

全球 IPO 市场发展特征、影响因素及展望

◎陈卫东 赵雪情 初晓

摘要: 2023 年以来, 全球 IPO 市场动荡加剧, IPO 融资额创近 5 年来新低, 且呈现新的发展特征。在地缘政治冲突、外部环境不确定性背景下, IPO 市场发展依然面临挑战。本文从 IPO 市场周期性演变、最新发展特征及典型案例等方面, 探讨全球 IPO 市场发展并作出展望, 尝试提出相关建议。

关键词: IPO 市场; 发展特征; 驱动因素

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、全球 IPO 市场周期性演变特征

(一) 全球 IPO 发展呈现“冷热销市场”交替、“热销市场”周期增加、市场震荡加剧三大特征

第一, 自 1980 年以来, 全球 IPO 市场主要经历三次“热销市场”, 即全球 IPO 发行规模于 2000 年、2007 年和 2021 年三度达到历史高点。在全球 IPO 发行规模扩大至一定程度后, 便进入“冷销市

场”, 且历次 IPO “冷销市场”呈现发行规模跌幅逐步增加的特征。2001 年、2008 年和 2022 年全球 IPO 发行规模分别降至 861 亿美元、1555.5 亿美元和 1407.7 亿美元, 同比降幅分别高达 72.9%、67.7% 和 81.2%。

第二, 自 2000 年全球 IPO 市场迎来第一次“热销市场”后, 第二次 (2007 年) 和第三次 (2021 年) IPO “热销市场”分别间隔了 7 年和 13 年, 全球迎来 IPO “热销市场”的周期有所增加。

第三, 在 2010—2023 年间, 全球 IPO 发行规模震荡加剧, 发行规模变动方差高达 150.3, 是 1992—2000 年 58.7 的近 3 倍。同时, “热销市场”后“冷销市场”IPO 发行规模的跌幅显著增加 (见图 1)。

(二) 债权融资是全球融资的主要渠道, 股权融资占比显著下降

长期以来, 全球债权融资是企业融资的主要来源, 债权融资占总融资的比重从 1980 年的 96%

作者简介: 陈卫东, 中国银行研究院院长; 赵雪情, 中国银行研究院高级研究员; 初晓, 中国银行研究院博士后。

图1 全球IPO发行规模

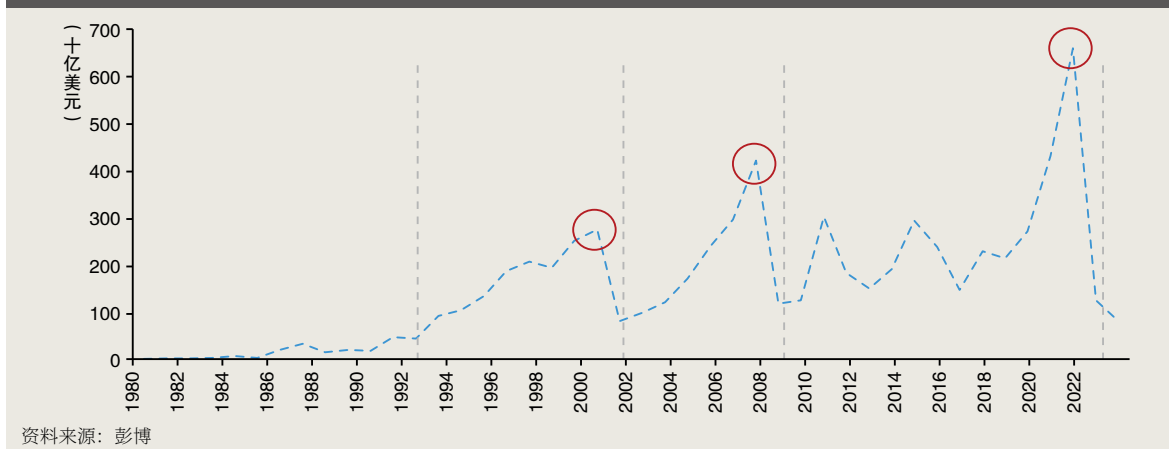
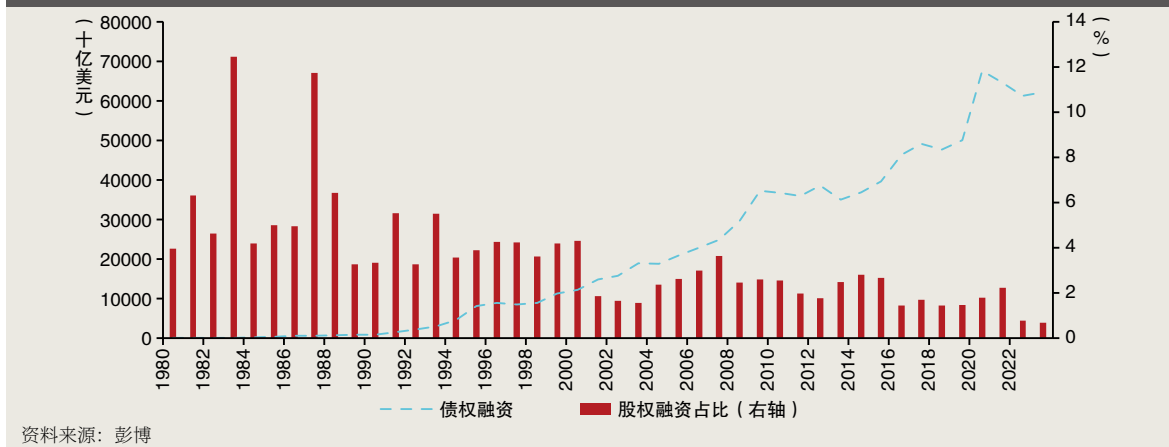


图2 全球债权融资与股权融资占比



上升至 2023 年的 99.3%。股权融资占比显著下降，从 1983 年最高占比 12.4% 下降至 2023 年历史新低 0.7%。2023 年，全球股权融资和债权融资走势分化，股权融资显著下降，同比降幅为 10.1%；债权融资逆势小幅回升，同比增幅为 1.5%（见图 2）。

2009 年之后，全球 FDI 与 IPO 走势逐步分化，2020 年 FDI 显著下降，同比降幅为 43.7%，IPO 则快速增长，增幅达 62.7%（见图 3）。全球 FDI 的增长动力不足，主要原因可能在于全球产业链的扩张趋于滞缓（詹晓宁等，2024）。

（三）全球 IPO 融资与 FDI 走势逐步分化

2009 年之前，FDI 与 IPO 走势趋同，在全球 IPO 市场经历的三次“热销市场”中，FDI 参与了前两次。1990—2000 年 10 年间，全球 FDI 与 IPO 市场快速发展，分别从 2048.9 亿美元和 178.6 亿美元，增长至 13567 亿美元和 3177 亿美元，增速分别达 562.2% 和 1678.4%。随后，FDI 与 IPO 同步下降至 2001 年的 7731.3 亿美元和 86.10 亿美元，降幅分别达 43% 和 72.9%。2007 年，FDI 与 IPO 同时创历史新高，分别较 2000 年增长 40.5% 和 51.4%。

二、全球 IPO 最新发展特征及分析

（一）2023 年全球股市筹资总额有所下降，IPO 筹资规模创近 5 年新低

2023 年，全球股市整体筹资总额为 5024 亿美元，同比下降 1.7%。从全球股票发行类别来看，全球增发股票（Follow-on Equity, FO）筹资规模有所增加，筹资总额为 3814 亿美元，超过 2022 年的 3380 亿美元，同比增长 12.8%。首次公开发行股票（Initial Public Offering, IPO）筹资规模创近 5

图3 全球FDI与IPO走势

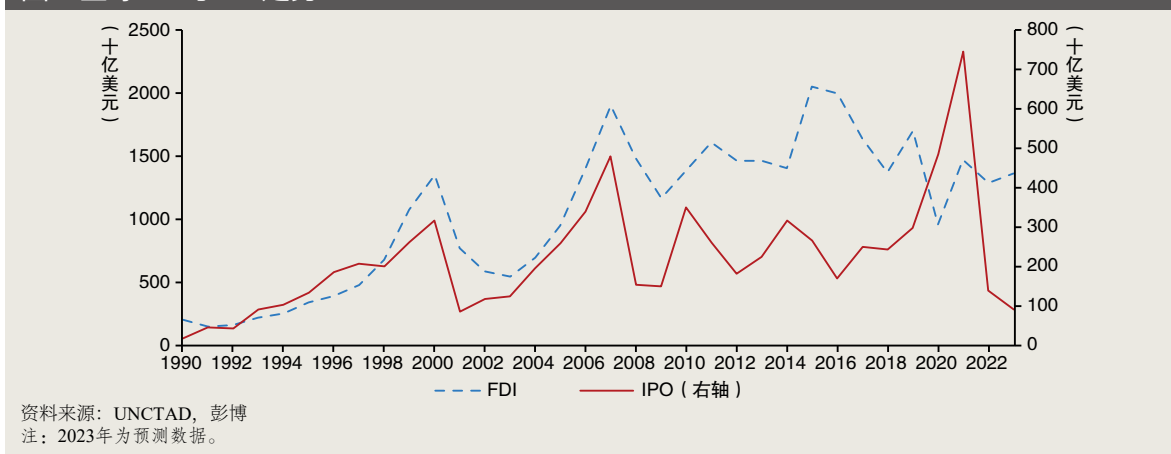
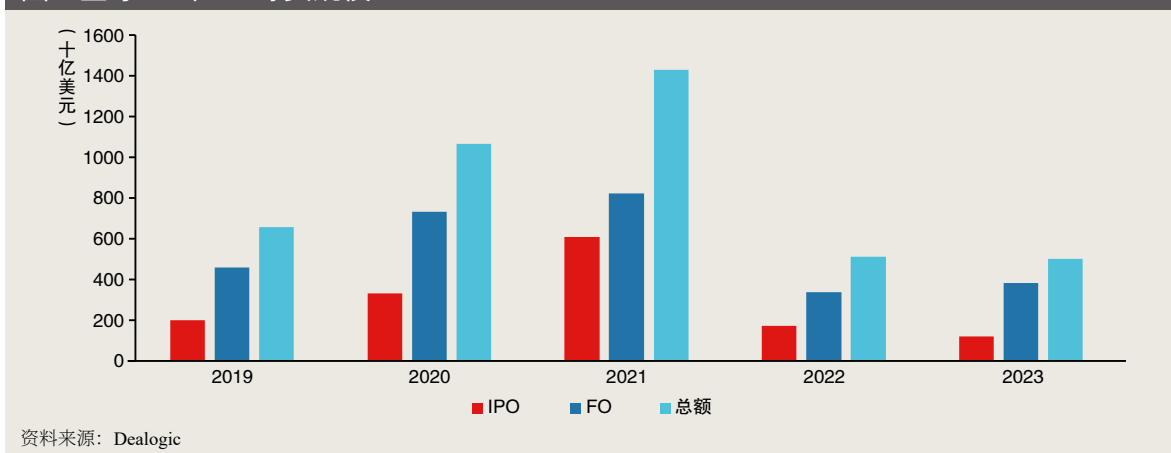


图4 全球IPO和FO筹资规模



年新低,2023年为1210亿美元,同比下降30.2%(见图4)。

需求和资本市场改革的支持下,IPO筹资规模显著增长。

(二) 亚太地区IPO筹资规模最大,美洲地区IPO筹资规模降幅最大

从IPO筹资总规模来看,2023年,亚太地区IPO筹资规模全球领先,达731亿美元,占全球IPO筹资规模的一半以上。美洲地区IPO筹资规模为258亿美元,仅为亚太地区IPO融资规模的1/3(见图5)。欧洲、中东和非洲地区(EMEA)IPO筹资规模全球占比仅为20%,且中东贡献了其中的50%;其次是土耳其和德国,分别贡献14%和10%。从IPO筹资规模降幅来看,美洲地区IPO筹资规模降幅最为显著。2023年美洲地区、亚太地区、EMEA地区IPO筹资规模分别同比下降45.0%、32.4%和0。中东地区在强劲的投资

(三) 全球IPO前10位国家发生变化,中国IPO筹资规模跃居第1位,印度、印尼、韩国和土耳其IPO筹资规模增长迅速

与5年前相比,各国在全球IPO筹资规模的贡献度发生重大变化。2023年中国IPO筹资规模超过美国,跃居第1位。英国、德国和法国的IPO活动依然低迷。印度、印尼、韩国和土耳其IPO筹资规模增长迅速。2023年,印度、印尼、韩国和土耳其IPO筹资规模分别达66亿美元、35亿美元、31亿美元和31亿美元,分别从2019年全球排名的第11位、17位、22位、44位升至2023年的第3位、7位、9位、10位(见图6)。其中,印度股市主要受快速增长的中产阶级推动私人消

图5 不同地区IPO筹资规模

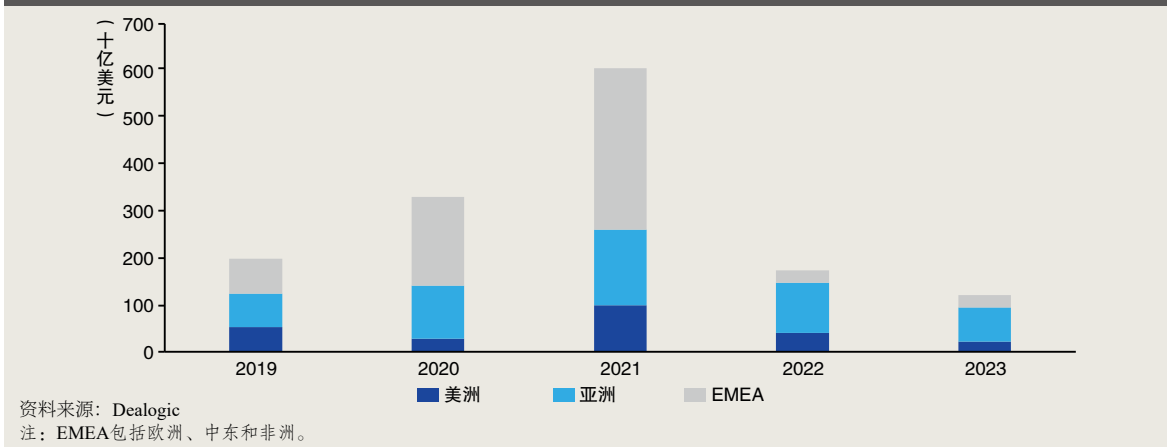
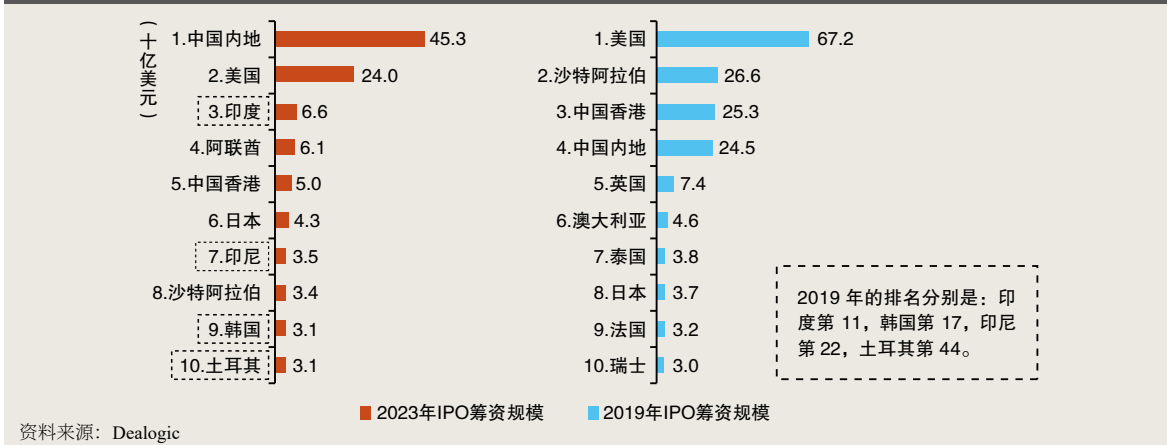


图6 IPO筹资规模排名前10的国家和地区



费和投资的支撑;资源丰富的印尼成为全球电动汽车供应链的重要参与者, IPO 市场迎来强劲发展;土耳其 IPO 投资热潮很大程度上是在银行融资难的背景下, 国内散户投资者积极寻找可替代的投资渠道, 支持规模较小的公司(平均 IPO 规模为 5600 万美元)而带动的。

(四) 科技类股在 IPO 筹资方面继续处于领先地位, 计算机和电子行业 IPO 筹资规模最高

计算机和电子行业连续 3 年成为 IPO 筹资规模最高的行业(见图 7), 2021—2023 年 3 年分别筹资 920 亿美元、400 亿美元和 344 亿美元, 2023 年筹资规模全球占比达 28.5%。2023 年, 医疗保健行业和金融行业 IPO 筹资规模分别位居全球第 2 位和第 3 位, 筹资规模分别为 107 亿美元和 96 亿美元,

全球筹资占比分别为 8.9% 和 7.9%。金属与钢铁行业 IPO 筹资规模最低, 2023 年筹资规模仅为 36 亿美元, 全球占比为 3%。

(五) IPO 融资与 FDI 区域、行业流向存在差异

一方面, 从区域流向来看, 2022 年, 亚太地区新兴市场 IPO 最为活跃, 西欧地区 IPO 与 FDI 表现差异大。西欧地区是 IPO 第二大活跃地区, 但 FDI 却呈现流出态势(见图 8)。另一方面, 从行业流向来看, IPO 更多发生在科技、金融行业, FDI 则流入能源、工业地产、电力供应等以实体经济为支撑的领域。2023 年 FDI 主要流入可再生能源、工业地产、电力供应、石油和天然气等行业, 规模分别为 3910 亿美元、1300 亿美元、970 亿美元和 730 亿美元, 占比分别为 40.5%、13.5%、10%

图7 2023年全球IPO筹资行业分布（十亿美元）

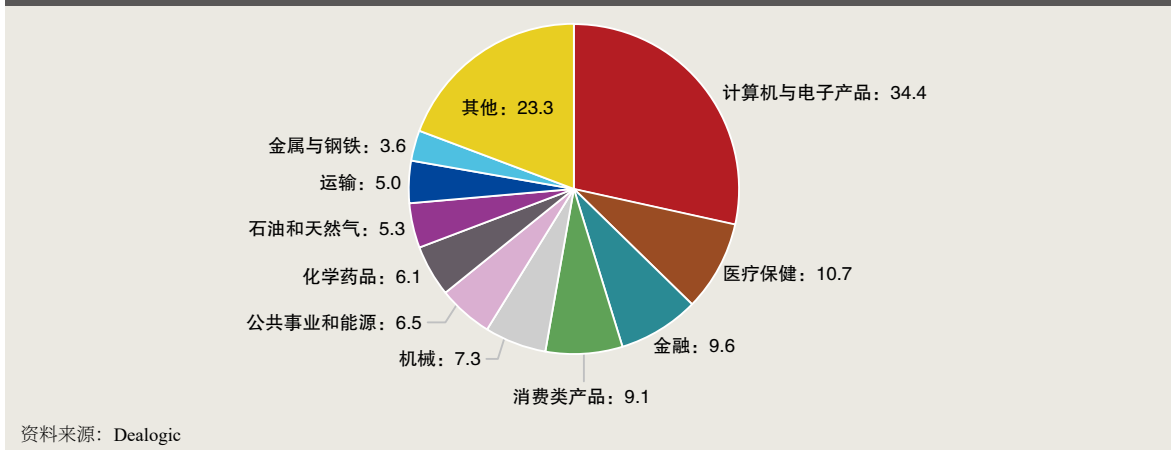
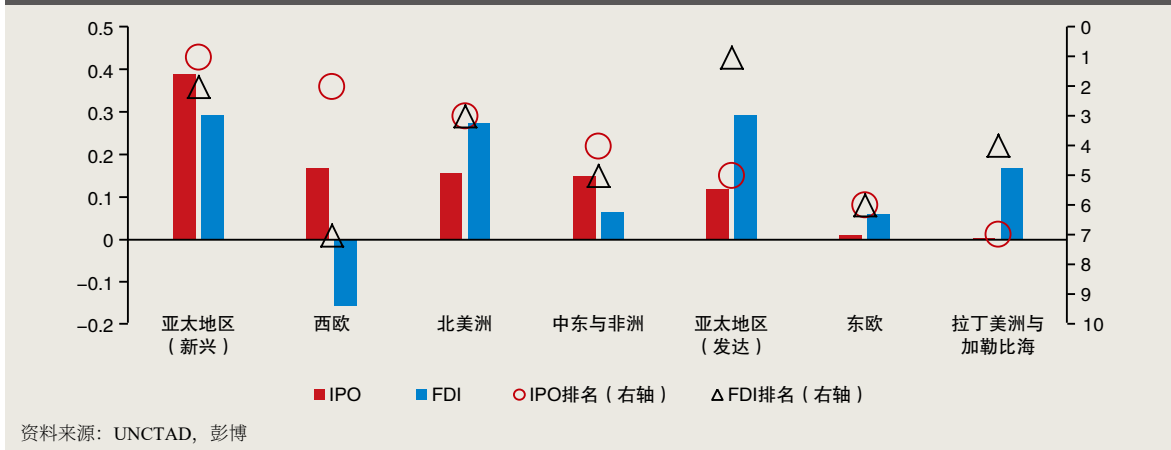


图8 2022年全球FDI与IPO区域分布



和 7.6% (见图 9)。而 IPO 主要集中于计算机和电子产品、医疗保健和金融行业，占比分别为 28.5%、8.9% 和 7.9%。

三、多重因素驱动 IPO 市场扩张——基于印度、印尼、韩国的国别分析

当前，全球 IPO 格局发生较大变化，亚洲板块整体崛起。其中，印度、印尼、韩国 IPO 筹资排名快速跃升，跻身世界前十。这 3 个国家 IPO 市场扩容，源于多方面因素，既有国际产业链调整大环境的变化，也有内部增长与制度变革的作用。

(一) 印度：内外部双重因素驱动 IPO 扩张

近年来，印度股票市场呈现繁荣景象，已经成为亚太乃至全球主要股市之一。2023 年，印度股市

筹资交易数量与金额分别为 449 项和 315.8 亿美元，其中，IPO 数量与金额分别为 239 项和 76.6 亿美元，同比分别增长 52.2% 和 4.1%，约占全球 IPO 数量与金额的 16.7% 和 8.3% (见图 10)。印度 IPO 市场快速扩张，是内外部双重因素作用的结果。

第一，印度经济与消费强劲增长，推动 IPO 规模扩张与结构演进。过去 10 年，印度实际 GDP 年均增速为 5.8%，如果扣除 2020 年衰退数据，其年均增速高达 7.1% (见图 11)。印度已成为世界第五大经济体，国际货币基金组织 (IMF) 预计 2024 年印度 GDP 增速将为 6.5%，处于全球领先水平。印度上市公司超 7 成营收源自国内，良好的增长表现，进一步强化了股市的乐观情绪。过去 8 年，印度股市连续上涨，SENSEX30 指数年均攀升 13.9%，远超 MSCI 全球 (9%) 与新兴市场 (5.1%) 总体涨幅 (见图 12)，为 IPO 发行提供了有利条件。

图9 2023年全球FDI中已宣布的国际项目融资交易

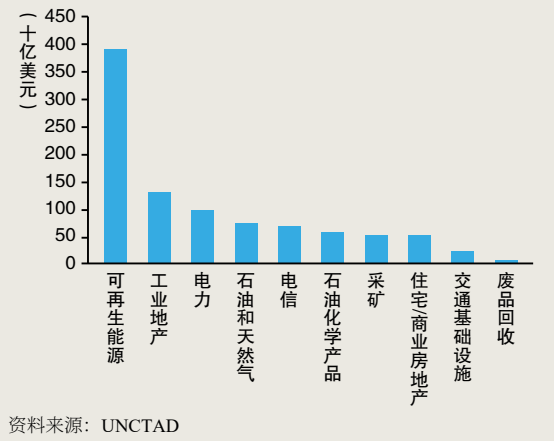


图10 印度股市IPO金额及全球占比

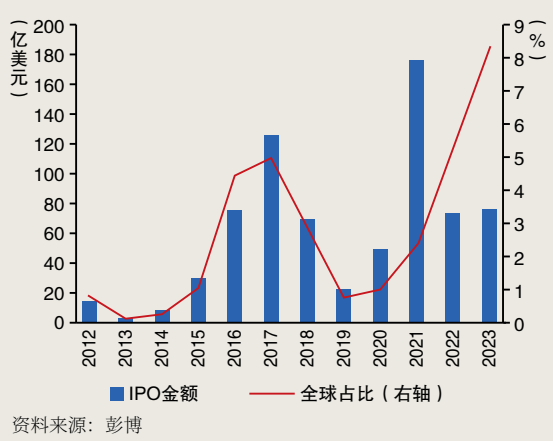


图11 印度GDP增长与消费支出贡献

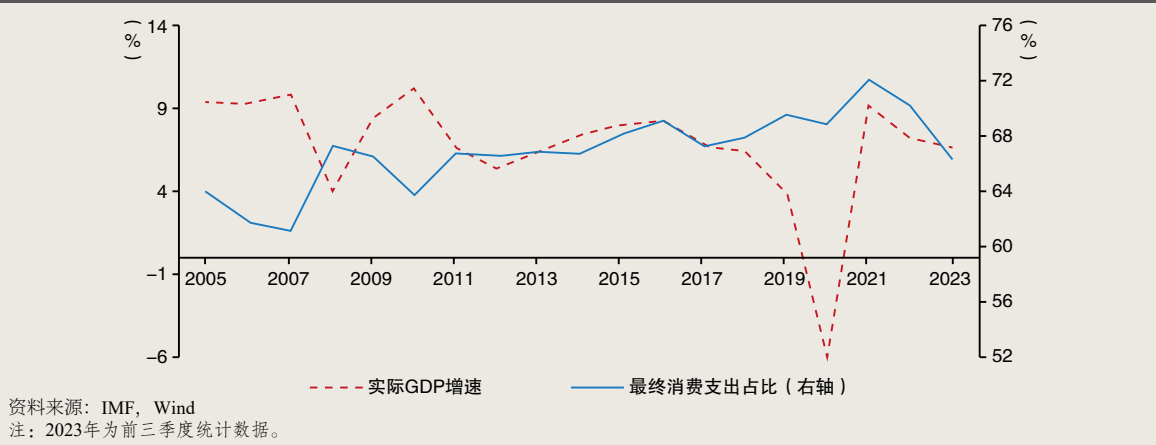
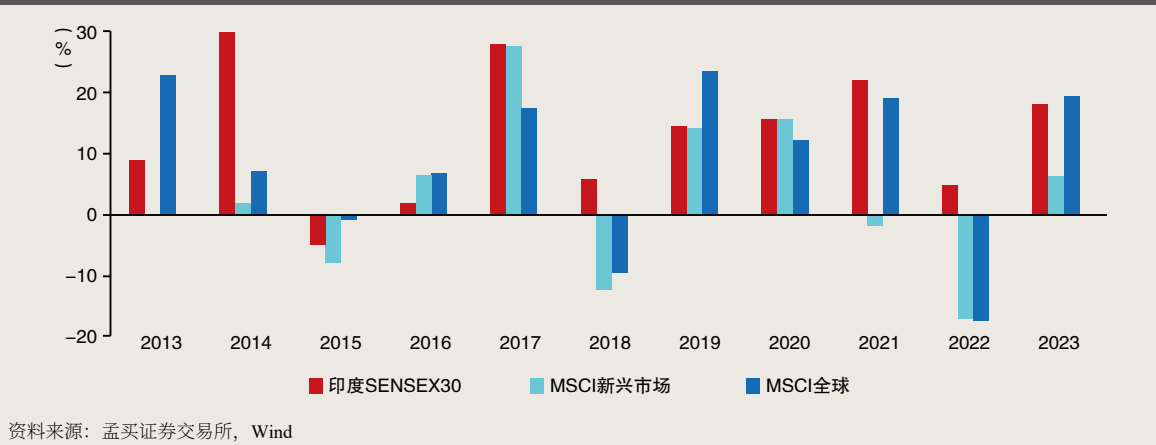


图12 印度及全球股指变动情况



随着印度经济与居民收入增长，私人消费加速扩张，攀升至GDP总额的7成，正在向全球第3大消费市场迈进。特别是印度人口较为年轻，中位数仅27.9岁，偏好信用消费、超前消费，使得信

用卡、数字支付等行业快速扩张。2023年，印度消费品相关IPO规模达25.9亿美元（见图13），约占IPO总额的33.8%，电子商务与消费贷款IPO金额分别为3.16亿美元和5.71亿美元，多项相关交易

表 1 印度 2023 年前 40 名 IPO 交易

排序	发行人	发行金额 (百万美元)	主营领域
1	Cube Highways Trust	635.513	Reits 多样化行业
2	Mankind Pharma Ltd	530.713	医疗药品
3	Nexus Select Trust	391.52	Reits 多样化行业
4	Tata Technologies Ltd	365.527	电脑服务
5	JSW Infrastructure Ltd	337.764	仓库与港口运输服务
6	印度可再生能源开发机构有限公司	258.154	能源
7	RR Kabel Ltd	236.073	电线与电缆产品
8	Cello World Ltd	228.581	纸类塑料
9	Honasa Consumer Pvt Ltd	204.849	电子商务
10	Concord Biotech Ltd	188.675	医疗仿制药
11	Asirvad Micro Finance Ltd	180.24	消费贷款
12	INOX India Ltd	174.871	油田机械与设备
13	SAMHI Hotels Ltd	164.974	房地产
14	Sai Silks Kalamandir Ltd	144.876	服装生产
15	Doms Industries Pvt Ltd	144.183	分销批发
16	India Shelter Finance Corp Ltd	143.988	消费贷款
17	Fedbank Financial Services Ltd	131.35	消费贷款
18	SBFC Finance Pvt Ltd	124.767	分期付款商务行业
19	Happy Forgings Ltd	121.011	汽车 / 卡车零件与设备
20	Muthoot Microfin Ltd	115.194	消费贷款
21	Avalon Technologies Ltd	105.296	电路板
22	Jupiter Life Line Hospitals Ltd	105.165	医疗医院
23	Blue Jet Healthcare Ltd	100.89	医疗药品批发
24	ASK Automotive Pvt Ltd	100.261	汽车 / 卡车零件与设备
25	Yatra Online Pvt Ltd	93.3721	电子商务 / 服务
26	Azad Engineering Pvt Ltd	88.8516	金属加工与焊接
27	SignatureGlobal India Pvt Ltd	88.0889	房地产
28	Yatharth Hospital & Trauma Care Services Ltd	83.663	医疗医院
29	Updater Services Pvt Ltd	76.8456	房屋维修与服务
30	Netweb Technologies India Ltd	76.4517	计算机
31	Ikio Lighting Ltd	73.4108	照明灯具
32	Cyient DLM Pvt Ltd	72.1797	工程研发服务
33	Flair Writing Industries Ltd	71.3439	办公用品
34	ideaForge Technology Pvt Ltd	69.2481	电脑
35	Innova Captab Ltd	68.4398	医疗仿制药
36	Zaggle Prepaid Ocean Services Pvt Ltd	67.8757	金融服务
37	Creedo Brands Marketing Pvt Ltd	65.9626	服装生产
38	IRM Energy Pvt Ltd	65.4535	建筑工程
39	Utkarsh Small Finance Bank Ltd	60.415	非商业银行
40	Gandhar Oil Refinery India Ltd	60.2031	石油提炼与营销

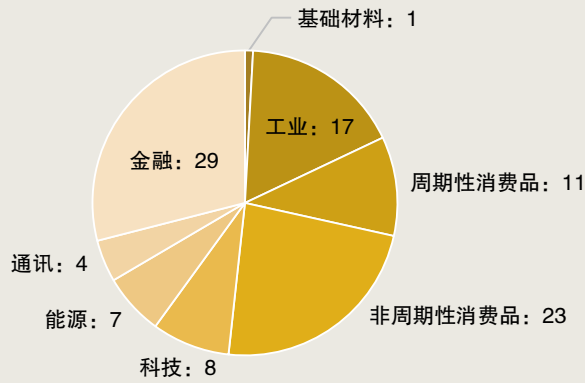
资料来源：彭博

跻身 IPO 前 40 名 (见表 1)。

第二，央行降息预期升温，风险偏好下散户入市叠加杠杆交易，与股市及 IPO 上行趋势相互强化。长期以来，印度经济发展受高通胀困扰。但在本轮全球通胀上行趋势中，2021—2023 年印度 CPI 同比月均涨幅为 5.8%，较疫情前 3 年价格中枢仅抬高 2.2 个百分点。印度加息幅度相对较小，基准回购利率上调 250 个基点，低于发达经济体 400 个基点和新兴市场 650 个基点的平均加息幅度。特别是 2023 年第四季度印度通胀走弱，向 4% 中期目标水平回归，央行降息预期上升，10 年期国债收益率全年下行 16 个百分点，进一步提振股市表现。

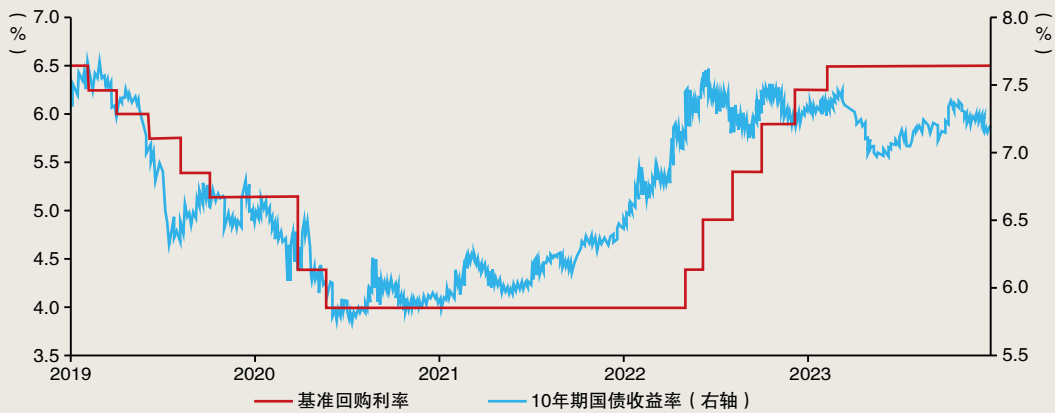
在此背景下，投资者风险偏好上升，国内散户加快入市，衍生品交易大行其道，进一步助长股市与 IPO 狂热。根据 2021 年印度国家证券交易所 (NSE) 统计，国内散户在总市值、流通市值中持有占比分别为 9.7% 和 19.5%；在股票成交量中，散户投资者占比则从 2016 年的 33% 上升至 45%。特别是疫情以来，散户“炒股”热情持续升温。印度《经济时报》指出，印度投资者账户从 2019 年 12 月的 393 万个激增至 2023 年 10 月末的 1323 万个。2023 年，印度国家证券交易所交易型开放式指数基金数量与成交额分别为 183 只和 186.5 亿美元，分别同比增长 18.8% 和 26.5%，分别较 10 年前扩张了 4.1

图13 2023年印度IPO行业分布 (%)



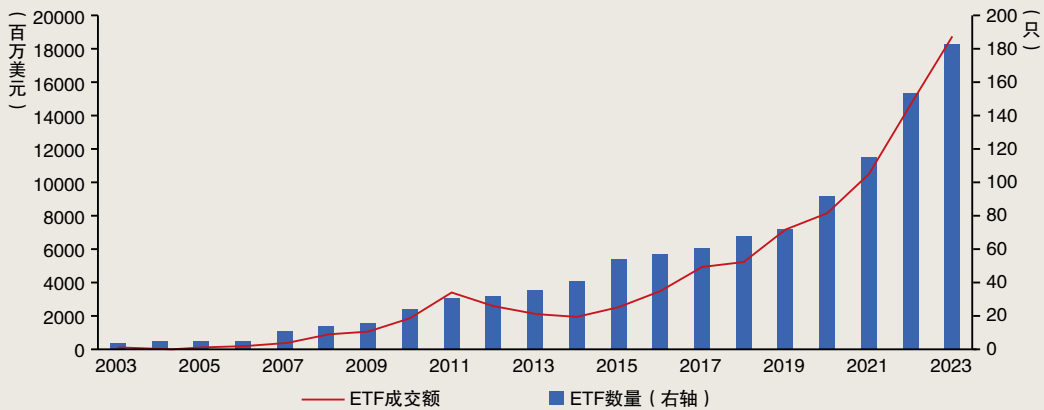
资料来源: 彭博

图14 印度利率走势



资料来源: 印度央行

图15 印度国家证券交易所 (NSE) ETF数量与金额

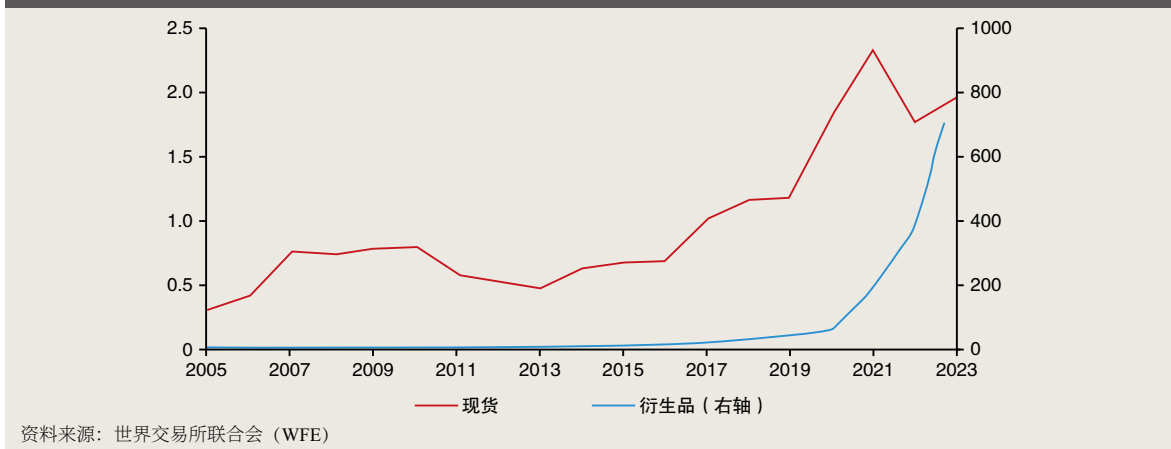


资料来源: 世界交易所联合会 (WFE)

倍和 7.7 倍 (见图 15)。印度共同基金协会数据显示,2023 年前 11 个月平均管理资产增长 960 亿美元, 创有记录以来最大增幅。同时, 印度衍生品市场较为发达, 2023 年国家证券交易所股票相关衍生品成

交金额达 830.3 万亿美元, 其中, 个股期货、股指期货、股票期权、股指期权成交额分别为 2.6 万亿美元、0.9 万亿美元、9.3 万亿美元和 817.4 万亿美元, 总计为现货成交金额的 424 倍 (见图 16)。根据全

图16 NSE股票现货与衍生品成交金额（万亿美元）



球期货行业协会（FIA）数据，2023年印度在全球股权期权合约交易量中占比高达78%。股票衍生品交易活跃，在杠杆加持下印度股市流动性大幅提升，促使股市呈现繁荣景象，进一步引发IPO“狂热”。根据华尔街投行Jefferies计算，2023年印度超过7成IPO获得至少10倍的超额认购。

第三，受益于地缘政治紧张局势，西方资本助力印度股市高速扩张。近年来，地缘政治格局调整，美西方国家积极“拉拢”印度，在微妙的大国局势与博弈中，印度股市收获多重“利好”。

一是面对去全球化浪潮，在印太战略框架下，美西方国家与印度加强供应链合作。印度经济以服务业为主导、以服务外包为特色。近年来，在莫迪政府“印度制造1.0”“印度制造2.0”等计划和政策推动下，印度积极承接大型跨国企业供应链，2023年前三季度制造业产值占比为16.9%，较10年前提升了0.7个百分点。

二是西方鼓吹印度前景，助长股市乐观情绪。近期，标普、高盛、摩根大通等市场机构纷纷发布相关预测，鼓吹印度经济增长与股市盈利前景。IMF预计到2027年，印度将超过日本、德国，成为全球第三大经济体。

三是俄乌冲突以来，能源市场割裂，印度大规模购买俄罗斯原油。过去3年，孟买证交所石油天然气指数上涨31.5%，远高于SENSEX30涨幅（24%），领涨印度股市。

四是非居民持股比例近2成，跨境资金由净流出转为净流入。2020年，印度政府放宽了外国投资

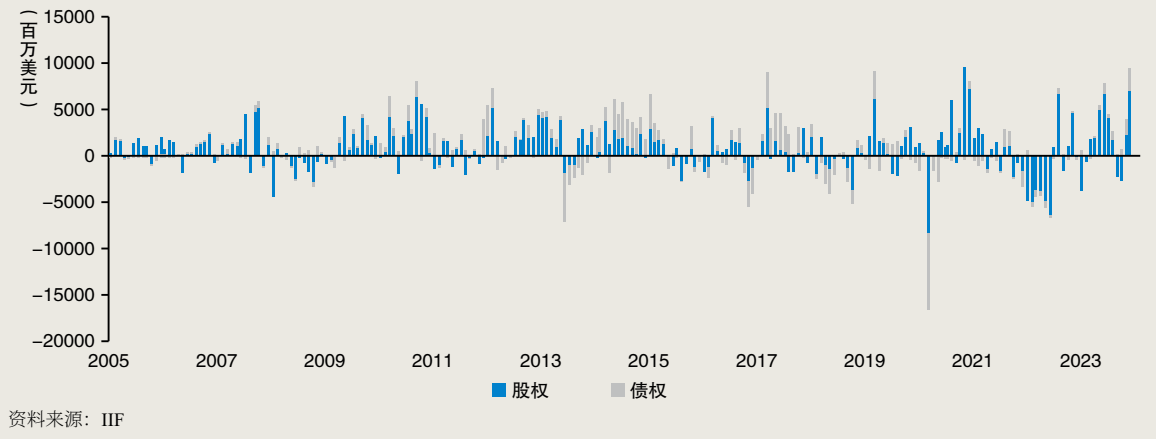
者持股上限限制，华尔街投行积极路演，大量外资增配印度股票，MSCI中印度股市权重被逐年上调。在2024年2月摩根士丹利资本国际公司（MSCI）审查中，印度在MSCI新兴市场指数中的权重增加0.34个百分点至18.16%，创历史新高，相比2020年11月翻了一番。2023年，印度证券组合投资由2022年的净流出190.3亿美元转为净流入298.7亿美元（见图17）。其中，外资更加偏好股权投资，全年投资额为214.3亿美元，在证券组合投资中占比高达72%。根据美国投资公司协会数据，截至2023年第三季度，全球股票型共同基金印度净资产规模达2297.9亿美元，同比增长30%。

（二）印尼：产业链重塑驱动股市发展

近年来，印尼股市表现向好，IPO数量与金额总体稳步增长。2023年，印尼市场股票IPO金额超过37亿美元（见图18），约占全球IPO总额的4.1%，跃升至第7大筹资市场。综合来看，印尼IPO市场快速扩张，主要受以下三个方面因素驱动。

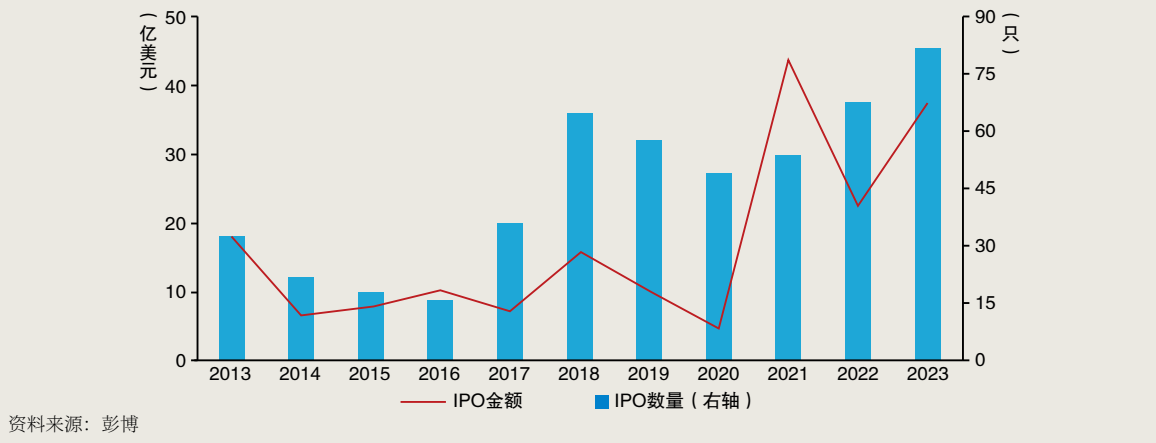
第一，印尼经济增长强劲，投资者信心较为稳固。作为东盟最大的经济体，印尼正在成为东南亚最具活力的市场。过去10年，扣除2020年疫情引发的衰退，印尼实际GDP增速平均达4.97%（见图19）。IMF预计2024年印尼GDP增速为5%左右，高于新兴市场4.1%的平均水平。与其他东南亚国家不同，印尼对外依赖度较低，注重内在动能培育，最终消费与资本形成约占实际GDP的53%和32%。特别是2018年，印尼政府推行“工业化4.0”

图17 印度证券组合投资净流入



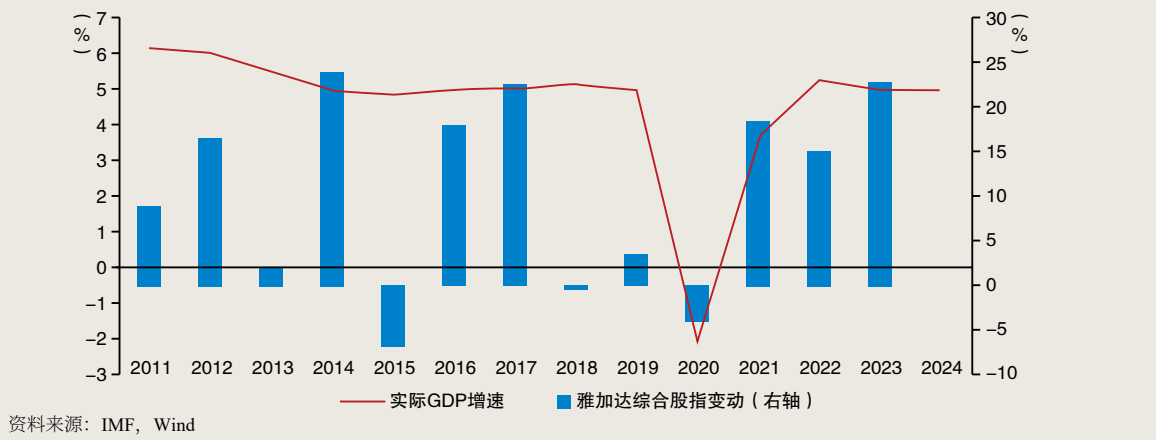
资料来源: IIF

图18 印尼IPO数量与金额



资料来源: 彭博

图19 印尼经济增速与股指变化



资料来源: IMF, Wind

计划，着力实现产业转型升级，农业、工业、服务业增加值占比逐渐调整至12.4%、41.4%和41.8%。印尼经济指标总体向好，进一步强化市场信心，推动股票市场发展，雅加达综合指数近3年平均涨幅

达18.8%，为IPO筹资提供了有利环境。

第二，货币政策收紧节奏相对温和，股市活跃度显著攀升。作为资源型国家，印尼受到本轮通胀上行的冲击有限，月度CPI涨幅最高至5.95%，随

图20 印尼通胀、基准利率与外资净流入变化

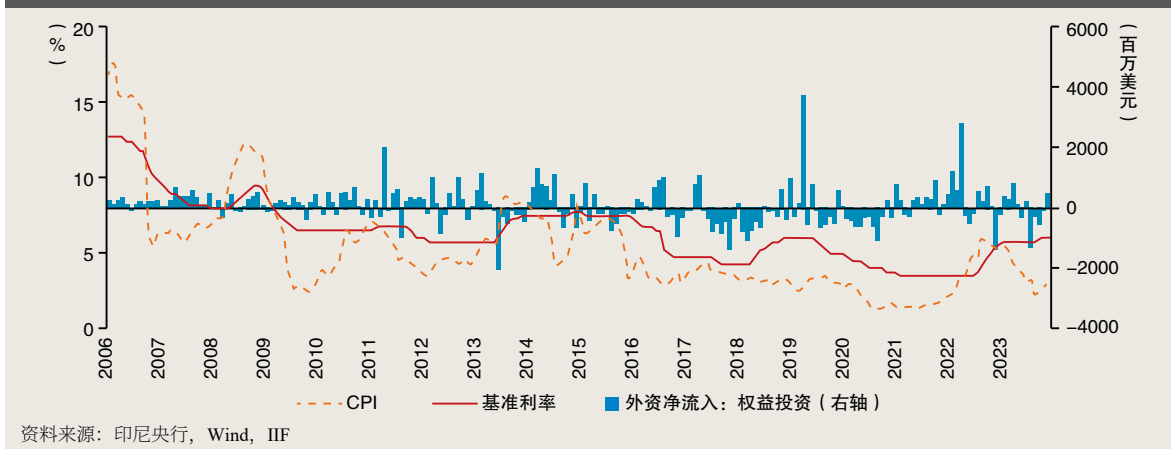
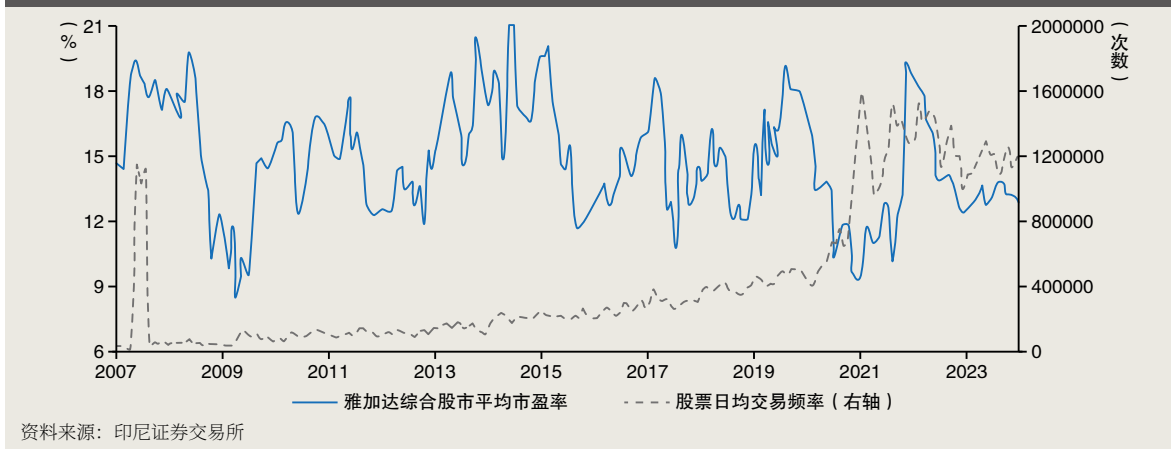


图21 雅加达综合股市市盈率与日均交易频率

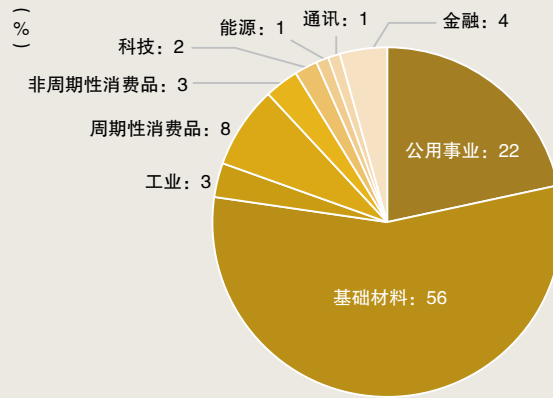


后逐步回落至2023年年末的2.61%（见图20）。印尼央行具有充分操作空间，收紧货币政策幅度有限，基准利率仅需提高250个基点，风险资产价格抑制作用有限。同时，印尼股市市盈率保持在13左右合理水平，收益可观且具有韧性，带动股票交易活跃度大幅攀升。2021—2023年，印尼证券交易所股票日均交易频率较此前3年暴增了1.5倍（见图21），境外股权投资净流入66亿美元，助推股市延续上涨行情。

第三，加快矿产产业升级步伐，积极承接电动汽车等能源转型行业配套基础设施，带动相关IPO交易扩张。印尼矿产资源丰富，是全球第一大镍矿生产国、第二大锡矿生产国、第一大煤炭出口国，铜、铝土等有色金属产量居世界前列。同时，印尼人口数量居全球第四，整体结构年轻化，基础教育水平逐年升高，在加工制造领域具有一定优势。近年来，在全球能源转型潮流下，有色金属需求持

续扩张，原矿贸易量大幅增长，许多外资企业加快赴印尼买矿步伐。印尼政府屡次发布禁矿令，有限开放原矿石出口，着力推动矿产资源加工行业升级以及电力能源行业发展，探索打造电动汽车生产供应链，实现自身经济的可持续增长。2021—2022年，印尼采矿业增加值平均增长4.2%，显著低于基本金属制造业（13.2%）、电力与天然气供应（6.1%）、交通设备制造（14.3%）行业增速。印尼政府出台《2020—2024年国家中期发展计划》，完善电动汽车等能源转型行业配套基础设施，带动相关IPO交易扩张。2023年，印尼市场IPO交易中，约有30.4亿美元与产业链重塑有关，占IPO总额比重为81.3%，较过去5年占比提升了47个百分点（见图22）。其中，前5大IPO均与能源转型有关，聚焦镍等矿产开采、电动车电池以及电力等上下游领域（见表2）。

图22 印尼2023年IPO交易行业分布



资料来源: Bloomberg

表 2 2023 年印尼前 50 项 IPO

排序	发行人	主营领域	排序	发行人	主营领域
1	Amman Mineral Internasional PT	采金	26	Multitrend Indo Tbk PT	服装零售
2	Trimegah Bangun Persada Tbk PT	有色金属	27	Teknologi Karya Digital Nusa Tbk PT	电脑服务
3	Hamparan Logistik Nusantara PT	有色金属	28	Lini Imaji Kreasi Ekosistem Tbk PT	电脑服务
4	Pertamina Geothermal Energy PT	能源电力	29	Asri Karya Lestari Tbk PT	工程 / 研发服务
5	Barito Renewables Energy Tbk PT	能源电力	30	Platinum Wahab Nusantara PT	饮料
6	Nusantara Sejahtera Raya PT	剧院	31	Lovina Beach Brewery Tbk PT	酒水
7	Vktr Teknologi Mobilitas Tbk PT	汽车	32	Haloni Jane Tbk PT	一次性医疗用品
8	Mastersystem Infotama PT	电脑服务	33	Royaltama Mulia Kontraktorindo Tbk PT	采矿服务
9	Hillcon Tbk PT	建筑工程	34	Graha Mitra Asia Tbk PT	房地产
10	Adhi Kartiko Pratama PT	有色金属	35	Sumber Sinergi Makmur Tbk PT	无线设备
11	Mandiri Herindo Adiperkasa Tbk PT	采矿服务	36	Mutuagung Lestari Tbk PT	商业服务
12	Nusantara Sawit Sejahtera Tbk	农业经营	37	ITSEC Asia Tbk PT	数据安全
13	Sinar Eka Selaras Tbk PT	服装零售	38	Maxindo Karya Anugerah Tbk PT	糖果食品
14	Petrindo Jaya Kreasi Tbk PT	煤炭行业	39	Aviana Sinar Abadi Tbk PT	应用软件
15	Humpuss Maritim Internasional Tbk PT	石油信托	40	King Tire Indonesia Tbk PT	橡胶轮胎
16	Multi Spunindo Jaya PT	化工纤维	41	Mitra Pack Tbk PT	机械
17	Tripur Multivision Plus Tbk PT	动画片及服务	42	Arsy Buana Travelindo Tbk PT	旅游服务
18	Ingria Pratama Capitalindo PT	房地产	43	Multi Makmur Lemindo Tbk PT	房屋建筑产品
19	Maja Agung Latexindo Tbk PT	橡胶塑料	44	Koka Indonesia Tbk PT	工程研发服务
20	Sarana Mitra Luas Tbk PT	租车 / 设备	45	Pulau Subur Tbk PT	农业经营
21	Citra Nusantara Gemilang Tbk PT	石油提炼与营销	46	Pelayaran Kurnia Lautan Semesta Tbk PT	运输服务
22	Saptausaha Gemilangindah Tbk PT	房地产	47	Sinergi Multi Lestarindo Tbk PT	化工产品
23	Era Media Sejahtera Tbk PT	广告销售	48	Janu Putra Sejahtera Tbk PT	农业畜牧业
24	Sinergi Inti Andalan Prima Tbk PT	电信服务	49	Carsurin Tbk PT	咨询服务
25	Berdikari Pondasi Perkasa Tbk PT	建筑工程	50	Era Digital Media Tbk PT	动画片及服务

资料来源: 彭博

(三) 韩国：半导体行业复苏带动 IPO 结构性扩张

2023 年，韩国股市走出低迷局面，IPO 金额达 37.4 亿美元，虽同比萎缩 26.2%，但在全球 IPO 总额中占比为 4.1%，较 2022 年占比提升 0.5 个百分点（见图 23），跻身第九大融资市场。韩国 IPO 市场相对增长，源于特定行业爆发式需求增加。

第一，从经济层面看，韩国半导体行业强劲复苏，支撑股市上涨与 IPO 结构性扩张。韩国在全球半导体供应链中占据重要地位，近年来其经济景气度、股市表现与半导体市场具有较强的正相关性（见图 24）。2023 年以来，韩国半导体行业触底反弹，在人工智能浪潮下，全球芯片需求与价格大幅增加。2023 年 12 月，韩国芯片产量同比增

图23 韩国IPO金额及全球占比

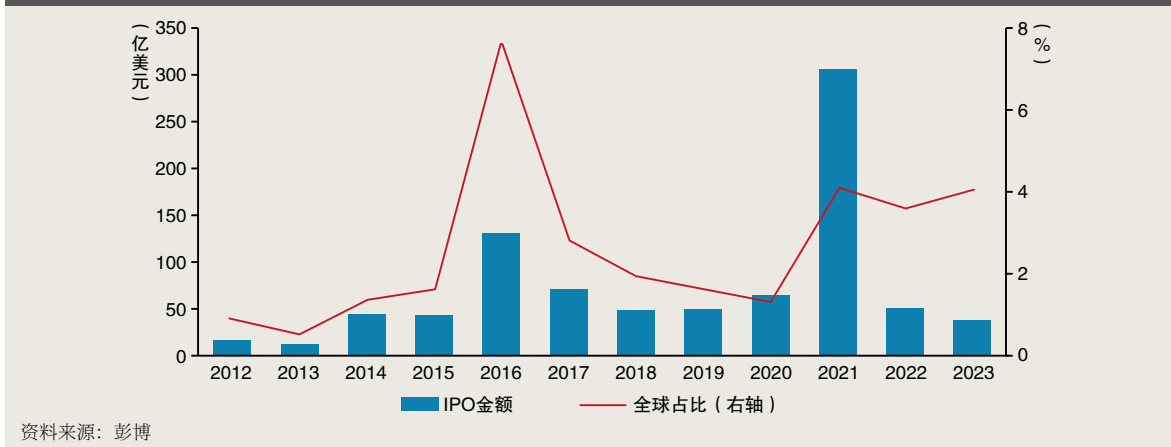
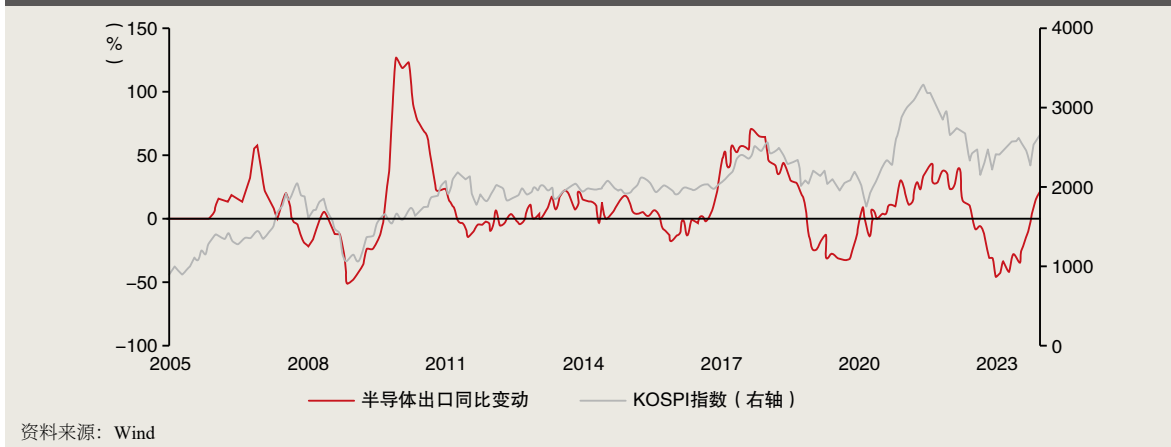


图24 韩国半导体出口额变化与KOSPI指数



长 53.3%，创 2016 年以来最大涨幅；芯片发货量同比增长 113.7%，创 1997 年以来最大涨幅。半导体行业强劲复苏，不仅带动韩国经济增长，也为股市上涨与 IPO 筹资提供坚实支撑。2023 年，韩国 KOSPI 指数上涨 18.7%，从根本上走出 2022 年下挫 24.9% 的阴霾，其中，三星电子、SK 海力士公司等为主要推动力。韩国股市繁荣背景下，企业融资意愿和能力增强，大量半导体相关行业公司排队 IPO，2023 年机器人、电子、半导体、计算机、软件等领域 IPO 筹资额达 14.2 亿美元，约占 IPO 总额的 37.8%，如果扣除“综合经营”，占比则高达 44.3%。在 2000 万美元以上的 IPO 交易中，电子配件等相关发行额达 12.04 亿美元（见表 3、表 4）。第一大 IPO 项目斗山机器人（Doosan Robotics）开盘即上涨 150%。

第二，从资金层面看，国内散户与国外资金

“达成共识”，为韩国股市注入流动性。2021 年 5 月取消做空禁令以来，韩国股市高度波动，国内散户与国外资金博弈，做空一度成为股票交易主基调。2021 年 5 月至 2022 年 10 月期间，韩国 KOSPI 指数和 KOSDAQ 指数分别下挫 11.6% 和 14.1%。2023 年，随着半导体行业复苏，宏观经济景气度回升，以及重启做空禁令、取消资本利得税等政策预期升温，股票价值与投资者情绪得到提振。

一方面，国内散户加杠杆押注韩国股市。在阶层固化、就业及生存压力增大背景下，越来越多散户，特别是年轻人入市，其投资模式具有较强“赌性”，追求高波动、高回报，青睐主题股票和 ETF。2023 年，个人散户约占韩国股市交易额的 55.2%（见图 25），交易金额近 2600 万亿韩元。在全球范围内，韩国投资者杠杆水平远超均值。截至 2023 年 8 月末，韩国共有 1134 只 ETF，杠杆/做空类

表 3 韩国 IPO 交易行业分布

行业	发行金额 (百万美元)	占发行总额比重 (%)
基础材料	191.01	5.1
工业	1440	38.5
工程与建筑	24.45	0.7
手工 / 机械工具	13.43	0.4
机械 - 多样化	409.11	10.9
工业自动化 / 机器人	389.53	10.4
机械 - 普通工业用	19.58	0.5
机械 - 建筑与采矿	73.94	2.0
环境控制	148.26	4.0
电子	705.14	18.9
造船	48.24	1.3
金属加工 / 五金	22.04	0.6
消费品, 周期性	164.58	4.4
消费品, 非周期性	427.68	11.4
科技	320.82	8.6
半导体	97.48	2.6
半导体设备	28.36	0.8
电子配件 - 半导体	69.11	1.8
计算机	92.32	2.5
电脑 - 集成系统	20.91	0.6
电脑数据安全	16.50	0.4
电脑服务	45.04	1.2
计算机	9.86	0.3
软件	131.03	3.5
应用软件	74.73	2.0
计算机软件	56.30	1.5
综合经营	542.93	14.5
控股公司 - 多元化	542.93	14.5
专职收购公司	542.93	14.5
能源	8.38	0.2
通讯	144.79	3.9
金融	496.93	13.3

资料来源：彭博

表 4 韩国 2000 万美元以上 IPO 交易经营领域

排序	发行人	主营领域	排序	发行人	主营领域
1	Doosan Robotics Co Ltd	工业自动化 / 机器人行业	22	INICS Corp	汽车 / 卡车零件设备
2	Ecoprogem Co Ltd	电子配件	23	ASTech Co Ltd	化工
3	Fadu Inc	电子配件	24	Stormtec Co Ltd	办公 / 家用电器设备
4	Dansuk Industrial Co Ltd	非危险废物处理	25	Shinhan 11th Special Purpose Acquisition Co	专职收购公司
5	Hanwha Reit Co Ltd	投资公司	26	Book Club Millie Co Ltd	电子商务 / 产品
6	Samsung FN Reit Co Ltd	房地产管理与服务	27	Revu Corp Inc	广告代理
7	GigaVis Co Ltd	工业自动化 / 机器人行业	28	Kumyang Green Power Co Ltd	工程研发服务
8	Philenergy Co Ltd	电子配件	29	Manyo Co Ltd/South Korea	化妆品与卫浴用品
9	LS Materials Ltd	机械电力事业	30	Curocell Co Ltd	生物医学与基因行业
10	Nexteel Co Ltd	钢铁制造	31	Virnect Co Ltd	应用软件
11	APR Corp/Korea	化妆品与卫浴用品	32	Qualitas Semiconductor Co Ltd	电子配件
12	Mirae Asset Dream Special Purpose Acquisition 1 Co	专职收购公司	33	Truen Co Ltd	音像制品
13	Ecoeye Co Ltd	环境咨询与工程	34	Nara Cellar Co Ltd	食品批发
14	ASICLAND Co Ltd	电子配件	35	Hansun Engineering Co Ltd	金属加工与焊接
15	Hyundai Hymys Co Ltd	造船	36	NANOTIM Corp	电子配件
16	Doosun Techwin Co Ltd	电子配件	37	GI Innovation Inc	生物医学工程与基因行业
17	Kyungnam Metal Co Ltd	铝行业	38	YLAB Corp	书籍出版
18	Contec Co Ltd/Korea	电信设备	39	Posbank Co Ltd	电脑集成系统
19	Syndip Co Ltd	化工	40	Inswave Systems Co Ltd	计算机软件
20	Dong in Entech Co Ltd	服装生产	41	Green Resource Co Ltd	多种矿石行业
21	Samsung Special Purpose Acquisition 8 Co	专职收购公司	42	Sawnics Inc	电子配件

资料来源：彭博

图25 韩国股市交易结构

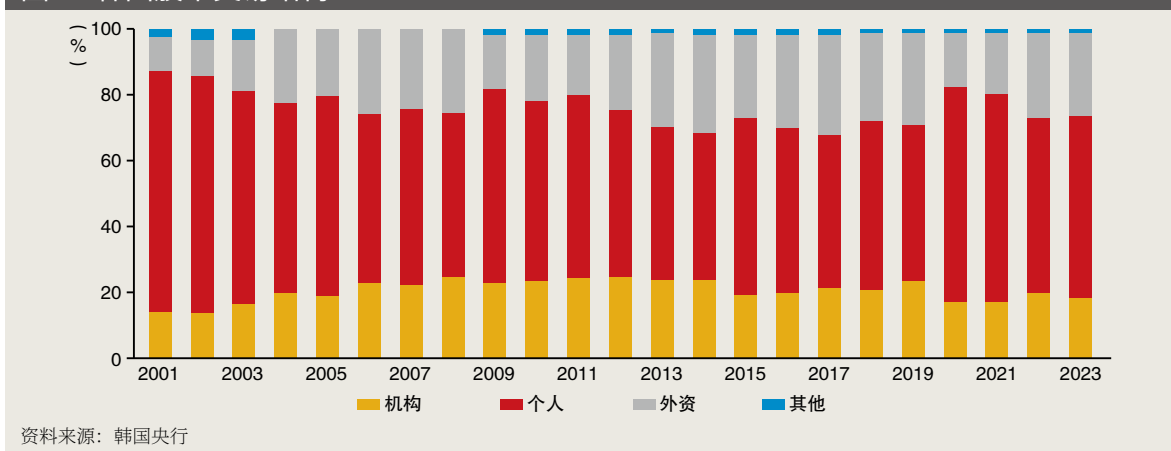
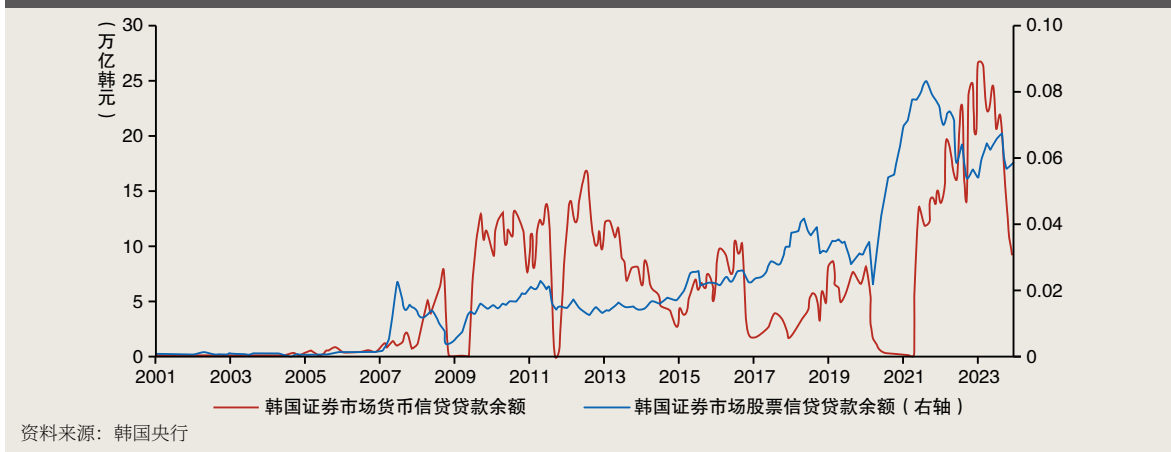


图26 韩国证券市场股票信贷余额



ETF 占比为 14.7%，而全球平均比例仅为 1.16%。2023 年，韩国证券市场信贷月均余额达 18.5 万亿韩元，处于历史第三高位，8 月余额甚至一度冲高超过 20 万亿韩元。韩国散户大举押注新能源车电池、量子计算、超导等主题，带动相关股票价格上行以及 IPO 市场扩张。

另一方面，经历此前暴跌，韩国股市处于估值洼地，海外资金重新流入增持。过去 5 年，外资抛售韩国股票，外资持股比例从 2017 年年末的 34% 降至 2022 年的 28%。2023 年，外资对于韩国股市的预期与交易出现逆转。2022 年年末韩国股市市盈率相较于发达国家股市约有 64% 折价，相较于亚太地区股市约有 40% 折价。2023 年，外资大规模增持韩国股票，由 2022 年净卖出 7.18 万亿韩元反转为净买入 11.29 万亿韩元（见图 27）；韩国证券组合投资净流入 317.2 亿美元，其中，股票投资净流

入 107.1 亿美元，助长韩国股市出现上行趋势。

综合上述案例分析可知，在全球 IPO 萎缩背景下，印度、印尼、韩国等亚洲新兴经济体股权融资延续相对扩张态势，受益于多方面因素。从根本上，新兴经济体 IPO 以本国企业为主体，经济增长与实体需求为 IPO 市场扩张的基石。从结构上，新兴经济体 IPO 反映了其经济转型与产业发展的鲜明趋势，与全球产业链重塑与地缘政治格局演进密切相关。此外，一级市场依赖于良好的二级市场环境，融资与投资良性互动至关重要。

四、展望与启示

随着全球宏观经济形势企稳，投资者对 2024 年全球 IPO 复苏持谨慎乐观态度，但要恢复至疫情前水平仍需时日，未来或呈现以下特征：第一，随

图27 韩国股市外资买卖金额

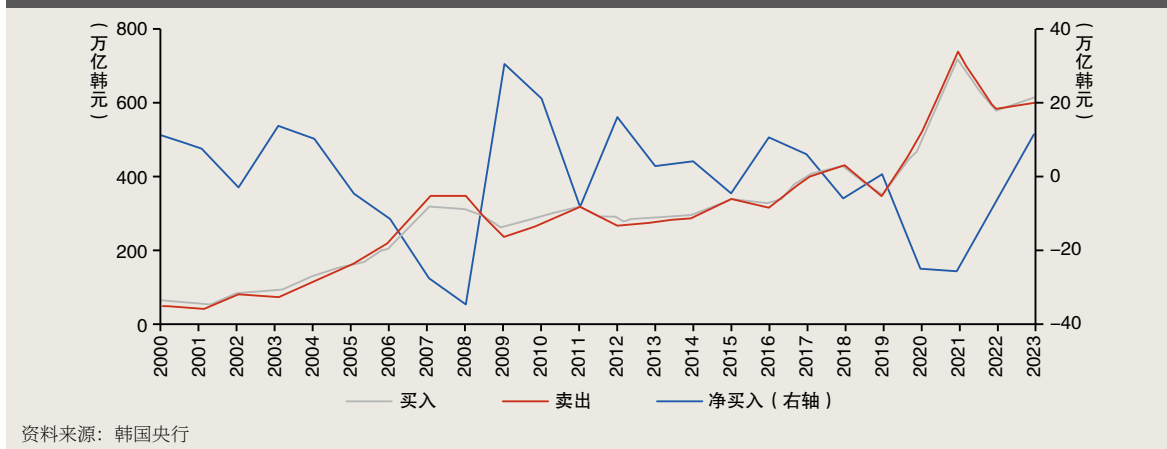
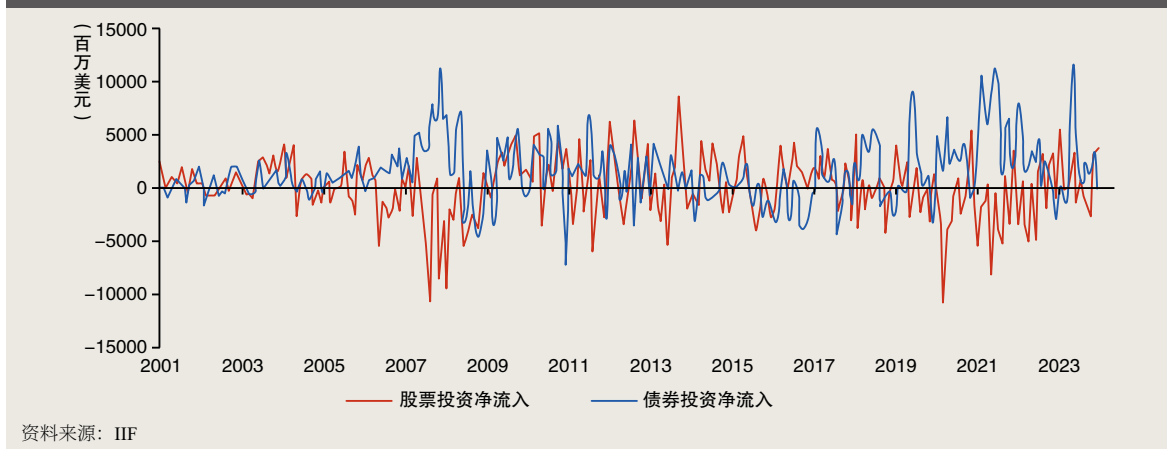


图28 韩国证券组合投资净流入



随着全球宏观经济形势企稳，全球 IPO 市场或迎来新的增长窗口期。2024 年推动全球 IPO 市场复苏的因素包括以下两点：一是在全球范围内有 1200 家单家估值为 10 亿美元或以上、总估值为 3.8 万亿美元独角兽或私营企业，等待上市时机。这些企业无法无限期推迟上市计划，尤其是在后期风险投资减少的情况下。这一因素将强化 2024 年全球 IPO 市场复苏势头。二是考虑到全球利率水平或已达峰值，未来将有更多类型的企业谋求上市，投资者已重新开始寻找增长型企业投资。第二，地缘政治与美国大选的不确定性将进一步影响全球投资者乐观情绪，全球 IPO 市场发展仍面临不确定性，若要恢复至疫情前水平，预计仍需等到 2025 年。

从全球 IPO 周期性变化、结构特征以及国别分析中，本文可以得到以下几个方面的启示与建议。

第一，以服务实体经济为导向，培育独特性产

业优势，强化资本市场吸引力。从理论与长周期来看，影响 IPO 市场发展主要源于内外部双重因素；从外部因素来看，经济形势、行业特征、投资者情绪、政策及制度环境是影响 IPO 的主要因素；从内部因素来看，企业盈利能力、资本结构、技术创新等是影响 IPO 的主要因素；从长周期来看，行业特征对 IPO 的影响日趋重要，外部环境不确定性或推迟企业上市。对于我国而言，在地缘政治冲突、逆全球化背景下，应积极培育具有国际竞争力的优势产业，以服务实体经济为导向，加强技术研发，增加国内资本市场吸引力。同时，我国股票市场对外部环境变动的敏感性较高，应积极引导企业建立健全风险管理机制，根据风险的性质和特点制定有效的应对措施，以提高企业的竞争力和生存能力。

第二，高度关注地缘政治风险，谨慎选择 IPO 上市地。股票市场对外部环境变动具有较高敏感性，

地缘政治风险成为 IPO 上市地的重要影响因素。近年来，中美大国博弈加剧，美国强化中概股监管，许多中资企业境外上市面临新的挑战。建议积极引导企业建立健全风险管理机制，合理选择上市地。科学评估上市地、股权架构、投资者结构及其潜在风险，防范可能的制裁风险。支持中国香港 IPO 市场稳步发展，优化上市备案制度以及与内地互联互通安排，考虑降低港股通投资者准入门槛，适度降低股票交易印花税和股息红利税，提高股市流动性。

第三，严格市场监管，提升上市公司质量，夯实国内资本市场发展基础。上市公司是资本市场长远发展的基石，是国民经济“基本盘”。提高上市公司质量是推动资本市场改革发展的着力点和落脚点。上市公司的高质量发展，对增强回报投资者能力、夯实资本市场基础、稳定宏观经济大盘具有重要意义。对于我国而言，一是企业上市不能以“圈钱”为目的。IPO 不仅仅需要发挥融资功能，还应兼具投资功能才能健康持续进行。二是不断完善 IPO 相关制度规定，强化 IPO 准入关，发行人申请首次公开发行股票应当符合公司法、证券法等法律法规的规定，并依法进行信息披露，从而保证市场的公平性和透明度，推动资本市场高质量发展。三是严格市场监管，对各类违法违规行为保持“零容忍”的高压态势，切实维护市场“三公”，特别是中小投资者的合法权益。

第四，高度关注外资与衍生品交易，警惕股市投机浪潮与系统性冲击。IPO 顺利发行有赖于股票市场融资能力，以及市场广度、深度、活跃度、流动性等重要条件，外国资金以及衍生品交易在其中发挥了重要作用。但是，新兴市场股市体系尚不成熟完善，外资追逐投机收益，短期频繁流入出，将加大资产价格周期性波动，带来较强的风险传染效应。同时，衍生品过度交易，可能沦为散户赌博与外资做空的杠杆工具。对此应加强股市资金、跨境资本流动监测与交易行为监管，依据本国实际适度限制外资参与衍生品交易范围与规模。支持中资金融机构发展，提高股票承销与做市能力，降低对外资机构的过度依赖。注意政策沟通与稳定市场预期，合理安排股权融资节奏。完善股票衍生品监管，特别是场外衍生品业务，规范或指导总体杠杆业务规

模与水平。提升衍生品市场透明度，落实交易报告制度，穿透各子市场，建立包括交易主体、资金流动的风险监测机制。在必要情形下，果断限制或禁止做空等操作，维护股票市场稳定运行。加强投资者教育，引导投资者树立正确的投资理念，提高风险防范意识。

第五，优化政策与机制安排，支持中国香港 IPO 市场稳步发展。中国香港 IPO 市场是其国际金融中心地位的重要支柱之一，也是我国实体经济发展的国际重要融资平台。对此，要多措并举，努力化解特定阶段性障碍，支持中国香港 IPO 市场稳步发展：一是进一步引流 IPO 项目，鼓励内地企业赴港上市，深化与东南亚、“一带一路”共建国家合作，为优质企业上市开通快捷通道；二是推动上市制度改革，提高 IPO 定价与交易时效，优化上市备案制度，针对高科技等新兴企业，适度放宽盈利、禁售期等条件，降低科创板 IPO 门槛与成本，简化转主板上市流程；三是着力活跃二级市场，优化内地与香港互联互通安排，考虑降低港股通投资者准入门槛，适度降低股票交易印花税和股息红利税，提高股市流动性。

参考文献：

- [1] 杜月、姚迁迁. 全球创业投资市场形势分析及展望 [J]. 中国经贸导刊, 2020 (7): 4-7
- [2] 苏莉、付志能. 新形势下中概股的破局之路 [J]. 国际金融, 2022 (3): 60-65
- [3] 詹晓宁、齐凡、吴琦琦. 百年变局背景下国际直接投资趋势与政策展望 [J]. 国际经济评论, 2024 (2): 1-24

(责任编辑: 李楠)