



內地債市配套設施不斷完善 開放程度有望深化

分析員 劉雅瑩

自債券通落地以來，境外投資者進入內地債市的管道進一步放寬。目前，境外投資者可以通過合格境外機構投資者（QFII）計劃、人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃、銀行間債券市場（CIBM）計劃和“債券通”進入國內債券市場。投資便利程度的提高促使國際投資者持續增持人民幣債券，內地債券市場已成為國外央行、境外機構投資者資產配置的重要場所。今年3月，彭博宣佈將從明年4月份起把以人民幣計價的中國債券正式納入彭博巴克萊全球綜合債券指數的舉措，內地債市國際化水平的進一步提高更是增加了境外機構對內地債券的配置需求。

為了迎合境外機構對人民幣債券的配置需求，今年以來內地不斷改革債市的配套措施，包括放開境外評級機構參與到國內債券評級業務、鬆綁QFII和RQFII相關規定、明確投資人民幣債券的稅收規則，以及在債券通機制下全面實施券款對付（DVP）結算模式。這些配套政策移除了部分進入內地債市的交易障礙和政策不確定性，有助逐步增強中國債市對境外投資者的吸引力，進而深化內地債市對外開放程度。

一、境外機構在中國債市的配置情況

1. 境外機構在內地債市佔比創新高

近年，內地債市發展迅猛，廣度與深度均取得積極成果。從規模看，截至2018年7月末，內地債市餘額達80.5萬億元（人民幣，下同），成為世界第三大債券市場。從投資類型看，境外投資者可以在交易所市場開展現券交易，在銀行間債券市場開展現券交易、債券借貸、債券遠期、遠期利率協議及利率互換等各類金融交易。

與此同時，內地債市對外開放程度亦不斷加深。根據人民銀行，目前已經有 1,000 多家境外投資者獲准進入銀行間債券市場。中債登和上海清算所資料顯示，外國投資者已經連續 17 個月增持中國債券。截至今年 7 月末，境外機構持有的人民幣債券規模進一步上升至歷史新高 16,123 億元，境外機構在內地債市中佔比繼續創歷史新高 2.24%，較年初提升 0.39 個百分點；在內地國債市場中的佔比進一步上升至 7.67%，今年以來已累計上升 2.7 個百分點。

2. 人民幣國債最受國際投資者歡迎

從投資結構來看，境外機構對國債的配置需求最大。從絕對持有量看，截止今年 7 月末為止，境外機構總共持有近 1 萬億元的國債、3,300 億元政金債、2,000 億元同業存單，以及不足 1,000 億元的信用債。從增持規模看，去年下半年以來境外機構每月淨增持約 380 億元國債，同業存單月度淨增持量僅為國債的一半不到（154 億元），而證金債的月度淨增持量更低，只有 10 億元左右。從相對佔比來看，今年上半年境外機構累計增持了人民幣債券 3,984 億元，在內地債市增量中的佔比為 10%，其中境外機構淨持國債 3,088 億元，在內地國債增量中的佔比高達 81%。可見，境外機構已經成為國債品種的重要主力。

3. 債券通運行情況良好 成交量愈加活躍

從債券通的運行情況來看，自 2017 年 7 月啟動以來，越來越多境外機構通過債券通管道進入中國債市。根據債券通網站，截至 7 月 31 日，債券通獲批入市投資者數量已接近 400 家。此外，債券通的均成交量也更加活躍。今年前 7 個月的交易總量達到 5,374.8 億元，而 6 月和 7 月份的交易量都超過 1,000 億元，分別為 1,309 億元和 1,155 億元，大幅高於一季度的月均 542 億元水平。

在今年中美貿易摩擦升溫及人民幣走弱的背景下，境外機構繼續穩步增持人民幣債券或與內地資本市場持續開放，以及境外機構外匯資產多元化配置有關。

二、內地債市配套措施不斷完善 有助深化開放程度

1. 明確境外機構投資內地債市的稅收政策

8 月 30 日召開的國務院常務會議提出，為推動更高水平對外開放，鼓勵和吸引境外資本參與國內經濟發展，對境外機構投資境內債券市場取得的債券利

息收入暫免徵收企業所得稅和增值稅，政策期限暫定3年。

此前，內地對境外機構進入中國債券市場的稅收問題規定一直較為模糊。在所得稅方面，內地目前對國債和地方債以外品種的利息收入按照10%的稅率徵收所得稅，資本利得不徵收所得稅。在增值稅方面，內地政策沒有明文指出對境外機構豁免增值稅，因此市場預設是需要對非國債和地方債的債券票息繳納6%的增值稅。在境外機構的投資過程中，境外機構的託管行一般會直接先扣除這兩部分稅收，再待稅收機關收取。但根據市場訊息，過去沒有任何稅務機關收取過境外機構投資內地債市的這部分稅收，且這些扣留下來的稅收如何處理也並不明確。模糊的稅收政策的使得境外投資者在進入內地債市時更為謹慎。為了徹底避免稅收問題和合規風險，境外機構偏向選擇購買國債。

可見，稅收政策的不確定性影響了國際投資者的進入意願和配置結構，一定程度上也影響內地債市的流動性。

這次國務院會議明確未來3年不對境外機構收稅，排除了大部分的稅收不確定性，一定程度上便利境外機構依法進行投資。對境外機構投資內地債市的利息收入免稅，亦會大幅提高其投資收益，且可能使境外機構的配置結構更加均衡。過去境外機構只有在投資國債和地方債才能免稅，但按照最新政策所有類型債券的稅收都獲得減免，這或會導致投資政策性銀行債和同業存單的收益高於國債，進而促使境外機構將對國債的需求部分分配至其他類型的人民幣債券上。

綜上，對稅收政策的明確有利於吸引境外機構進入內地債券市場，投資主體的多元化和投資結構的均衡化將有利於內地債市的長遠發展。當然，有關歷史預扣稅款的處理和3年後稅收政策的進一步明確仍是有待厘清的細節。

2. 債券通全面實施券款對付（DVP）結算模式

近日，香港金融管理局宣佈債券通已經全面實施券款對付（DVP）結算模式，並開通了交易分倉功能。DVP結算方式是一種“全額清算、逐筆結算”的結算方式，即於結算日對債券和資金進行同步交收。由於DVP中券款的交付基本是同步的，從而降低了流動性風險，並提高了結算效率。債券通的大宗債券交易分倉功能，則進一步便利境外資產管理人的交易需求，提升交易效率。可見，券款對付和交易分倉等舉措的落實，將逐步消除外資入市的交易障礙，有

助帶動國際資金流入內地債券市場。

3. 移除 QFII 和 RQFII 投資運作的大部分障礙

今年 6 月份，人民銀行會同國家外匯管理局完善了合格境外機構投資者（QFII/RQFII）境內證券投資相關管理，進一步便利跨境證券投資。此次改革的主要在以下三個方面。第一、取消 QFII 每月資金匯出不超過上年末境內總資產 20% 的限制，便於境外投資者根據自身投資狀況自主決定資金匯出。第二、取消現存的 QFII 投資 3 個月鎖定期、RQFII 非開放式基金投資 3 個月鎖定期，允許境外機構投資者可以根據需要辦理資金匯出。這便利了資金的流動，有利於提高境外投資機構的積極性。第三、明確了合格機構投資者外匯風險管理政策，允許 QFII、RQFII 對其境內投資進行外匯套保。允許境外投資者基於實需交易原則開展外匯衍生品業務，有助境外投資者對沖匯率風險和維持資金本身的安全。

由於 QFII 和 RQFII 以長期機構投資者為主，且總額度限制依然存在，預計 QFII 和 RQFII 運作限制的取消並不會帶來頻繁的跨境資本流動，對資本市場穩定性和人民幣匯率的影響有限；反而是外匯管理的簡化有助提升境外機構對中國市場的認可度，並激發國際資本的投資熱情。隨著投資主體逐步多元化，內地債券市場的定價會更趨於合理。

4. 放開境外評級機構參與內地債券評級業務

早在 3 月底，中國銀行間市場交易商協會發佈《銀行間債券市場信用評級機構註冊評價規則》（以下簡稱“《規則》”），允許符合條件的境外信用評級機構在境內開展債券信用評級業務。《規則》發佈後，穆迪、標普、惠譽三大國際評級機構可以不再以合資公司的形式，而是以外商獨資公司的身份進入中國銀行間債券評級市場。

就目前已入市的境外投資者的持倉來看，約 90% 投資需求集中在國債和政金債等利率債上，對信用債的投資需求很少。這一方面是由於內地評級制度未能與國際接軌，內地評級較國際評級平均高 6-7 個檔，導致內地評級體系在國際上認可度較低；另一方面，很多境外投資者在投資標的上面臨一定限制，不能投資無國際評級的信用債。

適當引入境外評級機構進入內地評級市場，有利於推動境內外評級標準體系趨於一致，提升內地信用評級機構的市場公信力和評級結果的可比性。長遠來看，外資的進入將進一步完善內地信用評級行業管理機制，提高境外投資者對內地信用評級的信心，進而深化內地債券市場的開放程度。

三、對內地債市下一步改革的展望

中國債市深度和廣度的不足與境內利率和外匯衍生品市場開放程度有限相關。例如當下“北向通”的交易品種僅為現券買賣，境外機構投資者無法進行債券回購交易和國債期貨市場交易。此外，使用債券通的境外投資者雖然可以用 CNY 換匯，但只能在離岸市場辦理外匯風險對沖。這些制度的制約均削弱了中國債市對境外投資者的吸引力，是目前“債券通”主要的短板之一。

因此，為提升債券市場深度和廣度，更好地滿足境外投資者增持人民幣資產的需要，放開境外機構參與國內利率衍生品或是下一步配套改革。

事實上，人行在 7 月初的債券通一周年論壇上亦曾表示，將開放債券通下境外投資者開展回購和衍生品交易，同時也將擴充報價商隊伍的規模，在現有 24 家報價商基礎上新增 10 家，下一步還將大幅度下調債券通相關交易平台費用（手續費降幅達 50% 左右），以及鼓勵境內基礎設施與更多國際主流電子交易平台加強合作。

未來，隨著內地債市相關制度安排的逐步完善，將為境外機構投資者投資內地債券市場提供更加友好便利的投資環境，內地債市對境外機構的吸引力亦將進一步提高。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| | 2016 | 2017 | 2018/Q1 | 2018/Q2 |
|--|--------|--------|----------------------|----------------------|
| 一. 本地生產總值 GDP | | | | |
| 總量 (億元) GDP(\$100 Million) | 23,586 | 25,432 | 6,870 | 6,770 |
| 升幅 (%) Change(%) | 1.9 | 3.8 | 4.6 | 3.5 |
| 二. 對外貿易 External Trade | | | 2018/7 | 2018/1-7 |
| 外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million) | | | | |
| 總出口 Total exports | 35,882 | 38,759 | 3,591 | 23,226 |
| 進口 Total imports | 40,084 | 43,570 | 4,062 | 26,440 |
| 貿易差額 Trade balance | -4,201 | -4,811 | -471 | -3,215 |
| 年增長率 (%) YOY Growth(%) | | | | |
| 總出口 Total exports | -0.5 | 8.0 | 10 | 9.4 |
| 進口 Imports | -0.9 | 8.7 | 14 | 11.1 |
| 三. 消費物價 Consumer Price | | | 2018/7 | 2018/1-7 |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 2.4 | 1.5 | 2.4 | 2.3 |
| 四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units | | | 2018/8 | 2018/1-8 |
| 合約宗數 (宗) No. of agreements | 73,004 | 83,815 | 6,688 | 62,029 |
| 年升幅 (%) Change(%) | -4.1 | 14.8 | 9.1 | 13.9 |
| 五. 勞動就業 Employment | | | 2018/4-2018/6 | 2018-5-2018/7 |
| 失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands) | 13.3 | 11 | 11.2 | 11.5 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 3.4 | 2.9 | 2.8 | 2.8 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 1.1 |
| 六. 零售市場 Retail Market | | | 2018/7 | 2018/1-7 |
| 零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%) | -8.1 | 2.2 | 7.8 | 12.6 |
| 零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%) | -7.1 | 1.9 | 5.9 | 11 |
| 七. 訪港遊客 Visitors | | | | |
| 總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands) | 5,665 | 5,847 | 546.1 | 3,606.7 |
| 年升幅 (%) Change(%) | -4.5 | 3.2 | 5.7 | 9.4 |
| 八. 金融市場 Financial Market | | | 2018/6 | 2018/7 |
| 港幣匯價 (US\$100=HK\$) | | | | |
| H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$) | 775.6 | 781.4 | 785 | 785 |
| 貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%) | | | | |
| M1 | 12.3 | 9.8 | 9.6 | 3.7 |
| M2 | 7.7 | 10 | 5.0 | 3.9 |
| M3 | 7.7 | 10 | 5.0 | 3.9 |
| 存款升幅 (%) Change in deposits(%) | | | | |
| 總存款 Total deposits | 9.1 | 8.7 | 4.7 | 3.5 |
| 港元存款 In HK\$ | 9.4 | 11.6 | 5.8 | 4.1 |
| 外幣存款 In foreign currency | 8.8 | 5.9 | 3.5 | 2.8 |
| 放款升幅 (%) in loans & advances(%) | | | | |
| 總放款 Total loans & advances | 6.5 | 16.1 | 10.9 | 9.5 |
| 當地放款 use in HK | 7.4 | 15.5 | 11.3 | 9.1 |
| 海外放款 use outside HK | 4.5 | 17.4 | 10 | 10.4 |
| 貿易有關放款 Trade financing | 0.2 | 8.7 | 12.7 | 7.6 |
| 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 | 28,955 | 27,889 |