內地電力系統邁出市場化重要一步

全球觀察

費雲青、耿小琳 中銀國際研究有限公司

5月15日，國家發改委出台新輸配電價政策，標誌着電力系統邁出了市場化改革的重要一步。准許成本+合理收益的輸配電價模式的確立，以及系統運營成本的傳導機制將有助於建立一個動態的電力系統，更好地應對高比例可再生能源所帶來的挑戰。

電價政策下月更新

發改委公布第三監管周期（2023-2025）輸配電價政策，自今年6月1日起執行。政策要點包括：1.設定新周期內各省電網的輸配電價，保證電網收入和投資的增長；2.以電壓為基礎，統一大工業和一般工商業輸配電價；3.首次確立「准許成本+合理收益」的輸配電價定價方式；4.明確系統運行成本（包括輔助服務費用和抽水蓄能等）為單獨的輸配電價組成部分，為系統成本的向下傳導奠定法理基礎。新政策有助於中國電力系統進一步走向市場化，並刺激電網基建投資，更好地迎接高比例可再生能源所帶來的挑戰。

雖然新政策帶來了以上積極因素，但尚未有效解決交叉補貼問題。從經濟學角度來看，與分散、低電壓的居民用戶相比，大規模、高電壓的工商業用戶應享有更低的輸配電價，而目前情況恰好相反，工商業用戶本質上是在「補貼」居民用戶的輸配電價。考慮到電費在普通家庭支出中所佔比例很高，政府或許希望通過更靈活合理的方式來解決交叉補貼的問題。

電力需求的結構性轉變

筆者測算今年中國電力需求增速將達到5.2%，二產、三產和居民用電分別同比增長4.6%、9.1%、3.0%，預測主要基於：1.年初至今意外堅挺的鋼鐵和電解鋁產量；2.第三產業恢復性（差旅）和增長性（數據中心等）需求拉動；3.去年11-12月份的電力需求低基數；4.但部分被解封後低迷的居民用電增長所抵消。如果新屋開工數維持低迷及地方的財政問題延續，傳統的電力增長驅動因素（如鋼鐵、水泥、建材等）仍將面臨下行風險。

房地產市場對電力需求的影響巨大，約35%的水泥、30%的鋼材和29%的鋁材直接用於房地產建設，考慮到這些關鍵材料的電力消耗以及其他製造和服務部門對房地產的敞口，中國約8%的電力需求與房地產相關經濟活動直接掛鈎。2022年以來，新屋開工數持續低迷，鑒於土地銷售仍不景氣，新開工量很難在短期內反彈。

服務業用電增長似乎具有更高的確定性，隨着人工智慧的飛速發展，市場普遍關心其對電力需求的影響，筆者以數據中心為基礎，通過設置利用率、PUE（電力使用效率）等假設，預測數據業務整體用電量將佔2023-25年全部新增用電量的20%至21%，自身年複合增長率達到21.5%。過去兩年電動汽車銷量的激增也一定程度上推高了電力需求，但與數據中心相比影響較小。在電動汽車銷量適度增長（2022-25年複合年增長率9%）和單位用電量持平的情形下，預計到2025年電動汽車的用電量將佔總電力需求的1.3%。

發電企業的機遇與挑戰

俄烏衝突後煤炭供給的再次動員仍維持着一定的慣性，中國今年前四個月煤炭進口量同比增長88.8%，同時國內產量同比增長4.8%。較為充足的供給令煤價從去年四季度的高位下跌了約37%。市場化的政策導向也較能支持靈活的火電電價設定，令未來火電企業的點火差價可以在合理區間內以較低的幅度波動。

電價方面，電力供需的基本面仍然有利於發電企業。某些地區（特別是南部和東部省份）今年可能再次出現電力短缺，導致短期交易電價上漲。作為短期供需變動指標的廣東省月度交易電價在5月份仍處於較高水準。電網代購電價仍然略高於月度交易電價。

煤價方面，自歐洲暖冬結束後，全球煤炭價格開始走軟，隨着中國放寬對澳煤進口的限制，秦皇島5,500大卡下水煤價格來到1,000元/噸附近，是自2022年初以來未見的水準。目前，主要港口煤炭庫存仍處在較高位置（超7,000萬噸），主要發電企業庫存足以應對應峰度夏的需求。因此，筆者預測今年餘下時間內煤炭價格不會大幅高於當前水準。

黑天鵝事件 麻煩一齊來

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

上周談及黑天鵝，要符合這個術語的原作者的原意，一個事件不單只有潛在巨大的後果，更要一開始的時候，發生的概率極低，低至一個地步，就是基本上所有人都認為是不可能發生，也就是發生的概率被誤以為零，而最終又真的發生了，並且上述同樣這一班人，又有一連串事後孔明的解釋，好像一切都是意料中事一樣。

顯然，要完全符合上述所有條件，其實並不容易，隨便缺少了任何一個環節，便不符合。所以，嚴格來說，外界是極度濫用了所有黑天鵝這個字眼，最終把它變相等同成為金融資產價格波幅（尤其是跌幅）較大較矚目的事件一樣。

太投入恐誤大事

有趣的是，假如真要符合上述要求，大家可以留意，通常如斯重大事件，可能都有不只一個火頭或根源或導火線或觸發點。

無論如何，美債上限一事，目前未有靈丹妙藥可言，只能等雙方陣營表演完畢，可以在死線前來個大團圓結局，各取所需，便可以放鬆一陣，但在此之前，恐怕仍有好幾天的壞消息觸動神經，投資者最怕是表演太逼真，演員太投入，結果真的美債違約，那便有更難控制的連鎖反應。

通脹變化未算樂觀

另一邊廂，可別忘記，最新公布的通脹數據，未見特別令人樂觀的放緩，而人工智能的影響，將會明顯影響勞動力市場的結構，而央行大員愈是數據為本，則在上述通脹數據下，失業未見明顯回落，更有可能主動導演出一次衰退來，而另一邊廂，歐美銀行出事可能只是冰山一角，繼續在目前的利率水平的話，恐怕出事者陸續有來。

如此一來，儘管美債上限問題存在已久，每隔一陣子便又要拿來一談，但同時又有通脹失業衰退、銀行倒閉等，所有事件一齊來，則後果之大，以至同樣發生的概率的評估，的確有可能構成黑天鵝，亦不為過。

時勢使然 跟紅頂白

最終會否演變成上述有所完美風暴的巨大黑天鵝事件，關鍵是時勢。正所謂，公道不在人心，是非只在時勢。投資市場跟紅頂白，當然如此了。當上述的供求因素改變，行情有了方向，順勢者昌，逆勢者亡，想要勉強亦勉強不得。

◆ 美債上限問題、歐美銀行出事、通脹失業衰退等利淡因素近期連番上陣。圖為紐約證券交易所交易員。 資料圖片

事實上，突破之時，固然有部分阻力，主要來自手上持貨多時，終於可以守得雲開見月明，先走為敬，這一批中長線的沽壓，要消化不難，只要突破的力度更大一點，這邊廂賣走，那邊廂後悔賣得太早的，大有人在。

追漲殺跌 載舟覆舟

反而比較難搞的，倒是趨勢追隨者的模式。是的，看圖索驥者，論勢，一定是追漲殺跌的為主。如此一來，突破之時，好像一擁而上的，自然是源源不絕的援兵。

可是，一旦突破不成，退守之後，一而再，再而三，彼竭我盈，第三次已難再試，上述臨時變陣的支持者，可以又再變回反對者，手上好倉變淡倉，做多變做空，甚至額外反方而為，這股力量，同樣加速了之後回試支持的力度。顯然，趨勢追隨者的存在，水能載舟，亦能覆舟。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

工業企業利潤短期受壓 內地長期增長可期

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

根據國家統計局上周六公布數據，今年首四個月的工業企業利潤持續下滑，工業利潤與去年同期相比下跌20.6%，凸顯內地經濟正在放緩及工業在加深通縮。幸好，這個下降速度比第一季度的21.4%要慢一些，而4月單月利潤則同比增長了3.7%。這與3月下降19.2%的數據相比，有了一定程度回升。

工業通縮 削減企業盈利

話雖如此，這些數據顯示內地疫後復甦仍然受一定影響。出口增長放緩，企業利潤下降不利於經濟前景，對本已薄弱的企業信心產生負面影響，進而阻礙它們進行投資。同時，4月份生產者價格指數同比下降3.6%，是自2020年5月以來的最大跌幅，工業通縮惡化削弱工廠提高價格能力，進一步削減企業利潤。根據統計局數據顯示，外商及港澳台企業利潤於1月至4月期間下降16.2%，私營企業利潤在首四個月下降22.5%，而國有企業利潤則下降17.9%。

長期需看「雙循環」戰略成效

從短期經濟角度來看，工業企業利潤下降明顯。儘管中國政府採取多種刺激措施來應對疫後復常，但目前看來仍具有相當大的挑戰。隨着內地經濟進一步轉型為以服務和消費為主導的經濟體系，傳統製造業和重工業的利潤將面臨壓力，當然，政府已經採取有效措施刺激內需及促進經濟轉型和升級，減輕轉型帶來影響。預期政府短期將會繼續加大對消費領域的支持力度，通過減稅和補貼等方式，鼓勵人們增加消費。其次，政府會繼續增加對科技創新和新興產業的投資，以提高中國的產業競爭力和創新能力。此外，政府亦將加強對中小企業的支持，降低其融資成本和稅收負擔，更好地應對經濟下行壓力。

而長期來看，內地經濟正在不斷轉型和升級，創新能力之強化和服務業的蓬勃發展，有望進一步提高經濟的質量和效率。此外，正在積極推動的「雙循環」戰略將集中經營國內經濟循環和國際經濟循環的互動，此舉能促進經濟的可持續發展，將為內地經濟帶來更多的機遇和挑戰。

◆「雙循環」有望成工業企業長期機遇。 資料圖片

安老按揭知多點

按揭熱線

張顥曦 經絡按揭轉介營運總監

隨着香港人口持續老化，港人愈來愈重視退休後的財務保障，近日有機構進行一項調查，指出逾四成港人擔心退休資金不足，並開始着手計劃不同類型的投資方案。想晚年有一筆穩定而又可觀的被動收入，如現時持有物業，不妨考慮透過「安老按揭計劃」自製長糧，於退休後擁有一筆穩定收入安享晚年。

安老按揭計劃是由香港按揭證券有限公司推出的一項退休產品，讓55歲或以上的業主將持有的物業作抵押品，向指定財務機構每月提取固定貸款（俗稱年金)，年期可選擇10年、15年、20年或終身。

貸款會根據申請者的人數、年齡、年金年期、物業價值及按揭計劃計算。簡單舉例，假設一名65歲人士申請單人安老按揭，物業估價為750萬元，選用浮息計劃，年利率為3.5%，並選用終身制，每月便可提取約1萬8千元。

除了每月固定年金，申請人亦選擇提取一筆過貸款，而且貸款用途不設任何限制，一般可用於支付家居維修費用以及醫療費用等。上述例子如選擇一筆過貸款，最多可一筆過提取約277萬元。

申請人可住在物業直至終老

安老按揭另一個吸引點是申請人可以提取年金之餘亦可繼續住在其物業，正常情況下可終身毋須還款直至百年歸老，利息和按揭保費將計入安老按揭貸款的總結欠，在特別情況下更可出租抵押物業，增加每月收入。當百年歸老後，遺產代理人可選擇清還貸款並優先贖回物業。

安老按揭可讓退休人士有額外的財務安排，並可提升生活質素，近幾年安老按揭申請亦有上升的趨勢，根據香港按揭證券有限公司數據顯示，產品推出至今已有6,306宗的申請，而2022年的申請宗數比2021年增加逾兩成，並且連升2個年度。

正式申請安老按揭貸款前，按保公司會安排輔導顧問作事前諮詢，並且提供六個月的冷靜期。建議申請人事前亦需要先了解箇中細節，如對安老按揭有任何疑問，可向相關銀行或大型按揭轉介公司作初步查詢。

從1到N—港股18C上市規則修訂助力特專科技獨角獸崛起(三之三)

王宇哲 工銀國際總量研究主管、紀春華 工銀國際策略分析師

《上市規則》第18C章（18C）為支持中國科技創新從10到N的發展壯大提供了多元的融資渠道和可參考的試點經驗。當前，中國股票市場市值已經排名全球第二，大致反映了中國經濟的總體規模。伴隨着中國進入高質量發展階段，未來經濟發展主要依靠科技驅動下的全要素生產率提升，即持續增加單位資本投入水平下的邊際產出。

可以預見，未來中國股市的增量，將更多來自於通過科技創新推動單位資產價值的提升。國際對比表明，如何為創新型企業提供暢通的融資渠道，吸引特專科技公司上市也將成為未來中國主要交易所面對的重要議題。我們認為，18C的推出有望與科創板南北呼應，港股與A股形成優勢互補的發展格局也有利於進一步完善多層次資本市場的構建。

18C對於科創屬性的要求較科創板相對寬鬆，便於支持規模更大、商業化更早期的創業企業。行業分布方面，18C所列行業在科創板中均有提及，但在細分行業中有所差異。對於目前不在現有特專科技行業列表中的企業，相信只要符合研發創新的特徵（具高增長潛力；其成功營運靠核心業務中採用獨到的新科技及其應用；研發為其貢獻一大部分的預期價值），也有可能被納入特專科技行業領域。並且，港交所在行業界定方面擁有充分的自由裁量權，未來的可接納領域也會在諮詢後作出不時更新。

18C與科創板可錯位發展

總體科創屬性要求方面，18C較科創板更為寬鬆。申報科創板發行上市企業需要依據中國證監會制定的《科創屬性評價指引（試行）》評估是否具備科創屬性，該評估採用「4項常規指標+5項例外指標」體系，企業需滿足4項常規指標，或滿足5項例外指標之一，才可被認為具有科創屬性，而18C對於研發投入的要求則相對簡單。另外，鑒於過去一些金融創新造成的風險事件，導致科創板對相關金融科技創新領域上市進行限制，而18C則未明確規定相關限制行業。從市值要求和主要財務標準來看，18C對已商業化公司（60億港元市值+2.5億港元收入）與科創板的可比標準（30億元人民幣市值+3億元人民幣收入）較為相近。

18C對市值要求相對更高，但收入要求更低，便利於企業在商業化更早期進行IPO。因此18C相對科創板來說，能夠更加支持規模更大、商業化更早期的科技型創業企業，從而形成一定錯位發展。

填補企業未商業化融資空白

18C真正填補的空間，或在於其對未商業化公司收入並沒有提出量化要求。對比境內企業申報科創板發行上市可選擇的五套上市標準，前四套標準均對收入有一定的要求。而科創板第五套標準，並未對收入有硬性要求，但目前只適用於醫藥及醫療器械企業，即與港交所18A類似。考慮到A股市場成熟度等因素，短時間內第五套標準進行行業擴容的可能性也相對較低。因此18C對於未商業化公司開創了上市制度先河，有望填補相關空白，也符合香港資本市場以國際成熟機構投資者為主的（更高）風險承受能力。民營企業是中國科技創新的重要力量，為大量具有科創基因的民企開闢新的融資渠道也是支持中國以科技創新驅動高質量發展必不可少的環節。

從發明專利授權數分布看，2021年中國私營企業、有限責任公司、股份有限公司的發明專利授權數量合計佔96.3%，而計算機、通訊設備製造業的發明專利佔比最高（達29.4%），其他專利大多集中在各類重資產製造業領域。

但從融資實踐看，除了大型民企有足夠資本進行大量研發投入，許多未商業化科技公司仍需資金支持其創新進程。間接融資的風險——業務特徵決定了其難以為該類企業持續大量提供資金，這就需要直接融資積極發揮資源配置作用。

形成國際化資本對接平台

作為一種積極的嘗試，身處多元資金交匯處的港股市場推出18C，將向全球展示以特專科技獨角獸為代表的科技硬實力發展，積極吸納願意分享中國高質量發展紅利的國際資本參與。而香港作為大灣區的重要組成部分，也已率先為區內眾多科創企業提供了一個國際化的資本對接平台，從而有助於促進區內擁有科創優勢的城市更好地協同發展，發揮出大灣區多層次互補的獨特性，為中國創新型企業從10到N的長遠發展提供可複製的資本市場經驗。 **（摘錄）**

題為編者所擬。本版文章，
為作者之個人意見，不代表本報立場。