

中國債市開放 風控能力待增

財經評述

鄧志寰 中銀香港首席經濟學家 劉雅榮 分析員



中國正穩步壓縮影子銀行和地方隱性債務，並通過金融供給側改革來多元化企業的融資管道，有利人民幣穩定。資料圖片

亞洲主要經濟體債券市場開放的經驗表明，中國債券市場國際化需要依託穩定的經濟基本面和持續優化的債市結構。在此過程中，中國可將債券市場開放與人民幣國際化相互配合，以提高人民幣及其計價資產對外資的吸引力。最後，還需相應提高風險管控能力，以應對資本自由流動下的外部衝擊。

目前，中國正從高速增长階段轉向高品質增長階段，隨着經濟結構轉型升級，未來高新技術產業和創新型企業將成為中國經濟增長的新動能，這有利於中國維持可觀的經濟增速和相對較闊的中美利差。

另一方面，中國正穩步壓縮影子銀行和地方隱性債務，並通過金融供給側改革來多元化企業的融資管道，這將能穩定中國宏觀槓桿率 and 增強金融系統穩定性，有利於人民幣的穩定。因此，從長期來看，中國良好的經濟基本面、相對較高的債券收益率，和不斷

強化的金融穩定性將增強人民幣資產的吸引力，有望提升外資的配置意願。

信用債整體佔比待加強

當前，中國債市規模可觀，債市存續餘額達86萬億元，為全球第三大的債券市場。但其廣度和深度仍有提升空間，一方面中國債市存續餘額/GDP僅90%，不及發達國家的200%。另一方面，中國債市以國債（57%）和政策金融債（25%）為主，信用債佔比較小（5.3%），且中國債市的換手率和流動性仍較低。今年以來，中國提出金融供給側改革，着力提升包括債市在內的直接融資管道，亦減少企業對銀行體系的依賴。同時，中國政府持續優化債券市場的基礎設施和配套制度，如拓寬外資進入中國債市管道、明確境外機構投資中國債市的稅收政策、對國際評級機構開放中國信用評級市場、以及簡

化交易過程和提高交易效率。未來，中國可通過完善債市結構，提高市場透明度和流動性，繼續吸引外資進入。

近幾年境外機構對中國債券增持規模逐年提升，2015年至2018年境外機構增持的人民幣債券規模分別為801億元、1,009億元、3,462億元和5,218億元。對中國債市而言，由於中國國債收益率相較於發達國家具有一定優勢，且中國經濟基本面和金融系統表現穩定，納入國際債券指數將能在未來2年至3年內為中國債市帶來可觀資金流入。

今年4月起，人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券被正式分階段納入彭博巴克萊全球綜合指數。此外，當時也於2018年將中國納入其旗艦指數WGBI的觀察，並將在9月宣佈是否正式將中國債券市場納入WGBI。目前，全球三大債券指數管理的資產總額約為4萬億至4.5萬億美元，將中國債券納入其中

後，中國債券在各指數中所佔比重將約為5%至10%，短期可以帶動約2,000億美元的國際資金流入。假設3年內國際主流債券指數完成將中國債券的全部納入，將能吸引約3,500億美元的被动資金流入中國債券市場。

提升金融市場定價能力

金融市場開放下增量資金的進入會增強中國與歐美等主要發達國家的利率聯動性，在危機時期或流動性惡化時期或加大外部環境對中國金融市場的衝擊，因此中國亦須提升風險管控能力，以避免資金自由流動造成金融市場的無序波動。參照東南亞國家的經驗，在開放資本市場的同時，需要優化國家融資結構、提升金融市場定價能力，穩定國內經濟增長，以及實施有效的金融監管體系，以防止資金自由流動導致金融市場動盪和危及國家經濟發展。（本文有刪節）

風險資產反彈 保持警惕之心

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

全球市場眼下狀態很微妙，隨着市場情緒修復，風險資產普遍自低位反彈，投資者一面享受着從股市和大宗商品等帶來的盈利，一面還是在擔憂全球風險和經濟增長。尤其是IMF在最新報告中下調對全球經濟增長的預測，亦將美國今年經濟增長預測下調至2.3%，3月還出現過美債收益率曲線倒掛，引發全球投資者恐慌。

美國經濟數據好壞不一。從信心指數看，消費者對於經濟前景的樂觀信心正在動搖，對稅改帶來的利好影響正在減退。4月密西根大學消費者信心指數意外回落，低於預期，是今年來首降。就業方面還算強勁，至少最新的非農數據意外走強，但薪資增速不及預期。通脹方面，3月CPI為2018年1月以來最大升幅，不過核心CPI不及預期，升2%。PPI則大幅上升，是5個月來最大月度升幅，但主要是因為汽油成本上升所致。最新褐皮書下調部分地區的經濟展望。

美聯儲偏鴿 歐洲仍乏力

美聯儲從去年最後一季轉變態度，今年內可能不會再有加息，就是考慮全球經濟環境轉差、經濟增長放慢的大環境，加上全球風險高企，以及美國不可能一直保持

高速增长。美股做出反彈，已經再次逼近歷史新高，但調整壓力同時也在增加。美匯指數保持在高位震盪，缺乏進一步走高動能。

歐洲經濟繼續放緩，同時受到地緣政治風險的影響，包括脫歐和最新美歐貿易戰。最新公佈數據驗證這一點，但也有一些樂觀表現。歐元區4月綜合和服務業PMI初值為3個月低點，製造業PMI倒是9個月來首次反彈，但仍低於榮枯線。德國4月製造業PMI初值為44.5，創下了近9個月以來的首次反彈，但不及市場預期，且已是連續第四個月在榮枯線之下徘徊。法國PMI在經過前月的大幅回落後，綜合PMI及服務業PMI雙雙出現小幅反彈，重回榮枯線上方，但製造業PMI再度回落，刷新近三年來最低點。

雖然有部分數據意外走高，但還不能就



中國今年第一季經濟開局平穩，投資者信心增強。資料圖片

此簡單判斷經濟將逐步回暖。歐央行保持鴿派，德拉吉近期表示歐元區經濟仍需要大規模的貨幣政策支持，來應對壓低成長和通脹的外部風險，必要時已經準備好所有工具。

內地經濟數據好轉

中國數據有意外表現。今年第一季經濟開局平穩，投資者信心增強，資本市場相當活躍，A股放量上漲。最新公佈的GDP高於預期，增長6.4%。1月至3月固定資產投資同比增長6.3%。全國規模以上工

業增加值按年增長6.5%。認為經濟見底的聲音增多。

不僅如此，中美貿易近期不斷傳出樂觀信號，最新消息是可能最快會在下旬月底簽署協定，對於在貿易戰陰霾下許久的中國經濟是利好。在本周中國人民銀行會議公告中，將中國經濟從前季的平穩發展變為健康發展。當前的貨幣政策短線內或有調整，但現階段還將延續觀察階段的謹慎態度。

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

提振民企 有助推動內需

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

國務院總理李克強在今年政府工作報告中提到，今年經濟增長目標定於6%至6.5%，目標低於去年的6.5%左右。而國家最新公佈第一季GDP增長為6.4%，雖略勝預期，但在內地經濟出現下行壓力及出口受壓的情況下，積極推動內需成為維持經濟動力的重要一環，當中心企扮演關鍵角色。

港商面對嚴峻經營環境

過去數年，隨着全球經濟放緩，香港廠商深深感受到影響。去年中美爆發貿易摩擦，更進一步將問題浮現，出口訂單減少、關稅增加，令港商面對更嚴峻的經營環境。不少港商縮小內地的生產規模，甚

至選擇撤出內地。

這個情況對內地也有影響。維護社會穩定是國家的重要考慮之一。隨着港商撤出，就業職位減少，民工失業率因而上升，導致整體社會氣氛趨向悲觀。

當然，國家領導人高瞻遠矚，近年已積極把經濟由原來的出口與投資主導，轉型至由內需消費推動。國家發展和改革委員會主任何立峰曾在去年全國兩會上透露，國家現在有近14億人口，迅速成長的中等收入群體，不完全統計有4億多人口。隨着國家人民富起來，中產階層增加，對優質產品有更大的需求，港商在內地製造的優質產品，可以用作內銷以滿足需求。

然而，有關過程卻遇到不少關卡，例如

稅項、國內客戶信貸及貨款問題等，當中特別是民企得不到銀行支持，融資遇到不公平對待，被迫支付高利息，繼而出現拖欠貨款，港商有交貨的擔憂，影響整體經濟鏈。故此，促進民企發展非常重要，個人有3個建議。

首先，國家可以透過加快金融改革，令銀行為有能力的民企提供適切借貸服務，協助它們資金周轉，避免支付高利息。就此，國家銀行保險監督管理委員會提出的「一二五」目標，對民企申請銀行貸款有一定幫助。

善用國企網絡提供扶助

其次，國家可以借用強大的國企系統，

在資金及網絡方面扶助民企，例如聘用合適民企作為生產上游部件的供應商及利用國企現時的網絡，錯位協助民企開拓市場等，均有助民企有相對穩定的收入。

最後，國家可以為中小企提供稅務優惠。中小企普遍面對資金不足的問題，因此稅務優惠有助紓緩中小企的資金壓力，令他們有更多的流動資金，應付日常營運及支付貨款所需。

隨着國家的政策配合，港商、民企及內地消費者可以合力推動內需，達至三贏。港商可以向內地銷售貨品，民企可以提供更靈活及市場化的服務，內地消費者可以購買優質產品，從而為國家的經濟發展實現最大效益。



歷史數據顯示中國政府債券能夠帶來具吸引力的投資機會。資料圖片

過去10年，中國境內人民幣計值債券市場快速發展。2008年，人民幣債券總值佔中國名義國內生產總值的比例低於50%。截至去年，該數字已升至95%，而中國境內債券市場現已成為世界第三大債券市場，僅次於美國及日本，截至去年第二季總值接近12.3萬億美元。

佔環球債市比例增長強勁

中國人民幣債券佔環球債券市場的比例已錄得強勁增長。2002年，中國人民幣債券的比例僅為0.9%。國際清算銀行的數據顯示，截至去年，該數字已升至11%。然而，在今年4月初之前，中國在環球主要債券指數中並無任何份額。

人民幣計值的中國政府債券於4月初起納入彭博巴克萊環球綜合指數。這是最受廣泛關注的環球債券指數之一，截至去年12月，追蹤基準指數的基金總值達2.5萬億美元。

巨量資金湧入中國債市

Andrew Rymer 施羅德投資評論員

納入程序將於20個月內分階段進行，中國債券在指數中所佔最終配置比重為6%。鑒於這僅代表中國債券在環球債券市場中的一半比例，該數字仍有上升空間。

其他指數供應商亦在考慮納入中國境內政府債券。其中包括富時世界政府債券指數及摩根大通環球債券指數新興市場指數系列。

對大部分追蹤型基金或指數基金而言，他們的投資委託書將會要求他們在指數納入後投資於境內人民幣債券。與此同時，主動管理式基金亦需要投資於人民幣債券，或透過減持基準而建立風險持倉。按目前價格計，僅彭博巴克萊環球綜合指數納入一項即有望吸引約1,510億美元資金流入，若其他指數亦跟隨將中國境內債券納入其中，資金或會跟隨湧入。

波動性方面，中國境內債券的波動性相對較溫和，而按經回報調整後的波動性計，歷史數據顯示中國政府債券能夠帶來具吸引力

的投資機會。

人民幣債券市場具有種類豐富及效率不足的特點，這將使主動式基金經理有機會獲取高於市場水平的回報。政府及非政府債券板塊均存在投資機會。非政府債券板塊的規模通常大於純政府債券板塊，並具有獲取信貸息差的機會。

國際信貸評級機構對中國人民幣債券市場的研究投入小於其他環球債券市場。這為主動式基金經理帶來獲取評級套利的機會。重要的是，投資者需要理解人民幣債券市場的細微區別。特別是發行實體的資本結構、當地的破產法律及中國會計準則。深入理解這些因素對於識別發行人的基本因素與其評級之間的不一至至關重要。

此外，中國政府債券與其他政府債券市場之間的關聯性極低。因此，將它們納入環球債券投資組合能夠帶來具吸引力的多元化優勢。

灣區政策刺激 橫琴寫字樓回暖

陳瑞燊 中原橫琴區域總監

4月橫琴市場交投持續活躍，受珠海人才優惠購房、橫琴加強辦公虛擬地址管理等政策影響，市場睇樓氣氛熾熱，寫字樓交投逐步回暖，住宅成交量保持上揚。

租金補貼吸引澳企進駐

自2月中旬橫琴出台辦公虛擬地址管理政策，從無條件申請加強至限制部分企業申請入駐虛擬地址，使不少企業開始出動物業寫字樓單位，帶動睇樓量上漲，雖未見成交量大幅增長，但交投已開始回暖。其中，保利國際廣場最受買家青睞，主因該項目現樓發售，面積約735方呎至45,000方呎超甲級寫字樓，總價約210萬元（人民幣，下同）起，加上處於橫琴政務核心區中心位置，周邊政府機構環繞，因而吸引眾多買家關注。

此外，橫琴3月中出實施鼓勵澳門企業在橫琴跨境辦公措施，給予跨境辦公企業最高每月每平方米70元租金補貼，吸引不少澳門企業有興趣轉至橫琴跨境辦公，加上全國首個跨境辦公試點樓宇「橫琴總部大廈」已在3月底正式運營，因而帶動橫琴寫字樓租賃逐步活躍。

受惠珠海人才優惠購房政策，橫琴住宅自農曆新年後交投持續火爆，特別是位處橫琴口岸的灝怡天攬備受買家歡迎，皆因部分樓層直接連通橫琴口岸，交通便捷。項目近期再加推單位，面積介乎約41平方米至70平方米，總價約150萬元起，因此刺激成交量連連不斷。

展望未來，預料隨着橫琴優惠政策、人才政策的持續實行，相信進駐橫琴的企業將不斷增多，市場對寫字樓的租賃需求將進一步擴大，預估橫琴寫字樓4月交投量將較上月提升一成，住宅將保持熱度，成交量或橫行。



隨着橫琴優惠政策、人才政策的持續實行，相信進駐橫琴的企業將不斷增多。圖為麗新橫琴創新方項目。資料圖片

境內債券投資渠道改善

中國政府對境內投資者實施資本管制，導致中國的資本流入及流出均受到控制。然而，過去10年來，當局已採取措施改善國外投資者的投資渠道，未來將繼續推出相關措施。中國境內債券獲納入指數（以及部分境外A股自去年起持續納入指數）表明中國正不斷融入環球金融市場。

國外投資者可透過多項計劃投資於境內債券市場。其中包括合格境外機構投資者(QFII)、人民幣合格境外機構投資者(RQFII)、中國銀行間債券市場(CIBM Direct)以及由香港交易所推出的債券通(Bond Connect)。

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。