



## 內地財政部重啟美元債發行的影響

分析員 劉雅瑩

最近，內地財政部在香港發行新一期 20 億美元計價的主權債券，其中 5 年期和 10 年期債券各 10 億美元。本次發行的美元主權債券於 10 月 26 日在香港市場開放認購。投資者對該批債券的反應熱烈，認購金額達 220 億美元，為發行金額的 11 倍。所發債券投資者分佈廣泛，過半數被亞洲機構購買，三分之一被分配給歐洲投資者，還有一部分分給美國投資者。

事實上，財政部於 1993 年至 2004 年的 11 年間共發行了 12 期美元國債，累計規模 67 億美元，此次為內地時隔十三年後重啟美元主權債。當前，環球金融市場的流動性仍較為充裕。儘管美聯儲已經宣佈縮表計劃，惟其縮表步伐較為溫和。歐央行雖從 2018 年 1 月起將月度資產購買規模由 600 億歐元削減至 300 億歐元，但短期內暫不會開啟縮表操作。由於目前環球流動性維持寬鬆，國際資金具有投資債券需求，而中國國債資產基本上屬於無風險、回報率又高於美歐工業強國主權債的優質投資產品。

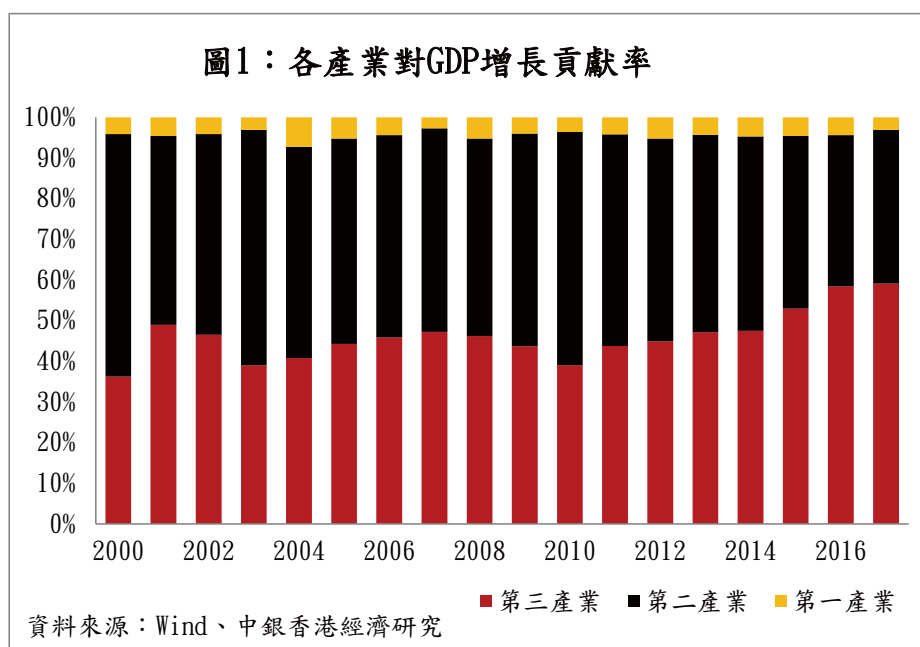
結合市場的反應，此次美元債發行有以下特點。

### 一、市場反響熱烈顯示國際投資者對內地主權信用的信心，有利人民幣國際化的推進

人民幣國際化的順利推進有賴於國際投資者對內地主權信用及人民幣資產的信心。此前，國際評級機構穆迪、標普曾調降內地主權信用評級，財政部認為國際評級機構在評級方法上的局限性和“順周期”性使其評級結果未能全面反映內地經濟良好基本面和發展潛力。該次內地推出沒有國際信用評級的美元主權債，需要投資者形成自有的信用評價體系，這過程將有利增強國際投資

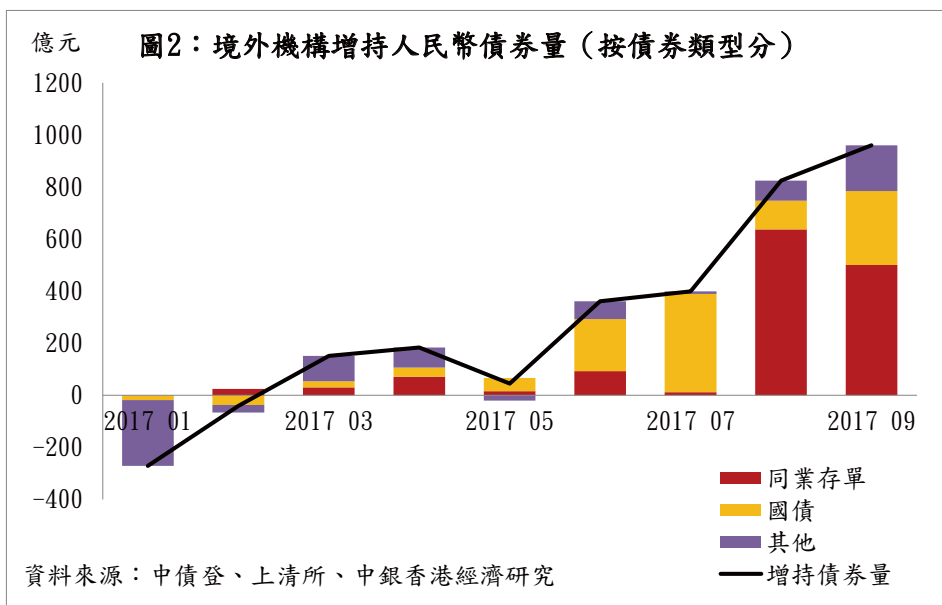
者對內地經濟的理解，最終亦是為人民幣國際化作鋪墊。事實上，內地這次推出的10年期美元主權債收益率最終定為2.687%，較美國財政部8月10日標債溢價43.7個基點的水平，與高出內地兩個信用級別的韓國（評級為AA）融資成本相若。這說明市場對內地的主權信用風險判斷和國際評級機構有一定差別，當前國際投資者對內地經濟前景和主權信用具有信心。

近年內地經濟增速雖有所放緩，但在供給側改革和產業結構升級的背景下，內地的經濟增長格局進一步優化，經濟質量有明顯提升。目前，內地經濟增長初步實現由主要依靠投資、出口拉動向依靠消費、投資、出口協調拉動轉變，今年前三季度最終消費支出對經濟增長的貢獻率達到64.5%。在產業結構方面，內地由主要依靠第二產業帶動向依靠第三產業協調帶動轉變，第三產業對GDP增長的貢獻率從2000年的36.2%大幅升至2017年的59.1%。在第三產業中，高新技術產業和服務業的增長尤為亮眼。具體來看，信息傳輸、軟件和信息技術服務業在2017年前三季度的平均同比增速為23.7%，增速為同期GDP增速的近三倍；而租賃和商務服務業的平均同比增速為10.4%，亦遠高於同期GDP增速。這些轉變均表明隨著發展新動能的加快集聚，未來內地經濟發展潛力巨大。



正是近年內地資本市場開放的持續推進，以及內地經濟基本面更加堅實穩固，增加了境外機構配置內地資產的信心，奮實了人民幣國際化的基礎。最新資料顯示，境外機構9月增持人民幣債券幅度創歷史新高，達961億元人民幣，

為連續第 7 個月增持人民幣債券。目前境外機構在內地債券市場中的佔比進一步升至 1.62%。



自 2005 年以來，內地債市對外開放程度逐漸加深。中國政府允許國際開發機構在境內發行人民幣債券、陸續放開 QFII(合格境外機構投資者)和 RQFII(人民幣合格境外機構投資者)進入銀行間債市投資、並將銀行間市場境外投資機構範圍擴至商業銀行、保險公司等各類金融機構以及人行認可的其他中長期投資者。2017 年 7 月，“債券通”正式通車，為境外資金購買內地的債券提供便利的境外平台。在近日召開的黨第十九次全國代表大會上，金融改革開放仍是主題之一。中國人民銀行行長周小川在十九大上亦表示，中國將進一步朝著金融開放的方向發展，包括“滬港通”“深港通”“債券通”，還有“一帶一路”相關金融安排等，都擴大了不同市場間的連通。周小川指出，未來機構方面的合作以及金融市場准入也會進一步對外開放。

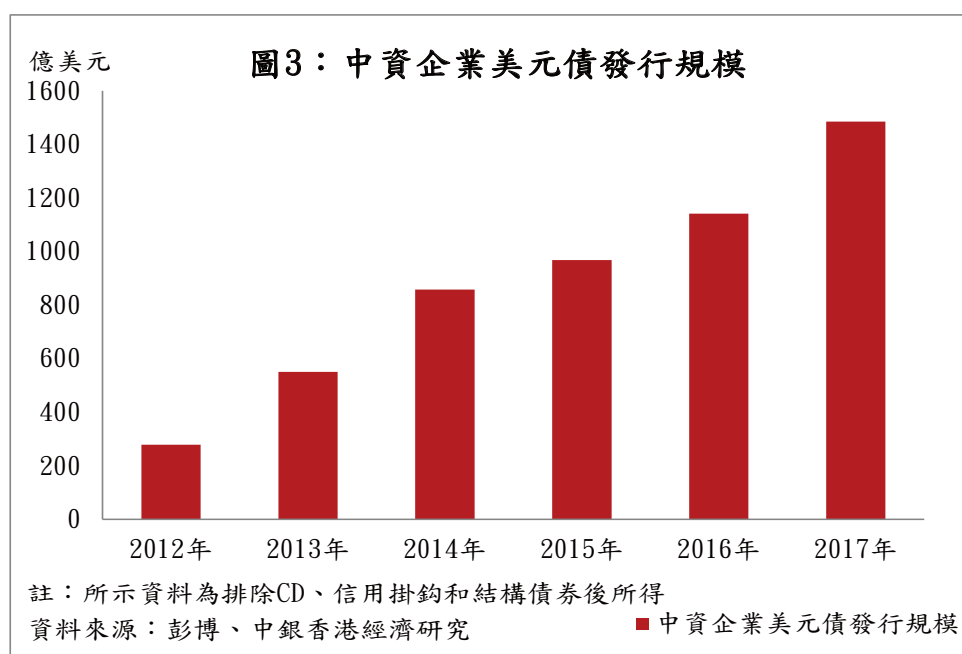
未來，內地將針對債券市場在深化對外開放過程中存在的障礙，包括衍生品交易工具、債券市場的流動性等，進一步完善產品品種及市場機制。

## 二、美元主權債的成功發行將為“一帶一路”下中資企業的外債融資提供定價參考

根據國家“一帶一路”規劃，未來內地對一帶一路沿線國家的投資將佔內地對外總投資的 70%，其中，基礎設施建設是最為重要的部分。當前很多沿線

國家的基礎設施建設大幅落後於國際標準，制約了其經濟增長潛力。據估算，未來五年一帶一路基礎設施融資需求將超 10 萬億美元。可見，一帶一路的建設需要大量的資金。然而，龐大的帶路項目融資不能僅僅依靠內地的金融資源，吸引國際資金參與帶路項目也是一帶一路向前推進的關鍵。

目前，境內企業積極踐行“一帶一路”倡議，2017 年以來中資企業美元債發行額為 1,485 億美元，較 2016 年的 1,142 億美元增長 30%。可見，未來幾年中資企業利用美元債券市場助力一帶一路國際業務的可能性大幅提升，因此海外發債的需求或較大。財政部此時在國際市場適量發行主權外幣債券，可通過二級市場交易豐富國債收益率曲線，為中資企業在國際市場融資提供重要的定價參考基準，進而便利中資企業海外發債。



### 三、明確以香港作為發行地，體現內地對香港保持國際金融中心地位的支持

隨著內地和香港的資金融通程度的加強，近年內地機構來港發債的規模明顯上升，不僅豐富了香港的債券品種，也增加了香港的債市的廣度和深度。彭博資料顯示，今年內地機構在香港的債券發行量（包括外幣債券和人民幣債券）為 1,202 億美元，為 2015 年 844 億美元的 1.4 倍。而香港的內地機構債券存量從 2015 年的 3,451 億美元上升 134% 至當前的 4,285 億美元。資料反映出在

內地機構融資需求日益增長的背景下，香港國際金融中心的地位進一步鞏固。

財政部表示美元主權債券的發行地選在香港體現了中央政府對香港保持國際金融中心地位的一貫支持。事實上，自2009年以來財政部逐步建立了在香港發行人民幣國債的長效機制，拓寬了香港人民幣市場的深度和廣度。自財政部首次在香港發行60億元人民幣國債以來，9年以來共發行超過1,700億元人民幣國債，期限結構豐富，債券規模較大，為市場建立了定價基準。而年內債券通的開通也進一步奠定了香港作為內地資本市場互聯互通的門戶作用。

雖然2016年以來外部環境的變化使得香港人民幣資金池發展有所放慢，然而，內地對香港保持國際金融中心地位的支持力度並未有減少。當前美元表現較弱和美國債息處於低位，內地機構可通過重啟離岸美元債發行有效利用境外資金。而由於香港擁有發達的金融基礎設施，完備的法律監管體系，豐富的管理經驗和專業人才，以及完善的投資者結構，因此具備發行美元主權債的市場基礎。此次財政部在香港發行適量的美元主權債券正體現了內地對香港鞏固國際金融中心地位的支持。

隨著一帶一路戰略的推進，香港將繼續擔任外資進出內地的橋頭堡，為一帶一路的基建項目提供專業的風險評估、融資安排及金融管理服務。目前，香港當局加大了對一帶一路的支援力度，如金管局成立“基建融資促進辦公室”，以促進一帶一路基建項目的投融資業務。未來，香港很大機會成為一帶一路倡議的融資中心，通過國際貸款、股本及債券集資等渠道支援一帶一路建設的開展。此次財政部將美元主權債券的發行地選在香港，突顯了內地會繼續支持香港發揮獨特優勢，鞏固作為一帶一路超級聯絡人的地位。而香港亦應積極把握機遇，加深和內地的金融合作，在中國經濟進入新時代發展中發揮更大作用。

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2015	2016	2016/Q1	2017/Q2
<b>一. 本地生產總值 GDP</b>				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	22,464	23,586	6,285	6,270
升幅 (%) Change(%)	2.4	1.9	4.3	3.8
<b>二. 對外貿易 External Trade</b>			<b>2017/9</b>	<b>2017/1-9</b>
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	469	429	39	322
轉口 Re-exports	35,584	35,454	3,548	27,815
總出口 Total exports	36,053	35,882	3,587	28,138
進口 Total imports	40,464	40,084	4,034	31,517
貿易差額 Trade balance	-4,411	-4,201	-447	-3,380
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-15.2	-8.5	6.5	1.4
轉口 Re-exports	-1.6	-0.4	9.4	8.6
總出口 Total exports	-1.8	-0.5	9.4	8.5
進口 Imports	-4.1	-0.9	9.7	8.8
<b>三. 消費物價 Consumer Price</b>			<b>2017/9</b>	<b>2017/1-9</b>
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	3.0	2.4	1.4	1.4
<b>四. 樓宇買賣 Sale &amp; Purchase of Building Units</b>			<b>2017/10</b>	<b>2017/1-10</b>
合約宗數 (宗) No. of agreements	76,159	73,004	7,063	69,056
年升幅 (%) Change(%)	-6.5	-4.1	-17.5	20.3
<b>五. 勞動就業 Employment</b>			<b>2017/6-2017/8</b>	<b>2017/7-2017/9</b>
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.9	13.3	13	12.8
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.3	3.4	3.1	3.1
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.4	1.4	1.1	1.1
<b>六. 零售市場 Retail Market</b>			<b>2017/8</b>	<b>2017/1-8</b>
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-3.7	-8.1	2.7	0.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-0.3	-7.1	3.2	0.3
<b>七. 訪港遊客 Visitors</b>			<b>2017/9</b>	<b>2017/1-9</b>
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,931	5,665	463.5	4263.5
年升幅 (%) Change(%)	-2.5	-4.5	4.8	2.2
<b>八. 金融市場 Financial Market</b>			<b>2017/8</b>	<b>2017/9</b>
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.1	775.6	782.6	781
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	15.4	12.3	8.5	7.1
M2	5.5	7.7	10.8	8.8
M3	5.5	7.7	10.8	8.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	6.7	9.1	9.9	7.5
港元存款 In HK\$	10.7	9.4	13.3	13.2
外幣存款 In foreign currency	3.1	8.8	6.5	2.0
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	3.5	6.5	15.7	15.7
當地放款 use in HK	3.5	7.4	15.2	15.1
海外放款 use outside HK	3.6	4.5	17.2	16.9
貿易有關放款 Trade financing	-16.3	0.2	4.7	8.5
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	21,914	22,000	27,970	27,554