施 (2018年7月及10月) <sup>35</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>鼓勵透過區域性股權市場進行私募股權融資</li> <li>鼓勵透過發行經綠色通道審批的專項公司債券融資</li> </ul>
上交所措施 (2018年10月及11月) <sup>36</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>改革上交所債券市場支援民企債券融資：(1) 推出專項公司債券；(2) 改善債券融資機制及審批制；及(3) 引入信用支持工具</li> <li>推出信用保護工具試點</li> </ul>
深交所措施 (2018年12月) <sup>37</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出民企債券融資配套工具</li> </ul>
中國銀保監會的小微企銀行貸款目標 (2018年11月) <sup>38</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「一二五」目標：(1) 佔大型銀行新增公司貸款至少三分之一；(2) 佔中小型銀行新增公司貸款至少三分之二；及(3) 三年後佔所有新增公司類銀行貸款至少 50%</li> </ul>
國家發展和改革委員會 (發改委) 措施 (2018年11月) <sup>39</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>積極支持發行高質量民企債券，用於國家重大戰略和重點領域</li> <li>鼓勵大中型企業發行信用增強集合債券，所得款項委託銀行再貸予有前景的小微企業</li> <li>支持發行創業投資類企業債券，資金投放於未上市成長性創業企業</li> <li>統籌各部門力量，化解處置違約債券風險，協助重點民企紓困</li> <li>配合金融管理部門，實施民企債券融資及股本融資支持計劃</li> </ul>
地方政府及國有資產監督管理委員會 (國資委) 分支機構 (2018年11月) <sup>40</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>專為民企而設的紓困資金，約人民幣 2,560 億元</li> </ul>
市場機構 (2018年11月) <sup>41</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>券商的資產管理計劃，合共至少人民幣 700 億元，用於資助民企</li> <li>約人民幣 860 億元的保險產品專門用於資助民企</li> </ul>
中央政府的政策文件 (2019年2月) <sup>42</sup>	<p>為加強民企直接融資的政策指示，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>簡化 IPO 及後續發行機制，加快審批民企的申請；</li> <li>擴大民企可換股債券定向發行的適用範圍及規模，以及擴大創新創業債試點；</li> <li>加快於上交所推出科創板<sup>43</sup>並試點註冊制，支持創新民企於新三板融資</li> </ul>

<sup>34</sup> 見中國國際金融股份 (CICC)〈央行再次較大範圍「定向」降準，旨在釋放流動性及置換到期 MLF〉，2018年10月7日；〈央行創設定向中期借貸便利 支持民營和小微企業貸款〉，載於《新華網》，2018年12月19日；〈中國央行行長易綱：「三支箭」讓資金流向民企緩解融資難〉，載於《中國新聞網》，2018年11月6日。

<sup>35</sup> 中國證監會於2018年2月12日發布及於2018年7月1日生效的《區域性股權市場信息报送指引(試行)》；〈建「綠色通道」審核紓解民企融資困境及股票質押風險專項債〉，載於《新華網》，2018年10月26日。

<sup>36</sup> 見〈深化債券市場功能，助力民營企業健康發展〉，載於上交所網站，2018年10月26日；〈上交所推出信用保護工具試點 支持民營企業債券融資〉，載於上交所網站，2018年11月2日。

<sup>37</sup> 見〈以市場化方式緩解民企融資難 滬深交易所民企債券融資支持工具落地〉，載於《上海證券報》，2018年12月15日。

<sup>38</sup> 見〈郭樹清：初步考慮對民企貸款要實現「一二五」的目標〉，載於《中國金融時報》，2018年11月8日。

<sup>39</sup> 見〈五大措施支持民企發債融資〉，載於《人民日報》，2018年11月16日。

<sup>40</sup> 見〈券商險資政府聯手 逾5000億紓困資金加速支持民企〉，載於中國的《經濟日報》，2018年11月29日。

<sup>41</sup> 同上。

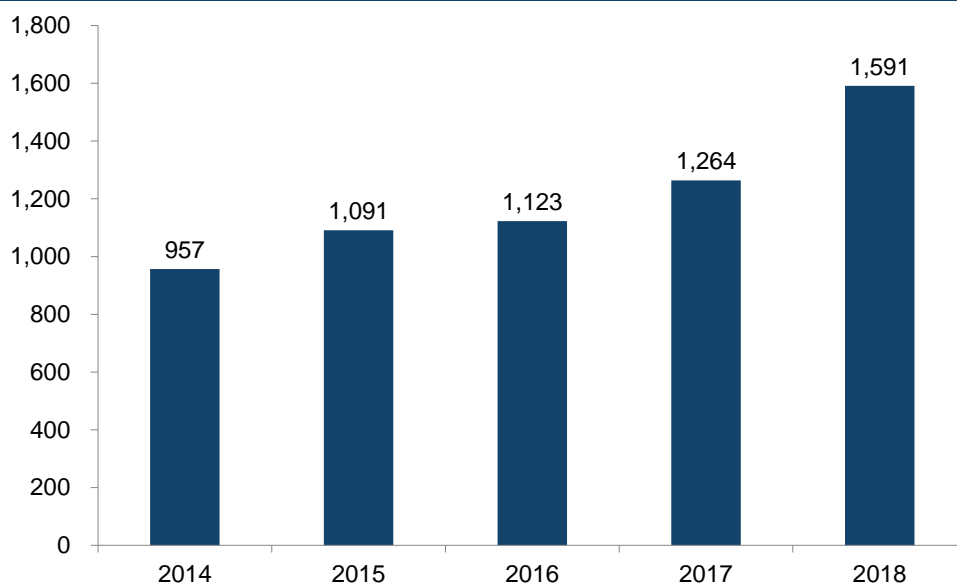
<sup>42</sup> 《關於加強金融服務民營企業的若干意見》，中共中央及國務院發布，2019年2月14日。

<sup>43</sup> 中國證監會、上交所和中國證券登記結算有限責任公司(中國結算)於2019年3月1日及3日發布整套科創板運作及監管規則和措施，準備推出科創板。

明顯地，境內融資渠道不足以應付民企現時不斷增長的融資需要，尤其在現時比較艱難的市況之下（見前文）。**海外融資渠道因此對民企來說非常重要**。內地當局對此非常清楚，並有相關措施支持配合。事實上，當局一直推廣利用離岸市場（主要是香港）為民企融資。2012年，中央發表政策文件推動民企進行離岸投資<sup>44</sup>。當局制定的政策不但鼓勵向民企提供稅務優惠及境內銀行向民企提供更多信貸，也推動民企於海外上市及在離岸市場發行以人民幣及外幣計價的債券。

在上述政策支持下，香港成為內地企業（包括民企）最大的離岸融資平台。直接投資內地的境外資金逾半來自香港。在香港設有業務的內地企業數目由2014年的957家增至2018年的1,591家（見圖14）。這些企業可通過香港資本市場吸引全球的資金。

圖 14：在香港設有業務的內地企業數目（2014年至2018年）



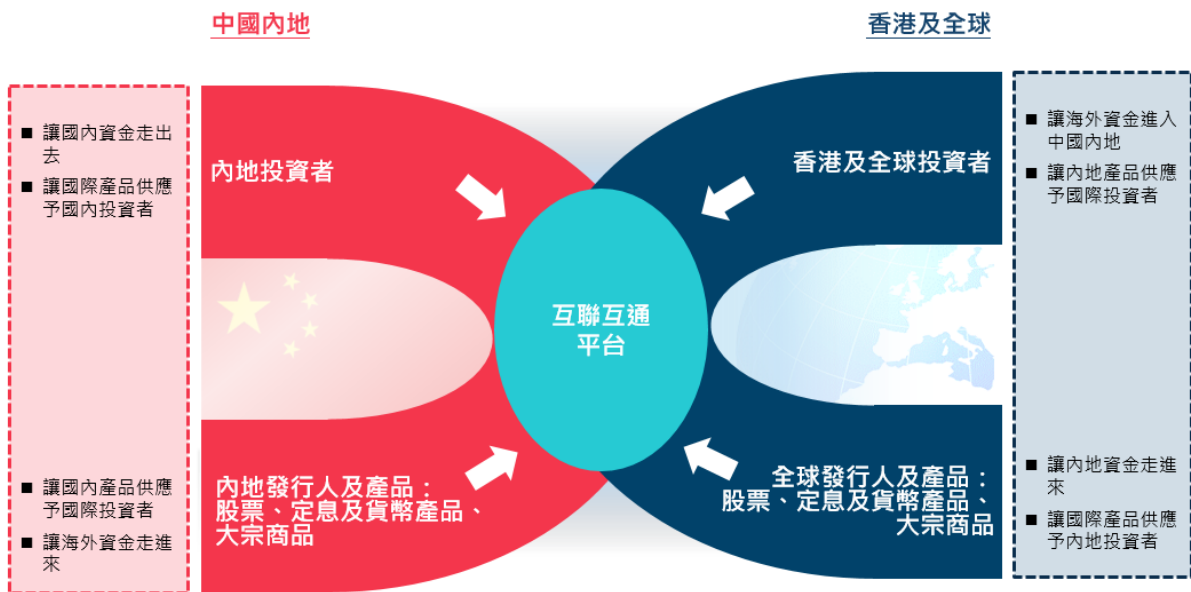
資料來源：香港統計處。

<sup>44</sup> 《關於鼓勵和引導民營企業積極開展境外投資的實施意見》，13個政府機關包括國家發展和改革委員會、人行、中國證監會及當時的中國銀行業監督管理委員會（中國銀監會）發布，2012年6月29日。

### 3. 香港市場支持民企融資及發展的角色

香港向來是內地企業最重要的離岸集資中心，特別是民企。香港市場早於 1998 年已見有內地民企上市集資，借殼上市那些更不用說，很久之前就已經出現。比較之下，紐約證券交易所（紐約交易所），據報導是在 2015 年 12 月才有首家內地民企上市<sup>45</sup>。內地企業亦積極在香港發債融資，活躍程度不亞於股本融資。香港市場提供高效及市場化的模式接通全球資金，一直是內地企業直接融資的理想渠道，可與境內融資互為補足。有關脈絡見圖 15，並詳述如下。

圖 15：香港市場：連接內地與海外的平台



#### 3.1 民企最大離岸股本融資中心

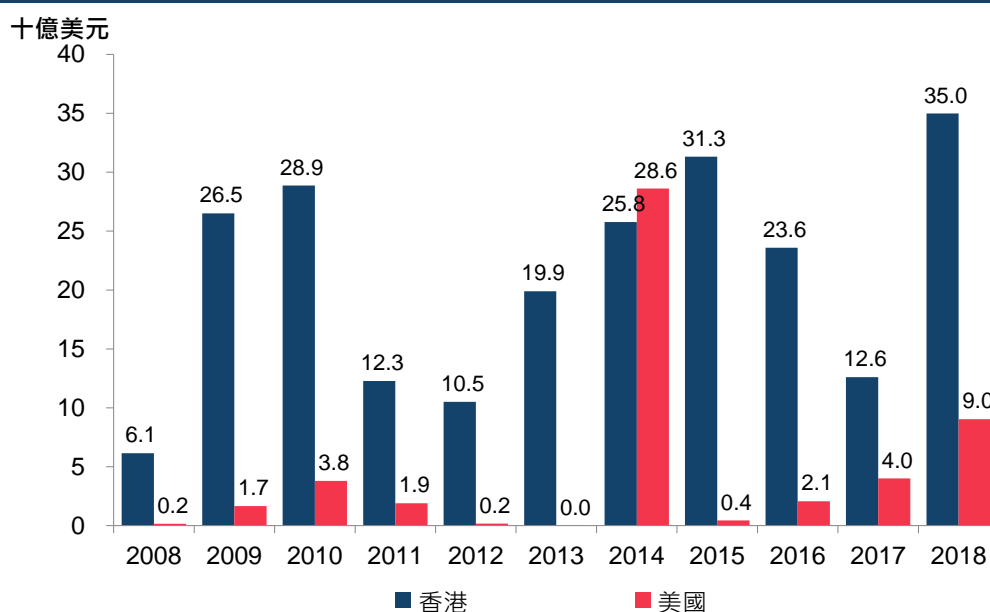
香港市場是全球最活躍的 IPO 市場之一，也是內地企業最多選用的離岸上市渠道。2018 年，以 IPO 集資金額計，香港於全球排列首位（36.5 萬億美元），其次是紐約交易所（26.3 萬億美元）和納斯達克市場（22.3 萬億美元）<sup>46</sup>。論內地企業在離岸市場作 IPO 融資，香港亦名列前茅。除了 2014 年阿里巴巴在美國作 IPO 的那一年外，過去 10 年中每年內地企業在香港集資的金額都高於在美國集資的金額，2018 年內地企業在香港的集資金額更創 11 年新高，達 35 萬億美元；相比之下，內地企業同年在美國紐約交易所、納斯達克市場和美國證券交易所的集資金額合共只有 9 萬億美元（見圖 16）。

<sup>45</sup> 據報道，首家美國上市民企是尚德電力控股有限公司（無錫尚德），以美國預託證券形式上市。

<sup>46</sup> 資料來源：國際證券交易所聯會。



圖 16：內地企業在香港和美國的 IPO 集資金額（2008 年至 2018 年）

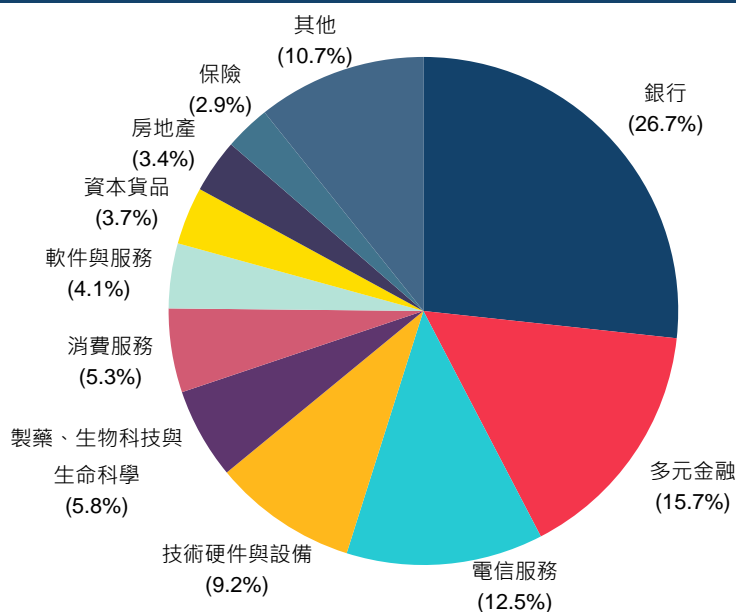


註：內地企業包括 H 股、紅籌及民企。在香港的 IPO 集資金額按 Wind 提供的匯率轉換成美元計。在美國的內地企業是指按彭博定義以中國為風險國的公司。在美國的 IPO 是指在紐約交易所、納斯達克市場和美國證券交易所作的 IPO 上市。

資料來源：香港交易所、彭博及 Wind。

2016 年至 2018 年間，香港的 IPO 活動不但滿足內地傳統行業的融資需要，也顧及新經濟行業的需要。銀行及多元金融佔內地企業在香港 IPO 集資總額的 42.4%，這些都是透過信貸中介活動為內地實體經濟提供資金的行業（見圖 17）。首五大行業中的其他行業都是推動新經濟增長的行業——電信服務（佔總額 12.5%）、技術硬件與設備（佔總額 9.2%）及生物科技（佔總額 5.8%）。內地不同行業的企業在香港 IPO 集資的金額佔比，有別於在內地市場的佔比數字（見圖 18）。雖然內地房地產公司於 2018 年面對更困難的融資情況，但這些公司在香港的 IPO 集資金額卻排列第九位，佔總額 3.4%。換言之，就進行股本融資提供資金予內地實體經濟而言，香港市場與境內市場互為補足。

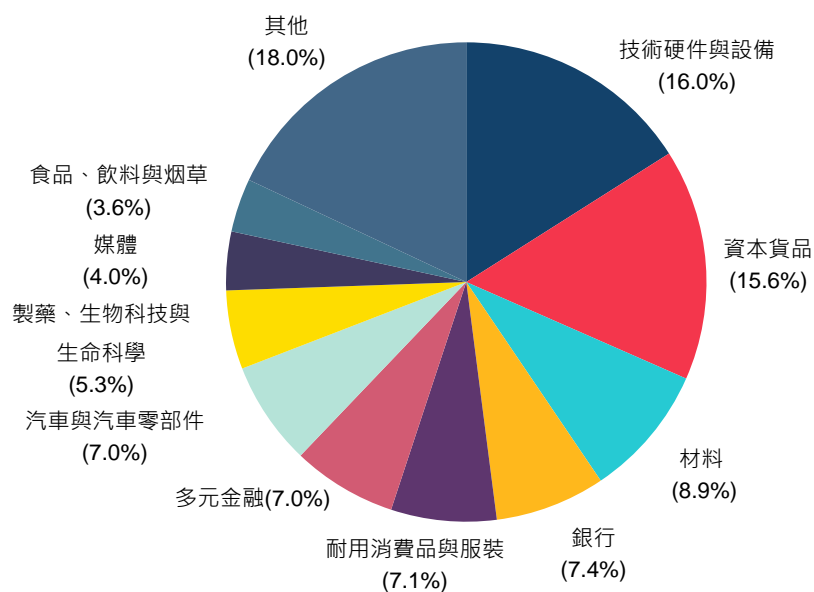
圖 17：各行業內地企業在香港 IPO 集資金額的分布（2016 年至 2018 年）



註：行業按 Wind 的定義分類。

資料來源：Wind。

圖 18：各行業在內地 IPO 集資金額的分布（2016 年至 2018 年）

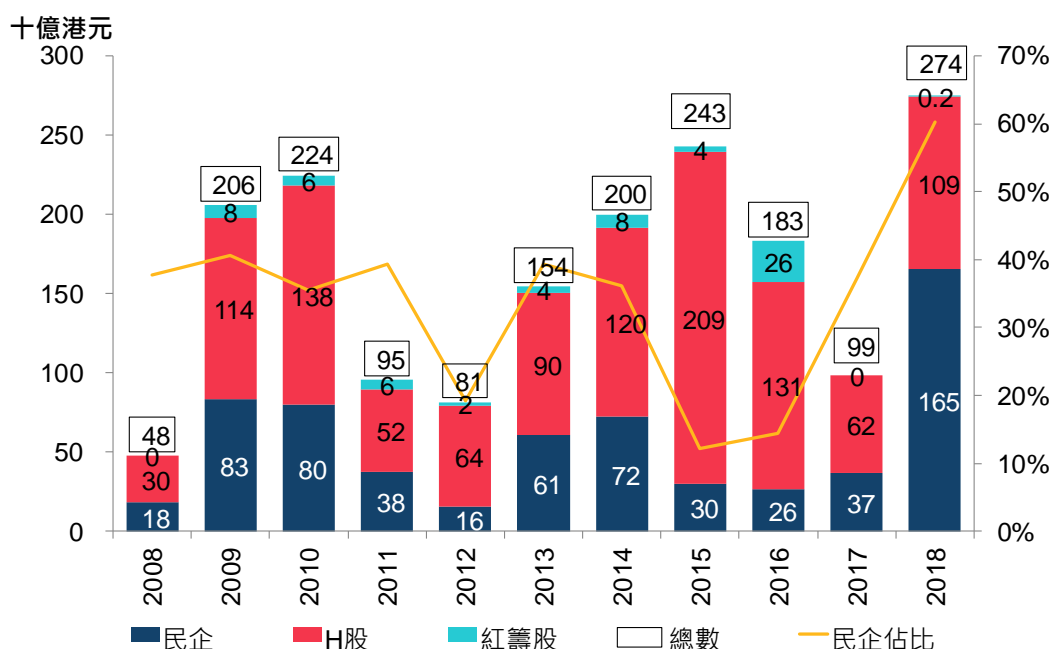


註：行業按 Wind 的定義分類。

資料來源：Wind。

內地企業在香港的 IPO 集資金額於 2018 年創新高，民企佔了當中的大部分（60%，1,650 億港元）（見圖 19）。

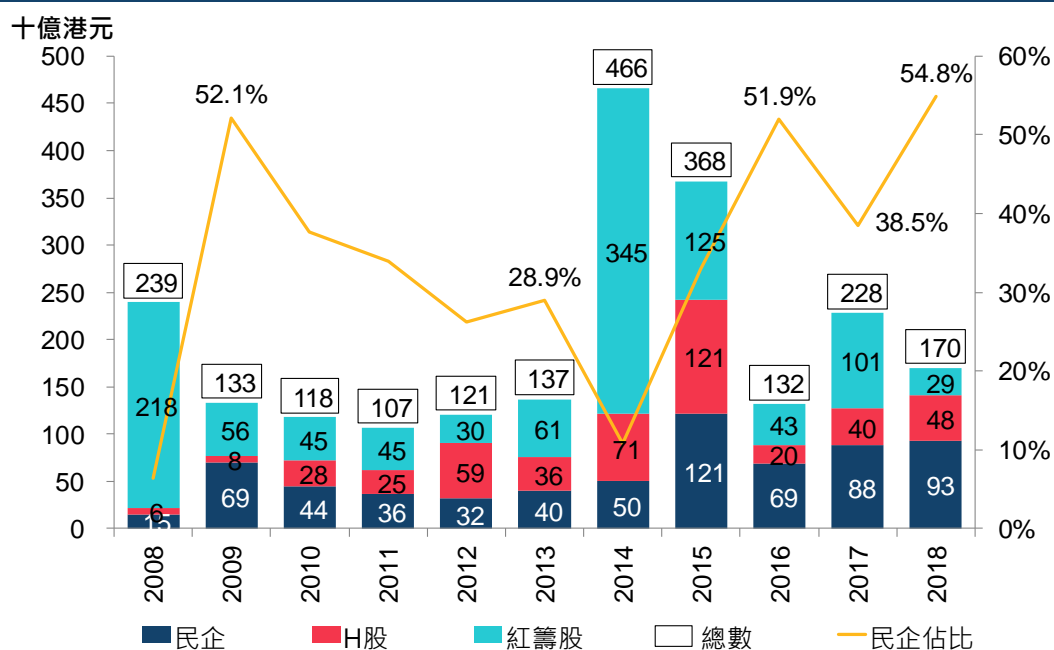
圖 19：內地企業於香港的 IPO 集資金額（2008 年至 2018 年）



資料來源：香港交易所。

在香港進行上市後的發行亦是民企股本融資的重要資金來源。2018 年，內地企業在香港上市後的集資金額中，民企佔 54.8%（930 億港元），相對於 H 股的 28.0% 和紅籌的 17.2%（見圖 20）。

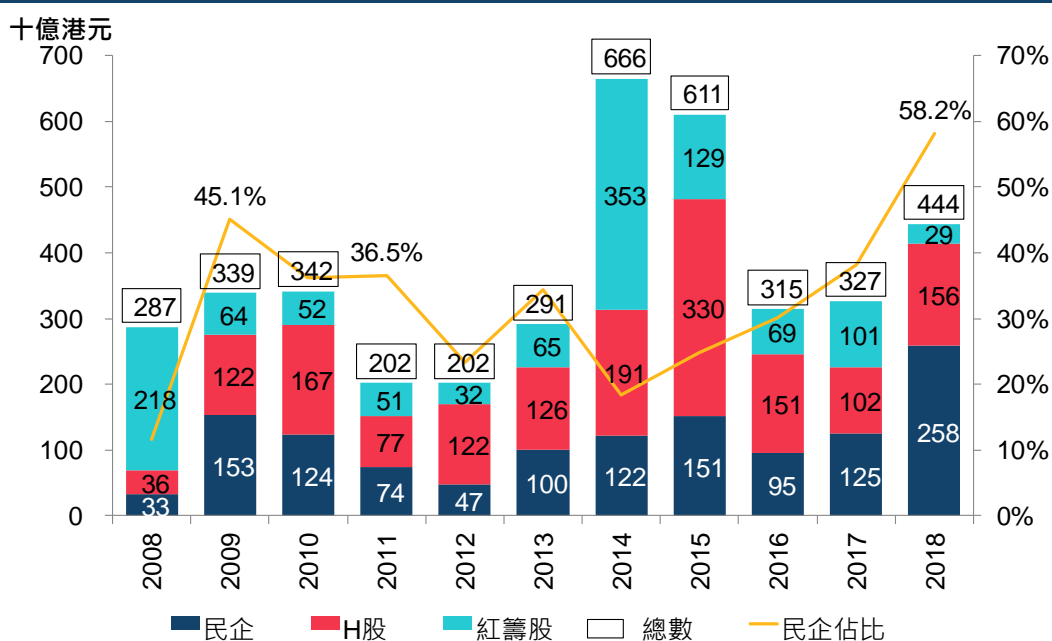
圖 20：內地企業在香港上市後的集資金額（2008 年至 2018 年）



註：上市後的集資金額是指上市後的股份發售活動或後續發行（包括供股、配股及其他形式）所籌得資金的金額。  
資料來源：香港交易所。

同時計及 IPO 與上市後的集資金額，民企在香港的股本融資金額在 2018 年達到 2,580 億港元的新高，於內地企業中的佔比亦達至 58.2% 的新高，超過 H 股及紅籌股（見圖 21）。

圖 21：內地企業在香港的股本集資總額（2008年至2018年）



資料來源：香港交易所。

在股本融資方面，香港市場對內地企業吸引力主要在於其市場體制、國際標準和全球接觸面。企業在香港上市要遵循市場原則，上市機制是註冊制。只要完全符合香港聯合交易所（聯交所）《上市規則》的規定，申請人就會獲得上市資格。在香港尋求上市可能比在內地尋求上市更高效及更符成本效益，尤其是在內地融資比國企困難的民企：

- **更能確定 IPO 的時間：**有別於內地的雙層審批，香港的上市機制處理上市申請效率更高。上市（連同 IPO）申請向單一機關——香港交易所上市科——提出，由上市科審理，最後由上市委員會批准。證券及期貨事務監察委員會（證監會）保留把關上市的權力，一旦根據《證券及期貨（在證券市場上市）規則》認為申請人令人產生疑慮，就會阻止其上市<sup>47</sup>。在內地，所有 IPO 都要中國證監會審批，股份上市要證券交易所審批。另外，香港交易所上市科亦作出上市審理服務承諾<sup>48</sup>，只要申請人（及其保薦人）充分備妥所需資料，上市審批所需時間多少可以預測，IPO 的時間因此亦可預測。至於上市後的股份/證券發售，發行人可於股份或證券首次上市 6 個月後提出申請<sup>49</sup>。
- **沒有針對行業及擁有權作特別嚴格的要求：**不論行業或擁有權形式，香港市場歡迎任何企業上市。所有類別的企業可於一公平的平台申請上市，企業能否成功上市取決於市場是否接受——香港的投資者來自全球各地，對進行 IPO 和上市程序的公司，都是根據市場因素（包括行業前景及公司基本因素）作公正評估。而在內地，某些行業和企業類別在申請 IPO 及上市的輪候隊伍中可能處於較不利的位置<sup>50</sup>。例如，從事教育服務的民企承受極大政策風險，境內獲批上市可能比較困難<sup>51</sup>。統計數字顯示，從事教育服務的民企較多選擇在香港而不在內地上市，包括 2018 年在香港上市的 6 家民企（內地上市數目為零）<sup>52</sup>。

<sup>47</sup> 見證監會與聯交所於 2003 年 1 月 28 日簽訂的《規管上市事宜的諒解備忘錄》。

<sup>48</sup> 例如在 2018 年，上市科收到上市申請後在平均 18 個營業日內提供其首輪意見。

<sup>49</sup> 見聯交所《主板上市規則》第 10.08 條及《GEM 上市規則》第 17.29 條。

<sup>50</sup> 在內地，某些對達成經濟發展目標具有戰略重要性的行業可能會較其他行業獲得更多優待。例如，中國證監會為於新三板掛牌的貧困省份（包括西藏和新疆）的企業提供 IPO 快速審批流程（稱之為「綠色通道」）（見國務院與中國證監會發布的《關於發揮資本市場作用服務國家脫貧攻堅戰略的意見》，2016 年 8 月 9 日）。另外，報道指中國證監會在 2018 年 3 月亦開啟綠色通道予生物技術、雲計算、人工智能和先進製造業四個創新行業（見〈四行業獨角獸 IPO 綠色通道開啟 雲計算板塊備受關注〉，載於《中國網》，2018 年 3 月 2 日 (<http://finance.china.com.cn/roll/20180302/4557205.shtml>)）。

<sup>51</sup> 見〈監管收緊超預期 教育股風險驟增〉，載於《信報》，2018 年 11 月 22 日。

<sup>52</sup> 資料來源：Wind。

- **IPO 估值由市場主導**：在香港市場作 IPO，公司的估值取決於其基本因素、行業基準和市況。內地企業在香港尋求上市的 IPO 市盈率因行業而異，差異甚大，2018 年平均為 34.7 倍左右，在內地和美國上市的平均市盈率則分別為 21.5 倍和 26.1 倍（見附錄）。此外，香港的新上市機制亦容許創新行業的新經濟公司上市（見第 3.2 節）。
- **投資者來自全球及有專業中介支持**：香港市場流動性高，能吸引世界各地投資者，並且匯聚了不少高素質的市場專業人士。有別於外資參與度低的內地市場，香港市場擁有的強大環球投資者基礎，對尋求全球資金及全球品牌效應的內地企業極具吸引力。與其他國際市場相比，香港市場匯集到對內地經濟、各行各業和企業有充分認識的市場專業人士及中介服務供應商，能為內地發行人及全球投資者提供所須的支援。

### 3.2 吸引內地新經濟企業的離岸上市渠道

內地經濟正進行結構性改革以過渡至新經濟，日後的經濟增長將更多由創新、技術及網絡等新經濟行業所帶動，而這些公司大部分是民企。

為切合新經濟行業預期對資金的大量需求，及滿足全球投資者的投資意欲，香港市場於 2018 年 4 月實行上市制度改革。香港的新上市制度容許採用不同投票權架構的創新型公司及尚未有盈利的生物科技公司上市，以及在海外上市的內地企業來港作第二上市。由 2018 年 4 月 30 日上市制度改革生效到 2018 年底，有 137 家公司在香港市場進行 IPO，集資金額達到 2,644 億港元，當中包括 7 家新經濟企業 — 兩家具不同投票權架構的公司及五家生物科技公司，共集資 942 億港元。表 2 為 2018 年在香港按新上市制度上市的新經濟企業名單（大部分為民企）。據報還有超過 10 家生物科技公司準備在香港上市，香港已成內地及海外生物科技公司的首選上市地，所需的上市成本較低（例如會計成本較其他地方低多達 60%至 80%）<sup>53</sup>。

表 2：按香港新上市制度上市的內地新經濟企業（截至 2018 年底）

上市日期	公司名稱	性質	IPO 集資金額 (十億港元)	適用的上市章節
2018/07/09	小米	民企	42.61	不同投票權
2018/08/01	歌禮製藥	民企	3.14	生物科技
2018/08/08	百濟神州	民企	7.08	生物科技
2018/09/14	華領醫藥	民企	0.89	生物科技
2018/09/20	美團點評	民企	33.14	不同投票權
2018/10/31	信達生物製藥	民企	3.80	生物科技
2018/12/24	上海君實生物醫藥科技	H 股	3.54	生物科技
合計			94.21	

註：因四捨五入關係，個別公司的集資額相加不等於總數。

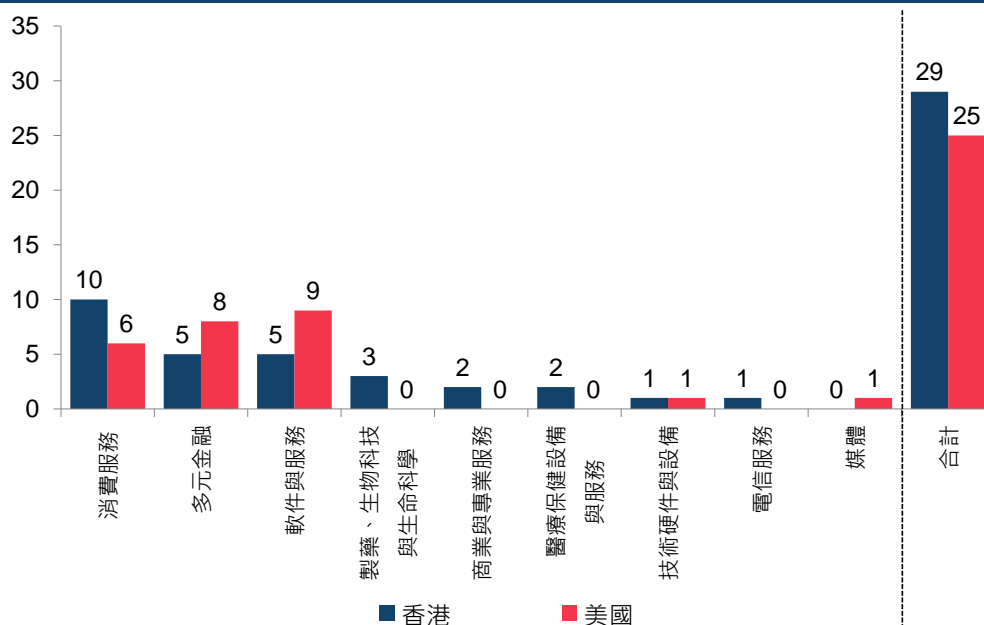
資料來源：Wind。

新經濟企業不論在商業周期或是風險回報方面均與傳統企業不同。投資新經濟的風險可能遠遠高於投資傳統行業。除了合適的上市制度外，香港採用市場化的上市程序和估值模式，對內地新經濟公司亦特別有吸引力。

統計數字亦顯示，相比美國等其他離岸市場，2018 年在香港上市的內地新經濟企業涵蓋更多行業，上市企業的總數亦較多 — 香港總數 210 宗的 IPO 中有 29 宗為內地新經濟企業，美國則有 25 宗（見圖 22）。

<sup>53</sup> 見〈巴曙松：新經濟企業赴港上市將保持高位〉，載於《大公報》，2018 年 11 月 13 日。

圖 22：內地新經濟公司在香港和美國的 IPO 宗數（2018 年）



註：香港上市的內地企業根據 Wind 的標準分類。美國上市的內地企業是按彭博定義以中國為風險國的公司。  
資料來源：Wind 及彭博。

### 3.3 內地企業的最大離岸債券融資中心

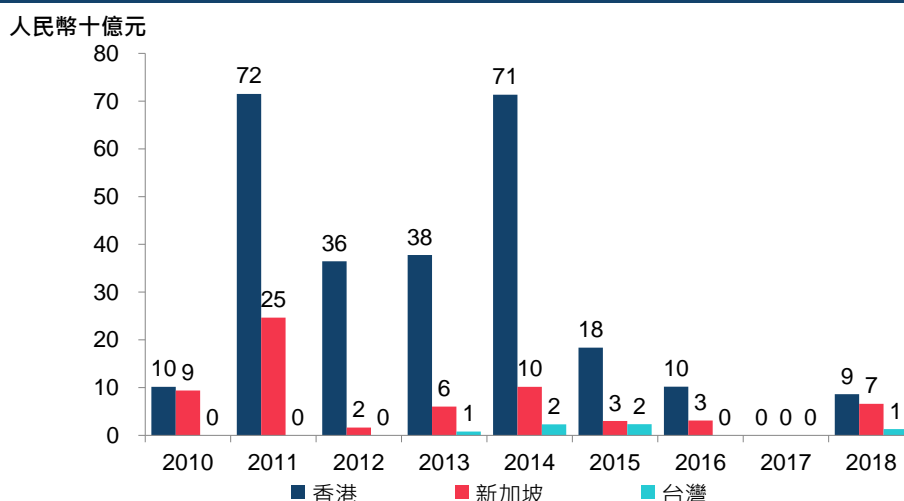
如第 2.2 節所述，內地當局鼓勵民企透過發行股本證券或債券進行離岸融資。債券融資方面，發改委於 2015 年 9 月推出離岸債券發行註冊制，取代每宗作預先審批的制度<sup>54</sup>，而外管局則於 2017 年 1 月放寬「內保外貸」架構下離岸債券集資金額匯回內地的政策<sup>55</sup>（「內保外貸」是指境內公司的離岸附屬公司向離岸銀行借款，而境內銀行就該離岸貸款提供擔保的借貸制度）。離岸債券發行集資金額可用於支持「一帶一路」倡議的離岸投資，及投資粵港澳大灣區的發展。

在內地政策支持下，香港市場一直是內地企業債券融資的另一資金來源地。為此，香港有關當局採取了不同措施降低在香港發行債券的成本，包括推出「債券資助先導計劃」，資助發行商在香港作首次發行離岸債券並將債券在香港上市。鑑於綠色債券在內地和香港的發行均有增無減，香港政府又推出「綠色債券資助計劃」，資助在香港發行並上市的綠色債券的認證成本。這些政策有助推使內地企業在香港發行更多的離岸債券，包括離岸人民幣債券（點心債）和離岸美元債券。圖 23 顯示相對新加坡和台灣這另外兩個主要離岸人民幣中心，香港在非金融企業發行點心債方面的主導地位。

<sup>54</sup> 見發改委發布的《關於推進企業發行外債備案登記制管理改革的通知》，2015 年 9 月 14 日。

<sup>55</sup> 見外管局發布的《國家外匯管理局關於進一步推進外匯管理改革完善真實合規性審核的通知》，2017 年 1 月 27 日。

圖 23：香港、新加坡和台灣的非金融企業點心債的發行總額（2009 年至 2018 年）

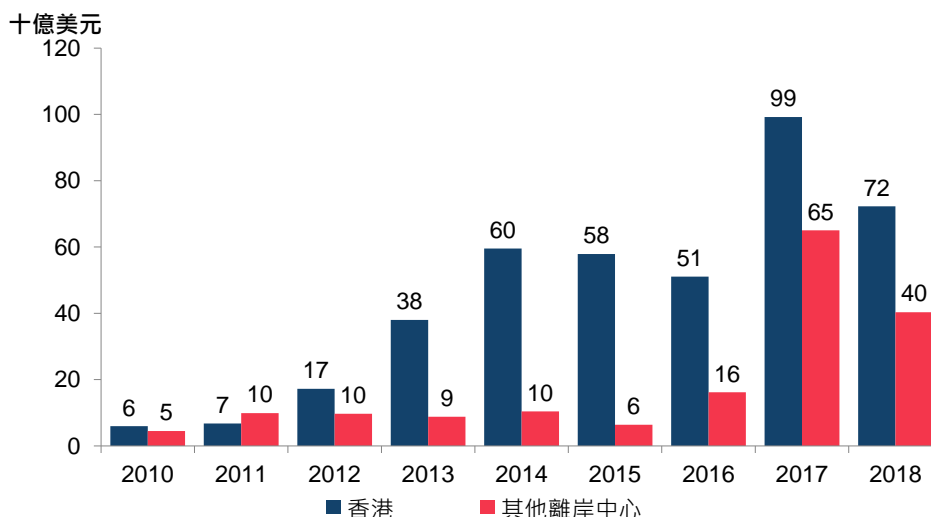


註：包括來自內地及全球的發行商。

資料來源：Wind。

美元債券發行方面，非金融內地企業過去 9 年在香港的發行金額一直是各離岸中心之冠。非金融企業於 2017 年在境內的信用債發行收縮（見第 2.1 節），而在香港的發行金額就創出 993 億美元的新高（見圖 24）；2018 年在香港的發行額則約為 723 億美元，較其他離岸中心合計總額 403 億美元高出 79%。每當遇上內地資金緊絀，香港市場都可能成為民企的重要資金來源。這情況已見於內地房地產業：在金融去槓桿化持續，近年房地產發展商的境內融資變得緊絀，內地多家上市房地產發展商均能透過在香港發行債券募集資金。

圖 24：非金融內地企業在香港及其他離岸中心發行的美元債券總額（2010 年至 2018 年）

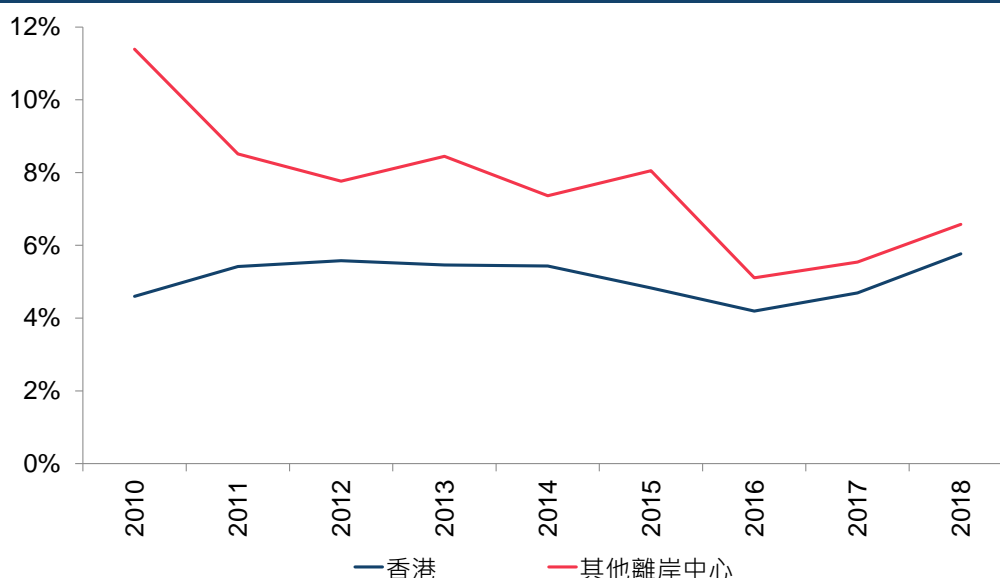


註：包括非金融公司利用金融附屬公司（不包括銀行及券商）發行的離岸債券。其他離岸中心涵蓋美國、英國、新加坡、愛爾蘭、馬來西亞、中國台灣和其他未指明的離岸市場。

資料來源：Wind。

此外，過去 10 年在香港融資的成本亦一直低於其他離岸中心——內地非金融企業在香港發行的美元債券的平均票面息率，一直低於其他離岸中心（見圖 25）。

圖 25：內地非金融公司在香港及其他離岸中心發行美元債券的平均票面息率（2010 年至 2018 年）



註：包括非金融公司利用金融附屬公司（不包括銀行及券商）發行的離岸債券。其他離岸中心涵蓋美國、英國、新加坡、愛爾蘭、馬來西亞、中國台灣和其他未指明的離岸市場。

資料來源：Wind。

香港市場有完善的制度架構及支持債券發行的政策，是內地企業發行離岸債券的首選市場，對於已透過在香港上市建立國際認受性的香港上市內地企業來說，就更加有利及方便。配合離岸股本融資，離岸債券融資可進一步提升企業形象，擴大企業的國際投資者基礎。

### 3.4 內地企業的離岸人民幣風險管理中心

內地企業在香港募集的資金可以是港元、美元、人民幣或其他貨幣。若想將資金匯回內地使用，內地企業或需要在完成集資並經監管機構批准後將外幣資金兌換成人民幣，因此牽涉匯率風險。在這方面，人民幣貨幣產品可助內地企業對沖風險。在「走出去」的政策下，有離岸業務的內地企業愈來愈多，這些企業都會有外幣計價的收支項目。雖然有些企業或會以相同貨幣的投資及收入進行自然對沖，但其實大部分都可使用貨幣產品對沖匯率風險，使公司盈利更穩定。因此，內地企業進行離岸融資及業務發展時，同時實行離岸人民幣風險管理是極其重要的策略。

今天，人民幣風險管理對有人民幣匯率敞口的企業來說尤其重要，因為自 2015 年 8 月 11 日內地匯率機制改革後，人民幣匯率的變化更具彈性，中間價形成機制更市場化，人民幣匯率因而遠較之前更為波動。再加上近期中美貿易磨擦以及宏觀環境的變化，這方面的需要更為迫切<sup>56</sup>。相對於境內人民幣貨幣衍生工具種類或許不足、成本亦高昂（例如，為了金融穩定，人行於 2018 年 8 月將遠期售匯業務外匯風險的準備金率調升至 20%<sup>57</sup>），離岸人民幣貨幣產品正是內地企業對沖人民幣匯率風險的另一具吸引力的選擇。

事實上，香港市場提供的離岸人民幣產品種類最多<sup>58</sup>，包括各式各樣可用以管理人民幣風險的外匯衍生產品，當中包括可交收美元/人民幣（香港）期貨及期權以及以現金結算的人民幣（香港）兌美元、歐元、日圓和澳元的期貨合約。這些都可為投資者提供符合成本效益、能在可控環境下作離岸對沖人民幣貨幣風險，而不太影響境內人民幣匯價的對沖渠道。香港的美元/人民幣（香港）期貨是全球首個離岸市場可交收的人民幣期貨產品，成交量全球數一數二<sup>59</sup>。至於美元

<sup>56</sup> 見香港交易所研究報告〈全球貿易磨擦中的人民幣匯率波動趨勢與人民幣匯率風險管理工具：多貨幣對、多期限的離岸人民幣期貨〉，載於香港交易所網站，2019 年 1 月 14 日。

<sup>57</sup> 見人行發布的〈準備金率調整為 20% 有關問題答記者問〉，2018 年 8 月 4 日。

<sup>58</sup> 見香港交易所研究報告〈離岸人民幣產品及風險管理工具——互聯互通機制下孕育的香港生態系統〉，載於香港交易所網站，2018 年 11 月 29 日。

<sup>59</sup> 同上。



/人民幣（香港）期權則提供持續報價和高資本效益，與美元/人民幣（香港）期貨互為補足<sup>60</sup>。基於這些因素，當人民幣匯價在 2018 年 8 月走弱時，美元/人民幣（香港）期貨及期權合約的成交量同創新高。

### 3.5 連接境內市場與全球投資者的主要門戶

如前述，香港市場一直發揮着重要作用，協助內地企業向全球投資者發行股份及/或債券以募集離岸資金，同時亦促進全球資金進入內地市場投資於境內公司，協助降低境內公司的融資成本。這對於尋求境內資金要面對國企激烈競爭的民企來說尤其有幫助，它們業務前景充滿活力（特別是新經濟行業），本來就很吸引全球投資者。全球資金能更多地流入內地，主要便是靠滬深港通和債券通計劃，在該等計劃下透過接通內地市場的香港基礎設施，離岸投資者要投資境內的股票和債券變得輕鬆便捷（詳見下文）。內地的投資者基礎（特別是機構投資者基礎）得以擴大，不僅引入全球資金，還有國際視野和專業的證券估值模式。這些對內地證券市場運作得以進一步發展成熟有莫大幫助。

隨之而來的是全球投資者對內地市場的接受程度有所增加。滬深港通及債券通計劃提供市場互聯互通，正是全球基準指數相繼納入境內證券的重要因素之一。這包括 MSCI 於 2018 年 5 月 31 日開始將 A 股納入其新興市場指數<sup>61</sup>，2019 年 5 月再進一步擴大 A 股納入因子；以及債券通計劃於 2018 年底作出若干重要調整後，彭博巴克萊於 2019 年 4 月將中國債券納入其全球綜合指數<sup>62</sup>。A 股和內地債券被納入這些指數，全球被動式投資流入內地股票及債券的資金只會愈來愈多。如此強大的投資需求，將進一步增加境內市場的流動資金，以滿足內地企業尤其是民企的融資需求。

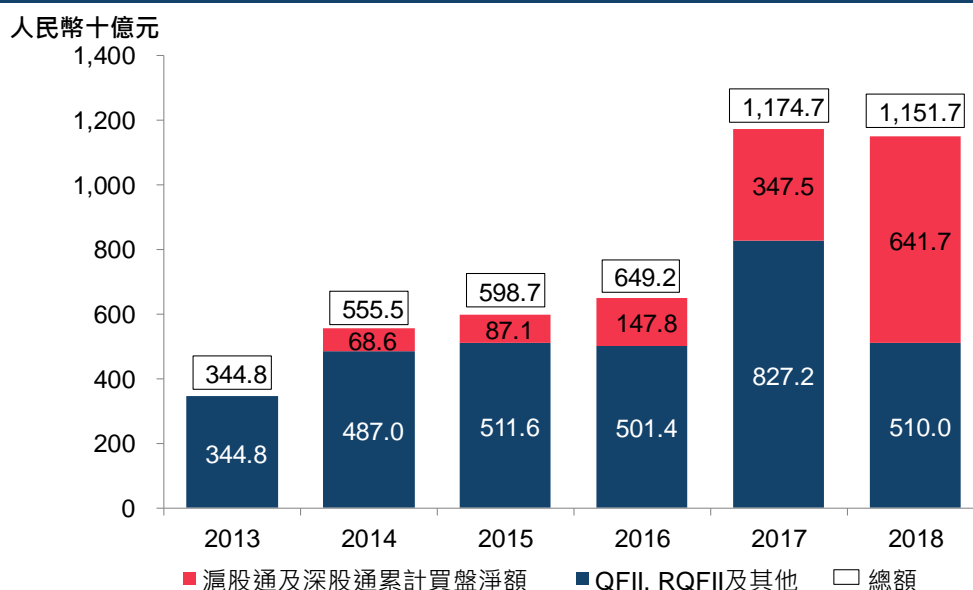
境內股票市場方面，自 2014 年 11 月「滬港通」開通及 2016 年 12 月「深港通」開通後，透過北向交易的滬股通及深股通投資 A 股的金額不斷上升。截至 2018 年 12 月，透過滬深港通購入 A 股的累計金額達到人民幣 6,417 億元，超過通過 QFII、RQFII 和其他計劃持股的金額（見圖 26）。2018 年境內市場表現疲弱時，外資通過滬深港通持倉的 A 股仍錄得人民幣 2,942 億元淨額增長，其他渠道錄得的持倉則淨減人民幣 3,172 億元。滬深港通錄得強大流通量，乃因期內多項優化措施催化，包括 2016 年 8 月取消淨買盤的總額度及 2018 年 5 月將淨買盤的每日額度擴大至四倍。

<sup>60</sup> 見香港交易所研究報告〈香港交易所美元兌人民幣（香港）期權合約 — 人民幣貨幣風險管理的工具〉，載於香港交易所網站，2017 年 8 月 18 日。

<sup>61</sup> 見 MSCI 〈Conclusion of the Consultation on Further Weight Increase of China A Shares in the MSCI Indexes〉（〈MSCI 指數增加中國 A 股權重的諮詢總結〉），2019 年 2 月。

<sup>62</sup> 見彭博〈Bloomberg to Add China to the Bloomberg Barclays Global Aggregate Indices〉（〈彭博將中國納入彭博巴克萊全球綜合指數〉），2018 年 3 月 23 日。

圖 26：外資在內地市場所持境內股票的年底持倉總額（2013年至2018年）



註：「QFII、RQFII及其他」所持的金額為境內股票外資持倉總額與滬股通及深股通累計買盤淨額之差。

資料來源：Wind。

提升二級市場流通量能為一級市場的企業集資活動提供強大支持。不過，全球投資者暫時仍未能經滬深港通參與內地公司境內進行的 IPO 及後續發行。由於全球投資者對投資內地 A 股愈益殷切，預料其對透過滬深港通參與內地集資市場股份發售活動的潛在需求會很大。若能推出新股通，除有助內地資本賬開放外，對內地企業境內融資也直接有利<sup>63</sup>。然而，優化滬深港通運作以進一步提高流通量，例如引入大手交易機制，亦會有所幫助。

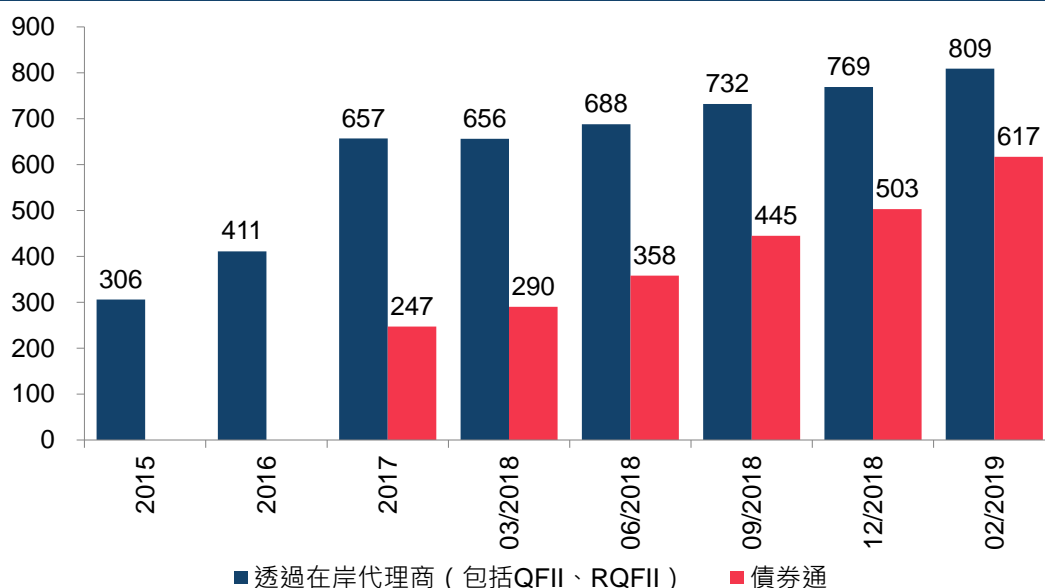
**債券市場方面**，離岸機構透過債券通北向交易，在內地銀行間債券市場可進行二手交易，也可認購境內新發行債券。透過債券通北向交易投資內地債券的全球投資者數目正不斷增加，於 2018 年底共有來自 24 個司法權區合共 503 名的機構投資者（圖 27）。自從債券通於 2017 年 7 月開通後至 2018 年年底，透過債券通向離岸投資者發行的債券總額合共人民幣 4.1 萬億元<sup>64</sup>，而 2018 年的日均成交金額為人民幣 35.8 億元<sup>65</sup>。事實上，外資持有境內債券的金額由 2017 年 6 月人民幣 8,425 億元倍增至 2018 年底人民幣 17,299 億元。2019 年 1 月開始，除 Tradeweb 外，透過彭博亦可參與債券通，勢將吸引更多不同類型的國際投資者買賣內地債券。隨着流通量增加，再加上愈來愈多全球投資者可直接參與債券發行，債券通可說為內地企業的債券融資提供了堅實的支持。

<sup>63</sup> 見香港交易所研究報告〈新股通 — 內地與香港市場互聯互通及人民幣國際化的突破性契機〉，載於香港交易所網站，2017 年 8 月 28 日。

<sup>64</sup> 資料來源：債券通有限公司（債券通公司）〈債券通運行概況 — 2018 年 12 月〉，載於債券通公司網站，2019 年 1 月 3 日。

<sup>65</sup> 資料來源：債券通公司〈新年快樂！2018 年底超過 500 家投資者加入債券通〉，載於債券通公司網站，2018 年 12 月 28 日。

圖 27：中國銀行間債券市場離岸機構投資者的數目（2015年至2019年2月）



資料來源：Xinhua08.com (透過境內代理商進入市場的數目) 及債券通有限公司 (透過債券通進入市場的數目)。

總的來說，香港市場是與全球聯通的門戶，為內地企業進行境內股本融資及債券融資提供強大支持，對於透過其他方法（例如銀行貸款）融資遇到較大障礙的民企來說尤其重要。

#### 4. 總結

民企是內地實質經濟增長不可或缺的一環，特別是內地經濟現時正要過渡至新經濟。雖有中國領導層的長期支持，民企要在境內各個渠道融資向來都不容易。離岸渠道（特別是香港）是民企重要的資金來源。

香港市場一直是內地企業（特別是民企）股本融資或債券融資的最大離岸集資中心，提供公平競爭的環境和市場化的平台，供各行各業及各種擁有權模式的企業透過股票及債券募集資金。和其他內地企業一樣，新經濟企業（大部分為民企）尋求在香港上市將受惠於更確定的集資時間、市場估值及全球接觸面。香港市場是提供最多不同種類匯率風險管理工具的離岸人民幣風險管理中心，可協助內地企業對沖離岸融資的貨幣錯配。滬深港通及債券通計劃讓更多的全球資金進入內地，尤其是在境內證券獲納入多個全球基準指數之後，這將進一步支持內地企業進行境內股本融資及債券融資。

香港市場與內地市場互為補足，自當繼續發揮支持內地企業（包括民企）離岸融資的作用。

## 附錄：2018年內地企業的IPO市盈率 — 香港、內地、美國對照

行業	香港 (倍)	內地 (倍)	美國 (倍)
商業與專業服務	767.7	21.3	
食品、飲料與烟草	210.1	21.2	
電信服務	93.5		
房地產	26.3	23.0	
資本貨品	21.3	23.0	
多元金融	18.7	21.4	38.1
汽車與汽車零部件	18.0	21.6	-26.4
食品與主要用品零售	15.7		-22.6
材料	13.0	21.8	
銀行	11.1	7.8	
能源	11.0		
製藥、生物科技與生命科學	10.0	23.0	
耐用消費品與服裝	9.4	23.0	
公用事業	9.1	21.3	
軟件與服務	7.2	23.0	-258.6
技術硬件與設備	-7.3	21.0	757.6
消費服務	-13.7	22.2	295.9
運輸	-15.2	22.5	
醫療保健設備與服務	-67.2	23.0	
家庭與個人用品		23.0	
保險		8.9	
媒體			209.5
零售業		21.2	-245.1
半導體與半導體生產設備		20.7	
平均	<b>34.7</b>	<b>21.5</b>	<b>-26.1</b>
平均 (不包括虧損的公司)	<b>57.8</b>	<b>21.5</b>	<b>267.4</b>

註：每家公司按 Wind 的二級行業分類界定其所屬行業。

資金來源：Wind。

### 免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

