

# 內地優化熊貓債發行制度 開放仍是主旋律

財經評述

龐溟 經濟學博士、經濟學家

近日，中國人民銀行、國家外匯管理局聯合發布《中國人民銀行、國家外匯管理局關於境外機構境內發行債券資金管理有關事宜的通知》（以下簡稱《通知》），完善境外機構境內發行人民幣債券（「熊貓債」）資金管理要求，進一步便利境外機構在境內債券市場融資。

2021年12月2日，兩部門曾發布《境外機構境內發行債券資金管理規定（徵求意見稿）》，此次《通知》為時隔一年發布的正式版本，並將於2023年1月1日起施行。

2005年，國際多邊金融機構亞洲開發銀行（ADB）和國際金融公司（IFC）作為首批外資機構發行人，通過發行熊貓債進入了中國銀行間債券市場。截至2021年末，已有近70家境外發行人在銀行間債券市場發行熊貓債，累計發行量超過4,000億元（人民幣，下同），參與機構覆蓋外國政府類機構、國際開發機構、金融機構及境外大型非金融企業等，市場參與機構日益豐富，發行規模逐漸擴大。

隨着金融市場雙向開放的不斷深化，人民幣國際化進程穩步推進，熊貓債作為境內資本市場雙向開放的重要一環，在引入

國際發行人及投資人、豐富債券市場結構、擴大對外開放方面發揮了重要作用。

為適應日益壯大的熊貓債市場的發展需求，有關方面近年來相繼出台了多項政策舉措，進一步完善熊貓債市場各項制度，如：健全境外機構境內發行熊貓債統一的管理辦法，細化各類境外機構熊貓債分層分類標準，提高高資質發行人註冊發行便利性；取消QFII（合格境外機構投資者）和RQFII（人民幣合格境外機構投資者）投資額度限制，統一規範境外投資人債券市場賬戶與資金管理要求等。

## 適應市場發展多措並舉

今年7月，交易商協會也發布了《關於開展熊貓債註冊發行機制優化試點的通知》，進一步推出一攬子熊貓債機制優化舉措，提高註冊發行效率並推動熊貓債市場進一步擴容。這一系列政策組合拳，使得市場投融資便利性大幅提高，相關制度規定、信息披露、執行細項、定價流程更符合境外發行人習慣，穩步提高熊貓債市場化、國際化程度。

筆者認為，《通知》對熊貓債統一了管理規定，完善了制度框架，並在登記、專

戶、資金使用、匯兌、還本付息、統計監測等方面訂立了劃一的管理細則，可以持續推動熊貓債發行制度優化，便利境外機構在境內債券市場融資，進一步拓寬境外資金投資渠道，穩步推進債券市場和金融市場對外開放。

## 政策組合拳便利投融資

在過去一段時間裏，有關部門逐步推進熊貓債規則統一，已經使2021年的熊貓債發行指數創歷史新高，全年發行規模達1,065億元。《通知》正式和全面統一規範了熊貓債發行所涉及的具體規則，改變了此前跨銀行間市場和交易所市場在熊貓債發行資金管理方面缺乏統一規定的不便局面，並允許熊貓債分期發行中首期登記開戶，後續發行後逐次報送發行信息，並可共用一個發債專戶，有利於提升熊貓債發行監管政策的透明度和制度化水平，提高境外發行人統籌發行與管理發債募集資金的便利性和吸引力。

《通知》提出，未來將不對境外機構發債募集資金是匯往境外還是留存境內使用進行限制，並允許境外機構在境內按照實需交易原則開展外匯套期保值交易，管理

境內發行債券相關匯率風險，且未對境外機構外匯衍生品交易對手數量作出限制。這些規定有利於吸引不同資金用途的境外發行人進入熊貓債市場，也為熊貓債發行人將募集資金匯出境外提供了便利與保障。

可以說，《通知》繼續完善相關政策支持、制度配套和規則細化，繼續掃清在熊貓債市場漸進式發展道路上的一些障礙和技術性問題，有利於促進發行主體和投資者的多元化、推動債券市場基礎設施的不斷完善，有利於擴大熊貓債市場規模、更好地滿足機構和投資者對人民幣資產的組合配置需求。

## 穩妥積極推動雙向開放

中共二十大報告提出，推進高水平對外開放。穩步擴大規則、規制、管理、標準等制度型開放。從更高的角度來說，《通知》的發布，反映了在確保安全可控、提升監管能力建設的前提下，監管機構穩妥積極推動金融市場雙向有序開放，以同一套制度規則依法監管統一的金融市場、服務平等的各類市場主體，促進金融業實現制度性、系統性、整體性、公平性、規則

化、常態化、透明化的高水平對外開放，並切實增強自身競爭能力、開放監管能力、風險防控能力，促進金融監管與法制體系健全發展，推動金融基礎設施建設，提升金融資源配置效率，並助力人民幣國際化。

## 熊貓債市場規模料續提升

筆者預計，開放仍將是包括熊貓債市場在內的債券市場的主旋律。在《通知》和其他熊貓債准入、發行、管理等方面優化舉措的助力下，熊貓債市場發行量有望不斷增長，市場規模佔債券市場的比例有望持續提升，主體評級與行業分布有望更為均衡。

參照歐洲美元債市場、其他歐洲債券市場、武士債（日元外債）市場的發展經驗，這將進一步提升二級市場深度、流動性和交易活躍度，進一步簡化境外投資者進入中國市場投資流程，進一步提升境外投資者投資境內金融市場的便利化水平，進一步豐富可投資的境內金融資產種類和人民幣資產種類，進一步推動中國金融市場由渠道式開放轉為全面的、多層次的、高水平的制度型開放格局。

# 外界押注美聯儲誤判形勢

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

目前外界關注的課題，主要有二。一是美聯儲會否如早前大家預料，甚至局方刻意期望管理引導，真的在12月中議息時，來個放慢加息步伐；二是最終美國經濟數據會否由盛轉衰，避不開投資者一直擔心的，從國債孳息曲線逆轉反映出來的，幾乎無可避免的一次衰退。

美聯儲主席鮑威爾判斷不一定對，事實上，很多人都認為他錯，在之前處理通脹時機上，已經頗為人質疑。



對於加息一事，大家已經足夠擔心，原本好幾個星期，以為篤定的減慢加息，近日一連串經濟數據，強於市場人士預期，馬上令人不得不重估形勢。當然，按之前一直跟進局方大員的言行，假如沒有多餘工夫的話，按理不用大費周章，一直在談論提早或考慮放慢加息步伐。如此一來，除非真的出現很震撼的變化，否則，12月中真的以50點子加息幅度，取代最近幾次的75點子，應是最大概率發生的。

## 鮑威爾料美經濟軟著陸

至於最終失業和衰退問題方面，假如以最近一次美聯儲主席鮑威爾出席

公開場合時的發言，包括問答環節，其所說的為參考，鮑威爾明言，儘管外界認為，加息最終可能導致失業和衰退，但他本人認為，今次未必真的需要出現硬著陸，反而有可能是軟著陸，他甚至直言，失業輕微增加是可能的，但看不出是大幅急升。

## 通脹看不清 失業難測準

當然，他的判斷不一定對，事實上，很多人都認為他錯，一來在之前處理通脹時機上，已經頗為人質疑；二來，孳息曲線的倒掛情況非常明顯，假如按市場上真金白銀下注者的資訊為準，則衰退可能來得比局方所想像嚴重，為時可能亦長。

事實上，目前市場上愈來愈多人押注，美聯儲今次對於加息會否引起失業和衰退的預測，又可能出得離譜。目前債市的孳息曲線倒掛情況，數十年來最嚴重，按常理，說之後沒有衰退，幾乎是不可能對。問題只在衰退的程度是多深，以至維持多久。

顯然，鮑威爾輕描淡寫，希望給大家一個印象，就是成竹在胸，一切早有準備。這會否是他上任以來，另一次對於市場來說的誤判呢？過去兩年，對於通脹的判斷和處理，外界反對批評不絕於耳，如今會否重蹈覆轍？

當然，局方有的是政策工具，只要決策者願意，大可以由加息變為不加

減，甚至反過來減息，只是中間過程，對於失業和衰退的出現，甚至幾乎不可能避免的金融市場震盪，恐怕不是容易應付。

## 明年金融市場震盪難免

看來，由2022年提速加息及稍後可能出現的減速加息之後，2023年又是另一個難以應付的宏觀形勢，而不是金融海嘯後，全球疫情前的十多年的輕鬆日子。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 美國通脹或見頂 加息放緩預期升溫

施羅德投資團隊

11月份，股市上升，新興市場股市跑贏已發展市場股市。股市上升，主要是由於預期美國通脹可能已見頂，為加息步伐放緩掃清道路。

11月份，美國股市上升。有數據顯示通脹已經微回落，且預期通脹將從此降溫，投資者對此反應良好。美聯儲預期將繼續收緊其關鍵政策利率。

事實上，美聯儲主席鮑威爾表示通脹率仍然太高，故政策立場將需要「在一段時間內維持緊縮」。儘管如此，鮑威爾指出未來加息步伐將可能

減緩。

## 就業數據改善利好美股

按消費者物價指數衡量，通脹較一年前上升7.7%，而核心成份食品及能源升幅較緩慢，從數十年高位回落。11月份，工業活動放緩，採購經理人指數初值（商業活動指標）跌至46.3。數據低於50表明經濟活動放緩。

就業數據整體穩健，但動力放緩。非農就業人數顯示11月份美國經濟新增263,000個崗位。這高於市場預測，

但低於10月份的數據，創下新增就業崗位自2021年4月以來最低水平。

股市整體對此反應良好。所有子行業均上升，但材料及工業股錄得月內最強勁升幅。能源及非必需消費品股升幅較為輕微。

11月份，歐元區股市上漲，延續10月份的升幅。預期歐元區及美國通脹可能將放緩，為股市帶來支持。按消費者物價指數衡量，11月份歐元區通脹由10月份的10.6%放緩至按年10.0%。秋季天氣暖溫和導致能源需求減

少，緩解了能源短缺憂慮，但能源成本仍是推動通脹上升的最重要因素。

## 消費品市場後市料向好

11月份，所有行業錄得升幅。表現最佳的是對經濟較為敏感的市場領域，例如非必需消費品及資訊科技。非必需消費品方面，內地優化疫情防控措施，為奢侈品股提供支持。表現最疲弱的行業屬於防守性較強的市場領域，例如醫療保健（特別是醫藥）及通訊服務。（節錄）

# 物流地產發展前景看俏

李簡 華訪諮詢評估有限公司財務分析師

後疫情時代下，世界各地經濟的發展依然面臨巨大挑戰。房地產資本市場也受到較大衝擊。上升的空置率與下探的租金和售價對商業房地產的發展帶來了下行壓力。但與此同時，物流地產卻呈現出相反的投資熱度。以物流倉儲和資料中心為代表的新經濟地產成為了近年來的投資熱點，黑石、凱德、保利等投資基金和內地頭部房企正逐步加大在內地和香港新經濟地產的投資組合。在商業地產遇冷之際，為何物流地產仍可逆市成為地產投資者眼中的香餡餅？

## 電商增長帶挈倉儲物流

疫情期間的隔離措施為線上零售提供了發展空間，線上零售滲透率也得到提升。因此，電商、協力廠商物流和製造業對物流地產的需求也進一步得以釋放。此外中國是世界最大的消費市場，內地經濟穩定恢復的趨勢為未來倉儲物流需求提供進一步的增長驅動力。與此同時，在宏觀層面上，國家也一直對物流行業給予相應的政策支持，如《「十四五」現代流通體系建設規劃》等。從長遠看，倉儲物流的熱度

將會繼續延續，並呈現巨大的市場發展前景。

## 業界租用場地首重位置

那麼什麼樣的物流地產更受租戶偏愛、投資價值更高呢？物流地產在物流行業中是貨物的中轉站，因此倉儲所在的地理位置是租戶們考慮的最為重要因素，尤其是與供應商、交通樞紐和終端市場的距離。對於電商來說，消費者能否快速收到貨物是佔據消費市場的重要一步，因此會優先考慮距離終端市場最近的倉儲；對於協力

廠商物流而言，分揀中心需要靠近交通樞紐，以發揮快遞貨物收集和分發的功能；而製造商則更看重原材料供給的穩定性，因此距離供應商更近的倉儲會更有吸引力。此外雖然不同地理位置的倉儲租金水平會有所差異，但物流行業的需求與人口密度息息相關，因此位於一線都市圈的物流倉儲在未來更具投資價值。

## 自動化助高效利用空間

另外，如何提升物流地產的未來競爭力對於資產增值也尤為重要。智能化與自動

化將是物流地產提高空間利用效率、滿足租戶不同需求的發展趨勢。柔性機械臂抓取物件、自動化立體倉儲分揀商品等科技運用以滿足物流地產「降本增效」的要求。同時隨着環境問題日益突出，「綠色經濟」已經深入人心，「綠色物流倉儲」也將是各物流地產投資者們運營發展的方向。

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。