內地國債市場擴張助力利率市場化

財經評述

劉雅瑩 中銀香港分析員

雖然人行可以擴充國債和國開債之外的債券（如地方債）或者貸款作為抵押品，但這些債券的信用風險等問題值得斟酌。根據2016年國務院辦公廳印發的《地方政府性債務風險應急處置預案》中的要求，「地方政府負有償還責任的債務，中央實行不救助原則」，意味監管要求是將地方政府信用與國家信用分離。

當前地方政府債務領域不斷浮現新問題，違法違規融資擔保現象時有發生。若此時基於地方債而過度擴張基礎貨幣的規模，將影響人行的貨幣紀律和市場信譽。因而，在未能全面規範地方政府發債秩序情況下，優先擴張國債規模才是上策。

自2015年放開存貸款利率上限後，人行努力實現利率市場化，利率走廊機制已逐漸成形。

最適合成為引導市場基準利率

參照全球利率市場化的國家，大多存在一個具有普遍參考價值的基準利率，而國債憑藉其信用等級高、交易量大、流通性好等特點，最適合成為引導市場的基準利率。然而，中國內地國債市場發展程度不足，尚難有效傳導國內貨幣政策，因此影響內地利率市場化的進程。

目前中國內地國債市場主要存在以下問題： 第一、中國內地國債期限結構不夠完整。國債發行品種主要集中在1年期至10年期，10年以上長期國債數量只有3%。人行研究局曾指出，中國2年以內的短期國債年度發行次數僅為美國的十分之一。

第二、中國內地國債投資者結構單一。國債主要持有者為銀行等金融機構。這些機構一般都是持有到期，導致二級市場交易不活躍。

第三、中國內地現行稅收制度導致國債定價不夠準確。目前只有中國內地企業和個人持有國債獲得的利息收入才能免稅。

結果投資者傾向將國債持有到期而非進行交易，轉向用國開債替代國債進行交易，並以國開債收益率作為基準利率的替代。

第四、中國內地國債期貨產品體系不夠豐富。國債期貨體系的不完整，使得投資者難以進行風險對沖，國債收益率因而無法直接成為基準利率。

加快發展助疏通利率傳導機制

為推進國債收益率成為中國內地的基準利率，疏通國債市場對貨幣政策的傳導，人民銀行研究局和金融研究所曾提出要進一步發展債券市場，以強化政策利率的傳導效率。其中包括： 第一、擴大國債發行規模，合理安排國債發行的期限結構、頻率和數量，以提升國債收益率曲線的完整性。人行研究局建議適當提高國債發行頻率，增加短期（2年及以內）國債發行量和發行次數。

第二、加大債券市場的開放程度，吸引更多類型與數量的機構投資者入市。同時將通過改進稅收會計等配套政策，以減少國債持有到期的比例和數量，進而活躍國債二級市場的交易。

■分析認為，在未能全面規範地方政府發債秩序情況下，優先擴張國債規模才是上策。 資料圖片

利吸引更多類型機構投資者入市

第三、完善國債收益率曲線，加快發展國債衍生品市場。這將能滿足投資者的風險對沖需求，亦有助國債收益率成為基準利率。 第四、推動資金在不同國債交易市場的完全自由流動。長期以來，內地債券市場分為全國銀行間債券市場、交易所市場、場外櫃枱市場。國債市場的割裂限制了國債收益率曲線的統一性，推動資金在不同交易市場自由流動有助解決此問題。

相信隨着未來國債市場發展步伐加快，內地國債現貨及期貨產品體系也會大大豐富，最終將有利於完善國內債市的定價機制，進而提升內地國債收益率曲線的基準作用。

(二之二)

從酒店業入手　拓「帶路」軟實力

百家觀點

高瑩樂 威煌國際投資執行董事

以習近平主席「一帶一路」倡議為標誌的中國版經濟全球化藍圖，旨在惠及更多國家和人民。經過三十多年改革開放，中國已成為世界第二大經濟體，正在從初級產品製造大國，逐步向高精度產品製造大國轉型升級。在此過程中，「帶路」倡議對沿線各國分享中國的發展機會和經驗意義重大。

眾所周知，「帶路」沿線許多國家和地區的經濟發展水平、政治體制、種族、宗教和文化千差萬別，中國必須嚴肅面對上述挑戰。首先要理順與當地政商人士和媒體等的關係，以及法理、稅務等。如果中國的軟實力跟不上，在當地的投資難免受到各種形式的打壓，包括政治或民間組織的封殺和圍堵，最後很可能無疾而終。

軟實力不足致基建投入阻力重重

外界注意到，「帶路」倡議至今的三年多，由於中國在不同國家的軟實力不足，不時令基建項目等投入阻力重重，面臨各種形式的打壓：有些勢力受美日等國非政府組織的控制，試圖攪黃中國投資；有些是因為牽涉到當事國內部的政治鬥爭；也有民間組織打着環保、人權和勞工的旗號出現，本質是為了尋求更多經濟補償；有些則是當地政府腐敗的問題產生出來的。

這方面最典型的例子是緬甸的密松水電站建設。中資為此投入幾十億元，但緬甸的非政府組織以環保、人權議題從中作梗，當地民眾為了獲得更多補償也一擁而上。緬甸政客為了選票亦隨即變卦，使該水電站建設暫停，投資遭到巨額損失。再比如，中資早前在湄公河流域的炸礁疏通航道行動，也遭到泰國非政府組織的阻撓，這些組織認為炸礁行動破壞湄公河流域的生態，導致大量魚類死亡，影響沿岸漁民的生活，要求泰國政府喊停。而中資在馬來西亞的投資亦受到當地政客攻擊，認為中國在當地變相搞殖民地。

中資應與當地建立充分溝通平台

中國企業在「帶路」沿線國家的投資過程中，應從中長期的角度考慮佈局及積極管理不同風險，同時加強與當地相關政府和監管機構的溝通。要建立一個充分的溝通平台，讓中國企業通過中資其他不同軟實力的化學作用，與當地官員、民眾作全方位溝通、協調、打好關係迴避風險絕對是重中之重。

如何提升中國在各國的軟實力 ？多年來發達國家都以投資當地酒店、媒體、文化、醫療、保險等軟實力投入，作為該地軟實力的支援。但直到今天暫未見到中國基建、金融等相關以外的行業，在沿線重點城市的配套成立「帶路」專業投資基金，在重要的媒體、酒店、文化、醫療、保險等軟實力投入，與當地官員、當地人民接軌及交流，從而支持國家「一帶一路」及未來亞投行營運投資順暢。

酒店業是投資方融入重要途徑

筆者認為，開發中國軟實力可先從酒店業做起。專業投資者都知道酒店業是一個非常專業、發展潛力很大的行業，酒店行業的覆蓋範圍是全球性的。無論國際酒店品牌或只是每間實體酒店，都涉及投資、建設、專業團隊、人員及勞工，提高引進旅遊人士，實際上是協助該地區發展，故非常容易與當地政府不同部門作友好交流及融入當地社會。

更多的例子是與當地社區、政府、市民建立良好、互動的關係，從而了解當地政商、居民的習慣需求等等外，更可以直接推廣自己國家從而提升自己國家的形象。過去數十年，幾乎每個成熟的國家都會支持其國內企業 / 國企發展國際品牌酒店，及投資其他國家的酒店資產作為融入國際及其他國家的其中一個重要戰略部署。

(二之一)

電競成投資新熱點

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

打機是任何一個年輕人都喜愛的活動，但給社會印象總是負面，宅男，不善社交，沒出息等等，正所謂行行出狀元，2017 年，隨着時代的改變和科技的進步已經令商業模式大為改變，今天打機搵錢的人已大行其道，直播打機，參加比賽等等。

超人入股 雷蛇如虎添翼

雷蛇(RAZER) 這家公司對電競迷相信一定不會陌生，包括筆者自身都是電競迷，喜愛打機的人總會擁有一隻雷蛇的滑鼠，又或是一台電競鍵盤。雷蛇是一家美國加州著名的電競裝備品牌，一直有意尋求上市集資打入中國市場，在之前一直有傳雷蛇有意在港上市，集資4億美元。

一向投資眼光獨到的長和(0001)主席李嘉誠，已搶先透過旗下投資旗艦維港投資斥資5,000萬美元投資雷蛇，雷蛇與李先生的合作對雷蛇來說絕對是拍案叫絕，隨即與旗下電訊公司3 香港合作推出多個電競推廣活動和在6月開設實體店等等，這對雷蛇是如虎添翼。

電競發展前途是無可限量，隨着流行網上直播打機極受歡迎，有報道指打機比賽的直播收視竟能超越NBA 季後賽總決賽。根據3 香港集團提供的數據顯示，於2015 年環球有接近20億人玩電子遊戲，觀賞電競的時間於去年上升19%至超過60億小時。總電玩人數預期將於2018年增加至超過25億。

電競亦準備正式成為2022年杭州亞運會正式比賽項目，多家權威性媒體如BBC、 ESPN 等更認為是時候認可電子競技，亞運會後，躋身成奧運項目絕對只是一步之差，加上近年來AR，VR 的高速發展，都是推動電競發展的主要因素之一。

同業羅技攀高潛力看好

在李先生宣佈入股後，雷蛇CEO 拒絕回應上市的傳聞，投資於電競的設備只有把目光轉移到在同類型美國上市的羅技(Logitech: LOGI) 身上。羅技是雷蛇在電競市場的主要競爭對手，規模比雷蛇大(羅技市值65億美元，雷蛇估值約20億美元) ，近年積極推廣旗下電競主線產品，此前公佈17年只是首季業績已經猛增52% ，股價衝破了07年的歷史高位，向上潛在空間仍大，電競的發展與VR/AR 息息相關，同是打機界顯咭王巨頭Nvidia (NVDA) 業績都是得到飛躍性的增長，這類增長中的公司在投資組合中不可以錯過。

A股成功「入摩」長遠意義重大

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

經過努力，在三次失敗之後，A股終於在第四次衝擊MSCI中獲得了認可，拿到了國際舞台的入場券。

雖然這幾年A股經歷了股災，投資者信心至今未能完全恢復，且相比發達市場還很年輕，但不可否認監管層還是下了功夫的，希望可以為整個資本市場打造一個較好的環境，逐步向國際市場靠攏。可能有些嘗試效果並不理想，但還是需要積極肯定的，畢竟「不積跬步，無以至千里」。

有助推進人民幣國際化

事實上，納入MSCI是推動內地資本市場國際化的重要一步，同時也有助於推進人民幣國際化。相信這只是中國資本市場的一個里程碑，但從一個更長遠的角度看，只是一個開始。除了政策制度，投資者也是非常重要的組成部分。

眾所周知，不同於西方發達市場，A股有自身的特色，即散戶佔比特別大，以至於市場炒作的風格獨具特色，讓不少西方投資者看不懂。但近期監管層不斷推進去散戶化，首先推出的，就是從7月1日起，不允許保守和謹慎型投資者炒股。加上引進國際投資者，相信在裡應外合下，市場將越來越規範及成熟。

對於「入摩」，市場的反應還是值得跟踪的。從周一開始，部分投資者開始按捺不住，偷步炒作，金融板塊造好。不過到了周二以保險為首的權重股集體調整，香港市場的中資金融股也普遍受壓，觀望氣氛偏濃，滬指和恒指均錄得跌幅。

成功闖關後的第一個交易日，大市表現還是頗為反覆的。在消息一出之後，離岸人民幣和追踪A股的海外ETF上漲。內地滬深兩市雙雙高開，但很快相繼轉跌，日內走勢反反覆覆，創業板更為疲弱，好在最後尾盤出現大幅回升，滬指最終上漲0.52%，收盤創2015年12月來高位，深成指上漲0.76%，創業板上漲0.20%。

板塊方面，早盤券商股集體高開，銀行股表現也強勁，可以說A股成功「入摩」，帶動了藍籌股普遍造好。不過，隨後升幅有所收窄。港股更是趁着好消息出貨，一早便低開90點，失守10日和20日線，一度低見25,575.98點，其後走勢反覆，早段扭腰高見25,846.52但又很快受阻回調，全日走勢疲弱。中資券商股跟隨A股市場普遍上揚，但其後亦有不同程度的回調。

資金增量初期影響不大

畢竟，從短期來看，A股入摩，最初所帶來的資金規模，對於A股這個大體量來說，真的並不算什麼，從資金增量角度來看，實際影響真的不大，更不用說還要再等待一年，即要從明年6月起，才將中國A股納入MSCI指數，反而是象徵意義，即投資者的信心和市場情緒等，影響更為直接。

A股上漲持續性待考證

總體來看，現在說滬指就此展開大升勢是不理性的，上漲的持續性還有待考證，原本的趨勢並沒有因為「入摩」出現大的改變。但從韓國和台灣被納入MSCI指數的經驗看，升幅可期。恒指仍有調整空間，但大的上行趨勢並未破壞。

產能過剩 鋰電池行業冀整合

何天仲 比富達證券（香港）資產管理部及研究部聯席董事

目前鋰電池憑藉其出色的性能，被廣泛用於消費類電子產品、動力電池、儲能電池等領域。近年智能手機等電子產品銷售增速有所放緩，但新能源汽車產銷量卻維持高速增長，因此動力電池已超過消費類鋰電池，成為鋰電池的主要增量，其佔比也在不斷提升。不過，經過一輪擴張之後，目前內地鋰電池行業已出現結構性產能過剩問題，行業整合或會提速，其發展值得關注。

鋰電池是以金屬鋰或其合金為負極材料的電池，具有高能量密度、高電壓、壽命長、無記憶效應、對環境污染較小等優點，被廣泛用於手機、筆記本電腦及新能源汽車等上。

不同的應用場景對鋰電池的要求也有所不同，以智能手機為例，其對電池的尺寸和安全性要求不斷升高，對電池材料的要求也明顯高於動力電池。

消費類電子產品是鋰電池應用最早亦最為成熟的領域，代表者為手機和筆記本電腦等。據工信部統計，今年1月至4月，內地共生產手機6.08億部，同比增長9.8%，其中智能手機4.54億部，增長10.9%，佔手機總產量比達74.7%；共生產筆記本電腦5,096萬台，同比增長11.3%；平板電腦2,361萬台，同比下降14.4%。雖然近年消費類電子產品的增速有所放緩，但其用戶體量龐大，滲透率仍具提升空間，相關鋰電池產品仍具增長潛力。 目前鋰電池的增長主要來自動力電池領域。新能源汽車的迅速發展，顯著帶動了鋰電池的需求增長。

動力電池佔比升 增量大

據中國汽車工業協會統計，2016年內地新能源汽車產銷量分別為51.7萬輛和50.7萬輛，同比增長51.7%和53%。其中純電動汽車產銷量分別為41.7萬輛和40.9萬輛，同比增長63.9%和65.1%，帶動內地汽車動力鋰電池產量增長至30.8GWh，同比大增82%。

今年新能源汽車產銷量表現依然強勁。據統計，今年1月至5月，內地新能源汽車產銷量分別為14.7萬輛和13.6萬輛，同比增長11.7%和7.8%。其中純電動汽車產銷量分別是12.2萬輛和11.1萬輛，同比增長22.8%和20.7%。由於一季度是新能源汽車銷量淡季，隨着下半年有更多政府補貼車型推出，今年全年新能源汽車銷量料仍將錄得大幅增長。相應地，內地動力電池企業也紛紛擴張產能，預計今年內地動力電池產能將高達180GWh，產能過剩狀況或進一步加劇。

鋰電池作為一種重要的儲能設備，暫未有其他產品可完美替代，增長潛力仍吸引。具體應用上，未來幾年，智能手機等電子消費品的銷售增速或進一步放緩，不過純電動汽車增長動力仍大，動力電池可望維持高增長勢頭，惟產能過剩問題已經浮現，行業整合在所難免，值得留意。

聯儲局由鴿轉鷹　新興市場所受影響較大

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

聯儲局上星期議息後，今年以來第二次宣佈加息。但投資者的重點不在於加息與否，而是聯儲局公佈了縮表的詳細內容，但未有確定時間表。究竟縮表對美國以至全球經濟會帶來什麼影響？美股又何去何從呢？

先了解聯儲局的資產負債表分佈。在金融海嘯前，聯儲局資產負債表內所持有的資產大部分是國債，並沒有投資於按揭抵押證券(Mortgage Backed Securities) (MBS)。其餘的是正回購協議、聯儲局其他資產及外幣計價資產等。

經過三次量寬後，國債於資產負債表的比率仍然是最高，但比率回落至只有大約55%，而MBS由沒有，變為佔大約39%。目前聯儲局的資產負債表規模約4.5萬億美元，而國債及MBS大約分別為2.47萬億美元及1.78萬億美元。國債方面，短期國債所佔的比率明顯下跌，由金融海嘯前的大約45%，降至今年初大約一成左右。相反，中長期的國債所佔的比率卻明顯增加，反映聯儲局過去幾年主要是透過買長債，令長期息口下降，以刺激經濟增長。

聯儲局縮表時間較預期為早

聯儲局是次公佈的縮減資產負債表規模，分開國債及MBS兩部分。國債方面，初期每個月設定的上限為每月60億美元，而到期金額超過60億美元的，才進行再投資。之後未來一年，每三個月調整一次額度，直到300億美元。至於MBS方面，上限設定為40億美元。若到期金額超過40億美元，才進行再投資。而未來一年內，每三個月調整一次額度，直到規模達到200億美元。聯儲局縮表基本上與市場的預期沒有太大分別，只是縮表的時間較市場預期為早。

不論是在市場出售證券，或停止再投資證券，所帶來的效果在於令市場的流動性趨緊。而由於聯儲局目前所持有的國債，主要是長年期為主，故可能令市場的長期國債供應過剩，從而推高利率。由於市場的利率中軸預期上調，故在一定程度上帶來加息的效果，而到時國債收益率將會較為陡峭。由於債券及資產對長期利率的敏感度可能較高，故對資產價格的影響將會較為明顯。

縮表後料資金將會重回美國

在金融海嘯後，聯儲局推出的寬鬆貨幣政策及超低利率措施，令資金流向主要新興經濟體，以及美股等較吸引的資產。但聯儲局縮表後，預期資金將會重回美國。據一些金融組織的資料顯示，近兩年流向新興市場的資金有持續下降的情況，以今年以來最為明顯。

若美國聯儲局同時加息及縮表，預期將會先影響新興市場，特別是個別經濟較脆弱的國家，或存在雙赤問題的國家。之後，這情況將會傳導至其他已發展國家，到最後美國經濟亦會受到影響。若聯儲局縮表的情況持續，意味將會有更多資金流出新興市場。

據國基會最新的統計指出，新興市場國家政府債務似乎有惡化的跡象。政府債務佔GDP的比率，已由2007年時的12%，升至去年的接近五成。財赤佔GDP的比率，亦由2007年時大約1%，升至去年的大約5%。

由於縮表對較長期的利率的影響較大，故要留意資產價格的敏感度所帶來的影響。另外，聯儲局的縮表行動，可能令較多資金流出新興市場，故要留意相關國家的財政情況會否進一步轉差。

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。