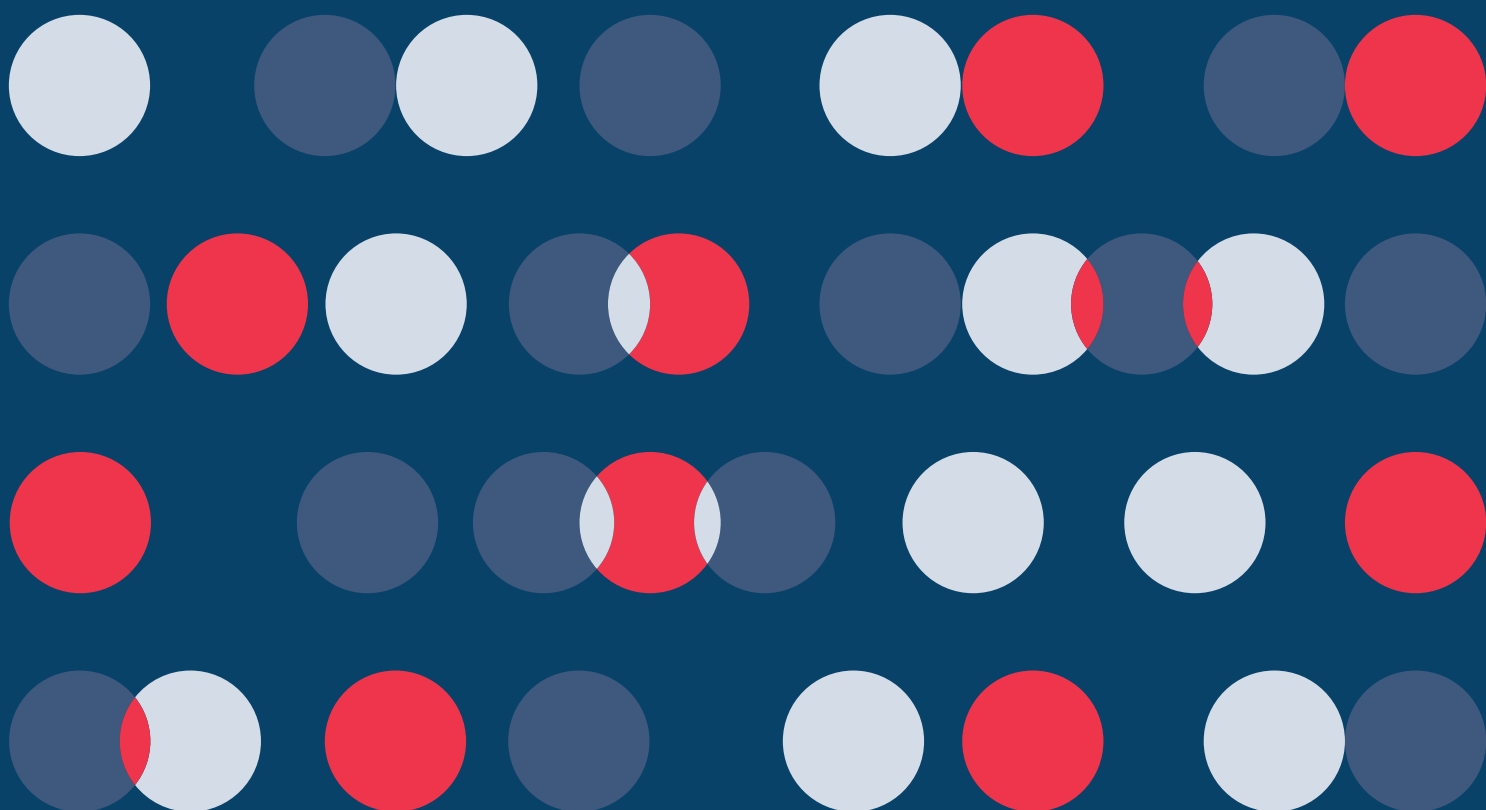


2019年1月

研究報告

債券通與中國債券市場更深層次開放展望



目錄

頁數

摘要	1
1. 「引進來」：境外機構參與中國債券市場的政策演進、現狀及展望	2
1.1 境外機構來中國境內發行債券	2
1.1.1 政策演進	2
1.1.2 現狀及展望	3
1.2 境外機構投資中國債券市場	4
1.2.1 政策演進	4
1.2.2 現狀及展望	6
2. 「走出去」：境內機構參與境外債券市場的政策演進、現狀及展望	7
2.1 境內機構赴境外發債	7
2.1.1 政策演進	7
2.1.2 發展現狀及展望	8
2.2 境內機構投資境外債券	9
2.2.1 政策梳理	9
2.2.2 發展現狀及展望	9
3. 離岸業務：錨定中國債券市場標的的產品開發及交易	11
3.1 大力發展離岸人民幣債券市場及推動相關基礎設施建設	11
3.2 債券通項下境外投資者之間直接開展交易	11
3.3 境外投資者運用所持有中國債券進行擔保品管理、質押融資等業務	12
3.4 在離岸市場開發和交易債券期貨等風險管理工具	12

摘要

中國債券市場從上世紀 80 年代的國債櫃檯交易起步，經歷交易所市場和銀行間市場的演變和發展，至今已成為全球第三大債券市場，並實現了一系列有效的制度改革和機制優化，如改革發行審核制度、建立行業自律組織、完善做市交易機制等；特別是近十年，在與人民幣國際化良性互動的背景之下，中國債券市場更是加快了對外開放的步伐。「債券通」的成功推出、有關機構宣布擬將中國債券納入國際主流債券指數（如彭博-巴克萊綜合指數）等里程碑事件，凸顯了中國債券市場深化開放所取得的成績以及環球市場對中國債券市場開放的認可。

縱觀中國債券市場的開放，是一個雙向開放的過程，主要圍繞「引進來」和「走出去」兩個方面展開。在「引進來」方面，表現為逐步放開境外機構在境內發行債券和進行債券投資；與之相應，在「走出去」方面，主要表現為有序推進境內機構境外發行債券和開展境外債券投資。展望未來，參考美歐等成熟債券市場的經驗，中國債券市場可在進一步深化雙向開放的基礎上，探索另一個維度的開放，即從「引進來」和「走出去」的跨境範疇拓展至離岸領域，在搭建和發展離岸人民幣債券市場的同時，允許和推動在離岸市場開展錨定中國債券市場標的的金融產品開發和交易，進一步增強人民幣在海外金融市場的計價和結算功能。

1. 「引進來」：境外機構參與中國債券市場的政策演進、現狀及展望

1.1 境外機構來中國境內發行債券

1.1.1 政策演進

境外機構在中國境內發行人民幣債券業務（俗稱「熊貓債」）試點先於境外機構投資中國債券市場。早在 2005 年 2 月，中國人民銀行（人行）、財政部、國家發展和改革委員會（發改委）及中國證券監督管理委員會（證監會）就已經發布《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》，允許國際開發機構在中國境內發行人民幣債券。在此指引下，2005 年 10 月，國際金融公司和亞洲開發銀行率先在全國銀行間債券市場發行人民幣債券，成為中國債券市場首批引入的境外發行主體。2010 年 9 月，根據發債主體的實際資金使用需求，四部委適時修訂了《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》，其中非常重要的一項改進是允許發債資金可購匯匯出境外使用。此後，配合人民幣國際化工作的推進，人行又先後於 2014 年 10 月和 2016 年 12 月從跨境人民幣結算政策角度，對境外機構境內發行債券（含債務融資工具）的賬戶安排和資金匯兌予以了明確和完善。2018 年 9 月，人行和財政部再次聯合發布公告，將國際開發機構人民幣債券發行納入境外機構在境內發行債券框架予以統一管理，進一步完善了境外機構在銀行間債券市場發行債券的制度安排。

「熊貓債」市場的開放，是相關操作流程不斷簡化、制度規則逐步與國際接軌的過程。經過十多年的發展和完善，「熊貓債」已受到越來越多市場參與者的關注和青睞，發行主體不斷擴大，市場規模亦穩步增長。

表 1：境外機構來中國境內發行債券的主要政策梳理及演進

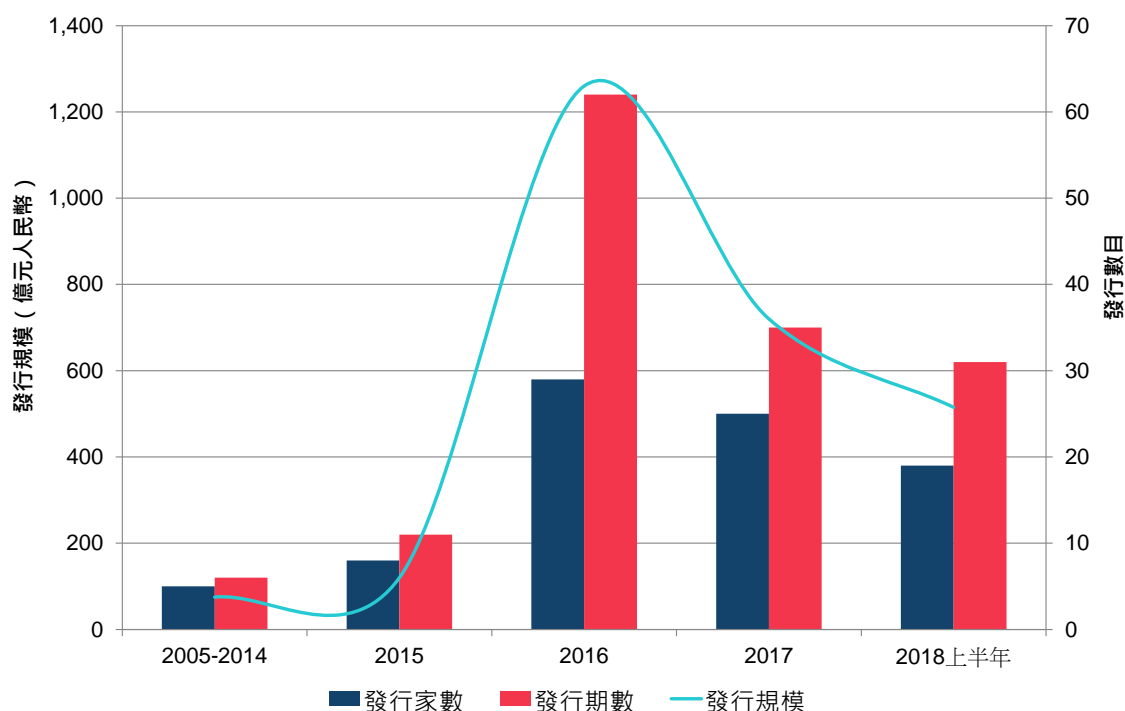
年份	有關法規	主要內容及改進
2005	《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》 (人行、財政部、發改委、證監會公告 [2005]第 5 號)	(1) 財政部負責受理申請，會同人行、發改委、證監會進行審核，報國務院同意； (2) 人行對債券發行利率進行管理； (3) 發行人民幣債券所籌集的資金，應用於中國境內項目，不得換成外匯轉移至境外。
2010	《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》 (人行、財政部、發改委、證監會公告 [2010]第 10 號)	經國家外匯管理局批准，國際開發機構發行人民幣債券所籌集的資金可以購匯匯出境外使用。
2014	《關於境外機構在境內發行人民幣債務融資工具跨境人民幣結算有關事宜的通知》 (銀辦發[2014]221 號)	明確境外非金融企業在境內發行人民幣債務融資工具的跨境資金收付安排，允許所籌集資金以人民幣形式匯出境外。
2016	《關於境外機構境內發行人民幣債券跨境人民幣結算業務有關事宜的通知》 (銀辦發[2016]258 號)	跨境人民幣收付政策的適用範圍由境外非金融企業拓展至境外機構（含外國政府類機構、國際金融組織、國際開發機構以及各類金融機構和非金融企業）
2018	《全國銀行間債券市場境外機構債券發行管理暫行辦法》 (人行、財政部公告[2018]第 16 號)	將國際開發機構人民幣債券發行納入境外機構在境內發行債券框架內統一管理，完善了境外機構在銀行間債券市場發行債券的制度安排，促進相關制度規則與國際接軌。

資料來源：根據公開資料整理。

1.1.2 現狀及展望

從發行情況來看，2014年之前，熊貓債市場發展相對緩慢，發行主體和規模均比較有限；2015年之後，隨著熊貓債跨境結算政策的明確以及市場環境的改善，發債主體數量和融資規模均呈現較快增長，尤其是2016年在境內外人民幣融資利率「倒掛」的助推下，達到歷史峰值。2017年以來熊貓債發行規模雖有所回調，但市場整體仍然有序發展，發行主體進一步多元化。其中值得一提的是，匈牙利政府在銀行間債券市場成功發行3年期人民幣債券，成為首單通過「債券通」管道面向境內外投資者完成發行的外國主權政府人民幣債券。2018年熊貓債市場繼續發力，上半年累計發行規模514.9億元，已超過2017年全年發行總額的70%；其中，銀行間市場發行412.6億元，佔比逾80%¹。

圖 1：熊貓債業務啟動以來發行規模年度統計



資料來源：聯合資信。

截至2018年7月末，共有57家境外機構在中國銀行間市場進行發行註冊或獲得發行核准，核准金額約等值人民幣4,533億元，其中包括4,337億元的人民幣債券，以及等值人民幣196億元的國際貨幣基金組織特別提款權（SDR）計價債券；其中，已發行89單，總規模為等值人民幣1,747.4億元²。境外發行人類型亦較為多元化，基本涵蓋了國際開發機構、政府類機構、金融機構和非金融企業等，其中以境外非金融企業融資需求為主，擬發債規模佔75%²。

展望未來，熊貓債市場將在新的管理辦法、人民幣國際化、「一帶一路」戰略以及債券通等「四驅」因素下繼續朝縱深發展。首先，新的管理辦法進一步與國際接軌，簡化了發行審核和備案機制，確定了適當的會計準則和便捷的資金匯路安排，將會增強對境外潛在發行主體的吸引力。其次，人民幣國際化將會持續派生境外主體在人民幣資產和負債端的主動管理需求，進而進一步帶動熊貓債市場的發展。第三，目前已有多个「一帶一路」沿線國家成功發

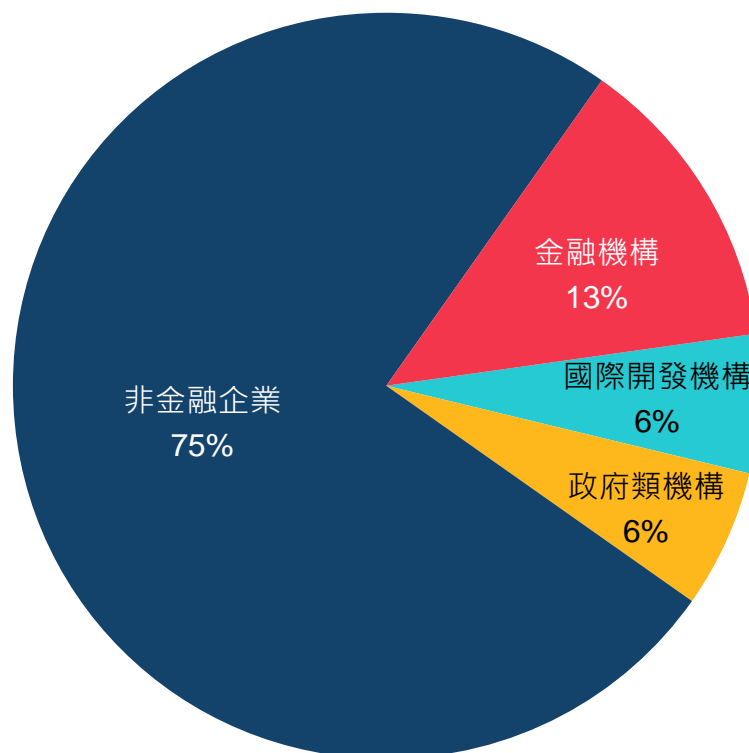
¹ 資料來源：聯合資信。

² 2016年，世界銀行和渣打銀行先後在中國銀行間債券市場發行20億和1億SDR計價債券。

² 資料來源：中國銀行間交易商協會。

行熊貓債，在監管層大力推動「一帶一路」債券的背景下，熊貓債的發行主體將更加多元，規模將進一步增長。第四，債券通與熊貓債分別反映了境外主體的投資和融資需求，兩者將相輔相成，互相推動。熊貓債市場的發展有助於向投資者提供更多國際投資者熟悉的優質債券標的；債券通則為熊貓債引入更加多元的境外投資主體，並提供便捷有效的投資通道。

圖 2：熊貓債發行主體構成（2018 年 7 月末）



資料來源：中國銀行間交易商協會。

1.2 境外機構投資中國債券市場

1.2.1 政策演進

2005 年，泛亞債券指數基金和亞債中國基金以個案試點的形式獲准進入中國銀行間債券市場開展投資。2010 年 8 月，配合人民幣國際化進程，為滿足境外主體持有人民幣的增值需求，拓寬人民幣資金回流管道，搭建良性的人民幣跨境迴圈機制，人行適時啟動了中國銀行間債券市場的對外開放，允許境外中央銀行或貨幣當局、境外人民幣清算行和參行等三類機構申請進入銀行間債券市場進行投資。2011 年，人行、證監會和國家外匯管理局（外匯局）聯合推出人民幣合格境外機構投資者（RQFII）試點，允許其參與中國債券市場投資；2013 年，政策當局在進一步鬆綁 RQFII 政策的同時，向合格境外機構投資者（QFII）開放中國銀行間債券市場。2015 年，人行先後多次出台相關法規，進一步拓寬銀行間債券市場可投資業務品種的範圍；2016 年 3 號公告更是推動境內銀行間債券市場全面向境外各類金融機構開放，進一步簡化申請流程且不再設額度限制。2017 年 7 月 3 日，另一項具有里程碑意義的舉措——「債券通」正式開通，境外投資者可以沿用其所熟悉的國際操作習慣（交易系統、交易方式、結算方式等）參與內地銀行間債券市場投資，極大地提高了境外投資者參與中國債券市場投資的可操作性和可複製性，境外機構參與境內債券市場的數量和規模均呈現較快增長。

年份	有關法規	主要內容及改進
2010	《關於境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試點有關事宜的通知》 (銀發[2010]217號)	境外央行及貨幣當局、人民幣清算行和參加行等三類機構可在核准額度內投資中國銀行間債券市場。
2011	《基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》及相關實施細則 (證監會令第76號、銀發[2011]321號、匯發[2011]50號等)	境內基金公司及證券公司的香港子公司在獲得證監會授予資格後，在外匯局核准範圍內運用在香港募集的人民幣資金投資境內證券市場。其中，投資於固定收益證券(含債券和各類固定收益類基金)應不少於80%；投資銀行間債券市場的，需另行向人行申請。
2013	《人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》及相關實施細則 (證監會令第90號、銀發[2013]105號、匯發[2013]9號等)	取代了2011年頒佈的有關管理辦法。RQFII業務擴大到香港以外的獲人行授予額度的其他國家和地區，可申請的機構類型與QFII保持一致。RQFII關於權益類證券與固定收益類證券之間的投資比例限制被取消。
	《關於合格境外機構投資者投資銀行間債券市場有關事項的通知》 (銀發[2013]69號)	經人行同意後，QFII可以在獲批的投資額度內投資銀行間債券市場。
2015	《關於境外人民幣業務清算行、境外參加銀行開展銀行間債券市場債券回購交易的通知》 (銀發[2015]170號)	已獲准進入銀行間債券市場的境外人民幣業務清算行和境外參加行可以開展債券回購交易。
	《關於境外央行、國際金融組織、主權財富基金運用人民幣投資銀行間市場有關事宜的通知》 (銀發[2015]220號)	對境外央行類機構簡化了入市流程，取消了額度限制，投資品種拓寬至包括債券現券、債券回購、債券借貸、債券遠期，以及利率互換、遠期利率協議等。
2016	中國人民銀行公告[2016]第3號	中國銀行間債券市場進一步向境外投資者開放，機構類型拓展至各類金融機構、投資產品和人行認可的其他中長期投資者；同時取消境外機構投資額度限制，簡化管理流程。
2017	《內地與香港債券市場互聯互通合作管理暫行辦法》 (人行令[2017]第1號)	債券通開通，與其他管道並行。境外投資者可沿用其所熟悉的電子交易平台、交易方式、託管和結算安排更加便捷地投資中國銀行間債券市場；同時允許境外投資者參與債券的發行認購。

資料來源：根據公開資料整理。

	結算代理行模式	債券通模式
交易前準備環節		
賬戶開立	需要在境內開立資金和債券託管賬戶等	沿用境外現有資金和債券託管賬戶
預存資金	需向境內資金賬戶匯入預存資金	無需
入市手續	主要由境內結算代理行代為辦理	由債券通有限公司(債券通公司)提供入市輔導協助
交易執行環節		
交易方式	詢價錄入、請求報價、點擊成交等方式	請求報價電子交易方式
操作平台	中國外匯交易中心(CFETS)債券交易系統	透過國際電子交易平台

³ 具體參見香港交易所2017年11月15日的研究報告《助推中國金融市場開放——債券通的制度創新及影響》(載於香港交易所網站)。

表 3：債券通模式與結算代理行模式主要不同點比較³

	結算代理行模式	債券通模式
交易品種	銀行間債券市場現券及衍生品、回購	目前為現券交易，有待進一步拓展
交易對手	由結算代理行代為與對手方進行交易	直接與對手方進行報價交易
價格發現	透過代理行報價，透明度有待提高	報價較透明，利於價格發現
交易後託管結算		
託管結構	一級託管	多級託管與名義持有人制度
資金結算	通過中國現代化支付系統（CNAPS）完成	通過中國跨境銀行間支付系統（CIPS）完成

1.2.2 現狀及展望

中國銀行間債券市場自 2010 年對外開放以來，境外投資者數量逐年增長；尤其在 2017 年債券通的帶動下，結算代理行模式和債券通管道更是形成良性互動的局面，共同促使境外投資者數量的大幅提升（見圖 3）。截至 2018 年第三季度末，結算代理行模式和債券通途徑下參與境內銀行間債券市場的境外投資者分別達 726 和 445 家⁴。從存量規模來看，境外機構投資境內銀行間債券市場的餘額亦穩步攀升。截至 2018 年第三季度末，境外機構持有境內銀行間債券市場餘額接近 1.7 萬億元人民幣，較債券通開通前增長超過 100%（見圖 4）。

從境外機構的整體參與度來看，中國債券市場與其他發達債券市場相比仍然較低。目前境外投資者持有中國債券的總體比例僅佔 2% 左右，持有中國國債的比例約 4%，有待進一步提升（見圖 5），但這同時也反映了中國債券市場對外開放具有廣闊的潛在空間⁵。

圖 3：中國銀行間債券市場境外投資者數量

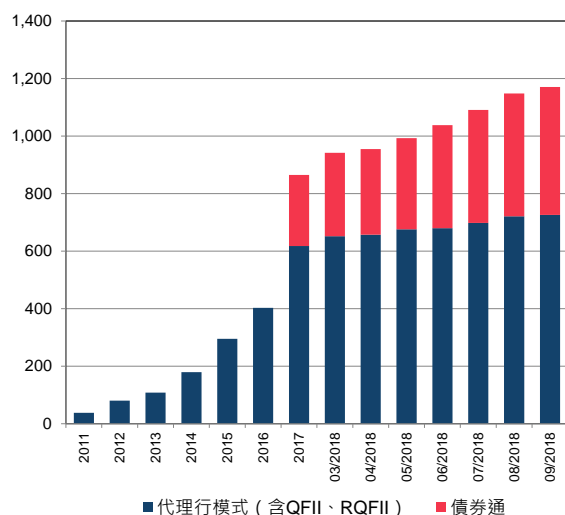
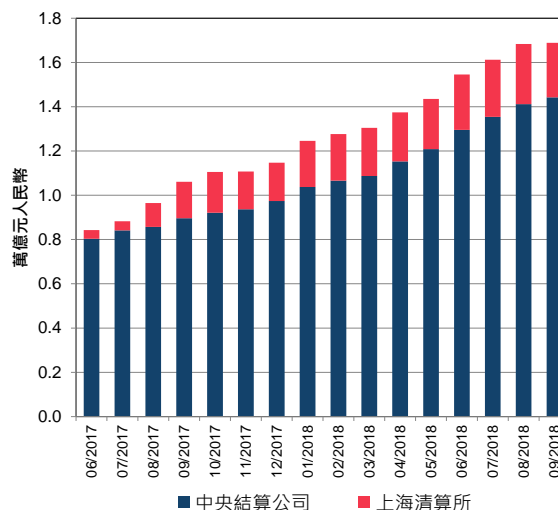


圖 4：境外機構持有銀行間債券市場餘額（萬億元）

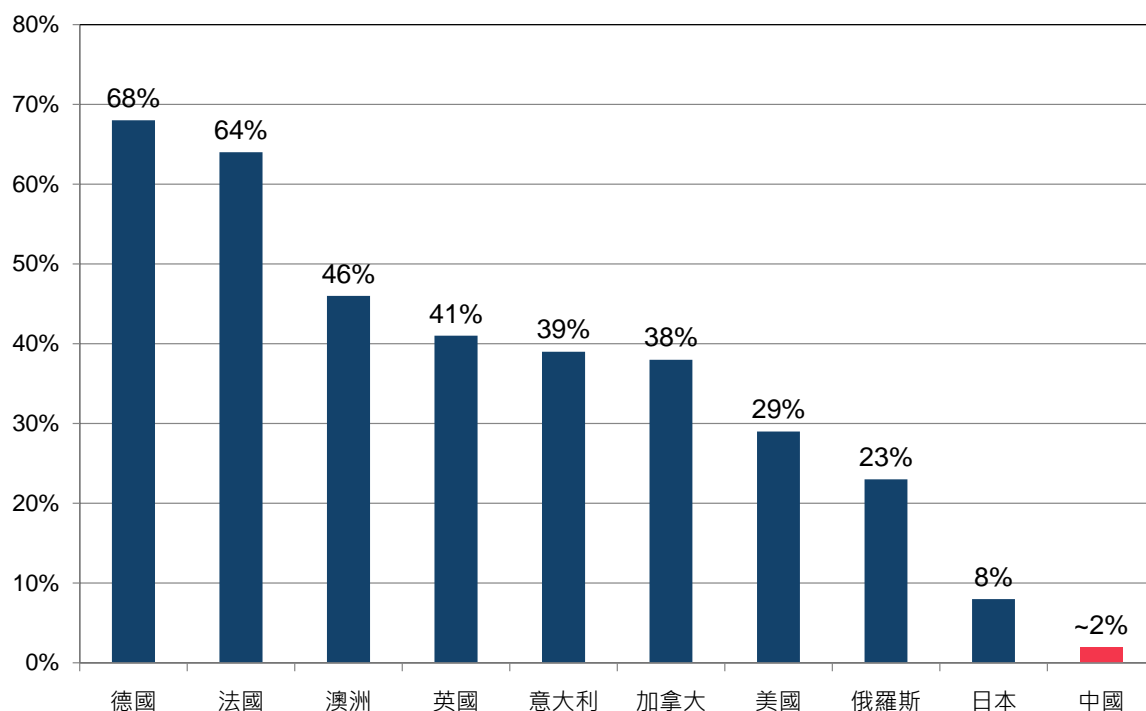


資料來源：中國外匯交易中心、債券通公司、中央國債登記結算有限責任公司（中央結算公司）、上海清算所。

⁴ 數據來源：中國外匯交易中心、債券通有限公司。統計到具體產品層面；另外，結算代理行模式和債券通管道下的境外投資者在統計時有交叉。

⁵ 具體參見香港交易所 2017 年 5 月 16 日的研究報告《進軍中國境內債券市場－國際視角》（載於香港交易所網站）。

圖 5：債券市場境外機構參與度的國際比較



資料來源：國際清算銀行。

展望未來，一方面，在中國債券市場納入主要國際債券指數（如彭博-巴克萊綜合指數）的背景下，那些追蹤指數的大型資產管理公司將相應配置更多資金投資中國債券市場⁶；另一方面，隨著人民幣加入 SDR 的影響持續發酵，境外央行、主權財富管理基金等機構亦會穩步增加配置人民幣債券資產；結合這兩方面的推力，可以預見的是，投資中國債券市場的境外機構數量和資金規模將持續增長，佔比將穩步提升。另外，債券通項下的機制完善和產品擴容，以及國內信用評級逐步與國際接軌等趨勢在提升境外機構整體參與度的同時，亦將推動境外主體投資中國債券市場的產品結構和期限結構進一步多元化。

2. 「走出去」：境內機構參與境外債券市場的政策演進、現狀及展望

2.1 境內機構赴境外發債

2.1.1 政策演進

早在上世紀八十年代，人行就出台了相關規定，探索對境內機構在境外發行債券業務予以規範管理。進入本世紀以來，隨著《國務院辦公廳轉發〈國家發展計劃委員會、中國人民銀行關於進一步加強對外發債管理的意見〉的通知》和 2003 年 1 月《外債管理辦法》的出台，以及 2007 年《境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券管理暫行辦法》的發布，基本確立了境內機構境外發債業務的嚴格審批核准制度。近年來，在進一步深化改革開放的背景下，境內機構境外發債業務也完成了從審批制到登記備案制的轉變，並建立了本外幣一體化、全口徑跨境融資審慎管理的機制，推動境內機構境外發債業務進入了發展的快車道。

⁶ 2018 年 3 月 23 日，彭博宣布計劃從 2019 年 4 月開始，分步將人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券納入彭博巴克萊全球綜合指數。具體參見香港交易所 2018 年 6 月 7 日的研究報告《將中國納入全球債券指數：現況與前景》（載於香港交易所網站）。

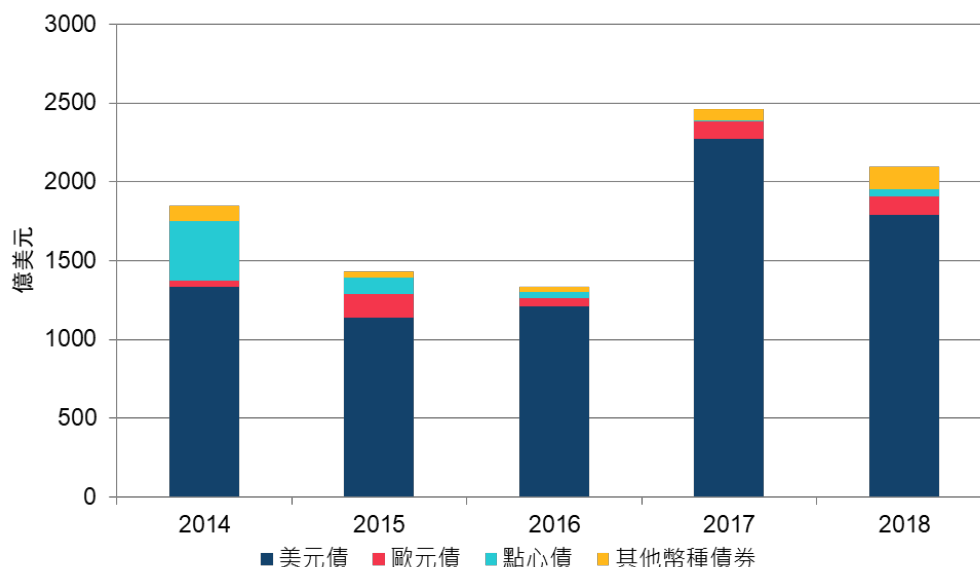
年份	有關法規/舉措	主要內容及改進
2015	《關於推進企業發行外債備案登記制管理改革的通知》 (國家發改委外資[2015]2044號)	取消企業發行中長期外債的額度審批，實行備案登記管理制度，並將人民幣及其他幣種的境外債券納入統一管理。
2016	《2016年度企業外債規模管理改革試點工作》 (國家發改委)	選擇 21 家企業開展 2016 年度外債規模管理改革試點。試點企業在年度外債規模內，可自主選擇發行視窗，分期分批發行，不再進行事前登記。鼓勵外債資金回流結匯，由企業根據需要在境內外自主調配使用。
	《四個自貿區所在省市外債規模管理試點工作》 (國家發改委)	轄區內註冊的地方企業境外發行債券，由地方發改委負責出具借用外債規模登記證明。鼓勵轄區內企業境內母公司直接發行外債，並根據實際需要回流境內結匯使用，用於支持「一帶一路」等國家重大戰略和重點領域投資。
	《中國人民銀行關於在全國範圍內實施全口徑跨境融資宏觀審慎管理的通知》 (銀發[2016]132號)	將境內機構境外發債的資金匯回與境外借款等融資業務納入本外幣一體化管理，與融資主體的資本或淨資產掛鉤，受融資槓桿率和宏觀審慎參數調節。
2017	《關於進一步推進外匯管理改革完善真實合規性審核的通知》 (匯發[2017]3號)	規定債務人可通過向境內進行放貸、股權投資等方式將擔保項下的資金直接或間接調回境內使用。

資料來源：根據公開資料整理。

2.1.2 發展現狀及展望

伴隨著境外發債政策的鬆綁，近年來境內機構或出於低廉的境外融資成本、或出於簡便的境外發債流程、或出於國際戰略佈局等方面的考慮，越來越多地選擇赴境外發行債券融資，發債規模屢創新高。值得一提的是，據彭博統計，2017 年年度發債接近 2,500 億美元，較 2016 年增長近 85%；2018 年在境內外發行條件不利的市場環境下仍然保持較高規模。從幣種結構來看，涉及美元、歐元、澳元以及人民幣點心債等；其中美元債規模最大，點心債規模有所回暖（見圖 6）。

圖 6：中資機構境外發債年度規模



資料來源：彭博。

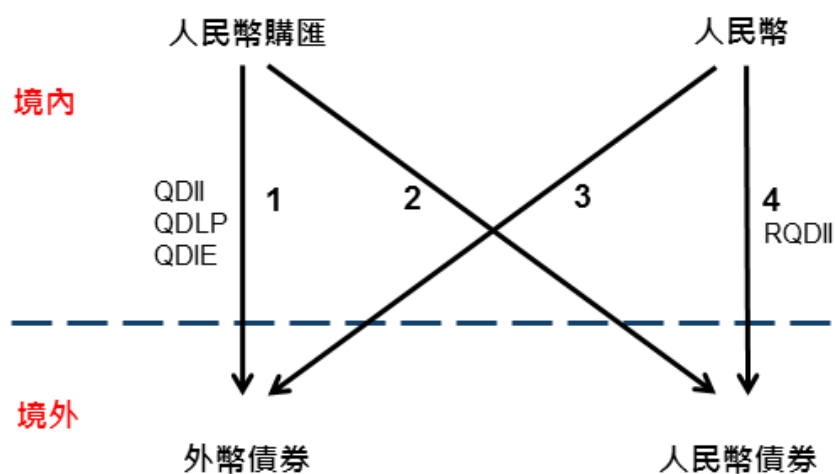
展望未來，在境內外融資業務聯動日趨緊密的趨勢下，並結合「一帶一路」國家戰略的政策支持以及市場主體國際化佈局的自發驅動，境內機構境外發債業務的市場需求預計將會持續增長。另外，從市場條件來看，中國財政部在香港的人民幣債券發行已形成一條相對完整的基準收益率曲線，為其他中資機構的人民幣債券發行、人民幣資產定價及風險管理提供了重要參考；財政部於 2017 年第四季度重啟美元債發行，也在一定程度上有利於搭建中資海外美元債的基準收益率曲線。中資機構境外本外幣債券融資基準價格曲線的逐步完善，無疑將會推動其海外發債業務的進一步發展。

2.2 境內機構投資境外債券

2.2.1 政策梳理

總體來說，關於境內機構投資境外債券業務，其政策和路徑因主體類型不同而有所差異。不同類型的境內主體可根據不同的路徑安排，選擇以人民幣、人民幣購匯、以及自有外匯這三種資金跨境形態開展相應的境外本外幣債券投資。其中，以自有外匯資金形式參與境外債券投資這一途徑主要適用於銀行類金融機構，該業務納入外匯綜合頭寸管理，不受購匯額度或資金匯出額度限制；對於絕大多數非銀行類機構投資者而言，基本上均採用人民幣購匯或人民幣資金跨境形式參與境外債券市場，且需獲得相應的資格和額度，具體路徑見圖 7 所示。

圖 7：境內非銀行類機構境外債券投資的主要路徑



其中，第 1 種路徑主要包括合格境內機構投資者(QDII)，以及地方試點的合格境內有限合夥人(QDLP) (上海等試點)、合格境內投資企業(QDIE) (深圳試點) 等政策管道；第 2 種路徑亦屬於 QDII 的政策範疇，但實際業務需求不大；第 4 種路徑主要指人民幣合格境內機構投資者(RQDII)業務；第 3 種路徑雖存在較大市場需求，但目前尚未開通。

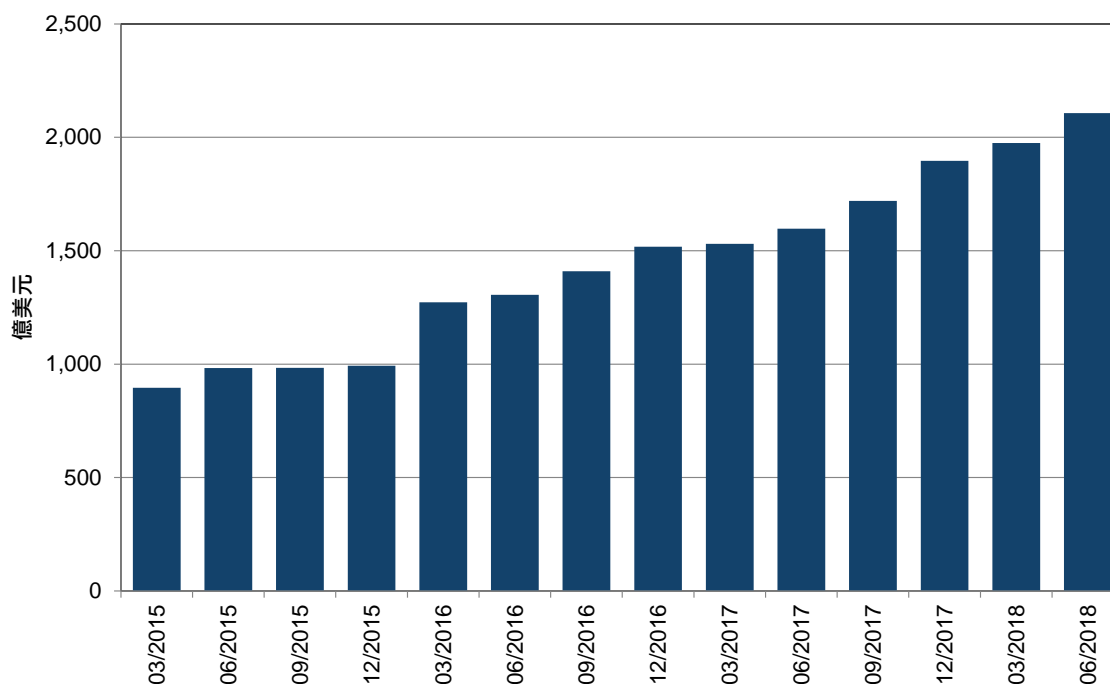
2.2.2 發展現狀及展望

與境外機構投資境內債券市場的勢頭基本匹配，近年來境內主體投資境外債券市場的規模亦不斷攀升。截至 2018 年上半年末，在不包含外匯儲備資產的統計口徑下，中國對外債券資產餘額為 2,107 億美元，約佔對外全部證券投資的 40%⁷。從路徑來看，以境內銀行以自有

⁷ 資料來源：國家外匯局《中國國際投資頭寸表》。

外匯資金開展境外外幣債券投資的方式佔絕大比重，以 QDII 和 RQDII 方式開展的境外債券投資規模則相對較小。

圖 8：中國對外債券資產餘額



資料來源：國家外匯管理局《中國國際投資頭寸表》。

展望未來，出於全球化資產配置和風險管理的考慮，境內機構境外債券投資的市場需求無疑將持續增長。從政策配套支持的角度，以下三個方向的完善或值得期待：

第一，擴大利用自有資金參與境外債券投資的主體範圍。目前，獲准以自有資金開展境外債券投資的主體主要限於商業銀行，中國證監會自 2018 年開始對部分證券公司下發跨境業務無異議函，允許其以自有資金開展跨境業務，在外匯監管部門的配合下，該試點業務有望進一步落實和鋪開，或擴大至其他類型的金融機構。

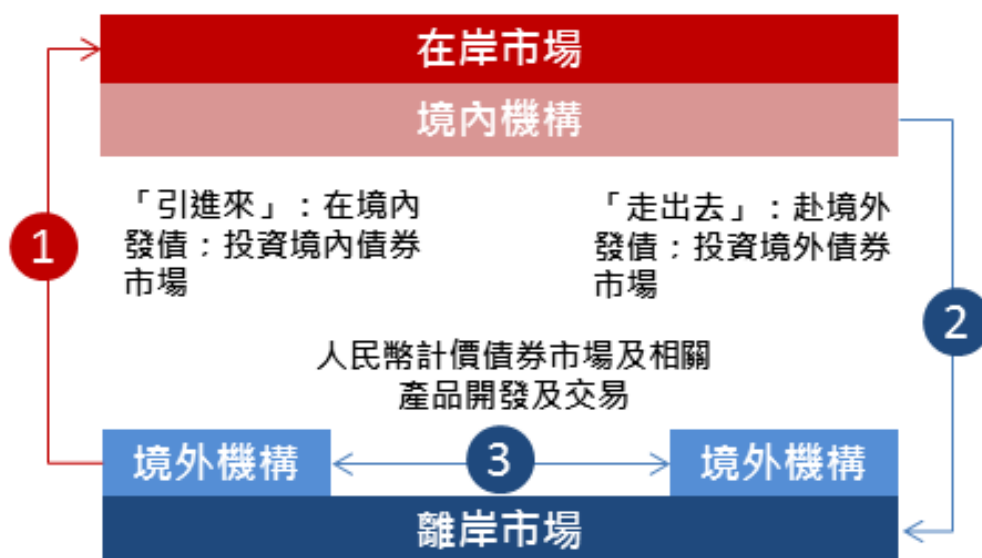
第二，優化 QDII 和 RQDII 的額度管理。2018 年 4 月，外匯局在過去 3 年未受理 QDII 額度申請後，重啟審批工作並增加額度；5 月，人行亦進一步明確 RQDII 有關政策。接下來，QDII 在額度管理上採用與 QFII 和 RQFII 類似的基於投資主體自身資產規模或管理資產規模的「基礎額度備案、超過額度審批」模式或將是一種趨勢，與 RQDII 採用的額度備案制管理思路亦將趨同。

第三，南向「債券通」的適時推出。南向「債券通」的強烈市場需求不言而喻，從戰略看，有利於深化中國債券市場雙向開放，形成跨境資本雙向流動和人民幣匯率雙向波動的良好局面；有利於提升金融賬戶人民幣跨境交易，形成二級市場和一級市場的聯動，促進境外人民幣債券的計價發行和交易，從而推動人民幣國際化；有利於推進和落實「藏匯於民」，減輕外匯儲備對外投資的壓力，達到多元化配置的效果。在路徑設計上，可與銀行自有資金境外投資、QDII 和 RQDII 等管道並行，允許以自有外匯、人民幣購匯、以及人民幣直接跨境等形式投資境外本外幣債券；而互聯互通和「資金閉環」等機制安排既可以進一步提升操作的便利性，又可以強化跨境交易和資金流監測，確保投資境外債券業務的安全高效運行。

3. 離岸業務：錨定中國債券市場標的的產品開發及交易

如前文所述，內地債券市場開放已取得一定的成績，並將繼續朝縱深發展。但是，我們也注意到，尤其是與美歐等成熟債券市場相比，內地債券市場遵循的「引進來」和「走出去」的「雙向開放」框架需要從跨境範疇延伸至離岸領域，共同構成中國債券市場的更深層次開放（見圖9）。

圖9：中國債券市場開放示意圖



3.1 大力發展離岸人民幣債券市場及推動相關基礎設施建設

從美元國際化的成功經驗來看，歐洲美元債券市場的發展無疑進一步推動了美元作為國際貨幣的計價、結算和儲備等職能。人民幣國際化的深入亦需要離岸人民幣債券市場的推動，尤其是在中國資本賬戶尚未完全開放的背景下，更具必要性。目前，以香港「點心債」、臺灣「寶島債」等為代表的離岸人民幣債券市場雖初具規模，但發展步伐總體較為緩慢。展望未來，為進一步推動以香港等為代表的離岸人民幣債券市場往縱深發展，建議繼續保持離岸市場較為充裕的人民幣流動性，並且著力搭建離岸人民幣債券市場發展和人民幣國際化的交易、託管、結算、支付等基礎設施建設。

3.2 債券通項下境外投資者之間直接開展交易

目前，債券通下交易僅限於境外投資者與境內做市商之間，而兩個境外投資者之間無法直接進行債券交易。未來，建議允許一些境外大型銀行等通過中國外匯交易中心債券交易平台為債券通項下境外投資者提供做市交易，這樣可進一步拓展海外參與主體和增強債券的流動性。從操作角度來看，由於報價和交易均通過中國外匯交易中心系統執行，且結算、交割及託管亦最終通過中央結算公司或上海清算所完成，價格透明度高，不會出現價格分層或市場分層的情況，亦不會出現債券交易或結算游離在境外的情況，風險是可控的。在具體推進時，可考慮在內地與香港「互聯互通」的框架內，發揮香港「一國兩制」的優勢，選擇那些已在境內設有受內地監管的機構，並接受香港監管當局監管的在港中外資機構開展試點。

3.3 境外投資者運用所持有中國債券進行擔保品管理、質押融資等業務

從債券持有者的角度來看，除追逐資產保值增值的目標外，債券投資還應具備充當流動性管理工具的功能。以美國國債為例，其被全球投資者廣泛持有的一個重要原因是它具有強大的貨幣替代和變現能力，可被持有者廣泛用於質押融資，作為擔保品或保證金等進行各類金融交易，能夠很好地充當流動性管理工具，提升投資者資金使用效率。相比之下，境外投資者持有中國債券，則無法開展擔保品或質押融資等業務，流動性管理的效用和資金使用效率大打折扣，這也在一定程度上制約著境外機構持有中國債券的積極性。下一步，建議探索在債券通項下利用兩地託管機構的互聯互通，逐步擴大持有中國債券標的的用途，這樣既可增強境外投資者持有中國債券的意願，亦能提升人民幣計價資產的境外認可度，助推人民幣國際化。

3.4 在離岸市場開發和交易債券期貨等風險管理工具

追逐收益和風險管理是金融投資永恆的兩個要義，是無法分割的整體。債券投資亦是如此，境外機構在投資中國債券市場的同時必然要求有相應的利率及期限等風險管理工具。從目前來看，境內銀行間市場和交易所市場已形成一整套較為完整的衍生產品體系。就境內銀行間市場利率掉期、遠期利率協議、債券遠期等風險管理工具而言，境外投資者除通過境內代理行管道外，希望可進一步通過「債券通」機制的延伸更廣泛地參與。就境內交易所市場的國債期貨產品而言，目前尚未對境外投資者開放，即使日後開放，亦需要境外投資者在境內重新開設和維護一整套賬戶體系，操作成本和難度較高，也與債券通「沿用境外投資者操作習慣」的設計理念相悖。

基於此，政策當局可考慮允許在境外推出債券期貨產品。考慮到境外債券期貨的結算價最終收斂於在岸市場主導的現券價格，可確保定價權牢固掌握在境內，風險是可控的。另外，境外債券期貨等衍生品可幫助投資者在無需調整現券頭寸的前提下進行風險管理，能有效減少其因市場衝擊帶來的現券頭寸大幅調整或跨境資金頻繁進出，有利於維護境內債券市場的平穩運行。在具體推進中，可利用香港「第二主場」的優勢，充分發揮其「試驗田」和「風險隔離牆」功能，在不影響內地主市場對外開放節奏的情況下，開展先行先試，為日後境內衍生品市場開放積累經驗，繼續支持和深化中國債券市場的改革開放。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。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。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，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。

