

「債券通」是中國推動資本項目可自由兌換程度、促進債券市場開放的主要渠道之一。通過基礎設施互聯互通安排，在尊重境內外不同市場差異性基礎上，便利投資者以其熟悉的交易規則及慣例進行跨境投資，促進境內外市場共同發展。「北向通」自2017年啟動迄今，已取得了顯著效果，「南向通」今年也成功推出，更顯示了這種跨境債券投資創新模式的勃勃生機。

跨境債券投資新篇章



▲債券通南向通啟動儀式於今年9月24日在香港金融管理局舉行。

資料圖片

撥雲見日



應堅

中銀香港金融研究院
資深策略員

在「債券通」之前，內地債券市場對外開放主要是兩個渠道，一是境外機構直接投資

境內債券市場，二是合格境外機構投資者（QFI、RQFII）。人民幣正式被納入SDR（特別提款權）貨幣籃子後，內地不斷降低債券市場准入門檻，於2017年引入「債券通」，並首先開放「北向通」業務，主要特點包括：（一）「北向通」遵循兩地現行法律法規，相關交易結算活動遵守交易結算發生地的監管規定及業務規則；（二）境外（香港）託管機構在境內託管機構開立名義持有人賬戶，境內託管機構為境外託管機構辦理債券登記託管；（三）境外投資者通過境外電子交易平台發送交易指令，境內託管機構為交易結果提供券款對付結算服務，資金支付通過人民幣跨境支付系統辦理；（四）境外投資者可使用自有人民幣或外匯投資，使用外匯投資的可通過香港人民幣業務清算行辦理外匯資金兌換。

一、債券「北向通」的制度特點及實施效果

簡言之，「北向通」引入多級託管機制、以境外交易平台傳遞指令、以人民幣完成跨境收付及結算。「北向通」制度設計為更廣泛的境外投資者尤其是中小機構投資者提供了投資便利性：

1、通過「北向通」入市的機構增加較快，交易也較活躍。根據人行數據，2019年「債券通」和直接入市機構分別有491戶和435戶，前者首次超過後者；2020年兩者分別為625戶和468戶，差距有所擴大。今年首三季「北向通」二級市場交易金額4.77萬億元（人民幣，下同），同比增長32.3%，日均成交金額236億元。

2、有力推動境外投資者增持人民幣資產，提升境內債券市場國際化程度。截至今年9月底，境外機構人民幣債券託管量已達3.84萬億元，佔境內債券託管量的3.46%。2018年通過直接投資淨流入境內債券市場5160億元，是「債券通」淨流入的六倍，2019年降至2.3倍，2020年「債券通」淨流入4907億元，反超直接投資4%。

3、配合境外央行持有人民幣外匯儲備，有利於提高境外對人民幣接受程度。人民幣已逐漸成為主要國際儲備貨幣，今年二季度各國央行持有人民幣外匯儲備為3119億美元，比2016年四季度增長2.44倍，人民幣外匯儲備佔全球外匯儲備的2.61%，佔比上升1.53個百分點。境外央行增持人民幣債券主要渠道是直接投資，但「債券通」也是一個有效的補充渠

道。

二、債券「南向通」的不同特點及重要意義

2021年9月15日，人行與香港金管局發布聯合公告，決定內地和香港基礎服務機構開展香港與內地債券市場互聯互通南向合作（「南向通」），並於2021年9月24日正式上線。

「南向通」整體政策思路與「北向通」相同，不突破內地和香港現行政策框架，要求參與者遵循內地與香港現行法律法規，相關交易結算活動遵守交易結算發生地的監管規定及業務規則。「南向通」明確，通過加強兩地債券市場基礎服務機構合作，在債券交易、託管、結算等方面搭建互聯互通機制安排，為內地機構投資者「走出去」配置債券提供便捷通道。與「北向通」一樣，「南向通」採用名義持有人及多級託管方式，並通過穿透式信息收集等安排，支持監管和風險防範。

不過，由於境內外市場存在較大差異性，機構投資者需求趨於多元化，而「南向通」又涉及資本向外流動等監管難題，制度安排上又有一些與「北向通」不同特點：

1、推出基礎設施互聯互通及境內外託管行「雙託管」兩種模式，境內投資者可自由選擇不同的模式，也可同時選用兩種。前者由人行認可的境內債券登記結算機構，在香港金管局認可的香港債券登記結算機構開立名義持有人賬戶，用於記載代境內投資者名義持有的全部債券餘額。例如，境內投資者與境外交易對手完成交易後，購入的債券經香港債務工具中央結算系統（CMU），名義登記在銀行間市場清算所的名義持有人賬戶下，依法享有證券權益。後者由境內託管清算銀行（境內主託管行）和香港託管清算銀行（境外次託管行）建立託管關係，債券交易完成後，債券名義託管在香港託管清算銀行開立在CMU的託管賬戶。

2、內地監管機構對「南向通」實施宏觀審慎管理，循序漸進推動境內機構配置海外債券。一是明確債券標的為境外發行並在香港債券市場流通的所有券種，初期開通現券交易；二是明確交易對手暫定為香港金管局指定的做市商，首批公布的指定做市商有13家；三是明確境內投資者範圍，包括人行認可的公開市場一級交易商中的41家銀行類金融機構，以及QDII、RQDII，這些機構實力較強、信譽較好，並有豐富的跨境投資經驗；四是「南向通」實施額度管理，現設年度總額度5000億元等值人民幣，每日額度200億元等值人民幣。

3、「南向通」允許境內投資者使用人民幣或外匯參與交易。若境內投資者以人民幣投資境外外幣債券，則通過銀行間外匯市場辦理外匯資金兌換和外匯風險對沖業務，投資的債

券到期或賣出後境內投資者不再繼續投資的，相關資金應匯回境內並兌換回人民幣，即可將兌換環節置於境內。

債券「南向通」是內地推動資本項目開放的一項重要政策舉措，具有多重意義：

首先，完善了境內外金融市場互聯互通機制，構築完整的「債券通」政策及業務架構。在資本項目尚未實現可自由兌換的背景下，如何既促進跨境金融投資又避免資金無序流動，是不少國家共同面對的難題，中國監管機構創造性地引入互聯互通，通過平台對平台，有機銜接境內外金融市場，並實現風險可控。債券市場互聯互通從「北向通」開始做起，經過幾年實驗證明了效果，「北向通」落地，令「債券通」向「滬港通」、「深港通」及「理財通」看齊，實現雙向互聯互通。

其次，有利於促進跨境資金雙向流動，為達至國際收支平衡創造了更理想的條件。近年來人民幣資產吸引力增強，存在資金持續流入風險，對人民幣匯率造成壓力。從國際收支表看，這幾年金融賬戶順差主要由證券投資引起，其中股票投資有順有逆，債券投資順差持續增加。「北向通」啟動後，境外機構人民幣債券託管量月均增量明顯大於啟動前，「南向通」打開了債券投資項下資金流出閘門，並可按額度管理有效控制流量。

再者，鞏固和提升香港國際金融中心地位，並通過境外金融基建協助境內機構多元化配置資產。境內機構通過「南向通」投資香港債券市場交易流通的債券，首先接觸到港元債券及人民幣點心債，香港做市商持有兩類債券相對較多，因此，在「南向通」啟動後港元及點心債市場首先受益。特區政府近年來積極採取措施，推動港元債市場發展，而點心債亦剛從沉寂中復甦過來，引來「南向通」活水，交易會進一步活躍，從而啟動債券發行。

最後，帶動離岸人民幣市場業務創新，促進人民幣國際化向縱深發展。「債券通」對香港離岸人民幣市場發展起到積極推動作用，「北向通」刺激了香港人民幣債券交易。據SWIFT統計，今年香港人民幣債券月均交易量比2016年翻了幾番，在全球佔比超過50%，同時推動人民幣外匯交易、存款、託管、資產管理等業務。「南向通」進一步擴展香港金融機構人民幣業務範疇，促進做市商要建立一定規模的人民幣債券池，研究參與人民幣點心債發行，加大力度營銷境內機構並開立託管賬戶；「雙託管」模式下可探索多元化人民幣兌換及風險對沖方式。總體上，「南向通」有助於活躍人民幣債券交易及發行，帶動其他配套人民幣業務，不斷完善香港離岸人民幣業務樞紐功能。

美調整對華關稅勢在必行

鍾言讜論



鍾正生

平安證券首席經濟學家

2021年四季度以來，中美對話呈現積極動向，下一階段經貿談判即將啟動，美方將有關關稅

的調整提上日程。11月1日，美國財長耶倫表示，高昂的關稅直接提高供應商與消費者的成本，降低關稅或可緩解通脹壓力。11月10日，美國民主黨官員高調發表題為《是時候結束與中國的貿易戰了》的文章。北京時間11月16日，中美元首舉行視頻會議，也使得中美經貿關係的下一步備受矚目。

在當前拜登政策面對通脹壓力及供應鏈瓶頸略顯「束手無策」的情況下，適當調整關稅是目前美國政府應對通脹問題的可選之策。筆者認為，在通脹壓力和供應鏈瓶頸背景下，美國進一步調整對華關稅有較強意願、也有充足空間。雖然全面下調和取消關稅的可能性不大，但仍有較大可能通過放鬆關稅豁免規則以部分下調關鍵產品稅率。

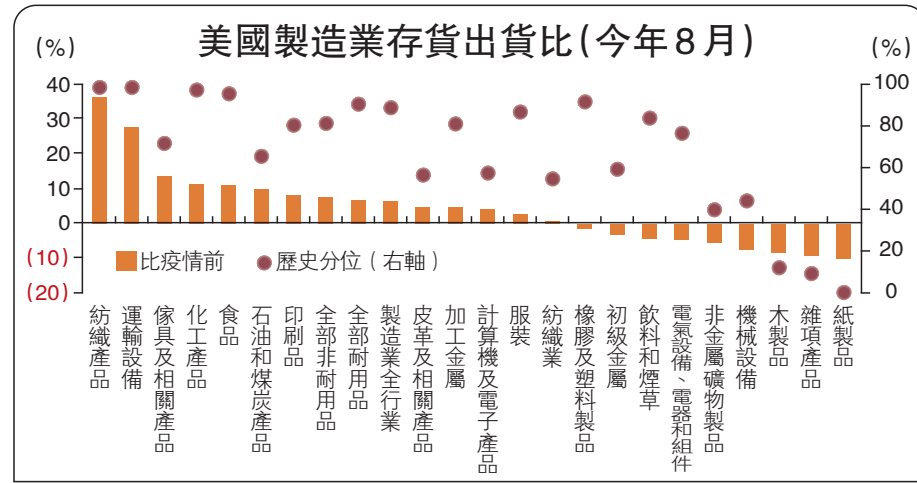
第一，2018年以來中美間關稅水平激增，目前美國對華關稅調整的空間較大。據美國彼得森國際經濟研究所（PIIE）數據，截至2021年2月，美國針對中國出口商品的加權平均關稅稅率為19.3%，而2018年1月這一數字僅為3.1%；與此同時，中國對美國出口商品的加權平均關稅稅率在同期由8.0%上升至20.7%。截至2021年2月，美國對華加徵的關稅涉及自中國進口的58.3%的商品，而中國對美加徵的關稅涉及自美國進口的66.4%的商品。

第二，中美第一階段經貿協定執行率有限，在此背景下美國或缺乏全面下調關稅的契機；但第一階段貿易協定執行情況並非美國的核心訴求，拜登政府關稅調整仍有台階。據PIIE測算，截至2021年8月，中美第一階段經貿協定對於全部商品的完成率（按美國出口口徑）為60.7%，但防疫用品、半導體產品及設備已經超過目標水平。中國進口商品與目標差距較大的品類是運輸設備相關製造品，以及（除天然氣外的）能源品。但這部分進口未達標實屬「情有可原」：美國能源品本身已經緊缺，拜登政府不會緊盯能源品出口的完成情況；飛機等相關製造品需求受疫情影響大；汽車等製造品主要受「缺芯」及海

運供應鏈瓶頸的影響。考慮到第一階段經貿協定屬特朗普政府的政治遺產，且在新冠疫情爆發的背景下，拜登政府有「台階」去理解中國進口執行的困難，因此拜登政府的關稅調整決策可能不會過於「較真」第一階段經貿協定的執行情況。

第三，考慮美國供應鏈壓力，美國自中國進口的電子設備、機械設備、雜項產品和木製品等品類的關稅下調機率較大；此外，美國或有較強意願就交通運輸設備出口與中國進行磋商。一方面，如前文所述，美國紙製品、雜項產品、木製品、機械設備等行業庫存較為緊張，因此擴大這些產品的進口或有助於緩解供應鏈壓力。另一方面，美國紡織產品、運輸設備、化工產品、食品等行業庫存堆積較為嚴重，這些產品或有較強的出口訴求。其中，運輸設備（飛行器、汽車等）是美國出口中國的重要產品，受到了中國的關稅反制且涵蓋在中美第一階段經貿協定中，美國或有一定意願就運輸設備的出口與中國進行磋商，而其餘大部分庫存堆積的品類對中國的出口都較為有限。

第四，考慮原材料漲價壓力與更廣泛的國際供應鏈壓力，美國有望考慮放鬆「232條款」下針對鋼鐵和鋁的關稅限制。首先，目前，美國原材料工業生產率恢復尚不足，自身產能瓶頸凸顯。其次，美國此前對鋼鐵和鋁加徵關稅，理由是中國產能過剩壓低出口價格、威脅本地生產商的生存能力。但現階段，全球鋼鐵和鋁需求大增、供給不足，已經「今非昔比」。今年中國在「雙碳」政策背景下，取消對鋼鐵等工業原料的出口退稅，旨在減少國內鋼鐵產量，美國更需要下調關稅以對沖這一衝擊。畢竟在全球綠色發展的訴求下，美國不會希望大幅增加國內高耗能產品的產能。最後，考慮到中國、歐盟、印度、土耳其以及俄羅斯等貿易夥伴，針對美國的「232條款」均進行了有關原材料的關稅反制。例如，中國針對232條款加徵了包括無縫鋼管等100多種自美進口商品關稅，俄羅斯加徵了築路機械、石油天然氣設施、金屬加工設備、光纖產品等自美進口商品關稅。如果美國放鬆該條款下的關稅限制，那麼中國及其他國家的關稅反制政策也可能放鬆，這將有益於國際供應鏈瓶頸的緩解，實現「多贏」。



通關步伐加快 經濟復甦在望

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

廣東省及澳門的非香港居民可透過「來港易」，不需隔離而進入香港；香港當局亦正積極

配合內地政府對香港防疫措施的一些要求，「港版健康碼」正加快測試，務求盡快實現與內地及澳門通關。其實大家都明白只靠香港的內循環，塘水滾塘魚，經濟效應絕對不會理想，加上香港有些行業仍然因為未能通關而影響生意，影響行業生存。

今次施政報告定下未來二十年的藍圖大計，亮點是大力發展北部都會區，將會大興土木，在增加房屋方面着手，務求解決香港重中之重的房屋需求問題，只要能夠解決香港的民怨，未來香港經濟前景光明。

雖然政府銳意增加房屋供應，但側重於應付公營房屋方面的需求，私營房屋的增加極之有限，在未來十年只有大約10萬伙供應。即使近期確實有部分港人移民，但等候入市者的數目更多，再加上憧憬未來能夠通關，只要有一部分內地同胞到港居住或投資，香港的房屋

數量絕對是供不應求。

雖然通關希望在眼前，大家期望望關後香港經濟可以回復動力，這樣各行各業便會很快復甦。話雖如此，在現今的社會裏，大部分國家的貧富懸殊仍然非常嚴重，就算是發達的國家，富裕與貧窮的比率基本上也是1：99，即1%富裕、99%貧窮。這樣失衡的比例肯定會增加社會的抱怨，因此建共同富裕社會，就是要平衡社會各階層的心態及生活環境，如果大部分人都能安居樂業，相信國泰民安在任何城市及國家都可以出現。金融及地產是香港的經濟命脈，持份者能夠將部分既得的利益作出分享，相信對行業的發展更為有利。



▲市民熱切期望兩地早日通關。