



鄂志寰博士  
中銀香港首席經濟學家、中國人民  
大學國際貨幣研究所學術委員  
Tel: 28266204  
ezhahuan@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾  
號，經濟金融深度分析盡在掌握

#### 聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不  
反映所在機構意見，不構成任何投  
資建議。

## 中國經濟新時代內地債券市場 進一步開放的機遇與挑戰

近日，財政部宣佈在香港發行20 億美元主權債券，據悉其還將在香港發行140 億元人民幣國債，二者合計，會保持280億元人民幣的國債發行水平。此次發行將增加離岸市場的債券品種，為國際投資者提供更多的優質資產選擇；同時，技術角度而言，發行美元債可以推動加快建立外幣債定價基準，完善債券收益率曲線，為中資企業在國際市場融資提供定價參考。筆者認為，在離岸市場保持一定的多幣種國債發行頻率，有利於貫徹十九大報告要求，促進多層次資本市場健康發展，把債券市場打造成為進一步擴大金融開放的主戰場。

### 一、內地債券市場取得長足發展

固定收益類產品是國際市場規模最大的資產類別，債券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。

截止今年9月末，內地債券市場托管餘額為71.9萬億元(其中銀行間債券市場托管餘額為63.7萬億元)，債券市場規模排名全球第三位，列美國和日本之後。銀行間債券市場佔內地債券發行及交易的九成左右。2016年銀行間債券市場發行債券32.2萬億元，全年交易金額達127萬億元。2017年前9個月，銀行間債券市場發行債券28.1萬億元，交易金額達73.8萬億元。

從相對數量上看，2016年中國債市規模僅為GDP總量的85%，遠低於美國債市占GDP總量的210%。

內地銀行間債券市場規模及交易活躍程度接近或已達到歐美主要市場水平，但其成熟度仍有不足，需要加快開放，引入境外投資主體及發行主體，完善市場服務功能，提升資金配置效率，

更好地服務實體經濟發展。

## 二、債券市場開放現狀分析

### 1、離岸市場先行引領中國債券市場開放

在人民幣國際化初期，全球央行、主權基金和國際貨幣機構主要在離岸市場配置人民幣投資標的。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。財政部在香港發行人民幣國債很大部分面向各海外央行。英國政府、加拿大卑詩省政府等分別在離岸市場發行過人民幣債券。中國債券市場一度由離岸市場引領開放進程，為人民幣國際化鋪路搭橋。

2016年人民幣加入SDR後，以人民幣計價的國際債券規模有所擴張，在岸熊貓債發行快速上升，點心債發行有所減少，2016年發行規模僅為上年的一半。

### 2、在岸債券市場開放具有巨大的發展空間

2005年以來，內地債券市場對外開放程度漸進深化。中國政府先後允許國際開發機構在境內發行人民幣債券；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)進入銀行間債市投資；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。2015年7月，人民銀行允許境外央行、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，可在銀行間市場開展債券現券、債券回購、債券借貸、債券遠期，以及利率互換、遠期利率協定等交易，投資規模不受限制。

在內地債券市場超過10萬億美元的總規模中，境外機構和個人持有的境內人民幣債券為8920.99億元，佔比約為1.3%，遠低於英國的39%、德國的45%，甚至馬來西亞的28%，中國債券市場境外投資者佔比仍有提升空間。

### 3、債券市場互聯互通取得新進展

2017年7月3日，債券通正式開通。債券通為境外投資者進入境內債券市場提供了一個便利的境外平台，在為香港市場引入增量資金的同時，提升了內地債券市場的對外開放和國際化水平。

在債券通模式下，境外投資者可以通過國際債券交易平台—Tradeweb或者Bloomberg與內地的指定報價機構直接下單進行交易。平台之間的連接代替了投資者需要自行連接的環節。債券通沿用國際法則和監管標準，提升了整體交易的便捷性。在現行機制下，債券通的資金結算和債券託管都在香港市場進行，香港金管局CMU作為債券的名義持有人，通過多級託管模式代表海外投資者完成債券通結算和託管，客觀上簡化了境外投資者投資銀行間債券市場的操作流程，海外投資者無需再到內地開立債券託管或資金賬戶。債券通推動兩地債券市場求同存異，進一步提升兩地債市吸引力。債券通滿足內地債市對外開放的需求，亦能夠解決境外投資者交易模式差異化問題，持續穩定地推動兩地金融市場發展。

債券通投資者包括境外央行、金融機構等機構性投資者，投資於CIBM交易流通的所有券種，且不設額度限制。與現有境外機構投資內地銀行間債市的方式相比，“債券通”可以縮短審批環節和時間，減少交易成本等。隨著境內債券市場相關流程的簡化及投資品種範圍和發行主體的擴大，跨境清算、託管系統等金融基礎設施將得以完善，將能夠更好地滿足境外投資者增持人民幣資產的需要。

上清所公佈數據顯示，2017年7月平均每週通過債券通的結算金額為14億元左右，結算筆數為32筆，境外機構交易活躍。進入8月後，境外機構通過債券通增持的同業存單約270億元，佔其增持的所有同業存單規模約40%。近60%的同業存單是通過CIBM，QFII等傳統通道實現。

### 三、中國經濟新時代為內地債券市場進一步開放提供新機遇

#### 1、中國經濟發展新階段為債券市場開放提供廣闊發展空間

中國經濟正在進入新的發展階段，著力轉變發展方式、優化經濟結構、轉換增長動力，建設現代化經濟體系，經濟高速增長轉向高質量發展，經濟建設和宏觀政策將更加強調品質和效益，體制改革重點轉向完善產權制度和要素市場化配置。全國金融工作會議提出建立多層次資本市場體系，把直接融資放在重要位置，中國債券市場在金融體系中的重要性將日益提升。

債券市場的發展和進一步對外開放是優化市場融資結構、培育資本市場的國際競爭力的關鍵，有助於拓寬企業和實體經濟的直接融資管道，改變過度集中於銀行體系的社會融資結構，從一

定程度上解決債務快速積累和金融體系相對脆弱等問題，提升貨幣政策傳導實體經濟的效率。

## 2、人民幣國際化需要債券市場開放的持續推動

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其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。去年10月人民幣加入SDR貨幣籃子後，人民幣國際化正式進入主場驅動期，提升國際儲備貨幣職能需要離岸金融市場和發展成熟的境內資本市場的雙重支撐，為國際投資者提供更多的在岸金融資產選擇、更順暢的交易管道，更充沛的市場流動性。

截至2017年第二季度，各國持有的外匯儲備中人民幣儲備持續增加，規模約合993.6億美元，較2016年底上漲9.5%，佔已知幣種總額的1.07%，與上個季度基本持平。

## 3、“一帶一路”為內地債券市場進一步開放提供新機遇

十九大報告提出以“一帶一路”倡議為契機，堅持引進來與走出去，推動雙向開放，創新對外投資方式，促進國際產能合作。“一帶一路”倡議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，根據亞洲開發銀行估計，在2010年到2020年的十年間，“一帶一路”沿線的東盟五國和中國、哈薩克斯坦、巴基斯坦的基建項目所需的投資累計可達5.7萬億美元。法律諮詢公司貝克麥堅時與香港絲路顧問公司聯合公佈的“一帶一路”報告預計，未來五年“一帶一路”相關項目總值達3,500億美元。

部分“一帶一路”沿線國家存在國民儲蓄率低、金融市場不發達等制約因素，原有的融資模式無法承擔推動經濟發展的重任。因此，需要推動一帶一路沿線國家加快發展金融市場，完善“一帶一路”金融大動脈。亞投行、絲路基金等機構已為沿線國家的項目提供融資支持。中國銀行等重要金融機構亦加快佈局沿線國家，構建“一帶一路”金融大動脈，牽頭銀團貸款支持當地項目建設。債券市場發達程度亦是推動沿線資金融通使用的關鍵。

## 四、內地債券市場進一步開放面臨的新挑戰

### 1、境外投資者進入中國債券市場仍存疑慮

目前中國債券市場的主要投資者包括商業銀行、信用社、證券公司、基金、保險、非金融機構等。以債券持有量計，商業銀行居於主導地位，債券持有量超過六成，其餘幾類機構持有比重相對較低。

隨著人民幣國際化的推進，境外投資者正在成為債券市場的重要參與者。非居民持有內地債券以及股票受到中國資本賬戶開放進程的影響，隨著相關政策的開放，持有量將會有所上升。中國為境外投資者提供的渠道越來越多，不斷為外國投資者持有更多的人民幣資產提供新的便利。

但是，境外投資者對於進入中國債券市場仍然有一些疑慮，表現為三個擔心：擔心資金能否自由進出；擔心債券市場深度有限導致二級市場流動性不足；擔心信用評級體系不完善，評級機構沒有完全和國際接軌，譬如公司債的信用評級不能充分反應其隱含風險等。

## 2、資本外流壓力與人民幣匯率預期影響市場雙向開放的進程

中央經濟工作會議提出把防控金融風險放到重要位置，確保不發生系統性金融風險。今年以來人民幣匯率階段性趨穩，既有美元走軟、央行預期管理、內地經濟穩中向好的影響，亦受到內地宏觀政策的支持。

在人民幣匯率預期進一步穩定、資本外流得到有效控制的情況下，可以考慮穩步推進債券市場的進一步開放，尋找恰當時機將債券通從“北向通”擴展到雙向通。“北向通”先行符合國家在前一個時期寬進嚴出，鼓勵資本流入、控制資本流出的大方向。“南向通”推出時機取決於國際收支動態變化及境內外資本流動等影響因素

## 3、債券市場深度和廣度制約市場開放進程

資本市場雙向開放可以縮短審批環節和時間，減少交易成本，改善境外投資者結構單一局面，使內地資本市場在產品多樣化和一級市場發展等方面實現新的突破，提升監管制度環境、稅收、法律構架的適應性。隨著境內資本市場相關流程的簡化及投資品種範圍和發行主體的擴大，跨境清算、託管系統等金融基礎設施將得以完善，可以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。

## 近期報告

1. 內地樓市建長效機制或現三大導向 柳洪 10.26
2. 中國進入發展新時代，新投資機會值得期待 蘇杰 10.25
3. 從泰勒法則看環球利率環境 卓亮 10.24
4. 從施政報告看大灣區建設中前海的角色 柳洪 10.19
5. 三季度內地經濟維持穩健增長 蔡永雄 10.19
6. 環球流動性收縮是一個較長的過程 卓亮 10.13
7. 經濟差異和政治問題是歐元區穩定發展的最大挑戰 蔡永雄 10.10
8. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿 戴道華 10.06
9. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加 劉雅莹 09.29
10. 獨角獸市場中美稱雄，香港角色亟待彰顯 蘇傑 09.27
11. 縮表過後，4大貨幣短線走勢分析 何國文 09.22
12. 縮表擔大旗 加息難急進 卓亮 09.21
13. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響 蔡永雄 09.21
14. 環球去現金化經驗對香港的啟示 張文晶 09.18
15. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情 劉雅莹 09.15
16. 從統計看香港的國際投資回報 戴道華 09.15
17. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調 應堅 09.13
18. 長息低企對美國貨幣政策的啟示 卓亮 09.13
19. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響 黃思華 09.08
20. 承前啟後，金磚合作邁向下一個“黃金十年” 蘇傑 09.06