

地方債務正穩步化解



經濟把脈 明明
中信證券固定收益
首席研究員

2023年以來，信用市場處於不斷修復過程中，信用債利率水平不斷下降，地區城投債利率也普遍較年初有不同幅度的下行。進入5月後，市場對於地方債務問題的討論愈發熱烈，但大部分省市城投債利率水平較月初仍有不同幅度的下行。

無獨有偶，2022年城投市場點狀與情衝擊後，地區利差也未出現明顯變化。具體來看，貴州遵義道橋與情發生後，貴州城投利差無明顯走闊，且排除全國城投債走勢波動的干擾後，貴州當地城投利差甚至有下行趨勢。同樣，雲南康旅事件後，即便排除全國城投債走勢波動，雲南當地城投利差也沒有明顯的走闊趨勢。

辯證看待地方債務問題。從估值及利差的角度看，隨着市場的不斷發展成熟，當城投市場受與情影響時，其實並未出現實質性的反應，整體風險仍處於可控區間，因此需理性對待城投與情，辯證看待債務問題。

適度增加赤字率與槓桿率

顯性債務，指有法律明確規定、政府公開承諾或由政府的特定政策形成的政府債務。顯性的政府債務一般具有較為明確規範的統計。

從國際的視角看，中國政府部門槓桿率相對較低。根據國際清算銀行數據，截至2022年三季度，中國政府部門槓桿率為76.2%，近年來出現明顯增長。但橫向對比來看，統計中的發達經濟體政府部門槓桿率為103.3%，而所有報告國政府部門槓桿率為86.3%，均高於中國，因此中國政府部門槓桿率相對較低。但值得注意的是，2020年以來所有報告國政府部門槓桿率處於下行區間，而中國政府部門槓桿率仍處於上行區間。

2023年財政赤字率適當提高，專項債繼續靠前發力。2023年，赤字率目標為3%，比上年提高0.2個百分點，全國財政赤字3.88萬億元（人民幣，下同），比上年增加5100億元。其中，中央財政赤字3.16萬億元，增加5100億元；地方財政赤字7200億元，與上年持

平。除此之外，也適度增加地方政府專項債券規模，新增專項債券限額3.8萬億元，比上年增加1500億元，且專項債發行延續靠前發力。

顯性債務有序擴張。2023年，財政赤字率的適度提高，以及專項債發行延續靠前發力，顯示出積極財政政策的加力提效。而相對應的是顯性債務規模有序擴張，政府部門槓桿率繼續增長，但相較於國際水平，政府部門槓桿率仍較低，整體債務壓力相對可控。

隱性債務風險可控

地方政府隱性債務已有明確定義。2017年7月，中央政治局會議提到「要積極化解累積的地方政府債務風險，有效規範地方政府舉債融資，堅決遏制隱性債務增量」，隱性債務的概念首次被官方提出。2018年8月，國務院下發27號文，對隱性債務的口徑進行了統一，地方政府隱性債務是指地方政府在法定債務限額之外直接或間接承諾以財政資金償還，以及違法提供擔保等方式舉借的債務。

自「新預算法」發布以來，中國主動介入且全面鋪開的實施了兩次債務置換工作，分別為2015年開始的用地方政府債來置換非債券形式存在的地方政府存量債務，以及2019年地方政府與金融機構合作開展隱性債務置換工作，並推出了建制縣隱債化解試點。

2023年以來，地方債務化解的討論未曾停止。此前2015年與2019年分別開展了債務置換工作，到了2023年，周期性的思維下市場也開始憧憬2023年債務置換的重啟。目前主要有6種方式化解地方政府隱性債務（見下圖）。

總體來看，地方債務風險可控，但也需警惕與情過度發酵引起的估值波動。2023年以來，城投市場非標與情相對較多，且市場對於地方債務問題的關注度較高，但筆者對城投市場仍保持信心，未來出現實質性違約的概率較低，整體風險處於可控區間。當前隨着市場的不斷發展成熟，點狀與情對地區估值和利差的實質性衝擊相對有限，但也需要警惕與情過度發酵導致估值有所波動。因此短期內為降低估值波動帶來的影響，建議關注穩定區域的團區類城投配置機會，而長期可以關注部分受到估值錯殺影響且債務化解較為積極的地區投資價值。



「互換通」上線儀式於本月15日在港交所的香港金融大會舉行。

5月15日，內地與香港利率互換市場互聯互通（「互換通」）正式上線運行，金融市場互聯互通邁入衍生品領域，為人民幣國際使用畫上濃重的一筆。當天，共有27家境外機構通過「互換通」達成在岸人民幣利率互換合約的交易，涉及名義本金總值約82.59億元（人民幣，下同）。

互換通加快人民幣國際化



撥雲見日 應堅
中銀香港金融研究院
資深策略員

鑒於中國經濟持續穩定較快增長、人民幣幣值保持基本穩定，境外投資者一直對持有境內人民幣資產抱有濃厚的興趣，早期主要通過QFII（合格境外機構投資者）及RQFII（人民幣合格境外機構投資者）進入境內市場，2010年境外三類機構獲准在額度內進入銀行間債券市場（CIBM），開啟CIBM直投模式。2017年內地創新推出債券通（北向通）模式，通過境內外交易及託管系統互聯互通，令不同類型的境外投資者可在境外以其熟悉的交易方式投資境內人民幣債券。

滿足境外投資者對沖需求

QFI（QFII/RQFII）、CIBM直投及債券通（北向通）等三種模式齊頭並進，拓寬了跨境投資渠道，令人民幣債券成為全球投資者（包括央行）最重要的資產組合之一，境外投資者一度持有超過4萬億元的人民幣債券，佔境內債券市場託管量的3.5%。此外，財政部、人民銀行及其他境內機構在香港等地的離岸市場發行點心債，也吸引境外投資者增持。2023年4月底，由香港債務工具中央結算系統CMU託管的離岸人民幣債券餘額達6800億元。

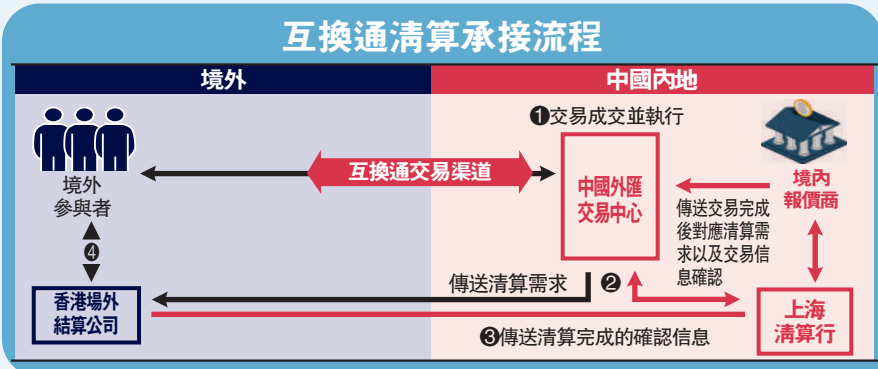
境外投資者在境內外市場大量持有人民幣債券，產生了較強的風險對沖需求。但一段時間內，境內人民幣衍生品市場未能跟上債券市場開放步伐。儘管通過全球通及QFI直接進入銀行間市場的境外投資者可參與境內衍生品交易，但境內交易規則與境外不同，流程較為複雜，因此，近年來實際參與交易並不多。另一方面，境內衍生品市場尚未開放給債券通投資者。

為此，人民銀行、香港證監會、香港金管局積極研究，於2022年7月正式公布「聯合公報」，宣布開展香港與內地利率互換市場互聯互通合作，通過建立基礎設施連接，令投資者可參與兩地衍生品交易，初期先開通「北向通」。2023年4月人民銀行公布《內地與香港利率互換市場互聯互通合作管理暫行辦法》（簡稱「管理暫行辦法」），5月15日「互換通」（北向通）正式上線。

兩地建立監管合作機制

作為金融市場互聯互通的一種新形式，「互換通」與已推出的股票通（滬港通、深港通）、債券通（北向通、南向通）、粵港澳大灣區跨境理財通，擁有一個共同特點，即先尋求境內外不同市場金融基礎設施對接，建立資金及信息封閉管理，在此基礎上再確立額度管理、產品範圍及投資者資格，兩地監管機構則建立監管合作機制，對跨境投資行為實施穿透式管理。具體而言，「互換通」包括以下主要内容：

1) 建立境內與境外中央對手方清算系統對接。引入國際社會近年來積極推行的境外衍生品交易集中清算



機制，由人行認可的上海清算所及香港證監會認可的香港場外結算公司——兩大清算系統實現對接，為跨境衍生品交易進行境內、境外及跨境資金的集中清算。

2) 建立境內中國外匯交易中心與境外TradeWeb、Bloomberg交易系統對接。符合資格的境外投資者與境內交易對手簽署人行認可的衍生品交易主協議（如NAFMII、ISDA協議），直接在境外交易系統操作，買賣境內中國外匯交易中心交易的衍生品。

3) 「北向互換通」初期可交易品種為利率互換產品，參考利率包括FR007、Shibor 3M、Shibor O/N等，利率互換的報價、交易及結算幣種為人民幣。

4) 「北向互換通」實施額度管理，初期全市場每日交易淨限額為200億元，清算限額為40億元。

擴展離岸人民幣深度與廣度

香港離岸人民幣業務樞紐建設，一是依賴市場力量推動，二是獲得政策大力支持，內地將資本項目開放措施及人民幣國際使用政策優先放在香港試點。其中，金融市場互聯互通是政策體系的重要組成部分。各種互聯互通上線，不斷擴展香港人民幣業務範圍及內涵。「互換通」在新的業務領域進行了創新，進一步推動香港人民幣市場建設：

1) 進一步豐富金融市場互聯互通體系，擴展香港人民幣市場深度及廣度。

股市、債市、理財市場及衍生品市場是全球金融市場中最重要的資產及風險管理市場，也是香港國際金融中心的強項，通過金融基礎設施互聯互通，將內地與香港的資產及風險管理產品交易銜接起來，必會增強香港國際金融中心的市場功能。

2022年滬港通、深港通交易金額達30.5萬億元，3年時間增長1.5倍；2022年債券通（北向通）交易金額8萬億元，3年時間增長2倍。隨着「互換通」加入，兩地互聯互通體系大體完善，香港人民幣市場深度及廣度亦達到前所未有的水平。隨着境外投資者逐漸熟悉「互換通」交易規則及兩地監管機構在「互換通」納入更多可交易衍生品種類，這個市場將會不斷發展壯大起來。

2) 為人民幣債券投資提供配套服務，助力離岸人民幣資產管理業務發展。

「互換通」的引入，直接支持境外投資者持有人民幣債券，與債券通形成良好的協同效應。由於投資境內衍生品渠道不暢，境外投資者若想對沖利率風險，主要在香港人民幣市場

進行利率互換操作。然而，離岸利率互換市場規模不大，流動性不足，亦與境內債券利率相關性不大，令利率波動風險對沖不充分。此外，由於境外投資者未在同一個市場進行債券投資及利率互換，容易在市場前景不明朗時造成集中出售債券。

「互換通」正式推出後，為境外投資者進入流動性更好的境內衍生品市場提供了方便，有利於消除上述風險。境外投資者可通過「互換通」增加利率互換，安心持有債券，有助於穩定境外投資者持債規模。此外，境外投資者也會增持離岸人民幣債券，而離岸與在岸人民幣債券收益率有着較強相關性，境外投資者通過「互換通」進行在岸匯率互換，當離岸市場波動時也會減少出售債券。

3) 支持人民幣衍生品市場拓展，推動形成離岸人民幣風險管理中心。

香港離岸人民幣中心不斷發展，各人民幣交易市場取得長足發展，但由於人民幣國際化時間不長，整體離岸人民幣市場發展不夠均衡，部分交易工具發展相對滯後。例如，外匯互換發展較快，而利率互換才剛起步，交易活躍度還不夠，總體上有很大發展空間。

根據香港金管局統計，2022年4月香港離岸人民幣利率掉期日均交易金額只有15億美元，佔所有貨幣利率掉期交易的0.5%。香港交易所研究發現，境內人民幣利率互換的流動性明顯優於離岸人民幣利率互換，前者與中國5年期國債基準相關性更高，波動率更低，買賣差價也更窄，這意味着境外投資者使用境內市場利率互換的交易成本可能更低，對沖效率則會更高。

「互換通」啟動後，境內外兩個利率互換市場率先建立起交易通道，境內利率互換交易可補充離岸市場的不足，為離岸市場提供基準定價，從而帶動香港利率互換加快發展。尤其是未來「互換通」南向交易上線後，兩個利率互換市場關聯性進一步增強，可為香港利率互換帶來新的發展機遇，促進香港離岸人民幣風險管理中心升級。

總之，「互換通」正式上線，是內地金融市場對外開放的一件大事，亦是兩地金融市場融合的重要里程碑，令金融市場互聯互通達到一個新高度，各類跨境交易正在形成協調發展及相互促進效果，為投資者長期持有人民幣及人民幣資產創造有利條件，同時亦促進香港國際金融中心及內地衍生品市場共同發展，達到雙贏目的，為有序推進人民幣國際化作出更大貢獻。



加息周期快終結 樓市7月料翻身



樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

樓市受壓主要是受加息陰霾影響，儘管本港加息步伐遠不及美國，但隨着息差收窄，近月本地銀行同業拆息持續上升，香港低息環境已經與一、兩年前提變得相當不一樣。隨着美聯儲主席鮑威爾（Jerome Powell）最新暗示，下月聯儲局會議或會暫停加息，換言之自去年初開始的加息周期，或許將告一段落。

聯儲局自去年3月開始加息，短短14個月累計加息10次之多，合計的加息幅度更達5厘之高，從去年初的0至0.25厘區間，升至最新5至5.25厘區間。不過，鮑威爾已表明下月議息會議將保持利率穩定的開放態度，目前美國銀行業壓力已不允許利率再次提高。換言之，本輪加息期或許已告一段落，當然現時息口水平會維持一段時間，減息周期何時展開，現階段自然難以確定。

滙豐本輪已加息4次 共0.75厘

至於本地銀行息口的情況，香港自去年9月展開加息，連同上月再加息0.125厘，在過去8個月間，共加息4次，而滙豐銀行的加息幅度為0.75厘。值得一提的是，由於今次的加息周期，各銀行的加息幅度有所不同，大家在選擇承造按揭銀行時，需要睇清

楚該銀行的最優惠利率（P）是多少。

無可否認，過去一年受本地銀行加息影響，確實已令樓市出現震盪，不僅整體成交量減少，二手樓價亦出現調整。現時按揭息率相較於過去10年而言，的確處於相對較高的水平，以最優惠利率計算，是2008年以來的近15年新高的位置。

但大家亦需留意，雖然目前最優惠利率看起來身處高位，但實際上比起以往的息率仍是較低水平。上一次最優惠利率的高位已經是2006年4月，按滙豐、恒生、中銀等大型銀行當時的息率而言，最優惠利率達8厘，按揭利率亦高達5至6厘的水平，比對現時按揭利率僅3.5厘的水平，的確高出不少。

總括而言，儘管未知聯儲何時才重啟減息，但加息周期已告一段落，對後市有一定的支持作用。五窮六絕七翻身，5月窮快過去，6月美國停止加息，對樓市是好消息，配合疫後經濟改善，7月樓市勢必全面翻身。



▲本地銀行連續加息，已令樓市出現震盪。