

債券通及其未來發展剖析

本文由外事部提供

內地在岸債券收益率相對吸引，與環球市場的關連性較低，而且流通性有所提升，更被納入環球債券指數。所有這些因素／優勢令境外投資者對內地在岸債券大感興趣。內地的長期增長前景理想，加上一直推進資本市場開放，將帶動尤其是債券市場的投資活動，該市場自2019年以來位列全球第二大的債市。內地與香港的債券通項目對於內地在岸債市的發展與對外開放方面發揮積極作用。自2017年推出以來，債券通下的「北向通」已獲境外投資者普遍認同為投資於在岸債市的便捷渠道。繼「北向通」的成功經驗，今年9月開通的「南向通」將深化內地在岸債市的雙向開放，並讓內地投資者可透過香港增加離岸債券資產配置。本文檢視債券通的發展過程，以及未來展望。

概覽

現時境外投資者可透過三個渠道投資內地在岸債市。第一個是2002年設立的「合格境外機構投資者計劃」(QFII)，讓合資格境外機構投資者以外幣投資於在岸股票及債券，其後在2011年又推出「人民幣合格境外機構投資者計劃」(RQFII)。2020年下半年，兩個計劃合併為「合格境外投資者計劃」，投資範圍有所擴大，資格要求亦有所放寬。第二個渠道是2016年推出的「內地銀行間債券市場(CIBM)直接投資計劃」，讓境外投資者透過銀行直接在CIBM買賣在岸債券。上述兩個渠道都需要投資者設立在岸託管及現金帳戶。

第三個渠道是債券通「北向通」，這個最新推出的渠道是便利境外投資者參與在岸債市的重要一步。債券通是一項互聯互通機制，讓中國內地及海外投資者透過內地與香港的金融基建服務機構之間的連接，買賣、結算及持有在內地及香港債市流通交易

的債券。債券通與另外兩個渠道發揮互補作用，有助提高參與市場的方便程度及提升運作效率，尤其在開戶及交易結算方面。債券通最突出的地方，是內地及國際投資者可在繼續遵循其各自的債券市場的交易慣例進行債券交易的同時，便捷地參與對方的債市。

「北向通」交易在2017年7月3日開通，讓境外投資者可買賣在CIBM交易的債券。在「北向通」下，境外投資者無需在中國內地開立在岸帳戶或委聘在岸交易及交收代理人。境外投資者可透過其全球及／或本地託管機構，經香港金融管理局(金管局)的債務工具中央結算系統(CMU系統)持有CIBM債券；CMU系統會作為債券的名義持有人，並與在岸結算機構(即中央國債登記結算有限責任公司(中債登)及銀行間市場清算所股份有限公司(上清所))建立結算及交收連接。透過CMU系統，境外投資者可利用香港及大部分海外市場慣常的名義持有人安排，繼續結算及持有債券。此舉有別於內地適用於債券

登記及託管的直接持有安排。此外，境外投資者可透過中國人民銀行（「人民銀行」）認可的國際交易平台，在CIBM與在岸市場做市商進行交易。

與股票通相若，債券通以資金閉環形式運作，一對一綁定指定的支付帳戶及債券結算帳戶。

「北向通」自推出以來，日益受有意參與內地在岸債券市場的境外投資者歡迎；而內地在岸市場的規模已達19萬億美元，為全球第二大債市。截至2021年8月底，來自34個地區共2,700多名境外投資者已透過債券通登記參與CIBM，其中包括78間全球百大環球資產管理公司。¹

「北向通」順利發展，為開展「南向通」奠下堅實基礎。金管局及人民銀行於2021年9月發布聯合公告，宣布推出「南向通」，完成債券通計劃下的雙向聯通，並透過內地與香港的金融基建服務機構之間的連接，為內地投資者提供便捷、安全的渠道，以投資於香港債市。

提升債券通下的「北向通」以促進內地在岸債市對外開放

正如其他互聯互通機制，債券通下的「北向通」推出至今落實了多項優化措施及市場為本的改良，以滿足投資者的需要、提高運作效率、降低交易成本及提供更大的靈活性。這些措施包括：(i) 實施貨銀兩訖結算模式，以提高結算效率及減低結算風險；(ii) 推出交易分倉功能，讓投資者可在下單前將大宗交易分配給多個單獨帳戶；(iii) 落實債券投資的利息收入的稅務寬免安排；(iv) 加入新的電子交易平台；(v) 延長現金交收截止時間；(vi) 提供更多結算周期的選擇；以及(vii) 增加靈活性，讓投資者可選用多於一間銀行辦理資金匯兌及外匯風險對沖。有關詳情見表1。

表 1

債券通下的「北向通」的優化措施

日期	措施
2017年7月	「北向通」上綫
2018年8月	實施貨銀兩訖結算模式
	推出交易分倉功能 國務院公布境外投資者在內地在岸債市的債券利息可獲3年稅務寬免
2019年1月	加入新的電子交易平台
2019年4月	為債券通投資者推出同業存單一級申購服務
	CMU系統延長債券交割及存入資金截止時間
2019年8月	延長結算周期至T+3
2020年3月	新增／提供T+3以上的特殊結算周期及循環結算服務
2020年7月	公布推出4項新措施改進債券通，包括降低收費、延長交易時間、增加交易平台及提供一級市場服務
2021年2月	CMU系統延長提交債券交割指令及港元即時支付結算系統存入資金指令的截止時間
2021年3月	優化人民幣資金匯兌服務，讓債券通投資者可選擇最多3間銀行辦理資金匯兌及外匯風險對沖
2021年4月	推出國際付費模式(dealer pay model)，可將交易費用併入債券報價內
	債券通投資者可透過上清所的招標發行服務參與一級市場發行
2021年9月	加入新的電子交易平台

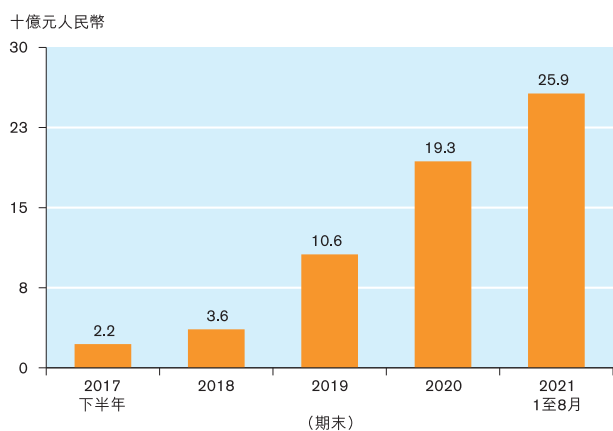
債券通下的「北向通」的近期發展

今年首8個月，「北向通」的海外投資及買賣活動持續增加，佔境外投資者參與CIBM的總成交金額的55%。每日平均成交額（圖1）較2020年上升超過30%至259億元人民幣，為債券通開通後首月錄得的每日平均成交額的18倍多。自今年初以來，「債券通」新增381名投資者，令投資者總數增至2,733名（圖2）。

¹ 資料來源：債券通有限公司(BCCL)。

圖 1

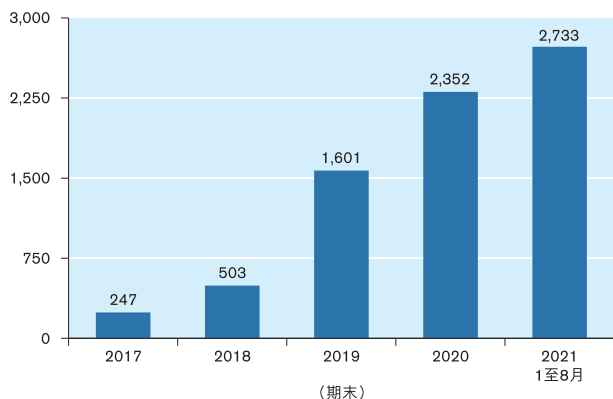
債券通每日平均成交額 (「北向通」)



資料來源：中國外匯交易中心。

圖 2

債券通登記機構投資者數目 (「北向通」)

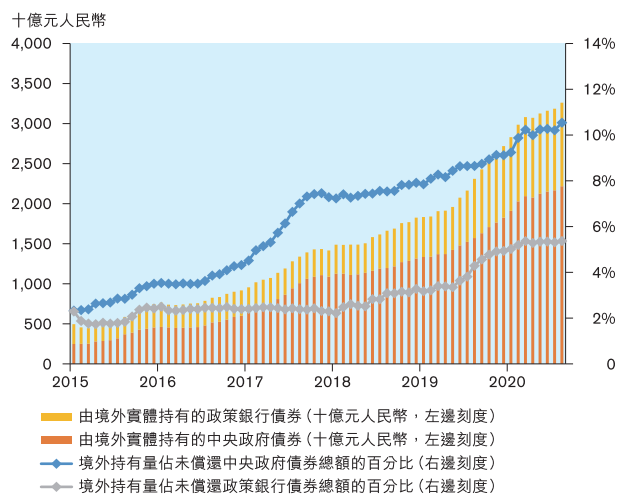


資料來源：債券通有限公司。

由於市場開放度及流通性均有所提升，買賣債券亦更為方便，因此內地政府及政策銀行債券的境外持有量持續增長。過去 4 年，境外投資者持有的中央政府債券上升了近兩倍至佔總額一成多 (圖 3)。截至 2021 年 8 月底，境外投資者持有的內地在岸債券總值 3.78 萬億元人民幣，較 2017 年 7 月底推出債券通時的水平增加 2.9 萬億元人民幣，增幅達 3 倍多，其中 1.1 萬億元人民幣，即增幅的 36% 來自債券通。部分市場人士預測內地資產在環球中央銀行儲備中的佔比有可能錄得 3 倍的增長，由 2021 年第 1 季的 2.45%²，增加至 2030 年的 5 至 10%。

圖 3

內地政府及政策銀行債券的境外持有量



資料來源：中國債券信息網、高盛、上海證交所、深圳證交所及 Wind。

對投資者來說，除了人民幣在 2016 年被納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子，與美元及歐元等主要儲備貨幣並列以外，另一項重要發展是在岸債券被分階段納入主要全球債券指數，債券通的暢順運作是推動這發展的其中一股助力。富時羅素決定從 2021 年 10 月開始分階段將中國政府債券納入其旗艦指數——世界政府債券指數，以及彭博及摩根大通分別於 2019 年 4 月及 2020 年 2 月將內地在岸債券納入彭博巴克萊全球綜合指數與摩根大通全球新興市場政府債券指數，表示內地在岸債券將會由境外投資者廣泛持有，資金流入在岸債市的速度亦會加快。

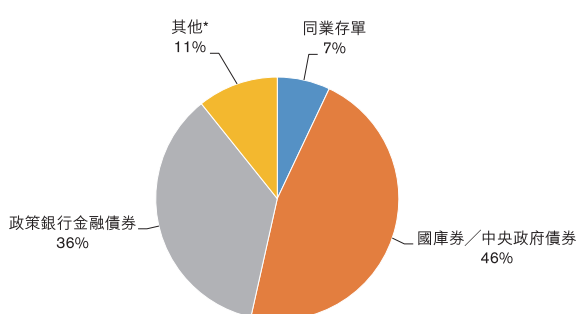
投資者分析

內地在岸債市可分為：(i) 估債市主要部分的息率市場，當中包括中央政府債券 (國債)、地方政府債券及政策銀行金融債券；及 (ii) 信貸市場，包括同業存單、公司債券、企業債券，以及國有企業與私人企業發行的中期票據。

² 《國際幣基金組織外匯儲備貨幣構成》，2021 年 6 月 31 日。

「北向通」下的境外投資主要流向國債及政策銀行金融債券，分別佔投資者持倉量的46%及36%；其次是同業存單，佔投資者持倉量的7%（圖4）。上述分布是受惠於政府債券較大的流動性與相對穩定性，以及同業存單較高的收益率。就期限而言，「北向通」下的持有債券的年期大多為7至10年，以及1年和以下³。

圖 4
債券通（「北向通」）投資者持有的債券類別



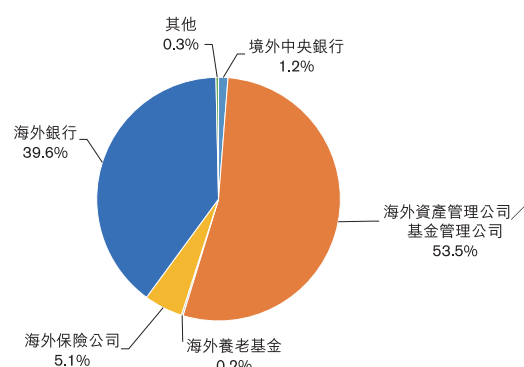
* 其他包括：中期票據、商業銀行債券、資產管理公司金融債券、公司債券及資產支持證券。

資料來源：CMU系統，截至2021年7月30日。

另一方面，市場對公司債券的參與相對較少，主要是由於流動性較低及缺乏統一的信貸評估。在這方面，內地決策當局正致力透過改革國內信貸評級機構及容許境外公司進入信貸評級市場，來建立更健全的信貸評級制度。此舉應會加速國內及全球評級標準趨同，進而有助境外投資者評估公司債券，最終擴大在岸信貸市場的投資者基礎。

就投資者分布類別而言（圖5），「北向通」下的投資主要由海外資產管理公司／基金管理公司（54%）及海外銀行（40%）持有，較小部分則由央行、養老基金等其他投資者持有，當中不少已能透過QFII等較早前的計劃進入內地岸債市。

圖 5
持有債券通（「北向通」）投資的投資者類別



* 其他包括：其他海外中長期機構投資者及海外證券公司。

資料來源：CMU系統及債券通有限公司，截至2021年7月30日。

內地債券作為新興資產類別

由於內地在岸債券能夠在貨幣風險可控下帶來促進收益及投資多元化的雙重益處，逐漸已成為一個新興的資產類別並獲得更廣泛的認同，這在當今全球利率持續低迷的環境下尤其突出。截至2021年8月底，10年期中國國債收益率達2.85%，相應美國國庫券收益率為1.31%⁴，使內地在岸債券成為極具吸引力的提高收益率的選擇。若與低收益率的澳洲債券，甚至負收益率的德國及日本債券相比，這項優勢更不言而喻。

內地經濟的相關政策較以國內為本，加上本身的獨特性，反映內地債市對全球經濟變化的反應可能有別於其他經濟體。事實證明，內地在岸債券與傳統資產類別（例如已發展市場的政府債券及全球股票等）的相關性較低，令內地固定收益資產成為實行全球投資組合多元化的有效工具。

按照未對沖基礎，由於人民幣波動性低於全球其他貨幣，加上近年人民幣匯率大致穩定，因此內地在岸債券回報的波動性亦低於大多數其他政府債券。

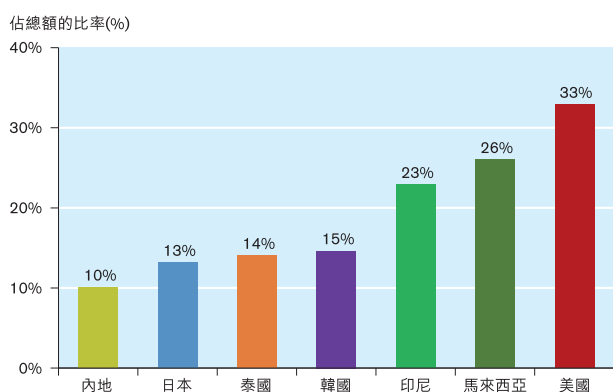
³ 資料來源：債券通有限公司「債券通運行報告」。

⁴ 資料來源：彭博。

債券通「北向通」的前瞻與「南向通」的推出

境外投資者參與內地岸債市只處於起步階段，往後仍有漫長旅程。內地在全球投資者所持組合中的佔比仍然很少。而境外投資者持有內地債券僅佔內地債市規模的3%（其持有國債的比率為10%），與境外投資者在已發展及新興市場債券的持倉情況相比，上述兩個百分比均屬較低（圖6）。展望未來，預計境外投資者對內地固定收益資產的分配，將會與內地在全球經濟增長的佔比（超過18%）趨同。

圖6
本幣政府債券的境外持有量



資料來源：亞洲開發銀行、證券業暨金融市場協會及美國財政部，資料截至2021年3月。

推動境外投資流入內地固定收益資產的因素有多項，包括內地政府致力開放在岸債市、人民幣走向國際化、有關債券被納入全球債券指數，以及當前低息環境下內地固定收益資產的高利率溢價；這些因素迄今依然存在，並將在未來幾年繼續推動外資流入。內地在岸債券需求很可能屬結構性質，投資分配於這個資產類別將成為一項策略性的決定，投資者越漸不容忽略。根據「2021年全球公共投資者」報告⁵，全球有三成中央銀行正計劃在未來12至24個月增持人民幣相關資產，相比去年只有一成。

隨着流入內地在岸債市的資金將會持續增加，預計債券通下「北向通」的成交量亦會上升。該計劃將繼續發揮重要作用，協助境外投資者進入在岸債市，並增加債市深度與流動性，從而鞏固香港作為離岸人民幣業務中心的角色。

隨着投資者越漸認可內地在岸債券在投資組合中所發揮的長期策略性作用，對於管理相關匯率風險、利率風險及流動性風險的工具的需求亦會越來越大。債券通「北向通」下一階段的優化重點，將會是提供多元化的風險管理工具，包括引入利率互換等衍生工具。

債券通「北向通」推出4年多以來，已成為境外投資者進入內地在岸債市的重要渠道。隨着境外資金流入的規模不斷壯大，加上內地經濟穩步發展，境內機構投資者進行境外投資，以滿足資產配置的需求亦不斷上升。2021年9月「南向通」開通，將深化內地在岸債市的雙向開放，促進跨境資金的穩健流動，並創造機會讓內地投資者以便捷、安全的方式分散投資風險，以及透過香港逐漸建立離岸固定收益資產配置。「南向通」將吸引更多內地投資者及境外債券發行人來港，促進本地債市發展，並吸引中介機構透過香港債市平台提供服務，為金融業帶來新機遇。

與「北向通」一樣，「南向通」將會審慎起步，按風險可控、循序漸進的原則發展。初期先開通現券交易，合資格投資者範圍將包括部分內地公開市場業務一級交易商以及合格境外機構投資者與人民幣合格境外機構投資者。計劃初期亦設有每日額度及年度總額度，並會根據跨境資金流動形勢進行調整。「南向通」的主要特點概要載於表2。

⁵ 「2021年全球公共投資者」，國際貨幣金融機構官方論壇。

表 2

「南向通」基本要點

投資者範圍	<ul style="list-style-type: none"> • 人民銀行認可的部分公開市場業務一級交易商(共41間大、中型銀行) • 合格境外機構投資者及人民幣合格境外機構投資者
投資額度	<ul style="list-style-type: none"> • 年度額度：5,000億元人民幣(淨流出) • 每日額度：200億元人民幣(淨流出)
投資範圍	<ul style="list-style-type: none"> • 現券交易 • 標的債券：在香港市場交易流通的所有境外發行的債券
交易對手	<ul style="list-style-type: none"> • 金管局指定的做市商
結算路徑	<ul style="list-style-type: none"> • 金融基礎設施連接路徑(參照「北向通」的運作模式；內地的中央證券託管機構：中債登及上清所；香港的中央證券託管機構：CMU系統) • 託管銀行連接路徑(透過內地試點託管銀行)
交易安排	<ul style="list-style-type: none"> • 兩條結算路徑均須與指定做市商進行交易 • 中國外匯交易中心將與境外電子交易平台建立系統連接，為合資格投資者提供交易服務
資金匯兌	<ul style="list-style-type: none"> • 可使用人民幣及外幣進行投資 • 使用人民幣投資於外幣債券的投資者，可在內地銀行間同業外匯市場辦理資金匯兌及相關外匯風險對沖業務

「北向通」的經驗證明，平穩暢順的起步再配合逐步優化，是確保債券通茁壯穩健發展的最佳途徑。我們會以相同方法開展「南向通」。在暢順推出「南向通」後，我們會因應實際運作情況及市場發展需要，不時檢視及優化運作安排。