

2017年7月5日

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士
分析員 劉雅瑩

債券通制度安排與人民幣債券配置價值

在香港回歸 20 周年慶之際,內地與香港債券市場互聯互通(簡稱“債券通”)終於在 2017 年 7 月 3 日上線試運行。債券通運行初期將先開通“北向通”,逐步為“雙向通”積累經驗,適時研究擴展至“南向通”。債券通首日交易活躍,根據中國人民銀行,債券通首日完成 142 筆、70.48 億元交易。其中,“債券通”下債券一級招標受熱捧。農發行於開通首日向境外投資者發行了 1、3、5 年期農發債,中標倍數分別達到 10.04、10.59、9.32 倍,創下歷史認購倍數最高水平。

事實上,自 6 月中旬以來,債券通交易、結算等相關細則已陸續公佈,最終落地的債券通有不少亮點值得期待,其大幅簡化了境外投資者投資內地債市的操作流程。債券通對中港兩地帶來的意義同樣重大,一方面債券通能穩定離岸人民幣資金池,增加人民幣借貸、匯兌、投資、風險管理等業務的需求,活躍香港離岸人民幣市場。正如香港交易所執行總裁李小加所言,互聯互通提升了香港的金融發展地位和功能,使其從一個簡單的集資融資中心轉變成一個資產配置中心。另一方面,債券通能夠吸引更多資金流入內地市場,有助穩定人民幣預期。同時能打通離岸人民幣回流境內的渠道,推進內地資本項目的進一步開放,加速人民幣國際化進程。相信隨著債券通制度安排的不斷完善,未來人民幣債券有望納入全球主流債券指數,進而提升人民幣資產的吸引力。

一、債券通制度安排提升境外投資者入市便利性

第一、債券通的市場准入門檻有所降低,或將吸引更多境外投資者

債券通開通前,境外投資者只能通過 QFII、RQFII 以及 CIBM 渠道投資內地債券市場。根據現有的監管要求,投資者通過 QFII、CIBM 等途徑進入境內市場時,會面臨資金先期匯入、鎖定期等要求。如 OFII 對境外資金投資境內資本市場就有額度限定,且每月匯出資

金不能超過淨資產的 20%。此外，投資者若通過 CIBM 途徑進入境內市場，需要預先說明預算投資金額、品種等，並在後續交易中滿足，若途中有所變更，則需重新申請。而債券通的市場准入中並沒有這些約束要求，境外機構在市場准入時面臨的入市阻礙明顯減少，這給予了境外機構更大的投資靈活性和更多地資產配置空間。中長期看來，這能明顯提升中小境外機構投資者參與中國債市投資的積極性。

第二、債券通改用高效省時的備案模式

債券通開通之前，通過 QFII、RQFII、CIBM 這三種途徑進入境內債券市場的境外投資者採取的是相對費時的結算代理協定，即通過填寫投資備案表並通過銀行間市場結算代理人提交至人民銀行上海總部備案。備案完成後，境外機構投資者的結算代理人再按規定辦理相關開戶（如 RMB NRA 帳戶）、聯網手續。此過程一般耗時 20 個工作日至 1 個月。而債券通開通後，符合“北向通”投資條件的境外投資者可以委託外匯交易中心、境內託管機構（中債登、上清所）、銀行間債券市場結算代理人作為代理備案機構向央行上海總部備案。根據債券通有限公司介紹，由於在債券通安排下，境外投資者不需要花大量的時間去簽署債券代理協定，也不需要再在境內開立債券託管帳戶，整個流程在 3 個工作日內可以完成，申請流程時間大幅縮減。總體而言，在債券通下的人民幣開戶程式較 QFII、RQFII、CIBM 下獨立申請 NRA 帳戶明顯提速，操作更為便利。可見，在債券通渠道下，入市效率有大幅提高。

第三、債券通採用國際流行的做市商模式，有效降低交易對手方風險

“北向通”的交易方式為境外投資者以請求報價（RFQ）的方式，與做市商進行交易。具體過程為境外投資者通過境外電子交易平臺（Tradeweb、Bloomberg）發送只含量、不含價的交易指令，交易指令即時傳輸至境內電子交易平臺（中國外匯交易中心）。做市商通過交易中心向境外投資者回復可成交價格，境外投資者確認價格並在外匯交易中心系統達成交易，隨後境內電子交易平臺將交易結果發送至境內託管機構進行結算。

這種交易方式為交易商對客戶模式，即由境外投資者與交易商進行交易，而非直接與境內投資者進行交易。做市商交易模式一方面能降低了代理成本，提升交易效率和買賣活躍度。同時能減低市場價格大幅波動的概率，並有效降低投資者的交易對手方風險。另一方面，

境外投資者可以在不改變交易習慣的情況下運用其熟悉的海外電子交易平臺直接自主進行交易決策。正如 Tradeweb Market 首席執行官所言，這種直接的電子交易模式將帶來更大的定價透明度。

第四、債券通實行多級託管模式，境外投資者可“一鍵接入”境內債券市場

“北向通”實行多級託管，中央國債登記結算公司和上海清算為一級託管機構，香港金管局 CMU 為二級託管機構，CMU 成員為多級託管機構。境外投資者只需在香港金管局開立債券帳戶，辦理登記託管；香港金管局在中債登和上清所開立名義持有人帳戶，代替境外投資者持有相關債券。境外投資者通過“北向通”買入的債券應當登記在名義持有人帳戶下。在債券通的交易和託管模式下，境外投資者可以由此前通過境內代理行的中介代理交易模式優化至“一鍵接入”的直接交易模式，同時交由 CMU 這一名義持有人來處理結算、清算等相關事務和法律糾紛，便利程度大幅提升。

此外，這種託管方式也有助內地監管層實行穿透式監管。根據有關要求，境外投資人在央行上海總部備案後，在外匯交易中心獲得唯一交易帳戶。一旦發生交易，下級託管機構應逐級向上一級託管機構按時上報境外投資者信息和託管結算數據，通過前後臺信息對比，實現穿透式監管。

第五、“北向通”採取券款對付的結算方式，並通過 CIPS 實行即時全額結算

在“北向通”下，境內託管機構根據結算指令，按債券款對付（DVP）結算方式，於結算日對債券和資金進行同步交收。這是一種“全額清算、逐筆結算”的結算方式，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。在券款對付模式下，交易最理想的情況可以做到 T+0，而實際中的清算交割時點取決於交易雙方的需求以及資金到賬情況。此外，債券通是通過人民幣跨境支付系統（CIPS）進行資金收付，由於 CIPS 實行即時全額結算方式，因此資金結算支付較為便利。

第六、債券通給予境外投資者和結算行換匯的結算便利

“北向通”模式下，境外投資者可使用自有人民幣或外匯投資。具體而言，債券持有人需在香港結算行開立人民幣資金帳戶，所開立的

人民幣資金帳戶為專戶，專門辦理“北向通”下的資金匯兌和結算。如果“北向通”的境外投資者使用外匯投資，可以在境外找結算代理行以“境內價格”換匯。這意味著香港結算行就“北向通”下產生的頭寸可到境內銀行間外匯市場平盤，所以香港結算行並沒有匯率風險。這一安排能保證境外人民幣資金池的基本穩定，又能提高換匯效率。但值得注意的是，這一便利必須是針對“北向通”的投資者，目的在於專款專用，避免境內境外套匯。

二、債券通安排仍有改進空間

“北向通”的開通以及其更為便利的制度安排為境外投資者進入境內債券市場提供了又一窗口。但目前債券通的制度設計和配套設施仍不夠完善，若想吸引更多境外投資者進入境內債市，相信當前債券通的制度安排仍需繼續改善。

第一、“北向通”投資者目前無法進入境內外匯衍生品市場進行匯率風險對沖

當下，“北向通”的交易品種僅為現券買賣，暫未放開債券遠期、利率互換、回購等交易。根據債券通的外匯風險對沖規定，目前境外投資者雖然可以用 CNY 換匯，但“北向通”投資者只能在離岸市場辦理外匯風險對沖。目前離岸市場的人民幣風險管理工具並不足夠。港交所的人民幣期貨和期權都是以離岸人民幣(CNH)為交易基礎，不能有效對沖在岸人民幣(CNY)產生的匯率風險。此外，離岸對沖風險的成本明顯高於在岸，如果要進行對沖，大部分利差會被對沖成本侵蝕掉。這將削弱了內地債市對境外投資者的吸引力，是目前的短板之一。若境外投資者選擇不對沖匯率風險，由於內地債券市場利率波動性較高，投資者會面對較大的外匯風險敞口。目前有條件的境外機構投資者或通過“債券通”投資內地債市，同時通過 CIBM 等渠道進入內地衍生品市場對沖投資風險，一定程度上使投資交易複雜化。在此背景下，相信債券通下一步的工作安排是考慮如何向“債券通”的參與者開放境內外匯衍生品市場。

第二、內地信用評級制度尚待與國際接軌，境外投資者交易高度同質化

儘管根據債券通的管理辦法，“北向通”的標的債券可為內地銀行間債券市場交易流通的所有券種。但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，且以持有

到期為主。債券通開通的首日，境外投資者對利率債的交易量占比也超 70%，債券交易投資高度同質化，導致內地債市交易策略缺乏多元性。境外投資者對信用債的投資需求很少，主要是由於內地評級體有別於國際，評級制度未能與國際接軌，且境外投資者對大部分境內企業發行人缺乏瞭解。此外，由於內地債市剛性兌付現象仍比較嚴重，內地對信用違約事件的處理不夠規範透明，也影響境外投資者的信心。總的來說，內地信用評級制度可能會限制國際機構參與人民幣債券交易的熱情。就此，人行副行長潘功勝指出，人民銀行將推動信用評級市場的對外開放，目前人民銀行正在積極就境外評級機構在境內債券市場執業的具體方式進行研究，以便進一步滿足境外投資人和發行人的要求。

第三、“北向通”投資者稅收規定未明確

目前雖然相關的細則已經出臺，但稅收方面的政策仍有待進一步明確。目前對境外投資者通過債券通持有內地債券的稅收問題主要集中在對境外機構該不該收稅，以及境外機構是否適用豁免雙重徵稅的條款？若要收稅，不同券種的稅收政策有何差別、稅率如何厘定、是通過何種方式收稅（向發行人徵收還是託管機構代收）等。由於稅收政策最終會影響到債券通下內地債券的配置價值，從而影響境外投資者的投資決策，因此人行仍將繼續與有關部門推動完善相關的法律、會計、稅收等方面的配套政策支持。

三、債券通彰顯人民幣債券配置價值 提升人民幣資產吸引力

短期來看，債券通開通初期不足百億元的日交易量與超 60 萬億元的內地債市規模相比微不足道，因此難對內地債市產生實質影響。但債券通這一重大突破確能彰顯人民幣債券的配置價值。投資效率的大幅提升不僅對市場情緒有積極影響，亦能吸引境外投資者關注並持續追蹤內地債市，因此債券通對內地債市的影響是漸進式的。此外，近期人民幣債券收益率的上升和人民幣兌美元的升值均提升了人民幣資產的吸引力。

第一、金融去杠杆政策推升內地國債收益率，內地債券配置價值相對較高

今年年初，人行上調了貨幣市場政策利率以壓縮金融市場套利空間，隨後銀監會在 4 月份發佈一系列的監管文件，貨幣政策的收緊和監管的加強有效推動了內地金融去杠杆的進程。受此影響，內地債券

收益率中樞較去年底明顯抬升，10 年期國債收益率一度升至 3.7%。中美利差回到歷史中樞水平，目前徘徊在 120 -140BP 區間，中國 10 年期債券收益率與印度 10 年期債券收益率之比亦升至近 10 年來最高水平 0.55。由於今年以來內地債券收益率升幅明顯高於其他經濟體，因此對境外投資者而言有較高的吸引力。此外，近期人行及監管層的一系列操作反映出其更加注重維護金融市場的穩定，在“加強金融監管協調”的背景下，監管節奏或邊際放緩，短期內國債收益率進一步上升空間有限。可見，目前內地債券配置價值相對較高。

第二、弱美元下人民幣匯率回漲，人民幣資產的吸引力上升

今年以來，特朗普的稅改和醫保計劃沒有明顯進展，疊加美國經濟數據走弱和市場逐漸消化美聯儲的加息預期，美元開始由強轉弱。最新公佈的數據顯示，美國 5 月核心 PCE 物價指數同比增長 1.4%，不及上月的 1.5%。美國 6 月密西根大學消費者信心指數終值為 95.1，創 2016 年 11 月以來新低。亞特蘭大聯儲 GDPNOW 模型將美國第二季度 GDP 增速預期從 5 月底的 4.1% 多次下調至目前的 2.7%。在剛過去的 6 月份，美聯儲如期加息 25BP 並意外提及縮表計劃，但仍無法刺激美債長端利率上行，可見美國市場的通脹預期仍然較弱。

相反的是，近期歐元區經濟復蘇進程加速，提振了市場對歐元的信心。6 月 27 日，歐央行行長德拉吉表示，“目前所有跡象都表明歐元區的復蘇步伐正在加強，且範圍正在擴大，通縮因素已被通貨再膨脹因素所取代。”僅此一句話已令市場倍感振奮，認為這是德拉吉釋放出了明年開始縮減量寬幅度的信號，推動歐元升至 10 個月來高位。除了歐央行，英國和加拿大央行近期言論均偏鷹派。由於市場已經從前期的“特朗普交易”轉向“德拉吉交易”，美元指數創近 7 年最大季度跌幅，年初至今降幅達 7%，是美元由強轉弱的表現。

美元的走弱實際上也有助人民幣匯率的回升。今年 5 月，人行在中間價中加入“逆週期調節因子”，修補中間價機制的順週期和內嵌貶值預期缺陷，人民幣開始相對於美元走強。近期人民幣匯率再度回升，市場預期未來人行可能會引導人民幣進一步升值，以推進內地資本市場的對外開放和扭轉人民幣貶值預期。隨著人民幣貶值預期的減弱和人民幣匯率的回穩，配置人民幣資產的外匯對沖需求將減少，這有助提升人民幣資產的吸引力。

長期而言，內地經濟韌性仍然較強，國際收支情況穩健。相信互聯互通將進一步提升人民幣國際化水平，未來境外資本對投資人民幣

資產會更有信心。

第一、內地經濟韌性較強，國際投資頭寸狀況穩健

內地最新公佈的 6 月份官方製造業 PMI 錄得 51.7，大超預期。其中生產指數、新訂單指數和新出口訂單指數均有所回升，反應出內外需在同步復蘇。而 1-5 月份規模以上工業企業利潤增速為 22.7%，利潤增長較為強勁，利潤率也處於近年較高水平。另一方面，根據外匯局最新數據，2017 年一季度貨物貿易順差占 GDP 的比例為 0.7%，仍保持在合理區間。非儲備性質金融帳戶則轉為順差，為近三年來首次。這主要是由於境內主體對外投資趨於理性，企業外債的觸底回升以及境外投資者持續增加對我國的投資。外管局也指出一季度跨境資金流動形勢明顯好轉，來華直接投資持續增長顯示境外投資者看好內地經濟前景，目前內地國際投資頭寸狀況較為穩健。相信國際收支狀況的穩健有助恢復市場對人民幣的信心。

第二、人民幣國際化穩步推進，人民幣的國際貨幣地位有所提升

近年，隨著滬深港通的開通和人民幣被納入 SDR，人民幣國際化進程在穩步推進。今年 6 月份，歐洲央行宣佈減持一部分美元儲備購入 5 億歐元人民幣資產，這是歐洲央行史上首次配置人民幣外匯儲備資產，反映出的是國際機構對人民幣的信心有所增強以及人民幣作為國際貨幣的地位在提升。隨後，A 股在互聯互通的助力之下，終在叩關四次之後成功納入 MSCI，這亦是國際指數編制公司對內地資本市場改革奏效的肯定。

此次“債券通”的開通，是繼滬深港通後內地金融市場和資本項目對外開放的又一重要標誌。債券通的制度安排打通了境內外債券市場連接的技術阻礙，使得境外投資者投資內地人民幣債券的便利性得到顯著提高。債券通的制度安排有助促進人民幣離岸市場上的借貸、交易、匯兌、風險管理、跨境資金配置等需求，能激活離岸人民幣市場。同時境外投資者在通過香港換取人民幣後可在內地債券市場進行投資。債券通不僅為境外投資者增持人民幣資產提供更多渠道，亦為其進入境內債券市場提供了一個便利的境外平台。A 股成功“入摩”的經驗表明，隨著債券通的繼續推進和完善，未來人民幣債券有望納入全球三大債券指數。

事實上，花旗表示將從 7 月起將中國納入“花旗世界國債指數 - 擴展市場” (The World Government Bond Index - Extended / WGBI-

Extended)。同時，花旗於 6 月 30 日宣佈將發佈兩支新的債券指數 – “花旗中國債券指數” (The Citi Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index) 及“花旗中國銀行間債券指數” (The Citi Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index - Interbank)。“花旗世界國債指數”是當前國際三大主流債券指數之一。據估算，目前大約有超過 6 萬億美元的資產在追蹤國際三大主流債券指數。若未來人民幣債券能成功納入該三大國際主流債券指數，將可為內地債市帶來千億美元級別的被動配置需求，進一步推進人民幣的國際化進程。

可見，內地和香港金融基礎設施的互聯互通將進一步提升內地債券市場的對外開放和國際化水平，亦能增強境外投資者對人民幣資產的信心。