

中資境外美元可持續債券快速增長

吳瓊 中銀國際研究有限公司

ESG（環境、社會和企業管治）和碳中和主題已成為市場關注的焦點，而面向可持續發展的綠色債券及其它債務工具正成為中資美元債市場快速成長的板塊。本文介紹了中資美元可持續債券的類型、發展趨勢、對發行人的機遇及債券框架。

伴隨中國宣布2030年前碳達峰、2060年前碳中和的戰略目標，以及全球對ESG（環境、社會和政府監管）投資類別的興趣日益增長，面向可持續發展的綠色債券及其它債務工具正成為中資美元債市場快速成長的板塊。其發展主要是企業從社會責任出發，發行框架與國際標準接軌，未來發展空間值得期待。

募集資金用途均受規定

中國境外可持續債券主要包括綠色、社會、可持續發展和可持續發展掛鉤債券（或GSS債券）。其中，綠色、社會、可持續發展債券均規定了募集資金的用途，須分別用於具有環境效益、社會效益或兩者兼有的項目和活動。而可持續發展掛鉤

債券並不為特定項目提供資金，而是為具有預定可持續發展目標的發行人或借款人的一般運作提供資金，以支持其實現可持續發展。

今年以來，中資發行人發行的美元可持續債券（GSS 債券）激增，上半年達180億美元，超過往年全年的發行量，創下年度發行的歷史新高。

券種發行人持續多樣化

可持續債券在發行券種和發行人方面繼續多樣化。雖然綠色債券繼續是主導ESG主題的產品，佔年初至今新增可持續債券發行總量的55%，但可持續發展債券的發行步伐加快，佔比39%。

此外，中國建設銀行於4月發行了中資首隻美元可持續發展掛鉤債券，而瑞安房地產6月成為首個發行可持續發展掛鉤債券的中資非金融企業。在發行人多元化方面，使用GSS標籤的中資發行人數量從截至2020年的32家增加了16家。許多首次亮相的GSS債券發行人來自房地產行業，

資金用途以綠色建築或保障房為主導。從行業來看，科技公司首發可持續債券——阿里巴巴於今年2月發行了多年期可持續發展債券，所募款項專用於應對新冠危機和投資可再生能源等符合條件的項目。中國消費電子及智能製造公司——小米也在今年7月發行了4億美元的綠債，這表明更多中國科技發行人採用GSS債券為符合條件的環保項目提供資金。

截至2021年上半年末，中資美元可持續債券餘額約有410億美元，佔中資美元債餘額的4.7%。綠色債券仍是主要品種，約佔可持續債券板塊總量的四分之三，其次是可持續發展債（大幅增長至佔總量的21.3%）。新拓展的可持續發展掛鉤債券則佔總量的3.8%。就行業分布而言，金融行業一直是最大的可持續債券行業，佔比48%；其次是房地產，佔29%。科技公司的發行正在迎頭趕上，目前佔可持續債券餘額的12%，其餘來自其它行業，主要是公用事業、交通運輸和電動汽車製造公司等。

對於發行人來說，發行可持續債券可以帶來聲譽方面的收益，提高社會關於公司承諾可持續發展的認識。許多中資發行人也報告了投資者群體有所擴大，源於其可持續債券吸引了那些尋求可持續發展相關的投資機會的投資人，這也包括那些具有此類投資要求的資金。

ESG利差溢價較不明顯

雖然ESG發行的特點之一是能夠以相對於普通債券的溢價進行交易（如歐洲綠色債券市場某些行業的價格差異或所謂的「綠色溢價」所記載的那樣），但我們的評估表明ESG利差溢價，在中資境外債市場大多數的情況下（即使在經過驗證或認證的債券中）不是那麼明顯。

另一方面，發行可持續債券需要驗證或認證成本。作為加強香港區域綠色和可持續發展金融中心定位的努力的一部分，香港政府推出了「綠色和可持續金融資助計劃」，資助符合資格的債務發行人的發債及外部評審服務支出。香港品質保證局推

出了「綠色和可持續金融認證計劃」，為發行人的可持續債券發行提供第三方合格評定。

香港「綠色和可持續金融資助計劃」資助發行人取得香港品質保證局的認證費用，鼓勵發行人，特別是合資格的在香港首次發行的公司，在香港發行及上市綠色和可持續債券。

與中國境內債券市場綠色金融的頂層設計、自上而下的推動不同，中國境外可持續債券的發展主要是企業從社會責任出發，發行框架與國際標準接軌，廣泛基於國際資本市場協會ICMA的自願性原則和指南（例如：綠色債券原則（GBP）、社會責任債券原則（SBP）、可持續發展債券指南（SBG）、可持續發展掛鉤債券原則（SLBP）），或氣候債券標準委員會的氣候債券標準。

儘管ICMA的原則推薦但不要求外部驗證，許多中資發行人的可持續債券具備第三方意見或可信的獨立第三方對相關標準的認證，讓投資者對發行充滿信心。

數據雖遜預期 風險資產表現不差

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

上周投資者密切關注美國就業數據，ADP就業（又稱為小非農）和非農報告均不及預期，令美聯儲收水的前景不確定性增加。

十一年期美國國債收益率在上周五上漲3.02%，不過繼續在1.2%至1.4%區間震盪。美匯指數在8月份一度逼近94，但很快從高位回落，不光跌穿50日線，近期更已經連續下跌六日，一度失守92支持，上周五低見91.947，連跌第二周，挫0.7%。此外，周內有歐央行議息會議，或將討論減少緊急買債計劃的可能性。歐元上行動能增強，已經連續上漲六日，升穿50日線，漲第二周至1.188，或能延續反彈。澳央行將在周二公布議息決定。澳元近期止跌反彈，升穿50日線，連續上漲兩周，但也未能回補完六月以來的跌幅，短線波幅將增加。

油價短線料受壓

恐慌指數VIX相對去年85.47的高位已經回落不少，現在主要運行在15至25的區間，偶爾會增加波幅，不過最近已經跌回20水平以下。8月份一共下跌9.65%，上周僅收漲0.12%至16.41。上周五道指面對壓力，標普從紀錄高位回

落，納指再次創歷史新高。

上周公布的就業數據不及預期，拖累商品的需求端。油價亦面對壓力，上周五結束兩日連陽，跌穿50日線，單日回落1%至69.29美元，令周內漲幅收窄至0.8%。與此同時，風暴對原油生產造成影響，需要時間修復，但料影響是短線的。紐油雖然止跌反彈，但上方75美元阻力還是不小。相比之下，大宗商品走勢不算太差，倫銅繼續保持在9,000至10,000美元區間震盪，上周主要圍繞50日線上落，最終連續上漲第二周至9,431美元，但動能還是有限，走勢缺乏方向，還在等待新的消息刺激。倫鋁甚至是上行動能明顯增加，走勢要強於倫銅，連續上漲第二周，升2.93%至2,727美元，有望延續升勢，再創新高。

貴金屬方面，金價8月份一度失守1,700美元的支持，幸好很快反彈，升穿主要均線，已經連續四周，上周五更是增強上行動能，高見1,834.3美元，創近三個月新高，短線有望延續升勢，但漲幅目前有限，還是要看接下來美聯



● 美國上周就業數據均不及預期。圖為紐約街頭。

法新社

儲的一舉一動。此外，周內有歐央行議息會議，或將討論減少緊急買債計劃的可能性。白銀從8月份開始跌至24美元樓下，雖然止跌，但是動能有限，直到上周五上行動能明顯增加，一度逼近25美元，連續上漲兩周，不過還是遇阻50日線，想要突破28美元不容易。

貴金屬維持弱勢

鉑金圍繞1,000美元震盪，目前在50日線下方，已經連續反彈兩周，但動能

相對有限，仍然維持在下行趨勢中。鉅金也維持弱勢，雖然止跌，上漲兩周，但最高也未能升穿2,500美元水平，目前只能耐心等待，不排除有進一步下探的可能。

後市還要繼續關注數據和美聯儲官員講話，包括9月份美聯儲會議。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

新興市場影響力增加 美聯儲「收水」不能急

朱日平 海通國際高級經濟學家

現在新興市場經濟體對全球經濟增長的拉動和在跨境資金流動所佔的份額較2013年時顯著提升。因此，美聯儲不能忽視破壞性「縮量購債」和收緊貨幣政策可能導致的「回溢效應」對經濟和金融環境的反噬。

隨著美國經濟活動和通脹數據的強勁反彈，今年Jackson Hole研討會召開的時點恰逢聯儲試圖撤回緊急貨幣刺激措施、即將開始縮減資產購買規模之時。雖然金融市場現已非常熟悉關於「縮量

購債」的辯論，且認為相關政策會很快公布，但新興市場經濟體（EME）對意外的抵禦能力卻是有限的。他們通常因大型核心經濟體的貨幣政策衝擊而受到大規模的經濟金融回溢效應。因此，國際貨幣基金組織的現任和前任首席經濟學家都在Jackson Hole研討會上強調了美國通脹和新興經濟體利率同時激增的風險。

簡而言之，新興經濟體無法承受2013年「縮減恐慌」的重演。這就是為什麼

許多新興經濟體央行在過去一個月裏已經開始加息。

須防止金融環境反噬

在正常情況下，如果美國利率上升是源於強勁的經濟增長，資金的回流也可能會為新興經濟體帶來一定積極的效應。當美國國內生產無法滿足日益強勁的本地需求，自然會依靠進口來彌補供需缺口。然而，美國在此次疫情的初期和當前的復甦中所經歷的供需缺口促使

美國本地生產商選擇考慮縮短供應鏈，尤其是減少對海外供應商的依賴。加上去全球化的長期發展趨勢，以出口為主導的新興經濟體將很難再像過去那樣從美國寬鬆的貨幣政策中獲益。

然而，金融環境的變化可能也會通過貿易需求渠道開始雙向傳導。2013年美聯儲的政策險些在新興市場引發危機，但對美國經濟的影響平平。與當時不同的是，現在的新興經濟體為全球經濟貢獻了大部分增長，且日漸融入全球金融體系。隨著新興經濟體在全球經濟中所佔的份額不斷增加，回溢效應也將不可避免地对發達經濟體產生影響，這一點是新冠病毒也無法阻止的。（摘錄）

關注本月美聯儲會議結果

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周向各位讀者提過市場會聚焦於9月的美國聯儲局會議結果，而上周五（3日）美國公布最新的就業數據，以下將為各位預測聯儲局的部署。

鮑威爾演說有四重點

首先，讓筆者總結一下聯儲局主席鮑威爾在Jackson Hole銀行家年會上的演說重點。1.如果經濟發展合乎預期，聯儲局今年開始縮減買債規模也是合適的。鮑威爾指出縮減買債規模並不等於發出啟動加息的訊號。2.鮑威爾指出美國就業市場已獲得進展，7月份失業率已跌至5.4%，為疫情爆發以來的新低。雖然Delta病毒或未來其他變種病毒有可能會構成短期風險，但整體就業前景仍然看好。3.鮑威爾指出對當前的通脹有顧慮，但很大可能是暫時性的，中線來看通脹仍可受控。4.鮑威爾指出貨幣政策對通脹的影響可能滯後一年或更長時間。如果央行因應短期因素收緊政策，政策影響可能在需求過去一段時間才會浮現。

市場普遍認為鮑威爾整體發表的言論偏鴿，減低了市場對聯儲局「收水」的疑慮。筆者認為美國未來多項基建工程展開，大興土木令美國政府需要在市場透過發債籌集資金；過早收水，債息抽高，將增加美國政府的財務負擔。在目前疫情仍具不確定因素下，加上最新公布的美國8月非農新增職位23.5萬個，遠低於市場预期的新增73萬個，為7個月以來最少。即使聯儲局如上述第二點而言，不會受短期就業數據波動而改變整體看法，但始終市場上太多持份者，所以筆者相信聯儲局將會循序漸進地進行收水，以免對金融市場造成衝擊。

「收水」料將分三階段

筆者預期聯儲局將分開三個階段進行「收水」行動。首階段行動為縮減買債規模，預期聯儲局將在今年第四季至明年第一季啟動。預期聯儲局減少買債規模，同時也會減少逆回購金額，市場實際上流動金額並沒有太大改變。第二階段為加息，除非通脹急劇上升，否則預期美國聯儲局最快也要2023年才開始加息。第三階段為縮表。目前，美國的資產負債表已達8萬億美元；在短短一年多，增加了4萬億美元。

上次2018年縮表，資產負債表從4.5萬億美元減至3.8萬億美元，減了7,000億美元，已令環球金融市場2018年第四季出現接近崩盤式下跌，最終令聯儲局轉軸由加息轉為減息。今次在年多以來，美國的資產負債表急劇增加了4萬億美元，要全部減去談何容易。筆者估計聯儲局也只會按市場可承受的力度去縮表。一旦市場出現流動資金短缺，股票市場明顯下跌，也無奈地要再做QE（量化寬鬆）。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

大手工商舖成交陸續有來

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

繼6月份九龍國際展貿中心逾百億元易手，8月尾市場傳來中國恒大中心逾百億放售的消息，為已沉寂很久的商廈百億成交添上不少熾熱氣氛。今年工廈成交獨領風騷，眾多中外房產基金和發展商積極入市，想於香港特區政府簡化工廈轉換用途的補地價機制下爭取良好的投資機會。唯獨大宗舖位和商場的成交仍然欠奉，筆者預料將是下個市場突破點，各位投資者及中外基金公司應該注目此。

商廈投資有回暖跡象

未計算中國恒大中心的市場傳聞，截至8月底市場已暫錄得不少於17宗逾億元商廈成交，當然最大宗是為億京購入的九龍灣國際展貿中心全幢，作價是105億元。其他還有數宗中環中心全層的成交，每宗成交都是逾5億元，分別位於中環中心的38樓、26樓、25樓及20樓，買家來自本地投資者紀惠集團及一個本地老牌家族自

用。從成交單價分析，中環中心及金鐘其它商廈成交都是根據現時中環/金鐘市值租金水平再以現時市場回報率換算出來，同是屬於合理水平。筆者不難結論為市場投資者已感覺商廈租金下調空間有限，於現時低息環境下有信心地以合理回報率放手入市，既可賺取合理回報率，也是自用或市價出租的合算一着。

從來投資者都是用錢去投票，今年逾160億元的逾億元成交正好說明這個簡單投資市場邏輯。不難相信商廈投資市場已見底，並且進入平穩復常期中。

市場較看好工廈前景

相對於商廈，大手工廈買賣一路向好，截至8月底，市場暫錄不少於20宗逾億元工廈買賣，總成交價不低於百億元。縱然成交總價還未及商廈，但是市場熱烈情況遠遠高於商廈市場，而且買家更加趨向多元化。

大手工廈成交區域較為廣泛，分別位於屯門、葵涌、荃灣、粉嶺及觀塘，尤以葵涌及粉嶺佔最多宗數。當然今年成交金額最高屬於華潤物流購入的屯門東亞紗廠工業大廈，新買家預料自用為主。葵涌區是市場投資最追捧的工廈地帶，主要是價位較為低水。全幢成交的葵涌工廈包括葵涌光輝凍倉、葵涌佳寶中心、中央工業大廈及瑞康工業大廈，買家分別是外資房產基金、數據庫運營商及本地中型發展商，他們都是作自用為物流或數據中心、或用作投資及重建用途。其實外資房產基金入市行動還包括觀塘的禧年工業大廈及鴻圖道82號和粉嶺的堅達中心，他們都是作中長線投資，取其呎價較便宜，並且看好疫後的新經濟下對物流/數據中心/共享工作空間預見的剛性需求。工廈的回報率都是超過3厘以上，甚或達到4厘，她們動用集資來的充裕資金入市，既可提供合理回報給投資者，也可坐享未來的升值潛力，這是

工廈較受青睞的因素。一眾代理商包括本土工商舖代理行及跨國測量師行齊齊看好工廈後市，並且預料今年餘下四個月應有5%至10%的升幅。

市場較為冷門投資種類如酒店和整幢停車場大廈都有錄得成交案例。截至8月底，酒店種類錄得兩宗逾億成交，包括土瓜灣譚公道103至107號的5.8億元及尖沙咀晉逸精品酒店的9.8億元。這兩宗成交均來自外資基金公司和共享生活空間的投資者，是趁着酒店市場低迷時低價吸納並改變經營模式，這未嘗不是酒店的別樣出路。筆者最近被本地銀行商業銀行部門委託對一些中檔酒店及家族持有的本地物業進行增加貸款的估值，據稱是運營家族籌集資金作重開的裝修和運營資金儲備。

停車位剛性需求持續

某些機構投資者放售工商舖後再轉戰整幢停車場大廈，主要是先以停車場公司運營賺取穩定出租收入，後再謀未來整體轉售或拆散出售以贏取升值利潤。無可否認，停車場價格是眾多非住宅種類中升幅較輕微的。始終香港私家車數目年年上

升，遠遠高於停車位增加數目，停車位的剛性需求仍然持續。

工商舖的整體市場氣氛持續改善，正是吸引眾多大型開發商加快興建「地標式」商廈的步伐。因為城規會拒絕年初的規劃方案，新鴻基地產再向政府提交修訂方案，把西九高鐵站地王商廈規劃大幅削減高度，並且增設免費的觀景台及行人連接通道。恒基兆業加速興建中環美利道商業地王，項目總建築面積約46.5萬平方呎，預料2023年落成。恒基銳意打造成為世界級建築地標，外形設計以洋紫荊含苞待放形態為設計靈感。兩大本地發展商加力興建「地標性」高度，足見對未來後市信心十足。筆者深信不久將來，大宗投資物業市場會重現店舖及商場逾億成交案例，工廈/商廈大手買賣仍會持續，在現時租值和市場回報率，投資者包括中外房產基金和發展商不難找到「心水之選」，餘下四個月的工商廈成交持續暢旺是可以預見的。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。