

2021年9月15日，人行和香港金融管理局發布了聯合公告，宣布「南向通」將於9月24日正式上線。作為「債券通」的另外一塊拼圖，「南向通」的上線無疑是中國債券市場對外開放的重要一步。鑒於當前債務工具中央結算系統（CMU）中港元和人民幣債券的成交佔比較大，機制也相對完善，預計短期內這兩類品種或獲得更多的發展機會。

# 債券雙向通拼圖補完



▲「南向通」的開放預計將提高境內外債券市場的聯動，使得中國債券市場「有進有出」，也標誌着債券市場對外開放更進一步。 中通社



明若觀火  
明明  
中信證券固定收益  
首席研究員

「南向通」作為「債券通」的重要組成部分，其開通將進一步完善境內投資者投資境

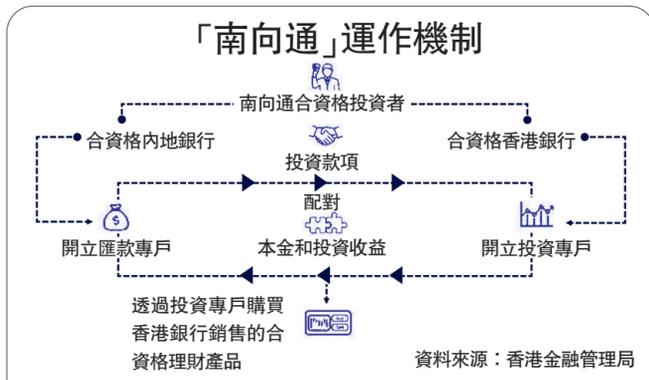
外債券資產的渠道，是中國債券市場對外開放的重要一步。2021年9月15日，中國人民銀行和香港金融管理局發布了聯合公告，宣布香港與內地債券市場「南向通」將於9月24日正式上線。早在2016年「債券通」的概念就被提及，旨在構建一個連通境內外債券市場的基礎設施。2017年7月3日「北向通」率先上線，而隨着「南向通」的開通，「債券通」終於齊活兒，並將在後續金融市場（尤其是債券市場）的對外開放中起到舉足輕重的作用。

「南向通」為境內投資者提供投資境外合格理財產品的通道，相關業務運作將受到額度管理，資金將受到閉環管理。據香港金融管理局介紹，境內的「南向通」合格投資者需要且僅能開立一個具有跨境匯款功能的內地賬戶（匯款專戶）和一個具有投資功能的香港賬戶（投資專戶）。匯款專戶為「南向通」投資本金的唯一來源以及本金和投資收益原路匯回的唯一賬戶；投資專戶僅作「南向通」投資使用，無法作為香港銀行的其他服務用途。

「南向通」與「北向通」存在三大不同之處：（1）投資者範圍：「南向通」的境內投資者暫定為央行認可的部分公開市場業務一級交易商（41家）以及QDII（合格境內機構投資者）和RQDII（人民幣合格境內機構投資者）；「北向通」的範圍則更為廣泛，包括境外央行或貨幣當局、主權財富基金、QFII（合格境外機構投資者）、RQFII、各類金融機構等。（2）託管體系：「南向通」可選擇一級託管或者多級託管體系；「北向通」需選擇多級託管體系。（3）額度：「南向通」開通之初設置了5000億元等值人民幣的年度總額度和200億元等值人民幣的每日額度；「北向通」則無相關規定。

## 「南向通」會提供哪些投資機會？

**港元債券**  
外匯基金是最主要的港元債務工具發行主體，其次為多邊發展銀行以外的境外發債體和認可機構。具體來看，香港債券市場中港元的發債主體主要包括外匯基金、認可機構、法定機構及政府持有公司、多邊發展銀行、多邊發展銀行以外的境外發債體等。其中，外匯基金包括1年期以內的外匯基金票據和1年期以上的外匯基金債券。其作為最主要的發行人，近年來發行量佔港元債務工具發行總量的比重均在70%以上。多邊發展銀行名單包括亞洲開發銀行、歐洲投資銀行、泛美開發銀行等機構。而認可機構則是持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司，二者近年來發行



量佔港元債務工具發行總量的比重在10%左右。

**離岸人民幣債券——「點心債」**  
從一級市場來看，離岸人民幣債券的整體發行規模逐步擴大，央票和金融債是近年來的主要發行品種。點心債券特指在香港發行的人民幣計價的債券。以2018年11月為分界線，此前時間段內離岸人民幣債券主要以金融債和企業債為主，整體發行量在經歷了2015年至2017年的沉寂後再次增長，且2018年11月起央票後居上，成為佔比較大的品種。期限結構與發行品種息息相關，2018年以前由於金融債和企業債為主要發行品種，因此發行期限集中在短中期，即1-3年期為主。2018年11月後由於央票成為主要發行品種，1年及以下期限成為主流。

當前離岸人民幣債券存量市場中金融債佔據主導地位，且期限結構較為均衡，預計在香港市場可交易的「點心債」可滿足不同投資者的風險投資偏好。截至9月18日，整個離岸人民幣債券存量市場中，金融債存量為2268.86億元（人民幣，下同），佔比58.04%，其次為央行票據，存量800億元，佔比20.47%。從期限結構看，1年以內的債券存量佔比最大（24.64%），1-3年和5-10年的債券存量均在800億元左右，整體來看債券期限結構較為均衡，能夠滿足不同投資者的期限投資偏好。

**中資離岸債——中資美元債**  
中資離岸債或隨着「南向通」的發展成為最具潛力的品種之一。當前其市場規模發展迅速，其中，中資美元債是主要類型，香港聯交所是主要上市場所。分幣種看，截至9月18日，92.94%的中資離岸債為美元計價，而離岸人民幣和歐元計價的僅分別為2.68%和2.77%。聚焦於中資美元債，每年約有50%左右的中資美元債在香港聯交所上市。雖然「南向通」開通初期港元債和人民幣債或更受歡迎，但隨着「南向通」的深入發展，香港的中資美元債市場或將迎來更多的發展機會，境內機構資產荒現象也將得到有效緩解。

中資美元債的一級市場中，企業債佔比較高，近年來1-3年期的品種更受發行人偏好。中資美元債的發行市場中主要以企業債和金融債等信用債為主，利率佔比較低。從期限結構看，近年來1-3年期的品種更受發行人偏好，其次為3-5年期。

中資美元債的二級市場以金融債、地產債和城投債為主，細分行業中金融、房地產和工業排名前三。具體來看，截至9月18日，金融債、地產債和城投債佔比分別約為38%、22%和8%。根據Wind一級行業劃分標準，中資美元債中金融、房地產和工業三大行業佔比分別前三。

## 關於「南向通」開通的三點啟示

**啟示一：「南向通」的開通豐富了境內資金「走出去」的渠道，或有利於美元流動性的疏導，進而有助於人民幣市場化。**疫情以來全球多國「大放水」，市場上的美元流動性過度充裕，疊加中國出口強勁，因此境內市場的美元流動性也較為充裕。「南向通」的開放使得境內的投資機構再添一條投資通道，同時可選擇的標的範圍也有所豐富，或有助於疏導近期所積累的美元流動性，進而增強人民幣匯率市場化。

**啟示二：推動國內信用評級體系國際化，這也將有利於提高境外機構對於國內人民幣債券資產的認可度。**由於債券市場雙向通道的進一步疏通，境內投資者對於國內外債券信用評級體系差異的感受將愈發明顯。這類差異的碰撞與融合或有助於推動國內信用評級體系國際化，而隨着評級標準的趨同和廣泛運用，中國的人民幣債券資產對於外資的吸引力也將有所提高。

**啟示三：助推行衍生品在債券投資對沖策略的應用，從而有利於國內金融衍生品市場的發展。**正如前文所述，中資美元債中信用債佔比較高，因此在投資時機對於風險對沖策略的需求或有所增加，從而提高對相關衍生品工具的需求，進而反向推動國內金融衍生品市場發展。

## 總結

「南向通」的開放預計將提高境內外債券市場的聯動，使得中國債券市場「有進有出」，也標誌着債券市場對外開放更進一步。後續隨着「南向通」的進一步發展，以企業債為主要的中資美元債或是更具潛力的品種之一，能夠豐富境內投資者的標的選擇，滿足不同的風險偏好。此外，筆者認為「南向通」將在疏導境內美元流動性、提高人民幣市場化、推動境內債券評級體系國際化、豐富衍生品工具以對沖風險方面有所作為。

# 警惕美財政風險的外溢性衝擊



張濤  
中國建設銀行  
金融市場部分分析師

伴隨中國7、8月份宏觀經濟數據的公布，國內經濟下行但不會失速應已是相對確定的變化。影響下半年經濟運行預判的因素，除了疫情之外，需格外關注美國財政政策的變化。

首先，自6月份以來，美聯儲持續釋放將要實施「縮減購債」（Taper）的政策信號，在美聯儲密集的溝通和預期管理後，目前市場應該對美聯儲擬要實施的Taper已有較為充分的消化，加之近期鮑威爾等人的表態與2013-2014年期間美聯儲首次實施Taper的經驗，均指向美聯儲的Taper實操與未來的加息之間還有相當長的距離。因此，後期美聯儲Taper可能帶來的市場波動及外溢性影響是有限的。

其次，與美聯儲貨幣政策相比，在本輪對沖疫情期間，美國財政政策的作用更為決定性的。例如，在多輪財政紓困的作用下，美國個人的年可支配收入從疫情前4.5萬美元的水平大幅提升，並曾一度升至近6萬美元，美國消費之所以沒有因疫情坍塌，與財政對企業和個人的紓困救助密不可分，而美聯儲的作用則是為財政政策保駕護航。當然這次美國財政與貨幣政策採取MMT（現代貨幣理論）主張的勾連方式是否隱藏了更大的風險至今仍未處爭議之中，但在本次疫後復甦進程中，財政政策起到的決定性作用是毋庸置疑的。

第三，伴隨兩年來各國的疫情對沖差異和經濟復甦的錯位，我們逐漸認識到：從全球範圍來看，需求端與供給端的修復是互為條件的。以中美為例，中國率先修復供給能力，通過出口替代承接部分全球的供應，當然中國能夠持續供應的基礎是常態化防疫機制的有效；美國政府為了保住本國消費能力，實施了史無前例的財政紓困，為需求端注入

大量資金，但美國相對鬆散的防疫制約了其自身的供應修復。因此，不同的防疫效果下，兩者間供給端修復和需求端修復就互為條件，而供給端和需求端各自的價格指數變化情況，也明顯反映出這種互為條件的修復模式。換而言之，中國供給的變化一定會影響到美國的需求（經濟復甦），而美國需求的變化也一定會影響到中國供給（經濟復甦）。

## 財政預算阻力重重

第四，目前困擾拜登政府的財政矛盾主要有兩個：

一是債務上限。8月1日起，美國聯邦政府的債務上限重啟，即在兩黨對債務上限問題解決達成共識之前，美國國債餘額不能突破7月31日的28.43萬億美元，但共和黨已明確表示不會配合民主黨。

二是財政刺激。目前拜登正在推行的1萬億基礎設施法案和3.5萬億基礎設施建設預算框架，不僅與共和黨有巨大分歧，甚至在民主黨內部也有不同意見。例如，美國眾議院「藍狗聯盟」領導人已公開表示對3.5萬億美元的基建支出計劃持保留意見，藍狗聯盟由財政上保守的民主黨人組成。

按照美國財政支出的法律和機制，拜登政府要想順利推行其財政主張，就必須緩解債務上限和預算安排的兩個矛盾。截至7月31日，美國財政部可用資金僅有約8300億（包括TGA現金餘額、財政收入和不受債務上限限制的可用資金），按照美國兩黨政策中心（BPC）估算，此8300億美元資金最多支撐美國財政部到11月中旬，之後債務上限問題如還未解決，則美國政府的違約風險必將大幅上升。

鑒於美國財政政策的變化將直接影響到美國居民消費韌性的持續，進而會影響到互為條件的供需修復進程，其中，中國作為全球最重要的供給端，必然會受到牽連，因此需要格外警惕美國財政風險帶來的外溢性衝擊。



▲分析指出，美國消費之所以沒有因疫情坍塌，與財政對企業和個人的紓困救濟密不可分。 新華社

# 疫下改善居住環境需求增



廖偉強  
利嘉閣地產總裁

不同類型的物業買賣成交少則數十萬元，多則上億元，甚或數十億元，能洽談這些大額交易的房地產代理，其口才必定了得，當然更能提供優質及專業的服務。以筆者三十多年來的經驗所得，市場是百貨撞百客，基本上沒有做不到的生意，但是在睇樓及談判過程中，最容易告吹的交易多數涉及「風水」二字。

篤信風水的客人，大部分都會聽取自己風水師的意見，只要風水師建議不能接受的單位，任憑地產代理有三寸不爛之舌，都難以力挽狂瀾。相信風水的客人，都會留意居住單位的座向及景觀，因他們認為與磁場及氣場有關，會影響到個人的健康及運勢；所以，以筆者從多年來的經驗總結，風水對地產代理的買賣談判可說是「既可載舟，亦能覆舟」。

所謂風水，是指居住的單位能夠帶給個人的磁場及氣場，就是這座大廈及單位面向的景觀及單位的間隔，再配合周邊的配套。舉例，開揚的單位，能背山面海更為理想，可以帶給居住者寬闊的視覺效果，面對綠油油的山脈，蔚藍的天空及碧綠的海水；如此環境自然有身心舒暢的效果。有些大廈可能位處市區，但擁有便利的交通，兼有會所及平台花園等配套設施，亦能夠帶給居住者出行便利及生活舒適的感覺，也算是切合他們的風水要求。

近兩年疫情衝擊香港及世界各地，大部分港人都不能外遊，面對工作的壓力及經濟的波動，大家都少有機會可以放鬆心情暫別平日繁重的工作，甚至連做運動的機會也被剝削了。香港地小人多，居住環境狹窄，相信部分港人真的受夠了，因此有足夠能力者，在這段期間都願意選擇或遷至空間較寬敞的單位，務求建立更理想的安樂窩，希望可以透過改善居住環境的磁場，藉以提升個人的氣場。



▲部分有能力港人願意選擇空間較寬敞的單位，務求建立更理想的安樂窩。 資料圖片