

研究報告

提升國際投資者於內地債券市場的參與



目錄

頁數

摘要	1
1. 驅動內地債市發展的戰略性因素	2
2. 內地債券市場的發展與開放	3
2.1 概覽	3
2.1.1 發展迅速且高度多元化	3
2.1.2 市場板塊	5
2.1.3 市場參與者	7
2.2 市場開放及國際化	8
2.2.1 國際投資者進入內地市場的渠道	8
2.2.2 內地債券獲納入主要全球債券指數	9
2.2.3 國際投資者對境內債券市場的參與	9
2.3 用於涉足中國債券的離岸投資產品	11
3. 如何提昇國際投資者對中國境內債券市場的參與	13
3.1 預期需求與目前缺口	13
3.2 產品及渠道的潛在優化措施	18
4. 總結	23

摘要

中國境內債券市場迅速發展，現已是全球第二大債市。伴隨而來的是內地監管機構推動中國在岸資本市場對國際投資者開放，以及實施各項金融改革，以提升直接融資在實體經濟中的佔比。

可是，國際投資者於中國境內債券的持有量仍然偏低。儘管如此，預計中國境內債券市場的潛在回報（利好息差）與多元化優勢，以及中國境內債券持續獲納入全球基準指數等因素，將會增加國際資金流入中國境內債券市場。

然而，國際投資者卻需要更多投資渠道，以迎合他們對中國境內債券市場的投資需求。直接的准入渠道，例如「債券通」、直接進入中國銀行間債券市場的計劃與合格境外機構投資者計劃，現時都只適用於離岸機構投資者，並未惠及個人投資者。

間接渠道，像涵蓋中國境內債券的離岸債券互惠基金與交易所買賣基金（**exchange traded fund**，簡稱**ETF**），則沒有准入限制。因此，境外投資者對離岸中國債券基金的需求遠高於在岸中國債券基金。

這為香港市場發展一系列離岸中國債券**ETF**打開機會，以補足准入缺口。這或可增加中國境內債券市場的外資參與，特別是個人投資者。

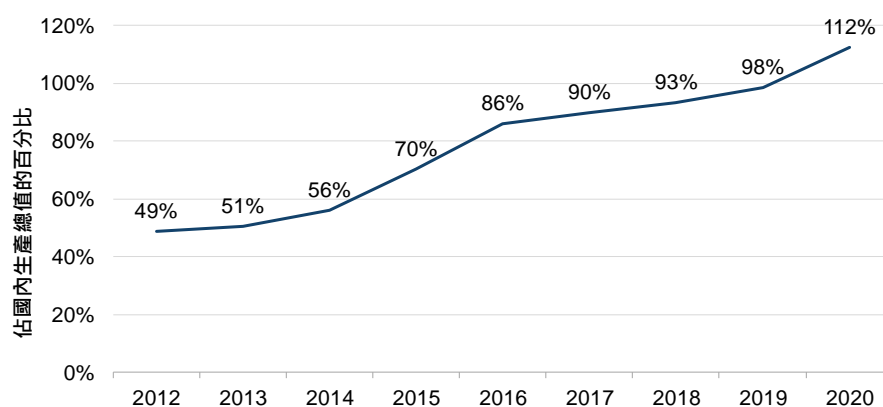
與互惠基金相比，**ETF**更具流動性，其成本回報表現亦具吸引力。此外，香港市場的成本激勵措施亦可推動各種定息及貨幣市場**ETF**的多元發展，以進一步滿足離岸投資者的需求及提高中國境內債券市場的外資參與。

1. 驅動內地債市發展的戰略性因素

近年來，中國經濟和金融市場迅速發展，在世界經濟中發揮着越來越重要的作用。

2019年第二季末，中國境內債券市場已時更取代日本成為全球第二大債券市場¹。2020年年底，中國境內債券的存量餘額達中國國內生產總值的112%（見圖1）。

圖1：中國境內債券存量餘額佔中國國內生產總值的百分比（2012年至2020年）



資料來源：Wind。

中國資本市場（包括股市和債市）的開放和自由化改革一直在推進，寬度和深度均持續增加。中國的雙向開放和持續推進的資本市場改革讓中國和境外投資者在不同方面受惠。

對中國來說，開放資本市場可吸引多元化的全球機構投資者、提升境內資本市場的成熟度，並推動人民幣國際化進程。

對國際投資者來說，中國債券市場的開放讓其從中國在岸債券中獲得息差回報，以及由於中國在岸債券與國際主要債券市場的相關性偏低，可帶來分散投資風險的優勢。

同時，在岸市場的開放也是中國政策制定者對內地金融業進行結構性改革的重要環節，旨在將融資渠道多元化，減少實體經濟過度依賴銀行貸款作為主要資金來源。

圖2為中國國內信用市場結構的一個簡單概覽，顯示信貸提供者與借款人的主要類別，以及境內債券市場在整個信用市場中的相對定位。作為經濟體系中重要的直接融資來源，中國境內債券市場的良好發展是中國金融結構改革的重要組成部分。如《十四五規劃》中所指出的，有活力的債券市場對於高效的資本配置、經濟的長期均衡發展，以及提升全要素生產率而言至關重要。

¹ 資料來源：〈中國債券市場：蘊藏無限潛力〉（“China's bond market: A playground of untold potential”），載於彭博網站，2019年11月12日。

圖 2：中國境內信用市場結構示意圖



資料來源：香港交易所分析。

展望將來，隨着中國資本市場持續開放及改革，加上境內債券市場在推動中國金融結構改革方面擔當着越來越重要的角色，無論是在市場規模、深度還是產品種類方面，中國境內債市進一步增長的潛力都非常可觀。

2. 內地債券市場的發展與開放

2.1 概覽

2.1.1 發展迅速且高度多元化

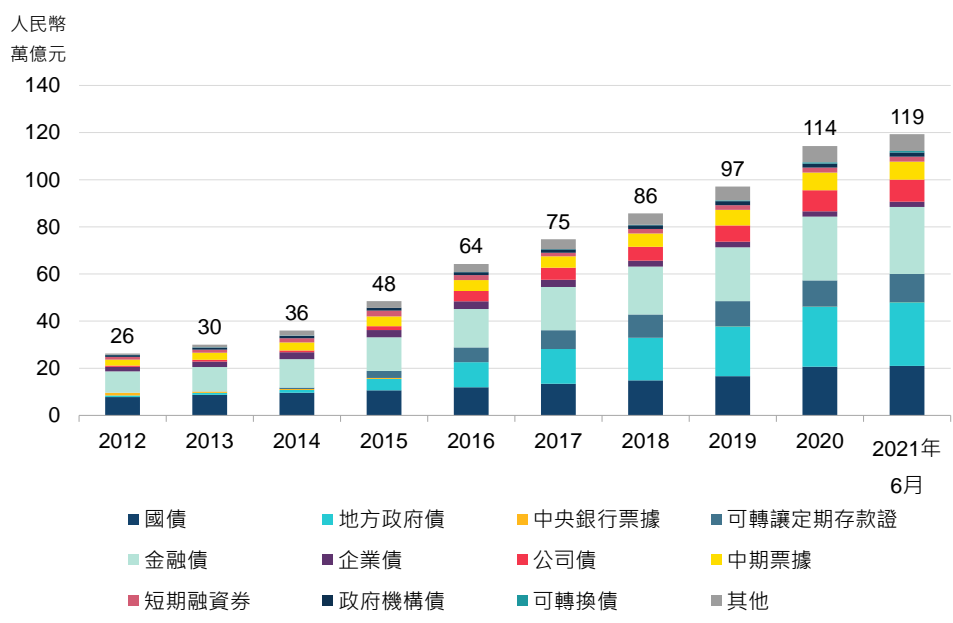
中國境內債券市場於過去十年保持了穩定的增長步伐（見圖 3）。2021 年 6 月底，境內債券的存量餘額達人民幣 119 萬億元，2012 年至 2020 年的複合年均增長率達 20.3%。

中國債市的迅速發展由一系列因素促成。除第 1 節所述的政策驅動因素外，地方政府債市場和公司債市場的進一步發展亦讓更多不同種類的發行人得以踏足中國境內債市。

2021 年 6 月底，規模最大的五個債券類別為金融債²（包括政策性銀行債）、地方政府債、國債、可轉讓定期存款證及公司債，合計佔境內債券全部存量餘額的 82%（見圖 4）。

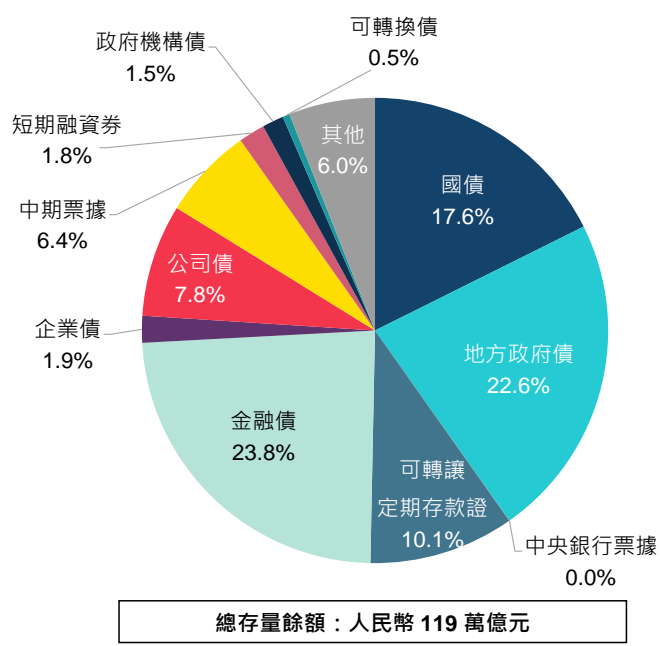
² 金融債具體涵蓋政策性銀行債、特殊金融債、商業銀行債、非銀行金融機構債、商業銀行永續債、二級資本債、證券公司的公司債、證券公司的商業票據、保險公司的次級債、保險公司的金融債，及保險公司的資本補充債券。

圖 3：中國各類型境內債券的存量餘額（2012年至2021年6月底）



資料來源：Wind。

圖 4：中國各類型境內債券存量餘額的分布（2021年6月底）



資料來源：Wind。

2.1.2 市場板塊

買賣中國境內債券的主要渠道包括中國銀行間債券市場、上海證券交易所（簡稱「上交所」）及深圳證券交易所（簡稱「深交所」）的交易所債券市場，以及商業銀行櫃台市場（一般稱為「場外交易市場」）。

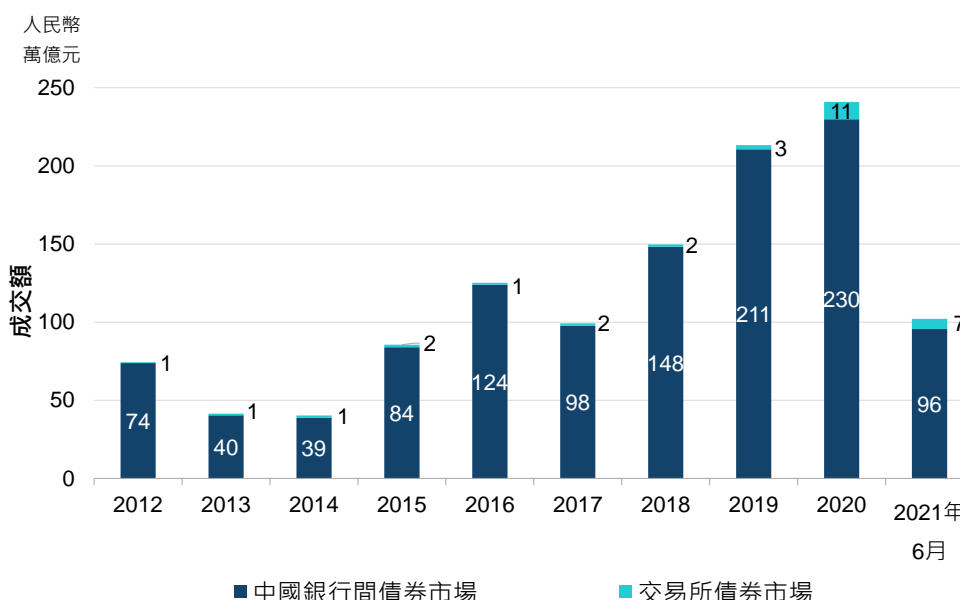
中國銀行間債券市場由中國人民銀行（簡稱「人民銀行」）監管，並由中國外匯交易中心（暨全國銀行間同業拆借中心）營運。中國銀行間債券市場只限機構投資者進入，個人投資者可透過場外交易市場買賣債券。於中國銀行間債券市場買賣的債務工具主要為國債、地方政府債、中央銀行（即人民銀行）票據、政策性銀行債、金融債、企業債、中期票據、資產支持證券及商業票據。回購協議亦適用於中國銀行間債券市場。

交易所債券市場由中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）監管。於交易所買賣的主要產品包括國債、地方政府債、企業債、公司債、可轉換債及可交換債³。回購協議亦適用於交易所債券市場。

場外交易市場則由人民銀行監管。一般投資者與個人投資者可於場外市場買賣於中國銀行間債券市場發行及買賣的債務融資工具。可於場外市場買賣的債券類型僅限於國債、政策性銀行債及企業債。

以上三個境內債券市場板塊當中，中國銀行間債券市場的存量餘額最高。於2020年年底，中國銀行間債券市場的登記債券的存量餘額，佔內地債券總存量餘額約86%⁴。按成交額計（見圖5），中國銀行間債券市場亦佔境內債券總成交額的絕大部分。交易所市場的成交額雖然於過去數年不斷上升，但與中國銀行間債券市場相比，其佔比仍甚低。

圖 5：中國境內債券不同市場板塊的成交額（2012年至2021年6月底）



資料來源：Wind。

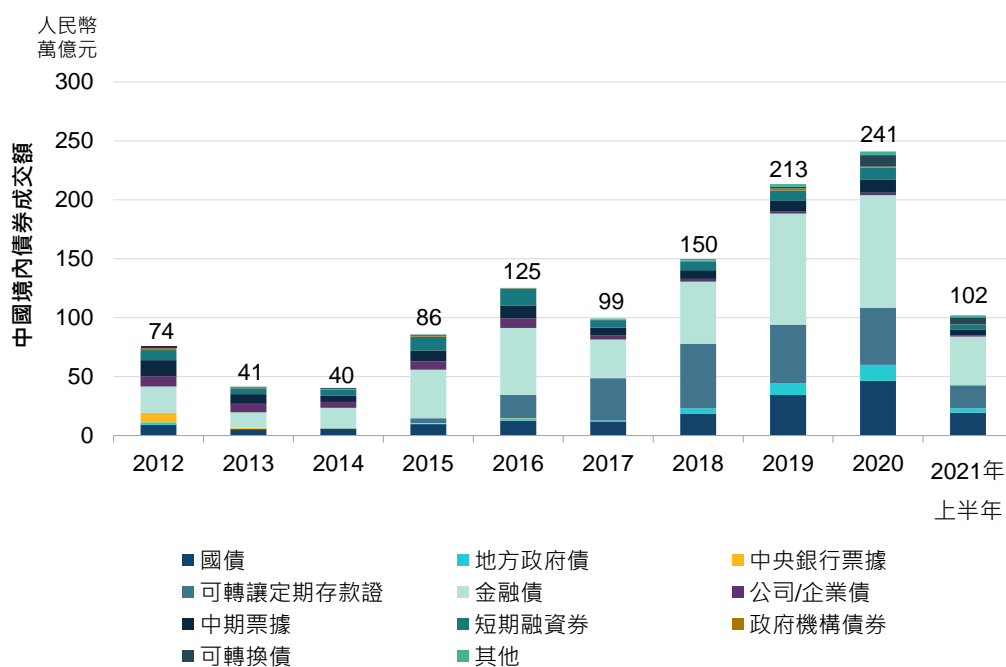
³ 可轉換債券可由上市公司發行，附有可轉換為發債公司的新發行股份的選擇權，而可交換債券則由上市公司股東發行，附有可交換該股東所持股份的選擇權（例如母公司發行可交換其附屬公司股份的可交換債券）。有關債券的發行須經中國證監會及交易所批准。更多有關企業債券與公司債券之間，以及可轉換債券與可交換債券之間的差別的詳情，請參閱香港交易所研究報告〈中國內地與香港的交易所債券市場的崛起〉，載於香港交易所網站，2020年9月9日。

⁴ 資料來源：Wind、中央國債登記結算有限責任公司、上海清算所。

2022年1月22日，全國銀行間同業拆借中心、上交所、深交所、銀行間市場清算所股份有限公司、中國證券登記結算有限責任公司聯合發佈《銀行間債券市場與交易所債券市場互聯互通業務暫行辦法》⁵，標誌着境內債券市場互聯互通機制建設的一個重要進展。此外，國家開發銀行和政策性銀行、國有商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、在華外資銀行以及境內上市的其他銀行，可以選擇通過互聯互通機制或以直接開戶的方式參與交易所債券市場現券協議交易。互聯互通機制的實施時間另行通知。一經落實後，兩個市場的合格投資者將可在對方的市場買賣債券；兩個市場的債券登記、託管及結算機構將可聯合向發行人及投資者提供交易後服務。

境內債券的成交額於過去數年大幅上升，2020年的總成交額達人民幣241萬億元，幾乎是2015年的三倍（見圖6）。

圖6：中國境內債券市場不同債券類型的成交額（2012年至2021年上半年）

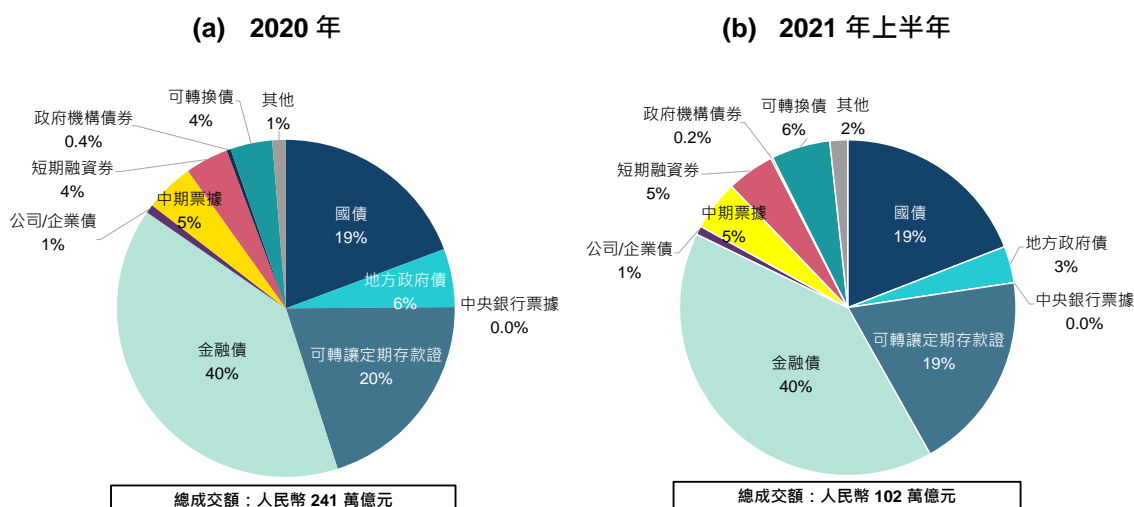


資料來源：Wind。

就不同類型產品的成交分布而言，佔最大部分的是金融債、可轉讓定期存款證及國債（見圖7）。

⁵ 參閱〈關於發佈《銀行間債券市場與交易所債券市場互聯互通業務暫行辦法》的通知〉，載於上交所網站上的新聞稿，2022年1月20日。

圖 7：各類型中國債券的成交額分布（2020年及2021年上半年）

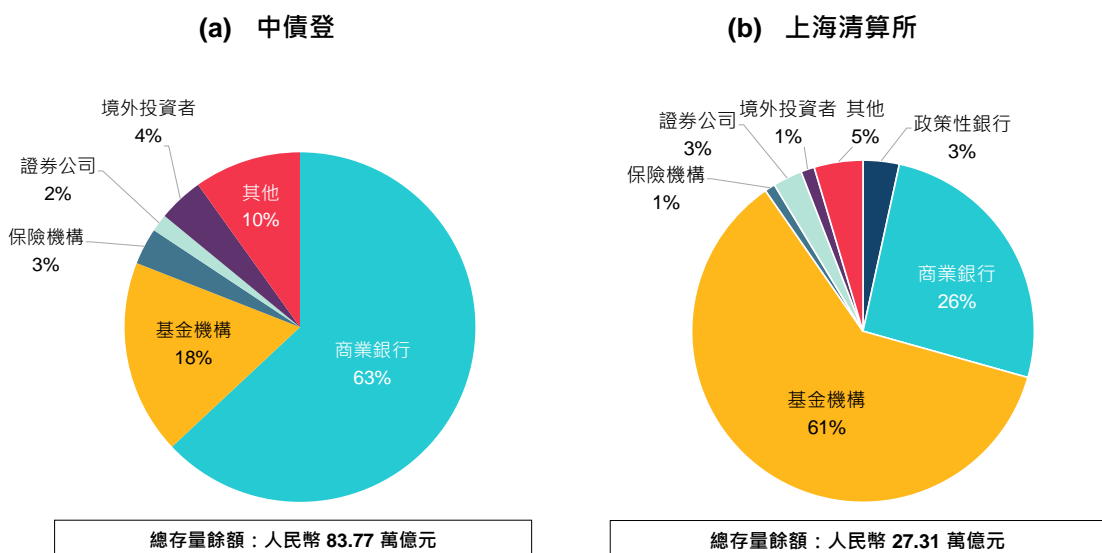


資料來源：Wind。

2.1.3 市場參與者

就市場參與者的類型而言，以持有額計，銀行是最大的境內債券持有人，其次是基金機構。2021年9月底，在中央國債登記結算有限責任公司（簡稱「中債登」）及上海清算所登記的境內債券的存量餘額當中，商業銀行分別佔63%及26%（見圖8），基金機構則分別佔18%及61%。由於中國家庭漸將其投資組合的資金配置從銀行存款和房地產轉移至投資產品，預期基金機構的境內債券持有量將進一步上升。

圖 8：各類型市場參與者的債券持有金額的分布（2021年9月底）



資料來源：中債登及上海清算所。

2.2 市場開放及國際化

2.2.1 國際投資者進入內地市場的渠道

中國的政策制定者於過去二十年一直致力開放境內債券市場。國際投資者現時可通過三個主要渠道進入中國境內債市：(1) 合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱 QFII) 和人民幣合格境外機構投資者 (Renminbi Qualified Institutional Investor，簡稱 RQFII) 計劃；(2) 銀行間債券市場直接投資模式 (簡稱「直投模式」)；及 (3) 「債券通」。

於 2020 年 9 月 25 日，為進一步開放內地資本市場，中國證監會、人民銀行及國家外匯管理局公布《合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者境內證券期貨投資管理辦法》⁶。

QFII 和 RQFII 規則的主要修訂包括：(1) 放寬資格規定，並便利 QFII 和 RQFII 的投資和營運；及 (2) 逐步擴大投資範圍，以涵蓋獲納入全國中小企業股份轉讓系統 (National Equities Exchange and Quotations，簡稱 NEEQ) 的證券、私募投資基金、金融期貨、商品期貨、期權及債券回購協議等。中國證監會亦會與人民銀行及國家外匯管理局訂立協議，其後將宣布逐步放寬金融產品 (包括金融衍生產品合約) 及相關交易模式，有序開放予 QFII 和 RQFII 進行交易。

表 1 概述了境內債券市場的現有准入渠道。

表 1：國際投資者進入境內債券市場的渠道			
	QFII / RQFII 計劃	中國銀行間債券市場直投模式	債券通
推出時間	2002 年 12 月 / 2011 年 12 月	2016 年 7 月	2017 年 7 月 (北向交易)
適用的市場板塊	中國銀行間債券市場、交易所債券市場	中國銀行間債券市場	中國銀行間債券市場
限額	2020 年 5 月起無限額	無限額	無限額
貨幣	外幣 / 人民幣	外幣 / 人民幣	人民幣
投資範圍	於中國銀行間債券市場及交易所債券市場買賣的現貨債券、互惠基金、資產支持證券、債券遠期、利率掉期、遠期利率協議、債券借貸及債券回購協議	於中國銀行間債券市場買賣的現貨債券、債券借貸、債券遠期、利率掉期、遠期利率協議及債券回購協議	於中國銀行間債券市場買賣的現貨債券
合資格投資者	獲中國證監會批准且符合若干資格以投資境內市場的股本證券及債券的境外機構投資者	獲人民銀行批准的境外機構投資者，包括主權投資機構及其他非主權類投資機構	
交易稅	無	無	無
監管機構	中國證監會、人民銀行、國家外匯管理局	人民銀行、國家外匯管理局	人民銀行

資料來源：於債券通有限公司、中國證監會、人民銀行及中國外匯交易中心網站上公布的資料。

⁶ 就此，合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者兩項計劃的監管制度自 2020 年 11 月起統一。請參閱中國證監會、人民銀行、國家外匯管理局發布的《合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者境內證券期貨投資管理辦法》，載於中國證監會網站的新聞稿，2020 年 9 月 25 日。

2.2.2 內地債券獲納入主要全球債券指數

中國境內債券已獲納入三個主要全球債券指數：

- (1) **彭博巴克萊全球綜合指數⁷**：彭博於 2018 年 3 月宣布將人民幣計價國債及政策性銀行債加入彭博巴克萊全球綜合指數。按初期預測，待完全納入有關債券後，中國的比重預計在 5%至 6%之間。這些債券由 2019 年 4 月開始分 20 個月獲逐步納入該指數，並已於 2020 年 11 月完成。
- (2) **摩根大通國債指數—新興市場 (GBI-EM) 環球多元化指數⁸**：摩根大通於 2019 年 9 月表示會開始分階段將中國國債納入其基準新興市場指數。中國的比重將不多於 GBI-EM 環球多元化指數及狹義多元化指數的 10%。有關債券由 2020 年 2 月 28 日開始分 10 個月獲逐步納入該指數，並已於 2020 年 12 月完成。
- (3) **富時全球公債指數**：富時集團於 2021 年 3 月確認中國國債將獲納入富時全球公債指數⁹。富時集團根據當時最新的數據，估計中國的比重將為 5.25%左右。有關債券於 2021 年 10 月 29 日正式開始分 36 個月獲納入該指數¹⁰。

若被動型指數追蹤基金與主動型管理基金一如預期般使用這些全球債券指數作為投資基準，這些指數納入有關債券便可能會對全球投資組合配置帶來重大影響。展望將來，隨着中國境內債券持續獲納入全球指數，國際投資者可能會考慮增加對中國境內債券的投資。

2.2.3 國際投資者對境內債券市場的參與

儘管國際投資者持有的中國境內債券規模增長迅速，其持有量全部中國境內債券的比重仍偏低。

2021 年 7 月底，國際投資者持有人民幣 3.86 萬億元中國境內債券，佔境內債券總存量餘額的 3.2% (見圖 9)，其持債規模自 2016 年 2 月中國銀行間債券市場直投模式推出及 2017 年 7 月「債券通」推出以來保持迅速增長。

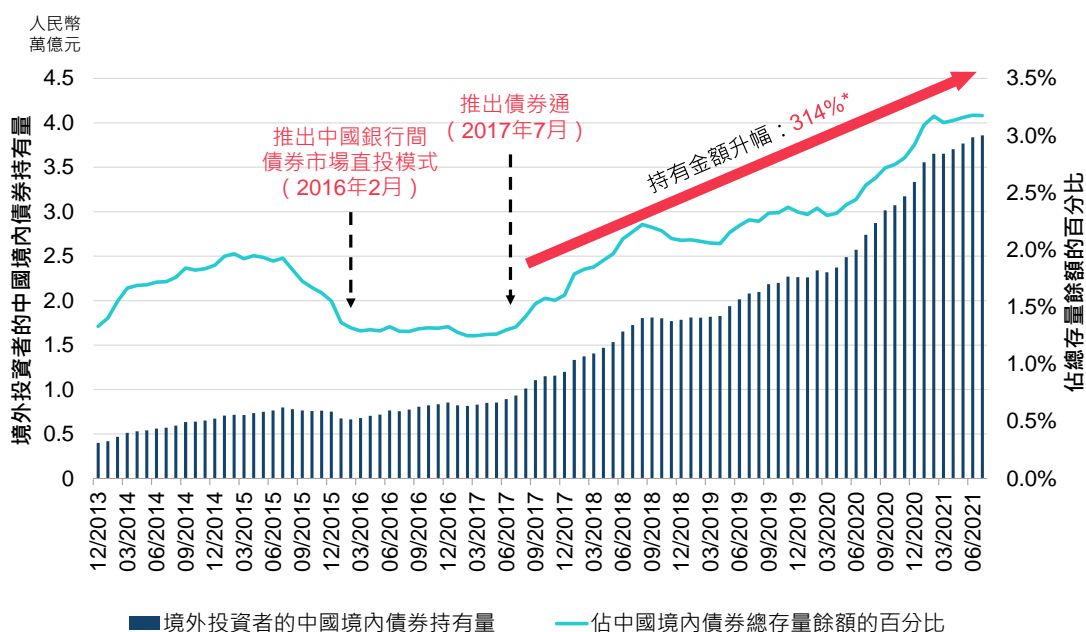
⁷ 參閱〈彭博將於彭博巴克萊全球綜合指數加入中國債券〉(“Bloomberg to add China to the Bloomberg Barclays Global Aggregate Indices”)，載於彭博網站的新聞稿，2018 年 3 月 23 日。

⁸ 參閱〈摩根大通表示中國債券將獲納入基準債券指數〉(“JPMorgan says China to be included in benchmark bond indexes”)，載於彭博網站的新聞稿，2019 年 9 月 4 日。

⁹ 參閱〈富時定息國家分類公告 (2021 年 3 月)〉(“FTSE fixed income country classification announcement March 2021”)，載於富時集團網站，2021 年 3 月 29 日。

¹⁰ 參閱〈倫敦證券交易所樂見中國債券獲納入富時全球公債指數〉(“London Stock Exchange Group welcomes the China Bond inclusion to FTSE WGBI”)，載於倫敦證券交易所網站的新聞稿，2021 年 10 月 29 日。

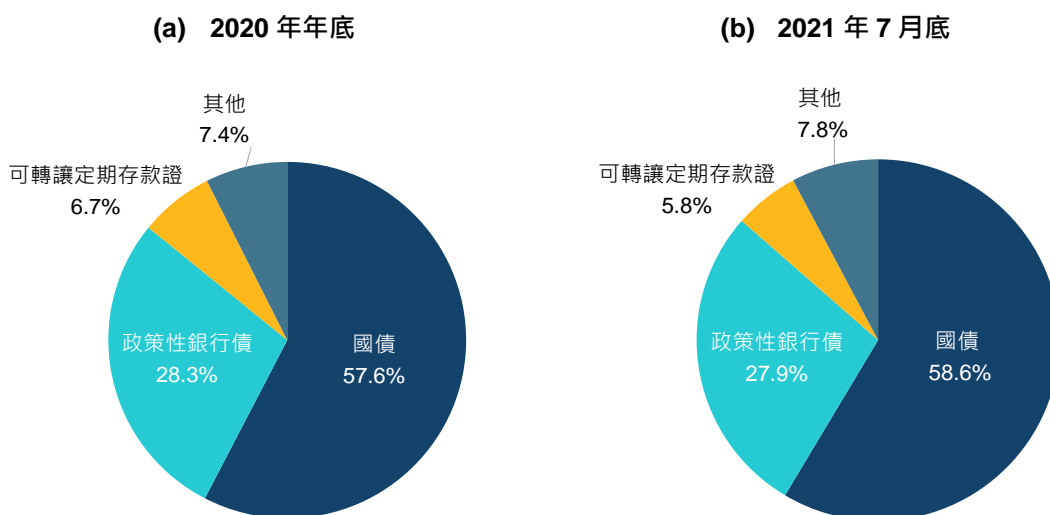
圖 9：外資持有的中國境內債券（2013年12月至2021年7月）



* 根據 2017 年 7 月及 2021 年 7 月的當月底數據計算。
資料來源：人民銀行、Wind。

按債券類型計，外資持有的中國境內債券集中於國債及政策性銀行債，2021 年 7 月底兩者合計佔國際投資者境內債券持有量的 86% 以上（見圖 10）。

圖 10：外資持有各類型中國境內債券的分布（2020 年年底及 2021 年 7 月底）



資料來源：中債登、上海清算所。

展望未來，隨着市場廣度和深度的不斷發展，以及市場准入改革的不斷推進，預計國際投資者對中國境內債券市場的參與程度將會增加。

2.3 用於涉足中國債券的離岸投資產品¹¹

為支持內地債市開放，市場互聯互通計劃與其他直接買賣中國境內債券的渠道相繼面世。此外，在岸及離岸市場亦推出了相關的債券基金，包括互惠基金及交易所買賣基金（exchange traded fund，簡稱ETF）。

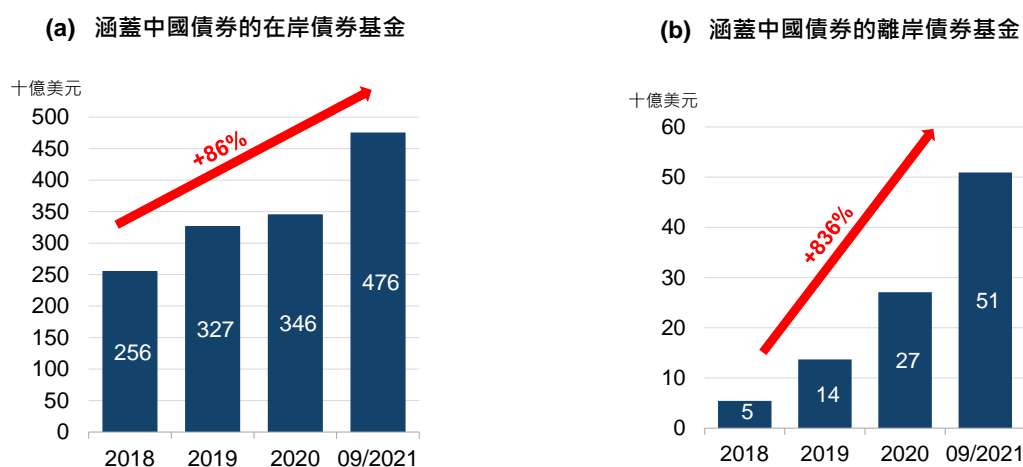
現時境外個人投資者可通過「基金互認安排」及「理財通」買賣若干合資格非上市債券基金或財富管理產品¹²。

儘管實體ETF符合「基金互認安排」的資格，現時境內上市基金仍不可於交易所進行北向交易。境內上市基金包括ETF及上市開放式基金（listed open-ended fund，簡稱LOF），有關基金均可於交易所買賣。2021年12月，中國內地和香港的監管機構已批准將ETF納入「滬深港通」，交易安排細節預計將於2022年上半年公布¹³。

ETF和LOF一樣，基金單位的購入及贖回都可以現金結算，但只有ETF才可進行實物結算。若境外個人投資者亦可買賣境內上市的債券基金¹⁴，外資於中國境內債券市場的參與將進一步提升。

現時，由於國際投資者直接買賣境內債券基金的渠道有限，離岸債券基金提供了讓外資參與中國境內債券市場の間接渠道。涵蓋中國債券的離岸基金的資產管理規模於2018年至2021年9月急升836%，高於境內債券基金與及中國境內債券市場於同期的相應增長率（分別為86%與54%）¹⁵（見圖11）。

圖 11：在岸與離岸中國債券市場的資產管理規模（2018年至2021年9月）



註：有關樣本是為晨星數據庫中所有涵蓋中國債券的債券基金。

資料來源：根據晨星的數據計算。

¹¹ 本節的分析樣本是按晨星分類的、涵蓋中國債券的互惠基金及ETF（但基金涵蓋的資產範圍是否僅限於中國境內債券，則並無詳細資料）。在有關樣本中，境內基金是指在中國內地註冊的基金，離岸基金則是在其他地方註冊的基金。

¹² 參閱《有關內地與香港基金互認的通函》，證券及期貨事務監察委員會發布，2015年5月22日；《粵港澳大灣區「跨境理財通」業務試點實施細則》，人民銀行廣州分行及深圳分行、中國銀行保險監督管理委員會廣東辦事處及深圳辦事處與中國證監會廣東辦事處及深圳辦事處聯合發布，2021年9月10日。

¹³ 參閱〈滬深港交易所及中國結算就ETF納入互聯互通標的整體方案達成共識〉，載於香港交易所網站上的新聞稿，2021年12月24日。

¹⁴ 這些基金可由離岸機構（而非個人投資者）通過QFII和RQFII計劃買賣。請參閱《上海證券交易所證券交易規則適用指引第1號——合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者》及《深圳證券交易所合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者證券交易實施細則（2020年修訂）》，分別由上海證券交易所及深圳證券交易所發布，2020年10月30日。

¹⁵ 中國境內債券市場的增長率是根據國際結算銀行債務統計數據中的債券市場規模數據計算。

這些涵蓋中國債券的互惠基金和 ETF 都是有用的工具，以助有意涉足中國資產的全球基金經理管理其投資組合。事實上，以涵蓋中國境內債券的指數作相關資產的 ETF 可說為境外投資者提供不錯的起點。

現時有大量不同類型的本地、地區及全球債券指數都已涵蓋中國境內債券。舉例而言，中國銀行間債券市場及交易所市場內追蹤境內債券的債券指數逾 600 隻，這些指數由中債估值中心（中債登的附屬公司，簡稱「中債」）及中證指數有限公司（簡稱「中證」）編制¹⁶。

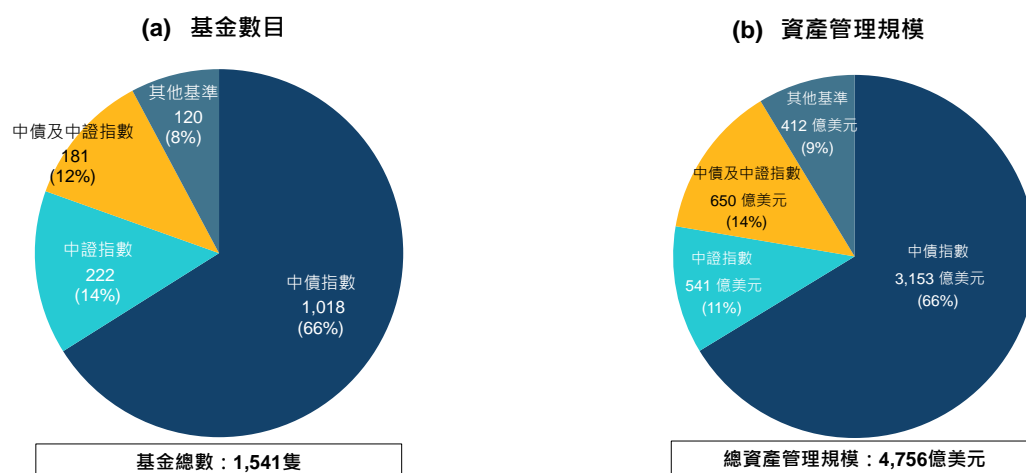
這些本地債券指數的分類可以是按交易場地（例如中國銀行間債券市場或交易所債券市場）、債券類型（例如金融債或中期票據）、發行人類型（例如地方政府或地方政府融資平台）以及債券年期和評級分類。

若干本地債券指數是採用 Smart beta（智慧型投資）策略和 ESG（環境、社會及管治）因素的主題指數。此外，主要的全球及地區債券指數自 2019 年開始陸續納入中國境內債券，包括：彭博巴克萊全球綜合指數納入了中國政府債券及政策性銀行債、富時全球公債指數及摩根大通 GBI-EM 指數納入了中國政府債券（見上文第 2.2.2 節）¹⁷。

內地債券市場推出了多個涵蓋中國債券的境內投資基金，包括追蹤債券指數的基金及以債券指數作為表現基準的基金。

2021 年 9 月底，內地共有 1,541 隻債券基金，資產管理規模達 4,760 億美元。這些基金的表現基準主要為本地債券指數，尤其是中債指數及/或中證指數，其合計分別佔基金總數目的 92%及總資產管理規模的 91%（見圖 12）。

圖 12：涵蓋中國債券的境內債券基金數目及資產管理規模的分布（按基準指數劃分）
（2021 年 9 月底）



註：有關樣本是為晨星數據庫中所有涵蓋中國債券的離岸債券基金（包括 ETF），這些基金均是在中國內地註冊的基金。「其他基準」包括內地存款利率、上交所債券指數、地區及全球債券指數。

資料來源：根據晨星的數據計算。

在離岸市場，全球投資者對中國債券的需求不斷上升。中國境內債券獲納入全球指數推高了市場對相關指數產品的需求，更有利市場推出更多有關產品（例如債券基金，包括 ETF）。全球

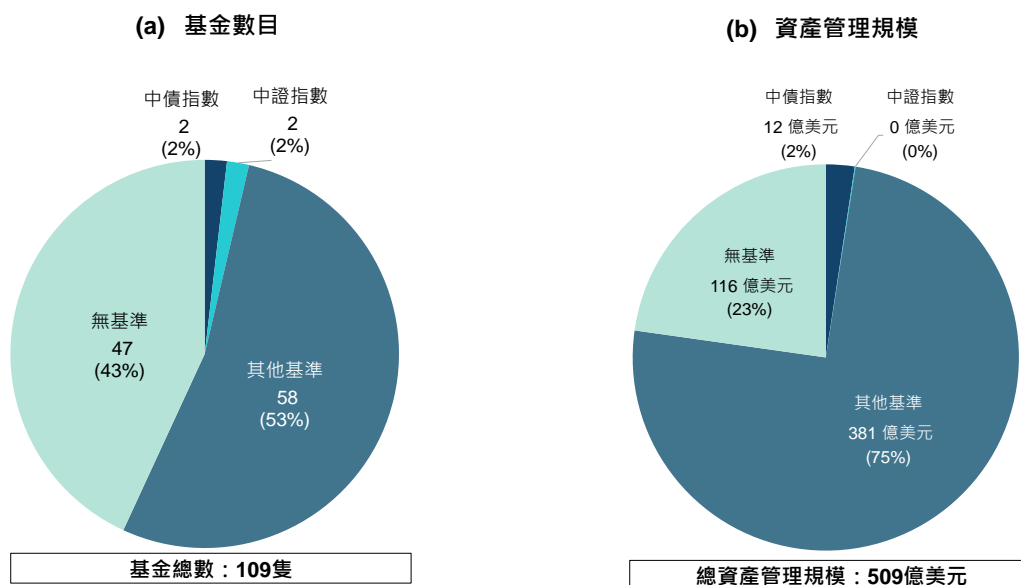
¹⁶ 根據中債及中證指數網站上的資料（於 2021 年 5 月 13 日閱覽），中債編制的指數有 242 隻，中證編制的指數有 386 隻。

¹⁷ 參閱〈國債指數—新興市場全球股息 10%上限 1%下限〉（“Government Bond Index-Emerging Markets Global Div 10% Cap 1% Floor”），載於摩根大通的網站，2021 年 1 月 19 日；〈彭博巴克萊方法論〉（“Bloomberg Barclays methodology”），載於彭博的網站，於 2021 年 5 月 17 日閱覽；〈富時定息指數指南〉（“FTSE fixed income index guide”），載於富時集團的網站，2020 年 9 月。

投資者對中國債券的偏好可能與境內投資者不同，這些離岸產品就可以滿足全球投資者的多元化需要。

這些離岸債券基金的表現基準大部分為離岸債券指數，而非境內債券基金大多採用的境內指數。2021年9月底，以中債指數和中證指數為基準的離岸基金僅佔離岸基金總數目的4%及資產管理規模的2%左右，而以其他指數為基準的離岸基金則佔離岸基金總數目的53%及和資產管理規模的75%¹⁸。值得注意的是，這些基金當中有不小部分（以數目計有43%，以資產管理規模計有23%）並未採納任何基準指數（見圖13）。

圖 13：涵蓋中國債券的離岸債券基金數目及資產管理規模的分布（按基準指數劃分）（2021年9月底）



註：有關樣本是為晨星數據庫中所有涵蓋中國債券的離岸債券基金（包括ETF），這些基金均是在中國內地註冊的基金。「其他基準」包括全球及地區債券指數、在岸及離岸人民幣利率。

資料來源：根據晨星的數據計算。

投資者除了通過直接渠道買賣個別債券之外，涵蓋中國債券投資組合的離岸債券基金會是另一渠道，可進一步拓闊外資買賣中國境內債券，以支持推動中國債券市場的開放。

3. 如何提昇國際投資者對中國境內債券市場的參與

3.1 預期需求與目前缺口

國際投資者對中國債券的投資增長勢頭背後的主要驅動因素，是全球資產配置於債券（尤其是通過投資基金）的潛在增幅。

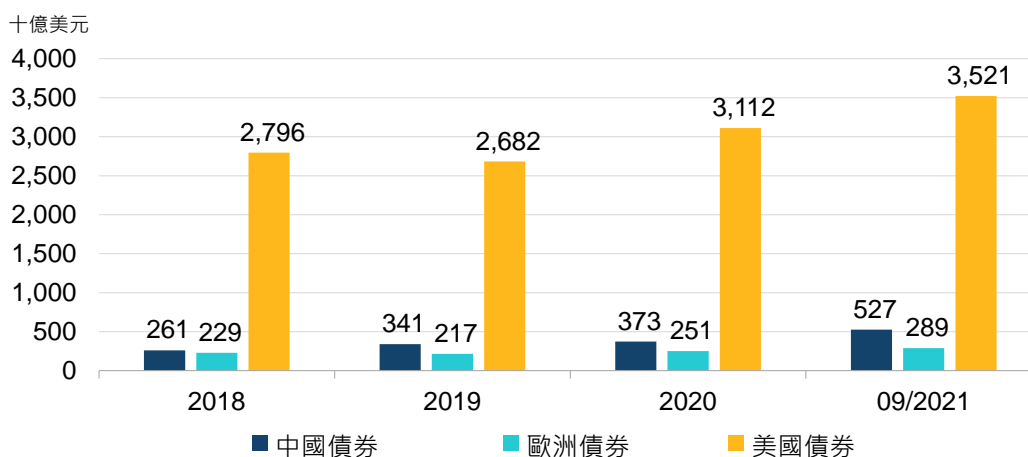
全球債券投資需求上升，主要是由於發達經濟體的寬鬆貨幣政策和長期低息環境。

¹⁸ 我們所採用的2021年12月10日的樣本當中，70隻債券基金中有22隻（31%）使用了彭博巴克萊債券指數、富時指數及摩根大通指數作為基準。資料來源：晨星。

全球互惠基金和 ETF 配置到固定收益市場的淨資產從 2017 年的 8 萬億美元增至 2019 年的 10.1 萬億美元，這部份配置佔全球基金總資產淨值的比例從 21.6% 相應提升至 24%¹⁹。

涵蓋美國債券的全球基金（包括互惠基金和 ETF）的資產管理規模遠超涵蓋中國和歐洲債券的基金。但值得注意的是，涵蓋中國債券的基金與涵蓋歐洲債券的基金相比，前者的資產管理規模已超越後者，而且升勢持續（見圖 14）。

圖 14：涵蓋中國、歐洲和美國債券的債券互惠基金和 ETF 的資產管理規模
(2018 年至 2021 年 9 月)



註：樣本是所有涵蓋中國、歐洲和美國債券的互惠基金和 ETF。

資料來源：根據晨星的數據計算。

隨着人民幣在全球投資中的重要性與日俱增，投入中國債券的資產配置增長潛力龐大。

人民幣自 2016 年 10 月起被納入國際貨幣基金組織的特別提款權籃子。特別提款權本身是另類儲備資產，可作為官方機構交易的參考²⁰。

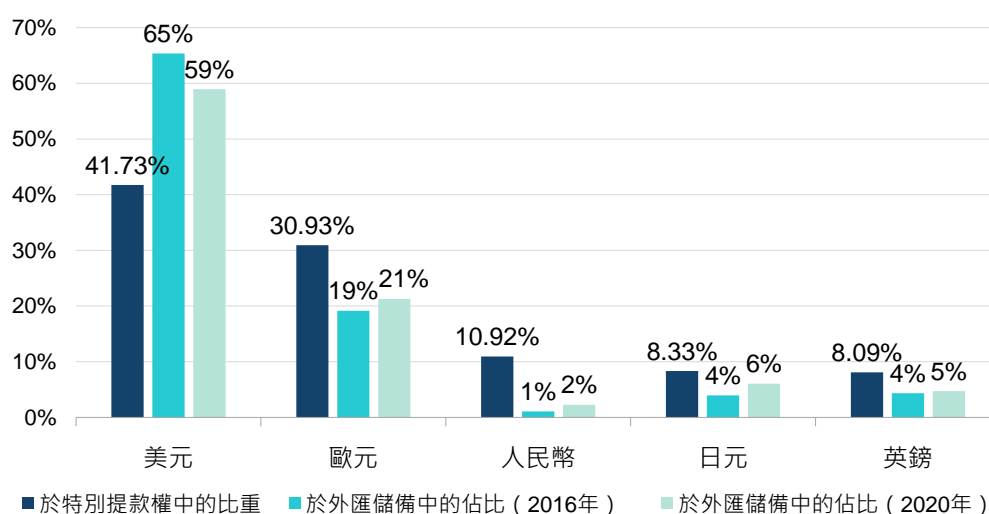
全球各國央行的外匯儲備中持有的人民幣資產主要為國債，其佔比從 2016 年的 1% 上升至 2020 年的 2%。這與人民幣在特別提款權中的佔比（10.92%）對照仍然偏低（見圖 15）。相比之下，全球私人公司的債券投資當中，對中國債券的配置比例明顯較高——據報道，2020 年配置中國債券的資產在全球養老基金中佔其資產總值的 3.3%，在捐贈基金及慈善基金中則佔資產總值的 5.0%²¹。

¹⁹ 資料來源：〈2017 年全球資產流動報告〉（“2017 Global asset flows report”）和〈晨星直接資金流動評論：2019 年全球報告〉（“Morningstar direct fund flows commentary: 2019 Global report”），載於晨星的網站。

²⁰ 參閱〈特別提款權籃子中的人民幣及其今後在國際金融體系的角色〉（“The renminbi in the SDR basket and its future role in the international financial system”），載於國際結算銀行的網站，2016 年 6 月 20 日。

²¹ 資料來源：Greenwich Associates 和 Matthews Asia 編製的〈制定最佳中國配置策略：資產擁有者的觀點〉（“Crafting the optimal China allocation strategy: The asset owner’s perspective”），載於 Greenwich Associates 的網站，2020 年 4 月 27 日。

圖 15：各種貨幣於特別提款權中的比重及其於外匯儲備中的佔比（2016年和2020年）



註：各種貨幣於特別提款權中的比重自 2016 年 10 月起維持不變。

資料來源：〈中國躋身富時世界國債指數，踏上國際債券舞台〉(“WGBI inclusion confirms China’s arrival on global bond stage”)，載於富時羅素的網站，2021 年 5 月。

另一個推動全球資產配置於中國債券有預期增長的因素，是中國債券的風險回報表現比主要發達經濟體的債券更優勝。

在追蹤不同地區債券市場的彭博巴克萊美元綜合指數系列（未對沖）當中，於 2011 年至 2021 年 9 月期間，中國綜合指數的指數回報與波幅的比率（以下稱為「回報波幅比」）為主要債券市場中最高（見表 2）。

根據摩根大通的一項研究²²，中國的長期國債收益率一直高於美國國債，而即使主要央行的貨幣政策正常化，這個收益率的差別預計亦將在 2022 年保持正值。

此外，中國綜合指數只追蹤境內的中國債券，與其他債券市場指數的相關系數最低（見表 2）。這些因素都可助中國債市吸引更多希望分散投資不同產品的投資者。

表 2：若干債券指數的相關系數和風險回報情況（2011 年至 2021 年 9 月）

	全球	美國	歐洲	日本	英國	中國	新興市場
每日回報率的相關系數							
全球	—	0.60	0.44	0.24	0.75	0.18	0.38
美國	0.60	—	0.48	0.15	0.42	0.02	0.39
歐洲	0.44	0.48	—	0.15	0.40	0.04	0.35
日本	0.24	0.15	0.15	—	0.11	0.05	0.09
英國	0.75	0.42	0.40	0.11	—	0.17	0.35
中國	0.18	0.02	0.04	0.05	0.17	—	0.16
新興市場	0.38	0.39	0.35	0.09	0.35	0.16	—
相關系數平均值	0.43	0.34	0.31	0.13	0.37	0.10	0.29

²² 〈2022 年長期資本市場推論〉(“2022 Long-term capital market assumptions”)，載於摩根大通的網站，於 2021 年 11 月 29 日閱覽。

表 2：若干債券指數的相關系數和風險回報情況（2011 年至 2021 年 9 月）

	全球	美國	歐洲	日本	英國	中國	新興市場
風險回報表現							
10 年期回報率(%) (A)	27%	43%	48%	17%	43%	63%	77%
10 年年化回報波幅 (%) (B)	4.5%	3.3%	3.0%	2.0%	8.7%	3.2%	4.0%
回報波幅比 [(A)/(B)]	6.0	13.2	16.2	8.5	4.9	19.6	19.5

註：10 年年化回報波幅的計算方法是將每日回報率的標準差乘以 252 的平方根（假設一年內的交易日數為 252）。

全球 —— 彭博巴克萊全球綜合指數（美元未對沖）； 美國 —— 彭博巴克萊美國綜合指數（美元未對沖）

歐洲 —— 彭博巴克萊歐元綜合指數（美元未對沖）； 日本 —— 彭博巴克萊日本綜合指數（美元未對沖）

英國 —— 彭博巴克萊英國綜合指數（美元未對沖）； 中國 —— 彭博巴克萊中國綜合指數（美元未對沖）

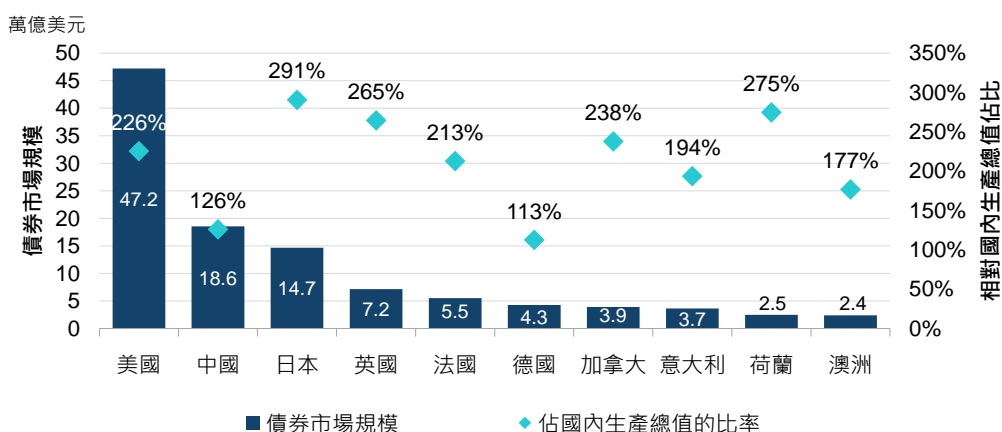
新興市場 —— 彭博巴克萊新興市場綜合指數（美元未對沖）

資料來源：彭博。

此外，內地債券市場的規模預計將繼續擴大，會為全球投資組合提供重要的資產選項。主要經濟體的債券市場通常都很完善，是政府和私營機構的重要資金來源。

2020 年年底，主要經濟體（德國除外）的債券市場規模已是其國內生產總值的 170% 以上，而中國債券市場僅佔其國內生產總值約 126%（見圖 16）。由於內地當局決心提高政府和私營機構直接融資的比例²³，中國債券的供應量料將大幅增加，以滿足實體經濟的融資需求。

圖 16：全球十大債券市場的規模及相對國內生產總值的比率（2020 年）



資料來源：債券市場規模的數據來自國際結算銀行的債務統計；國內生產總值的數據來自國際貨幣基金組織的世界經濟展望數據庫（2021 年 4 月）。

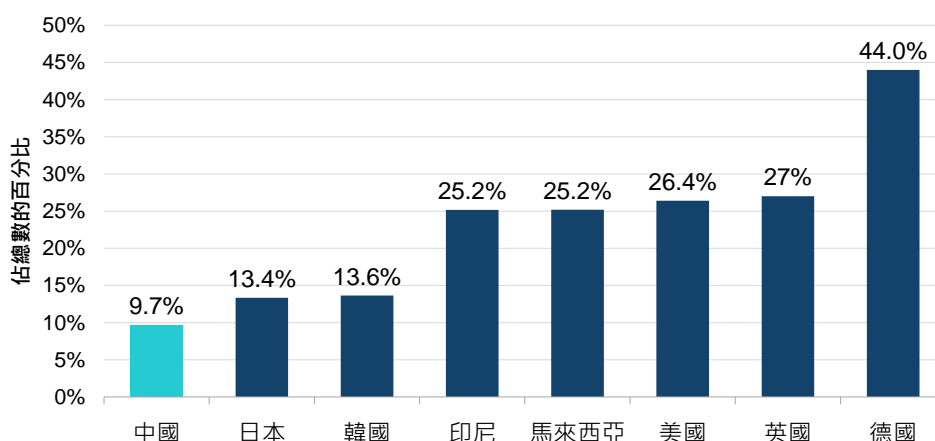
外資被內地債券市場的龐大資產池所吸引，參與投資內地債券市場相比其他國際市場，確實具有非常的大發展空間。

境外投資者投資他國本地市場的債券，通常最先從安全性高於公司債券的政府債券入手 —— 中國政府債券就是最先獲納入作為全球債券投資主要基準的全球債券指數之中。

但在這方面，與其他市場相比，中國政府債券的外資參與度仍然偏低 —— 2020 年年底，中國政府債務的外資持有比例為 9.7%，低於日本的 13.4% 和美國的 26.4%（見圖 17）。

²³ 參閱易會滿〈提高直接融資比重〉，載於中國證監會的網站，2020 年 12 月 3 日。

圖 17：若干市場的政府債券的外資持有比例（2020 年年底）



資料來源：中國、日本、韓國、印尼及馬來西亞的數據來自亞洲開發銀行；美國、英國及德國的數據來自〈中國躋身富時世界國債指數，踏上國際債券舞台〉(“WGBI inclusion confirms China’s arrival on global bond stage”)，載於富時羅素的網站，2021年5月。

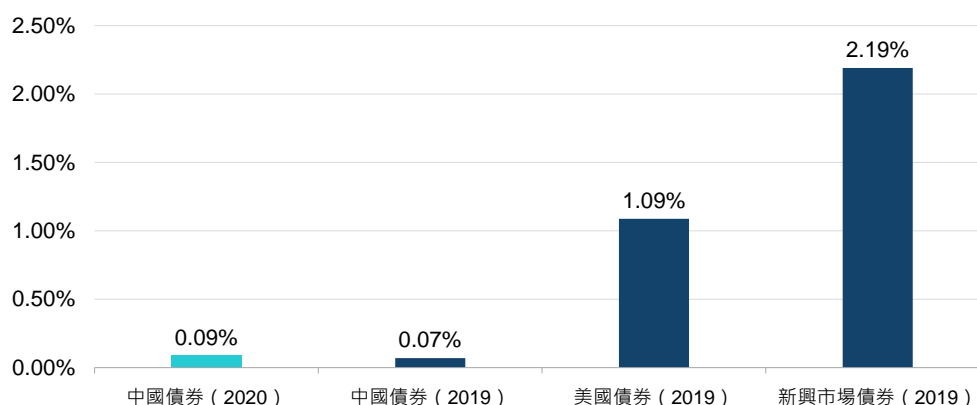
若中國債券在更大程度上獲納入各個全球指數，將會是增加外資參與的主要助推力。

根據富時羅素，若中國政府債券按現時權重全面獲納入各全球指數，流入中國債券的投資資金總額可達約 2,710 億美元至 2,990 億美元，若權重進一步提升，此金額有望進一步增加 2,075 億美元²⁴ —— 即是在現有外資持有的水平之上，於內地在岸債券市場規模（2021年6月底）的佔比增加 3% 左右。這亦會刺激那些追蹤這些債券指數的指數產品（尤其是 ETF）的蓬勃發展。

預期全球投資者將更多資產配置到中國債券，會通過直接和間接渠道刺激市場對中國債券的需求。雖然目前已有高效、不設持有額度的直接投資渠道（見上表 1），但間接投資渠道（如離岸債券 ETF）尚有很大發展空間。

涵蓋中國債券的 ETF 的資產管理規模仍然相對較小，2019 年年底時只佔中國債券市場不足 0.1%，相對於美國和新興市場債券佔各自債券市場的比率分別為 1.1% 和 2.2%（見圖 18）。

圖 18：不同市場的債券 ETF 的資產管理規模佔債市市值的比率（2019 / 2020）



註：可取得的中國債券數據截至 2020 年年底，而可取得的美國和新興市場債券數據則只限至 2019 年年底。

資料來源：中國債券數據是根據晨星提供的個別 ETF 的資產管理規模以及國際結算銀行債務統計數據中的債券市場規模計算得出；美國和新興市場債券的數據來自〈固定收益 ETF：事實與謬誤〉(“Fixed income ETFs fact vs fiction”)，載於道富環球顧問公司的網站，2020 年 10 月 12 日。

²⁴ 參閱〈中國躋身富時世界國債指數，踏上國際債券舞台〉(“WGBI inclusion confirms China’s arrival on global bond stage”)，載於富時羅素的網站，2021 年 5 月。

總括來說，現時內地在岸債券市場規模龐大，加上其預期的高增長勢頭，為國際投資者帶來巨大投資機會。

然而，由於直接與間接的准入渠道均存在缺口，現時國際投資者參與度仍很低。這些缺口涉及投資者類型、債券類型和產品類型三方面。

- **投資者類型**：目前，可直接投資中國境內債券的渠道（QFII / RQFII、內地銀行間債券市場直接投資渠道和「債券通」等）僅限機構投資者參與。個人投資者只能通過間接渠道（包括互惠基金和ETF）投資中國境內債券。
- **債券類型**：外資持有的中國債券集中在國債和政策性銀行債。換言之，商業銀行債券和公司債券尚未吸引太多外資。
- **產品類型**：離岸市場上涵蓋中國債券的互惠基金和ETF數量仍然很少（見第2.3節），令投資中國債券的選擇不多。此外，全球投資者買賣境內互惠基金和ETF的渠道目前亦很有限（例如通過「基金互認安排」或互掛上市），遑論要買賣涵蓋中國債券的境內基金。

3.2 產品及渠道的潛在優化措施

隨着中國債券市場不斷開放，可供境外投資者使用的直接和間接投資渠道亦可望拓寬和深化，但這些渠道現時僅供境外機構投資者使用。

境外個人投資者的需求其實也不容忽視，而這些投資者現時只可通過離岸債券基金等間接渠道參與境內市場。

以香港為例，2019年本地及海外個人投資者佔現貨市場交易總額的20.3%²⁵。個人投資者通常會投資於機構投資者管理的投資基金，故亦為機構投資者提供資金。因此，如能擴闊一系列讓個人投資者參與的中國債券投資工具，也許能刺激或滿足他們的需求。

在全球債券市場，個人投資者每次的交易額通常較小。由於某些交易費用採用劃一收費，小額交易變相令每單位交易價值的交易成本更高。

實證²⁶顯示，按交易金額的百分比計算，個人投資者為個別債券所須支付的交易成本遠比機構投資者高，因為前者的每單交易金額較小——在美國，個人投資者於2020年1月至9月期間購買個別投資級市政債券的平均引伸交易成本為0.72%，高於機構投資者的0.17%。

此差異對投資回報的影響可以很大，尤其在當前孳息率偏低的市況下。個人投資者買賣個別債券的成本較高也可能是由於小額交易的交易價格會較高又或差價較大²⁷。此外，某些債券可能設有最低投資金額，限制了個人投資者可選擇的債券種類。

個人投資者除了直接買賣債券，也可通過互惠基金和ETF等投資組合工具進行交易，以更低成本擴寬可投資債券的選擇。

雖然全球債券互惠基金和ETF是成本效益較高且能提供多元化債券投資的工具，但究竟債券互惠基金還是債券ETF較好？

²⁵ 資料來源：《現貨市場交易研究調查2019》，載於香港交易所的網站，2019年11月25日。

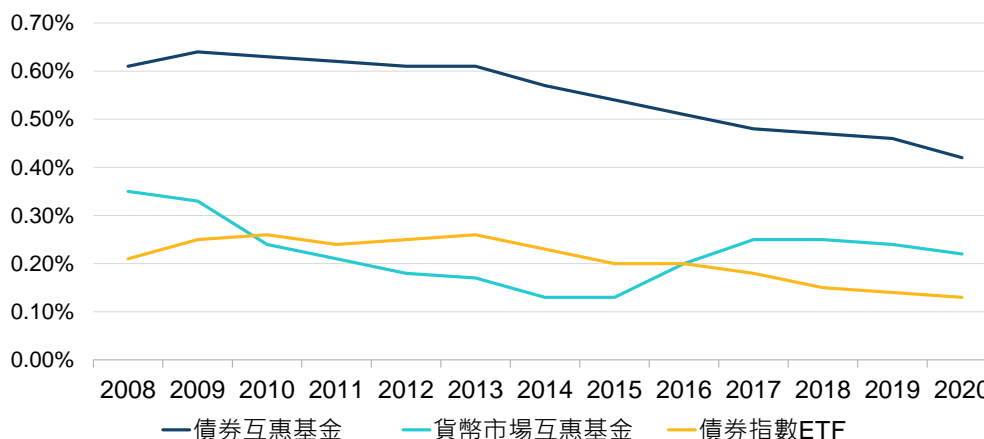
²⁶ 參閱〈散戶購買市政債券的隱含成本〉（“The hidden costs of retail purchases in municipal bonds”），載於標普全球的網站，2021年2月23日。

²⁷ 參閱〈城中熱話：債券還是債券基金較好？〉（“A topic of current interest: bonds or bond funds?”），載於Vanguard的網站，2017年7月。

一項實證研究²⁸發現，債券互惠基金和 ETF 的投資表現取決於其組合的構成。在美國，債券互惠基金和 ETF 的平均開支比率（基金總開支佔其資產管理規模的比率）於過去十年不斷下跌（見圖 19）。

與主動式管理的債券互惠基金相比，追蹤債券指數的 ETF 的開支比率較低——2020 年，債券互惠基金與債券 ETF 的資產加權平均開支比率分別為 0.42% 與 0.13%。ETF 除了成本較低，亦比互惠基金更具流動性和透明度，因為 ETF 可以在二級市場買賣，而且會每日披露其投資組合的構成。

圖 19：美國債券互惠基金和 ETF 的資產加權平均開支比率（2008 年至 2020 年）



資料來源：〈2020 年基金開支與費用走勢〉(“Trends in the expenses and fees of funds, 2020”)，載於美國投資公司協會的網站，2021 年 3 月。

對中國債券來說，追蹤中國債券的債券 ETF 也將是可行的投資途徑。雖然外資參與在岸債券 ETF 目前只限境外機構投資者，但投資離岸債券 ETF 則無此限制，不論機構投資者或個人投資者均可參與。

相比債券互惠基金，債券 ETF 在離岸市場的發展似乎比在岸市場更快（見下文）。這意味着在離岸市場的投資者對使用 ETF 作為中國債券投資工具的需求殷切，這需求可能大部分來自個人投資者（基於上文所述的 ETF 產品性質）。

再者，追蹤中國債券的離岸債券 ETF 可能比在岸的同類基金有更好的成本回報表現，更受投資者歡迎：

- 就內地在岸市場的債券基金（涉及中國債券）而言，債券 ETF 的規模相對較小——2020 年年底，債券 ETF 的資產管理規模只是債券互惠基金的 0.8%（見圖 20a）。至於成本和回報方面，在岸債券 ETF 的吸引力似乎不如在岸債券互惠基金（見表 3）。2020 年內，債券 ETF 的平均總回報²⁹比債券互惠基金低約 2 個百分點，而債券 ETF 的平均開支比率較債券互惠基金稍低約 17 個基點。
- 就離岸市場涉及中國債券的債券基金而言，債券 ETF 於 2020 年的資產管理規模接近債券互惠基金的一半（見圖 20b）。債券 ETF 的平均總回報比債券互惠基金低約 1 個百分點。此外，

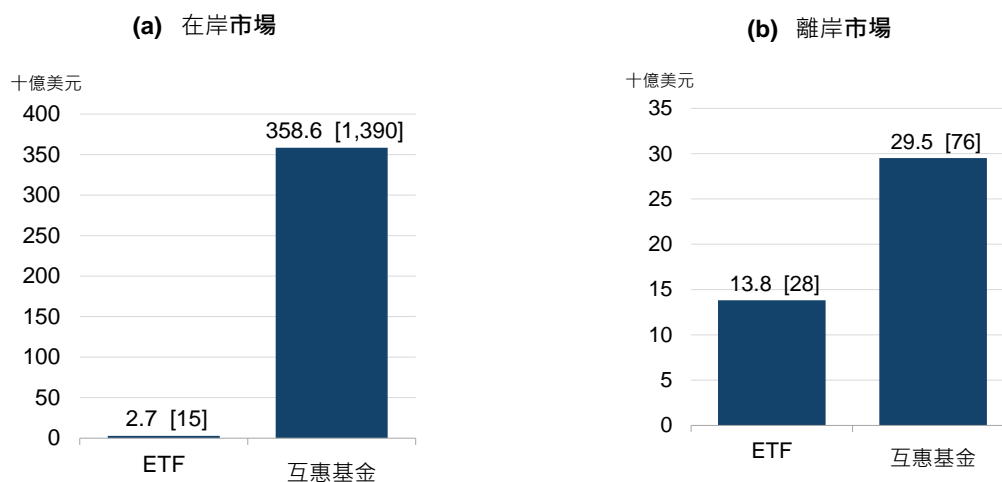
²⁸ J. Stankevičienė 與 I. Petronienė (2019 年) 〈債券互惠基金還是債券交易所買賣基金？風險調整後的表現評估〉(“Bond mutual funds vs. bond exchange traded funds: Evaluation of risk adjusted performance”)，載於《Administrative Sciences》，第 9 期，第 1 至 14 頁。

²⁹ 總回報是指調整開支後的總回報。參閱〈總回報計算方法〉，載於晨星的網站。

離岸的債券 ETF 的平均開支比率遠低於債券互惠基金（低約 37 個基點），其減省的成本亦多於在岸市場（見表 3）。減省成本這一點似乎是離岸市場債券 ETF 較受歡迎的原因。

換言之，境外投資者可投資並參與買賣的涉及中國債券的離岸債券 ETF 較在岸的為多，相較離岸債券互惠基金，其成本回報表現亦具吸引力。

圖 20：在岸和離岸市場涉及中國債券的債券互惠基金和 ETF 的資產管理規模（2020 年年底）



[] 基金總數

註：樣本是為晨星提供的所有涵蓋中國債券的債券基金。

資料來源：根據晨星的數據計算。

表 3：在岸和離岸市場債券互惠基金和 ETF 的平均總投資回報和平均開支比率（2020 年）

	在岸			離岸		
	債券 ETF	債券互惠基金	差異	債券 ETF	債券互惠基金	差異
平均總投資回報(%)	9.43	11.58	-2.15	9.78	10.69	-0.91
平均開支比率(%)	0.50	0.67	-0.17	0.55	0.92	-0.37

註：樣本是為晨星提供的所有涵蓋中國債券的債券基金。在岸 ETF 開支比率的數據是晨星提供的「發售章程淨開支比率」，而其他基金的數據是晨星提供的「年報淨開支比率」。平均開支比率是該類型中的各基金的開支比率的簡單平均值。

資料來源：根據晨星個別基金的數據計算。

在不同資產類型（包括債券）的投資中，ETF 等被動式投資近年越來越受歡迎³⁰。

全球債券 ETF 的資產管理規模由 2017 年的 1,384 億美元躍升至 2020 年的 2,303 億美元，於該兩年所有 ETF 的資產管理總規模中的佔比均約為 3%³¹。

債券互惠基金通常不是在交易所買賣，但債券 ETF 則在交易所上市買賣，所以無論在正常還是波動的市場情況下，債券 ETF 也有助於相關債券的價格發現³²。

³⁰ 參閱香港交易所研究報告〈香港 ETF 市場作為通向環球投資的門戶〉，載於香港交易所的網站，2019 年 9 月 12 日。

³¹ 資料來源：〈根據 ETFGI，投資於全球上市的交易所買賣基金和交易所買賣產品的資產在 2017 年上升 36%，創 4.83 萬億元新高〉和〈根據 ETFGI，投資於全球上市的交易所買賣基金和交易所買賣產品的資產於 2020 年 12 月底達 7.99 萬億美元，創下新的里程碑〉，載於 ETFGI 的網站，分別於 2018 年 1 月 18 日和 2021 年 1 月 14 日。

³² 參閱香港交易所研究報告〈市場產品於 2020 年市場動盪期間發揮的作用 —— ETF 會消滅還是放大波動？〉，載於香港交易所的網站，2020 年 12 月 22 日。

ETF 的這些特性讓投資者可在二級市場以反映當前市況的價格買賣基金單位，涉及成本通常不高，與買賣股票差不多。

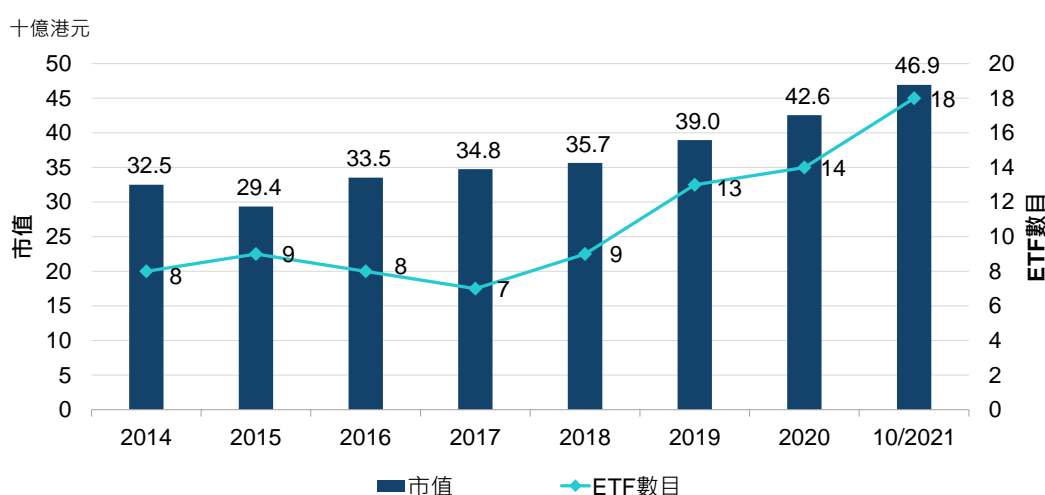
相反，債券互惠基金通常在一級市場買賣（認購及/或贖回），會涉及佔投資價值約 1%-2% 左右的額外費用（「承銷費」）³³。

因此，與債券互惠基金相比，債券 ETF 被認為更具成本效益（即成本回報表現更佳），且對經驗較淺的投資者（尤其個人投資者）來說，要比親自管理個別債券組合來得方便。

在香港市場，定息及貨幣產品 ETF 數目一直穩步上揚，由 2014 年的 8 隻增至 2021 年 10 月的 18 隻，其間資產管理規模由 325 億港元升至 469 億港元（見圖 21）。

截至 2021 年 10 月底，在香港上市的 18 隻定息及貨幣產品 ETF 中有 8 隻是涵蓋中國境內債券指數或貨幣市場的中國相關債券 ETF（見表 4）。值得注意的是，這 8 隻中國境內債券 ETF 中有 3 隻是於 2021 年發行（對上一隻是在 2018 年發行），反映這類產品漸受投資者歡迎。

圖 21：香港定息及貨幣產品 ETF 的數目與資產管理規模（2014 年至 2021 年 10 月）



資料來源：〈交易所買賣基金與槓桿及反向產品市場概覽〉，載於香港交易所的網站，2014 年至 2021 年 10 月期刊。

表 4：涵蓋中國境內債券的香港上市債券 ETF 列表（2021 年 10 月底）

上市日期	ETF 名稱	基準	股份代號	交易貨幣
19/02/2014	南方東英彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數 ETF	彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數	3199	港元
			83199	人民幣
20/01/2015	南方東英人民幣貨幣市場 ETF	7 天回購定盤利率	3122	港元
			83122	人民幣
29/12/2017	中國平安 CSI 5-10 年期國債 ETF	中證 5-10 年期國債活躍券指數	3080	港元
09/06/2018	華夏彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數 ETF	彭博巴克萊中國國債+政策性銀行債券指數	2813	港元
			82813	人民幣
			9813	美元
12/12/2018	中金彭博巴克萊中國國債 1-10 年 ETF	彭博巴克萊中國國債 1-10 年指數	3079	港元
			83079	人民幣

³³ 資料來源：〈交易所買賣基金與互惠基金：成本比較〉（“ETFs vs. mutual funds: Cost comparison”），載於富達的網站，於 2021 年 8 月 10 日瀏覽。

表 4：涵蓋中國境內債券的香港上市債券 ETF 列表 (2021 年 10 月底)

上市日期	ETF 名稱	基準	股份代號	交易貨幣
14/04/2021	Premia 中國國庫及政策性銀行債券 長久期 ETF	ICE 10 年期以上中國政府及政策性 銀行指數	2817	港元
			82817	人民幣
			9817	美元
21/10/2021	iShares 安碩中國政府債券 ETF	富時中國政府債券指數	2829	港元
			82829	人民幣
			9829	美元
21/10/2021	iShares 安碩短期中國政策性銀行債券 ETF	富時中國 6 個月至 3 年期政策銀行 債券指數	3125	港元
			83125	人民幣
			9125	美元

資料來源：香港交易所。

就投資中國境內債券而言，ETF 是具流動性和成本效益的工具³⁴。雖然如互惠基金一樣，在一級市場申購和贖回 ETF 單位（通常是大宗交易）也涉及額外成本，但在二級市場買賣 ETF 的交易成本可能低於一級市場，尤其是小額交易。此外，在中國債券 ETF 投資者須繳納的稅務方面，香港市場的稅後回報與其他離岸市場不相上下³⁵。

2021 年，香港市場推出措施減省相關成本，以支持定息及貨幣產品 ETF 的發展³⁶。此前，ETF 的兩大項成本為每筆交易 2 港元的最低股份交收費用和 0.5 港元的交易系統使用費，這亦是導致更長持有期才能達致損益平衡的主因。

對於小額交易（例如 1,000 港元）而言，這等同從定息產品 ETF 的收益中扣去 25 個基點的成本費用（每 1,000 港元的 2.5 港元）。為了將這些成本的影響減至最低，定息產品 ETF 的發行人均將每手價值定為約一百萬港元（機構投資者交易金額的規模）³⁷，使個人投資者卻步。

有見及此，香港交易所推出費用寬免，以降低定息產品和貨幣市場 ETF 的交易成本³⁸。寬免所涉的費用包括：(1) 交易系統使用費；及 (2) 交易所參與者應付的最低股份交收費用。

豁免這些費用亦即減低投資債券 ETF 的成本，鼓勵相關發行人降低產品的每手價值。香港的債券 ETF 將能吸引更多境外投資者（尤其是個人投資者）參與，發行人可把握此優勢而發行更多中國債券 ETF，進一步迎合境外投資者的需要。

香港市場在連接外資與內地在岸債券市場這方面，可以發揮更積極的作用，包括擴大債券類型（政府及公司）、產品類型（不同類型的債券基金，包括 ETF）和投資者類型（開放予個人及機構）。隨着全球投資者對中國境內債券的需求與日俱增，機構投資者可增加對內地不同類型債券（包括商業銀行債券及公司債券）的投資。這些對個別中國債券的投資大可以集合而成投資基金供個人投資者選購。債券 ETF 可作為境外投資者投資中國境內債券的一個具流動性和成本效益的渠道。

³⁴ 投資 ETF 的總成本除卻開支比率中涵蓋的管理和其他行政成本外，還包括持有成本和交易成本等。ETF 的持有成本包括追蹤 ETF 與其基準指數之間的差異以及投資者層面的稅項，互惠基金亦須支付這些成本。交易成本包括買賣差價和券商佣金（作為執行交易的服務費）。參閱《ETF 手冊：投資者實用指南》，載於香港交易所的網站，2021 年 7 月 5 日。

³⁵ 參閱《ETF 稅務報告（香港投資者版）》，安永（受香港交易所委託）編制，2020 年 7 月。

³⁶ 參閱《香港交易所推出新措施促進固定收益交易所買賣基金在港發展》，載於香港交易所網站上的新聞稿，2021 年 5 月 31 日。

³⁷ 資料來源：香港交易所。

³⁸ 這些交易涵蓋「聯交所買賣」及「兩邊客買賣」。根據《交易所規則》，「聯交所買賣」是指由交易所參與者向交易所報告或在交易所進行的中央結算系統合資格股票（「中華通」股票除外）的交易，而「兩邊客買賣」是指聯交所買賣中的買與賣均由同一名交易所參與者處理。

涵蓋中國債券的境外債券 ETF 預期有助提升境外個人投資者的參與。這些 ETF 可以採用涵蓋中國境內債券的全球、區域和本地債券指數的多元化基準，以助投資者的投資組合管理和多元化投資。

在內地，隨着債券成為越來越重要的融資渠道，發行人基礎將會擴大，而發行債券的種類亦將會增多。這將令投資者可投資的債券種類更包羅萬有，刺激內地市場債券指數的發展，同時有望推動中國境內債券 ETF 數目的增長。

如能通過內地與香港交易所之間的互掛上市安排，以及落實 ETF 的互聯互通機制（例如剛公布的將 ETF 納入「滬深港通」的安排），進一步加強兩邊市場聯通，將有更多境外投資者可參與買賣內地上市的中國債券基金。如能同時豐富離岸中國債券 ETF 的種類，更適切回應境外投資者（特別是個人投資者）所需，相信能相得益彰，令中國債券市場發展更上層樓。

4. 總結

中國境內債券市場已成為全球第二大債市。市場要進一步增長和發展，除了要靠內地政策支持與來自實體經濟的直接融資需求不斷提增來推動外，同時亦需要將市場持續進一步開放和國際化，以滿足境外投資者與日俱增的需求。

外資對中國債券的投資正不斷增加，但其參與度相較於其他主要債券市場的外資參與度仍偏低。雖然買賣境內債券的直接渠道具有效率並在持續優化中，但間接渠道（尤其是離岸中國債券 ETF）仍有很大發展空間。

中國債券指數 ETF 提供具吸引力的成本回報表現，有助中國境內相關債券的價格發現，及促進其流動性。

香港市場為債券 ETF 的發展提供各項成本激勵措施，有利拓展香港上市的一系列離岸中國債券 ETF 工具，這將有助提升國際投資者於中國境內債券市場的參與。

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。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106