



▲金融是國民經濟的血脈，是國家核心競爭力的重要組成部分，在科技創新產業化中起着至關重要的作用。

## 經濟觀察家

二十屆三中全會提出要「構建同科技創新相適應的科技金融體制」。這也是推動高質量發展的必然要求和重要着力點，將對中國經濟社會發展產生深遠影響。而股權投資基金，是創新經濟時代金融服務的革新模式，在原創性、顛覆性創新突破中發揮着突出作用。

科技創新產業化是發展新質生產力的核心要義。而金融是國民經濟的血脈，是國家核心競爭力的重要組成部分，在科技創新產業化中起着至關重要的作用。縱觀全球金融發展史、產業發展史，商業銀行、投資銀行、衍生品工具、創業投資等不斷革新的金融服務模式，為數次科技革命和產業變革提供了重要支撐。

# 以金融助力科技創新

青年論壇  
陳文輝

當前，新一輪科技革命和產業變革加速演進，正重構全球創新版圖，影響大國競爭格局。發展科技金融，既是加快建設金融強國的重要內容，更是全面推進中國式現代化、實現民族復興偉業的重大戰略舉措。在此背景下，去年召開的中央金融工作會議提出要「做好科技金融這篇大文章」；今年召開的三中全會再次明確提出要「構建同科技創新相適應的科技金融體制」。

## 大力發展股權投資基金

金融是市場經濟體制下的支持工具，在服務經濟社會發展過程中，必須尊重市場經濟規律，做到自身的可持續發展。金融只有解決好自身的可持續發展問題，才能服務好經濟社會的可持續發展；否則，只會給經濟社會帶來問題，不僅不能支持新質生產力的發展，還會帶來風險，影響經濟社會的發展大局。

科技金融可持續發展的內涵，既包括服務經濟社會發展的功能性，也包括市場經濟體制下的盈利性，而兩者之間是並行不悖、有機統一的。中央政府提出「金融具有功能性和盈利性雙重屬性，盈利要服從功能發揮」。金融業首先要發揮其功能，這是金融業的立身之本，也是核心競爭力。一家機構、一個行業，只有自身的功能得到充分發揮，並得到經濟社會的承認和需要，才能創造經濟價值，並因此分享收益，從而實現自身的可持續發展。

對自身的角色和作用有清晰的認識，是有效發揮功能性的基礎。過去一段時間，部分金融機構就出現「種了別人的田，荒了自己的地」的情況，其結果是功能沒有得到發揮，盈利也沒有得到實現，風險還不斷積聚，教訓十分慘痛。

當然，金融機構作為市場經濟下的商業主體，追求利潤是正當行為，無可厚非，並且還應當得到鼓勵。但這一定要建立在其發揮功能的基礎上，如：保險業一定要發揮其經濟減震器和社會穩定器的功能，並根據這一要求設計產品、提供服務。此外，在可持續科技金融體制的構建中，還應該健全金融機構公司治理，為可持續發展提供充分保障；加大金融機構數字化轉型力度，為可持續發展提供有力支撐。

二十屆三中全會作出指示，要求加強對科技型中小企業的金融支持，完善長期資本投早、投小、投長期、投硬科技的支持政策。科技初創企業是原創性、顛覆性創新的主力軍，具有很強的原始創新動力，能極大提升中國的產業核心競爭力。然而，這類投資具有很大的風險，特別是在科技革命的前沿領域、科技創新的早期階段，失敗率會很高，甚至出現血本無歸的情況。此外，科技初創企業還具

有無形資產佔比高、信息不對稱性強、現金流較長期為負等特點，因而很難與傳統金融直接匹配。

中央政府提出要「鼓勵創新、允許試錯、寬容失敗」，進一步明確了科技金融的工作要求。然而，失敗對於每一個機構、每一個人來說都是痛苦的，更會對市場化主體的可持續發展造成衝擊。所以，只有在體制、機制上做出調整和安排，才能保證投資者有信心、有能力加強對科技初創企業的金融支持。

股權投資基金作為金融工具，通過投資組合分散風險，可以為科技創新與產業轉化提供制度保證。在股權投資基金模式下，即使部分科創項目失敗，最終基金綜合績效仍然會較佳，這有效規避了創新失敗對投資者的衝擊，在制度上保證了大量長期資本源源不斷投向科技初創企業。

此外，就服務科創企業的能力來看，一方面，股權投資基金作為專門化的科創投資機構，匯聚了專業的產業技術人才，搭建了創新要素的信息網絡，為創業者提供了全方位的生活保障，並為失敗的創業者提供了投資組合中的其他工作機會；另一方面，股權投資基金通過精細化分工，形成了天使投資、風險投資、成長投資、併購投資等細分模式，從而精準賦能科創企業成長的各階段，有效實現「接力式」科技金融服務。

上述都為創新試錯提供了制度上的支持與保障。股權投資基金對科創的支持效果，已被中國互聯網、生物醫藥、新能源等行業的成功經驗所證實，更為發達國家的成就所證明，比如美國矽谷的興起便是一項力證。

## 拓寬併購重組退出渠道

股權投資基金功能的有效發揮，離不開圍繞「募投管退」全鏈條的優化支持。在募投端，要加大耐心資本的培育供給；在投資端，要加強基金與優質項目的對接，並確保長期投資；在管理端，要健全管理體制和盡職豁免機制；在退出端，要充分優化資本市場功能，不斷拓寬併購重組退出渠道。只有不斷完善股權投資基金制度，才能實現「募投管退」全鏈條閉環高效運行。

長期資本是科技創新產業化的關鍵助推器。資本若是缺乏耐心，便會打擊企業進行原創性、顛覆性創新的能動性。中央政府強調，要重點解決中國金融體系「耐心資本」不足的問題。當前，養老金和長期壽險，是中國積累長期資本的最主要途徑。大力發展養老金和長期壽險，不僅能進一步完善中國的社會保障體系，更能夠為長期資本供給提供制度性保障。國外實踐中的捐贈基金、慈善基金等其他途徑，短期內較難在中國形成規模。

考慮到在中國金融體系中，資金主要集中在銀行業，而傳統銀行業務很難直接支持科技初創企業，因此銀行業要加大力度創新金融工具，在保

證核心業務穩健運營的前提下，將資產中的一部分資金轉化為長期資本。監管部門要採取更加鼓勵與包容的態度，平衡好創新與風險的關係，給予市場更充分的時間進行驗證。

「募投管退」全鏈條閉環高效運行的關鍵，還在於退出渠道的通暢。通暢的退出渠道，是募資過程順暢的基礎，是提高資金耐心程度的保證，更能推動投資向原創性、顛覆性創新領域傾斜。

當前在中國，IPO退出的進一步承載空間有限，而併購市場、S基金是重點發展對象。在歐美股權投資基金的實踐中，併購是最主要的退出渠道。數據顯示，按照資金規模進行度量，2023年全球股權投資基金的退出中，86%是通過併購市場、S基金實現，只有12%是通過IPO實現。此外，中國經濟發展到當下，各行各業都提出了資產整合優化的要求，因此併購市場也具備了良好的發展前景。

下一步，要繼續加快構建多元化、多層次的股權投資退出市場。一方面，要進一步優化資本市場功能，特別是深化註冊制改革；另一方面，要不斷拓寬併購重組退出渠道，培育併購基金、創業投資二級市場基金等。

股權投資基金在科創企業成長的早期，特別是在原創性、顛覆性創新領域的探索活動中，始終處於主導地位。二十屆三中全會提出「加快形成同新質生產力更相適應的生產關係。鼓勵和規範發展天使投資、風險投資、私募股權投資」，這充分說明了股權投資基金在科技金融體系的全周期核心地位。

科技型中小企業發展到一定規模，有了一定的現金流、固定資產甚至利潤後，其他的科技金融工具就可以及時跟進，如：貸款、債券、保險、上市等。保險要發揮好風險管理的能力，承接、對沖、分散、轉移科技創新中的風險，形成重大技術攻關的風險分散機制，開發更多適應科創風險的保險產品，如知識產權保險、重大技術裝備首台套保險、新材料首批次保險等。科創債券、貸款要配合好股權投資基金，在科創企業發展成熟到一定階段後，大力推動企業進一步蓬勃壯大；同時，要大力支持科創產業鏈的龍頭企業，以龍頭企業為中介，間接為產業鏈上中小企業提供金融支持。科創版、創業板、北交所等新金融基礎設施，也要配合做好科創企業的融資服務。

因此，構建可持續科技金融體制的核心含義在於，以股權投資基金為核心，形成「股貸債保」聯動的金融服務體系，高效結合新金融基礎設施，從而對科創企業進行全方位、全周期賦能，有效推動「科技—產業—金融」的良性循環。

（作者為中國金融四十人論壇學術顧問）

## 外資增持中國資產 人民幣勢走強

實話世經  
程實

「世易時移，變法宜矣」。隨着全球利率環境和人民幣匯率運行基準條件的變化，中國宏觀政策「持續用力、更加給力」正在迎來新契機。筆者使用「隨機森林模型」分析了外匯儲備、中美國債收益率和進出口等經濟金融變數對美元兌人民幣匯率的影響，發現外匯儲備的增加通常伴隨着人民幣的升值，而中美國債收益率通過跨境資本流動對匯率變化具有重要影響。不僅如此，不同的物價形勢會導致這些變數與人民幣匯率之間的關係發生變化，為理解匯率與市場行為的互動提供了新的視角。

首先，在使用模型進行預測時，筆者發現外匯儲備的變化往往與人民幣升值呈正相關。具體而言，當中國的外匯儲備增加時，通常預示着人民幣相對於美元的升值。這是因為外匯儲備的增加意味着國家能夠更有效地干預外匯市場，穩定本幣的價值。同時，外匯儲備的積累通常反映了國際貿易順差的擴大，資金流入推動人民幣需求上升，進而促使人民幣走強。

國債收益率在預測模型中也發揮了關鍵作用。中美國債收益率反映了兩國經濟體之間的利率差異，這一差異通過資金流動影響匯率。當中國國債收益率升高時，資金可能流向中國以獲取更高的收益，從而推動人民幣升值。反之，當美國國債收益率上升時，美元資產的吸引力增強，資金外流使人民幣面臨貶值壓力。因此，國債收益率差異不僅是投資者行為的反映，也是匯率波動的重要預測指標。

其次，關於物價水準變化對匯率傳導機制的影響，筆者發現CPI（消費者物價指數）和PPI（生產者物價指數）的上升通常與人民幣的貶值相對應。1）外匯儲備在各種物價變化情境下都對匯率產生了顯著影響。特別是在PPI下行時，外匯儲備增加與人民幣升值之間的正相關關係最為強烈。2）美國國債收益率僅在PPI上行時對匯率有顯著影響，表現為較高的美國國債收益率導致人民幣貶值。這可能是因為較高的美國國債收益率吸引資本流向美國市場，增加了對美元資產的需求，進而導致資本從中國流出，使人民幣面臨貶值壓力。

3）中國國債收益率在所有情境下均顯著影響人民幣匯率，當中國國債收

益率上升時，人民幣相對升值。這一結果表明，中國國債收益率的變化對人民幣匯率具有持續且穩定的影響，說明國債收益率作為資本回報的重要指標，對匯率的影響是長期而穩固的。

物價水準的變化趨勢在進出口與人民幣匯率的關係中也起到了重要作用。一方面，在CPI和PPI雙雙上行的情況下，進口增加對人民幣幣值具有顯著的正面影響，而在其他情境下，進口的影響相對有限。另一方面，出口增加對人民幣幣值的支撐在CPI上升而PPI下降的情況下尤為明顯。由於生產成本降低，出口商品的國際競爭力增強，促進出口增長並帶來更多外匯收入。同時，國內需求旺盛使部分產能轉向內需，減少了出口供給，從而推高出口價格，進一步支撐人民幣升值。市場預期人民幣升值會加速外匯匯匯，或促使資本回流中國，進一步推動人民幣升值。在內外需結構再平衡的背景下，出口增加對人民幣升值的正向作用尤為顯著。

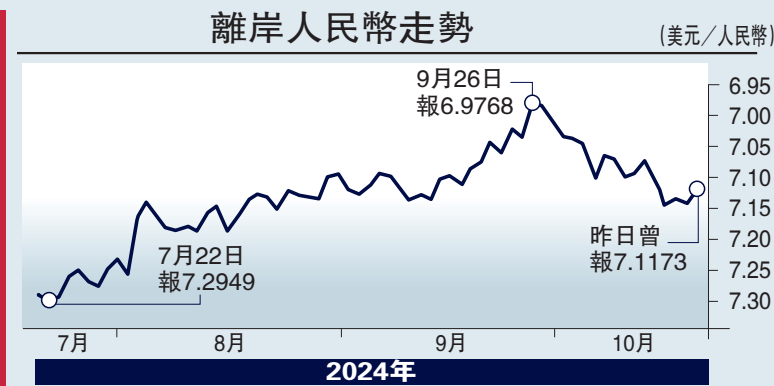
## 兌美元料升至6.8

我們還進一步探討了人民幣匯率與結匯量之間的因果關係。結果顯示，結匯量並未直接引起人民幣匯率的變化，反而是人民幣匯率的波動對結匯量產生了顯著影響，發現兩者存在單向因果關係，而非相互作用。這一單向因果關係表明，人民幣匯率的變化是推動結匯行為的關鍵因素，而結匯量更多是匯率波動的結果，而非其原因。

最後，我們利用「隨機森林模型」進行了1000次預測類比，結果顯示未來十二個月人民幣匯率的中樞區間較為明確，預計將在6.8至6.9之間波動，人民幣已然步入溫和升值的通道。人民幣溫和升值將開闢政策加力的廣闊空間。得益於低物價抑制效應的釋放、美聯儲降息的落實及中國逆周期政策的強化等內外部因素，人民幣已踏入溫和升值通道，為提振信心和預期提供了助力，也為「宏觀政策要持續用力、更加給力」創造了有利條件。

在降息周期中，隨着中美利差逐步縮小，全球投資者或將從高估值市場轉向低估值市場，地緣政治的變化及中國高品質發展的持續推進，將進一步提升中國資產的吸引力，全球資金有望增加對中國市場的配置，進一步支撐人民幣匯率。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）



## 人才新政推升住宅租賃需求

主樓布陣  
布少明

新一份施政報告最受市場關注的，自然是涉及金融及樓市相關的政策。當中，投資住宅物業按揭成數上限由原先六成升至七成；至於「供款與入息比率」上限劃一為五成；同時亦取消按揭申請人如有其他按揭物業作出借貸或擔保，需調低所適用的按揭成數上限及「供款與入息比率」上限10個百分點的要求。

個人認為，此舉絕對有助於刺激投資者買樓收租，以及租客「租轉買」的步伐，尤其是，現時樓價已較高峰期大幅回調約兩成多，配合一系列利好政策：減息周期啟動；租金持續攀升令租金回報率轉為吸引；多個屋苑「供平過租」情況已經重臨；內地推出措施提振經濟，均令樓市氣氛好轉。

受到關注的新政策還包括，政府致力優化「新資本投資者入境計劃」，容許投資成交價須為5000萬或以上的住宅物業外，特區政府大加着墨的各種「搶人才」政策，例如更新「人才清單」、擴大「高端人才通行證計劃」大學名單，以及高才留港工作時間年期「5變4」等，均有助增加專才來港誘因，長遠刺激港樓市租賃需求。

今次施政報告的新「人才」政策，對一眾有意來港人士有着不少吸引力。根據美聯移民顧問提供的數據，在上述新措施宣布後數小時，即時收到近

10宗有關「專才入境」及「投資移民」相關的查詢，可見政策的關注度不低。事實上，近年內地生來港讀書人數攀升，惟宿舍數量未有配合增加。在「僧多粥少」的配合下，租賃需求強勁將帶動租金持續向上。

## 鄰近大學屋苑最受益

據美聯「租金走勢圖」，9月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約37.92元，按月升約0.1%，連升七個月，創五年新高，今年首九個月租金已升近5.9%，與歷史高位僅低約1.1%，相信今年內破頂在望。

既然今次施政報告對投資者買樓收租相當友好，究竟應該買哪個地區的物業呢？其實我們可以從上文找出答案，就是一眾「專才」或「投資移民」們鍾愛的地區，例如樓齡較新及鄰近大學的屋苑及社區，相信回報可望更穩定及吸引。

資料顯示，現時不少屋苑租金回報率已超過4厘，部分位於港島西、紅磡、沙田區等留學生熱門租住地區，如堅尼地城嘉輝花園租金回報率錄近4.9厘；大圍金獅花園錄逾4.7厘、大埔中心錄逾4.6厘；紅磡海濱南岸亦逾4厘等。在特區政府「搶人才」計劃大行其道之下，未來此類物業潛力看高一線，而且收租亦有所保障，相信是一眾投資者「必爭之地」。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）