

## 中國股匯市場拐點逐漸到來



世經明察 張明

中國社會科學院  
金融研究所副所長

筆者與一些境內外投資者進行交流時，發現目前機構投資者重點關注以下三個問題：一是中國經濟基本面是否真正出現了觸底反彈的趨勢？二是中國房地產市場上民營開發商的融資困境是否真正得到了緩解？三是中美雙邊關係是否真正出現了邊際改善？應該說，這三個問題中的第一個，在8、9月份的高頻宏觀金融數據出表，尤其是中國政府宣布增發1萬億人民幣國債之後，基本上形成了共識。而第二個問題與第三個問題，最近也出現了一系列積極跡象。

從高頻宏觀金融數據來看，短期內的周期底部大致在今年7月。7月份，社會消費品零售總額同比增速僅為2.5%，達到年內低點；固定資產投資累計同比增速由年初的5.5%下降至3.4%，其中製造業、房地產與基建投資的累計同比增速分別為5.7%（年內低點）、-7.1%與6.8%；以美元計價的出口與進口同比增速分別為-14.5%（年內低點）與-12.4%；CPI與PPI同比增速分別為-0.3%（年內低點）與-4.4%；M1與M2同比增速分別為2.3%與10.7%；新增社會融資總額與新增人民幣貸款分別為5357億元（人民幣，下同）與364億元。值得注意的是，364億的新增月度人民幣貸款是自2006年11月以來的長期內新低。

在8、9月，前述大多數高頻宏觀金融指標都出現了不同程度的反彈。截至2023年10月下旬之前，2023年中國財政政策的真實擴張力度明顯弱於2022年，而貨幣政策真實擴張力度與2022年大致持平。在2022年，中國政府推出了7400億元的政策性開發性金融工具、地方專項債的真實發行規模超過5萬億，此外還有2.3萬億元的增值稅留底退稅。相比之下，雖然2023年的財政赤字佔GDP規模由2022年的2.8%提高至3%，但地方專項債發行額度由2022年的3.65萬億提高至3.8萬億元，與2022年的擴張力度相比，2023年的真實財政政策擴張力度明顯下降。

這一情況在2023年10月下旬終於發生了重要改變。10月24日，全國人大常委會批准了國務院增發國債和2023年中央預算調整方案的決議，明確中央財政將在今年四季度增發2023年國債1萬億元。這筆資金5000億在今年使用，5000億結轉明年使用。用途主要圍繞災後恢復重建和提升防災減災救災能力。



這筆國債的發行，使得2023年財政赤字佔GDP比率事實上提升至3.8%，超過了2020年的3.6%。更重要的是，這筆國債的發行，提升了市場對2024年中國政府擴張性財政政策的想像空間。此外，今年還提前下達了2.7萬億的地方專項債額度，相當於今年地方專項債額度的70%。

### 民營開發商集體違約顯著下降

綜上所述，一方面，高頻宏觀金融數據基本上在今年7月見底，8、9月有所反彈；另一方面，更具擴張性的財政政策也使得市場對今年年底與明年的基礎設施投資增速更為樂觀。經濟基本面的觸底反彈開始得到越來越多的共識。

2022年是中國房地產市場最低迷的一年。無論是房地產新開工面積、竣工面積、出售面積的同比增速，還是民營開發商各種形式的融資來源，都陷入了持續負增長。2023年10月30日、31日，首次中央金融工作會議召開。本次會議指出，要「一視同仁滿足不同所有制房地產企業合理融資需求」。

11月6日，深圳國資委表示，萬科長期堅持穩健的經營策略和財務政策，具備足夠的安全性，並未出現傳言所說的財務風險、管理風險；如有需要或遭遇極端情況，深圳市國資委可通過一切可能的市場化、法治化手段幫助萬科積極應對。

11月7日，人民銀行、金融監管總局、證監會與住建部聯合召集數家房企座談，了解行業資金狀況和企業融資需求。參加會議的房企包括萬科、保利、華潤、中海、龍湖和金地等。

11月8日，央行行長潘功勝在金融街論壇上指出，中國人民銀行將積極配合行業主管部門和地方政府，做好金融支持房地產市場平穩健康發展工作，弱化房地產市場風險水準，防範房地產市場風險外溢。引導金融機構保持房地產信貸、債券等重點融資管道穩定，一視同仁滿足不同所有制房地產企業合理融資需求。

筆者認為，國務院已經高度重視房地產市場上民營開發商面臨的流動性困境，並且已經開始切實採取措施來緩解優質頭部民營開發商的流動性問題。民營開發商集體違約甚至破產倒閉的可能性已經顯著下降。

自2018年3月中美貿易戰爆發以來，中美博弈表現出長期化、持續化、擴展化的趨勢。然而，大國關係是錯綜複雜、動態變化的。今年6月美國國務卿布林肯訪華，今年10月加州州長紐森訪華並得到國家領導人的接見。又如，今年11月，國務院副總理何立峰應邀訪美，並在訪美期間與美國財長耶倫進行數次會談。換言之，近期內，中美雙邊關係出現了明顯改善的信號。

隨着中國經濟基本面的觸底回升、中國房地產市場上頭部優質民營開發商的流動性困境得以緩解，以及中美雙邊關係出現明顯邊際改善，國內外投資者的觀點與情緒有望出現反轉。這就意味着，國內股票市場與外匯市場的拐點正在逐漸到來。

◀中國經濟基本面呈現觸底回升態勢，股票與外匯市場亦迎來拐點。

## 拆解居屋延長擔保期迷思



樓按明曉 張穎穎

經絡按揭轉介營運總監

為30-2=28年。

### [925按揭]延長 首期開支降

根據立法會的資料顯示，現時超過9成居屋樓齡超過20年，當中更有逾四成的居屋樓齡更超過30年。樓齡超過30年的居屋已出現時房委會的擔保期，意味着有意購入這些二手居屋的買家無法承造「925按揭」（9成按揭，還款年期25年），銀行審批按揭時，將會下調按揭成數及還款年期，首期開支增加之餘，亦需要通過壓力測試。

施政報告宣布延長居屋二手市場的按揭擔保期，即由「30-樓齡=剩餘擔保期」改為「50-樓齡=剩餘擔保期」，因此剩餘擔保期將進一步放寬。放寬後物業將可繼續承造「925按揭」，首期開支下降，更毋須壓力測試，措施預計於2024年上半年實行。此舉將協助更多合資格的買家入市，並緩解他們上車的壓力。延長資助房屋的擔保期將令合資格買家的選擇更趨多元化及更符合個人的需求，不再局限於樓齡較新的資助房屋。同時，亦更有效地釋放二手居屋市場的購買力，促進資助房屋的流轉。

施政報告推出多項樓按「減辣」措施，提振樓市！當中居屋二手市場的按揭擔保期將由最長30年放寬至50年，該項措施宣布後旋即惹來網民熱議，然而從某些討論區發現，有網友對此有所誤解，以為現時買二手居屋可以供50年。是次藉本欄為大家解說拆解二手居屋的按揭擔保期。

「按揭擔保期」是特區政府為資助房屋買家提供，一般公屋有25年擔保期，居屋則有30年擔保期。假若在擔保期內貸款人斷供，特區政府將履行還款責任還款予銀行。對銀行而言，批出按揭貸款的風險相對較低。

所購買的資助房屋由出售日期起，擔保期會逐年遞減，即「擔保期-樓齡=剩餘擔保期」。因此購買一手資助房屋便可享受擔保期，而購買愈高樓齡的二手資助房屋，擔保期亦會愈短。試舉一例，粉嶺山麗苑入伙日期為2021年11月，即現時樓齡為2年，剩餘擔保期

期長，回報率可能不高，更要防範「綠天鵝」風險。



雖然氣候行動愈發緊迫，但應對氣候變化不能過於「理想化」，綠色低碳發展同樣應遵循長期主義，綠色金融發展絕非短期政策或收益驅動。宏觀層面，綠色低碳對傳統經濟增長以及貿易、投資和市場將帶來持久而深遠的影響；微觀層面，早期的綠色低碳發展多以高碳行業轉型為主，新興的綠色低碳發展則要求具備更高效能的投融資服務，這就要求構建新綠色投資框架，將重塑金融機構的資產負債表，顛覆傳統的資產定價體系。

# 綠色金融推進「雙碳」目標(上)



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室  
特聘研究員

研究估算，2021-2060年中國綠色投資平均缺口的區間值在2.5-3.5萬億元（人民幣，下同）左右。面對大規模的綠色低碳轉型，需要考慮兩個現實議題：其一，不同國家和地區在經濟增長模式上存在巨大差異，具體產業類型、能源結構、對外依存度等，全球應對氣候變化行動的一致性與區域差異的不一致性存在衝突。世界銀行統計，1980年高收入和中等收入國家的化石燃料佔能總量的比重分別為94.43%、44.2%，到2015年的比重分別為79.08%、88.96%。全球綠色低碳轉型以及投資需要考慮宏觀經濟增長範式的異質性，這將涉及到綠色低碳投資的國際責任分配和金融資源配置。

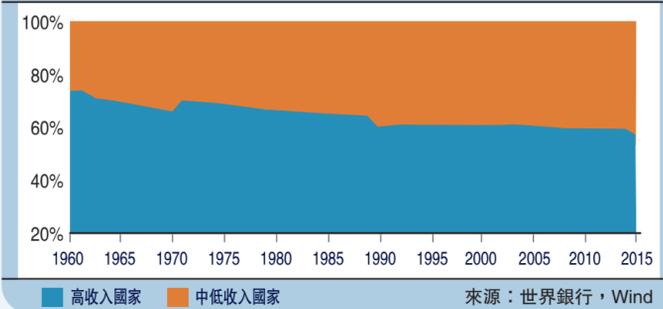
其二，綠色轉型涉及到的領域比較廣，幾乎是工業時代生產生活方式的顛覆，涉及到能源、交通、化工、建築等諸多門類，從高能耗、高污染到低能耗、清潔生產的轉型不大可能一蹴而就，約束條件包括政策、資金、技術以及市場等，高能耗產業以及高碳企業將遭遇「陣痛期」，特別是中小企業的綠色低碳轉型面臨的壓力更大，因而更加需要比較友好、寬鬆的投融資環境，圍繞中小企業綠色低碳發展、中小金融機構綠色轉型亟待政策呵護，從而實現「雙碳」戰略的正向循環。

### 一、綠色投資的長期主義與短期效應

國際經驗來看，德國、法國在發展促進綠色低碳發展擁有一些可取的經驗。德國政府與德國復興信貸銀行（KfW）合作，提供其貼息補貼，再向商業銀行提供長期低息資金，用於支持綠色低碳項目。據統計，2012-2016年該行支持能源轉型的資金規模超過1000億歐元。法國圍繞綠色產業進行立法，提供制度規範。2023年10月，法國通過「綠色產業法案」便提出「通過動員公共和私人資金為綠色產業融資」的優先事項，一是「綠色產業投資」稅收抵免，將給電池、風能、熱泵、光伏4個產業的投資提供相當於總投資額20%至45%的稅務抵免，二是支持現有產業脫碳，發放23億歐元的特定「綠色產業」貸款來支持企業轉型，該援助包括貸款擔保、針對各種規模企業的5至1000萬歐元「綠色」貸款，以及針對中小企業和中型企業的脫碳補貼。國際經驗表明，發展綠色低碳久久為功，「政策激勵+市場協同」更有助於拓寬綠色投資渠道。

從中國地方實踐來看，因地制宜開展綠色低碳投融資服務創新具有探索價值。長三角地區積極探索一體化推進綠色投融資體制機制改革，政府及金融管理部門陸續發布《金融助力長三角地區達成「雙碳」目標合作備忘錄》、《長三角生態綠色一體化發展示範區綠色金融發展實施方案》等，共同探索構建綠色金融體系，推進長三角區域綠色金融改革創新，打

### 高收入和中低收入國家，化石燃料佔能總量比重



造長三角綠色金融樣本。

重慶市、廣東省深圳市近期推出綠色金融的具體舉措。2023年1月，重慶市政府發布《關於印發重慶市建設綠色金融改革創新試驗區實施細則的通知》提出，引導社會資本以政府和社會資本合作（PPP）形式或股權合作形式參與綠色投資，支持符合條件的綠色產業企業上市融資。同年10月，深圳市金融管理部門印發《深圳市綠色投資評估指引》強調要加強綠色投資前評估，包括環境影響、環境風險及環境效益，以及環境風險管控能力評估，並要求做好投資後管理。

近年來比較流行的「PPP+EOD」模式在服務支持綠色低碳方面，具備比較大的潛力，主要有兩方面的特徵：一是多項目集群管理，至少生態環境治理項目（「依託項目」）和關聯產業兩大類型；二是收益關聯，包括區域收益（通過生態環境項目帶來的關聯收益）和項目收益（生態價值）。

但是，從現實觀察來看，公共部門、市場和機構參與綠色低碳仍面臨不少難題，例如新能源領域的「投資熱」、新型基礎設施建設的盲目投資等，不但有違綠色低碳轉型的初衷，而且造成資源錯配和資金浪費。客觀上，綠色低碳行業雖有增長潛力，但前期投入往往周期長、回報率可能並不高，而且存在「洗綠」「漂綠」等潛在風險，需要從法律法規監督、市場糾紛和機構評估進行綜合治理，防範「綠天鵝」風險。

### 二、綠色金融的多維度實踐與探索

一是全球主權投資深度介入綠色低碳轉型。全球主要主權投資機構加快探索綠色低碳轉型，加大力度為綠色低碳行業提供長期投資。國際可再生能源機構（IRENA）調研報告顯示，截至2022年6月，全球主權財富基金中，26%以基金方式、8%以直接方式參與了可再生能源投資，佔比顯著高於全球機構投資者整體的20%、1%，成為目前機構投資者參與可再生能源投資的主力軍。2015年起NZSF每年編製碳足跡（Carbon Footprint）報告，2017年起針對股票複製型組合，NZSF首先通過定制碳減排策略基準指數，剔除多達427隻個股，使能源、公用事業、原材料等高碳行業在組合中的佔比大幅下降。2021年11月，中投公司（CIC）制定發布《可持續投資政策》，提出「投資全流程嵌入ESG考量」——從投資項目評估選擇、盡職調查、投資決策

到投後管理、項目退出，全面納入ESG分析與評價；2022年6月，淡馬錫控股宣布將撥款50億新加坡元成立綠色投資公司，專門推動節能減排企業的發展；2023年5月，PIF參與寶鋼股份與沙特阿拉伯國家石油公司共同在沙特阿拉伯建設全球首家綠色低碳全流程厚板工廠，合作成立合資公司，其中寶鋼股份持股50%，沙特阿美和PIF分別持股25%。

二是國際多邊機構倡導推進綠色低碳實踐。以世界銀行（WB）、亞洲開發銀行（ADB）、亞洲基礎設施投資銀行（AIIB）、金磚新開發銀行（NDB）為代表的國際多邊機構紛紛制定綠色低碳發展中長期計劃，通過聯合股權投資、項目貸款和綠色低碳基金等形式提供多元化的綠色投融資服務，支持中國「雙碳」發展。2021年6月，WB批准給中國提供2億美元貸款，用於支持建立一個綠色低碳投資基金，為綠色股權資本提供公共種子資金，實施最佳實踐綠色投資標準，從而幫助中國新興綠色私募股權市場建立一個基準；同年12月，財政部與AIIB正式簽署遼寧綠色智慧交通示範項目貸款協定，該項目貸款金額1.3億歐元，貸款期限25年（含5年寬限期），支持該地區綠色智慧交通服務示範建設。

2023年4月，NDB首次發行以美元計價的綠色債券（規模為12.5億美元的3年期綠色債券）所募集的資金將為符合條件的綠色項目提供融資或再融資支持；同年5月，NDB理事會批准第二個五年戰略（2022年-2026年），將為成員國提供300億美元資金支持，其中有40%的資金將被用於減緩氣候變化的進程。同年10月，ADB批准一筆3億美元等值的貸款，以支持山西省長治市加快包容性綠色轉型，其中政府、受益方及其他來源將提供折合3.65億美元的配套資金。

三是商業銀行綠色金融發展與治理進程加快。過去三年，中國金融管理部門陸續完善綠色金融標準、信息披露機制，引導商業銀行加大支持綠色金融。目前，中國的商業銀行已經初步搭建較為完善的綠色金融框架，涵蓋綠色金融公司治理、綠色金融政策、綠色金融產品以及風險管理等具體內容。反映在中國六大國有銀行綠色信貸餘額增速均超過30%，綠色信貸佔比均超過10%，工商銀行、農業銀行、建設銀行綠色信貸佔比均超過13%。

（持續）  
（本文謹代表個人觀點）