

完善信用評級助促國際機構參與人債

中銀香港經濟研究員 巴晴

財經述評

今年以來金融改革措施接連推出，作為資本項目放開的重要環節，放開境外機構參與內地債券市場效果初現。目前境外機構參與內地債券市場的三條主要管道已日益成熟，規模迅速擴大，債券持有量以高等級利率債為主，同時收益率較為吸引的中期票據、短融等在增加。

債市成企業融資重要來源

在利率市場化的宏觀背景下，資金實際成本高企不下使銀行體系間接融資管道難以滿足大量企業的后續融資需求，近年信用債的迅速增長說明債券市場已經成為企業融資的重要組成部分。2014年末實體經濟進行債券融資佔社會融資總規模15%，信用債餘額佔國內生產總值GDP之比重約25%，在直接融資中的比重已大大超過

股票融資。而今年5月和9月份發改委進一步放開了境內企業境外發債的監管，在境內發行企業債、中票、公司債，或在境外發行點心債等均是企業獲得資金來源的可行選擇。作為內地債券市場的新興投資主體，境外機構的風險偏好對債券市場發展，特別是企業發債融資規模的影響力值得關注。

目前內地央行已允許境外機構通過三類管道參與內地銀行間市場：QFII、2010年推出的「三類機構」（境外央行/人民幣清算行/人民幣業務參加銀行）和RQFII。截至2015年6月底，QFII實際使用達755億美元。RQFII實際已使用3,909億元，加上三類機構，共有245家包括境外機構獲准進入銀行間市場，債券持倉總量為5,898億元人民幣，持倉規模佔全市場債券存量的2.5%。

同時，內地監管機構對境外機構投資品種不斷拓寬。內地央行密集出臺一系列放開債券市場的政策措施，已允許

境外央行、國際金融組織、主權財富基金等機構在銀行間市場開展債券現券交易、債券回購、債券借貸、債券遠期，以及利率互換、遠期利率協定等多種交易，境外機構參與債券投資的靈活性和廣度明顯提高。

內地評級與國際偏差較大

境外機構進入中國市場之初，對中國信用市場缺乏足夠的了解，普遍將國債和政策性金融債作為首選的投資工具。但隨着對信用債市場的逐步熟悉，特別是RQFII項下的一些香港、新加坡等地投資者對內地企業相對了解，信用類債券以及具有國際評級的高評級企業債券也逐漸成為部分境外機構的投資標的。

從現階段境外機構的債券持有比例來看，境外機構持有國債和政策性金融債佔投資規模的83%；同時企業債券、中票和短融等佔比達14%，且比例逐步上升。

值得注意的是，內地企業信用評級的可靠性仍然是境外機構投資的主要考慮因素。通常本土評級機構給出的內地債券評級常受到境外投資者的質疑，主要問題集中在內地信用評級高度同質化，內地評級與國際評級偏差較大；中國債市發展時間較短，基本未經歷過違約事件，市場難以對違約事件作出有效反應等。

現階段境外機構大多依賴離岸市場的評級機構對內地債券發行人提供的信用風險報告進行風險判斷。離岸市場使用的法律體系、評級標準為國際投資者所熟悉，利用境外評級提供的資訊判斷境內的信用風險具有操作價值和實際意義，但隨着海外各類主體對內地債券市場投資興趣逐步增加，發行人、投資人群體日趨國際化和多元化，對內地債券市場信用風險識別的管理要求必然提高。如何進一步完善債券市場的信用評級制度建設將是提高內地債券市場國際化程度的主要關注點之一。

美將加息或引發新一輪市場波動

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

聯儲局議息後，維持利率及貨幣政策不變。議息聲明指出，美國就業增長步伐放緩，而失業率保持穩定。

對比9月份的聲明，聯儲局作出了多個改變。首先，對美國經濟方面，9月份表示美國經濟活動正溫和擴張，而家庭消費支出及企業固定投資已溫和增長，勞動力市場持續改善，就業穩固增長，失業率下跌，通脹指標趨向更低水平。但今次會議聲明指，美國經濟已經溫和擴張，家庭消費支出及企業固定投資近月以穩固步伐擴張，就業市場增長步伐放緩，失業率保持穩定，市場的通脹指數略趨更低，部分反映了能源價格及非能源進口價格下降。

國際金融市場轉趨穩定

第二，對環球市場方面，上次會議指出近期的全球經濟及金融局勢的發展，可能在一定程度上抑制了經濟活動，並可能令短期通脹造成進一步的下行壓力。但今次會議上，已把國際金融市場的影響全段刪除，反映國際金融市場已經轉為穩定，對美國經濟增長及通脹所帶來的下行風險已經明顯減退，但仍然關注全球經濟及金融市場的發展，而且沒有再明確提及中國經濟及股市下跌所帶來的影響。

聯儲局對未來的通脹走勢仍然相當審慎，指數通脹在短期內維持近期的低水平，但預期在勞動市場進一步改善，以及

能源和進口價格下跌的暫時性因素消除後，中期通脹將逐步回升至2%的水平。對於利率方面，9月份指出利率在目標水平維持多久，而今次明顯轉變為在下次會議是否提高目標利率是否合適，委員將評估實際及預期進展。筆者認為，聯儲局已經為12月加息開了明確的訊號。

市場上目前有三大風險

首先，全球經濟疲弱，對提供能源及原材料國家的經濟，可能帶來潛在風險。當中，要留意新興市場，例如巴西、俄羅斯及中東國家。當中，巴西評級已被降至垃圾級別。油價持續低迷，而社會福利未有大幅削減的情況下，市場預期中東國家往後的財赤亦漸趨嚴重，對中東一帶產油國家的財政帶來更大的壓力。

第二，目前市場預期，美國利率上升的速度將會相當緩慢，這是建基於美國目前經濟增長比較慢。惟一旦美國經濟甚至通脹升勢轉急，可能令聯儲局需要加快加息的時候，可能令新興市場所受的衝擊更大。

第三，美國加息機會正在上升，令美元轉強。一旦12月美國加息，而歐洲及日本央行一起放水的話，可能令美元升勢轉急，而對新興市場的走資壓力更大，可能引發市場大幅波動。

總括而言，美國12月的加息似乎已經無可避免，但新興市場目前仍無做足準備的話，似乎新一輪環球市場波動可能出現，投資者宜慎防可能帶來的影響。

新股引入「大孖沙」成敗關鍵

興證國際證券客戶投資組副總裁 居有莉

在香港新股上市中，相對參與公開發售的普通投資者，國際專業投資者則是新股上市能否成功的關鍵因素。在新股公開發售過程中，上市保薦人會安排擬上市公司管理層通過全球路演接觸大量潛在投資者，並根據路演的反饋意見確定招股價格。為了確保上市成功，上市公司會引入一些基礎投資者，通常基礎投資者所獲分配股份會設禁售期，一般從上市日期起算最少6個月。

首次公開招股時，公司也會將部分股份優先配售給若干大型機構或知名人士，如著名基金公司或富豪大戶，這些基礎投資者有助提升公眾投資者的信心，吸引散戶積極認購，確保新股獲足額認購，順利集資上市。

首次公開發售能否成功，以及上市後股價表現是否理想，很大程度上取決於上市保薦人的實力。香港新股市場上一流的上市保薦人通常都是些國際著名投資銀行，比如高盛、摩根士丹利、瑞銀等，這些國際大行在長期經營中積累了大批忠實、有實力的專業客戶。國際投行一方面協助他們的專業客戶進行全球資產配置，另一方面也在全球範圍內尋找優質

的投資機會推薦給這些客戶。因此，當這些國際大行積極開展新股承銷業務時，通常意味着他們背後的國際投資者對這個市場的興趣開始增加。而這些國際投資者基本上都採用長線投資策略，拿到新股後往往會持有相當長一段時間，很多時甚至還會在二級市場上繼續維持，使得公司上市後的表現優異、引人注目。

香港的新股市場，除了首次公開發售的情況之外，還有一種全配售上市的情況。通常採用這種形式上市的公司，都是在創業版上市的小公司。由於公司採用定向配售的方式發售新股，很容易被有心人士利用，將股票貨源集中後進行惡意炒作。近期有些股票動輒炒上10倍甚至100倍，再狂瀉90%的情況時有發生，已經引起監管部門關注，投資者應該避免盲目跟風，造成不必要的金錢損失。

總而言之，投資者在考慮參與新股認購時，除了要仔細了解公開招股公司的基本資料，還要注意上市保薦人的實力和他們的往績。認購新股的投資策略有別於追求長線資本增值的股票投資法，更應該專注在一、二級市場的差價上。投資時間上宜短不宜長，謹記公司上市三天後就不再是新股了，採用新股投資策略的投資者應該堅決賣出；之後股票的升跌由市場決定，已經和新股無關了。（二之二）

有必要釋放生態價值低土地

香港專業人士協會副主席及資深測量師 陳東岳



業界提議施政報告可以提出發展低價值的郊野公園地皮。 資料圖片

現今社會年輕人單面對「上車難」，更甚的是「上樓難」。房委會最新數據顯示，輪候公屋的單身人士五年來不斷增加，當中未夠30歲又有大專或以上學歷的青年，增速尤其快，願意接受「凶宅」編配的人也多了，不排除有大學畢業生希望入住公屋或以此作為購買屋宇的捷徑。

最新數字，截至今年三月底，按照「配額及計分制」新登記輪候公屋的非長者單身人士，四成是在登記時尚未畢業的學生，而輪候冊內具有大專或以上教育程度又未夠30歲的人士，所佔比例由2011年的26%，按年激增至今年的43%。

現時公屋輪候者逼近三十萬大關，當中近半屬於單身人士申請者，要透過配額及計分制度輪候公屋。房署調查顯示，於去年四月至今三月期間，共有四萬八千人新增申請公屋，當中二萬多人是透過配額及計分制申請公屋的單身人士，而高達四成於登記時仍是學生，比例較對上一年的三成六為高；在30歲以下的新增申請者之中，屬於學生的比例是六成六。

學歷方面，具有專上或以上教育程度的比例達到四成六，30歲以下的申請者，擁有大專或以上程度的比例更達到四成三，比例在過去五年逐年上升。至於特快公屋編配計劃也見踴躍，原來不太受歡迎的單位，現時也不乏問津者，料有申

請者借此為跳板，繼後可以以較高分配額的綠表申請居屋。

年輕人渴望有自我空間升溫

高學歷年輕人及早申請公屋，上升趨勢明顯，反映相當部分年輕人對大學畢業後，靠就業賺取薪金，慢慢儲蓄首期去置業，這個傳統模式漸漸失去信心。當中首置資金門檻高是主要原因，但現時年輕人渴望有自我生活空間亦有關係，否則與父母同住，待工作至一定年資，儲夠首期並且薪金上升到可負擔每月供樓，亦是一個不錯的選擇。部分年輕申請人甚至不介意入住曾有事故公屋單位，為的是搏取以綠表身份，加大買居屋的中籤機會；目的是加快圓上車夢。

香港社會市民側重於物業，跟樓價在過去十多年長升長有關係，住宅物業屬不動產，價值愈高時愈有人高追，怕日後更貴；反之在跌市時，價值愈低愈少人問津，怕購入後樓價下跌。要扭轉這種根深蒂固的觀念很困難，過去經驗顯示，除了97金融海嘯後以致繼後沙士肆虐期間，才真正沒人願意買樓。或許近年港府大張旗鼓推動增加土地的重要性，本來對此不太在意的年輕人卻留意到香港可供發展的土地不足，而社會上阻撓政府開發土地的人士卻不少，既然開發土地難，部分年輕人為自己長遠打算，及早排隊輪候公屋，以便早日搭上置業列車。

作為期望管理，有人建議政府應構建土地數據庫，並且提高其透明度，以備公眾可知悉政府土地儲備的狀況。筆者對此抱保留態度，假如未來真的能夠落實大量新增土地供應，那麼做好「土地數據庫」沒有問題。但在現時的情況，中長期土地供應計劃如維港外填海造地及開發新市鎮等，實際上是否能成功實現，還是有待細節出臺並有賴獲得社會廣泛民意支持才行。長遠來說，港府規劃能夠確保提供足夠應付社會未來所需的用地並且顧及每年賣地收益，對本港長期可持續發展以及財政穩健很重要。

近日有建議研究把郊野公園周邊尤其生態價值低的土地，釋放總面積的5%作建屋及其他民生用途，筆者認同值得研究，假如能夠落實，公屋輪候冊有望縮短，大學畢業生亦有機會早日圓上車置業夢。

投資者麻木 12月有望加息

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

美國聯儲局10月不加息的消息，一點都不震盪，沒有太大迴響之餘，甚至人人都覺得理所當然，毫不意外，沒一絲驚喜或驚嚇存在。

事實上，年內雖然曾經眾說紛紜，有人認為勢必要加，有人估計怎也加不得，但9月才是大眾共識的關鍵。當時，全球焦點盡在議息，認為那是聯儲局史上，最重要的一次，會揭開金融海嘯後，量寬時代完結了，回復正常的新一章云云。

然而，9月未有加息，而理據可不是美國本土如何，反而是環球金融市場的不穩定云云。而有趣的是，撇除當中有提及的中國因素，環球資產價格的波動，或多或少，正是來自於聯儲局一日未加息，一日都為投資者帶來不確定性，愈早應酬加一次，愈快令大家容易接受，不用等了又等。

正是9月這樣加不成了，來個反高潮，10月沒有太大的篇幅去談，大家好似意料中事似的，不關心了。反正9月不加，10月和12月的加息機會，已降至很低很低了，就連年初堅持認為會加的不少論者，都有立場轉變的傾向。

期望管理達到預期效果

然而，細心一想，這樣才是加息可以進行的最佳時機。可不是嗎？為什麼央行要與市場玩這捉迷藏，來來回回，說完又說？還不是期望管理為上。

那什麼是聯儲局的期望管理呢？就是透過增加（或減少）透明度和溝通，讓投資者的想法，往央行希望的那一個方向和程度去走，愈做得好，聯儲局將來做的什麼決定，都看起來早在預期中，心理上沒有震撼，資產價格上也沒有震盪，這才是央行要做的。

事實上，由量寬時代開始，局方無時無刻不在期望管理方面下工夫，一直讓市場深信維持超低利率的時間足夠長，大家不用擔心，可以有充分時間去增加投資和消費，改善就業，最終可以讓實體經濟回復正常。而隨着量寬的任務完成，下一步便是從市場撤退，這一點比一直量寬更難，因為當初就是憑量寬令資產價格止跌回穩甚至大升，如今逆此而行，豈不是令資產價格有大跌之虞？正因如此，說退不是立即退，大量準備工夫要做，退市之大，有預告退市，退市之後，有預告加息，可就是不必要急於加，不應志在必得地加。

對市場影響或降至最低

什麼是行動的最佳時機？對於央行，特別是聯儲局，如今最不想見到的，是萬一宣佈加息，會在信息或其他金融資產價格上，見到異乎尋常的波動甚至全球市場的系統性風險。換言之，最佳時機，其實絕非要令人被殺個措手不及，反而是人人都已經說厭了，都沒有興趣再估下去，期望管理讓大家麻木到一個地步，才會產生最輕微的資產波動，則那時候的加息，傷害才可減至最低。

以此觀之，雖然之前次次都說加而不加，但12月可能是最終極的例外。



分析認為，期望管理讓大家麻木，才會產生最輕微的資產波動，則那時候的加息，傷害才可減至最低。圖為聯儲局外貌。 資料圖片

利率市場化完結 人民幣國際化可期

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理 何天仲

上周五晚內地央行宣佈新一輪「雙降」，1年期存款與貸款基準利率同時調低25點子至1.5%和4.35%，以及下調人民幣存款準備金率50點子，同時宣佈取消存款利率浮動上限。「雙降」無疑可減輕企業借貸成本及增加市場流動性，利好實體經濟。由於9月CPI為1.6%，高於1.5%的存款基準利率，本次降息意味着中國正式進入「負利率」時代，未來再進一步降息機會甚微。同時，繼放開貸款利率，本次放開存款利率限制，顯示內地利率市場化已基本完成，有助推動人民幣國際化提速，值得關注。

改革開放以來，內地經濟持續高速發展，GDP總量已經躍居世界第二，在國際貿易中也扮演著越來越重要的角色，但落後的金融體系限制了人民幣的流通性，人民幣在全球未能獲得與中國經濟實力相對應的地位。實現人民幣國際化，不僅有利於提升中國在國際地位和話語權，增強軟實力，而且能規避匯率風險，提升人民幣作為儲備貨幣的需求。

利率匯率市場化 助入SDR

因此，近年內地經濟推動金融改革，其核心內容便是利率市場化及人民幣國際化，其中利率市場化是實現人民幣國際化必不可少的一步。2013年7月內地央行已放開貸款利率，但2014年底存

款利率的放開才開始提速，一年期以上存款利率浮動上限不斷放寬，直至近日完全取消，至此人民幣利率市場化基本完成。過去一年利率市場化提速，一方面是為了解緩經濟下行造成的壓力，另一方面也為人民幣國際化鋪路。

人民幣國際化的一個重要基礎是匯率市場化，內地央行也在積極推動。2012年4月，人民幣對美元匯率每日浮動幅度調整至1%，標誌著此輪匯改拉開序幕。

2014年3月，央行再度擴大匯率浮動區間至2%。今年8月，央行決定由做市商綜合考慮市場因素來調整匯率，人民幣兌美元匯率浮動市場化改革取得實質性突破，為人民幣國際化定下重要基調。

加入IMF特別提款權（SDR）貨幣籃子，是人民幣國際化近期的重要目標。實現利率市場化及放寬匯率定價，都有助人民幣加入SDR。但同時也需留意，匯率放寬後，人民幣買賣價差擴大，波幅也變大，中央穩定人民幣匯率的成本也加大。今年8月匯改新政實施後，人民幣貶值預期升溫，中央拋售了大量外匯儲備才穩定匯價，代價巨大。

筆者相信，隨着內地金融行業改革不斷深化，市場資金成本有望下降，資金流向也更加合理，利好經濟發展。利率市場化直接利好非銀行類金融企業，而內銀長遠來看息差難免收窄。同時，人民幣國際化也是「一帶一路」等國策的重要補充，對內地及與中國貿易往來緊密的國家，也會產生重大影響，值得留意。