

中國再生能源緊貼國際水平



經濟把脈 林采宜
中國首席經濟學家論壇
研究院副院長

「低碳」、「綠色」是近年來國際經濟發展的熱詞，也是各國能源結構的改革方向，隨著煤炭、油氣等石化燃料的佔比下降，電在工業生產和人們日常生活中的使用日益普及，由於不少媒體把電車說成是「新能源車」，很多人以為電力就是綠色能源。其實未必。

2022年，核電、水電、風電、太陽能及其他生物燃料等低碳能源在全球發電量中的佔比僅為39%，煤炭等火力發電在全球發電量中佔36%，其餘25%左右是石油和天然氣發電。

由於地理條件和其他自然資源的不同，以及經濟發展水平的差異，不同國家的能源結構也各不相同。以電力為例，不同發電模式在不同國家電力生產中的佔比是不一樣的。例如，中國對煤炭的依賴度較高，截至2022年，煤炭發電在中國電力生產中的佔比高達61%；歐美對天然氣的依賴度較高，天然氣在美國電力生產中佔39%。

從發電原料的結構來看，綠色程度最高的是歐洲，由於核電的投入較大，歐洲低碳能源佔比最高，為55%；其次是美國佔40%，中國經過最近十年的努力，2022年低碳原料在發電量中的佔比已經達到35%。從可再生燃料發電量佔比看，中國水電佔比最高，為14.9%，其次為太陽能，佔9.1%。歐洲生物燃料的佔比較高，為14.6%，其次是太陽能，佔11%。

總體而言，中國水電、風電、太陽能和其他可再生能源的比重加起來超過30%，高於美國，達到了全球平均水平（剔除核電）。

從全球的發電量原料佔比變化來看，2010年以來，化石燃料的佔比從67.21%降至60.94%，核電佔比從12.83%降至9.15%。而同期低碳能源的佔比從19.96%上升至29.91%。

從動態趨勢來看，最近二十年，中國的石化燃料發電量快速增長。2002

年，中國石化燃料發電量只有1337太千瓦時（TKWH），到了2022年，石化燃料發電量高達5710太千瓦時，增長4.27倍。而同期歐美國家的石化燃料發電量基本持平，甚至略有下降。2022年，美國的石化燃料發電量2558太千瓦時，歐洲的石化燃料發電量2016太千瓦時，歐美石化燃料的發電量全部加起來，低於中國的絕對值。

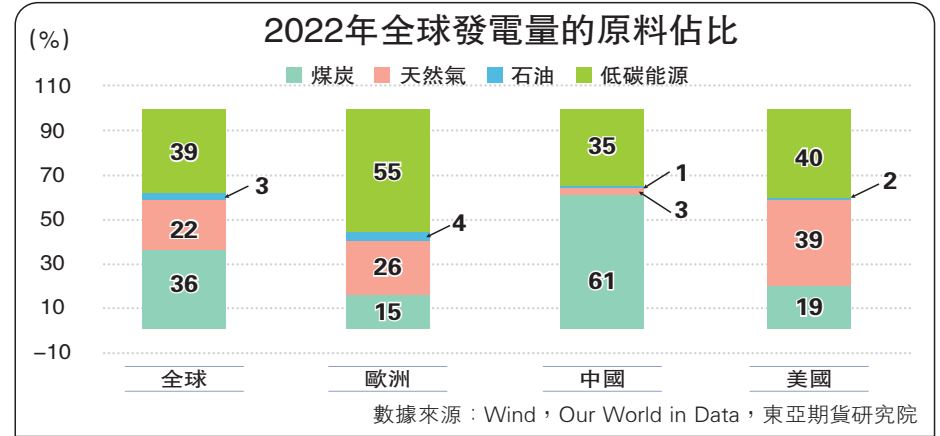
與此同時，中國的低碳發電量也是全球增長最快的國家。2002年，中國低碳能源發電總量只有316太千瓦時，遠低於歐洲的1991太千瓦時和美國的1116太千瓦時，到了2022年，中國的低碳能源發電量達到3128太千瓦時，增長了近十倍，絕對值不僅超過歐洲（2644太千瓦時），同時也超過美國（1739太千瓦時），這跟中國的城鎮化及製造業的高速發展密切相關。

風電及太陽能增速驚人

從總體能源消費結構來看，目前一次電力及其他能源的佔比大約佔17%，比2002年（8%）翻了一倍。同時發電原料中可再生能源佔比從18.78%上升至30.76%（不含核電），化石燃料佔比從2010年的79.44%降至64.6%。雖然綠色能源的佔比在逐步上升，但煤炭仍然在中國的能源結構中佔據半壁江山。

在中國，綠色能源中增長最快的是風力發電，從2012年到2022年，「風電+太陽能」裝機容量從0.6億千瓦（kW）上升到7.6億千瓦，累計增速1160%，風力發電量的佔比從2.08%上升至9.06%；其次是太陽能，最近十年從0.07%上升至4.76%（從2018年開始，「風電+太陽能」的裝機容量超過了水電）。中國光伏和風電安裝量的大幅攀升也從另一個維度印證了這一點。與此同時，水電裝機容量從2.5億千瓦上升到4.1億千瓦，累計增速64%。

水電、風電、太陽能對天氣及大自然的依賴較高，不像用煤發電可以擁有更大的自主性。因此，水電、風電和太陽能等綠色能源在實際生產和生活中的佔比繼續提高仰仗於儲能技術和儲能設備的突破。



美息近頂 投資市場喜訊



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

美國聯儲局本月初議息之後息率不變，將聯邦基金利率維持在5.25厘至5.5厘範圍，符合市場預期。美聯儲主席鮑威爾指出，高通脹可能需要進一步加息。筆者預期，美息經已接近頂，再加有限，美國樓市股市繼續反彈，有利全球投資氣氛。

美聯儲議息聲明稱，三季度經濟活動強勁擴張，就業增長放緩但仍然強勁。通脹居高不下，當局高度關注通脹風險，致力令通脹率回復到2%目標。

金融及信貸狀況收緊可能會打壓經濟活動、招聘及通脹，但影響程度仍不確定。如果出現影響目標實現的風險，當局準備適當調整政策立場。美聯儲將評估進一步緊縮政策的程度，在確定可能適當的額外政策緊縮程度時，將考慮一系列投資因素。同時，將繼續減持國債、機構債及機構抵押貸款支持證券



（MBS）。

鮑威爾表示，去年中以通脹經已有所放緩，但仍遠高於目標。近期經濟數據顯示，美國經濟具有韌性及展現勞動需求，可能令通脹進展面臨風險，或需要進一步加息。目前仍未作出12月的利率決定，會綜合多項經濟數據作出考慮，並逐次會議作出決定。

減息未納聯儲選項

即便美聯儲已連續兩次維持利率不變，但認為暫停後再度加息會很困難的觀點是不正確的。目前亦未有考慮或談論減息，當局關注的是政策是否足夠限制性，應否進一步加息。

鮑威爾指出，由於金融狀況大幅收緊的影響，當局密切關注金融發展，包括長期國債息率的升勢。美元強勢、較低的股市及長債息上升，相關金融環境收緊或會對未來利率環境帶來影響，但很難確定因此需要多加幾次息，或潛在有幾多加息幅度。

目前政策立場是有限制性，但今輪緊縮政策的影響尚未完全顯現，現時只見美聯儲去年加息的影響。在壓抑通脹上，本輪加息周期已取得很大進展，接近周期結束。當局將專注觀察數據，給予更多時間作出分析，以便決定政策立場。

近期投資市場預期美國加息距頂不遠，美國樓市股市有所反彈，樓市更是破頂，股市亦回升，會利好全球投資市場，不宜看得太淡。

▲美國經過本輪的加息周期，似乎達到壓抑通脹的效果。

險房企的經營基本面向好，政策呵護下，未出



2023年以來，中國地產債市場信用風險反覆，而近期萬科企業美元債波動進一步擾動市場。展望未來，對於未出險房企而言，行業基本面逐步改善，信用風險正在逐步出清；對於與債環境的房企而言，緩解其「燃眉之急」更需依靠股東支持，特別是地方政府股東的支持。無論是承接相對低質項目改善企業現金流，還是市場化購入債券提升市場信心，均可抽絲剝繭地切實改善房企信用資質，從而實現債務風險的化解。

內房債務危機逐步化解



經濟把脈 明明
中信證券固定收益
首席研究員

截至2023年11月7日，地產債淨融資規模為-380.59億元（人民幣，下同），與2022年1月-11月（77.39億元）相比淨融資同比轉負，主要因為2023年地產債發行端仍維持較弱態勢，新發規模同比降低10.86%。分屬性看，不同屬性房企淨融資分層，國企淨融資維持良好，1月-11月共計為816.14億元，同比降低27.38%；混合制房企淨融資由正轉負，淨融資規模為-203.95億元；民企淨融資維持流出態勢，缺口同比收縮10.35%，主要是因為市場出清環境下，民企地產債到期規模下降，淨融資缺口由此回暖。

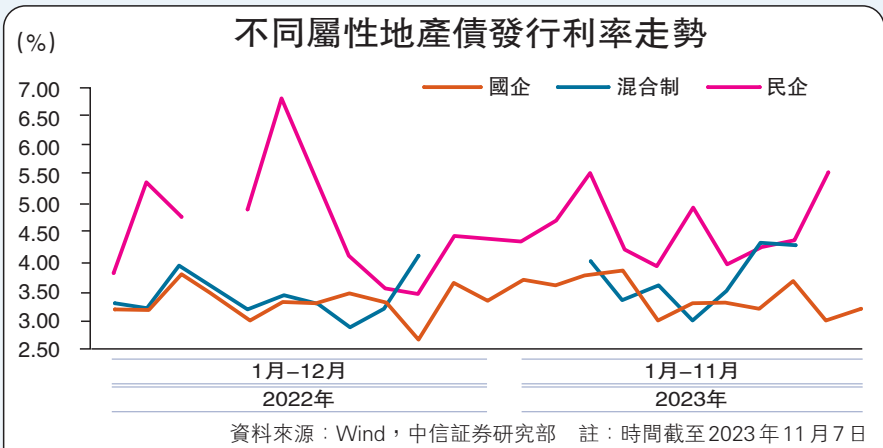
民營房企再融資能力弱化，對增信措施依賴度提高。以新發地產債是否具有擔保條款為區分，2022年第二支箭政策落地後，擔保地產債發行加速，2023年共有576.05億元的擔保地產債為主，其中民企佔比為28.94%，其餘均為國企。國企均呈現擔保地產債佔比提高，無擔保佔比下降趨勢，其中2023年以來，新發民營擔保債規模超過無擔保債，顯示房企淨融資環境有待改善的背景下，民企再融資能力弱化，更依賴擔保等增信措施。

增信助力民企融資

信用風險逐步出清，新增違約主體較少。2023年以來地產債信用風險反覆，1月-10月共有142筆債券違約或展期，規模共計為2026.26億元，同比增長12.16%，8月以來地產債雖有民企與混合制房企的輿情波動，但違約規模與數量邊際下降。分違約類型看，2023年以來違約地產債以展期為主，規模共計為1689.43億元，同比增長16.86%，實質違約的地產債規模共計為336.82億元，同比下降6.63%。

違約地產債以出險房企為主，未出險主體信用風險逐步出清。2023年以來違約地產債以前出險房企為主，首次違約的地產債規模為93.32億元，佔比4.61%。與2021年和2022年風險暴露時期相比，新增違約主體與實質違約規模均得到切實下降，實質信用風險正在逐步出清，短期內雖仍可能有輿情擾動，但地產債市場已進入到「剩者為王」階段。

自2022年房企融資「第二支箭」落地以來，各類地產債增信措施接踵而來，由中債增擔保的地產債及地產債信用風險緩釋憑證（CRMW）的發行數量均迎來邊際增加。時至2023年，地產債增信政策經歷短暫回落后在三季度再次發力，當前民營房企融資對於增信措施仍較為依賴。7月以來地產債市場再起波瀾，民營房企與混合制房企的償債能力被推上風口浪尖，在政策端大力呵護行業基本面的背景下，筆者預計11月、12月地產再



融資政策將再次發力，增信措施的支持力度與範圍均提高與拓寬，未出險房企的信用環境料將得到改善。

2023年房地產行業支持政策層出不窮，從年初的多地因城施策取消限購、延長支持時間、發放補貼、調高貸款額度、降低貸款利率等政策，到7月政治局會議的推進城中村改造與強調「地產市場供需格局變化」，再到9月銷售支持政策的密集出台，政策支持重點由化解房企信用風波轉向促進地產行業基本面的修復。政策呵護下，未出險房企的經營基本面向好維持修復態勢。

現金流改善仍需時

銷售雖邊際修復，但仍未修復至2021年水平。2023年以來，商品房銷售面積及增速雖受益於多地不斷加碼的銷售支持政策環比改善，但仍低於2021年水平。10月一線城市商品房成交面積邊際回落，傳統「金九銀十」過去後，銷售支持政策的成效與行業基本面修復動力的可持續性仍有待觀察。對地產行業而言，冰凍三尺非一日之寒，景氣度的回暖與基本面的修復實難立竿見影；對於短期債務壓力較大的房企而言，在經營難以快速修復的背景下，雖然未出險房企信用風險已逐步出清，但其化債也更需依靠外部支持。

外部增信更多為錦上添花。雖然「第二支箭」政策落地以來，民企融資邊際回暖，但助力房企融資的外部增信措施也需房企自身提供反擔保。對於輿情環境或是債務壓力較大的房企而言，其本身缺乏優質資產項目或使信用資質弱化，再融資渠道受阻，外部增信更多起到錦上添花的作用而非雪中送炭，因此2023年以來不乏受「第二支箭」支持的民營房企在陷入輿情波動後增信融資不暢，最終發生展期。

在此背景下，房企現金流的改善為一個漸進修復的過程，2023年以來，混合制房企與民營房企經營性現金流同比下降，經營造血能力仍有待改善；投資性現金流收縮，主要因為房企開發投資意願下降；籌資性現金流缺口呈淨流出態勢，融資能力進一步弱化。

房企債務風險化解也需依靠股東與政府支持。在行業景氣度難以快速修復、外部增信錦上添花、自身現金流有待改善的背景下，對於債務壓力較大的房企，特別是困於輿情的房

企，其「燃眉之急」更需依靠股東支持，特別是地方政府股東的支持，無論是承接相對低質項目改善企業現金流，還是市場化購入債券提升市場信心，均可抽絲剝繭地切實改善房企信用資質，從而實現債務風險的化解。

投資情緒呈現修復

屬性利差分層，地方國有房企性價比已顯。剔除違約與展期債券後，以3年期地產債利差中位數代表各類屬性房企利差走勢情況。2023年以來，不同屬性房企利差均呈下行態勢，但各自走勢不一：年初中央國有房企與地方國有房企先後收窄，混合制房企與民營房企則相對保持穩定；2月後各屬性房企利差下行至最低；3月-6月央企利差上行，地方國有房企利差在政策落地與債市回調的背景下上行，混合制房企受輿情影響利差出現波動。在債券市場調整的背景下，央國有房企利差已行至2022年以來的較高水平，行業基本面向修復的背景下信用風險向國企發酵的可能性較低，地方國有房企利差較高，具備一定性價比。

長端地產美元債性價比較高，可博弈股東支持背景下混合制房企利差修復機會。以中債估值曲線最高等級的AAA與BBB+分別代表境內地產債與美元債收益率走勢，7月以來受美債利率調整影響，地產美元債收益率呈上行態勢，其中1年期、3年期地產美元債收益率接近，與同期境內債相比雖然收益率略高，但考慮到匯率波動風險，性價比優勢並不突出；5年期地產美元債性價比更高。對於風險偏好的機構而言，在股東支持的背景下，前期收益率快速調整的混合制房企美元債估值有望迎來快速修復，短期可博奕利差下行機會，而長期則仍需警惕匯率波動的風險。

在信用風險逐步出清，違約難以向國有房企傳遞的背景下，對於配置盤，無論是境內債抑或是美元債，經歷9月、10月的調整後，各自收益率均已達到相對高位，性價比已有所凸顯；對於交易盤而言，本次萬科股東支持混合制房企可提振地產債市場信心，前期快速調整的估值也有望迎來修復，同時剩餘期限在一年以內的、未出險的民企地產債，在市場情緒修復後可能也有相較過往更顯著的參與機會。