



在中國債券市場不斷擴大開放的同時，境外投資機構參與中國債券市場不斷增多，類型也日益豐富。

伴隨着國際國內宏觀政策和經濟運行態勢的改變、人民幣進一步國際化、人民幣匯率基本穩定和債券市場擴大開放，未來中國債券市場對國際投資者的吸引力將與日俱增，尤其是國債有望成為境外對華證券投資的主要方式和渠道。

中國債市迎國際化新機遇



評經議濟 連平
中國首席經濟學家論壇
理事長

2019年以來，銀行間債券市場陸續推出一批靈活便利政策。如2022年允許銀行間債券市場的投資者直接或通過互聯互通的方式參與交易所市場；「互換通」正式落地，境內外投資者可通過香港與內地基礎設施機構連接，參與內地銀行間金融衍生品市場。

在中國債券市場不斷擴大開放的同時，境外投資機構參與中國債市的數量不斷增多，類型也日益豐富。截至2023年末，共有1124家境外機構主體進入銀行間債券市場，其類型包括中央銀行、主權財富基金、商業銀行、保險公司、資管機構、國際金融組織等。全球前十大資產管理機構中，已有近90家進入了中國債券市場。上述機構在境內銀行間債券市場託管餘款達3.67萬億元（人民幣，下同）。

根據中債研發中心數據，截至2023年末，中國債市託管餘額157.9萬億元，境外投資者持有的佔比為2.3%。境外機構持有境內債券品種包括國債、地方政府債、金融債、公司債和同業存單等多種類型。由於信用等级高、收益穩定等優點，國債最受境外投資者青睞。2023年末境外機構在銀行間債券市場國債託管餘額為2.29萬億元，較2017年末增長2.7倍，在境外託管債券總量中佔比超過60%。

資本流出美國市場

展望2024年，國內外宏觀經濟和政策將呈現一系列變化，有利於債券市場運行向好的因素增多。

為應對嚴重的通貨膨脹，美聯儲於2022年啟動加息。至2023年，聯邦基金目標利率達到5.25至5.50%。但鑒於美國通脹黏性較大，美聯儲遲遲下不了降息決心。目前來看，下半年美聯儲仍有可能啟動降息。儘管其時間點可能會被推遲，節奏也可能較為審慎，但趨勢並未改變。

與加息時資本流入美元不同，降息後美元資產的收益率會降低，資本可能在一定程度上流出美國資本市場，美元有可能逐步貶值。相反，新興經濟體的資本外流壓力將會減輕，尤其是增長和風險狀況良好的新興經濟體會對國際資本產生吸引力，中國債市可能會成為境外投資者投資的重要選擇。

在有力度的擴張宏觀政策的推動下，中國內需今年將進一步釋放，投資、消費和出口「三駕馬車」將不同程度地協同推動經濟增長。財政政策或實施戰略性擴張，赤字率和地方政府專項債都將提升和增加。貨幣政策將繼續秉持穩健偏鬆的基調，更好發揮貨幣政策的總量和結構雙重調節功能，積極配合和支持財政政策，必要

時會進一步降準降息。

目前來看，基建投資和製造業投資增速都將加快，一季度兩者的增速已明顯好於預期。房地產投資雖然仍有較大可能為負值，但其程度將會明顯收縮。全年投資將會對GDP平均貢獻提升至40%左右。

在就業和收入改善、物價溫和回升、服務消費較快增長以及耐用消費品以舊換新政策的共同推動下，2024年中國消費將逐步常態化運行，最終消費對GDP的貢獻率約為60%。

儘管全球主要經濟增長會有不同程度下降，中國全產業鏈優勢帶來的系統性出口供給和風險應對能力、中高端技術密集型商品製造水平提升，以及出口市場多元化的優勢加上去年基數因素，將支持2024年中國出口由降轉升，淨出口對經濟增長的貢獻率由負轉正。

2024年中國經濟有可能達到5.2%左右的增長，為中國證券市場帶來更多的投資吸引力，中國債市成為更多境外投資關注和投資的主要目標市場。

人幣匯率保持穩定

近年來人民幣國際化持續推進，人民幣在全球外匯交易貨幣、國際支付結算貨幣、儲備資產貨幣等方面的使用不斷增長。2022年，人民幣在本外幣跨境收付總額中佔比近50%，已成為中國跨境收支第一大常用貨幣。一些國家也明顯增大了人民幣使用的頻率與規模，如在俄羅斯，人民幣已成為外匯儲備的最主要選擇。人民幣國際化的發展必將使相關國家的央行和金融機構持有一定數量的人民幣，從而產生以人民幣開展投資的需求。

近年來，儘管外部環境產生了一些不利於人民幣匯率穩定的因素，如美國對中國向美出口產品加徵高額關稅，美聯儲持續大幅加息，中美利率不僅倒掛而且幅度還不小，但人民幣匯率運行總體上仍較為平穩，人民幣對美元有一定程度的貶值，但對非美貨幣卻還有一定幅度的升值。人民幣匯率波動中保持基本穩定的態勢，加上較為審慎的利率政策，有助於人民幣資產包括債券類資產的價值評價趨於穩定；推動國際市場更加關注，甚至更加青睞人民幣資產包括金融資產。

在人民幣國際化、人民幣匯率基本穩定，以及中國宏觀經濟平穩運行的大背景下，人民幣債券資產具有相對較好的收益率、穩定性和安全性。中國是全球增速最高的主要經濟體，同時也是按現行匯率計的第二大經濟體及按購買力平價計的第一大經濟體，人民幣債券的收益率水平高於大部分西方發達國家；得益於穩定的經濟與政策環境，人民幣債券資產的預期回報率和穩定性的表現良好，再加上人民幣匯率比較穩定，從利率的絕對水平、穩定性和安全性來看，中國債券市場對境外投資者具有長期的吸

引力和配置價值，尤其是收益水平、安全性和穩定性十分良好的國債更是如此。

迄今為止，境外投資者參與中國債市的程度仍然遠大大低於成熟市場和重要的新興經濟體。目前境外機構在中國債券市場持倉佔比不到3%。在發達國家，德國、法國、美國、日本、韓國的國債市場上，海外投資者佔比分別在68%、64%、30%、10%和7%以上。在金磚國家來看，印度、俄羅斯、巴西、南非外資在主權債券市場上的佔比分別達到6%、16%、18%和31%。

收益率相對較高

中國是全球首屈一指的製造業大國，工業部門最為齊全、產業鏈最為完整、產業結構的韌性很強；經濟運行周期與各主要經濟體之間往往存在差異，受全球經濟周期運行的負面影響相對較小。從歷史上多次全球性金融危機的負面效應來看，中國資產受到的衝擊較為有限。從這點上看，投資中國金融資產的風險相對較為可控。

由於境外投資者在中國債市的佔比較小，國內債市及債券資產與國際主要債市和債券資產的相關性較低。儘管當下美元利率明顯高於人民幣利率，但從中長期角度看，不僅過去人民幣利率長期高於美元利率和歐元利率，而且本輪美元高利率已經走向尾聲，未來出現人民幣利率高於美元和歐元利率的可能性依然較大。人民幣債券作為收益率相對較高、穩定性、安全性相對較好的資產，能夠豐富資產選擇、優化有效投資前沿、分散投資資產風險，降低資產組合的整體波動性，從而成為全球大類資產配置中不可替代的重要類別。

隨着人民幣債券相繼被納入全球三大債券指數，近年來國際市場更多的資金被動或主動地逐步推入中國債券市場。但迄今為止，境外投資者對國內信用債投資較少。究其原因：一是近年來國內企業信用違約事件增加、規模上升；二是境外投資機構對跨境投資的風險控制較為嚴格，通常要求信用評級在BBB以上，但國內信用債發行主體大部分缺乏國際評級，而國內評級的國際認可度偏低。2020年，中國允許符合條件的國際評級機構在中國開展信用評級業務。這一開放舉措將有助於提升中國評級行業整體水平和質量，促進債券市場的進一步完善和高水平開放。

鑒於信用好和收益率高，未來中國國債可能會受到更多境外投資者的關注和青睞。按計劃，財政部將從2024年開始連續幾年發行超長期國債，其期限可能在30年至50年，收益率可能在3.5%至4%區間。超長期特別國債以國家信用作擔保，具備風險低、流通性強，免徵利息所得稅等優點，加之收益相對於中短期國債更高，因而可能成為境外機構投資者最為關注的投資品種。

美聯儲掌握日圓升值主導權



金融熱話 趙偉
國金證券首席經濟學家

日央行正在謹慎地推進正常化，目的是等待內需復甦和通脹循環的基礎更加穩固。相較而言，本次正常化的外部環境相對更為友好，預計美國經濟仍將保持韌性，歐洲也逐步從能源衝擊中走出來，新興市場國家仍保持高景氣狀態。如何把握正常化的節奏，以平衡內需動能的修復和日圓貶值壓力，是日央行未來一段時間的挑戰。

上世紀90年代中期以來，日央行與美聯儲貨幣政策周期多數時間是不同步的。其中，2000年以來日央行的3次加息都發生在美聯儲暫停加息區間（Longer），以及美、日產出缺口都轉正之後。究其原因，後泡沫時代的日本經濟處於長周期的下行期，短周期的復甦依賴於外需的拉動。所以，在通縮壓力轉變為通脹壓力或貶值壓力之前，日央行會盡可能地推遲收緊貨幣政策。

資產價格方面，在2000年和2006年加息案例中，10年期日債利率、日圓和日股會階段性地出現齊漲行情，這是典型的「復甦交易」。但好景不常，2000年美股科網泡沫和2007年三季度開始發酵的次貸危機，均終結了日央行的正常化進程。市場轉向「衰退交易」，日股與日債利率同步下行。

以上兩個案例均表明，日央行加息不是強勢日圓的充分條件。經驗表明，日圓的「第一性原理」是避險屬性，其主要矛盾往往在日本以外。純粹經驗上看，21世紀以來，日圓有效匯率與日本經濟周期是反向的，兌美元匯率與美、日本10年國債利差是反向的。但本質上而言，匯率是貨幣的相對價格，利差也是結果，日圓的走勢也還是取決於日本與其他國家名義增長的比較。

本輪日圓的貶值周期始於2021年初，初期背景是美、日經濟復甦彈性的差異及其導致的利差的走擴，2022至2023年則源於不同通脹環境和貨幣政策差異背景下利差的走擴。2024年初以來，日央行在加息方面保持耐心，美聯儲在降息方面也保持耐心，日圓對美元匯率貶至1990年以來低位。

2024年3月例會（18至19日），日央行如期退出負利率，徹底放棄YCC（收益率控制曲線）。例會後，日債利

率延續上行態勢，但日圓卻開啟了一輪貶值趨勢，日股也開始回調，或表明熱錢從日本流出，這一趨勢表明市場押注日央行或被迫加息。

4月29日，在美元走弱的背景下，日圓跌破160。周一開盤後，財務省的干預讓日圓重回155以內。本次干預並非沒預兆。本次的時間軸是3月27日召開的三方會談（日本財務省、央行和金融廳的高管會議），4月12日財務大臣提示干預的可能性；4月29日落地。一般而言，從召開三方會談到干預能否最終落地，主要看期間日圓的貶值壓力，如果日圓止跌回升，則不需要干預。

料日本央行慢加息

央行干預外匯市場的能力和有效性是非對稱的。一般而言，抑制本幣貶值的能力小於抑制本幣升值的能力。因為操作上，前者是賣出外匯、買入本幣，故以外匯儲備為限；後者則是賣出本幣、買入外匯，央行的本幣供給能力是無限的。但歸根到底，在保持資本賬戶開放的前提下，日本官方能否抑制日圓貶值勢頭，日圓能否重回升值區間，關鍵還在於利差能否顯著收窄。

自日本相繼進入零利率時代以來，日央行的貨幣政策就是非對稱的，日圓的「定價權」就不在日本國內，而在日本以外。在經歷2007至2012年日圓大幅升值痛苦之後，日圓升值被認為是「六重苦」之一，安倍時代以來的日本，無論是決策者還是企業（尤其是製造業），主流意見都將日圓貶值視為經濟復甦的「同義詞」，日央行也將貶值視為寬鬆政策傳導中的一環。所以，在一定限度內，日圓貶值既是目的，也是手段。但如果沒有美、歐的「加息潮」，日圓貶值幅度大概率受限。

以美日利差收窄為依據，日圓要想重回升值通道，要麼美聯儲快速降息（或緩慢但持續降息），要麼日央行快速加息（或緩慢但持續加息）。短期而言，兩種情形的可能性都偏低，但前者的概率大於後者。

中期而言，概率最大的場景是：美聯儲慢降息，日央行慢加息，結果是日圓慢升值。從日央行2%通脹目標看，日圓在弱區間中的緩慢升值，更為可取；日圓升值有助於內需的修復，也是工資—物價「良性循環」能否形成的「一面鏡子」。



港私樓供應升 新盤有減價壓力



樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

未來的私人住宅供應將出現「短加長減」的現象，短期私樓供應仍會增加，特別是今明兩年將進入私樓供應的高峰期，但中長期私人住宅供應會減少。按差餉物業估價署的估算，根據最新發表的《2024香港物業報告》，今年私人住宅的落成量將高達2.2267萬伙；明年私樓供應就更驚人，高達2.5531萬伙。

私樓供應增加，即使撇除過剩，整體新盤銷售或會大幅增加至2萬伙，但整體而言，私人住宅仍然是供過於求，但隨着未來私樓供應減少，相信未來供求會趨於平衡。

關於去年私樓市場的供求情況，按照《2024香港物業報告》，私樓落成量只有1.3852萬伙，較2022年水平大幅回落近三成半。儘管私樓落成量大幅減少，但因應去年樓價持續整固，新盤銷售顯著放緩，即使新盤銷售已較2022年稍微回升，但實際上去年新盤銷售亦只有約1.1882萬伙。換言之，去年私樓落成量仍然高於銷售量，私人住宅供過於

求。

近年即使有發展商貨尾減價促銷，但反應亦未必有預期的成績。市場潛在供應亦不斷增加，按房屋局最新提供的數據，未來三、四年內，一手私人住宅的潛在供應再增加3000伙，累計供應多達11.2萬伙，數字再創20年來有統計以來的歷史新高。

重返供需平衡需兩年

發展商面對「去庫存」的壓力下，相信未來的新盤定價亦會傾向「重量多於重價」，定價亦會貼近市價。近月新盤市場持續熱鬧的同時，亦有發展商趁機將旗下個別貨尾盤減價促銷。減價幅度加大的情況下，亦會是用家入市的好時機。

展望未來，新盤供求將趨於平衡。筆者估計今年新盤總銷量會增加至2萬伙以上，雖然按政府估算落成量達2.2萬伙，但過去的估算往往較實際落成量高出一成以上，因此今年私樓供求或達至平衡。當然，因應明年落成量會增至2.5萬伙，要達至供求平衡確實相當困難，但按團結香港基金的最新估算，2026年的私樓供應會回落至1.6萬伙，之後兩年亦會按年遞減，估計兩年後私樓市場重返供不應求的階段。