

香港與中東資本合作深化 共贏可期

羅曼



【市場漫談】

中國香港在確保資金來源、與亞洲多國的緊密聯繫，以及獲得更多國際認可這三方面，具備明顯優勢。

近年來中國與中東地區的双向金融合作快速升溫，其中香港作為國際金融中心連接東西資本的樞紐作用尤為關鍵。上周舉行的“香港—沙特資本市場論壇”(CMF)，是沙特證券集團首次在海外舉行的論壇，不僅象徵著中國香港與中東金融合作達到新的高度，同時也是對中國香港金融市場國際地位的高度認可。論壇吸引了眾多中東投資者的目光，顯示了香港對於中東資本的吸引力。

隨著全球金融環境的變化，中東地區對於多元化投資機會的需求愈發迫切。中東國家，尤其是那些富有的石油輸出國，正在尋求通過國際投資來轉變其經濟結構和減少對石油收入的依賴。現時當地石油相關產業占比超過八成，隨著綠色能源日益普及，全球能源市場或會出現百年未見的結構性轉變，沙特方面正在積極發展非石油產業，希望儘快把石油相關產業的比重降低。而最簡單的辦法則是通過引入外資發展本地經濟，

令本地產業更多元化；另一方面是與外國企業的合作中積累經驗，培養本地人才，為長遠經濟轉型打好基礎。

目前，很多阿聯酋和沙特的企業正在積極尋找新市場機遇，通過股票市場網羅資金，相關企業期望實現全球拓展計劃。隨著亞洲市場蓬勃發展，其與中東的協同效應日益顯現，這為許多實現經濟多元化的阿聯酋和沙特企業提供龐大市場機遇。

我上周在CMF論壇上採訪了不少中東企業和投資者，大部分受訪企業認為，中國香港在確保資金來源、與亞洲多國的緊密聯繫，以及獲得更多國際認可這三方面具備明顯優勢，是中東企業的首選。

基於此，雙方在經貿合作方面目標清晰。首先，香港是亞洲的國際金融中心，擁有一套健全的法治體系和完善的金融系統，這為中東投資者提供了一個可靠的投資環境，降低了國際交易中的不確定性；其次，香港是頂尖金融業人才和眾多大型國際金

融機構的集中地，信譽一流，可以為中東國家提供穩定、可靠、專業的資產管理、風險管理服務；再次，香港股市是極少數能夠把自由開放和嚴格監管這對矛盾問題同時做到極致的市場，其股票、債券和衍生品市場的完善性為國際投資者提供了高效、透明、穩健的交易環境，來港上市集資除了能夠發揮品牌效應，也為中東企業打開進入有14億人口的中国內地龐大市場的大門。

此外，中國政府對香港的支持也為香港金融市場的繁榮增添了一層保障。

中國香港與中東的金融合作前景廣闊，但也面臨挑戰。如何在美聯儲維持高利率環境下保持市場流動性，如何應對來自其他金融市場和新兴金融形態的競爭，成為香港需要思考的問題。港交所的創新與穩健並重，以及對科技的持續投入，將是應對這些挑戰的關鍵。

(作者系證券時報記者)

走，看演唱會去！

孫勇



【口舌之勇】

我本人其實也是慢了两拍的后知后觉者与低温级别的演唱会发烧友——在这一轮自2023年年年初兴起，迄今已席卷深圳的演唱会热潮中。

我是一个音乐爱好者，八小时工作之外，时常弹弹吉他唱唱歌，自娱自乐。在报社，我和一帮爱好音乐的同事结伴成立了一个乐器组，并担任组长。在其位就要谋其事，为了组织乐器组的伙伴们开展活动，工作之余，我不得不关注自己所在城市——深圳市音乐活动的消息，以便在适当的时候带着大家去“嗨皮”一番。这一关注，就惊喜地发现，深圳的民间演唱会遍地开花，热度很高，而且呈现出越来越热的趋势。

4月份的一个周末之夜，我带着一群同事，去福田区一个布置得很有文艺范的微型音乐厅听演唱会。票是在大麦网上买的，65元一张。演唱会的舞台主角是一个不知名的乐队，共三人。演唱的曲目既有许巍、朴树、宋冬野等知名歌手的代表作，也有该乐队自己的原创作品。该乐队唱功不错，擅长与观众互动，气氛融洽，演出时间约有一个半小时。包括我和同事在内，到场的观众有近40人，人人有座位，现场观赏体验颇佳。演出结束后，同事们都意犹未尽，说这票买得值，以后有机会还要来看！末了，他们好奇地问我是怎么知道有这种演唱会的。

说起来，我的这几位同事也是兼媒体从业者、音乐爱好者、深圳人这三种角色于一身，对社会信息的敏感度要高于公众的平均水平。尽管如此，他们对于深圳这两年的新变化——民间小型演唱会的勃兴，也懵然不觉。若不是我带头探班，并鼓励他们尝鲜，他们在深圳看民间小型演唱会的的时间恐怕还要延后。

从去年年底到今天，我已经在深圳看了五场演唱会：一场是谭咏麟的，票价980元，举办地在深圳湾体育馆，现场人山人海，观众有三万多人；一场是盘尼西林乐队的，票价170元，举办地在其中一个中型音乐厅，现场观众有1000多人；另外三场，归于三个不知名乐队的名下，举办地在咖啡馆或微型音乐厅，票价从65元到

80元不等，现场观众从10余人到40余人不等。貌似赶上了时髦的我，其实也是慢了两拍的后知后觉者与低温级别的演唱会发烧友——在这一轮自2023年年年初兴起，迄今已席卷深圳的演唱会热潮中。

深圳是中国人口最年轻的超大城市。最新统计数据显示，深圳人的平均年龄为32.5岁，高于这个年龄的人，在深圳就有点偏老了。据我观察，深圳演唱会的观众中，绝大部分(大于80%)是30岁以下的年轻人。我是70后，那天晚上和我一起看演唱会的同事大多数也是70后，在深圳都属于高龄人群了，对新事物的敏感度和接纳度不如年轻人，所以就成为了某些时髦浪潮的落伍者。对演唱会热潮的迟钝反应就是一个例子。

所以，当同事们好奇地问我是怎么知道有这种演唱会的，我这样回答：“多和年轻人打成一片，自然就知道了。”实际上，在我供职的报社，也有不少90后和00后，他们早就是音乐会的常客。有意思的是，报社年轻的同事和“高龄”的同事在一起时，往往只是开会探讨业务，对于八小时之外各自的休闲娱乐体验与心得却交流不多。这个隔膜的局面并非理想状态，今后，“高龄”的同事不妨主动向年轻的同事学习，拥抱时尚生活。

写到这里，要引用一下专业机构对于2023年中国演出经济的调研报告。中国演出行业协会的数据显示，2023年前三季度，国内的演出场次(其中，演唱会是绝对主角)达到34.24万场，票房收入315.41亿元，均已远远超过2019年全年的水平。演出经济是2023年的消费大热点。无论你身处演出频繁的北上深广，还是在新一线城市如郑州、成都、南京、西安等地，总能听到身边的人们谈论关于“演出”的话题。与此同时，年轻人也不再满足于只在本地观看演出，而是选择“为一场演唱会奔赴一座城”。大牌歌手演唱会的门票常常一抢而空。曾经，音乐节等演出作为一种在小圈层中流行的文化，主要在大城市如北上广深等地流行。2023年以来，音乐节的热风已经吹到了三四线城市以及更下沉的市场，让更多的人有机会感受到音乐现场的魅力。

演唱会之所以火爆，形成席卷全国的热潮，主要有三个原因：其一，疫情过后，演出市场成为释放年轻人情绪的窗口。其二，政策的大力扶持。2023年7月31日，国家发展改革委发布了《关于恢复和扩大消费的措施》，其中第六、第七条明确指出，“丰富文旅消费，促进文体体育会展消费”。与此相应，各地政府纷纷出台配套措施。这就为演唱会的大热建好了政策空间。其三，消费的转移效应。年轻一代价值观更新，不婚、不育、不买房的年轻人越来越多，省却了婚育和房贷开支的年轻人，有条件转移支付，为演唱会这种能为自己提供情绪价值的消费品买单。

我个人觉得，对于普通市民而言，票价昂贵的演唱会可以不追(这类演唱会现场体验未必好)，但是，那种票价在百元以下的演唱会，每年看几场，完全可以承受。小而言之，能满足自己的精神娱乐需求，大而言之，也算是为刺激消费、提振国民经济做贡献，何乐而不为？

走，一起看演唱会去吧！

(作者系证券时报记者)

从“时间的玫瑰”到“时间的煤贵”

匡继雄



【市場雄論】

投資不僅涉及對企業價值的判斷，還需深入了解市場周期、政策環境和行業趨勢。在堅持價值投資原則的同時，還要保持敏銳的洞察力。

的名字，被私募大佬但斌用來闡述他的投資哲學。他將投資比作培育玫瑰花，認為優質的企業也會隨着時間的推移而增值，創造出更多的價值和財富，如同玫瑰在時間的滋養下綻放。這一比喻揭示了價值投資的核心理念：投資者不應僅僅關注股票的短期價格波動，而應着眼於企業的內在價值和其長期的增長潛力。

但斌對茅台的長期重仓堅守并取得成功，無疑是這一理念的生動註腳。在《時間的玫瑰》一書中，但斌也提到了萬科、中國平安、海天味業等，都是他在不同階段看好的股票。這反映出市場總是充滿變數，投資世界并非一成不變。煤炭股創歷史新高與曾經“時間的玫瑰”的迴調，正是市場動態變化的生動寫照。

2020年6月以來煤炭股上漲是多重利好因素共同作用的結果：行業產能持續減產，新增產能有限，而下游需求穩步增長、水電乏力、國際局勢變化進一步助推緊張格局的發展，供需矛盾凸顯。海內外多重因素共振下，煤價短期大幅上漲，不斷刷新歷史新高。目前雖有回落，但煤價中樞整體大幅上移，企業盈利明顯提升。上市煤企2020—2023年整體銷售淨利率分別為9.7%、13.82%、18.22%和15.39%；歸母淨利潤總額分別為864.22億元、1597.99億元、2450.11億元和1846.23億元。儘管2023年盈利有所回落，但高分紅、高股息特點仍然明顯，煤炭股取得了較高的絕對收益和相對收益。

不過，長期來看，全球向可再生能源的轉型和ESG投資的趨勢不可

逆轉，這將對煤炭行業的長期前景構成挑戰。投資者需要關注煤炭企業的綠色低碳轉型進展，並對其可持續發展能力進行綜合評估。

與此同時，萬科、中國平安和海天味業等昔日“時間的玫瑰”的迴調，反映了市場對經濟周期波動、行業特定政策調整、行業格局受到新技術衝擊、市場競爭加劇等方面的深度考量。

具體來說，房地產行業面臨城镇化步入尾聲、人口結構變化(老齡化、少子化)、市場進入存量時代、部分企業過度杠桿化等多重因素的影響，導致市場對開發商的盈利可持續性和增長前景持謹慎態度。保險業則在低利率環境和數字化轉型的雙重壓力下，需尋求新的盈利增長點。海天味業也面臨消費復蘇疲軟、市場競爭加劇等挑戰。這些因素共同促使投資者重新審視這些行業頭頭的競爭優勢及未來增長的確定性，從而影響了它們的市場估值。

然而，這並不意味着“時間的玫瑰”已凋謝。一些行業龍頭依然擁有強大的品牌、市場份額和管理能力。迴調可能只是市場周期的一部分，投資者在面臨這樣的市場變化時，不應簡單地將“時間的玫瑰”與“時間的煤貴”對立起來。在評估投資目標時，投資者需要考慮以下具體策略：

一是動態調整。隨着市場環境的變化，投資者需要重新評估企業的競爭優勢、行業趨勢以及政策影響。對於那些曾經的“時間的玫瑰”企業，投資者應深入研究其基本盤，關注行

業變化和企業的適應性，以及在新一輪經濟環境下企業的策略調整和創新能力，以判斷其是否仍有足夠的護城河和增長潛力，而不应简单地因为短期的市场波动而改变长期信念。

二是分散投資。為了應對市場變化，投資者應採取多元化的投資策略，可以將目光投向那些受益於科技進步、符合社會發展趨勢的新興行業，如清潔能源、生物技術和數字經濟等領域，這些領域可能孕育着新的“時間的玫瑰”。同時，也應該關注傳統行業中的轉型領導者，它們可能在變革中找到新的增長點。

三是理性決策。市場情緒的起伏是一個常態，投資者需培養冷靜的心態，避免被短期市場情緒所左右，堅持理性分析，做出基於深度研究的決策。同時培養反向思維，敢於在市場低谷時尋找被低估的“玫瑰”。

總的來說，市場正在提醒我們，投資不僅僅涉及對企業價值的判斷，還需要深入了解市場周期、政策環境和行業趨勢。投資者在堅持價值投資原則的同時，還要保持敏銳的洞察力，以應對不斷變化的市場環境。在投資的過程中，我們既要欣賞那些在時間中綻放的花朵，也要理解那些在市場周期中起伏的礦石，無論它們是“玫瑰”還是“煤貴”，都是投資智慧的體現。可以說，每個時期都有其獨特的投資機遇，關鍵在於投資者如何在變化中捕捉價值，用智慧和遠見去培育自己的投資花園。

(作者系中國資本市場研究院研究員)

本報專欄文章僅代表作者個人觀點。

以制度紅利推動新質生產力發展

鄭磊



新技術需要一個兼容並包、鼓勵思考和創新的社會制度來配套，才能更好地發揮其效力。技術創新對生產力的提升體現在新技術的應用速度、廣度和深度。

新質生產力是個熱詞，籠統地講，就是由新技術、新商業生態和新商業模式產生的生產力。從經濟增長角度看，每次新技術革命或者由科技創新驅動的康波周期推動的生產力進步，都屬於這個概念範疇。如果僅僅是生產率的大幅提高，難以體現出新意，只有生產率也同時發生了革命性變化，從而推動生產率在一個大的經濟周期里持續提升，才配得上“新質生產力”這個概念。換言之，新質生產力必然與新質生產率(改進的制度)相伴而生，而且相互促進，二者缺一不可。

有人用總生產函數里的全要素生產率(TFP)的變化來定義新質生產力，認為新質生產力的標志就是全要素生產率的大幅提高。從經典的生產函數角度看，有一定的道理。這個總生產函數定義了勞動、資本等生產要素投入與經濟總產出之間的關係，並將無法分解和計量的對產出造成影響的因素，用TFP進行度量。它定義了產出相對於要素投入的效率關係。TFP增長反映效率提高，而減少意味着效率下降。TFP包含的因素主要有技術、制度等，

反映了在特定時期，制度和技術等對經濟活動的貢獻度。

國內有很多學者測算、對比過改革開放前後和近几年TFP的變化。以近期伍曉鷹教授的團隊研究結果看，TFP的波動變化很大，表現最好的是上世紀七八十年代農村改革時期，另一次是中國加入WTO之後。而且有一個明顯特點，即當中國經濟每一次被大的改革舉措推動起來的時候，TFP上升的斜率是驚人的一致。好像有一個基本盤在那里，一旦給了正確的政策環境它就把效率推上來了。但是每次大幅上升持續時間不一樣長，這暗示了每次TFP的大幅增長都是一種“制度改革紅利”起作用的结果。在發展中國家，TFP叫作“制度紅利”系數可能更貼切一些。

在發達國家，這個系數的表現也有不穩定的階段，但主要表現在技術應用的給經濟帶來的紅利。以美國為例，根據賓夕法尼亞PWT數據庫的長期核算結果，從1955年到2019年的每十年(1955—1965年、1995—2005年、2015—2019年)中，資本、勞動和TFP的貢獻率都

遠比其他時期高，而在較高年份之後的20年，TFP通常會降低。筆者提出一個可能的解釋是，當技術創新的发展超过了经济对其加以应用的速度时，创新技术应用速度停滞或减缓，之后再释放，导致出现TFP贡献率的周期性循环。

這提示我們不應靜態地看待TFP，由於技術和制度相互作用，技術創新并不是线性地融入經濟活動。当期TFP低的原因可能有两个：一个是技术创新不够多或不够快；另一个是技术创新速度和数量是正常的，但技术创新的应用速度较快。前者应该同时体现为经济增长放缓，后者反而可能出现快速经济增长。

伍曉鷹測算的結果顯示，資本重新配置效果在某段時間停止改善了，表明同期政府沒有放鬆對資源配置的影響，影響整個經濟的交易成本，擠出一些和政府沒有關係的企業，結果，整體經濟肯定會有TFP損失。如果能避免這個損失，不僅是增長率會更高，更重要的是經濟就會有更大的活力。他對ICT行業的測算表明，政府希望通過產業政策推動技術進步，但沒有意識到在技術進步加速的時代，因產業政策導致資源錯配所

造成的效率損失會更大。

改革開放以來，中國經歷了相當長一段時間的高速經濟增長，但是平均來看，TFP年增長只有0.7%，并不理想。我們用效率損失換來了更長期的高速增長，在出現人口拐點和投資拉動增長的邊際效應越來越小的情況下，這種模式變得更加難以維持。筆者拋開TFP，用內嵌數據要素的生產函數進行分析，得出了同樣的結論。

在數字經濟新時代，數據要素的加工處理更加高效，新知識和創新技術的產生都可能更快，但能否儘快應用於現狀社會，則需要考慮社會制度和社會成本。對於每一個國家而言，即便是通用技術也未必能順利被社會接納，在這種情況下，制度成為實現經濟增長目標更需要重點考慮的因素。

社會經濟的演進往往與技術和制度的持續調整有關。制度和技術密不可分，沒有無技術元素的制度，也沒有無制度元素的技术。技术的发展主要与科学和教育的进步有直接联系，其他方面受制于创新机制，即科学转化为技术应用的过程。技术上的变革需要

社會制度的互補性改革。技術、經濟和相關制度作為一體化系統共同進化。

從納入數據要素的生產函數模型可以看到，制度環境與勞動、投資和數據要素的配置比例有關，直接決定了生產力和生產率的提升幅度和速度。新技術需要一個兼容並包、鼓勵思考和創新的社會制度來配套，才能更好地發揮其效力。筆者認為，數字經濟的活力將取決於使用者對數據要素的處理能力和應用水平，這是技術創新的核心和基礎，同時技術創新對生產力的提升體現在新技術的應用速度、廣度和深度。制定提高生產力的政策立足點和出發點也在于此。制度和政策需要不斷改善，兩大目標是既要有助於促進新人才培養的開放、公平、公正的體系，也要培育有利於創新技術快速、廣泛應用的透明、公平、有序競爭的商業環境。只有堅定推進改革開放，完善市場化資源配置機制，制度紅利才有可能將社會活力釋放出來，推動經濟重新回到較高速的增長軌道。

(作者系薩摩耶云科技集團首席經濟學家)