

人幣債券納國際指數 有助吸引外資流入(一)



▲全球三大債券指數管理的資產總額約為4萬至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權重將約為5%至10%



寰球視野

2019年4月1日，人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券被正式納入全球主要債券指數——「彭博巴克萊全球綜合指數」。根據中國外匯交易中統計，納入彭博巴克萊全球綜合指數首日，銀行間現券市場全天成交7599億元（人民幣，下同），其中境外機構成交185億元，佔市場比重2.4%。筆者認為，人民幣債券納入全球主要債券指數，有利於進一步推動中國債券市場開放，吸引外資進入中國金融市場，保持中國經濟對外平衡。

中銀香港首席經濟學家、中國人民大學國際貨幣研究所學術委員 鄂志寰博士

隨着近年以來中國債券市場相關制度安排的進一步完善，中國債市的活躍度和流動性得以明顯提升，為主要國際債券指數編製機構將人民幣債券納入相關指數創造條件。未來，若人民幣債券能完全納入國際主流債券指數，將能大幅吸引外資流入，這能在平衡跨境資金流動的同時，進一步加速中國債市國際化步伐，提高中國債市對外開放水平。

一、吸引外資規模估算

目前，海外債券市場主流的債券指數有三個，分別是花旗全球國債指數（Citi WGBI）、摩根大通新興市場政府債券指數（JPM GBI-EM），以及彭博巴克萊資本債券綜合指數（Bloomberg Barclays Global aggregate index）。

1. 彭博巴克萊債券指數

2017年3月1日，彭博公司推出兩項包含中國債券市場的全新綜合債券指數，以便海外投資人跟蹤並投資中國債券市場。其中一條由全球綜合指數與中國綜合指數中的政府債券和政策性銀行債券組成，另一條為新興市場本地貨幣政府債券+中國的新指數組成。2019年1月31日，彭博公司正式確認將於4月起將以人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券納入彭博巴克萊債券指數，並在20個月內分步完成。根據彭博提供的資料，將有363隻中國債券被納入彭博巴克萊全球綜合指數，每月增加的比例為5%，完全納入後，以人民幣計價的中國債券在該指數佔比將達到6.03%，成為繼美元、歐元、日圓計價之後的第四大貨幣債券。

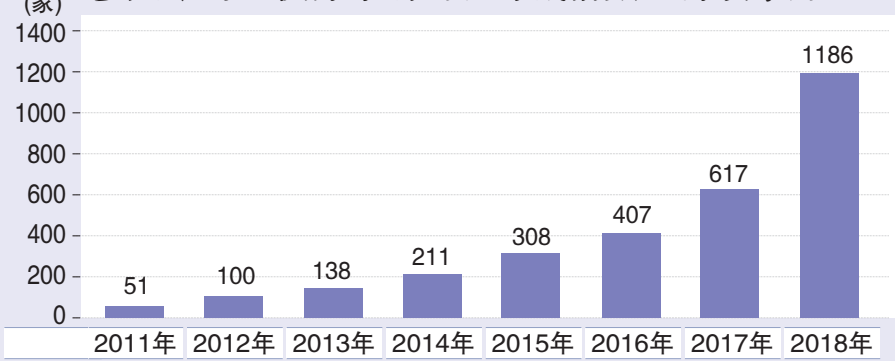
目前，彭博全球綜合指數覆蓋的資產規模超過54萬億美元，世界範圍內跟蹤彭博巴克萊全球綜合指數的資產規模約為2萬至3萬億美元，按照6.03%的納入比例且考慮國際資金未必在跟蹤指數時進行完全複製，未來20個月中國債市將迎來約1000億美元的資金流入，其中約500億美元將在2019年年底前流入。

2. 花旗全球國債指數

除了彭博巴克萊全球綜合指數外，未來花旗全球政府債券指數（WGBI）和摩根大通新興市場政府債券指數（GBI-EM）可能也會考慮在其指數中納入中國債券。

2017年3月6日花旗固定收益指數部門宣布中國市場已符合加入三隻現有政府債券指數的條件，包括新興市場政府債券指數（EMGBI）、亞洲政府債券指數（AGBI）

參與銀行間債券市場的境外機構數量持續攀升



數據來源：公開資料整理、中銀香港經濟研究

、亞太政府債券指數（APGBI）。2017年7月花旗將中國納入「世界政府債券指數—擴展市場」（WGBI-Extended），同時花旗宣布將發布兩隻新的債券指數——花旗中國債券指數及花旗中國銀行間債券指數。但目前中國債券還未被納入WGBI主指數，市場預計花旗將於今年9月份正式宣布是否將中國債券納入WGBI。當前WGBI的地區分布將為美國37%，歐元區31.5%，日本19%，英國5.5%，其餘7%，與彭博巴克萊債券指數的地區分布相似。

准入WGBI的債券需要同時滿足三個條件：一是最低市場規模：超過500億美元、400億歐元或5萬億日圓；二是信用狀況：國內長期信用評級需要至少為標普A-以及穆迪A3；三是沒有進入障礙（此類障礙包括但不限於外資控股限制和資本管制）。按照目前花旗規定的發行規模500億美元，並根據當前匯率換算，符合條件的中國國債規模約為14.4萬億元人民幣（2.1萬億美元）。目前，WGBI指數的市值約20萬億美元，若納入2.1萬億美元中國國債，則中國市場份額佔比能達到約9.5%。

但是WGBI主指數對於經濟體資本管制有着嚴格的要求，儘管2016年5月以來，中國對外資進入銀行間債券市場的投資限額、資金鎖定期、資金匯出、交易類型等問題進行改革，不過，目前中國仍未完全開放其資本帳戶，因此保守估計中國被納入之後佔比可能在5%至10%，同時採用分步納入方式。目前追蹤花旗全球政府債券指數的資產規模約為2萬億美元，意味着納入WGBI後能帶來1000-2000億美元左右的資金流入。

3. 摩根大通新興市場政府債券指數

摩根大通新興市場政府債券指數（GBI-EM）主要包括三個主要指數，分別是GBI-EM Broad，GBI-EM Global和GBI-EM。截至目前，人民幣債券已經被納入GBI-EM Broad，但尚未納入GBI-EM Global和GBI-EM。2016年3月摩根大通曾聲稱開始評估中國在岸國債市場是否納入摩根大通新興市場政府債券指數（GBI-EM）。GBI-EM與其他指數的關鍵區別在於其篩選債務融資工具時使用流動性標準，GBI-EM只涵蓋投資者可在此較短期限內交易以及具有穩定價格的債券。此外，該指數主要覆蓋新興市場，納入該指數的經濟體有一個10%的市場權重上限。

基於中國債市體量相對較大，且參照中國市場在GBI-EM Broad中10%的佔比，中國債市納入GBI-EM Global和GBI-EM的權重有機會達到上限10%。若摩根採取分步納入的安排，未來三年中國債市納入GBI-EM的比例或在8%-10%左右。目前追蹤摩根大通全球新興市場債券指數的資產規模約2000億至2500億美元，這意味着納入指數將帶來約160億至250億美元的外資流入。

綜上，全球三大債券指數管理的資產總額約為4萬至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權重將約為5%至10%，短期可以帶動約2000億元的國際資金流入。假設三年內國際主流債券指數完成將中國債券的全部納入，將能帶動約3500億美元的被动資金流入中國債券市場。

若再考慮主動投資的國際資本在內，未來五年中國債券市場吸引的海外資金流入規模或達5000億至10000億美元。

牛市基礎在於提高分紅比例

德國波恩大學經濟學博士 沈 凌



廟堂江湖

今年一季度，A股一改去年的頹勢，漲得冠絕全球主要股指，揚眉吐氣。但這樣的上漲似乎出乎大多數人的預料。為什麼呢？因為大多數中國投資者，都不太認可中國股市的投資價值。他們認為股市就是一個賭場，甚至於連賭場都不如。

一般聚會碰到玩股票的朋友，聽說筆者是經濟學副教授，總會有兩種表態：友好一點的就問，經濟學家說說看，為啥中國股票老是不上漲呢？輕視一點的就會說，哦，中國的股市，一般經濟學家是搞不懂的，你們只會紙上談兵。這樣的印象，被經濟學家們自己強化，所以搞得我百口莫辯。

這兩個態度都不是沒有道理。但如果這個經濟學教授和股民一樣，從大學還沒有畢業的時候就開始炒股了呢？

他是拿自己那個股民身份瞧不起自己那個經濟學者的影子呢？

還是用經濟學者那個身份說出一個道理來，解釋一下中國股市和經濟的運作邏輯？

說到股市和經濟，總是有人認為，兩個在全世界都是高度關聯的，但是在中國卻是一個例外。筆者不知道這樣的結論從何而來？

美國歐洲的經濟到現在也沒有從經濟危機的陰影中完全走出來，他們的股市卻創了新高。這是高度關聯的一個例子嗎？

為啥中國人一看到自己的經濟指標下降，就狐疑地認為中國股市不能走牛，而對美國的道瓊斯創了新高，卻不認為它是不合理的背離呢？

這種美國股市和經濟的關係，其表象和中國相反，但是背後的道理難道不是一脈相通嗎？

股市指數的高低是與市場潛在紅利的多少高度相關的，而經濟增長的指標，例如GDP，是這個經濟體的整體產出水平。一般來講，經濟的整體產出越多，作為資本的提供者（也就是以前大家說的資本家）獲利應該也越多，這是我們習以為常的「股市和經濟應該高度關聯」這一論斷的內在邏輯。上述假設需要一個前提和假設條件：那就是資本所得能夠分給資本的提供者，但在現代的大公司體制下，卻並不容易實現。

為什麼？因為實際上，現代公司體制中，把握公司營運實際權力的是經理層。「委託——代理」問題在經濟學研究中之所以能夠成為一個熱點，說明經理層並沒有先天

的激勵條件，去為了股東的利益勤奮工作。他們最希望的是自己利益最大化。而這個問題，雖然普遍存在於現代企業制度之中，卻特別凸顯在發展中國家。國有制經濟實際上就是一個現代股份制企業的極端狀況，所以它們的「委託——代理」問題也就特別的突出。而A股的成立伊始就是為了國有企業解困，這就導致了在初期很長一段時間內，股民能夠得到的分紅並不多。這就進一步解釋了：為什麼過去幾年中國的經濟高速增长，但A股卻一直低迷不堪。

其實，如果我們從中國股市中選幾個優質的大盤股來測算一下，就會發現目前的回報水平剛剛好接近社會的資金成本。假設有人在2007年以最高價4.86元買入工商銀行，那麼過去十幾年來，投資者能夠每年得到的分紅率，大約在百分之五左右，這個水平略高於銀行存款利息，但低於大部分的理財產品。

換一個角度看，不算收益算成本的話，每年的分紅也在降低持股成本，現在投資者的持股成本應該早就低於當前市價，並沒有什麼嚴重套牢，當然也沒有什麼很大的獲利。

但如果你換一個成長型的銀行股，比如民生銀行來看，情況稍稍複雜。該股上市以來的最高價是21元，上市之初並沒有什麼大比例分紅，前十年每年的分紅率按照21元算僅僅2%左右。

但是股本擴張非常快，2001年的1股已經變成現在的18股，所以2012和2013兩年開始實際派息，一下子出現了復權後30%和120%的高比例分紅率。這樣十多年平均下來，每年的分紅也有百分之五左右，所以含金量和上面的工商銀行其實差不了多少。

但是我們在不同階段對這個股票的期待就完全不同。在2013年以前，我們雖然得不到大比例的分紅，但是因為其高速增长，我們寄希望於未來；而在2013年以後，逐步回歸藍籌模式，我們的期待就是它也能夠不斷提高分紅比例，這和工商銀行一樣。

由此可見，期待股市有很好的表現並不現實，因為上市公司的分紅水平並沒有超出社會無風險收益多少。

投資者的高收益來自於兩個方面：其一是像工商銀行一樣的壟斷型國企，能夠逐步提高分紅比例，實現長期的投資價值；其二是成長性公司，通過過去十幾年的積累和成長，逐步轉化為穩定高分紅企業，就像當年的民生銀行一樣。這樣的話，中國股市整體分紅率就會繼續提高，從而吸引場外資金入市，創造出一波真正的大牛市。

樓市未來十年仍屬牛市

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

筆者最近在不同的場合都會遇到同樣的問題，為何今次樓市會上升？

為何無緣無故會這樣熾熱呢？

如果讀者有留意的話，筆者早在去年中樓市開始產生變化的時候，已經大膽斷言今次只是牛市的調整期，並非真正熊市的出現。

有很多人將今次的牛市周期（2004至今）與對上一次的牛市周期（1985-1997）作對比，認為今次上升周期的時間比較長，是時候作出調整。但只要大家細心分析，就會發覺今次的上升浪絕對未完成，只要大家將上一次的牛市周期與今次的對比，大家就會明白，為何筆者這樣肯定，認為今次的升浪仍會繼續。

當年是高息年代，今天是低息年代；當年銀行按揭借貸的比例很高，今天銀行按揭的借貸嚴重偏低。今天銀行存款額已高達13萬億元

，市民累積財富豐厚，再加上香港與內地的融合，內地同胞來港置業與日俱增，更重要的是政府在近十年推出的辣招，無形中加強了業主持貨的實力，以上這些因素，足以支持筆者對後市抱持樂觀的看法。

市場支持力強勁

能夠支持香港樓市的利好與利淡因素，比較重要的是供求。未來的十年，政府將公營及私營的房屋比例，由6：4轉為7：3，這個訊息更加導致市民相信未來樓價難以下跌。當然，曾經有人認為，這個措施上年已經推出，樓市沒有因此得以支持，樓價依然應聲倒地，筆者絕對不認同，上年的不利因素影響股票市場下跌三成，但是樓市只是下跌一成，足以證明樓市仍然有支持力，再加上當年，在九七年之後，政府推出的八萬五建屋目標，樓價就因此嚴重下滑達七成。

筆者從上述的因素判斷，未來的供應仍然不足，息口嚴重低企，再加上港人的財富效應，以及傳統觀念對磚頭的喜好，筆者相信，未來依然是樓市的黃金十年。