

# 市場監管趨完善 人民幣債有望納國際核心債券指數 內地債市回暖 投資者復青睞

凜冬籠罩一年有餘的內地債市，在2018年開年之際開始活躍，如房企境內發債融資暗中鬆綁、新型債券落地、境外機構踴躍購買人民幣債等。對此，業內人士在接受香港文匯報記者採訪時均表示，儘管內地債市利率繼續上行空間有限，但隨着人民幣升值吸引外資流入，以及人民幣國際化的推進、加上市場期待債券通「南向通」年內將開通，債券市場可迎來回歸基本面的格局，對今年債市走勢前景樂觀。

■香港文匯報記者 孔雯瓊 上海報道

今年債市開局出現「乍暖」現象，1月22日10年期國債期貨盤中大漲0.35%，10年期國債收益率大幅下行逾4個基點(BP)；1月24日債券市場指數再次小幅上漲，國債期貨走勢小幅收高。但對於這些回暖跡象，業內指並不足以視為「正式開春」，且認為強監管作用至今影響債市。

## 強監管仍壓抑債市

工銀國際首席經濟學家、董事總經理程實接受香港文匯報記者採訪時表示，去年底至今年初，對債市的監管政策密集出台，對配資需求造成打擊，造成了長端利率上升，尤其是去年經濟超預期增長，也給債市增加了壓力。

信達證券固定收益分析師胡佳妮用一組數據表明當前債市的壓力情況，她向記者透露，自去年四季度至今，二級市場上國債收益率上調89個基點，企業債方面利率則上升70基點；一級市場非金融企業債近5個月推遲和發行失敗的債券規模達300億元至400億元(人民幣、下同)。總體而言債市目前仍處於較弱水平，市場信心亦不強。

## 熊債中現活躍暗湧

一個有趣的現象是，就在債券依然沒擺脫熊市狀態時，近期的一二級市場中卻有不少較為活躍的現象，無論是政府、企業或投資者，都在高利率的市場中有所動作。

最明顯的就是房企發債的破冰，消息稱，目前地產債審批速度在明顯加快，從上交所披露數據顯示，自去年四季度以來，上交所已經批准了19家開發商21隻債券合計超過762億元公司債的銷售計劃。

此外，創新債券也在近期相繼問世，如龍湖50億元住宅租賃債獲批成為全國首單住宅租賃債；內地第一例「一帶一路」建設公司債券正式發行，這些均意味着債市中又有新產品正式落地。同一時間，還有不少機構甚至國際機構開始尋求投資內地債市的機會。

對此現象，業內稱發債活躍還是和融資需求有關，儘管利率高企，但內地發債仍不失為最直接的融資渠道之一，而機構的試圖進場，則反映出預判利率下行的可能性。

## 學者料今年走勢樂觀

雖然不否認當前債券市場依然熬冬，但綜合去槓桿進程來看，不排除今年債市回穩的可能性。

德國商業銀行中國首席經濟學家周浩對香港文匯報記者表示，當前國債接近4%、金融債接近5%的利率水平都可謂處在歷史高點附近，因此年內再度走高的可能性不大，且隨着去槓桿進入中期階段，他對內地債市在整個2018年的長期走勢不會太悲觀，特別是今年下半年去槓桿如可以除去泡沫時，後期債市不排除利率走低，價格上漲的可能。

程實持相同觀點，他指出本輪債市調整自2016年3季度開始已維持了超過一年時間，市場對宏觀因素和強監管的預期部分已反映，因此，這些因素對債市的邊際影響在2018年或會有所減弱。總體上國債收益率再往上升的空間有限，預計10年期國債收益率或在3.6%至4.1%的區間波動。



近期地產債審批速度在明顯加快，自去年四季度以來，上交所已經批准了19家開發商21隻債券合計超過762億元公司債的銷售計劃。

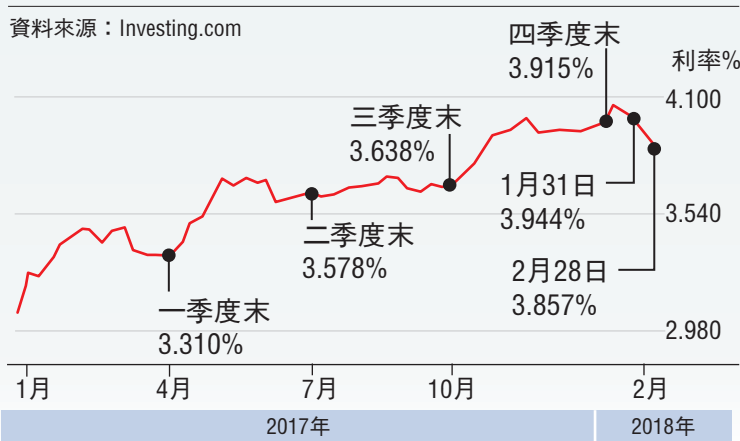
## 債市的活躍點

- 地產債鬆綁，審批房企發債提速
- 年初租賃住宅債、「一帶一路」債券新品種落地
- 境外投資者購買內地債券熱情高
- 債券通「南向通」今年有望開通
- 人民幣債有望納入國際核心債券指數

## 債市壓力表現

- 近期債市監管政策密集出台
- 當前國債接近4%、金融債接近5%利率
- 近5個月推遲和發行失敗的債券規模達300億元至400億元
- 2017年全年債券市場共發生49隻債券違約

## 中國10年期債券收益率



## 專家解讀



工銀國際首席經濟學家、董事總經理程實

去年至今對債市的監管政策密集出台，對配資需求造成打擊，造成了長端利率上升，也給債市增加了壓力。



德國商業銀行中國首席經濟學家周浩

當前國債接近4%、金融債接近5%的利率水平都可謂處在歷史高點附近，因此年內再度走高的可能性不大。

圖：香港文匯報上海傳真

# 國際投資者持續買入

極具潛力 2018年人民幣走勢凌厲，在1月份人民幣兌美元升值3.5%，吸引外資持續流入內地。雖然個別債券發生違約事件，令投資者對內地債券有擔憂，不過這些並沒影響國際投資在內地的持續配置。伴隨着美元走弱和人民幣的升值，再加上內地的利率仍遠高於美國和歐洲，內地債市顯得非常有吸引力。

## 認可內地去槓桿政策

有聲音指國際投資者對內地債市含有擔憂情緒，周浩向記者指出這樣的說法並不正確，目前內地債市動向由去槓桿主導，投資者正是因為認可去槓桿才明白因此帶來的一些負面效應，總體上並不存在擔憂內地債市一說。

記者了解到，在去槓桿的大背景下，會導致債市流動性緊縮，並由此引發債券違約兌付情況發生。Wind數據統計顯示，2017年是去槓桿為主旋律的一年，市場上因此出現49隻債券違約。不過業內多數偏向認為，違約的出現是強監管下的陣痛，之後市場才可優勝劣汰走向健康良性軌跡。

顯示，2017年12月境外機構單月增持人民幣債券達401億元，增持幅度相較11月明顯反彈。招商證券分析認為，國債成為12月份境外機構的主要增持方向，並在境外佔比上升至4.97%的歷史新高。

## 人民幣債加快對外開放

近期德意志銀行集團一份報告指出，人民幣債券可能於2018年中期納入主要國際債券指數之一的JPM-GBI指數，其判斷正是基於內地繼續深化金融改革的準備，還有就是人民幣的企穩。程實認為國際上對人民幣債券的看好，除宏觀因素外，人民幣國際化的推進也是當中的推手。

他稱內地債市對外開放已步入「快車道」，一旦納入國際核心債券指數，還可刺激隨債券指數的基金配置需求大量湧入。

## 境外機構增持國債

顯然，因為違約風險而因噎廢食的國際投資者其實並不多見。程實透露，境外機構持有內地人民幣債券量已從去年初8,200億元(人民幣，下同)增長至超過11,000億元，這反映了國際投資者正在加大對內地債市的配置。此外，隨着內地經濟超預期反彈、人民幣回穩下，國際對內地債市的憂慮已大大降低。

另據中債登與上清所最新公佈數據



隨着人民幣逐漸回穩，國際對內地債市的憂慮已大大降低。

# 中企紛擴海外發債規模

融資 就在近日舉行的達沃斯論壇上，中央政治局委員、中央財經領導小組辦公室主任劉鶴表示「未來三年時間，使宏觀槓桿率得到有效控制」，被業內認為是去槓桿還有三年之期，因此推測到2020年的一段時間內，內地融資依然困難重重。

## 房企爭匯率窗口期

在此背景下，不少中資企業擴大了海外發債規模，尤其是以房地產行業首當其衝。據債券評級機構穆迪研報顯示，內地納入評級的52家房企中，有超過七成債券在2018年到期，總額392億美元(約2,477億元人民幣)。出於償還壓力和融資成本，今年以來，富力、碧桂園、世茂以及旭輝等4家房企在香港發債超過200億港元(約162億元人民幣)，還有泰禾、金科等在1月裡在境外各自發行了數億美元債券。

有地產業內人士稱，當前行業內爭相海外發債，除了內地融資壓力，亦是在爭奪匯率窗口期。目前人民幣穩定後表現出升值，因此大量發行美元債在方便融資的同時還

可因為匯兌產生收益，從而最大程度降低成本。

## 騰訊發債50億美元

因此除了房企外，其他企業目前亦在大規模的海外發債，1月互聯網巨頭騰訊發債50億美元，10年期和20年期美元債券收益率分別為3.6%和3.93%，5年期固定利率美元債券收益率為2.99%。

另據彭博統計顯示，去年中資美元債發行數量達2,157隻，融資額總計3,139億美元，相較往年有爆發式增長。業內稱，如內地債市利率高企疊加人民幣升值因素，料今年境外發債的規模還有望達到一個新高水平。

## 中資企業海外發債情況(公司公告和公開報道)

公司	發債時間	發債情況
碧桂園	2018年1月	8.5億美元債+156億港元債
金科地產	2018年1月	總額不超過10億美元債
旭輝集團	2018年1月	3億美元優先票據+30.94億港元債
騰訊	2018年1月	總規模50億美元的債券
上海銀行	2018年1月	5億美元高級無抵押信用增強債券
紫光集團	2018年1月	18.5億美元無評級高級債券
螞蟻金服	2017年5月	達成35億美元的債務融資

# 「債券通」上線 港優勢明顯

互聯互通 提及國際投資者進入內地債市，肯定會讓人想起債券通的功勞。自去年7月起，「債券通」上線運行，允許境外投資者經由香港與內地基礎設施機構之間在交易、託管、結算等方面互聯互通的機制安排，投資於內地銀行間債券市場。業內稱債券通具有明顯優勢，活躍一二級市場的同時亦增加境外企業在內地的資金運作。不過當前利率過高的局面也是需待改進之處。

## 境外投資者積極參與

債券通北向運行半年多來，參與機構不斷增加，交易量亦逐步擴大。胡佳妮稱，從境外投資者在內地銀行間投資份額來看，2017年7月是佔比1.9%，但這個數字到了12月是2.4%，可見份額明顯上漲，另外上清所同業存單自去年7月至今年亦增加許多投資規模佔比。

程實認為，債券通是成功為境外投資者提供直接投資到內地債券市場的

渠道。除二級交易外，也讓境外投資者可參與至內地債券一級發行市場，同時也吸引了一些境外機構透過債券通在內地發行債券。

對於香港企業或其他國際企業選擇內地發債，程實稱在人民幣流動性更充裕的條件下，發行利率或會更低，並且資金直接運用到內地也較為方便。胡佳妮也認為，在境內外資金流動嚴監管的情況下，對於在內地有業務或發展需求的境外企業，的確是在內地發債更為便利。

## 債市聯通亟待改善

作為創新事物，債券通仍有不少問題亟需改善。諸如資金匯兌實際性較差和稅收問題還有待明確，其次便是目前內地市場存在一個高利率的問題。

胡佳妮表示，儘管香港乃至境外機構到內地購買債券數量提升，恰逢內地資金成本較高時期，發債依然不是最好時機。目前香港債市無論是美元債還是人民幣債都可發行，因此並不



有傳債券通「南向通」將於今年推出。

將內地市場視為發債首選。反而內地不少大型的國企，諸如石化、電網等企業反而選擇成本較低的香港市場發美元債。

## 「南向通」有望今年推

今年市場關注債券通的部分還包括是否開放「南向通」，業內稱內地投資者亦對香港債市有興趣，如若開通可進一步增加內地市場和境外的聯動性。

此外，還有消息稱「南向通」有望在年內推出，渣打銀行環球人民幣應用策略主管凌嘉敏透露，內地外匯儲備較穩定，資金外流壓力已減輕，因此料「南向通」可於今年推出。