



香港作為東盟企業上市平台前景廣闊

經濟研究員 黃思華

金融業是香港經濟的重要支柱，佔本地生產總值約18%，其中香港交易所更是全球交投最暢旺的證券市場之一，2017年香港證券市場總市值創下34萬億港元的歷史高位，較2016年增加37.3%。雖然首次公開招股(IPO)總集資額回落至1,282億港元，但IPO總數升至161宗的新高，令在港上市公司總數達到2,118家。過去一年，海外企業的招股活動出現顯著上升，國際證券交易所聯會的統計顯示，海外企業在港上市數目由2016年底的101家上升至2017年底的131家，令香港交易所的國際化程度得到提升。

根據內部統計，2017年新上市的海外企業大部份是來自東盟國家（主要是新加坡及馬來西亞），總數有22家。對比2015年及2016年的1家及10家，2017年東盟企業來港上市的意欲顯著上升。在集資額方面，東盟IPO項目在2017年合共籌集70.5億港元，其中有10宗集資1億港元或以上（2016年3宗）。另外，有12家東盟企業在主板上市（2016年4家）。可見，東盟IPO項目在數量及規模上均呈現上升趨勢。

繼中國內地之後，東盟是亞洲另一大型高速增長的經濟體，區內有龐大的發展潛力及資金需求，加上香港積極從多方面推進與東盟的經濟聯繫，這些宏觀因素將有利香港發揮金融及專業服務業的優勢，成為東盟企業尋求海外上市集資的基地。

一、經濟發展推動企業上市集資需求

近年，東盟經濟迅速崛起，十個成員國於2016年的GDP總量接近2.6萬億美元，是全球第六大經濟體。東盟的人口總數高達6.3億人，其中超過一半是年齡低於30歲的年青階層，這將會發展成為重要的消費市場。2017年12月，亞洲開發銀行預期東盟的對外貿易及投資活動可保持穩健增長，並將

區內 2017 年及 2018 年的 GDP 增長預測上調至 5.2% 水平。

隨著經濟高速增長，東盟企業亦進入快速擴張期，區內逐漸出現規模較大的跨國集團。ASEAN Investment Report 2017 指出，2016 年東盟首 100 家大型跨國集團的資產總值高達 3.1 萬億美元，其中有 57 家企業擁有超過 100 億美元資產。受業務發展及投資開支帶動，東盟企業的資金需求將有大量增長空間。從世界銀行編制的數據發現，東盟企業在 2012-2016 年較多利用信貸獲取資金，同一期間東盟主要證券市場的發展相對滯後，部份更出現市場規模收縮的情況。信貸出現較高增長，相信是由於全球低息環境持續多年，鼓勵企業利用貸款作為主要融資渠道，因而擠出上市集資的需求。

東盟六大成員國的信貸額、上市公司市值與 GDP 比重變動趨勢

國內私人信貸 (% GDP)	2012	2013	2014	2015	2016	2016 vs 2012
印尼	33.4	36.1	36.4	39.1	39.4	+6.0
馬來西亞	114.1	119.9	120.6	125.1	123.9	+9.8
菲律賓	33.4	35.9	39.2	41.8	44.7	+11.3
新加坡	115.3	126.1	130.9	127.0	132.9	+17.6
泰國	136.2	142.3	146.2	149.8	147.3	+11.1
越南	94.8	96.8	100.3	111.9	123.8	+29.0
東亞及太平洋 (撇除高收入國家)	116.4	122.3	128.6	140.3	143.4	+27.1
東亞及太平洋	136.8	139.0	142.5	149.4	153.5	+16.7

本地上市公司總市值 (% GDP)	2012	2013	2014	2015	2016	2016 vs 2012
印尼	46.7	38.0	47.4	41.0	45.7	-1.0
馬來西亞	148.4	154.8	135.8	129.2	121.3	-27.1
菲律賓	91.7	79.9	92.0	81.6	78.6	-13.1
新加坡	264.6	246.1	244.3	215.6	215.6	-48.9
泰國	98.0	84.3	105.9	87.4	106.4	+8.3
越南	20.9	23.4	24.7	26.8	32.3	+11.5
東亞及太平洋 (撇除高收入國家)	49.5	46.2	60.6	73.0	66.3	+16.8
東亞及太平洋	75.7	82.6	90.1	100.4	95.2	+19.5

東盟六大成員國：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國及越南

資料來源：世界銀行、中銀香港經濟研究

自 2017 年開始，全球經濟步入收緊貨幣政策的新週期，企業信貸成本將易升難跌，這趨勢或會刺激企業利用股本融資的積極性。與此同時，東盟證券市場已回復升勢。根據德勤的 IPO 市場統計，截至 2017 年 11 月，有 144 家公司在東盟主要交易所上市，總集資規模達到 77.8 億美元，是近三年以來的新高。計及東盟企業來港上市的數字，2017 年東盟企業在 IPO 市場的活躍程度前所未見。

值得一提的是，亞洲開發銀行在 2017 年 2 月發表報告指，2016-2030 年東盟每年平均需要 2,100 億美元的基建投資，以填補交通、能源、通訊及各樣公共服務的基建缺口。東盟成員國一般有健康的財政狀況及外匯儲備，但普遍重視財政紀律，故對基建項目投資傾向以公私營合作（PPP）模式進行。PPP 項目一方面可促進私營企業參與大型工程，以減輕政府的財政負擔，另一方面可帶動私人投資。可以預料，東盟未來龐大的基建投資將會帶動區內企業利用股市融資的需求。

二、香港與東盟加強合作，有助吸引企業來港上市

在經貿合作上，香港與東盟一直保持緊密聯繫，兩地企業對雙方市場早有多層次交流及廣泛認識。香港是東盟第六大商品貿易夥伴，而東盟則是香港第二大商品貿易夥伴。2017 年首 11 月，香港與東盟的雙邊貿易創下歷史新高，總金額達到 1,092 億美元。再者，香港是東盟的主要外來直接投資來源地之一，2016 年香港流向東盟市場的直接投資錄得 98.8 億美元。另一方面，香港是跨國企業擴張亞洲版圖的聚集地，東盟企業在港成立據點的數目亦不斷增加，截至 2017 年 6 月，東盟公司在香港分別設有 58 間地區總部、142 間地區辦事處及 386 間當地辦事處。對比其他國際金融中心如紐約及倫敦，香港地理上接近東盟，來往香港和東盟主要城市的航線只需約三至四小時。因此，在香港與東盟已有的合作基礎上，香港的金融及專業服務擁有擴展東盟市場的巨大空間。

2017 年 11 月，香港與東盟簽訂自由貿易和相關投資協定。新協定不但為香港服務提供者提供更開放的市場准入條件，而且讓商務旅客及專業人士在出入境方面得到更多便利，這些政策待遇將對香港與東盟的經貿合作帶來正面影響。另外，香港特區政府非常重視與東盟的雙邊關係，推出一連串措施鞏固彼此的交流及連結。2017 年施政報告提出，香港將在東盟成立第三個經濟貿易辦事處，最新消息顯示該辦事處將在泰國曼谷設立。香港與東盟的高層次外訪亦十分頻密，行政長官林鄭月娥 2017 年 7 月上任以來，已在 8 月、9 月及 11 月先後出訪新加坡、泰國、緬甸和越南。特區政府積極加強與東盟經濟融合，這將可促進私營企業開拓東盟市場。香港交易所亦於 2017 年在新加坡成立首個海外辦事處作為亞洲業務的據點。新辦事處將接觸更多東盟客戶，有助擴展香港交易所的服務版圖。

在香港與東盟經貿往來愈趨緊密的環境下，香港金融市場可發揮優勢，對接東盟持續增加的融資需求，成為東盟企業在海外上市集資的首要平台。

三、東盟企業來港上市誘因多、價值大

在進行境外上市前，企業一般需要支付較多的上市成本，以符合境外市場的監管要求。然而，企業來港上市，除籌集資金外，還能獲得多方面好處，從而提升企業上市的價值。

首先，作為國際金融中心，香港具有世界級的基建設施、公平完善的法律制度、完全開放的金融市場及優秀的人才儲備。大部份東盟成員國雖然已有自己的證券交易所，但受制於制度環境、經濟發展水平，區內交易所的首次集資及再集資能力、國際化程度、交投活躍性以及上市公司治理等與香港交易所仍有很大距離。比如，2017年，香港交易所的日均成交金額接近110億美元，同期泰國及新加坡交易所（東盟兩大最活躍證券市場）的日均成交金額都不足15億美元。東盟企業來港上市，對其長遠經營的幫助是其他東盟市場一時難以提供的。

第二，資金及投資者多元化及國際化。香港沒有任何資本及外匯管制，加上港元與美元掛鈎，自由開放的投資環境為香港聚集多元及廣泛的投資者基礎，眾多大型國際基金管理公司在香港成立辦事處。在港股市場中，本地與國際參與者各佔四成的整體交易額，其中大部份的國際交易額是由機構投資者所貢獻。因此，東盟企業可利用香港的上市平台，接觸及引入中國、美國、歐洲、日本以及香港的機構投資者，提高其在中國及國際市場的知名度，從而促進海外業務的擴展。

第三，奉行國際標準及高水平的管治。相對東盟市場，香港市場比較成熟，並有較高的國際排名，通過在港上市，東盟企業能向投資者展示其內部管理達到國際水平，令企業形象得到提升，有助提高股本溢價。而且香港的上市公司涵蓋多個傳統及新興行業，總數達二千多家（東盟各個市場的上市企業數目普遍低於一千家），這些市場條件讓不同背景的東盟企業找到更廣泛的股價參考，從而得到較合理的上市定價。加上有研究發現，企業在較先進的海外市場上市，一般可獲得較高的估值，過去亦有東盟企業管理層表示較高的估值是吸引其來港上市的一項重要考慮因素。

四、推行上市改革有助鞏固香港競爭力

雖然東盟在港新股集資項目近年增長強勁，但是香港仍面對激烈的環球競爭，例如：騰訊所投資的東南亞初創巨企 Sea Group 在 2017 年便選擇在紐約

上市，籌集接近 9 億美元資金，這是東盟近三年以來規模第四大的 IPO 項目。事實上，香港市場的規模及名氣在國際上毫不遜色，以及有時區上的便利，但亞洲科技巨企仍然選擇紐約，相信是與其允許雙層股權結構的公司上市有關，其中 Sea Group 亦是以「同股不同權」形式在紐約上市。

現時，東盟區內已有多家估值超過 10 億美元的獨角獸企業，包括：召車平台 Grab 及 Go-Jek、網上旅遊預訂平台 Traveloka、電商 Lazada 等，這些極具發展潛力的初創巨企未來有很大機會尋求海外上市。2017 年 12 月，香港交易所提出上市改革，建議納入不同投票權架構的初創企業在港上市。新計劃一旦落實，預料可提升香港吸引新經濟企業上市集資的國際競爭力，有助爭取更多這類東盟企業來港招股集資。

另一方面，在香港、中國內地、開曼群島及百慕達以外註冊的海外公司在港申請上市，須證明其股東保障水平與香港水平相稱。近年，香港交易所積極接納多個海外司法地區，為這些地區的企業提供指南，以協助他們符合香港的股東保障標準。在東盟十國中，新加坡也是獲接納的司法地區。未來，隨著東盟地區管治水平的提升，更多東盟國家可成為香港接納的海外司法地區，這將有助於便利東盟企業來港上市。

展望未來，隨著東盟經濟及企業保持高速成長，以及香港與東盟的雙邊關係持續深化，東盟企業來港上市融資的需求將持續增加，成為香港資本市場發展新動力。香港應因應這一趨勢，積極有為，在制度及法規上與時並進，以加強自身市場的相對優勢，發展成為服務東盟企業的首要海外上市平台。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2015	2016	2017/Q2	2017/Q3
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	22,464	23,586	6,291	6,798
升幅 (%) Change(%)	2.4	1.9	3.9	3.6
二. 對外貿易 External Trade			2017/12	2017/1-12
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	469	429	36	435
轉口 Re-exports	35,584	35,454	3,571	38,324
總出口 Total exports	36,053	35,882	3,607	38,759
進口 Total imports	40,464	40,084	4,206	43,570
貿易差額 Trade balance	-4,411	-4,201	-599	-4,811
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-15.2	-8.5	0.1	1.4
轉口 Re-exports	-1.6	-0.4	6	8.1
總出口 Total exports	-1.8	-0.5	6	8
進口 Imports	-4.1	-0.9	9	8.7
三. 消費物價 Consumer Price			2017/12	2017/1-12
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	3	2.4	1.7	1.5
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2017/12	2017/1-12
合約宗數 (宗) No. of agreements	76,159	73,004	7,158	83,815
年升幅 (%) Change(%)	-6.5	-4.1	2.7	14.8
五. 勞動就業 Employment			2017/9-2017/11	2017/10-2017/12
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.9	13.3	11.8	11
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.3	3.4	3.0	2.9
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.4	1.4	1.1	1.1
六. 零售市場 Retail Market			2017/11	2017/1-11
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-3.7	-8.1	7.5	1.8
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-0.3	-7.1	6.9	1.7
七. 訪港遊客 Visitors			2017/11	2017/1-11
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,931	5,665	497.1	5288.5
年升幅 (%) Change(%)	-2.5	-4.5	7	3.1
八. 金融市場 Financial Market			2017/10	2017/11
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.1	775.6	780.2	780.9
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	15.4	12.3	35	8.7
M2	5.5	7.7	12.1	9.1
M3	5.5	7.7	12.1	9.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	6.7	9.1	10.9	7.8
港元存款 In HK\$	10.7	9.4	19.8	11.7
外幣存款 In foreign currency	3.1	8.8	2.2	4
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	3.5	6.5	21.4	16.6
當地放款 use in HK	3.5	7.4	22.3	14.8
海外放款 use outside HK	3.6	4.5	19.3	20.9
貿易有關放款 Trade financing	-16.3	0.2	4.7	9.8
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	21,914	22,000	28,246	29,177