

研究报告

2017 年第 40 期

2017.4.1

执笔：鲁晓琳

luxiaolin@icbc.com.cn

“债券通”动态追踪及其影响预测

要点

- 债券通的启动，将使得内地和香港资本市场的互联互通从股票市场延伸到债券市场，意味着中国资本市场将朝着更加开放的地带纵横深耕。
- 推进债券通的市场基础主要表现在以下三个方面：第一，内地债券市场开放度不断提升；第二，香港债券市场发展空间巨大；第三，内地及香港债券市场的跨境投资有待进一步提升。
- 商业银行作为债券市场的重要参与主体，债券通将为商业银行经营转型开拓新的发展空间，一方面有助于商业银行通过开展多元化筹资来完善自身的治理结构，另一方面可提供更丰富、更多元化的投资选择。另外，商业银行应警惕债券通可能带来的金融风险，如市场波动风险、金融危机传导风险以及汇率波动风险等。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

“债券通”动态跟踪及其影响预测

李克强总理在3月15日答中外记者问时，释放出今年将在香港和内地试行“债券通”的重磅消息。当天，央行及时跟进，表示将适时公布债券通的具体方案，同时港交所也发布公告称，将在两地监管局的指导下，积极参与债券通的准备工作，并在未来适时公布更多细节。作为继“沪港通”、“深港通”和两地基金互认之后的又一重量级金融工具创新，“债券通”的推出意味着中国资本市场朝着更加开放的地带纵横深耕。

一、“债券通”进程回顾及意义

（一）进程回顾

债券通的概念首次公诸于世是在2016年1月。当时港交所公布了新的三年计划《战略规划2016-2018》，将债券通列入探索构建的工作规划。

2016年11月，香港金融发展局发布了一份《有关内地与香港债券市场交易互联互通机制“债券通”的建议》（以下简称“建议书”），从可行性、实施方案等方面全面阐述了债券通的理念和机制。在这一年中，尽管港交所高层多次在公开场合表示正在加快研究债券通相关事宜，但内地监管层并未对此有明确表态。

进入2017年，债券通的相关进展骤然加快。港交所总裁李小加在1月介绍2017年港交所工作计划时，还只是说正在探讨债券通模式，并期望年内公布细节，但到了3月1日，港交所首次披露了关于“债券通”的路线图，并提出债券通可能“先北后南”，即先开通北上，以国债先行，主权类债券在后。与此同时，中国国家外汇管理局在二月底发布通知，债券市场的境外机构投资者可以使用掉期、远期和期权等衍生品对冲外汇风险，放宽境外机构投资者对衍生品



的使用，此举被视为降低境外投资者投资国内债券市场壁垒的主要举措之一。

3月两会期间，证监会刘士余主席与香港金融人士会谈中明确表示，推进中港互联互通优先考虑“债券通”，这也是内地监管层首次公开谈到债券通的进展。李克强总理在两会记者会上的发言提到债券通，意味着债券通的开通箭在弦上。而就在总理话音刚落之时，港交所也已在网站上发出公告，表示将“全面准备债券通”。

（二）意义所在

债券通意味着内地和香港资本市场互联互通将从股票市场延伸到债券市场，是资本市场国际化的一部分，其意义主要表现在以下三个方面：

- 对于内地而言，将驱动场内与场外债券市场配置的均衡，带动投资品种与投资者结构的优化，倒逼境内债券市场打破刚性兑付，培养境内投资者正确的投资理念，彰显债券市场的市场化本能。
- 对于人民币而言，推动人民币国际化并对人民币汇率的长期稳定提供支撑，成为维护人民币在全球货币体系中地位的中坚巩固力量。
- 对于香港而言，将为香港人民币资金池提供更广泛的资金来源，增加香港市场人民币外汇交易量，带动更多人民币计价投资产品的开发和销售，进一步巩固香港作为连通内地市场与国际市场门户的优势地位。

二、推进“债券通”的市场基础

（一）内地债券市场开放度不断提升

境内债券市场的对外开放，是一个有序推进、不断提升的过程：境外机构投资境内债券市场的政策，始于2010年8月人民银行允许境外三类机构（境外央行、境外人民币清算行和参加行）进入银行间债券市场的政策试点，后将投资主体扩展至RQFII/QFII，以及主权财富基金、国际金融机构和境外保险公司等机构。

2015年7月，央行规定境外主权类机构（央行、国际金融组织、主权财富

基金)通过备案即可运用人民币投资中国银行间市场,取消了投资境内银行间债券市场的事前准入及额度审批。

2016年2月,央行将境外机构投资者扩展到各类境外金融机构,包括商业银行、保险公司、证券公司、基金公司等,并取消额度限制和事前准入审批。

2017年2月,国家外汇管理局允许境外投资者在境内进行远期、外汇掉期、货币掉期和期权等交易,以对冲投资银行间债券市场产生的外汇风险敞口,进一步完善了境外机构投资境内债券的配套措施。

在中国经济稳健发展的背景下,中国内地债券市场投资价值日益彰显。截至2016年末,中国债券市场托管余额为63.7万亿元人民币,位居全球第三,仅次于美国和日本。上述系列政策的有序推出,加之人民币“入篮”均推动了境外投资者增持人民币债券的需求,境外机构持有内地债券的余额和比重显著提升,已成为境内债券市场重要的参与者。**截至2016年末,已有432家境外投资者入市,去年新增超过100家;银行间债券市场境外投资者总计持有债券8700亿元人民币,较2015年末增加11%。**近期,花旗和彭博相继把中国债券市场纳入其相关指数,也代表了国际机构对中国债券市场开放措施的认可。

(二) 香港的债券市场发展空间巨大

从市场规模看,截至2016年末,香港债券市场规模已超4000亿美元¹,其中,以美元计价的本币债券规模达到2360亿美元,由债务工具中央结算系统托管和结算的港元和外币未偿还债务工具总额分别为4048亿和95亿港元,港元债券规模与香港GDP的比例为74%。在香港交易所上市的债券数量为892份,其中公司债券675份,政府债券188份,外国债券29份,2016年12月债券成交总额为1.69亿美元,共2340笔交易,其中公司债券0.28亿美元,政府债券1.41亿美元。

从发债主体和投资者看,债券市场对本地和境外发行者和投资者开放。发债主体包括香港特区政府、外汇基金、银行及金融机构、企业、中国财政部及国内金融机构、外国国家机构、大型国际机构、外国企业、特别目的载体等。

¹ 包括在香港以港币及外币发行的,以及香港发行者于欧债市场发行的债务证券。



投资者涵盖金融机构、退休基金、保险公司、投资基金、慈善基金、个人投资者。

从产品类型看，香港债券市场产品有固定利率债券、浮动利率债券、结构性债券（挂钩票据、期权证券、迷你债券）、证券化债券（按揭证券资产抵押证券）等。在期限结构方面，既有几个月期的短期票据，又有几年期、十几年期的中长期债券。在币种方面，香港债券市场港币、美元、人民币等品种齐全。

整体而言，香港债券市场虽然起步较晚，但发展较快，市场已有一定规模，交易也比较活跃，债券流动性较强，债券品种比较齐全，期限结构比较合理。但债券市场的发展与银行业或股市相比仍有较大差距，拥有巨大的发展潜力，将内地庞大的债券市场引入并发展相关专业服务产业能够弥补香港金融市场的不足，也可能会增加市场对港币和债券的强烈需求，与此同时增加香港债券发行活动。

（三）内地及香港债券市场的跨境投资现状

QFII 和 RQFII 是最先被批准在内地证券交易所和中国银行间债券市场买卖债券的机构投资者。而境外的零售投资者，只能通过购买 QFII 以及 RQFII 聚焦于内地债券市场的基金，间接进入内地债券市场。另一个给予海外投资者参与内地债券市场的新渠道是在 2015 年中推出的“内地与香港基金互认安排”，可以让投资者跨境买卖内地和香港登记及营运的认可基金。与此同时，目前内地投资者可以通过 QDII 和 RQDII 计划下的基金投资香港债券市场，或购买基金互认安排下在内地发售的香港债券基金。

1. 境外投资者投资内地的债券市场

从面向境外三类机构开放银行间债券市场，到取消境外央行等中长期机构投资者投资银行间债券市场的额度限制并实行准入备案制，再到即将实施的债券通，虽然内地债券市场开放度不断提升，但这并不意味着内地债券市场的国际化嵌入深度达到了很高水平。截至 2017 年 2 月底，境内债券市场余额约 65 万亿元人民币。作为重要的投资主体，同期境外机构和个人持有的人民币债券余额约 8530 亿元，占比不到 2%，不仅显著低于德国、英国、美国等发达国家境

外投资者在本国债券市场的占比，而且与一些新兴市场国家如马来西亚、印尼、阿根廷、韩国相比也有不小的差距。另外，在内地与香港基金互认安排下，截至 2016 年末，香港证监会批准了 48 只内地基金（包括两只伞型基金）²，其中有 16 只投资于内地债券市场，而只有 8 只是净债券基金³。

自 2016 年 2 月，中国银行间债券市场对 QFII 和 RQFII 进一步开放，主要表现在两方面：一是境外机构范围进一步扩大，QFII 和 RQFII 扩大到绝大部分境外金融机构；二是流程进一步简化，不要额度批复，不需要资格准入。但是，QFII 和 RQFII 对内地债券市场交易的热情与活跃度不高。目前在 QFII 的所有投资组合中，只有 10% 投资于内地的债券市场。截至 2016 年末，香港证监会批准了 68 只非上市的 RQFII 基金和 26 只 RQFII 交易所买卖基金(ETF)，其中只有 4 只是完全投资于内地债券的 ETF，而 2016 年投资于内地债券市场的 4 只 RQFIIETF 的平均交易量，在所有于港交所上市的 ETF 平均交易量中占比不足 2% (表 1)。

表1 在港交所买卖的 RQFII 中国债券 ETF 交易量（2016年12月） 单位：元

交易所买卖基金（ETF）名称	证券 代号	成交金额	2016 年每月平均 成交金额
易方达花旗中国国债-5-10 年期指数 ETF	82800	93, 896	308, 521
南方东英中国超短期债券 ETF	83122	-	278, 544
iShares 安硕人民币债券指数 ETF	83139	5, 046, 285	675, 365
南方东英中国五年期国债 ETF	83199	1, 658, 290	9, 452, 426
所有交易所买卖基金（ETF）的平均交易量	-	451, 544, 108	671, 219, 157

注：iShares 安硕人民币债券指数 ETF 的上市地位于 2017 年 2 月 23 日办公时间结束后被撤回。
数据来源：香港交易所统计数据-每月市场资料

² 香港证监会 2016 年 10 月至 12 月的季度报告

³ 基金互认安排下的南下产品名单，经济通网站

<http://www.etnet.com.hk/mobile/tc/funds/mrf.php?category=list>



2. 内地投资者投资香港的债券市场

目前，内地投资者通过 QDII 和 RQDII 投资香港债券市场的主要方式是购买基金，不能自主选择债券品种、类别，以及何时买入卖出，因此一直以来投资的热情并不高，但近期在多种因素的共同作用下，对境外债券基金的需求大幅增长。据哲奔咨询的估算，截至 2016 年二季度末，近 900 亿美元 QDII 总额度使用率或已达 90%，自 2015 年 4 月开始外汇局就再没有发出新的 QDII 额度，但是额度使用率只在 2016 年才达到 90% 以上，2015 年和 2014 年使用率分别在 67% 和 50% 左右。其中，根据 2016 年 11 月 29 日外汇局公布的最新投资额度审批情况，净债券基金在 QDII 总额度中只占不到 3%。另外，截至 2016 年末，全市场 132 只 QDII 基金年内算术平均净值增长率为 6.54%。由于标的市场表现分化，QDII 基金业绩也显著分化：按照类型来分，QDII 股票型基金、QDII 混合型基金、QDII 商品基金、QDII 债券基金平均收益率分别达到 6.65%、3.22%、7.26%、9.81%；而从区域上看，布局全球、美国、香港、亚太(包括大中华区)的权益类 QDII 产品收益率分别为 5.35%、11.09%、3.4%、0.6%。

自 2015 年 7 月 1 日基金互认计划推出之后，截至 2016 年末，相对于获得香港证监会认可的 48 只内地基金而言，获中国证监会批准的香港基金仅有 6 只，且当中只有两只投资于定息产品。境外债券基金供应不足的情况在近期变得更加明显，主要是内地投资者在人民币贬值及 A 股市场疲软的情况下，加上国内低利率环境下高投资回报的安全资产匮乏，因此不管是个人还是机构对于境外债券基金的需求都出现激增。2016 年新成立的 QDII 基金主要以债券型为主，其中 2016 年末和年初相比，股票、混合和商品型 QDII 基金的规模占比均有不同程度下降，债券型基金的规模占比则从 5% 升至 16%。

(四) 存在的挑战和可能的解决方案

关于债券通的实施，香港金发局的建议书中曾提到两项挑战：第一，追查内地与香港债券市场所涉及的跨境资本流动是一项重大挑战；第二，两地对零售投资者在债券市场的投资资格要求各异。针对以上两项挑战，建议书里也给出相应解决方案：（1）对于场内交易，沿用沪港通模式，即允许内地和香港投

投资者互相进入对方的场内债券市场，但债券的交易范围只限于在两个交易所中那些面向零售投资者的债券，以及在港交所以中央结算系统交收的债券。（2）对于场外交易，建议允许内地及香港零售投资者，通过在内地及香港的指定银行开设一个特别交易账户，来买卖对方的场外交易债券；（3）关于投资者资格问题，由于目前内地零售投资者受财政及投资经验资格限制，建议豁免境外投资者需跟随内地投资者所受到的资格限制，而对于有意投资于香港场外交易债券市场的内地投资者，建议香港当局采用同样的内地投资者要求，若不符合则只能购买不低于 AAA 级别的债券；（4）针对资金活动的追查问题，建议由指定银行全权负责其客户的所有跨境资金活动，包括投资、派息和偿还本金等，同时在初期禁止投资者转换托管人，以减少当局追查债券持有人身份的难度。

总体而言，股票沪港通和深港通的先后推出和平稳运行，为债券通提供了良好借鉴，内地和香港的监管机构和金融机构也对资本市场的互联互通积累了相关经验，这些都将有助于债券通的成功实施。

三、商业银行或将面临的机遇与风险

债券通的启动将吸引海外资金通过香港投资内地债市，而内地资金也可通过香港买卖境外债券，这将是债券市场乃至整个资本市场在开放进程中迈出的一大步。与此同时，央行也表示未来将会完善法律、会计、审计、税收、评级等方面的相关制度安排，为境外投资者投资中国债券市场提供更加便利和友好的制度环境。

商业银行作为债券市场的重要参与主体，债券通将为商业银行经营转型开拓新的发展空间。首先，债券通将引来境外活水，投资者类型进一步丰富、数量继续增加，有助于商业银行通过开展多元化筹资来完善自身的治理结构，促使负债来源多样化，增强负债稳定性，弥补商业银行资产和负债期限的不对称性，并扩充其直接融资业务的空间。其次，债券通可提供更丰富、更多元化的投资选择，商业银行可投资品种的多样化，不仅可以优化资产结构，改善收益



结构，增强资产的流动性和盈利性，还将有助于商业银行进一步盘活银行资管现有资产池，拓展资管产品的设计空间和运营模式，更加全面准确地覆盖不同类型客户的多元化需求。

与此同时，商业银行应警惕债券通可能带来的金融风险，随着境外金融投资机构规模的不断扩大，资本市场的资金规模会因为两地股票和债券市场的互联互通而放大，市场出现泡沫的可能性变大。另外，“债券通”是继2014年“沪港通”、2016年“深港通”之后，两地资本市场互联互通的再度“加码”，在尚缺乏抵抗汇率波动的金融工具的背景下，对人民币兑换需求的大量增加会带来汇率波动风险，而伴随着我国金融市场开放的逐步升级，我国金融体系越来越容易受到国际金融市场波动的影响，增大了金融危机传导等风险。