



▲許多參與「一帶一路」倡議的國家基礎設施普遍較差，但自然資源豐富、幅員遼闊、人口眾多、市場龐大，給零息債券的實踐帶來了巨大機遇。

經濟觀察家 「十五五」規劃建議對金融體系、資本市場、創新驅動和高水平對外開放作出全面部署，特別強調要鞏固提升香港國際金融中心地位。香港國際金融中心是國之所重，是香港八大中心的中心。香港制定五年規劃主動對接國家「十五五」規劃，落實國際金融中心再強化計劃，是鞏固提升香港國際金融中心地位的重中之重。

發展零息債券 壯大香港債市(中)

金融觀察 中央金融工作會議提出加快建設金融強國，什麼是金融強國？應當是基於強大的經濟基礎，具有領先世界的經濟實力、科技實力和綜合國力，同時具備一系列關鍵核心金融要素。中國雖然是金融大國，但總體上大而不強。建設金融強國需要長期努力，久久為功。

對此，香港作為連接內地與國際資本市場的重要樞紐，應以更開放、更前瞻的思維，抓緊歷史窗口期，推動香港金融生態的深化和升級，構建具有全球競爭力的強大金融體系，是強國建設的必然要求。

下文接8月13日A13版
零息債券在國際金融資本市場上早有實踐。歐盟各國於2014年開始以零息債券解除歐債危機，特別是「歐洲五國債務危機」。日本於2016年至今也是以零息債券持續地支持規模龐大的日本國債，既令日本財政免於「年度付息」的巨大壓力，又令日元擺脫「廣場協議」的匯率壓力，更以日元定價的零息債券作為東盟諸國央行的「錨定物」以發行本幣採購日本的基建項目，不僅創造了日本在海外第二個「GDP」，而且避免了「債務殖民」之口實。

美國披露的「海湖莊園秘密協議」，也證實了將以「世紀零息債券」置換「年度付息」的美債，以此消除美國財政部難以承受因36萬億美元的美債所帶來的高達1.2萬至1.4萬億美元「年度付息」的財政壓力。

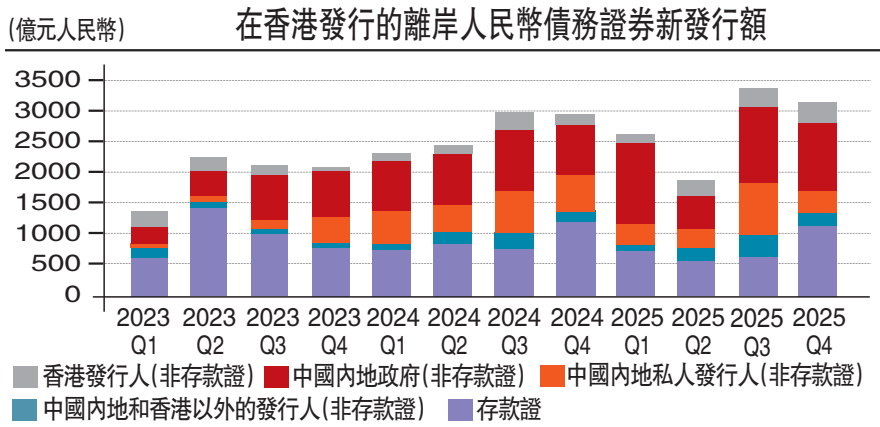
降低債息支出壓力

基建融資「年度利息」約佔中國基建央企利潤的90%至95%左右，導致基建央企每年現金流極其短缺，有的基建央企如高鐵年度虧損高達千億元左右。目前，基建央企普遍存在同樣狀況。**中國特色金融的港元、人民幣零息債券**卻非常適合於中國新基建融資。我們應該妥善運用中國特色金融的港元、人民幣零息債券解決中國新基建所需巨額資金問題，為新基建所需巨額資金創新最佳融資方式。

全球基建融資借國家信用形成的信用產品構成了全球最大債務，因此，**中國特色金融的港元、人民幣零息債券**也十分適合於置換全球各國各地政府債務，包括國債在內的「年度付息」的信用產品／信用債券所構成的全球債務，可以幫助全球各國政府



▶特區政府早前發行的基建債券為包括北部都會區在內的重要基建項目融資。



解決債務危機，支持全球債務可持續增長，對於加速全球經濟增長，特別是發展中國家或「一帶一路」沿線各國的經濟加速增長，中國特色金融的港元、人民幣零息債券產品市場前景十分廣闊。

從環球發展看，2021年6月英國G7會議決定「B3W」計劃，設立了於2035年前籌集40萬億美元基建融資目標；2021年11月格拉斯哥聯合國氣候大會倡議，於2050年前籌集135萬億美元的「氣候溫控」融資目標，現行全球金融資本對此毫無反應；SpaceX創始人馬斯克「火星移民計劃」所需資金高達10萬億美元；沙特「未來城」建設需要5萬億美元左右；規劃250萬人口的香港北部都會區所需資金應為20萬億至30萬億港元；軟銀集團創辦人兼董事長孫正義的「AI基礎設施」投資資金缺口還有4000億美元；德國也規劃了5000億歐元的基礎設施投資計劃。

所有這些基建項目的巨額投融資，均不可能指望「年度付息」的信用債券或信用產品，但可以依賴中國特色金融的港元、人民幣零息債券這一全球化「新金融」產品。

開創新型經營模式

從「一帶一路」倡議看，「一帶一路」150多個國家GDP約為20.03萬億美元，佔全球比重約23%，人口總數約為36.8億，佔全球總人口比重約47%，各國經濟發展參差不齊，多數國家經濟體量小而不強，基礎設施普遍較差，但自然資源豐富、幅員遼闊、人口眾多、市場龐大，給零息債券的實踐帶來了巨大機遇。

據預測，中國特色金融的港元、人民幣零息債券可為「一帶一路」150多個國家建設帶來約1500至2000萬億元港元或人民幣的融資規模。

中國特色金融的港元、人民幣零

息債券，不僅符合傳統化債的基本原則：「國債問題是利息問題，本金問題有待經濟發展去解決」，而且在「償債準備金」條件下可實現「還本不還息」的零息效應，更可為21世紀低息時代的金融機構提供可持續發展的新型經營模式與盈利方式，商業銀行可獲得「無本萬利」的無風險資管利差（收益），其他機構投資者可獲得「一本萬利」的資本周轉性收益。

中國特色金融的港元、人民幣零息債券作為金融產品，需要金融體系的支撐維持市場運作。相關的金融環節，包括發行人／發行機構、持有人／投資機構，以及利差增信人／增信機構，能夠參與中國特色金融的港元、人民幣零息債券的市場活動：

第一，中國特色金融的港元、人民幣零息債券發行人／發行機構。在21世紀的低息時代與全球大資管時代，基於零息效應，零息債券發行人主要是基建項目、各級政府、個貸的風險資產特許經營公司（即Risk-assets Franchise Company，簡稱RFC）及其他類別RFC。這些發行主體所覆蓋的基建融資、民生融資等場景，能夠提升發行信用與融資效率。

第二，中國特色金融的港元、人民幣零息債券持有人／投資機構。在低息時代，零息債券投資者主要是機構投資者，主要通過利差資管交易形成「櫃檯」交易的利差資管產品，又通過周期性投資資管方式獲得資本周轉性收益或收入。為了對沖零息債券長期風險，零息債券投資者／持有人又需向利差增信機構交易／購買利差增信產品，由此成為「零息債券」持有人。這種市場化的投資交易機制，可結合數字代幣化實現投資份額的鏈上拆分與全球流轉，大幅提升投資的流動性與普惠性。

第三，中國特色金融的港元、人民幣零息債券利差增信人／增信機構。利差增信機構向零息債券投資者／持有人出售利差增信產品，相當於獲得了風險利差。基於零息債券長期性，利差增信機構可設計出100%風險覆蓋率與抵禦隨機違約率的利差增信算法，可為零息債券提供保本保息的完全增信或權益增信；同時可通過數字代幣化實現利差增信算法的鏈上執行與實時監控，進一步提升增信的精準性與可靠性。

（作者為全國政協原文化文史和學習委員會副主任、香港中華文化總會會長）

長鑫科技的成功對民企啟示



戈峻

上月底資本市場都在盯着合肥，因為當地一間從事研發生產動態隨機存取存儲器（DRAM）的長鑫科技正式登陸科创板。上市當日股價便飆升近466%，創下A股多項歷史紀錄。不過與亮眼的股價表現相比，光環背後更是這間企業多年來一步一腳印的堅毅，也是當下感到前路茫茫的民企最佳借鑒。

長鑫科技上市招股價為8.66元（人民幣，下同），首日收市價49元，升幅高達466%，執筆時其股價更已升到52.48元，升幅506%，公司市值去到3.51萬億元，創下了開盤市值、市值排名、單日成交額等多項A股歷史紀錄。長鑫科技之所以一鳴驚人，固然有着天時之勢，正值人工智能蓬勃發展催生出來對存儲器的巨大需求，但同時也是公司十年堅守，在地利及人和下迎來的開花結果。

眾所周知，全球95%的DRAM市場一直被三星、SK海力士、美光三大巨頭壟斷瓜分，國產企業要突圍而出難乎其難，其他同行要麼在別人剩下來的少量份額中爭得焦頭爛額，要麼黯然離場，但長鑫科技非但沒退縮，還迎難而上，在業績持續虧損之下仍堅持投入研發，成為首家實現DRAM規模化量產的IDM模式企業，集芯片設計、晶圓製造、封裝測試等全流程於一體。

此外，長鑫科技也克服了無法獲得EUV（極紫外光）光刻機設備的難題，依賴成熟的DUV（深紫外光）光刻機配合多重曝光技術維持DRAM量產，並積極研發免EUV的晶圓混合鍵合等替代創新工藝。如果不是領導者的堅毅及科研人員的努力，恐怕公司早已像其他離場同行那樣沒沒於歷史，而不是像現在躋身全球第四大DRAM製造商地位。

堅持的背後也需要資源的支撐，從這一點來看，合肥國資居功至偉。資料顯示，長鑫存儲一期建設需要投入180億元，合肥國資承擔了其中八成資金，而且明白到這不是一個能三五年內看到

回報的投資，合肥國資繼續堅持恆心、持續投入，與長鑫科技共同進退。除了合肥國資，願意陪伴長鑫科技一起「長跑」的還有國內產業資本、銀行系資本，他們真正值得欣賞的不單是「敢投」，而是「敢耐心投」。

事實上從宏觀角度來看，國家的高質量發展離不開創科，無論是否面對外部封鎖，關鍵核心技術也不應過度依賴別人，自主研發才是唯一出路，亦正是充分把握住這個國家方略所帶來的機遇，才會讓全球第四大DRAM製造商是來自中國。

四點經驗值得借鑒

堅守十年，長鑫科技正在行業的頂端站穩腳跟，合肥這一項成功的投資，既為該市帶來了一個龍頭企業，更能拉動上下游企業的集聚，並形成長期產業能力。而這一經典案例，也能給廣大面對行業周期波動的民企一些借鑒。

首先，無論處身傳統優勢產業或新興經濟動能，我們都要跳出短期收益陷阱，建立長期主義思維。以近年很火的AI為例，如果只追求短期風口，快速變現，或許能賺一時之快，但肯定最終會被其他有恆心深耕賽道，長期投入的同行所掩埋，因為真正具備技術壁壘的賽道很難一夜盈利，因此你的定力將影響企業的最終高度。

其次要精準錨定核心賽道，也就是知己知彼。清楚並立足自身資源優勢，精準而針對性錨定產業鏈上的細分缺口，例如那些長期有需求、行業使用跨度大、主要依賴進口的領域及產品便值得下功夫。

再次是切忌單打獨鬥，要有搭建產業共生生態的領悟和思維。就像長鑫科技之於合肥國資得出了1加1大於2的成果，中小企也可尋求第三方平台互通資源、匯聚資金、技術、渠道等短板。

最後就是要有沉着的心態，理性做好逆周期布局，市場一時的冷暖起伏不代表永恒，最重要是低迷期積蓄力量，回暖了趁勢爆發，才能實現跨越式增長。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



▲長鑫科技上月登陸科创板，創下A股多項歷史紀錄。

樓市料高位整固後再揚



陳永傑

反映本港二手机樓價的中原城市領先指數（CCL）上週報159.82點，按周微跌0.06%。跌幅雖輕微，但整體樓價已連續兩周向下。回顧近五周走勢，樓價呈現「四跌一升」的膠着局面。近期樓價雖跌多升少，但累計跌幅僅0.54%，反映樓市暫時仍以高位整固為主。

樓市轉靜，除了部分買家對升幅過急的樓價產生抗拒，外圍環境轉趨不明朗亦令入市氣氛審慎。美伊局勢緊張一度推高油價，市場對通脹及加息憂慮升溫，部分買家因而觀望，早前樓市亢奮氣氛亦稍為降溫。

過去一年，樓價由低位反彈近兩成，CCL由去年低位134.89點升至今年7月高位160.54點，累計升幅約19%。樓價升至現水平後，市場開始遇阻力；業主態度強硬，不願輕易減價；買家亦未有積極追價，形成買賣雙方拉鋸。

中原地產傳統十大屋苑已連續10個星期於周末錄得單位數成交，部分屋苑更連續3、4個星期「吞蛋」，二手交投持續偏淡。相反，踏入8月新盤氣

氛略有好轉，首10天已錄得逾200宗成交，較上月同期大增逾七成。租務市場同樣熾熱，中原7月份促成的租務成交創近年新高，租務客量更約為二手買家的四倍。除暑假旺季外，亦不排除部分置業需求轉租，反映「先租後買」心態升溫。

末季料購買力回流

三季度樓市料以高位整固為主。踏入四季度，傳統旺季有望帶動觀望買家重新入市。美國國債總額突破40萬億美元，龐大債務料限制聯儲局進一步加息的空間；若通脹回落，減息預期升溫，本港息口有機會回落，加上樓市政策寬鬆，均有利購買力回流。

樓市升至近兩年高位後，要再上一層樓，還要等待新的購買力接力。現階段高位整固的機會仍大過調頭回落，若息口及經濟配合，樓市很快便能恢復動力。加上租金持續上升，供樓與租樓成本亦相當接近，部分屋苑仍然供平過租，亦為置業需求提供支持。整體走勢仍屬「大漲小回」，升勢未改，只是由急升逐步轉為慢升。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲近期樓市租務成交暢旺，不排除部分業主暫時觀望，心態升溫。