

9月15日，人行、香港金管局聯合發布公告，「南向通」正式開通，債券市場雙向開放終於落定。《中國人民銀行關於開展內地與香港債券市場互聯互通南向合作的通知》（以下簡稱「通知」）也同時發布，「南向通」交易將於24日上線。這是債券市場開放的又一里程碑，標誌着兩地金融市場進一步擴大互聯互通及雙向開放。作為支持香港發展的重要舉措，「南向通」將進一步提升香港債券市場的發展水平、鞏固香港國際金融中心地位。債券市場雙向互通也將進一步加深國內國際經濟互動，促進人民幣跨境使用，進一步推動人民幣國際化進程。

兩地債市迎雙向開放



▲分析認為，「南向通」引導境內資金去配置境外的人民幣債券，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。

一席之談

席帥

中銀香港
金融研究院策略
規劃師

債券通「北南向」2017年啟動，按照當時的部署，先分步實施、穩妥推進先開展「北南向」，積累經驗，適時擴展到「南向通」。「北南向」已平穩運行四年，外資流入境內規模持續增加，已經成為了境外機構進入中國債券市場的重要渠道。近期以來，隨着內地資金流出放緩，外資流入境內的規模逐漸增加，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，「南向通」提上日程時機成熟。

「北南向」模式是通過基礎設施互聯互通，採用多級託管等國際通行做法，切實便利境外機構「一點接入」。與「北南向」一樣，「南向通」採用了國際通行的名義持有人制度安排。內地債券登記結算機構、託管清算銀行通過在香港開立名義持有人賬戶的方式，為內地投資者提供債券託管結算服務。境內投資者可以自主選擇通過境內債券登記結算機構或境內託管清算銀行託管其債券資產。

一、「南向通」通知主要內容

《通知》明確了「南向通」相關的框架安排，包括投資者類型、投資渠道、可投券種等。可以看到，《通知》中對於投資者類型、投資渠道都做了兩手安排，以盡可能的為投資者提供便利，既體現了尊重現有的投資習慣，又能滿足新的投資需求。

關於投資者類型，兩類投資者可以通過「南向通」開展境外債券投資，一是合格境內機構投資者（QDII）和人民幣合格境內機構投資者（RQDII），二是經人行認可的部分公開市場業務一級交易商。

關於投資渠道及投資範圍，《通知》規定「內地債券登記結算機構、託管清算銀行通過在香港開立名義持有人賬戶的方式，為內地投資者提供債券託管結算服務。境內投資者可以自主選擇通過境內債券登記結算機構或境內託管清算銀行託管其債券資產。」

關於投資額度限額，「南向通」設置了全市場年度總額度和每日額度，額度在兩種模式間共享。根據通知，現階段資金淨流出的年度總額度為5000億元等值人民幣，每日額度為200億元等值人民幣。參與「南向通」的QDII、RQDII仍遵守現行管理規定，相關跨境資金淨流出額不納入「南向通」相關額度使用情況統計。

關於交易對手要求，境內投資者現階段必須與經監管批准的合格「南向通」指定的做市商進行交易，具體名單將由金管局公布。

二、「南向通」具有豐富的政策內涵

「南向通」進一步滿足境內機構「走出去」需求。境內投資者存在全球債券配置需求，但當前投資境外的渠道相對有限、參與境外市場程度較低，主要渠道QDII在額度、費用等方面面臨一些限制。「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，更好地滿足其走出去的需求，提高資產配置的靈活性和資產回報率。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中也有幫助。

「南向通」進一步擴大金融開放。前期實踐已經證明，互聯互通在當前金融市場開放中是極具生命力的一項機制，對中國債券市場的對外開放起到了良好的推動作用。互聯互通機制的設計中就包括了雙向開放的基因，無論是已經開通的滬深港通、基金互認還是理財通，雙向開通才能讓資金更趨向平衡、穩定的流動。債券市場的體量是超過股票、財資等市場的，「南向通」開通是金融市場雙向開放的重要舉措，是一項長期市場機制的建立，是落實金融更高質量開放的題中之義。

「南向通」為香港金融市場注入新活力。「南向通」亦是中央支持香港發展、促進內地和香港合作的重要舉措。開通之後，「北水南流」為香港債券市場帶來內地的資金，有助於吸引企業增加在香港的發債融資，促進債券交易。隨着由內地流出資金在香港形成存單，對於擴大離岸資金池、推動離岸人民幣市場發展具有積極作用。「南向通」也將鞏固香港作為資本進出內地的門戶角色，持續推動香港國際金融中心和金融樞紐發展。

「南向通」助力人民幣國際化進程。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，雙向開通才能讓資金更趨向平衡、穩定的流動。「南向通」開通將帶動人民幣資金更頻繁亮相國際市場，進一步深化人民幣融投資貨幣功能。同時，「南向通」也會引導境內資金去配置境外的人民幣債券，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，帶動更多國際投資者進入境內債券市場，提升人民幣儲備貨幣的功能。

三、未來「南向通」將具有更廣闊的發展空間

可逐步向更多的投資者和做市商開放。初始階段，在投資者和做市商

兩方都有資格限制是穩妥起見的考慮，隨着「南向通」運作順暢，可以逐步加入更多的投資者和做市商，使得市場交易更加活躍，激發出更大的市場需求。

可投資債券範圍由香港市場拓展到全球。按照細則規定，「南向通」投資範圍為境外發行並在香港債券市場交易流通的所有券種，現階段限於現券交易。從起步來看，當前可投資範圍限於香港債券市場流通的所有券種是比較穩妥的，但隨着試點逐漸運作良好，像「北南向」一樣發展成為跨境債券投資的主要渠道，香港債券市場規模恐不能完全滿足境內投資者全球配置資產的需要。截至2020年末，境內債券市場的總託管量為104.32萬億元（人民幣，下同），香港債券市場的存量規模是3088.5億美元，兩者相差懸殊。因此，下一步發展方向可以考慮拓展可投資債券範圍，進一步鼓勵資金流出、改變持續流入的狀況，有助於實現跨境資金動態平衡。

可逐步放開對年度和日限額的限制。回顧債券通「北南向」自2017年開通以來的數據可以發現，存量規模的發展是不斷加速的過程。2017年6月末，境外機構持有境內債券的存量規模為8425億元，到2019年5月末，餘額達到1.8796萬億元，實現一萬億的增長用時二十三個月。到2020年9月，境外機構持有量達到2.9403萬億元，實現第二個一萬億的增長用時僅十六個月。2021年前五個月，日均交易量為257億元，交易量達到2.494萬億元。從現階段來看，「南向通」規定了資金淨流出的年度總額度為5000億元，每日額度為200億元是足夠的，但未來隨着市場不斷開放和發展，現有額度未必能滿足投資者需求，未來進一步取消額度管理、允許資金自由流動將成為順應市場發展的趨勢。

四、結語

債券通「南向通」的推出，標誌着內地和香港債券市場互聯互通實現雙向開放，進一步便利內地機構投資者透過香港市場配置全球債券資產，有助於推動金融開放穩步擴大。此舉也是國家支持香港發展的重要體現，將進一步提升香港債券市場的發展水平、鞏固香港國際金融中心地位。這項舉措亦有利於加深國內國際經濟互動，促進人民幣跨境使用，形成金融市場「雙循環」相互促進的新發展格局，進一步推動人民幣國際化進程。政策的落地效果最終有賴市場推動和檢驗，在各界共同努力下，相信隨着「南向通」持續運作，境內外市場的聯動性進一步加強，對「南向通」政策期許必將實現。

樓市金九銀十或成泡影

交銀觀察
唐建偉
夏丹

9月15日，國家統計局分別發布8月份70個大中城市商品住宅銷售價格變動情況、1-8月份全國房地產開發投資和銷售情況，本期數據呈現出以下三大特徵：

部分地區房價下行壓力增

縱觀8月各線城市房價變動情況，不論新房或二手房、環比或同比，都出現了漲幅回落或繼續下降的情況。這是在多項嚴格調控政策的疊加作用之下，「穩房價」繼續收獲實效的表現。8月70個大中城市新房、二手房環比漲幅（0.2%、不變）均收窄0.1個百分點，同比漲幅（3.7%、2.9%）均較上月收窄0.4個百分點。

不過，樓市調控也面臨一些新變化，部分「止漲」區域需要通過「雙向調控」穩住房價下行壓力。8月二線城市二手房價環比轉為持平，三線城市新房售價環比持平、二手房價連續第二個月環比下降0.1%。部分地區房價走勢明顯切換，需要調控政策相應適度切換，以警惕和抑制房地產市場過快下行風險。近期瀋陽、昆明已出手控制樓盤定價跳水行為，長春出台新政促銷售、去庫存、助力房企紓解資金壓力。

樓市與地產成交總體低迷

房地產市場各項銷售指標全面告負，這主要是受到各地調控持續從緊，以及去年同期高基數的直接影響。8月單月商品房銷售面積和銷售額同比增速分別為-15.6%和-18.7%，降幅進一步擴大。30個大中城市中，一線、二線、三線城市單月商品房成交面積同比分別為-1.21%、-17.71%、-43.53%，為年內首次全線告負。

土地市場表現也相當冷清。今年以來，大多數月份土地出讓情況均不及去年同期，8月亦是如此。由於8月10日自然資源局調整了集中供地政策，第二批次城市相應延遲了供地節奏，一二線城市總體供地數量較少。1-8月開發企業土地購置面積和土地成交價款同比增速分別為-10.2%和-6.2%。

儘管累計數據顯示，1-8月房地產投資增速仍在兩位數以上（10.9%），

但8月單月開發投資情況不容樂觀，接近零增長（0.27%）。一個很大的拖累因素來自於土地成交清淡。如前所述，今年大多月份土地出讓情況不及去年同期，自5月份以來土地購置面積累計增速持續盤桓在-10%左右的負值區間。

開工情況也不甚理想。8月單月施工面積增量以及開工、竣工面積均連續第二個月下降，其中單月新開工同比-16.8%；1-8月累計施工面積增速下滑至8.4%，開工面積跌幅繼續擴大至-3.2%，竣工面積增速相對穩定在26%。

房地產投資單月近零增長

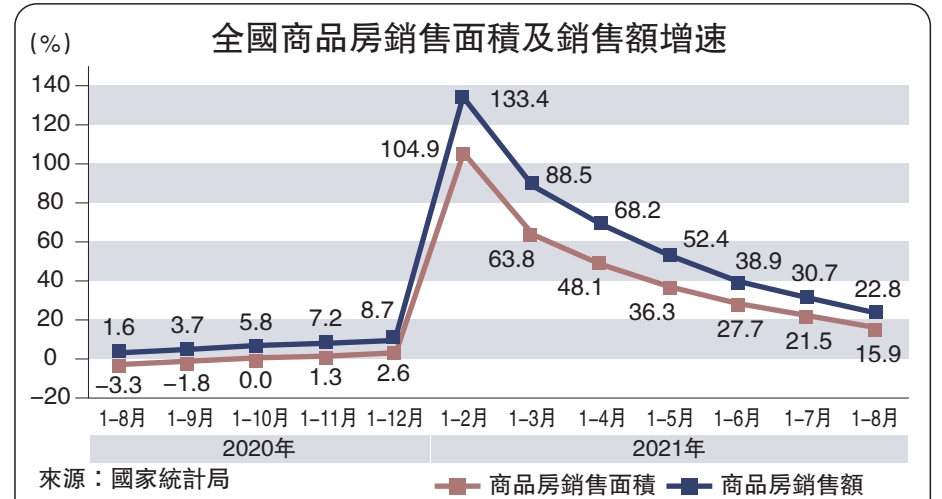
展望後市，今年樓市可能沒有「金九銀十」。

一是房地產市場銷售成色可能「打折扣」。8月31日國新辦舉行「努力實現全體人民住有所居」新聞發布會，表示將繼續堅持「房住不炒」定位，建立人、房、地、錢四位一體的聯動新機制。樓市調控基調不變，前期嚴控政策累積效應還將持續發酵，房地產市場交易的傳統「金九銀十」成色或將褪色。不過，部分地區房價下行壓力增大，個別頭部房企面臨信用事件，後續調控可能有針對性地予以局部分化或緩和。

二是第二批次供地高峰可能「打折扣」。9月第二批次集中供地重啟，調整後的土拍規則以「搖號」、「競品質」、「限溢價」為導向，有望帶來土地成交價格的下行。但受融資監管趨嚴和盈利預期下降的擠壓，房企拿地意願和能力可能降低，或導致土拍熱度降溫。

三是房地產投資和銷售可能轉為經濟增長的拖累項。去年以來，房地產開發投資是固定資產投資中表現最強的項目。按兩年平均增速看，1-8月房地產投資增速達7.7%，而整體固定資產投資增速為4%，製造業和基建投資增速分別只有3.3%和0.9%。兩年間支撐房地產投資的主要因素是地產火熱銷售及開發商積極拿地。但隨着近期樓市調控政策持續加碼，地產銷售及開發商拿地的信心都在快速回落，預計今年下半年開始，房地產投資和銷售將從經濟增長的支撐項轉為拖累項。

（唐建偉為交銀金研中心首席研究員、夏丹為資深研究員）



聯儲恐難大手升息

樓市智庫



陳永傑

中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

美國近月來公布的經濟數據異常反覆，可謂榮辱互見，或許某程度上與新冠肺炎疫情變種及惡化有關，令

經濟前景蒙上陰影。以美國聯儲局的保守態度，息口難以大升，對於置業人士供樓反而減輕負擔壓力。聯儲局主席鮑威爾較早前表示，今年開始縮減買債規模可能是合適。但加息無進一步披露，表現鴿派，不想急於加息。他指出，疫情變種病毒進一步擴散，要實現就業最大化，仍有很長的路要走。

新冠肺炎疫情衝擊全球經濟一年多，破壞力驚人，南非近月發現一種新變種病毒，有更强傳染力，現有疫苗未必能有效應對。南非國家傳染病研究所報告表示，科學家在5月份首次檢測到C.1.2的變種分支，至今已在多國出現。新變種病毒確診比例，由5月份時0.2%，兩個月後增至2%。世界衛生組織指出，在南美洲哥倫比亞發現的Mu（B.1.621）病毒株具備免疫逃逸能力，存在對疫苗產生抗藥性風險，全球三十多國發現這款病毒。

美國近期經濟數據甚為反覆，好壞

均有，反映經濟未穩定。美國聯邦住房金融局公布，6月樓價按月上漲1.6%，按年則上漲18.8%。美國供應管理協會的8月份製造業指數意外地升至59.9，比原先估計為佳。

經濟數據不甚理想

美國8月份Markit製造業採購經理指數（PMI）終值跌至61.1，略低於初值的61.2，亦低於7月終值的63.4，反映製造業活動擴張步伐減慢。8月份私人企業職位新增37.4萬個，按月增加4.4萬個，是連續八個月增加，但增幅不及預期的62.5萬個。

久沉的歐洲經濟似乎反彈無力，評級機構惠譽國際估計，歐洲央行將維持基準利率不變直至2025年，資產購買計劃將最少維持至2024年。歐洲經濟差劣，也會拖低到美國加息力度，鮑威爾對美國未來加息保守，並非無理。

回顧美國在2012年初表明有意加息，到2015年底才執行，顯示加息不是取決於長官意志，還要看經濟實況。2012年不少人都覺得加息在即，不敢在本港買樓投資自住，後果是失去四年升值回報及低息供樓良機。今次美國加息會否又一次「翻版」，仍有可能，即使成功加息，亦難以大手加息，因全球經濟大差。