

## 中國資本可兌換和金融市場開放新進展

滬港融慧

當前，因為中美貿易摩擦，以及美國金融市場調整等趨勢帶動，全球流動性呈現重新配置的調整格局。據觀察，一些全球主流的資產管理機構為了避開歐美市場可能出現的調整，希望在全球尋找有深度、交易進出自由、符合其交易習慣、而且最好與歐美市場相關性較低的市場。

對比全球市場，中國內地的人民幣資產市場可以說是高度符合這些國際資本的備選市場，只不過因為歷史原因，中國金融市場的開放程度有限，導致外資往往只能在門外徘徊。與此相對應，伴隨着中國經濟結構的轉型，中國的國際收支結構也在逐步變化之中，來自貿易項下的盈餘可能會逐步減少，資本項目的流入會對整個國際收支的平衡發揮更大的作用。在這樣的內外條件下，可以看到，中國的金融市場開放力度在穩步提高，資本項目開放也在探索出新的趨勢。2019年7月20日「國11條」的頒布、9月10日QFII和RQFII投資額度限制的取消，都可

以說是在這樣新的海內外背景下中國金融市場開放進程中的標誌性事件。

從國際經驗對比分析，如果一個國家完成了經常項目的兌換，那麼在7到10年時間裡，資本項目的開放能夠完成。就中國而言，經常項目可兌換在1996年的12月1日已經成功實現，資本項目的開放問題，受到更大的關注，十八屆三中全會明確提出「加快實現人民幣資本項目可兌換」。「十三五」規劃綱要繼續提出「有序實現人民幣資本項目可兌換」。然而，由於2015年中國內地的股市動盪及2016年人民幣短期內面臨的貶值壓力，導致資本賬戶開放進程明顯趨於審慎。2017年，十九大報告中提出「開放帶來進步，封閉必然落後」的重要論斷，再次展示了中國在新的國際環境下積極推動金融開放的決心。從中國資本項目可兌換進展看，當前主要有以下特點：

### 跨境配置發展相對遲緩

根據IMF《匯兌安排與匯兌限制年報》

巴曙松 香港交易所董事總經理兼首席經濟學家

(2018)，在七大類四十項資本項目的交易中，中國共有38項資本項目實現了部分可兌換、可兌換以及基本可兌換，在總交易項目中佔據的比例為95%，完全不能兌換的項目僅有2個。表面看，中國距離實現人民幣資本項目可兌換的目標並不遙遠。但實際上，只有直接投資為代表的10項實現了可兌換，證券投資和其他投資只是部分可兌換，衍生品交易、居民與非居民間跨境融資等少數領域依然不可兌換。

### 一級市場開放程度較低

部分資本項目可兌換程度的不足，導致了跨境資本資產配置渠道狹窄、配置效率低下、缺少風險對沖。比如，在QFII/RQFII額度取消前，其額度使用率就一直較低。截至2019年8月末，QFII總額度3,000億美元，共292家機構獲得額度1,114億美元，使用率37%。RQFII總額度1.99萬億元人民幣，使用率僅35%。另一方面，中國居民對

海外的資產配置偏低。內地居民海外資產配置比例目前總體上約4-5%，90%以上的居民沒有海外配置，而發達國家居民海外資產配置比例平均在15%以上。特別是近幾年，海外資產配置需求旺盛與嚴格的資本管制已成為一對較為突出的矛盾。

對於股票二級市場，2002年中國正式引入QFII制度，2019年9月10日，QFII額度限制全面取消，結合2014年滬港通、2016年深港通、2017年債券通的正式啟動，中國的資本項目在股票和債券二級市場的跨境投資上已基本實現了較大幅度的開放。

### 不同子市場進展不一致

針對境外企業在境內一級股票市場的發行，仍是中國資本賬戶交易中不可自由兌換的部分，不過，考慮到滬港通和深港通已經覆蓋二級市場，從機制上和法律法規上，將互聯互通延伸到一級市場，從而以可控的方式實現境外企業在境內一級市場的發行，應

當是可行的方案。

與發達國家相比，中國金融市場開放程度還較低，股票市場、外債市場、外匯市場等都加大了對國際資本的引入，但不同子市場的開放進展並不一致。在外債市場的開放上，國家外管局已逐步建立健全相應的宏觀審慎監管框架，逐步開放的條件也應當基本具備，2018年底全口徑外債餘額19,652億美元。外匯市場開放步伐也有所加快，但參與銀行間外匯市場的外資機構仍然不多，交易佔比不足1%。隨着金融市場對外開放提速，國際投資者進入境內的時候，也需境內市場提供金融衍生品工具進行風險管理，因此，逐步開放金融衍生品市場，也是金融市場開放的客觀要求，同時也是提高中國價格的國際影響力的需要。目前，人民幣計價的原油期貨在上海國際能源交易中心上市，並允許外國投資者參與，外國投資者也被允許在大連商品交易所買賣鐵礦石期貨，這也表明金融市場開放在商品領域也取得了新的進展。(三之一)

## 脫歐協議有風險 英鎊波幅料擴大

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

形象和作風與美國特朗普頗為相似的約翰遜，一上來就撂下狠話，不會拖延脫歐的期限，不排除硬脫歐。

”

投資者一開始還是對他有一些期待的，但畢竟脫歐的問題實在不是簡單的問題，涉及到的利益和關係太多，約翰遜也不得不碰壁。8月還想強行延長國會休會期，引發一片爭議，該舉動之後更被法院裁定為不合法。

### 英國經濟增添陰霾

面對脫歐的不明朗性，英國經濟風險亦增加，英國央行也不敢貿然行動。不僅如此，全球經濟下行壓力顯著，尤其是貿易戰停打談話已經許久，對現有經濟來說更是雪上加霜。如此一來，英鎊疲弱也已經不是一兩天，今年主要是從第二季度開始，下行趨勢非常明顯，失守多個重要支持位，大部分時間都受制於50日線，在九月還一度創年內新低至1.1959。

隨着10月底脫歐的大限越來越近，投資者也越發擔憂。不過近期，脫歐方面傳來好消息。英國首相約翰遜和愛爾蘭總理瓦拉德卡在進行兩個半小時私人會面後，雙方發表聯合聲明，表示進行詳

細及具建設性討論，看來仍有可能達成脫歐協議。

受到影響，加上中美貿易談判也剛好有好消息傳來，10月11日更是達成首階段貿易協定，風險偏好很快回升，全球股市走高，大宗商品獲得支持。英鎊在10月10日和11日出現非常明顯的漲幅。英鎊在1.22水平找到支持後，動能增強，10日就升穿了50和100日線，高見1.2469，最終結束四日連跌，反彈1.94%至1.2443。到了11日，英鎊更是進一步走高，升穿1.26一線，高見1.2707，回補了大部分今年七月以來的跌幅，最終收漲1.81%至1.2668。如此，英鎊連續上漲第二周，周內累積2.73%的升幅。

### 英鎊突破後現回吐

在投資者轉為樂觀憧憬下，仍要保持謹慎的態度，這和貿易談判一樣，未來仍有相當大的不確定性。歐洲理事會主席圖斯克也表示，英國與歐盟達成脫歐協議的可能性有所升溫，但也指出政治形勢的變化永遠難捉摸。約翰遜最新也



■隨着10月底脫歐的大限越來越近，環球投資者對硬脫歐擔憂不時升溫。資料圖片

表示看到有可能達成脫歐協議的路徑，但不確定一定可以達成。

### 經濟數據拖累歐元

此外，英國和歐盟都表示雙方還有大量工作要做。不到最後一刻，實在不能掉以輕心。故而10月14日早段，英鎊就出現回落的現象，失守1.26一線，是短期內大幅走高的調整壓力，也是脫歐實在仍是不確定的原因。隨着脫歐大限到來，相信各方消息將越來越多，英鎊也會變得更加敏感而波幅加大。

此外，歐元也一直處於疲弱的態勢中。尤其是最新公佈的歐元區九月製造業PMI跌至近七年低位。而作為歐洲經濟火車頭的德國，製造業PMI加速回落到10年新低，且計劃下調明年經濟增長預測到1.1%。

歐元在10月1日曾低見1.0879，沽壓增加。雖然近幾日有所反彈，10月11日甚至一度突破50日線，並最終連續上漲兩周，但不改下行軌道，短期內難有大突破。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

## 不要過分解讀中美貿談協議

趙耀庭 景順亞太區(日本除外)環球市場策略師



■景順建議投資者保持多元化投資，並繼續看好內地A股。美聯社

中美新一輪高級別經貿談判結束，美國總統特朗普宣佈達成「第一階段」協議。儘管談判結果在緩和貿易緊張局勢方面踏出了正確的一步，但我們強烈建議投資者不要過分解讀這份初步的「休戰」協議。

整份協議的細節尚未敲定，也不會未來一個月落實。加徵關稅的可能性仍未被排除。雖然現在較有可能推遲至2020年才加徵關稅，但由於技術轉讓等棘手議題

尚未解決，關稅有可能再次成為談判籌碼。特朗普指最新的貿易協議僅為兩個或三個談判階段中的「第一階段」。第二階段的談判中需要解決的問題肯定比第一階段更為複雜且具挑戰性。

### 宜多元投資 續看好A股

若美國經濟數據和指標繼續惡化，特朗普很可能為了在日趨激烈的2020年總統

大選中爭取連任，以及應付彈劾聆訊而屈服。我們繼續建議投資者在今年餘下時間保持多元化的投資，並預期2020年將會面臨源自地緣政治和貿易所帶來的波動。我們繼續看好內地A股，因為1.) 中央會繼續透過寬鬆的貨幣和財政政策刺激內需，2.) 估值仍然具有吸引力，3.) 最近的結構性改變，例如取消中國證券公司的外資持股限制，有利長線投資者。

## 中美貿易「休戰」背後四大原因

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

10月10日至11日，在美國華盛頓舉行的第十三輪中美經貿高級別談判取得階段性進展。根據會後中美雙方傳達的信息來看，中美貿易摩擦升級的態勢得到緩和，美方推遲10月15日上調的2,500億美元商品關稅從25%至30%，避免了更差局面的出現。除此以外，中美談判由力求一攬子協議轉向分步驟、分階段性的進行談判，凸顯了雙方促進談判與有意達成協議的誠意。

此次，中美達成的「第一階段協定」，除了推遲2,500億美元關稅上調以外，並未就3,000億商品關稅部分作出表述；此外，中國承諾購買價值400億-500億美元的美國農產品，同時雙方就匯率管理方式問題、知識產權保護問題達成了共識意見，並討論了後續磋商安排。

### 後續磋商有望即將開始

會後，中美雙方高層表態積極。美國總統特朗普在談判表示，中美已經達成了「非常實質性的第一階段協定」，且「第二階段協

定將馬上開始談判」；美國財長姆努欽表示，「儘管還有更多工作要做，但我們對關鍵問題有了實質的理解」。中國國務院副總理劉鶴則表示，處理好中美經貿關係有利於中國，有利於美國，希望雙方相向而行，推動兩國經貿關係健康穩定向前發展。

可以說，中美貿易此次「休戰」，是自去年12月阿根廷G20峰會以來最重要的進展，打破了過去一年中美談判拉鋸、相持不下的僵局，十分難得。筆者此前曾在多篇文章中，詳述避免中美貿易摩擦升級的重要意義。此次中美「休戰」更加證實了筆者早前關於中美經貿談判有望在11月APEC峰會達成階段性協議的判斷。

為何中美貿易摩擦會出現階段性轉機？中美貿易「休戰」的背後有何推動因素？在筆者看來，如下幾大原因共同促成了中美第一階段協定的達成。

第一，與中方達成協議，符合特朗普的大選連任需求。距離美國大選只有一年多的時間，特朗普為了競選，用一紙協定爭取選

票，贏得選民成為特朗普的重中之重。美國中西部豆農作為特朗普的支持者，選票至關重要，這是特朗普將農產品採購作為中美談判的一個重要要求，且多次抱怨中國未履行購買農產品承諾的原因。此次談判的一個重要成果是中國加大對美國農產品購買力度，因而特朗普在會談後迅速表示，這對美國農民來說，是一個「難以置信的好結果」。

第二，關稅衝擊下，近期美國經濟下行壓力陡然增加。美國9月ISM製造業PMI為47.8，大幅低於預期，也是金融危機以來的最低值；而新出口訂單更是暴跌至41，為2009年3月以來最低；美國8月核心CPI加速上升至一年高點，年內美國長期國債利差多次倒掛，市場對美國經濟陷入衰退的擔憂升溫。倘若貿易摩擦升級，無疑會進一步拖累美國經濟增長。雖然貿易摩擦以來，中國對美出口呈現斷崖式下跌，而美國對中國的出口增速則下降更多，特別是飛機、化工、汽車等美國最重要的出口商品下滑都十分顯著。此外，美國加徵關稅的幾批清單從美國

對華依賴度低的商品逐步擴散到對華依賴度高的商品，徵稅對象也從中間品和資本品逐漸擴散到消費品，貿易戰的波及範圍正從企業蔓延至消費者，負面影響持續擴大。

### 經貿始終是中美壓艙石

第三，特朗普面臨民主黨的彈劾威脅，特朗普急切希望通過促成與中國的經貿協議緩解國內政治壓力。9月24日，美國眾議院議長佩洛西宣佈將推動彈劾總統特朗普的程序。雖然此次彈劾是民主黨困境之下的極端手段，想要「扳倒」特朗普的難度極大，但對於謀求連任的特朗普，仍是一個極大的擾動和不和諧音符。

第四，貿易升級對中國的負面衝擊已擴大至更廣泛領域。對中國方面，除了對美出口下滑的直接影響外，貿易下滑對於國內製造業、工業生產的拖累也在呈現，8月中國規模以上工業增加值同比增長4.4%，創自2002年2月以來數據新低。除此以外，企業家信心不穩影響投資；消費者出於對收入下

滑的擔心推遲消費。更加嚴峻的是，貿易摩擦持續正在促使越來越多的跨國企業考慮產業鏈調整。從這個角度來說，避免中美貿易摩擦惡化符合穩增長的政策需求。

綜上，筆者認為，中美經貿關係始終是中美關係的壓艙石，穩定的中美經貿關係，對於中美乃至全球經濟來講都是至關重要的。而中美此次會談中能夠互相釋放善意，全面討論經貿問題，在眾多分歧中促成第一階段貿易協定的初步達成，實屬不易，避免了中美關係進一步惡化的更差局面出現。伴隨着三四季度中美前期關稅加徵對美國的負面影響的進一步顯現，以及特朗普連任壓力下討好選民的訴求，美方亦有可能加速談判進程。筆者預計，11月智利的APEC會議將是達成協定的一個重要時點。(本文有節刪)

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。