

# 呼之欲出的「債券通」



▲分析指，債券通初始以單向開放為基礎的聯通設計將使得跨境的連接過程更容易，更簡單以及能更好地監管

新華社

中國最新的資本市場對外開放舉措——內地—香港「債券通」已正式獲批。上周二收盤後，人民銀行與香港金管局正式公布了建立中國境內債券市場與香港債券市場的跨界互聯互通機制，市場翹首以待的「內地—香港債券通」以超預期的速度落地現身。雖然官方公告中還沒有確認「債券通」的具體啟動日期，亦未詳細解釋技術和執行方面的藍圖細節，但對未來潛在的參與者而言該公告文件還是說明了該計劃的部分特點。

中銀國際固定收益研究部主管、董事總經理 王 衛



江南曉望

## 先北後南

「債券通」將首先為「北向」（投資內地債券）的投資者開放，之後再為「南向」（投資境外債券）的內地投資者開放。這種初始以單向開放為基礎的聯通設計將使得跨境的連接過程更容易，更簡單以及能更好地監管，同時也能滿足內地短期內應對資本外流風險的需要和促進資本流入的考慮。這種設計也符合內地政策制定部門一以貫之的以慎重、有序和漸進的方式來開放中國資本市場的做法，以避免對金融市場造成大的衝擊和不穩。此外，這也表明了中央政府與香港特區政府決心以有限但最快的方式來啟動這項計劃，藉此避免由於全面開啓遠比「滬港通」更為複雜的「債券通」而可能出現的時間延長情形。

## 先場外後場內

「債券通」將首先聯通佔中國債券市場交易總量90%以上的銀行間（場外）債券市場（CIBM）。文件中沒有提及對中國的交易所（場內）債券市場的聯通計劃。這意味着在計劃實施的初期，在交易所交易的債券可能不會對境外投資者開放。

雖然我們曾預期將交易所債券市場對外開放較為容易和簡單，特別是考慮到交易所的跨境「股票通」已經全面建成運行的背景下。

## 先機構後零售

「債券通」的初始階段給予銀行間債券優先考慮旨在基於單向的有限「債券通」條件下，最大限度地展開境外投資者對中國債券市場的投資面。這也與目前國際投資者主要關注的中國的國債，政策銀行債，金融債，短期券和回購市場等高質量債券的情況是一致的。銀行間債券市場的高流動性，以及市場深度也能較好滿足目前參與債券市場的主要國際投資者（包括外匯儲備基金，主權財富基金和國際機構等）對投

資流動性、安全性和穩定性要求較高的特點。

由於銀行間債券市場僅向機構投資者開放，與同時向機構投資者和個人投資者開放的交易所債券市場形成鮮明對比。這意味着「債券通」初期僅向機構投資者開放。這種安排有利於債券跨境聯通的操作，使管理工作變得簡單易行。這是因為機構投資者擁有較高的專業水準、中國市場知悉度和市場集中度，同時也便於監管工作的有效進行。這些安排無疑對「債券通」的順利啓航帶來更多的保障。

## 更多的解讀和思考

內地和香港特區政府選擇複雜程度更大的銀行間市場作為「債券通」的首選准入目標難能可貴，這顯現了雙方政策制定者們改革開放的決心和努力。由於「債券通」將很大程度上借用於股票通現有的聯通基礎設施，這對略過交易所債券市場而直接連接以場外形式交易的銀行間債券市場的起始方案設置提出了更高的要求。當然，一旦此方案得以成功實施，在之後將交易所交易的債券再疊加進來，「債券通」將會易如反掌。

在這一階段，我們還想探討一些更為長遠的相關問題。中國債券市場的未來長期發展方向一直以來是市場的一個討論熱點，政府一直在致力推動中國債券市場本身仍固有的分散性問題的整合，例如推動更多傳統的銀行間市場債券發行人在交易所發行債券，以此來彌合兩個債券市場在估值、流動性和品種上的差距和差別，同時也充分利用交易所場內系統的優勢來提高債券信息披露的公開性和透明度。我們以往的經驗表明，在交易所交易債券的基本資料、價格、法律文件和發行人相關公告等信息均較為全面且較容易獲取。

證券交易逐漸從場外交易模式向場內交易模式發展，以及結算／清算中央集中化一直是金融市場的長期發展目標。實際上中國在這些領域上已經取得了不錯的成果，這主要是由於中國證券市場較為年輕，發展過程中借鑒和吸取了許多發達市場的經驗教訓。在此基礎上

，我們期望「債券通」的建立和發展也能夠幫助內地債券市場繼續朝着這個方向努力和進步，即促進內地多平台債券市場的進一步整合、提升市場集中性和強化場內交易機制。

另一個長遠問題涉及中國信用債券市場未來的發展。銀行間市場以國債和其他高評級債券主導，市場參與者均視它們為利率債產品。

相比之下，交易所債券市場主要由信用債券產品構成，包括公司／企業債、高收益債和可轉換債。政府一直致力於擴大直接融資在經濟活動中的比重，以減少中國經濟發展對傳統銀行信貸的高度依賴。這意味着，中國需要大力拓展企業和其他信用債券市場。換句話說，中國需要適度降低銀行和其他金融機構在銀行間市場的主導地位，為企業和其他機構在銀行間市場，以及交易所債券市場上的擴容騰出更多發展空間。

由於「債券通」初期僅向國際投資者開放銀行間市場，銀行間市場將獨享所有的「債券通」導入的資金流入。在這種排他性設置下，銀行間市場在中國債券市場中的主導地位將會進一步加重，從而進一步鞏固金融債券板塊的市場主導地位。這將不利於債券市場從場外交易向到場內交易、金融活動從銀行融資向直接融資等等長期發展目標的進程。

## 遠景

隨着以大數據、雲技術、人工智能和移動設備技術等為代表的金融科技的快速發展，全球金融市場的傳統商業模式和運營方式正面臨變革性的挑戰。債券市場是證券市場中最為多元化、最具複雜性、結構性和分散性的市場，將有很大的機會借助金融科技見證突破性的發展和進步。中國債券市場，尤其是內地—香港「債券通」的下一階段發展，在金融科技的助力下，將擁有很高的起點和巨大的空間。只有打破舊傳統，才能建立新未來。政策制定者和市場參與者要使「債券通」取得長遠的成功，打造世人矚目的國際影響力，將任重而道遠。

# 人幣國際化趨勢不變

瑞穗證券董事總經理、首席經濟學家 沈建光



建言獻策

今年美元走弱，歐元走強的趨勢出現，對於中國是個利好。從直接影響來看，顯然近兩年人民幣貶值壓力較大，資本外流壓力也明顯顯現，加大了金融風險。而中國央行也不得不採取臨時的資本管制措施，以讓步部分貨幣政策獨立性對抗資本外流態勢。甚至去年年底，人民幣壓力較大之時，市場爭論央行將不得不在保匯率不跌破七和外匯儲備不跌破3萬億生命線之間做出選擇。

但筆者一直認為，保匯率與保外儲二者擇一是一個偽命題，外匯儲備下跌與人民幣匯率大幅貶值預期密切相關，三萬億美元外儲並非生命線，確保匯率穩定有助於防範大規模資本外流和金融風險。如今四月份中國外匯儲備增至3.03萬億美元，延續了三個月的回升態勢，顯示在人民幣匯率穩定的背景下，當前資本外流壓力已經明顯收窄。

更進一步講，這也有助於重啓人民幣國際化改革。歲末年初，中國加大了資本管制，以防止資本大規模外流，但也引來市場對於人民幣國際化倒退的質疑。筆者曾提到，資本管制的利弊並非涇渭分明，關鍵在於度的把握。

雖然資本管制短期難免挫傷投資者對改革的信心，但如果以一定的資本管制避免了幣值大幅貶值的預期，以及大規模資本流出的衝擊，則是權衡利弊後的結果。從長期來看，反而有助於贏得投資者對中國經濟穩定信心，並為推進改革贏得緩衝時間。

實際上，亞洲金融危機發生後

，IMF（世界貨幣基金組織）也曾反思以往提倡的資本項目完全可兌換主張，並提出資本項目基本可兌換的目標。

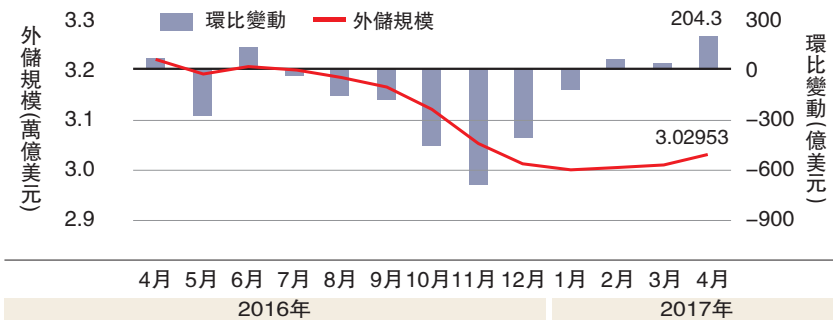
## 防風險重點在內不在外

毫無疑問，當前人民幣大幅貶值與資本大規模外流壓力有所減輕，是個有利條件。在此背景下，筆者認為，進一步加強資本管制的必要性下降，而重拾人民幣國際化改革進程恰逢其時。可以看到，近一段時間，央行積極表態「打開的窗戶不會再關上」，「人民幣國際化是一個中長期戰略，要保持定力，穩步實現目標」。

同時，5月16日，中國央行和香港金融管理局發布聯合公告稱，決定同意內地基礎設施機構和香港基礎設施機構開展香港與內地債券市場互聯互通合作，在筆者看來，這是加大資本項目開放，促進資金的雙向流動的舉措；而近期有報道稱央行已在四月初做出窗口指導，不再要求商業銀行跨境人民幣結算收付業務嚴格執行1：1的限制規定等便顯示短暫停滯的人民幣國際化進程有望再次加快推進。

綜上，筆者認為，今年全球匯率市場的新變化對於中國而言是積極的，有利於緩解前期資本外流壓力，與防範金融風險。早前政治局會議將「維護國家金融安全」作為今年中國經濟工作的重要任務，各大監管機構也紛紛採取行動以防範金融風險，但顯然今年防範金融風險的重點在內而非在外，預計今年內地金融去槓桿會持續深入，而面對資本項目開放與人民幣國際化倒退的質疑，今年有望加快推進資本項目開放與人民幣國際化進程，以重拾投資者對中國改革的信心。

## 中國外匯儲備近一年走勢



# 新盤一二按審批有別

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

新盤一按及二按均是以低首期入市作招徠，當中有何分別？新盤高成數一按及二按一般均由發展商旗下財務機構提供，按揭成數高達八成甚至九成，而二按一般是銀行首按以外的第二個按揭貸款，成數高達兩成至三成，與銀行首按合計之按揭成數一般不超於八成至八成半，兩者基本首期同樣低至約兩成，但當中之審批準則分別較大。

## 二按申請難度較大

新盤高成數一按不涉及銀行審批，故此較具彈性，即使買家須出示入息證明，但很多時豁免壓力測試，更有個別樓盤可免入息證明。至於二按，審批方面須受制於銀行在按揭措施下的評估準則。

原則上借款人須獲首按銀行同意二按貸款，銀行得悉借款人申請發展商二按後，須評估借款人的入息水平是否同時通過一按和二按之壓力測試

，故須有較高的還款能力方可獲批按揭。

以買家購買一個1000萬港元新盤單位為例，不論買家向發展商財務機構申請一按或二按，基本首期均只需15%，按揭成數高達85%，息率同樣是首兩年P-2.5%（P：5%），兩年後全期息率是最優惠利率（P）。當中發展商財務機構表示，買家只須出示入息文件證明供款佔入息不高於50%，便可獲批一按貸款。若買家選用發展商一按，最低入息要求是7.63萬港元，但若選擇申請銀行一按及發展商二按，在兩者均須通過壓力測試下，買家入息最少須達8.9萬港元方可獲銀行批出首按，並同意有關二按貸款。由此可見，承造發展商二按之難度較大。

發展商一按與二按實則是各有利弊，一按審批彈性較大，但買家需衡量按息優惠期後之轉按可行性，轉按至銀行便得補回兩至三成之首期差額。二按則受限於銀行首按審批，但買家可鎖定銀行一按低息及回贈優惠，若買家在資金較充裕時清還二按，一按不會受到影響。



▲分析指，新盤高成數一按不涉及及銀行審批，故此較具彈性

中通社