



# 量質並重 內地推進債券註冊制改革走深走實

龐溟 經濟學博士、經濟學家

中國證監會早前發布《關於深化債券註冊制改革的指導意見》以及《關於註冊制下提高中介機構債券業務執業質量的指導意見》。這兩個階段性框架指導文件和相關系統性制度安排，既從落實機構改革部署和調整優化制度規則層面統一了公司債券和企業債券發行審核工作，也從發行主體層面和發行中介層面推動了信用債市場註冊制改革全面落地。

## 由「量的擴張」向「量質並重」轉變

內地債券市場正處在由「量的擴張」向「量質並重」轉變的發展新階段。優化完善債券審核註冊機制和統一監管債券市場，以信息披露制度為核心、以債信能力和風險管理為重點，突出功能監管、統籌監管、持續監管、貫通監管、整體監管，可以大幅提升高質量發展的債券市場服務國家重大戰略、建設現代化產業體系建設和支持實體經濟的力度、精度和效率，促進債權融資和股票融資有效互補、協同並

進，更好地滿足中共二十大報告對資本市場發展提出的「健全資本市場功能，提高直接融資比重」的新要求。

## 註冊制改革有望促良好生態

另一方面，深化債券註冊制改革也可以通過統一監管標準、強化質量控制、加快廉政建設、重視風險防範、壓實發行人和中介機構責任、嚴把「入口關」和暢通「出口關」，以減少監管套利、降低弱主體發債融資概率、提升監管效能，讓優質企業進一步降低融資成本、提高債券融資效率，讓債券市場實現扶優限劣、優勝劣汰、規範透明、穩定健康發展的良好生態，並持續優化資本市場融資環境、進一步推動金融市場改革開放。

考慮到企業債在發行人資質要求、審核標準、上市條件、監管力度等方面面臨的變化，預計新發企業債的券種優勢將不再顯著，與城投平台、政府項目及相關資源協調之間的關係將被削弱，企業債發行規

模將繼續承壓，發行期限可能縮短、存量規模有望加速下降，企業債發行審核將逐步常態化。

## 推進過程中有3方面宜注意

在扎實推進債券註冊制改革走深走實的過程中，建議應注意以下幾方面的工作：

一是將堅持審核註冊工作的制度化、規範化、透明化原則和市場化導向與全面深化債券市場功能結合起來。應以《證券法》為核心，以完善債券管理相關條例為契機，以優化完善債券註冊審核註冊、發行承銷、日常監管、質量控制、廉政監督全流程基礎制度和與之相適應的事中事後監管機制安排為抓手，以條件明確、標準清晰、程序規範、流程有序、高效銜接、權責清晰、制衡有效、公開透明可預期為導向，形成系統全面、科學合理、層次清晰、分工明確、歸位盡責的註冊制規則體系和審核註冊工作流程，強化對信息披露務求真實、準確、完整的要求。這既

有利於提高審核透明度和發行效率，增強債券市場支持實體經濟發展的質量和效率，又有利於把企業債券能否發行、發行多少的決定權交給市場，更好發揮市場在資源配置中的決定性作用，還能推動企業提高信息披露質量、健全風險防範理念、強化自我約束，完善公司治理。

二是將債券存續期全鏈條監管與加快推進監管轉型、促進監管職能轉變結合起來。在企業債發行審核責任主體變更後，為補位原有省級發展改革部門在項目篩查、風險排查、監督管理等方面存在的屬地管理優勢，對於各區域企業發行債券監督工作，應通過強化派出機構一線監管、有針對性地開展現場檢查、提高證券自律組織監管規範化水平、壓實中介機構責任和提升中介機構執業能力等方式，並結合臨時報告等信息披露監管和風險監測、報告、處置等工作，形成完善債券日常監管體系的合力。

對於債券市場稽查執法和投資者保護工作，應構建、強化和完善行政、民事、刑事立體化追責體系以及投資者保護制度安排、專業投資者監管安排，依法打擊債券違法違規行為，切實維護債券市場秩序和信用環境。

三是將健全完善債券違約風險處置機制與堅持底線思維、有效防範化解重大風險結合起來。堅持運用市場化、法治化、制度化方式和手段應對外部衝擊、加強風險預警防範、促進條塊協作、化解風險隱患，通過建立和發展市場化、法治化、多元化的債券違約風險化解機制，完善債券購回、債券置換、回售轉售、債券展期、債務重組、違約債券轉讓、破產重整等債券管理和違約債券有效出清的相關制度安排，綜合考慮處置對象、風險成因、重大事件影響等因素，便捷、順暢、高效地實現處置流程的程序化、合規化以及實現處置成本、綜合影響最小化，平衡好風險、收益與責任，牢牢守住不发生系統性風險的底線。

# 通往不加息 投資者變陣

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨著全球通脹放緩，歐美各地的央行亦紛紛表態，支持數據為本，言下之意，明顯之至，不再勉強，不一定加息，也就是通往不加息的過渡期。

這個過渡期，可長可短，過程中，若數據不配合，自然可以有足夠政策彈性，重新加息亦不為過，這一點在之前歐央行行長的記者會上，表達得很清楚。同樣地，若數據配合，則大可以暫停加息變為持續不加息，意味着在當前相對高利率水平徘徊一陣。

## 通脹回落快 實質利率升

大家統一口徑，全球通脹降溫較想像中快，當局目前不硬推加息，留有空間，讓數據說話，央行官員聆聽參考，再作決定。若再配合近期又有美聯儲官員發言，為未來貨幣政策轉向，指出當局調控的短期名義利率若不變，則以通脹回落之快，有可能導致實質利率過高云云，明示或暗示明年初甚至今年底有望減息。

難怪投資者認為，既然加息空間收窄，大致上在此水平徘徊，維持一段日子，則買債或定息工具似乎是當前的主要大方向，其他則相對要減持。以此觀之，投資者近來沾股買債，絕不意外，

完全是正常回應貨幣政策轉變。投資者變陣，股市受壓，短債受惠。

## 美股位高勢危 業績期救一把

值得注意的是，之前投資者押注股市，特別是美股，當中集中在少數幾家企業，固然有增長概念，但估值便相應提高，位高則勢危。事實上，由於股指組成部分或相關計算方法，熱門美股指數往往與上述集中少數幾家企業有關，效果更明顯。當然，美股處於業績期，企業盈利增長表現可供參考，消息帶來隨機性，市況趨於波動，而非一面倒，可說已經幫了美股一把。

股債比重調整之外，另類投資如商品亦不無影響。說起來，自從金融海嘯之後，全球各地央行量寬和超低利率環境下，帶動不少資產價格向上，金價並不例外，而近年亦屢見貨幣政策轉變的預期下，金價亦相當敏感。

## 靜待減息 金價上望歷史高位

比方說，今年3月份時，由於當時歐美



在歐美主要央行貨幣政策趨向轉變下，投資者進行變陣，沽股買債，因此出現股市受壓，短債受捧。圖為紐約證券交易所交易員。

銀行相繼出事，令外界憧憬聯儲局將盡快停止加息周期，現貨金價上試2,062附近，跟2020年8月份時的歷史高位2,075相當接近，只是後來美聯儲沒有如外界想像般提早結束加息周期，金價便回落至近期在6月份所見低位1,893附近。

說到底，踏入下半年開始，歐美等地通脹回落速度比想像中快，的確有可能進入由降速加息至不加息的過渡期，甚至今年底或明年初的確有可能減息。若

成事，金價不難再上試歷史高位。當然，短期而言，近期經濟數據不一致，上周公布非農數據，新增職位數目未如理想，但同時薪金增幅較預期快，加上失業率回落速度快於估計，數據並非單向，資產價格包括金價在內，自然區間上落為主。

(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。)

# 租金升 通脹勁 樓市反彈如箭在弦

廖偉強 利嘉閣地產總裁

香港樓市經歷美國接連加息的心理影響，買家信心轉弱；再加上香港與世界恢復正常通關之後，香港經濟沒有出現預期的爆發力，至今仍是緩步地上升。多個行業仍然未有回復到疫情前的生意水平。所以大家對後市的預計也相應地作出修訂，未必可以如年初時那麼進取。

很多香港人就算有資金在手，現時都不敢在這個時候出動去投資。事實上今年開關之後，現實與預期出現頗大落差，很多人都甚為失望，在房地產市場

同樣出現這種境況，負面的心態就容易造成相互的影響，並且加速擴散。

## 加息不等於樓市一定下跌

加息確實加重了置業者的供樓負擔，尤其是「持重貨」的投資者，壓力就更大，因此「減磅」也是合理不過之事。不過，接連加息，是否就等於樓市一定會下跌？須知道香港的業主超過六成以上已經供完按揭，亦有很多業主，借款相對樓價的比例十分之低。所以，只有近幾年入市的買家，遭遇樓價的下

跌，加上按揭調升，因而感受到很大的壓力；加息帶來的實際壓力，並非如大家所想像般廣泛。

## 今天就是最佳入市時機

接連加息一個原因是通脹，物價飆升，加息可以紓緩通脹的壓力。但同時，在高通脹的環境之下，物業價格同樣不容易大幅下調。此外，近期的租務市場因為輸入人才、內地學生來港升學，以及部分觀望樓市的香港人由買轉租，導致租務市場暢旺，租盤快速被消

化，租金不斷上升，回報率同時上升。

在租金上升及通脹嚴重的加持下，樓價根本沒有大幅下跌的壓力，只有一時的調整。事實上，樓價由高峰期至今已調整約15%。基於市場信心不足，入市的買家相對比較少，因此與心急出售單位的業主談判，亦相對較為容易，買家隨時能夠在談判中佔主導位置，可以用低於自己所預計的價格入市。所以，筆者認為今天就是最佳的入市時機。只要置業者的信心恢復，樓市就很容易「一觸即發」，出現強勁的反彈。

# 為內房提供支援以推動內需

史立德 香港中華廠商聯合會會長

國家日前公布最新的消費者物價指數(CPI)，有關數字是年減0.3%，是2021年2月以來首次出現負值，早前一個月是0(即為持平)。在全球增長放緩、需求減少的情況下，內地經濟難免會受到影響，而內需將是推動內地經濟的主要動力。現在必須增強消費者信心，其中重要一環，是對房地產提供支持。

根據國家統計局解釋，7月份居民消費需求持續恢復，CPI按年由降轉漲，但受去年同期基數較高影響，其中包括豬肉及鮮菜等，食品價格下降1.7%，無奈出現按年回落的情況。事實上，扣除食品和能源價格的核心CPI明顯回升，按年上漲0.8%，漲幅比上月擴大0.4%。

總體看，CPI按年回落是階段性，而下階段，隨着經濟恢復向好，市場需求穩步擴大，供求關係持續改善，加上去年同期

高基數影響逐步消除，CPI有望逐步回升。

經濟要健康發展，過度通脹與出現通縮均是負面因素。過度通脹的壞影響大家耳熟能詳，歐美大國過去一段時間出現高通脹，因而要大幅加息。通縮則會令市民傾向延遲消費，導致經濟的流動下降，出現信心問題。

## 穩樓市有利消費信心回升

有見及此，國家需要增強市民的消費信心，當中為房地產市場提供支持，是重中之重。畢竟對普羅大眾而言，其物業是最大資產；如果購買樓花而最終樓盤爛尾，早前支付的訂金會付諸流水；如果物業價格下滑出現負資產情況，業主亦會耿耿於懷，無心消費。

因此，國家亟需支持內地房地產，例如

為房企注入資金，令現時項目可以繼續進行，避免出現爛尾情況。同時，在可行情況下，在減少供應方面着手，酌情收緊土地供應，及暫停向新項目批出融資，從而支持房地產價格。

回顧過去，香港在2000年至2003年期間，曾出現通縮及嚴重負資產情況，最終國家透過一系列的政策，例如更緊密經貿關係安排、離岸人民幣業務及自由行等，一方面讓香港作為國家對外開放的試點，另一方面為香港提供支持，令香港走出經濟困局。

面對今次情況，國家憑藉地大物博，人口眾多，而且中產人數攀升，儲蓄率高，潛在消費力強勁，現時最重要是鞏固市民信心，從而帶動內循環，並透過「一帶一路」等策略性倡議，推動外循環，為整體經濟提供動力。



中國地大物博，人口眾多，中產人數龐大，潛在消費力強勁。市場相信鞏固市民對內地樓市信心，有利釋放有關消費力。

資料圖片

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。