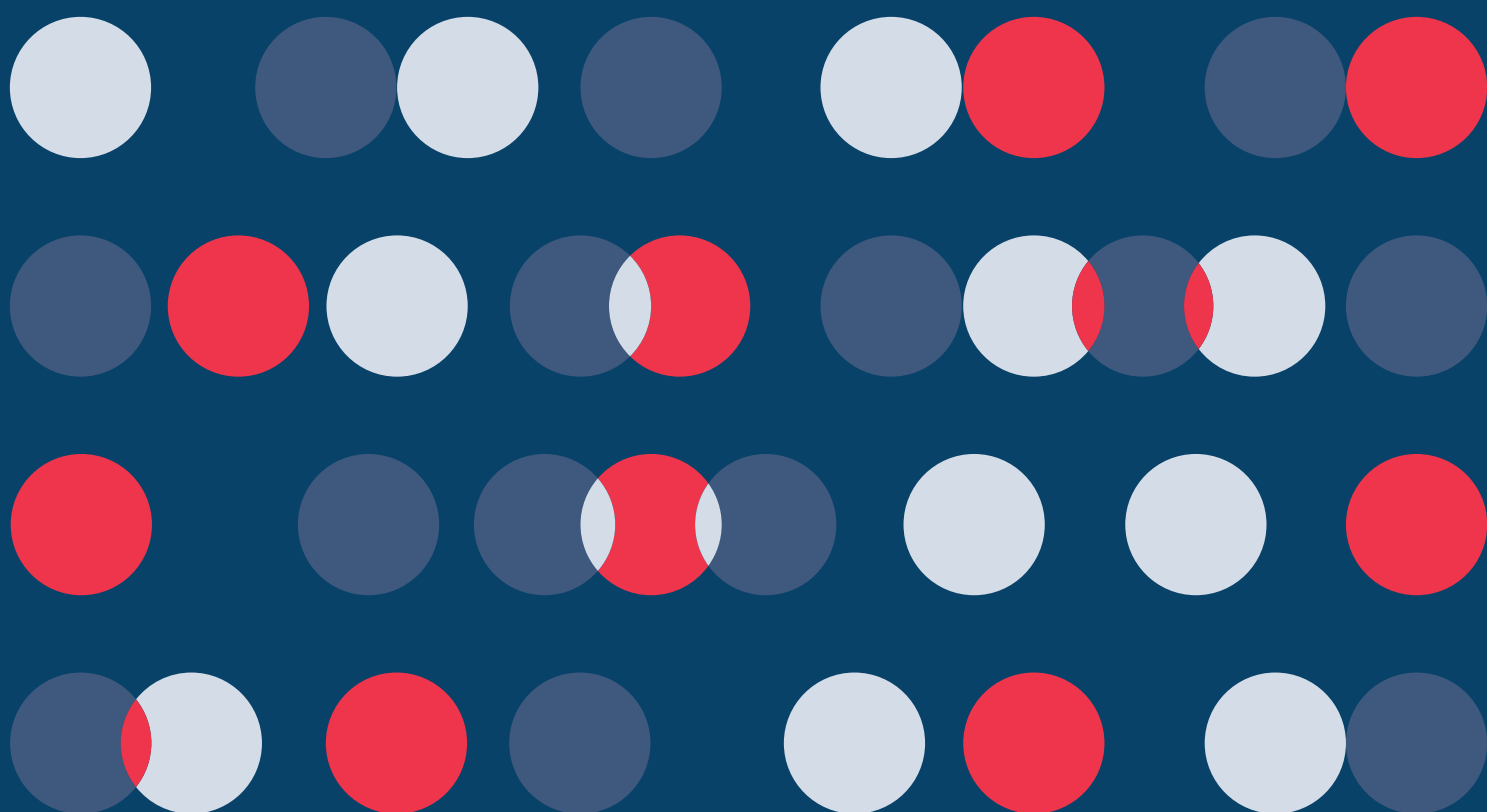


2017年5月

研究報告

進軍中國境內債券市場－國際視角



目錄

頁次

摘要	1
1. 外資參與中國境內債市具發展潛力.....	2
2. 增加外資參與度對境內債市有所裨益	4
3. 目前外資持有境內債券的結構現狀.....	5
4. 有關現行計劃的最新政策發展.....	8
4.1 合格境外機構投資者(QFII)計劃	8
4.2 人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃	8
4.3 合資格機構進入內地銀行間債券市場 (人行合資格機構計劃)	9
5. 約束外資參與的制度特徵.....	9
5.1 交易平台及產品相對分割	10
5.2 境內債市投資者基礎較為集中	10
5.3 信用評級欠缺差異及透明度	11
6. 可行改善方案	11
6.1 整合交易平台及現有外資參與計劃	11
6.2 加快跨境產品創新，將離岸外匯產品優勢與境內債市有效連接	11
6.3 接通在岸與離岸債市，以實現境內市場與國際規範的深度融合	11

摘要

人民幣要發展成為國際儲備貨幣，一個發展成熟並有外資高度參與的人民幣債券市場必不可少。基於中國經濟及人民幣債市規模龐大，外資持有人民幣債券的增長潛力亦會相當可觀。然而，受制於當前中國債市對境外投資者開放計劃的限制，目前外資參與中國債市的程度遠低於其他國際貨幣國家，甚至比不上部分新興市場。此情況顯示有必要推動創新措施，提升市場基礎設施、交易規則及金融產品，進一步推進人民幣國際化。

中國現時設有三項主要計劃允許境外投資者進入境內債券市場，分別為：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)計劃及合資格機構進入內地銀行間債券市場(人行合資格機構計劃)¹。雖然相關規例已經逐步放寬，有關額度管理、戶口管理或資金匯兌的規定仍然是限制境外參與者配置有效投資策略及資金的主要方面。此外，境內市場的一些制度特徵也是市場關注所在，妥善處理可促進境外投資者的活躍參與，包括市場分割、缺乏分散的市場結構、尚在發展中的信貸評級機制以及潛在信貸風險等等。

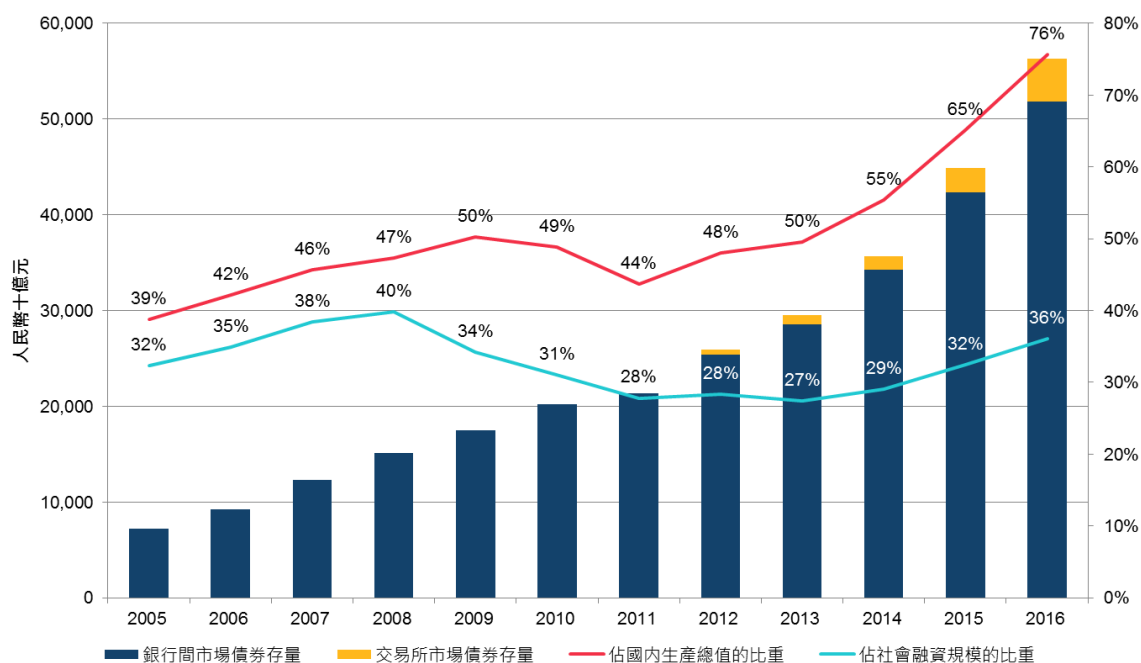
發展境內債券市場向來是內地發展資本市場及推進人民幣國際化的首要政策之一。為進一步推動境外參與中國境內債市，或可考慮以下改善措施：(1)進一步整合交易平台及外資參與機制；(2)加快跨境產品創新速度，將離岸匯市優勢與境內債市結合；及(3)按照中國人民銀行(人行)和香港金融管理局(香港金管局)所宣布的債券通計劃，連接在岸與離岸債市，讓國際常規及準則逐步融入境內市場。跨境「債券通」平台可提供健全的金融基礎設施及與國際法規及監管標準接軌的市場規則，有助紓減監管壓力，為境外參與者及境內投資者提供更為便捷的交易環境，被視為國家加大開放資本市場及便利外資參與者交易人民幣計價資產的重要舉措之一，也將進一步鞏固香港作為連通內地市場和國際市場門戶的優勢地位。

¹ 計劃詳見第4節。

1. 外資參與中國境內債市發展潛力

過去十年，中國在利率市場化以至逐步放寬資本管制等方面不斷推出措施，債券市場發展取得重大進展，由此中國債市規模急速擴張，過去五年以簡單年均增長率21%的速度增長，成為全球第三大債券市場，債券存量規模達人民幣56.3萬億元²（約8.1萬億美元）（見圖1）。

圖 1：中國債券存量規模佔國內生產總值和社會融資總量的比重 (2005-2016)



資料來源：中央國債登記結算有限責任公司（中債登）的債券市場年度統計分析報告（2011 - 2016），因數據缺失不包括 2005-2011 年度交易所市場及上海清算所清算的債券數據。國內生產總值及社會融資總量的數據取自萬得。

然而，相比其他國際貨幣國家，中國債市佔國內生產總值百分比仍然偏低。外資參與中國債市的程度依然微不足道，約佔整個市場2.52%及主權債市場3.93%³，遠低於日本、美國甚至一些新興市場（見圖2），顯示外資參與中國境內債市仍然有巨大增長空間。

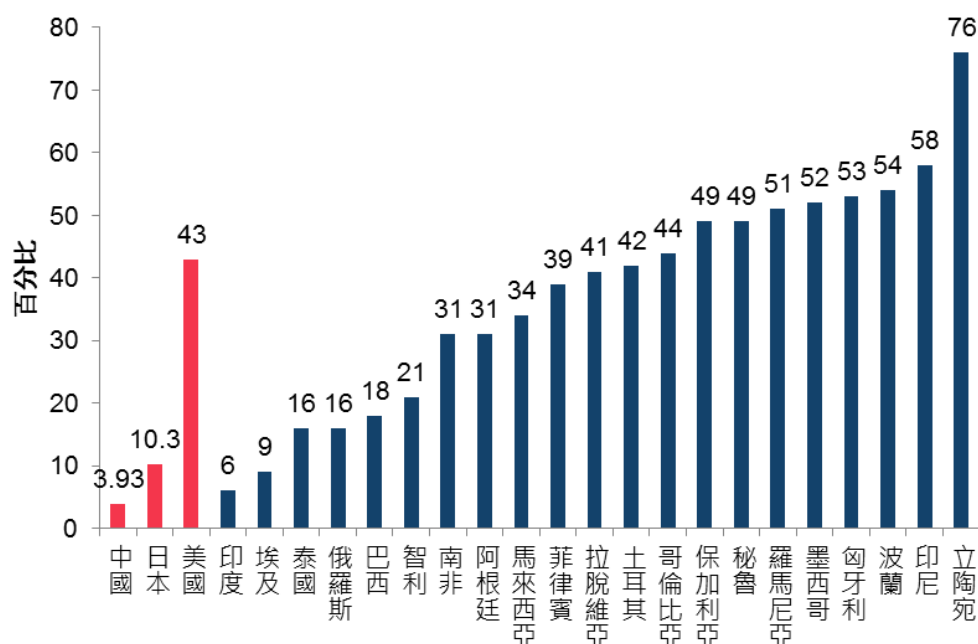
人民幣獲納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子，為全球參與者提供了進軍中國債市的一個重要窗口。入選成為特別提款權籃子貨幣，意味著人民幣獲正式認可為國際金融體系的一部分，是中國融入全球金融體系的重要里程碑。特別提款權的重要性不止於其象徵意義；從投資角度而言，納入特別提款權雖不至於直接刺激大量投資需求，因為特別提款權貨幣籃子本身僅是一種補充性的國際儲備資產，約值 2,880 億美元，人民幣在其中的權重僅 10.92%⁴。但是，獲得特別提款權的地位可以提升人民幣作為全球投資及儲備貨幣的認受性，將很可能促進國際政府及私人部門對人民幣計價資產的需求，從而導致全球資產配置逐漸由其他金融部門逐漸流入中國資產，特別是流入到人民幣計價的債券及相關金融產品。

² 資料來源：國際清算銀行、萬得，截至 2016 年底

³ 資料來源：中債登，截至 2016 年底

⁴ 資料來源：國際貨幣基金組織網站

圖 2：外資在中國、日本、美國及主要新興經濟體的主權債市場中的佔比



註：紅色為中國、日本及美國的外資佔比，深藍色為主要新興市場經濟體的外資佔比

資料來源：新興市場數據來自國際清算銀行及國際貨幣基金組織報告(2015)；中國數據來自萬得，截至2016年底；日本數據來自亞洲債券在綫，截至2015年底；美國數據來自聯邦儲備局、美國財政部，截至2016年底

政府部門方面，現時外國政府及半官方組織持有人民幣資產（包括債券、股票、貸款及存款）總值人民幣6,667億元⁵，相當於全球官方外匯儲備總值約1%⁶，遠低於澳元或日圓（分別為1.94%及4.48%（見圖3），截至2016年第三季末）。如國際政府部門持有人民幣的佔比可大致達到澳元水平，那意味將有1,100億美元的全球儲備轉移至人民幣資產；如進一步提升至日圓的佔比水平，流入人民幣資產的資金更高達4,000億美元。

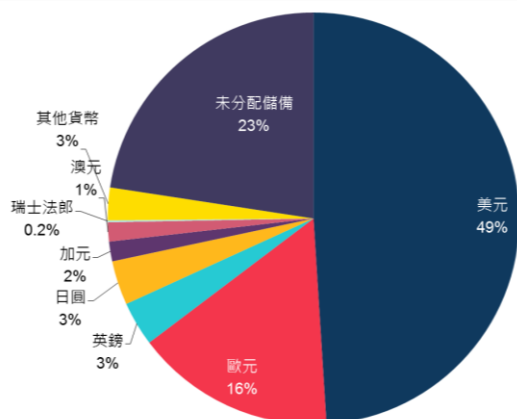
私人部門方面，中國債券資產現時在國際基準指數中佔比不大。如中國資產獲納入若干國際指數，例如在國際定息產品市場中廣泛用作參考的摩根大通新興市場債券指數(EMBI Global Index)，則根據國際貨幣基金組織的報告，中國在該指數的權重將約為三分之一（見圖4）。若還有相關政策助推機構及私人投資者加大參與中國境內債市，相信外資持有的中國債券更可增持至與其他國際貨幣的相若水平，達債市總存量約10%。

假設中國債市未來數年的增長率與社會融資總量過去五年的複合年增長率相同（即14%），而且外資所持中國債券佔整個市場的10%，那麼到2020年時外資所持中國債券可達人民幣95,000億元，佔國內生產總值的9.93%（見表1）。外資參與中國境內債市的增長潛力相當可觀。

⁵ 見人行《人民幣國際化報告（2015）》

⁶ 根據國際貨幣基金組織數據，同樣地，2015年人民幣佔官方外幣資產總值1.1%。

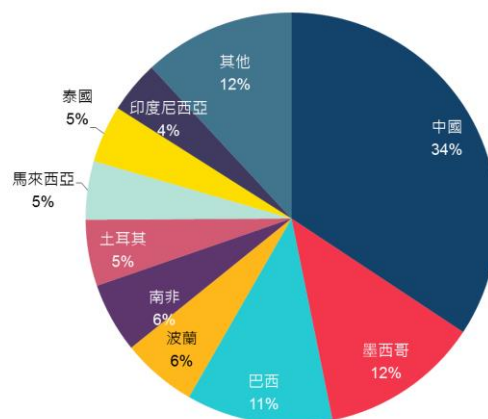
圖 3：官方外匯儲備貨幣組成（至 2016 年第三季末）



註：人民幣歸入「其他貨幣」。

資料來源：國際金融統計(IFS)

圖 4：EMBI Global Index（若包括中國債券）



資料來源：國際貨幣基金組織全球金融穩定報告，2016年4月

表 1：外資參與中國境內債券市場的預測（至 2020 年）

	2016	2020
國內生產總值（人民幣十億元）	74,413	95,730
境內債市總值（人民幣十億元）	56,305	95,100
境內債市外資持有量（人民幣十億元）	853	9,510
佔國內生產總值百分比	1.15%	9.93%

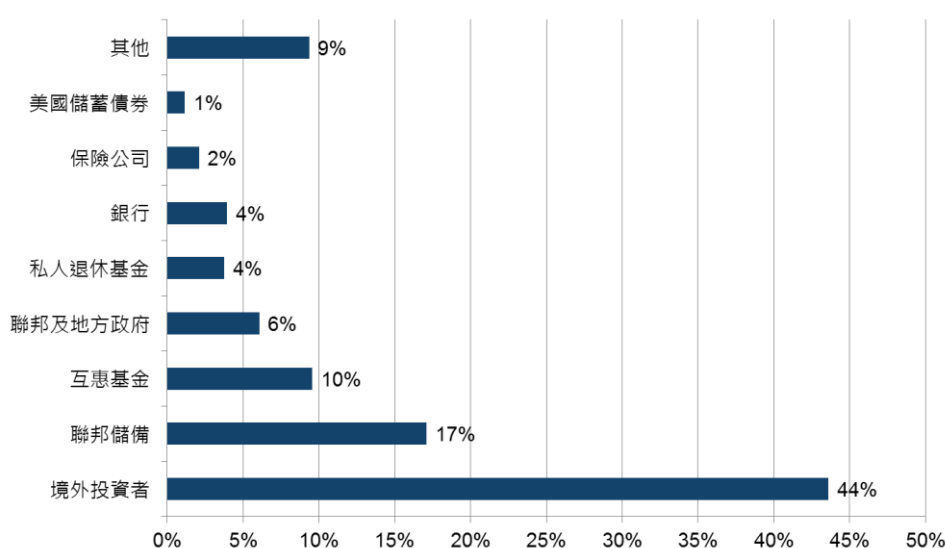
註：計算時假設：(1)國內生產總值年增長率 6.5%及中國債市年增長率 14%；(2)外資持有量佔未償還債務總額 10%。
資料來源：2016 年外資持有量數據來自人行；其他 2016 年數據取自萬得；2020 年估算由作者計算。

2. 增加外資參與度對境內債市有所裨益

首先，市場匯集不同投資目標的投資者可激發更廣泛的投資策略，有助將資金推向更具生產力的行業。因此，鼓勵不同類別的境外投資者進入境內債市可助建立更多元化的投資者結構，激活市場交易，促進形成更具競爭力的市場，並進一步增加境內金融市場的規模和深度。

第二，促進外資持有中國債券，是增加人民幣在國際間使用量的一個關鍵。增加境外持有量是評估貨幣是否獲得廣泛使用的重要因素之一。然而，目前中國債券境外持有量遠低於國際貨幣的經濟體。以美國國債市場為例，美國國債市場投資者層面廣泛，包括金融機構、私人投資者及境外實體等。截至 2016 年底，政府實體（聯邦儲備局及地方政府）持有美國國債總值的 23%。此外，互惠基金及境外投資者亦是主要參與者，尤其是境外參與者持有量佔總存量超過 40%，其餘則由銀行（少於 5%）、保險公司以及信託和其他類別的投資者所持有（見圖 5）。由於債券通常是央行及全球基金經理的首選資產類別之一，對境外投資者而言，中國債券資產的交易及使用性，對於推進人民幣國際化及支持人民幣作為有意義的儲備貨幣至為重要。

圖 5：多元化投資者基礎所持美國主權債的存量佔比（至 2016 年底）



註：債務包括短期國債、票據、債券，以及特別的國家及地方政府系列證券。

資料來源：聯邦儲備局、美國財政部

第三，具市場深度及可提供多元類別工具、吸引長期投資者的債券市場可吸收境外資金流波動帶來的影響，提升全球投資者對持有人民幣計價資產的信心。2016 年人民幣匯率走弱，境外持有中國境內債券仍持續上升（見下文第 3 節）。即使外資涉足其他資產類別出現下跌，境外資金對債券資產始終「不離不棄」。因此，中期而言，外資參與中國債市預期將會持續增長，可抵銷資金流出的影響，對人民幣匯價起支持作用。

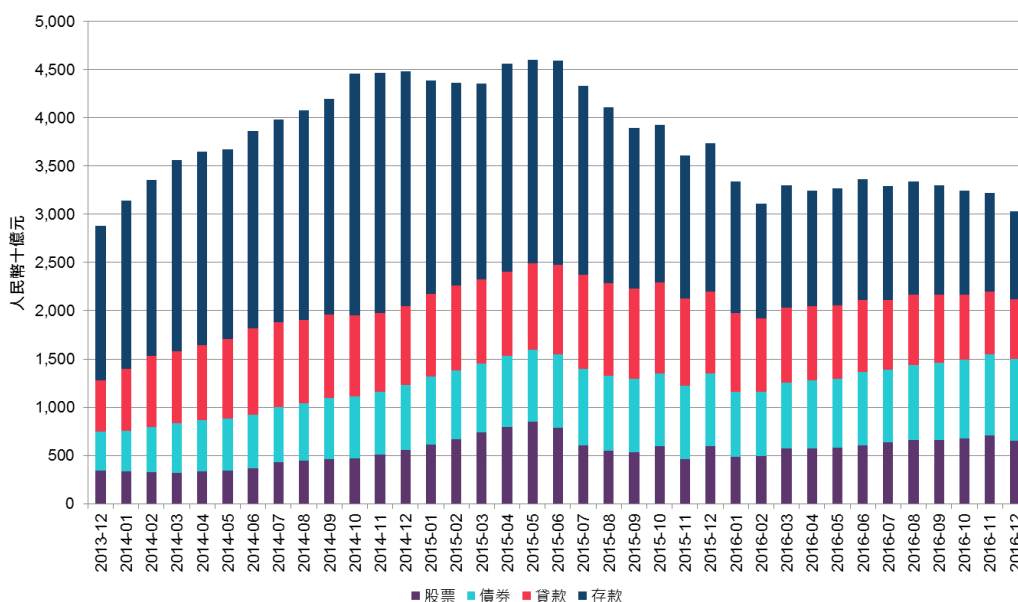
3. 目前外資持有境內債券的結構現狀

中國正逐步擴大接受外資參與境內債市的程度。隨著離岸人民幣中心在全球分佈日漸擴闊，中國與多個國家簽定雙邊貨幣掉期，過去五年審批 RQFII 及 QFII 計劃的合格投資者及投資額度不斷提速。同時人行亦加快審批境外機構進入銀行間債市。因此，流入中國在岸債市的境外資金一直穩步上揚。於 2016 年底，外資持有中國境內債券已創下人民幣 8,526 億元新高，較前一年增長 13%⁷。

圖 6 顯示，2016 年底外資所持中國境內資產（包括債券、股票、貸款及存款）達人民幣 30,300 億元。其中外資持有的債券及股票持續上升，而存款及貸款則大幅下滑。值得注意的是，債券資產佔整體外資持有資產由 2015 年底的 20% 升至 28%，同期存款佔比則由 41% 下跌至 30%（見圖 6），反映境外資金有大幅轉移至債券資產的配置趨勢。

⁷ 資料來源：萬得

圖 6：外資持有的各類中國境內資產規模（2013年12月至2016年12月）

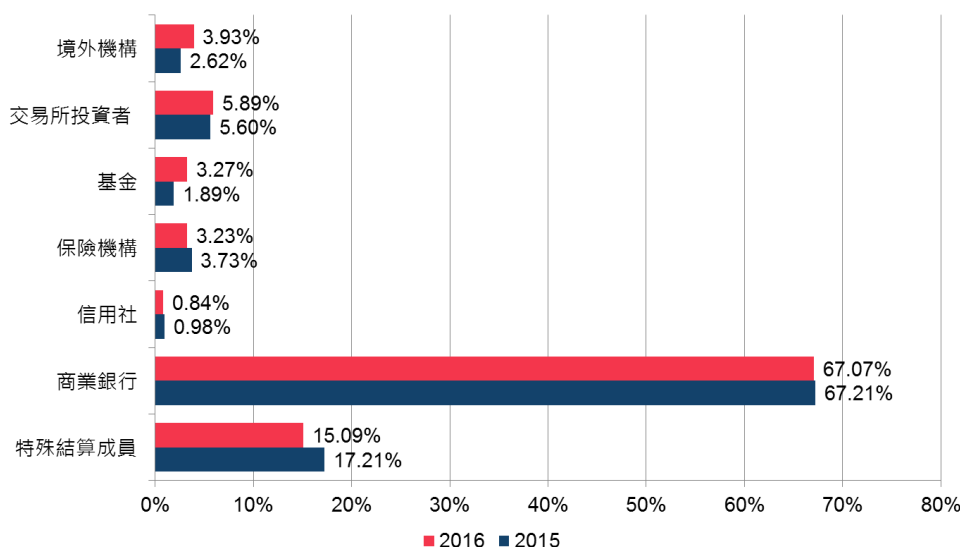


資料來源：人行

在債券配置中，大部分境外資金流向利率而非信用債。2016年境外參與者所持政府及政策性銀行債券增加了人民幣 2,330 億元，較 2015 年 350 億元人民幣飆升六倍⁸。外資在中國主權債券市場的佔比由 2015 年底的 2.62% 增至 3.93%（見圖 7）。

在 2016 年增持主權債券的投資者中，境外投資者佔總增量的 14%，僅次於全國性商業銀行（38%）及城市商業銀行（19%），是 2016 年中國主權債券第三大買家。相反，外資持有的信用債跌至人民幣 494 億元新低，只佔 2016 年底外資所持債券資產總值的 6%（見圖 8 及 9）。

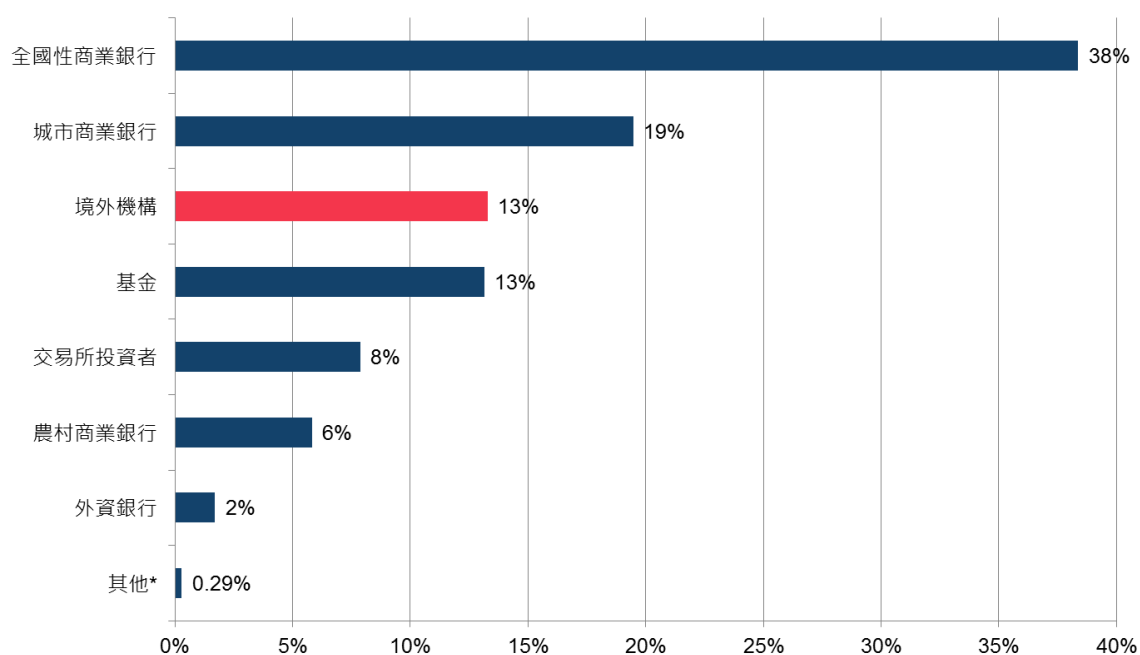
圖 7：不同投資者在中國主權債市中的佔比（2016 年底）



資料來源：萬得

⁸ 資料來源：萬得

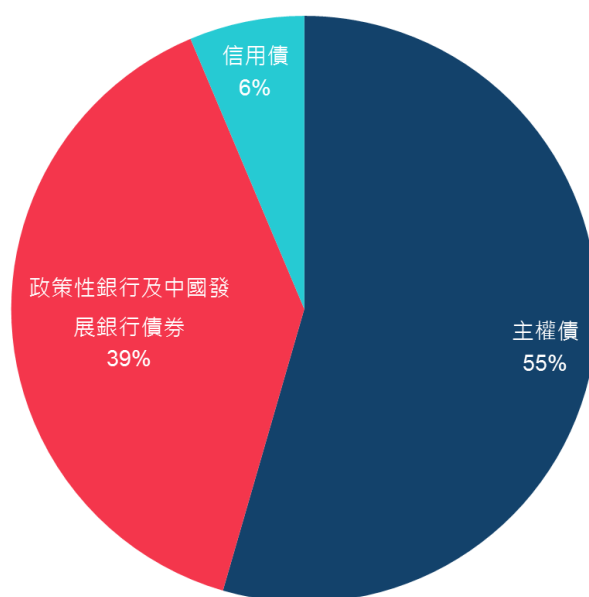
圖 8：不同投資者在 2016 年主權債券市場增量中的佔比 (2016 年)



註：不包括以下於 2016 年減持主權債券的投資者類別：特殊成員、農村合作銀行、信用社、證券公司及保險機構。「其他」包括村鎮銀行、其他商業銀行、非銀行金融機構、非金融機構、個人及其他機構。

資料來源：中債登網站。

圖 9：外資持有債券按類別價值的分佈佔比 (2016 年底)



註：境外持有信用債券包括中債登記錄的企業債券、中債登及上海清算所記錄的中期票據、以及上海清算所記錄的短期融資券及超短期融資券。

資料來源：萬得

外資所持主權債券比例增加，或反映出在近期中國債市信貸違約上升的情況下，境外投資者對中國資產取態較為審慎。鑑於中國市場基礎設施薄弱，特別是欠缺可信的信用評級公司，外資機構傾向持有主權債及高評級債券作為外匯儲備。然而，由於主要發達市場目前處於低（甚至負）的息率環境，將資金配置至收益率較高的資產及信用債券的誘因將會增強。在此前提下，只要中國的市場基礎設施及債市信用情況大幅改善，信用債券可能會較政府債券增長更快。

總體而言，2016年底外資持有中國債券佔債券總存量增至2.52%（2015年底：2.03%）⁹，在中國債市登記的境外機構共411家¹⁰。在現行市場開放計劃仍存限制的情況下，外資參與中國債市仍處於早期階段，顯示有必要推動創新措施，改良市場基礎設施、交易規則及金融產品，進一步拓展中國債市的闊度和深度。

4. 有關現行計劃的最新政策發展

過去，中國對金融市場開放曾持審慎態度，避免資金進出影響境內金融體系穩定性。因此，中國債市對外資參與一度較為封閉，令境內債券市場上的外資佔比一直處於偏低水平。及至近年，中國推出多項措施開放債市，配合資本賬市場化及人民幣國際化的快速發展。

現時中國允許境外投資者進入境內債券市場有三條渠道，分別為QFII、RQFII及人行合資格機構計劃，闡釋如下。

4.1 合格境外機構投資者(QFII)計劃

QFII計劃於2002年推出，最初只容許境外投資者進入交易所市場，包括買賣在交易所交易的債券，其後QFII計劃進行了多次大幅改革，降低境外機構的准入門檻並擴大投資範圍。2013年3月，監管機構放寬了QFII投資限制，允許QFII進入銀行間債券市場。2016年進一步放鬆管制，簡化了投資額度、資金匯入匯出安排的管理，並縮短本金鎖定期（詳見表2）。至2016年底，共向276家QFII發出873億美元投資額度¹¹。

4.2 人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃

作為QFII計劃的延伸，2011年12月推出RQFII計劃。在此計劃安排下，境外投資者可運用離岸人民幣資金投資於在岸資產。在首階段，中國基金管理公司及證券公司的香港附屬公司可申請RQFII牌照及投資額度投資於中國資本市場。其後，RQFII計劃擴展至更多國家及地區，包括發展中及發達國家。截至2016年底，總額度由初期的人民幣2,700億元增至人民幣15,100億元，已向175家RQFII發出合共人民幣5,280億元額度¹²。

與QFII計劃類似，RQFII計劃的規定已逐步放寬。2013年進行主要的政策調整，取消了「20%股市 / 80%債市」的資產配置限制，投資範圍亦擴展至股指期貨及銀行間債市定息產品等。

2016年，RQFII及QFII兩個計劃均獲大幅放寬。2月，國家外匯管理局（外管局）發布《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》。9月，人行及外管局共同發布《關於人民幣合格境外機構投資者境內證券投資管理有關問題的通知》。「新規」的修訂主要涉及QFII及RQFII的額度管理及資金匯兌等，這些向來都是影響外資參與者執行有效投資策略及資金配置的主要方面。修訂大致包括：

- (1) **針對投資額度的新管理辦法**：根據新規，投資額度根據資產規模一定百分比而非按原定投資額度限制所計算。此外，境外主權財富基金、中央銀行及貨幣當局的投資額度則不受限，可按實際需要申請額度。
- (2) **放寬本金額匯入及相關鎖定期**：新規移除了須於投資額度獲批之日起計六個月內匯入本金的限制，並將鎖定期縮短為累計匯入投資本金達人民幣1億元（RQFII）或2,000萬美元（QFII）之日起計三個月。
- (3) **放寬資金匯出**：新規允許RQFII於相關鎖定期屆滿後辦理資金匯出手續。QFII方面，匯出本金毋須再經外管局事先批准，不過資金匯出規模仍設月度限制。

⁹ 依據中債登網站數據計算

¹⁰ 資料來源：中債登網站

¹¹ 資料來源：外管局網站

¹² 資料來源：外管局網站

4.3 合資格機構進入內地銀行間債券市場（人行合資格機構計劃）

2010年人行推出該項試點計劃，容許合格境外機構使用離岸人民幣投資於銀行間債券市場。推出時合格機構包括境外央行或貨幣當局、離岸人民幣清算行及參與銀行等三類。同時，主權財富基金及國際組織亦可據此安排進入銀行間債券市場。

自2015年，此計劃再推出多項重要放寬措施，進一步便利境外投資者進入中國銀行間債市：2015年5月底，人行允許離岸人民幣清算行及參與銀行利用在岸債券持倉進行回購融資；2015年7月中，人行進一步放寬合格債券交易範圍，容許合格主體參與在岸銀行間債券市場的債券現券買賣、債券回購、債券借貸、債券遠期、利率互換及人行許可的其他交易，而毋須經人行事先批准或受任何額度限制。

2016年2月，人行發布「第3號公告」¹³，進一步放寬境外機構投資者進入銀行間債券市場的規則。首先，合格境外機構參與者類別擴展至所有合格境外機構投資者，包括商業銀行、保險公司、證券公司、基金管理公司、其他類別金融機構及人行認可的中長期機構投資者。第二，公告進一步放寬對境外投資者施行的外匯管理。第三，第3號公告實施宏觀審慎管理，因此不對個別投資者施加額度限制。為配合「第3號公告」的實施，2016年5月中國進一步頒布詳細規則，釐清境外機構投資者在銀行間債市的投資流程。

2016年的措施進一步開放境內債市，但仍有改進空間，例如：現時合格投資者的範圍仍限於金融機構；關於債券產品及額度等限制仍然存在；境內銀行間債券市場的准入程序可進一步簡化及釐清，以吸引更多外資參與。

表 2：目前 QFII、RQFII 及人行合資格機構計劃的主要架構

	QFII	RQFII	人行合資格機構計劃
監管批准	<ul style="list-style-type: none"> 中國證監會：QFII/RQFII 牌照 外管局：QFII 額度 人行：進入銀行間債券市場事先備案 		向人行事先備案
投資額度	<ul style="list-style-type: none"> 如申請的額度於基礎額度內，只需向外管局事先備案；如要求的額度超出基礎額度，須經審批 基礎額度根據資產規模一定比例計算 		<ul style="list-style-type: none"> 對境外機構投資者實施宏觀審慎管理 无明确投资额度要求，需向人行备案拟投资规模
合資格定息產品	<ul style="list-style-type: none"> 交易所市場：政府債券、企業債券、公司債券、可換股債券，等等 銀行間市場：債券現券 		<ul style="list-style-type: none"> 外匯儲備機構：所有債券現券、債券回購、債券借貸、債券遠期、利率互換、遠期利率協議等等 其他金融機構：所有債券現券及人行許可的其他產品，離岸人民幣清算行 / 參與銀行亦可買賣回購
外匯管理	在岸與當地託管商進行兌換	須匯入離岸人民幣（取自離岸）	在岸 / 離岸
匯入本金鎖定期	三個月	三個月，開放式基金則不設限	沒有
匯出頻次及限制	每日（僅開放式基金）及月度匯出限制	每日（僅開放式基金）	<ul style="list-style-type: none"> 累計匯出金額需符合一定比例規定
資料來源：截至 2016 年底資料。最新規則及政策見人行、中國證監會及外管局網站			

5. 約束外資參與的制度特徵

除了准入限制外，境內債市若干制度性特徵也值得關注及需要妥善處理，以便吸引更多外資積極參與境內債券市場。

¹³ 見「中國人民銀行公告 2016 年第 3 號」。

5.1 交易平台及產品相對分割

境內債市相對分割主要體現在交易工具、平台及其監管架構上。不同市場（主要為證券交易所及銀行間債券市場）提供不同的債務工具，負責監管的機構亦不相同。視乎交易的產品及市場，外資參與者須經不同監管機構審批。

	銀行間債券市場	交易所市場
監管機構	人行	中國證監會
交易平台	中國外匯交易中心	上海 / 深圳證券交易所
中央證券登記	中央國債登記結算有限責任公司（中債登） / 上海清算所	中國證券登記結算有限責任公司（中國結算）
可選工具	中央政府債、地方政府債、政策性銀行債、央行票據、企業債券、中期票據、短期融資券、商業銀行債券、金融機構債券、銀行間可轉讓定期存單、資產支持證券、回購、債券借貸、債券遠期、利率互換等等	中央政府債券、地方政府債券、企業債券、公司債券、可換股債券、資產支持證券、中小型企業發行的私募債
主要投資者	機構投資者（銀行、證券公司、保險公司、基金、財務公司、企業、離岸機構等等）	證券公司、保險公司、基金、金融公司、個人投資者、企業

資料來源：人行、中國證監會

境內的機構投資者主要在銀行間債市進行交易，導致逾 90% 債券交易量都發生在銀行間市場，在滬深交易所進行的交易少於 10%（2016 年數據）¹⁴。兩個交易平台各有其本身規定，並非所有產品都可同時在兩個市場上交易。基本上只有數類債券（政府債、企業債及公司債）可在銀行間及交易所市場同時交易，其餘（例如政策性銀行債、商業銀行債券、央行票據、中期票據、短期融資券、回購、債券借貸等等）只在銀行間市場交易。可換股債券及私募債則在交易所市場交易。

由於債市分割並涉及不同監管機構，導致流通量分散和市場深度有所限制。此外大部分對沖產品只在銀行間債券市場交易，給大部分外資參與者帶來風險，特別是基金及證券公司，因為他們大多數主要透過是 QFII 及 RQFII 安排進入交易所市場。

5.2 境內債市投資者基礎較為集中

另一個牽制中國債市流通量的主要因素是投資者結構高度集中。2016 年底，商業銀行持有債券存量佔整體比重為 58.5%。如計及特殊機構（主要為人行及政策性銀行），則銀行所持債券合計超過市場總存量的 60%。政府債券的持倉更為集中，銀行持有佔總存量約 80%。相比之下，其他非銀行金融機構（包括保險公司、基金及交易所參與者，他們買賣較為活躍）持有的債券存量佔整體的 32%¹⁵。

相對一面倒的投資者基礎不利于促進債市流通性。2016 年中國債券流通率為 2.79，遠遠低於美國，與當年日本、韓國進行貨幣國際化時，以及 90 年代商業銀行壟斷債市時的水平相比，亦有所不及¹⁶。中國債市流通比率低，可歸咎於投資者組合欠缺多元化以及商業銀行主導市場。投資者基礎多元化及因此而來的流通性，是中國債市健全發展以至人民幣國際化的兩大必要元素。

¹⁴ 資料來源：萬得

¹⁵ 資料來源：萬得

¹⁶ 詳見《People's Republic of China's financial market: are they deep and liquid enough for RMB internationalization?》，亞洲發展銀行工作論文，2014 年 4 月。

5.3 信用評級欠缺差異及透明度

現時，境內評級機構將近 90% 境內債券評為 AA 或以上級別¹⁷。中國債券（特別是信用債）的信用利差不足以抵償相關信用風險。與國際準則相比，境內評級機構在信用評級及評核指標方面與國際評級機構都存有重大差異，令境外投資者難以識別中國公司債券的信用價差。有必要將境內與國際評級標準及慣例接軌，以及容許國際評級機構參與境內市場，境外投資者方可更容易追蹤中國信用質素，從而更準確判斷相關的信用風險。

6. 可行改善方案

為進一步推動外資參與中國境內債市，或可考慮以下改善方案：

6.1 整合交易平台及現有外資參與計劃

市場規模及流通量是決定債市交易及定價效率的主要因素。如第 5 節所述，現時大部分中國境內債券的發行及交易仍分為銀行及交易所兩個市場，只有小部分可在兩個市場同時交易。此外，兩個市場的成交量亦相對不平衡，銀行間市場的成交佔比超過 90%，而交易所債券流通量則相對極低。

通過 QFII 及 RQFII 計劃的外資參與者（例如證券公司、基金或中小型機構投資者）大多只可進入交易所市場，因為銀行間市場的准入規定及交易成本相對較高。交易所市場流通量低且規模小，導致該市場的信用利差較高、對沖能力也較弱。整合交易平台可促使流通量達到足夠規模以改善定價能力。

此外，近期 QFII 及 RQFII 計劃的政策改革，使彼此在投資額度及資金匯兌方面的政策更為相近，日後兩項制度有可能更為劃一或整合，以減低交易成本及更有效形成更多元的投資者基礎。

6.2 加快跨境產品創新，將離岸外匯產品優勢與境內債市有效連接

外資增持中國債券，相關風險管理的需求也就上升。為便利分散人民幣債券投資風險，境內債市必須推出更多工具。此外，境外投資者投資人民幣債券時需要對沖人民幣匯率風險，這方面外匯工具亦很重要。雖然近期境內匯市進一步向境外投資者開放，但利用離岸市場對沖優勢及充裕的產品供應，也是另一種對沖境內債券資產的有效方式。香港交易所於 2017 年 4 月 10 日推出五年期中國財政部國債期貨（國債期貨）合約，為全球首隻對離岸投資者開放的在岸利率產品，為境外投資者提供了管理人民幣利率風險頭寸高效、透明及便捷的工具¹⁸。

離岸人民幣市場的優點在於任何人都可自由進出，包括私人部門主體。離岸外匯市場的流通量亦大幅改善，離岸人民幣交易相對在岸交易的比重已顯著提高。香港離岸人民幣市場為持續發展人民幣衍生產品及對沖工具提供了穩健基礎，可便利外資參與者對沖持有中國債券資產及外匯波動風險，進行相應的風險管理。

6.3 接通在岸與離岸債市，以實現境內市場與國際規範的深度融合

一如滬 / 深港通計劃，設立連接在岸與離岸債市的跨境平臺，開展內地與香港債券市場互聯互通合作（債券通）是進一步便利人民幣債券交易及提高定價效率的可行方案，通過香港與內地債券市場基礎設施機構聯接，境內外投資者可以買賣兩個市場流通的債券。

從交易角度而言，債券通可促成債市跨境融合，提升流通量，實現交易所債券市場與銀行間債券市場對接。此外，市場整合後可帶來更多標準化的工具，為人民幣計價資產開發出更多價格基準，改善中國債券資產的定價效率。

¹⁷ 資料來源：萬得

¹⁸ 參閱《香港交易所五年期中國財政部國債期貨 — 全球首隻可供離岸投資者交易的人民幣債券衍生產品》，香港交易所研究報告，2017 年 4 月

雖然國際投資者目前可以直接參與境內人民幣市場（包括匯市及債市），離岸市場仍然是支撐人民幣作為全球貨幣的主要場所。基於香港的離岸金融環境及基礎設施發展成熟，跨境債券通計劃可為境外投資者紓減監管壓力，並提供更便捷的制度條件，例如提供符合國際標準的信用評級以及最佳的投資者保障。

對內地投資者而言，債券通亦可提供一系列的國際債券，配合他們的全球資產配置策略。通過與專業國際投資者共同參與國際交易平台，內地投資者亦可增加面對國際市場慣例及規例的經驗。從這個角度，債券通將助推提升內地境內債市的深度及廣度，培養更成熟及專業的投資者基礎。

免責聲明

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。本文資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

