



內地債券市場開放前景及影響

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰
分析員 劉雅瑩

近年來，中國債券市場快速發展，債券發行和託管規模均跨入全球前列，但市場的深度和廣度有待提升。中共十九大報告提出建設現代化經濟體系，推動形成全面開放新格局。債券市場加快對外開放能夠提升其資源配置效率、更好服務實體經濟，加快人民幣國際化進程。因此，債券市場正在成為中國金融開放的主要領域。

一、中國債券市場發展特徵

固定收益類產品是國際市場規模最大的資產類別，也是極為重要的投資標的。截至2016年底，全球債券市場規模接近100萬億美元，超過全球股票市場67萬億美元總量。近年，中國債券市場發展迅猛，已成為世界第三大債券市場，並表現出以下發展特徵。

1. 絕對規模快速擴大，相對規模尚有發展空間

截至2017年末，中國債券市場託管餘額為74萬億元人民幣，同比上升16%，增速遠高於GDP增速。各類債券發行量達40.8萬億元人民幣，同比增長13%。從相對規模上看，中國債市餘額佔GDP比重從2011年的20%升至2017年的90%，但跟歐美等發達國家100%-200%的水平仍有距離。

2. 投資者結構較為單一、交投不活躍

中國債市的主要投資者包括商業銀行、證券公司、基金、保險等，其中商業銀行居於主導地位，債券持有量超過六成。商業銀行一般偏好長期持有債券，債券交易不活躍。資料顯示，中國國債的換手率在0.3至1.9間，而美國國債和日本國債的換手率分別為12和6。投資者結構單一、不允許借券交易，及不採用統一交易平台等因素影響了中國債市的流動性。

3. 境外投資者佔比較低

在中國債市約11萬億美元的總規模中，境外投資者持有的境內人民幣債

券為 12,457 億元人民幣，佔比約為 1.85%，遠不及發達國家。目前，德國和英國債市的境外投資者佔比分別為 68% 和 41%，美國雖為 29%，但國債和企業債的海外投資者佔比分別約為 45% 和 30%。一些新興市場如馬來西亞及印尼，境外投資者佔比也在 25%-30% 之間。再者，中國債市的境外商業機構投資者還是以中資海外企業為主體。

二、中國債券市場開放程度評估

自 2005 年以來，中國債券市場逐漸對外開放，先後允許國際開發機構在境內發行人民幣債券，並拓寬銀行間市場境外投資機構範圍。2017 年，為提升人民幣國際儲備貨幣職能，內地推出了債券通，作為中國債市對外聯通重要環節。

概括而言，評估中國債市對外開放程度可從三個層面著手，一是離岸人民幣債券市場規模及發展，二是在岸市場引入非居民發行者和投資者的數量和交易規模，三是在離岸和在岸之間進行市場對接的範圍和程度。

1. 離岸本幣債券市場引領中國債券市場開放

中國債市對外開放與人民幣國際化相伴而行，一度出現了離岸本幣債券引領債券市場開放的情況，形成了從點心債、獅城債到寶島債的離岸本幣債券體系。離岸本幣債券市場具有良好流動性及便利性，能發揮一定的融資功能，並為離岸人民幣資金提供使用途徑。據不完全統計，在人民幣加入 SDR 之前，約有 30 家主權機構公開宣佈在離岸市場購入人民幣資產。2017 年 10 月，內地財政部宣佈在香港發行 20 億美元主權債和 140 億元人民幣國債。此次發行增加了離岸市場的債券品種，為國際投資者提供了更多優質資產選擇，並為中資企業在國際市場融資提供定價參考。

2. 在岸債券市場開放加速

2005 年以來，中國債券市場對外開放程度逐漸深化，表現為熊貓債發行量的增長，以及境外投資者參與度的逐步提升。

在對境外發行主體開放方面，2005 年，中國政府允許國際開發機構在境內發行人民幣債券；2013 年，中國政府簡化熊貓債發行程序。2015 年下半年開始，熊貓債發行主體從國際多邊金融機構擴張至國際性商業銀行，境外非金融企業、金融機構和外國政府。2016 年，熊貓債發行較 2015 年大幅增長 12 倍至 1,300 億元人民幣。未來中國政府對“熊貓債”的改革重點，將放在擴大發行主體、會計準則調整以及資金出入境三個關鍵問題上。預計熊貓債市場將有望形成一個千億元人民幣級別的市場。

在對境外投資主體開放方面，中國政府陸續放開合格境外機構投資者

(QFII) 和人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 進入銀行間債市；並將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。2015 年 7 月，人行允許境外央行、國際金融組織、主權財富基金三類機構備案進入銀行間市場，開展債券回購、債券借貸、債券遠期，及利率互換等交易，投資規模不受限制。

3. 債券市場互聯互通取得新進展

2017 年 7 月，中國內地與香港的“債券通”正式通車。債券通打通了境內外債券市場連接的技術阻礙，為境外資金在境外購買中國的債券提供了平台。債券通沒有資金先期匯入、資金匯出限額，以及預先說明投資內容等約束要求，給予境外機構更大投資靈活性。

境外投資者不需在中國開設帳戶，可通過其在香港的帳戶或海外電子交易平台進行交易。“債券通”實行多級託管，並允許境外投資者使用人民幣或外匯投資。如果使用外匯投資，境外結算行就“北向通”下產生的頭寸可到境內銀行間外匯市場平盤。這一安排能保證境外人民幣資金池的基本穩定，又能免除境外結算行的匯率風險和提高換匯效率。

債券通開通以來，境外投資者在中國債市中佔比從 1.35% 升至 1.85%，近 40% 交易通過債券通實現，這表明市場聯通是中國債市對外開放的重要組成部分。

三、中國債券市場開放的潛在影響

中國債券市場開放有利增強境外投資者對人民幣債券的興趣，吸引海外資金投資中國資本市場，助力中國金融市場的國際化與多元化發展。

1. 提升中國債券市場對國際資本的吸引力

2016 年 5 月底，中國銀行間債券市場對外開放後，目前外資投資中國債市的唯一限制是匯出資金幣種結構應與匯入時的本外幣比例基本一致。中國債市納入全球主要債券投資指數的條件進一步成熟。

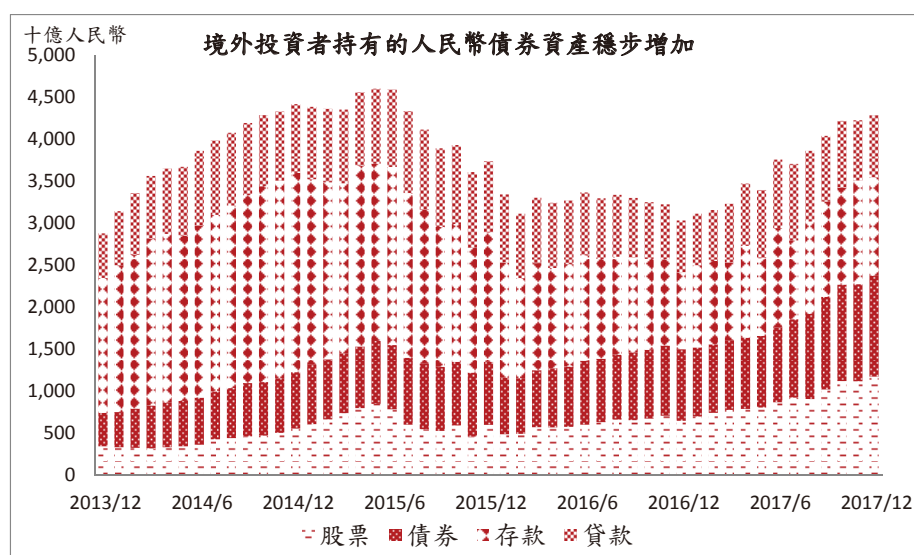
目前，國際主流債券指數包括花旗全球國債指數 (Citi WGBI)、摩根大通國債 - 新興市場指數 (JPM GBI-EM)，以及彭博巴克萊資本債券綜合指數 (Bloomberg Barclays Global aggregate index)。2018 年 3 月，彭博宣佈將從 2019 年 4 月起，把以人民幣計價的中國債券納入彭博巴克萊全球綜合債券指數。據估算，將有近 390 隻中國債券符合納入要求，未來中國債券可在 54 萬億美元的彭博巴克萊全球綜合指數中佔近 5.5% 的比重，使人民幣債券成為該指數中位列美元、歐元、日圓後的第 4 大貨幣債券。

由於境外機構投資者大多偏好採用被動性投資策略，若人民幣債券納入全球主流指數，投資者需相應增加投資組合中人民幣債券的佔比。據估算，目前約有超過 5 萬億美元的資產在追蹤國際三大主流債券指數。若人民幣債券能成功納入這些指數，境外投資者在中國債市中佔比或進一步升至 5%-10% 水平，預計能帶來 3-6 萬億元人民幣級別的資金流入。

2. 影響國際投資主體的人民幣資產擺佈

根據 IMF 資料，全球官方儲備持有的人民幣資產從 2016 年底的 907 億美元上升 19% 至 1,079 億美元，同期境外投資者持中國債券總量從 7,726 億元人民幣上升 32% 至 10,224 億元人民幣。境外央行持有的人民幣資產儲備大部分應該就是人民幣債券。

從資產擺佈的角度看，人民幣債券對境外投資者的吸引力日益增加。在 2014 年至 2017 年間，境外機構持有的人民幣債券規模年均增長率約為 33%，在境外機構持有人民幣總資產中的佔比從 2015 年的 16% 穩步增長至 2017 年的 28%。



資料來源：中國人民銀行，中銀香港經濟研究

相比股票，債券的波動性小，風險低，儲藏價值更高，故其對外資的吸引力相對更大。因而，債市開放是內地資本市場開放最快速，最有效的途徑。

3. 優化債券市場的價格發現功能

中國國債市場仍面臨國債收益率曲線不完善、二級市場流動性不足、評級機構水平與國際標準脫節等困擾，影響了國債收益率定價的準確度。

鼓勵更多海外主體在中國債市發債和投資，能構建龐大的投資者網絡，豐富中國債市的投資者類型。同時，海外主體可發揮主要做市商功能，提高二級

市場的流動性，有利發揮債券市場的價格發現功能。

四、中國債券市場開放前景

1. 中國經濟新時代為債市發展提供廣闊空間

中國經濟從高速增長轉向高品質發展，債券市場在金融體系中的重要性將日益提升。債券市場進一步對外開放是優化市場融資結構、培育資本市場國際競爭力的關鍵，有助於拓寬實體經濟的直接融資渠道，改善過度集中於銀行體系的融資結構。一定程度上能緩解債務積累對金融體系的壓力，提升貨幣政策傳導效率。

2. 人民幣國際化需要債市開放的持續推動

主要國際貨幣發展的歷史經驗表明，貨幣國際化的成功離不開強大的經濟規模與國際貿易量，更需要穩健有序的金融市場支撐。自人民幣加入 SDR 貨幣籃子後，人民幣國際化正式進入主場驅動期。國際市場、IMF 等國際組織均按 SDR 貨幣籃子比例相應增加人民幣資產配置。2017 年 6 月，歐央行宣佈減持部分美元儲備，並購入 5 億歐元人民幣資產。目前，持有人民幣的央行數目已超過 60 家，反映人民幣作為國際貨幣的地位正在提升。

然而，中國債市的開放程度仍未能跟上人民幣國際地位的發展。人民幣在 SDR 貨幣籃子中的權重為 10.92%，但人民幣資產在全球官方儲備中佔比僅為 1.1%。按人民幣資產最終要佔全球官方外匯儲備 10% 的比重，若境外官方持有的人民幣資產全部為在岸人民幣債券，外國央行持有的人民幣債券需佔內地債市的 10%，若考慮非主權機構在內，則境外投資者持有的人民幣債券佔比需達 20% 或更多。

顯然，提升國際儲備貨幣職能需要離岸金融市場和發展成熟的在岸資本市場的雙重支撐，為國際投資者提供更多金融資產選擇、更順暢的交易渠道，更充沛的市場流動性。故為配合人民幣國際化進程，中國債市需要持續的深化開放。

3. “一帶一路”為債市進一步開放提供新動力

“一帶一路”倡議堅持引進來與走出去，在形成全面開放新格局中具有舉足輕重的地位。“一帶一路”沿線國家資金需求龐大，但普遍存在儲蓄率低、金融市場不發達等問題，原有融資模式難以滿足發展需要。亞投行、絲路基金等提供的融資支援有限。債券市場（如熊貓債）具有可持續性強、公開透明、融資效率較高、風險分散等優勢，可成為“一帶一路”項目融通的主渠道。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2016	2017	2017/Q3	2017/Q4
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	23,586	25,432	6,470	6,806
升幅 (%) Change(%)	1.9	3.8	3.7	3.4
二. 對外貿易 External Trade			2018/3	2018/1-3
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	35,882	38,759	3,477	9,430
進口 Total imports	40,084	43,570	4,032	10,730
貿易差額 Trade balance	-4,201	-4,811	-555	-1,300
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	-0.5	8.0	8.0	9.7
進口 Imports	-0.9	8.7	10.7	10.6
三. 消費物價 Consumer Price			2018/3	2018/1-3
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	1.5	2.6	2.4
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2018/3	2018/1-3
合約宗數 (宗) No. of agreements	73,004	83,815	6,415	21,094
年升幅 (%) Change(%)	-4.1	14.8	-15.6	14.4
五. 勞動就業 Employment			2017/12-2018/2	2018/1-2018/3
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	13.3	11	10.7	11.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	2.9	2.9	2.9
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.4	1.1	1.0	1.0
六. 零售市場 Retail Market			2018/3	2018/1-3
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-8.1	2.2	11.4	14.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-7.1	1.9	10	12.7
七. 訪港遊客 Visitors			2018/2	2018/1-2
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,665	5,847	528.1	1,061.5
年升幅 (%) Change(%)	-4.5	3.2	26.3	9.9
八. 金融市場 Financial Market			2018/2	2018/3
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.6	781.4	783	784.9
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	12.3	9.8	12.2	11
M2	7.7	10	9.4	9.6
M3	7.7	10	9.3	7.8
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.1	8.7	8.3	6.8
港元存款 In HK\$	9.4	11.6	12.3	9.4
外幣存款 In foreign currency	8.8	5.9	4.4	4.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	6.5	16.1	15.7	15.0
當地放款 use in HK	7.4	15.5	15.8	15.1
海外放款 use outside HK	4.5	17.4	15.5	14.9
貿易有關放款 Trade financing	0.2	8.7	13.9	11.9
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	22,000	29,919	30,845	30,093