

2016年4月20日

策略員 羅羽庭

## 人民幣債券納入國際指數的分析及願景

### 內容提要

隨著人民幣加入 SDR 一籃子貨幣，及中國加快放開海外機構參與境內債券市場，部分具代表性及影響力的環球債券指數制訂者已表示，有意把中國境內人民幣債券納入其指數內。此舉將會逐漸引領全球債券投資進入新時代，直接影響追蹤指數的債券基金投入中國債市，繼而帶動其他投資者陸續參與。長遠來說，主權類投資者和私人市場投資者合計，料會投入約 1 萬億美元的資金進中國境內債市。但目前，海外投資者對人民幣匯價、中國經濟前景等尚未恢復信心，更對中國境內債券市場結構、規則等深層次的問題，抱懷疑態度。當局應對準投資者的疑慮，出台政策理順及完善市場建設、運作等問題，以吸引龐大的海外資金參與境內市場。

人民幣將於今年 10 月 1 日正式納入 SDR 國際儲備貨幣籃子，勢觸發新一浪人民幣投資熱潮。為了加快人民幣國際化進程，人民銀行今年 2 月 24 日發布了 2016 第 3 號公告，對符合條件的境外機構投資者投資境內銀行間債券市場，取消額度限制及簡化管理流程，變相全面開放境內債券市場予海外投資者參與，除了境外央行、主權類投資者及境外人民幣清算行和參加行外，更包括非主權類的私人界別機構投資者，即境外商業銀行、保險公司、證券公司及基金管理公司等。

因應中國邁向全面開放市場的舉措，最近先後有具代表性、影響力的環球債券指數制訂者表示，有意把中國境內人民幣債券納入其指數內。由於開放市場的細節尚未明確，人民幣境內債券納入環球指數未必短期內可實現，但隨著境內市場開放，人債納入國際指數長遠必然會發生。此舉會直接影響追蹤該類指數的債券基金進入中國境內債券市場的速度及規模，對人民幣成為國際投資者的資產起關鍵作用。

## 國際指數納入人民幣債券 影響深遠

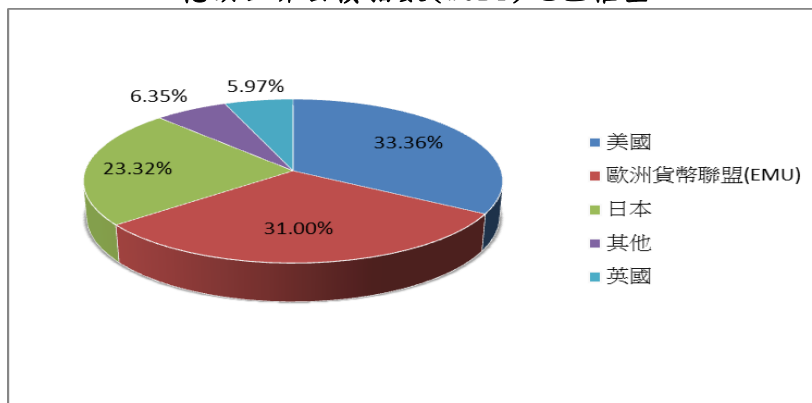
近日提出有關建議的分別是花旗集團及摩根大通。兩家大行都表示有把中國境內人民幣債券，納入兩司旗下的旗艦政府債券指數—世界公債指數(Citi World Government Bond Index)及全球新興市場多元化債券指數(JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index)。兩隻指數都相當具指標性，及被全球主要基金及大量投資者廣泛追蹤。

3月3日，花旗表示考慮將人民幣資產納入WGBI。該指數是國際主權債券指數，納入該指數的政府債券需要滿足以下三個條件：第一，當地債券市場規模逾500億美元。第二，信貸質素良好(獲標普及穆迪分別給予A-及A3或以上的主權信貸評級)。第三，對境外投資者沒有限制。中國境內債市規模達8萬億美元(55.2萬億元人民幣)，標普及穆迪分別給予AA-及Aa3的信貸評級，早就滿足首兩項條件。隨著中國對境外機構投資者開放債市，相信第三項條件亦已符合。花旗表示，相關國家若持續符合所有條件達3個月，該行會於其後的3個月內將當地債券納入WGBI。因此，境內人民幣債券很大機會在未來1年內被納入WGBI。

WGBI指數中，美國市場佔比最大，達33.36%，日本為指數的第二大單一國家，佔比23.32%。日本債市規模達8.9萬億美元，中國債市規模達到日本的八成，因此估計中國最終佔比可達20%。

根據媒體報道，全球追蹤WGBI的資金總額高達2萬億美元。按此計算，若中國予WGBI佔比達20%，則緊隨投入中國債市的資金可達4000億美元。

花旗世界公債指數(WGBI)地區權重



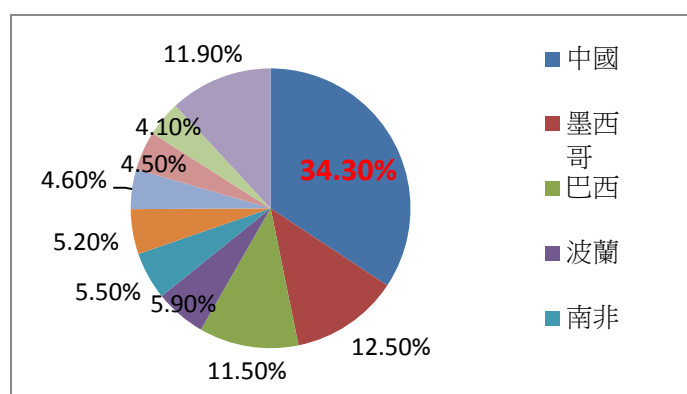
資料來源:花旗定息指數(截至2016年2月底);中銀研究

同月，摩根大通表示正對人民幣債券進行評估(Index Watch)，

以決定是否將之納入全球新興市場多元化債券指數，並指由於中國債市規模龐大，佔此指數的權重比例隨時高達 10%。摩通表示追蹤該指數的投資總額達 1800 億美元。故此，新增投資境內債市的金額將可高達 180 億美元(約 1170 億元人民幣)。

IMF 在 4 月初發表的《全球金融穩定報告》(Financial Stability Report)中也表示，一旦人民幣債券納入國際指數，預計其可佔摩根大通另一重要指數—全球新興市場債券指數(J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global)逾三分一的比重，一躍而成權重比例最高的新興債券市場。此指數亦是眾多國際性債券機構投資者的重要指標，相關變化將會對新興國家金融市場，乃至全球資產配置帶來重要變化。

#### IMF 預測摩通新興市場債券指數納入人民幣債後比重



資料來源：IMF《全球金融穩定報告》；中銀研究

未來單是央行、貨幣發行當局及主權基金類投資者，因應 SDR 而投入中國債券市場，料涉及資金已達 5000 億美元。連同私人界別機構投資者進入境內市場，料將帶動總共 1 萬億美元(約 6.5 萬億元人民幣)的資金投入中國境內債券市場。

#### 外資參與有助境內債市成熟發展

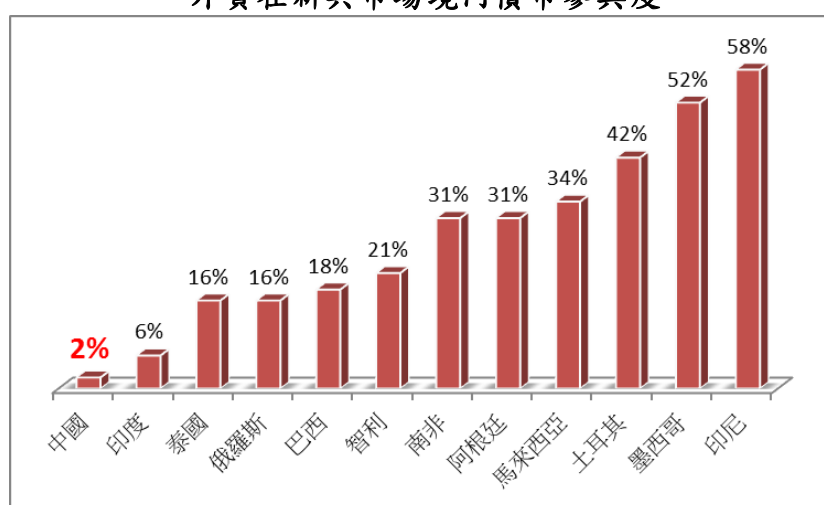
雖然中國加快對外開放金融市場，但目前海外投資者在境內債券市場的參與度仍然偏低。根據中央國債登記結算公司，截至今年 3 月底，境外機構投資境內債券共 1.08 萬億元人民幣，佔整體境內債券市場不足 2%。按 IMF 報告分析，外資參與中國境內債市比例，遠低於印度的 6%，泰國的 16%，馬來西亞的 34%及印尼的 58%。

雖然中國境內債市屬世界第三大債市，僅次於美國和日本，但市

場成熟度仍比世界先進地區金融市場遠遠落後。當局引入更多外資參與中國境內債市，有助擴闊境內債市的投資者基礎，促進債券品種多樣化，提升發債體質素、訊息披露及企業管治水平，讓市場在價格發現機制上發揮更大的效用，從而令整體債市在融資、定價上更有效率。

單是海外央行、貨幣當局及主權基金，因應人民幣加入 SDR 而增持人民幣資產的舉措，已可令外資對境內債市的參與度由目前不足 2% 增至逾 6%。若加上私人機構投資者，包括商業銀行、保險公司、互惠基金等，因應國際指數納入人民幣債券而增加對中國境內債市的投入，外資在此市場的參與度應該可達 13%。

外資在新興市場境內債市參與度



資料來源：IMF《全球金融穩定報告》；中銀研究

然而，目前海外投資者普遍對中國境內人民幣債市認識有限，如未能及時妥善解決，將影響海外資金進入中國債市的信心和熱情。筆者調查發現，海外投資者的顧慮是多方面的，除了中國經濟是否已經見底、人民幣貶值趨勢是否持續等宏觀因素，央行降息如何影響債息水平吸引力等回報相關的因素之外，海外投資者還對中國債市的長遠、更深層的結構性問題，還是有一定的疑慮。當局若能及時採取措施，推進市場改革以解開海外投資者的疑慮，可望大幅提升人民幣債券對海外投資者的吸引力。

### 海外投資者對境內債市五大關注點

以下五大領域，是海外市場最為關注的。首先，資金進出中國債券市場，是境外投資者的首要憂慮。目前國內資本帳未完全開放，跨境資金進出受到限制。人民銀行在 4 月 14 日，公布了「境外央行類機構進入中國銀行間債券市場業務流程」，規定了境外央行投資境內

債券的具體操作辦法，當中對包括資金匯進匯出等作出明確指引。至於非央行類私人界別境外機構投資者(包括商業銀行、保險公司、證券公司及基金管理公司)，人民銀行2月24日發出的3號公告表明對符合條件者，取消額度限制及簡化管理流程。市場正注視當局何時出台相關細則，以便了解資金進出的規範、投資鎖定期等。細則一旦出台，將會提升海外投資者進入境內市場的信心。

其次，**境內債券二手市場的流動性**，也是海外投資者的顧慮。境內債市規模雖龐大，但除了政府及半官方機構如國開行所發行的債券，普遍信用債的流動性較低。其中主要原因，是境內債券絕大部分由商業銀行、保險公司等持有，這類金融機構普遍把債券持有至到期(hold to maturity)，市場上欠缺做市商的活動(market-making)，令大部分債券流動性欠佳。與此同時，海外機構欠缺取得境內市場人民幣流動性的窗口，這對個別境外投資者自身的流動性管理帶來困難。可以說，海外投資者有沒有足夠的工具去管理好中國債市投資組合的流動性風險，是他們考慮是否大舉投入境內債市的最主要因素之一。

**海外投資者亦較為關注信貸風險**。首先，境內信貸評級與國際評級的分級制度存在頗大差異，本地評級機構給予的評級偏高，以至境內絕大部分(97%)的評級屬AA級以上，當中有享受AAA最高評級的企業，在海外卻被國際評級機構評為B的「垃圾」級別，反映境內市場在高評級的狹窄範圍內，企業信貸質素相當參差。這對不熟悉境內市場及經濟環境的海外投資者來說，確是更添疑慮。

此外，**境內市場存在隱性擔保(implicit guarantee)**的問題，雖然當局逐漸允許較多企業違約，有別於以往「零違約」的現象，但違約率仍被人為地壓低，尤其大型國企、地方國企或規模較大、僱員較多的企業，即使經營不善或出現財務問題，其在瀕臨違約時往往會由國有銀行或其他企業注資或收購，令投資者長期假定國家在大部分發債體背後提供隱性擔保。此風氣不正常地壓低了高風險債券的息率，助長了道德風險(moral hazard)，令高風險與低風險債券之間的價格差異(price differentiation)不明顯。故境外投資者目前普遍只投資政府相關債券，而避免涉足信用息，認為信用債的息率或風險溢價(risk premium)未足以補償他們須承擔的相關信貸風險。

**投資者權益保障也是海外投資者所關心的**。由於目前境內企業發生大型違約的先例不多，當中牽涉海外投資者的案例更少。一旦有違約發生，債券持有人的申索途徑及所得補償並不清晰，在資本管制下，海外投資者的申索排序是否與境內債權人對等，亦未有清晰條例。債

權人利益保障若較清晰，有助提升海外投資者進入境內債市的意欲。

### 積極回應市場疑慮 加快建立海外投資者信心

面對海外投資者的關注點，建議監管當局採取措施積極應對，可有效加強海外投資者進入境內債市的速度與力度。

首先，建議當局明確資金進出的規範，讓投資者對相關限制具清晰概念。據了解，3 號公告相關的細則將於短期內出台，市場正注視規定細節並會對境內投資策略進行相關調整。從最近監管當局對合格境外機構投資者(QFII)簡化審批程式及放寬限制來看，可預見當局或貫徹對跨境資金寬進嚴出的原則，落實相關細則。

外匯管理局在 2 月 4 日出台新規，對 QFII 投資額度、匯兌管理、本金鎖定期等方面的規定，略為放鬆。當局本來要求 QFII 在每次投資額度獲批之日起 6 個月內匯入投資本金，新規定則取消了相關的匯入期限要求。投資本金的鎖定期，由原來的 1 年縮短至 3 個月。不過，新規定仍然要求 QFII 每月累計淨匯出資金不得超過其上年底境內總資產的 20%。反映當局在防範資金大舉流出的大前提下，對資金匯出的放寬程度不及資金的匯入。

有關 3 號公告細則，預料當局初期傾向以審慎態度管理跨境資金進出。惟細則對於投資本金匯入匯出的規定，若能與 QFII 看齊，甚至稍更寬鬆，將有利吸引海外機構進入境內市場。

對於市場流動性，當局可考慮鼓勵大型金融機構進行做市交易，激活二手市場的買賣，也可擴闊投資者基礎、增加投資者類別，如引入交易較頻繁的資產管理公司、基金等，亦有助改善市場流動性欠佳的問題—因此放開海外參與境內債市是正確的方向。當局應在鼓勵海外機構投資者進入境內進行長期投資的同時，提供必要的配套措施，例如允許他們進入外匯市場進行必要的風險對沖交易，及參與債券回購(repo)交易，以解決他們投資境內債市的匯率風險和流動性風險管理問題。當然，監管機構也需要考慮採取一定的宏觀審慎管理措施，去識別和限制短期炒作的行為。

由於海外投資者對境內信貸評級並不熟悉，建議當局考慮完善境內信貸評級制度，加強與國際評級體系和模式接軌。同時當局可加強對外溝通，向外界闡述境內信貸評級制度的特色，提升海外投資者對境內評級的認知與信心。此外，在 2015 年中美經濟戰略對話中，中

國曾同意讓國際評級機構進入境內，對地方政府進行信貸評級。當局可逐步推進有關的安排，以加強海外投資者對不同債券信貸風險程度差異的了解，提高投資者的信心。

同時，當局亦可藉開放市場的機會，讓市場機制對定價發揮更大的作用，並利用市場力量提高發債體的企業管治水平。今年以來，當局已允許較多企業違約。建議當局繼續向此方向推進市場改革，減少向出現財務困難的發債體提供不必要的「隱性擔保」，令高風險債券利率回復正常水平。此舉有助提升債券息率對投資者的吸引力。最後，針對違約風險，當局可考慮訂立清晰條例列明海外債券持有人的權益，制訂公平機制保障海外債權人利益，以讓海外投資者安心投資於境內債市。