

雙櫃台為港發展人幣證券奠下基石



高文宏議 李惟宏

香港立法會議員

港交所昨日推出「港幣—人民幣雙櫃台模式」（雙櫃台模式），標誌着香港離岸人民幣業務發展踏上重要的新階段。在雙櫃台模式下，投資者能夠在二級市場以港幣或人民幣交易同一發行人的證券，並可以在港幣櫃台與人民幣櫃台之間進行跨櫃台交易。

首批獲納入雙櫃台證券名單有24隻股份，大部分都是交易活躍的恒生指數成份股，涵蓋科網、金融、地產及消費等行業，合共佔港股日均成交約四成。在開通首日，雙櫃台模式交易大致運作順暢，並錄得約1.6億元（人民幣，下同）的成交額，是市場預期之內，屬一個好開始。

與此同時，港交所亦引入「雙櫃台莊家機制」，透過在人民幣櫃台提供買賣雙邊報價，從而提升人民幣股票的流動性；並允許市場莊家進行同一股票在雙櫃台之間的套戥交易，收窄兩個櫃台之間的價格差異。

目前，已有九個交易所參與者獲授雙櫃台莊家牌照，為相關交易提供流通性。香港特區政府亦於今年初透過《2022年印花稅（修訂）條例草案》，豁免有關莊家特定交易的股票印花稅，藉以吸引更多金融機構參與雙櫃台莊家機制。

筆者估計在起步階段，雙櫃台模式交易佔整體市場成交的比例未必十分顯著；但中長線來看，這可為進一步在港發展人民幣證券業務汲取經驗，奠下重要基石。

港擁全球最大離岸人幣資金池

雙櫃台模式在香港證券市場上並非一件新鮮事；港交所早於2010年已設立機制，允許以「雙幣雙股」模式發行及交易人民幣證券，尤其在交易所買賣基金（ETF）產品中廣泛使用。

相隔十多年，在國家政策的扶助下，香港的國際金融中心地位更加鞏固，亦成為全球最大的離岸人民幣業務樞紐。全球的離岸人民幣結算業務約有75%在港進行；截至今年4月底，香港的離岸人民幣資金規模亦接近1萬億元，是全球最大的離岸人民幣資金池。

由此可見，香港的離岸人民幣在流通量或資金池規模等各方面，都較以往有明顯改善。在如此良好的市場條件下，「重推」雙櫃台模式可發揮更大作用，有利於促進人民幣計價證券在港發行及交易，進一步強化香港作為全球離岸人民幣融資、結算及資產管理的領先地位。若未來能納入「港股通」機制，產生的效應將更具意義。

雙櫃台模式的推出，一方面可為上市發行人和投資者提供更多交易選擇，並鼓勵內地企業來港上市融資；另一方面，亦可降低內地投資者的匯率風險和交易成本，有助吸引更多南向資金流入，刺激港股交投。

有關措施亦拓寬了整個互聯互通機制。筆者樂見香港與內地於去年7月實施「ETF通」，近期兩地亦開展了「互換通」，以及推動在港上市的海外企業納入「港股通」。在此基礎上，推出雙櫃台模式將進一步深化兩地金融市場的互聯互通，為內地資本市場開放改革作出積極貢獻。

更重要的是，雙櫃台模式豐富了香港的離岸人民幣產品範圍，提升人民幣資產對國際投資者的吸引力，從而增加對人民幣資產的配置；同時亦促進人民幣在境外（港股市場）使用，為人民幣國際化進程增添動能。

冀人幣櫃台早日納入港股通

筆者希望港交所詳細公布增設人民幣櫃台的申請辦法、資格和條件等，以鼓勵更多企業參與雙櫃台模式交易；並盡早落實將人民幣計價的證券納入「港股通」，為在港發展人民幣證券業務帶來新的催化劑。

此外，香港特區政府亦應聯同監管機構，加強市場推廣和投資者教育，讓大眾更深入地了解雙櫃台模式及有關莊家機制的實際運作流程，例如就兩個櫃台之間轉換證券所需要的時間，以及相關的風險等，以提升投資者的認知和參與度。

雙櫃台模式的推出是香港資本市場發展的重要里程碑，不僅令香港的離岸人民幣投資產品更趨多元化，亦配合國家《十四五規劃》中支持及強化香港作為全球離岸人民幣業務樞紐功能。

期望特區政府繼續與內地監管部門協作溝通，探討擴闊跨境人民幣資金雙向流通的渠道，積極構建更蓬勃的離岸人民幣生態圈，提升及鞏固香港國際金融中心的地位。

美加息空間有限 明年或掉頭減息



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

近月樓市交投明顯轉趨淡靜，儘管近月新盤市場相對熱鬧，大型項目一個接一個，但無可否認，買家入市心態明顯趨趨審慎。上星期美國聯邦儲備局議息會議，最終決定維持利率不變，聯邦基金利率目標繼續在介乎5厘至5.25厘之間，是去年3月以來連續加息十次後首度不加息，決定符合市場預期。雖然官員們預計今年年底前，還會再加息0.25厘至0.5厘，更料下月會再度展開加息。但總體而言，未來美國加息空間已相當有限。

雖然自去年3月以來美國首次暫停加息，但市場觀點認為「今月唔加下月加」，外界自然聚焦下月將會再度加息，究竟最新發布的利率點陣圖，對未來息口走勢有何啟示？

最新調查顯示，於本月初向46名經濟師進行調查，因應近期通脹壓力緩解、勞動市場放緩，以及3月銀行流動性危機導致信貸緊縮，大多數受訪者預期年內聯儲局不會再加息，但同時亦有

券商預測，本月聯儲局將「暫停加息」，即維持利率在5厘至5.25厘區間不變，但加息周期並未完結，調查中約有三分之一經濟師預計聯儲局將在7月再加息0.25厘。

市場料明年減0.75厘

當然下月會否再加息仍是未知之數，因為未來一個月市場仍有相當多的變數。不過，市場已對未來的減息周期有所預期，經濟師預期聯儲局或最快將在明年首季開始降息，但通脹下降緩慢，預期明年全年利率或維持在4.4厘水平。換言之，以現時的利率水平來看，來年美國或會累計減息0.75厘。

現階段無人會確定聯儲局是否「今月唔加下月加」，或許美國下月會再加息，相信亦只會加息0.25厘。總而言之，未來美國再加息的空間確實有限，同樣無人確定美國會否於下年一季度重啟減息，減幾多、減幾次其實都無人知道。

大家要明白，美國高息不會維持太長時間，最終亦需要重啟減息周期。換言之，無論是準買家還是業主，都倒不如趁減息周期開始前早作好準備，挑選對自己最有利、最適合的時機入市。



專家指出，美國高息不會維持太長時間，準買家宜提前做好準備。



人行明確指出，中國外匯市場廣度和深度日益拓展，擁有自主平衡的能力，人民幣匯率能夠在合理均衡水平上保持基本穩定。

5月17日以來，人民幣對美元匯率再度跌破7算。5月19日，人民銀行向市場喊話，要遏制投機炒作，抑制匯率大起大落。但之後人行並未繼續出招，人民幣延續調整。日前，國家外匯管理局公布了5月份外匯收支數據。這讓我們可以基於擺數據而非講故事，更好地理解當前的匯率政策邏輯。

雙向波動成人幣新常態



集思廣益 管濤

中銀證券 全球首席經濟學家

今年以來，洲際交易所（ICE）美匯指數有漲有跌，到6月16日，累計下跌1.1%。但同期，境內人民幣匯率中間價和收盤價各累計下跌2.3%。儘管不能說美指走勢對人民幣匯率沒有一點影響，如6月15和16日美指連續收在103以下，帶動人民幣匯率脫離7.20關口，到6月16日收在7.12左右。不過，美指走弱沒有改變人民幣匯率的總體調整趨勢。

復甦預期有所回調

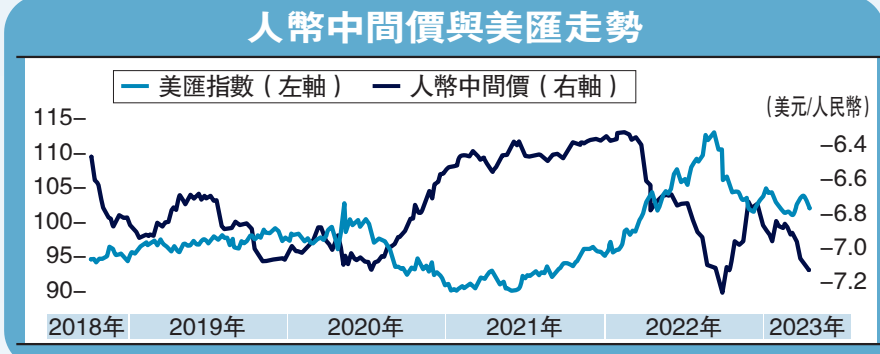
至6月16日，人民幣匯率中間價高至6.7130（2月2日），低至7.1566比1，最大振幅為6.6%，超過了2021年全年最大振幅3.5%。同期，在國際貨幣基金組織（IMF）披露的八種主要儲備貨幣中，人民幣的最大振幅名列第四位，甚至超過了美匯指數（4.6%），相當於其他七種主要儲備貨幣匯率同期平均最大振幅的92.1%。

中美利差倒掛與人民幣匯率走勢有一定的相關性。5月份，月均5年期中美國債收益率差為-107個基點，環比上升23.3%，月均人民幣匯率中間價環比下跌1.5%；6月份（截至6月16日），前述收益率差為-146個基點，進一步上升37.2%，月均人民幣匯率中間價下跌1.8%。

然而，與其說人民幣匯率走弱是因為中美利差走闊，倒不如說是因為中美經濟周期錯位導致的中美貨幣政策分化加劇。6月13日，人民銀行意外降息加碼穩增長，推動中美利差進一步擴大。6月13和14日，5年期中美國債收益率差從6月初至6月12日的日均-141個基點分別升至-161和-166個基點。6月14日，人民幣匯率中間價創下年內新低。正如央行行長易綱2018年10月份在IMF秋季年會上所言，人民銀行的原則是國內優先，當然做任何選擇都有利有弊，做了選擇就要接受這種選擇帶來的後果和變化，包括對匯率的影響。

去年11月初至今2月初，在「強預期、弱現實」背景下，三個月時間人民幣匯率從7.30升至6.70附近，最多反彈了8%以上，2020年6月至12月份的七個月時間也不過才漲了9%稍強。這主要是因為去年底今年初，市場對中國經濟重啟的預期打得比較滿。今年2月份以後進入預期驗證期，市場根據不斷出爐的經濟數據和出台的經濟政策校正預期，才出現人民幣漲不動以後盤整了一段時間，於4月中下旬以來再度選擇方向。這恰好映射了一個基本的經濟事實，即中國經濟增速環比的高點在今年一季度，而現在正處於增速環比回落的過程中，市場難免有失速或者失重感。這才有了五個來月時間，人民幣回撤了6%以上的情況。

俗語講，病來如山倒，病去如抽絲。對於大疫三年之後的中國經濟復



甦要有耐心、急不得。同時，對於中國政府通過全面深化改革開放激發市場活力，以及用好正常財政貨幣政策空間保持必要的支持，推動經濟運行整體好轉、實現高質量發展要有信心，有毅力。

近年來，人民幣匯率曾多次圍繞7算上下波動。今年5月中旬以來，因復甦預期只是部分兌現，人民幣四度跌破7。5月19日，人民銀行發布新聞稿，強調將加強監督管理和監測分析，強化預期引導，必要時對順周期、單邊行為進行糾偏，遏制投機炒作。同時，督促自律機制成員單位要自覺維護外匯市場的基本穩定，堅決抑制匯率大起大落。當日，境內外人民幣匯率交易價較日內低點拉升了幾分錢。然而，之後只見樓梯響未見人下來。

這並非人行失信於外匯市場。去年10月份，IMF曾經建議各國保持匯率政策靈活性，日常對於匯率漲跌善意地忽視，只有當匯率漲跌影響到國內物價和金融穩定時，央行才應該出手干預。實際上，在上述新聞稿的前半段，人行明確指出，中國外匯市場廣度和深度日益拓展，擁有自主平衡的能力，人民幣匯率也有糾偏力量和機制，能夠在合理均衡水平上保持基本穩定。市場過於關注後半段的示警，而忽視了前半段的內容。

筆者多次講過，人民幣匯率改革，機制比水平更重要。一般人認為人民幣破7，是匯率走弱的表現，而業內人士看到的是人民幣打開了彈性空間，提高了匯率形成的市場化程度。人民幣匯率市場化，正常情況下應該是高拋低吸。如果人民幣越跌，市場越搶購和囤積外匯，那是外匯市場失靈。

人行並非只說不做

2018年初，當人民銀行首次暫停逆周期調節因子使用，宣布回歸匯率政策中性時，筆者曾對此進行解讀，指出匯率政策中性是指匯率調控不是替市場選擇匯率水平，而是防止匯率過度或者異常波動。其中，所謂過度波動，就是存在較強的升貶值預期，較大的外匯供求缺口。所謂異常波動，就是升值時削弱出口競爭力，影響國內經濟穩定；貶值時造成市場恐慌，影響國內金融穩定。這與前述IMF關於匯率政策操作的指引大體一致。

今年以來，人民幣匯率有漲有跌、雙向波動，境內外匯供求保持了基本平衡。前五個月，銀行即遠期（含期權）結匯匯差709億美元，同比增長5.2%。其中，由於去年9月

底人行上調銀行遠期售匯業務的外匯風險準備金率，市場主體部分遠期購匯需求轉化為即期購匯，導致今年前五個月銀行即期結匯由上年同期順差793億轉為逆差65億美元。但由於客戶遠期購匯簽約減少，同期銀行遠期結匯由逆差52億美元轉為順差1226億美元，推動銀行為對沖外匯衍生品交易敞口，在即期市場提前賣出外匯326億美元，上年同期為淨買入外匯773億美元。

事實上，4月18日發布一季度經濟數據後，人民幣匯率已開始震盪下跌。5月份，收匯結匯率環比上升1.1個百分點，大於付匯購匯率增幅0.6個百分點，結匯匯差217億美元，顯示企業總體延續「逢高結匯」的操作。這或許是監管部門「只說不做」的重要考量，因為在外匯市場運行平穩的情況下，出重拳會造成不必要的市場混亂。6月初至16日，銀行間市場日均成交較5月份日均成交下降4.1%，表明在人民幣弱勢調整行情中，市場主體趨於謹慎。

這是不是意味著人民幣匯率會一路跌下去呢？筆者不以為然。匯率槓桿調節作用正常發揮，有助於及時釋放升貶值壓力，避免升貶值預期積累，這意味着匯率預期將是收斂而非發散的。在中國經濟曲折復甦的過程中，不知道好消息、壞消息，下一次哪個先到。由於前期利空釋放較為充分，即便是一些朦朧利好，都可能對市場信心有較大的提振作用。去年底今年初的人民幣暴力反彈行情就是前車之鑒。6月13日降息以來到6月16日，在各種一攬子經濟刺激政策傳聞的助推下，滬深300指數反彈了3.1%，陸股通累計淨買入173億元。

當然，穩預期不但要說還要。當市場出現較為嚴重的順周期、羊群效應時，監管部門要通過對日度高頻數據的監測分析，能夠及時、針對性地出手。至於監管部門會使用哪些工具，正如人行前行長周小川所說，外匯市場溝通要區分不同的對象，對於投機者不必暴露人行所有底牌。

早在2020年10月，筆者就曾撰文指，因為中國經濟韌性強，為人民幣匯率保持基本穩定提供了堅實的基礎，但內外部不確定不穩定性較大，又可能加劇人民幣匯率波動。通俗地講，就是當市場過分悲觀時，中國實際情況沒有那麼差；當市場過於樂觀時，中國前景也並非是一片坦途。作為並非專業從事外匯交易的絕大多數企業，與其去猜測是否存在所謂的「匯率新周期」，不如積極適應匯率雙向波動的新常態。