

金融改革繼續前行 ——「深港通」戰略解讀(下)



▲無論是滬港通或深港通，都是以人民幣結算，這樣做的好處是，可以突破性地建立以投資為目的的人民幣循環圈，為離岸人民幣提供「活水」；圖左為港交所主席周松崗，右為港交所行政總裁李小加 資料圖片

中國金融體系改革正在穩步推進中，人民幣匯率、利率市場化、資本市場建設和資本項目的可兌換是金融市場中長期改革目標，改革方向則是進一步市場化，進一步開放。筆者認為，在新一輪的深化改革中，金融市場相關改革應更為積極和主動。深港通的推出，將與滬港通產生顯著的協同效應，這意味着內地資本市場開放和人民幣國際化走出更遠一步，改革再下一城。

中銀國際首席策略分析師 胡文洲

從長期來看，兩地互聯互通並非一個孤立的政策，這是中國金融體系改革尤其是資本市場制度改革的重要一環，其改革的力度和速度超乎市場預期。

在2014年滬港通宣布後一個月，國務院印發了《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》（國九條），將資本市場建設提到國家戰略高度，並對境內個人直接境外資本市場，以及境外個人直接境內資本市場的雙向開放，有了明確的表述。這種雙向開放實際上是中國資本市場國際化的重要步驟。

人幣國際化再加速

如果說，過去三十年，中國的金融市場特徵主要體現為銀行信貸體系的高速擴張和影子銀行的快速膨脹；那麼未來三十年，中國的金融市場特徵將體現為資本市場在深度和廣度上的全面發展，日益強大的資本市場以直接融資的方式服務實體經濟。

滬港通以及深港通都是人民幣國際化戰略布局的重要步驟，增加了資金雙向流動。兩地互聯互通使得人民幣能夠以投融資的形式通過資本市場回流到境內，從而建立離岸人民幣和境內人民幣兩個資金池的雙向流動機制。同時，兩地互聯互通拓展了境外人民幣投融資、交易的渠道，並且隨着離岸人民幣市場的縱深發展和交易產品更加豐富，人民幣的投融資交易功能將會進一步強化，從而助推資本市場開放取得更大突破。

人民幣國際化是中國金融體系的重

大戰略問題，它事關中國資本項目的開放選擇和進程。2009年7月，中國推出跨境貿易人民幣結算試點，其後在試點範圍上擴充，跨境貿易人民幣結算金額增長迅猛，國際經濟往來中使用和持有人民幣的意願也急促提升。截至2016年6月底為止，人民銀行與34個國家和地區的中央銀行或貨幣當局簽署了雙邊本幣互換協議，在19個國家和地區建立了人民幣清算安排，支持人民幣成為區域計價結算貨幣。

筆者相信，人民幣國際化進程在未來幾年會進一步發展，人民幣國際化的潛力很巨大。人民幣作為交易媒介貨幣的發展空間很大，這是因為中國與全球的貿易聯繫日益密切，規模也越來越龐大，使用人民幣進行結算能為交易雙方帶來便利。人民幣作為一個國際儲備貨幣，潛力也很大。

投資產品愈加豐富

人民幣國際化需要形成離岸人民幣投資市場，要有豐富人民幣投資產品及順暢的人民幣回流機制。境外投資者持有人民幣已不再是為了簡單地獲取人民幣升值收益，尋求投資收益的需求與管理外匯及利率風險的需求日益強烈。如果離岸人民幣投資渠道有限，將不利於人民幣國際化的進程。

筆者認為，制約人民幣國際化的主要因素是內地金融市場發育的深度和廣度不足夠，人民幣國際化地位與中國實體經濟和貿易對全球的影響力還不匹配，人民幣國際化未來發展空間非常龐大。

中國正在循序漸進地推進資本項下



▲滬港通及深港通是人民幣國際化戰略布局的重要步驟 資料圖片

人民幣自由兌換，2014年啟動的滬港通，實際上就是資本項下開放的一個試驗區，開放境外投資者進入A股市場，境內投資者進入境外市場。2016年深港通放行，將有助於為A股引入新的活力，借道香港進入的資金將刺激A股交易量，而內地龐大的市場和資金池也將推動香港市場做強做大。

兩地互聯互通為資金雙向流動搭建有了新的橋樑，既增加了境外人民幣的投資渠道，又提高了香港離岸人民幣的流動性，更深遠的意義還在於它將促進內地資本市場的完善，為人民幣作為國際貨幣的長期競爭力提供支持。

滬港通實施後，內地股票成為香港新的人民幣產品。深港通的推出，將與滬港通產生顯著的協同效應，海外投資者可選擇的投資標的將更加全面、更為豐富，大幅提升內地股票對海外資金的吸引力，進一步支持香港發展成為離岸人民幣業務中心。無論是滬港通或深港通，都是以人民幣結算，這樣做的好處是，可以突破性地建立以投資為目的的人民幣循環圈，為離岸人民幣提供「活水」，是人民幣國際化的關鍵突破。

隨着中國改革開放進一步深化，未來人民幣國際使用將在跨境貿易、投融資和資產負債管理等方面為中國各類市場主體帶來更多的便利和機遇。

筆者相信，利率市場化，資本項目可兌換，滬港通試點和深港通放行，這一籃子改革的目標是實現人民幣的國際化，進而提升中國在全球化進程中的國際話語權。

(本文為作者個人觀點)

港匯遠期折讓存擴闊空間

上海商業銀行研究部主管 林俊泓



市場動脈

市場追逐回報，資金流入港元市場，加上上市公司派息衍生的季節性港元需求，美元兌港元現貨匯價近期打破窄幅上落的格局，降至距離7.75的強方兌換保證只有40點子。

更加矚目的是，港匯在遠期市場得到強烈支持。近期，1年期美元兌港元遠期匯價已突破強方兌換保證，在接近7.7360的水平徘徊，反映現貨及期貨匯價差價的遠期點數急挫，也解釋了為何港元遠期匯價走強。回顧今年五月份，1年期遠期點數約為100點子；反觀當下，1年期遠期點數已降至-180點子，創2011年以來的最低水平。

據利率平價(Interest Rate Parity)理論，兩種交易貨幣的利率差距，決定了外匯遠期點數。基本原理相當簡單，低息貨幣持有人的「損失」將由遠期點數所抵銷。

從實證層面分析，近期美元利率急升是遠期點數下挫的直接原因，間接原因則為美國貨幣市場基金監管機制即將發生改革。

上述猜測似乎只是印證了一個已被市場廣泛接受的觀點。那便是，直至香港銀行體系總結餘萎縮至最低水平前，財資管理者無需關注人民幣貶值及港股變化引發資金進出的風險。相反，注意力應該完全放在美國聯儲局身上。

美元兌港元遠期匯價尚存多少下跌空間，端視三大因素，包括美國貨幣市場改革影響如何、聯儲局議息結果，以及市場對風險的判斷。

有關第一大因素，對某些投資者而言並非好消息，美國貨幣市場基金

將在十月十四日落實監管改革，其對美元拆息的影響相信尚未完全浮現。第二大因素方面，當聯儲局重啟加息周期，我們預期港美息差將進一步擴闊。2004年至2006年美元加息周期時，港美息差曾錄得1.9個百分點的差距，但考慮到香港金管局已主動採取流動性管理措施，相信此輪港美息差不至擴闊至同等水平。

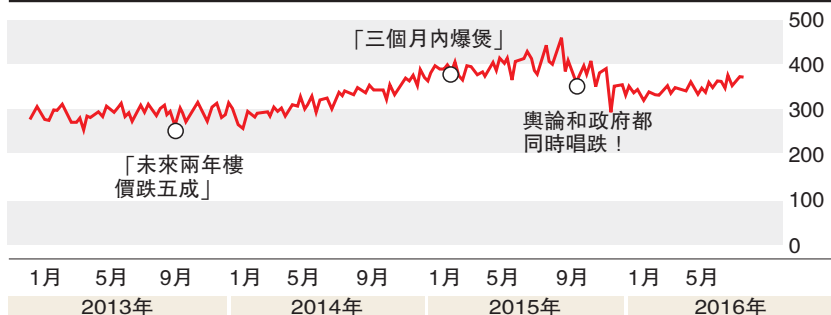
人幣貶值壓力減小

為避免聯繫匯率因利率出現極端變化而受到衝擊，香港金管局透過每月平均發行160億港元的外匯基金票據及債券，逐漸從銀行體系抽走多餘流動性。此種處理手法與2004年截然不同，其時金管局讓市場自由調節，港美息差顯著擴闊。目前銀行體系總結餘已降至2805億港元，僅及其峰值的三分之二。簡單推算，銀行體系總結餘在2017年底或降至只有200億港元。

此外，投資者亦需考慮港元市場風險溢價的變化。我們認為，人民幣貶值仍為困擾市場的主要因素，而有關憂慮很可能在未來重新升溫。不過，市場對中國央行能夠維持匯率穩定抱有信心，其對港元利率造成的上行壓力料不及以往。

綜合各項因素，我們估計在未來一年內，1年期香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業美元拆息差距，將由現時的0.3個百分點上升至0.65個；遠期點數也可能進一步下降。為量寬有關影響，我們以港美息差與1年期遠期點數進行回歸分析。按照我們的預測，1年期美元兌港元遠期折讓最終可達480點子，高於目前約180點子的水平。倘港股持續暢旺，資金流入令港元現貨匯價貼近強方兌換保證，則1年期美元兌港元遠期匯價明年可能降至7.70的水平。

祥益指數及市場上唱淡言論



樓價料輾轉向上破頂

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

過去大半年，筆者是少數堅持到底的「好友」，一直強調本港樓價趨勢依然向上，並認為去年十月開始的「樓市劈價勢」是「樓市Halloween」。現在筆者的看法一點也沒有變，但基於「買有風險，不買也有風險」的原則，溫馨提醒業主們應該「得些好意須回手」。

筆者不是看淡樓市，甚至認為樓價會超越去年九月份的高峰。中國在下半年的經濟亦會開始發放正能量，日益向好，環球金融市場亦找到陣腳。但請緊記，樓價上升的形態是「輾轉向上」；所謂「輾轉向上」，即是上升的過程中沿途會「多災多難」，因此業主放盤時應該要為自己留有餘地，考慮自己在放盤過程中是否能夠承受受到隨時出現的社會衝擊。

樓市或持續出現Halloween

坦白地說，樓價升已「令人討厭」。「樓市Halloween」將不斷發生（因社會不滿情緒帶來的市場消費者情緒化波動），即是說貧富懸殊，財富分配不均足令到群眾及消費情緒容易出現負面局面，縱使樓價趨勢及基本因素仍然向上，未來將會不斷出現劈價勢！有一天你早上起來，可能所有報紙都是「唱跌」，跟着你會看到專家們紛紛轉軟，可能你會找不到原因，但價格卻突然天天向下。你頂得住嗎？正常人「頂不住」的！

樓價愈來愈高，購買力卻愈來愈

追不上，於是成交量正常是浪比浪低才對的，現在的成交量大增，不是「真」的。市場是冰火相濟、輾轉向上。筆者當然不會在這段時間轉軟，只是認為未來樓價向上，但是這些錢已經非常難賺了，並且要面對很多社會衝擊。

筆者強調，樓價仍然反覆向上，要樓價真正回跌，就只有三個可能性：美國大幅加息（即是可能性低啦！）；美國經濟突然高速強勁（也即是可能性低啦！）；取消聯繫匯率，當美元虛弱到一個程度，我們要把美元的分量或者貨幣上的聯繫角色改變的時候，當我們與較強的貨幣掛鉤的時候，樓價就應該會出現向下調整了。

大家看看圖表便可勾起記憶了。其實幾乎每年都有因為唱淡的言論而令到市場打橫發展或者向下微調的時段，雖然每次發生的時候，大家都完全入局悲情且深信不疑，但是有關的市場條件根本就沒有改變，於是大家都覺得其實是之前樓價升得太急太不實際。但是，每次樓價回升之後，大家又忘記了之前的「充分理由」，於是年復一年不斷在兜圈，不斷都會覺得樓價下跌有希望，而始終都沒有面對到量化貨幣的蠶食。

市場到了今日，消費者情緒成為其中一個很重要的市場因素，就好像一個市場季節一樣。這些看淡樓市的朋友要明白，否則遇着唱淡的季節就會把持不住自己的部署；另外，等待入市時機的朋友亦要明白，因為當時機來臨的時候，如果你卻跟着群眾大隊看跌的話，你就等於失去了入市的時機了。

人民幣兌美元近月走勢

