

面對全球經濟金融新格局的深刻變化，中國提出加快構建以國內大循環為主、國內國際雙循環相互促進的新格局。在新的發展格局下，中國資本市場雙向開放措施次第花開，人民幣國際化再度駛入快車道。在中短期內，內地繼續對標高水平開放要求，進一步優化金融市場互联互通機制，債券南向通將成為新一輪金融對外開放的重要選項。

# 債券南向通指日可待



▲分析認為，南向通有助於鞏固香港連接內地與國際市場的樞紐地位，加強離岸市場與在岸市場的良性互動，共同推動人民幣國際化發展。資料圖片

**寰球視野**  
**鄂志寰 博士**  
中銀香港首席經濟學家

去年12月，人行和香港金管局啟動了「南向通」方案研究，與業界進行了充分溝通，市場熱切期待並認真準備債券南向通，目前，啟動時機日漸成熟，南向通落地指日可待。

首先，在北向通運行良好的基礎上，啟動南向通的時機日趨成熟。2017年啟動北向通，按照當時的部署，先分步實施、穩妥推進先開展北向通，積累經驗，適時擴展到南向通。北向通平穩運行已近四年，外資流入境內規模持續增加，已成為境外機構進入中國債市的重要渠道。

其次，推出南向通是境內金融市場雙向開放的需要。隨着外資流入境內的規模逐漸增加，外匯儲備不斷上升，尤其是在債券端以流入為主，一定程度也增加了人民幣的升值壓力。正常的資本流動應該是雙向的，所以在吸引外資的同時，打通資金流出的渠道、平衡跨境資金流的需求逐漸顯現。

## 一、設計思路及可能安排

南向通與人民幣國際化及金融市場對外開放的整體部署息息相關，從制度安排上既要有利於境內投資者、境內金融機構和金融基礎設施的發展，也要允許境內投資者自主選擇具體的交易結算安排，構建一個便捷可控的「走出去」通道。

筆者認為，南向通的設計思路可能有兩方面的重要考量：

1、南向通作為債市互联互通的重要組成部分，與北向通呈現對稱關係，其中一些制度性安排將保持一致性及可參考性。北向通依託於基礎設施互联互通，投資人不需要跨境開戶，不改變交易習慣就可以參與到銀行間債券市場中來。從效果來看，這種機制已經得到驗證，給投資人提供了很大的便利，是極具生命力的。我們考慮這種成功的經驗在南向通中可以繼續沿用。此外，要考慮到允許投資者自主選擇具體的交易安排，不排除會保留現有的一些對外投資渠道，供投資者來選擇。

2、南向通強調提供「便捷可控」的走出去通道，對風險的把握較為全面。在初始階段，南向通將繼續按照循序漸進的思路，在額度、可投資債券的範圍等方面，本着相對風險可控的原則持續推進，防止非理性的跨境資本流動。處理好市場開放和風險防範應該是整套機制設計中會重點關注的部分。

## 二、業務需求及發展潛力

目前全球經濟面臨較大不確定性，國際金融市場風起雲湧，對境內投資者是一個新的考驗，如何進行投資管理及風險管理至關重要。投資人如果是首次面對波動性不斷上升的全球市場，更應該審慎決策。

與此同時，境內投資者實現全球資產配置需求持續上升，很長一段時間則要面對投資境外渠道相對有限、參與境外市場程度較低，主要渠道

QDII（合格境內機構投資者）在額度、費用等限制。南向通開通後，渠道多了、選擇也多了，無疑將為境內投資者提供更加豐富的投資目標，更好地滿足走出去的需求，提高資產配置的靈活度和資產回報率。此外，通過豐富資產類型也有助於降低整體組合的風險，加強對風險的管理。對境內機構更深入地參與到全球金融市場也有幫助。

綜合上述考慮，預計初期南向流出主要聚焦一些中低風險、非複雜性產品，以促進產品多元化布局，優化境外資產配置，循序漸進地開展境外業務。

## 三、助資金進出總量動態平衡

在債券通開通的初期，境內投資者應該會聚焦一些中低風險的投資標的，試水之後再向其他複雜性產品拓展。這與境外投資者進入銀行間市場初期主要以國債、政策性金融債等產品為主，逐漸延伸到其他信用債道理是相通的，都是基於風險相對可控的考量。

長期以來，中資美元債是QDII債券型基金主要青睞的投資標的。對於多數境內投資者而言，中資美元債的發行人是更為熟悉的名字，尤其是一些資質穩定的發行人，在風險判斷和管理上相對更容易，而且境外發行一般會有一定溢價，相信隨着更多北水南下，有助於降低中資企業境外融資成本、拉平境內外價差、推動市場向更健康的方向發展。

除了風險因素外，投資人更為看重投資回報。年初以來，美國財政刺激繼續加碼，美債保持較高發行量，帶動美債收益率上行，中資美元債指數也跟隨走弱，較年初下跌0.4%。若美聯儲調整通脹向長期目標回落，影響美債收益率走勢，也將會是影響北水投資意願的一個因素。

南向通開通後，境內投資者的投資標的選擇更豐富，在更大的範圍內理性配置全球資產。只有選項多起來，才能真正起到鼓勵資金流出，實現資金動態平衡的效果。

## 四、離岸人民幣市場影響評估

跨境人民幣政策明確提出本幣優先政策導向，凡是依法可用外匯結算的跨境交易都可使用人民幣結算。南向通也將鼓勵使用人民幣進行交易。涉及到外匯兌換及對沖，在所有的互联互通機制下都是要堅持實需原則，確保所兌換的資金是用於債券投資，以便於對外匯流動實施動態監管和風險預警。此外，相信南向通下也會有配套的匯率風險管理工具，便利投資人進行相關風險對沖。

1、南向通開通後將推動跨境資本呈現雙向波動的整體態勢。從短期情況看，不會對資本外流造成太大壓力，主要還是平衡跨境資金流動。從北向通情況看，資金流入是一個不斷加速的過程。截至5月末，境外機構持有中國境內債券總量為3.68萬億元（人民幣，下同），而同期QDII投資獲批准額度為1473.19億美元，體量差距明顯。2017年6月末，境外機構持有境內債券存量規模為8425億元，到2019年5月末達到1.8796萬億

元，實現一萬億增長用時二十三個月。到2020年9月，境外機構持有量達2.9403萬億元，實現第二個一萬億增長用時僅十六個月。

2、南向通與推進人民幣國際化相結合，有利於發展境外以人民幣計價的資產，南向通開通後，離岸點心債市場將有更大的擴容空間。人民幣國際化與資本項目開放是金融對外開放的雙引擎，互為補充、互為支撐。資本項目開放是雙向的開放，無論是已經開通的滬深港通、基金互認還是即將落地的理財通，雙向開通才能讓資金更趨向平衡、穩定的流動。債市體量超過股票、財資等市場，南向通將進一步完善債市雙向開放的制度安排，為內地投資者提供更加豐富的投資目標選擇範圍，更好地滿足其走出去的需求，進一步深化人民幣投融资貨幣功能。

南向通將進一步引導境內資金去配置境外的人民幣債券，有助於降低企業的融資成本，帶動點心債市場復甦，推動人民幣計價的金融產品規模擴大。此外，境內外市場的連接更緊密後，有助於國際投資者更加深刻了解境內市場，帶動更多外資進入境內債市，提升人民幣儲備貨幣的功能。隨着流出資金在境外形成存量，離岸資金池進一步擴大，也會帶動貿易投資等使用人民幣，進一步增強其支付貨幣的功能。

南向通還將推動資本項目可自由兌換水平的提升，有利於建設對標國際先進的現代金融體系，推動人民幣國際化向更高水平邁進。此外，離岸市場一直是人民幣國際化的推動者和全周期參與者，南向通有助於鞏固香港連接內地與國際市場的樞紐地位，加強離岸市場與在岸市場的良好互動，共同推動人民幣國際化發展。

## 五、雙向開放舉措陸續有來

根據年初國家外匯管理局有關人士的表述，未來一段時間金融市場雙向開放舉措將包括：穩慎推進境內金融市場的開放，適當放寬境外機構投資者只能基於套期保值原則開展境內金融期貨交易的限制；穩步推進股票、債券發行市場的開放；繼續做好「滬倫通」項下存託憑證（CDR/GDR）雙向發行及跨境轉換相關外匯管理工作；完善常態化QDII額度發放機制並適時提高QDII總額度；放寬個人資本項目限制，研究論證允許境內個人在年度5萬美元便利化額度內開展境外證券、保險等投資的可行性等諸多方面。

筆者認為，以上措施是下一步促進內地資本市場雙向開放的總體方向，內地相關部門將合理把握開放節奏，促進跨境資金雙向有序流動，推動高水平、高質量發展。隨着相關開放政策的陸續落地，離岸市場將迎來新一輪政策紅利期。為此，在港金融機構則需要及時抓住相關政策機遇，用好業務先發優勢，不斷完善市場功能，加大人民幣業務輻射能力，推動重點區域、重點領域、重點企業的人民幣業務發展，滿足並培育市場需求，協助投資者配置人民幣資產，積極有序推動離岸人民幣業務發展，為人民幣國際化進程增添動力。

# 礦機出海危機四伏

**鍾能講堂**  
**付 饒**  
國際新經濟研究院  
高級研究員

在「打擊比特幣挖礦」政策出台前，中國算力佔比約為全球50%至60%。據媒體估算，目前中國處於閒置狀態的比特幣礦機超過200萬台甚至更多。出海成為挖礦大廠的主要選擇，6月21日「比特幣業」宣布首批320台礦機運抵哈薩克斯坦。有中國廣州物流公司向CNBC確認，「比特幣業」將3000公斤（6600磅）比特幣礦機空運到美國馬里蘭州。

目前內地礦機主流的遷移地區是美國、哈薩克斯坦、加拿大、俄羅斯等地。筆者認為，礦廠選擇目的地主要訴求是穩定的電力、合理的電價與安全性。滿負荷、長周期、穩定運行是挖礦的盈利之道，一般礦場與礦工須了解每年的停電時間，以便提前準備，突然的停電或電壓不穩將導致礦機損壞。

電費與礦機的折舊攤銷是比特幣挖礦的主要成本構成。一台礦機的壽命約三年，5萬台礦機一小時挖礦消耗6.5萬度電，因此電價對比特幣挖礦至關重要。比特幣價格低谷時，甚至挖礦會虧錢。礦場的建設成本差不多每一萬負荷約為300萬至500萬元人民幣，中等規模的礦場建設需幾億人民幣，加上其中的礦機價值，一個礦場建設投資總額超百億人民幣。如此重的資產放在境外，礦主需要與當地政府、電力供應、安保等合作方共同建設礦場。

筆者認為，中亞地區繼承了獨聯體重工業設備和電力系統，許多國家與中國接壤便於運輸，氣候利於散熱，也少有噪音擾民的問題，電價不高，是礦機出海的理想目的地。美國、加拿大等發達國家政府契約精神強，容易合規，運作穩定，有些地區對比特幣挖礦有一些免稅政策，也是礦機出海的理想目的地。

設備清關成本高昂

另一方面，礦機出海的風險主要存在於以下幾點：

首先是各國政策的穩定性。目前不少國家對比特幣挖礦並未禁止甚至持歡迎態度，但未來會否在稅收、電價等方面調整相關政策尚未可知。比特幣礦機是重資產，礦主本人若不在境內，控制力會減弱很多。

其次是設備存在清關難題。如美國對礦機加徵25%的關稅，或以環保為名對二手礦機加徵稅款，會提升物流成本，對礦機清關帶來障礙。其他國家也可能存在類似情況。

再次是優質穩定的礦場稀缺。礦場的建設對土地、氣溫、地理環境、網絡、電力等有一定要求，全面符合條件的閒置資源非常稀缺，成為礦機大規模出海的障礙。

根據自媒體「吳說區塊鏈」在礦業社群所做的調查，40.1%的國內礦工希望出海看看，45.5%的礦工選擇繼續等待，也有14.4%的礦工選擇賣機器轉行。筆者認為，繼續等待，甚至在內地化整為零「打游擊」的做法不可取，因為國家相關監管政策的落地是堅決的、徹底的。賣機器轉行會帶來一時的虧損，但對於小礦主來說，可能是唯一正確的選擇；出海則是大礦主們的最佳選擇。

全球各國對虛擬貨幣取態	
中國	中國互聯網金融協會等會員單位聯合發布公告要求，不得用虛擬貨幣為產品和服務定價，不得承保保險服務等相關服務
美國	國務院金融穩定發展委員會此前召開會議指要打擊比特幣挖礦和交易行為 紐約州目前只有少數數字貨幣交易所獲得授權許可；華盛頓州2017年4月規定州內所有貨幣交易所，都必須申請牌照。其他州也在規定下實施牌照化管理 美國財政部早前建議把加密貨幣、加密資產交易賬戶，和接受加密貨幣的支付服務賬戶，納入政府監管範疇
土耳其	4月30日起，禁止在支付中使用加密資產，認為交易可帶來重大風險，也可能被用於非法行為
日本	第一個將數位貨幣交易納入法律法規體系的國家
澳洲	2017年底明確數字貨幣並不是貨幣資產，而是價值的電子表現形式

# 增加供給 寸土必爭

**樓市新態**  
**汪敦敬**  
祥益地產總裁

6月27日屯馬綫正式通車，在電視畫面見到一班年輕人非常興奮去見證通車一刻，有人唱歌、有人列舉數據提出其觀點，畫面充滿正能量。同一天，電視台亦播出馬來西亞歌手李幸倪（Gin Lee）的訪問，她亦表示：「香港充滿能量，趁年輕就要去拼搏」。這真是令人開心的一天，久違了洋溢歡欣的香港終於回來了。

筆者想無論社會或者市場都是需要正能量的，只是過去十多年，香港實在存在太多負能量。當今資訊「爆棚」的世界，如果負能量的比率多於正能量的時候，人就會變得惡性負面，歪理就會主導，社會如是，樓市也如是。香港今天供應不足的處境令筆者想起有位Fans（粉絲）說：「香港人應該要承擔過去二十年不支持政府造地的惡果。」Sad but true！（悲傷但真實）我們的確要面對及檢討現實，然後向前奮進。

但天無絕人之路，樓價上升雖是硬事實，但退一步海闊天空。樓價上升往往不是市場整個「面」上升的，都是先由「點」帶動，由小部分或個別屋苑先起動。樓價上升的好處是確定經濟回復，筆者認為在確定了好處之後，買家應該想一想：如果要最好的單位，難免

要面對破頂這個現實，但如果不太執著最熱門的單位，其實七成以上的樓價仍然是大落後的，破頂單位會升得很快，但落後的單位亦會因此相對便宜很多。

## 呼籲買家追落後

筆者建議大多數準買家應該要選擇追落後，以二手市場屯門為例，300萬左右仍可置業。日前我們便促成一些私樓單位，如龍珠島花園，或者主流一點可以買洋樓，400萬多的兩房單位私樓市場亦大量存在，如果是想換樓，青山公路不乏四房單位，其呎價都是1.1萬元至1.2萬元左右，就算嘉湖山莊的複式四房單位，現時都是有盤，呎價1.1萬元左右一呎，價格相當吸引。筆者認為，1.2萬元至1.5萬元一呎的單位質素仍然很高的。雖然屯門最高端單位的呎價也可能要突破2萬元這個事實，但各適其適，亦會受到買家的追捧。

最後，筆者想提醒年輕人不要氣餒，因為現在人均入息中位數約1.98萬元，小兩口子仍然可以儲蓄兩至三年承擔550萬元單位的首付，而且可以過到壓力測試。當然，分享利益的時候我們應該去追求分得更均勻，年輕人要一起爭取建屋的土地，增加任何一寸的建屋土地都是對年輕人及下一代有益的，減少任何一寸供應土地都是對既得利益者是有利，從而會令到社會財富分得不均勻。



◀業界認為，本港七成以上樓價仍大落後。  
中新社