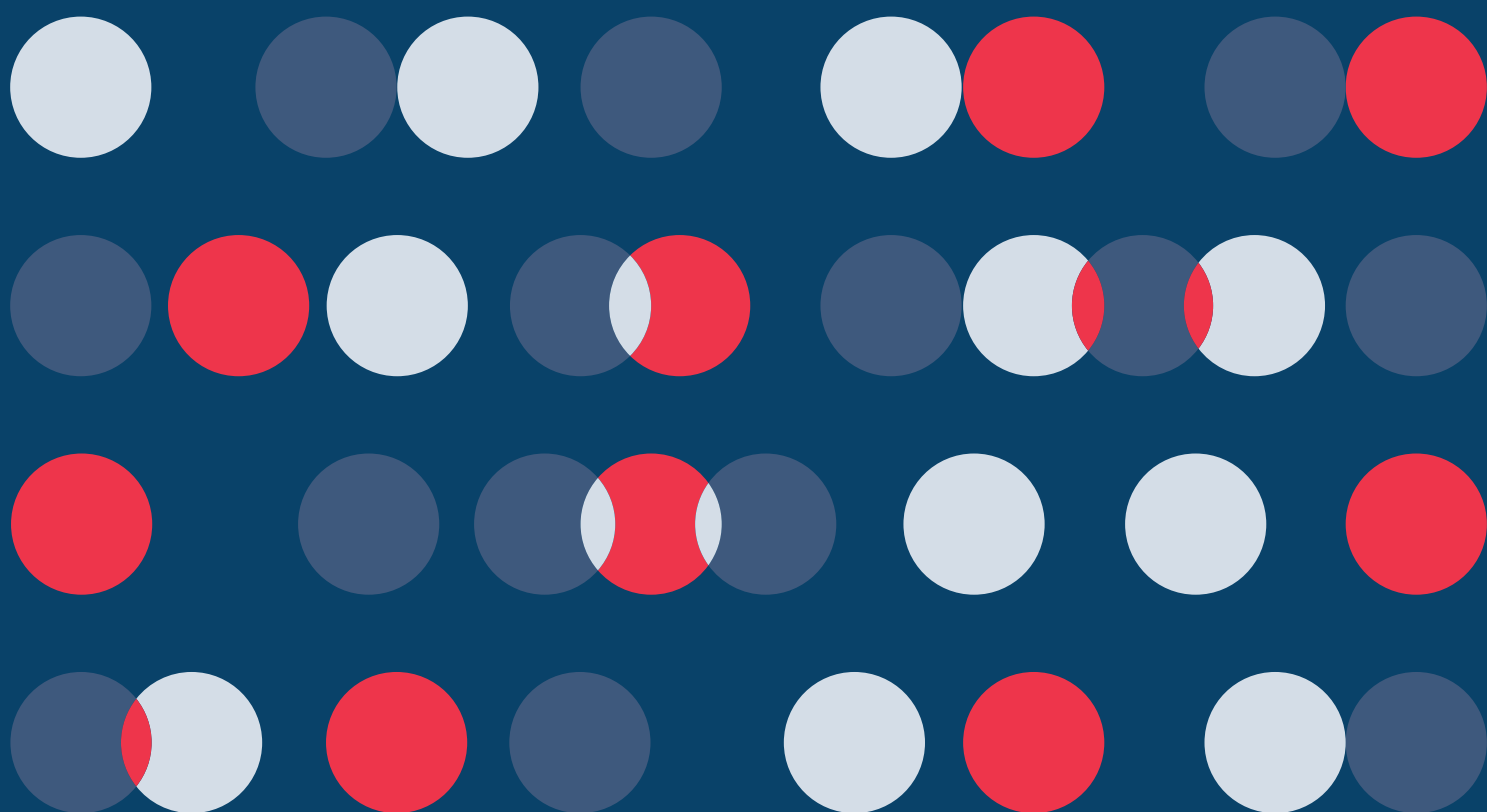


2018年6月

研究報告

將中國納入全球債券指數：現況與前景



目錄

頁數

摘要	1
1. 國際投資在新興市場債市的發展趨勢	2
1.1 新興市場債券佔全球投資組合的比重日益增長	2
1.2 新興市場債券發行從強勢貨幣轉向本國貨幣	4
1.3 新興市場發債高度集中於幾個國家	6
2. 全球主要的新興市場債券指數	6
2.1 摩根大通的全球債券指數	7
2.1.1 按貨幣及市場比重分類	7
2.1.2 主要特點：地域分佈、評級及市值	7
2.2 富時羅素的全球債券指數	10
2.2.1 納入標準	10
2.2.2 將中國納入定息指數的最新進展	11
2.3 彭博巴克萊包含中國債券的指數	12
3. 影響中國納入全球債券指數的瓶頸	13
3.1 為降低入市門檻已採取的政策改變	13
3.2 有待完善的操作環節	14
4. 其他論點	15
4.1 中國獲納入全球債券指數的潛在影響	15
4.2 離岸對沖工具對中國入指後的重要性	15
4.3 中國入指後投資者行為的轉變對投資資金流動的影響	15
英文縮略詞	17

摘要

中國債市發展迅速，現已位居全球第三大，但中國在全球債券指數的比重卻遠低於其經濟及債券規模所應佔份額。近年來，中國先後推出不同舉措以降低外資進入中國債市的門檻，特別是 2017 年 7 月債券通正式啟動，在很大程度上移除了中國債市的入場門檻並放寬了境外投資者在中國債市的交易限制，使中國進一步貼近全球廣泛使用的債券指數的遴選標準。然而，外資參與中國債市仍存在若干操作上的問題，這包括：現行的交收安排還不能完全做到貨銀兩訖、境外投資者買賣債券的稅務政策欠清晰、匯出資金存有難點，及未能透過匯市對沖貨幣風險等。

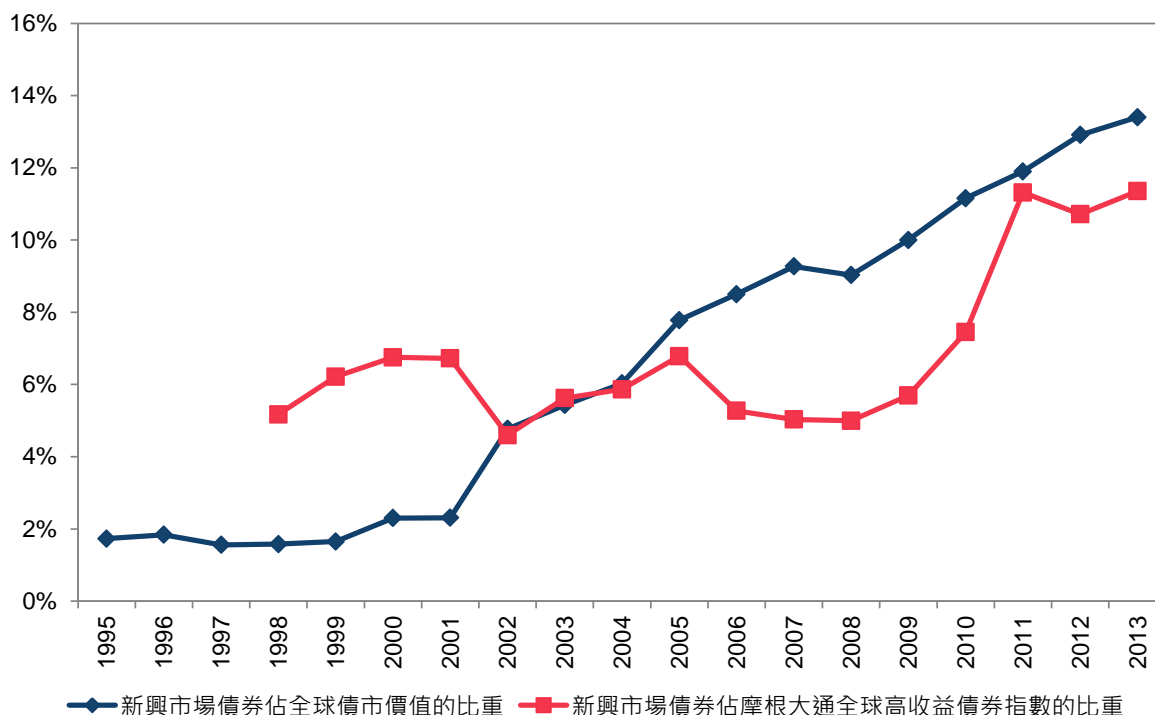
在可見將來中國必然獲納加入廣泛使用的全球債券指數，屆時影響所及甚為深遠。一旦全球債券指數陸續納入中國並分配以較高比重，越來越多追蹤這些全球債券指數的交易所買賣基金（ETF）將相應增持中國主權債券，到時市場上是否有相應的對沖工具來減低中國債市受國際市場波動影響將至關重要。此外，為持續吸引全球大型機構投資者投資於中國債市及讓中國繼續留於全球債券指數，維持一個堅穩的主權評級亦是一關鍵因素。國內金融深化（包括擴大國內投資者基礎、銀行業和資本市場進一步深化，及優化體制環境）將有助強化國內金融市場，有利於減低全球金融動盪對國內資產價格的不利影響。

1. 國際投資在新興市場債市的發展趨勢

1.1 新興市場債券佔全球投資組合的比重日益增長

近 15 年來，全球債券投資趨勢顯著轉強，其中越來越多資金流入新興市場。21 世紀初以來，流入新興市場的資金總額大幅增加，至 2013 年時已翻了四倍，令新興市場債券在全球資本市場的比重顯著增加（見圖 1）。

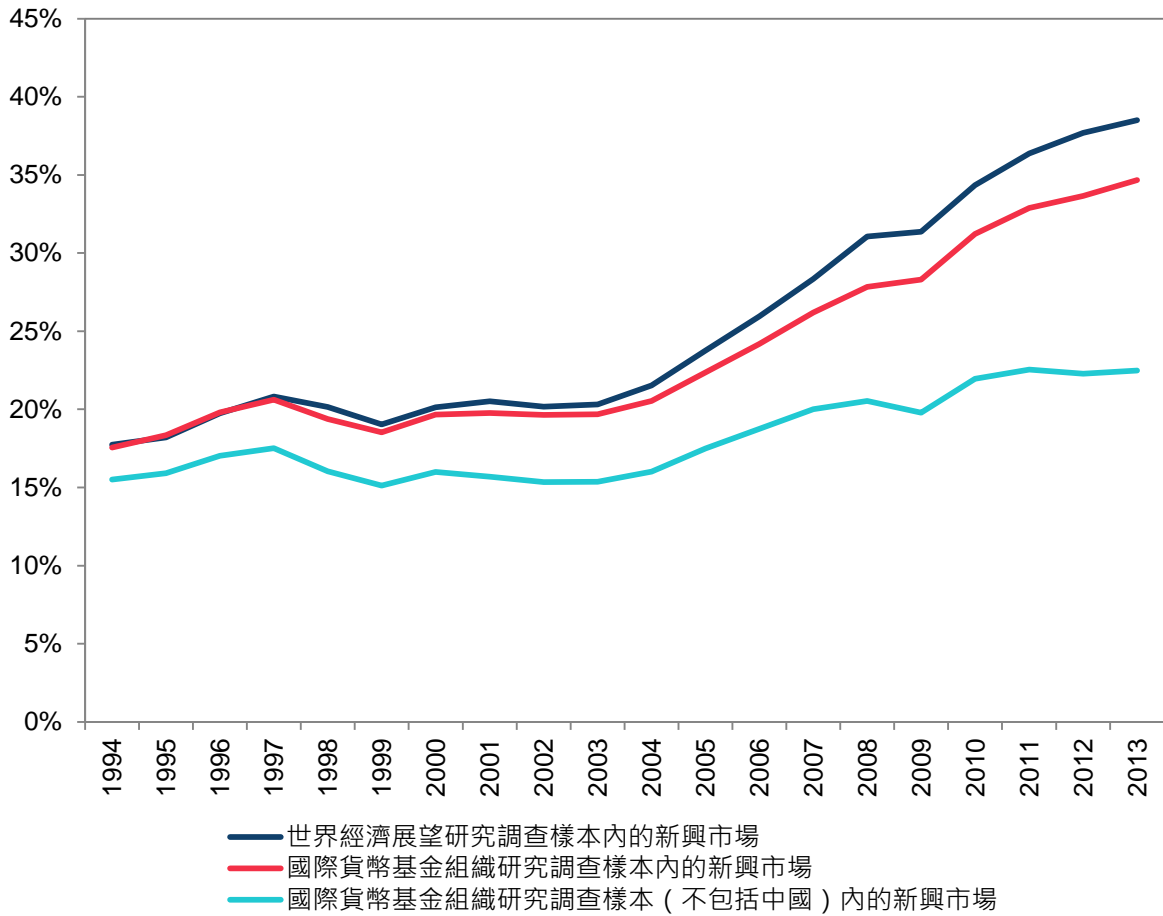
圖 1：新興市場債券佔全球債市價值及指數的比重（1995 年 – 2013 年）



資料來源：國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告》— 從流動性轉為增長主導的市場 (Moving from Liquidity to Growth-Driven Markets)，2014 年 4 月 (國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》)。

新興市場債券佔全球投資者債券投資組合的比重大幅攀升，主要由於新興市場在全球經濟體內的影響力不斷提升（見圖 2），以及其日趨全球化的金融市場。1997 年亞洲金融危機爆發後，許多新興市場已大規模改善經濟基本面，反映在大量新興市場降低政府負債而獲評為「投資級別」。

圖 2：新興市場佔全球本地生產總值的比重（1994年 – 2013年）

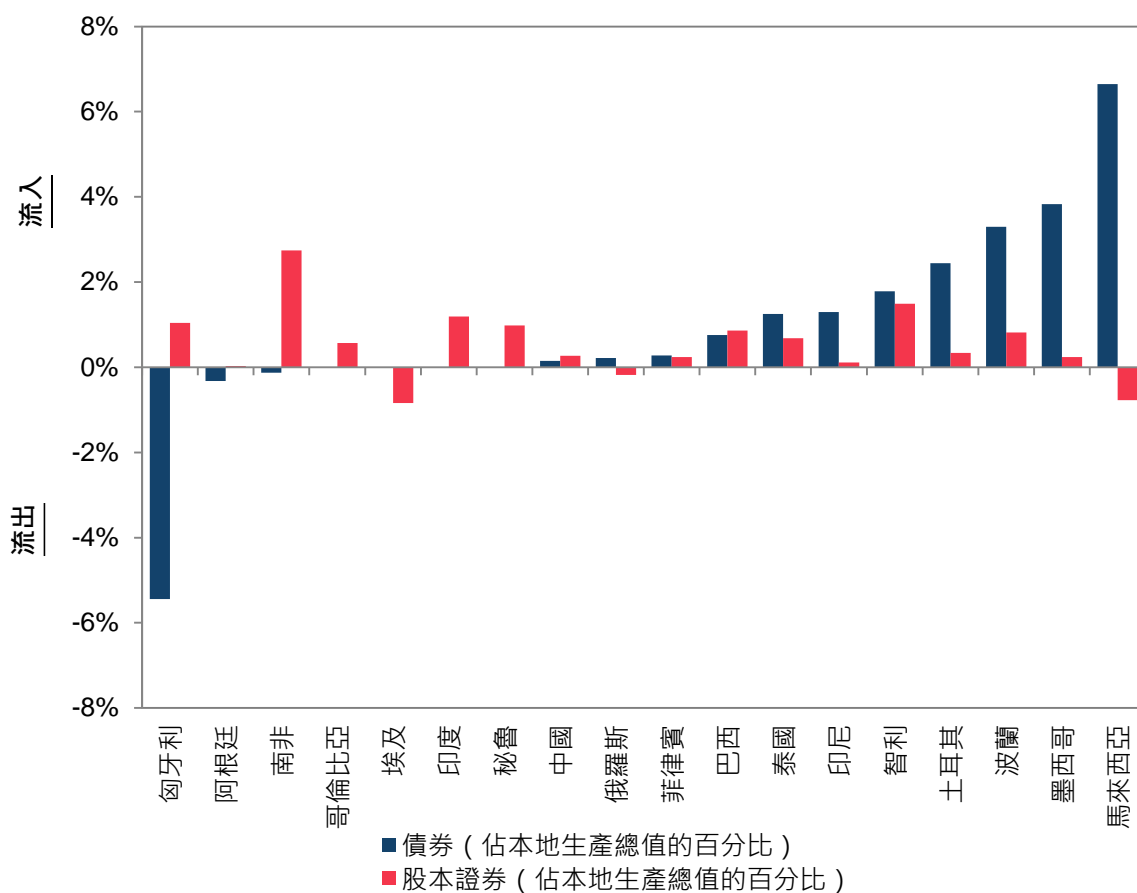


註：「世界經濟展望研究調查樣本內的新興市場」為世界經濟展望數據庫所定義的新興市場；「國際貨幣基金組織研究調查樣本內的新興市場」為國際貨幣基金組織數據庫所定義的新興市場。

資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。

2008 年爆發全球金融危機後，新興市場債市在全球投資中的重要性日益提升，甚至超越了股票市場（見圖 3），主要原因在於主要發達國家的央行實施大規模量寬政策刺激經濟增長所形成的低息環境，令投資者不得不轉而尋求高收益投資產品。

圖 3：2009 年至 2013 年期間流入/流出新興市場的總投資組合的年度均值



資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。

1.2 新興市場債券發行從強勢貨幣轉向本國貨幣

外資持有新興市場債券的比例上升，亦與新興市場債券發行人漸由以強勢貨幣轉為以本國貨幣進行債券融資有關。近年，以本幣進行債券融資的情況顯著增加。

新興市場以強勢貨幣發行的債券¹數十年來一直是主要的資產類別。新興國家發行人礙於本土債市疲弱，大多不能以本身的貨幣或在本國市場發債，而只能以發達國家的貨幣或在國際市場發債。這個做法令新興市場發行人得以進入資金充裕的國際資本市場，以彌補自身市場發展不足所造成的資金短缺，卻同時帶來貨幣錯配的問題，增加了新興市場的市場脆弱性。

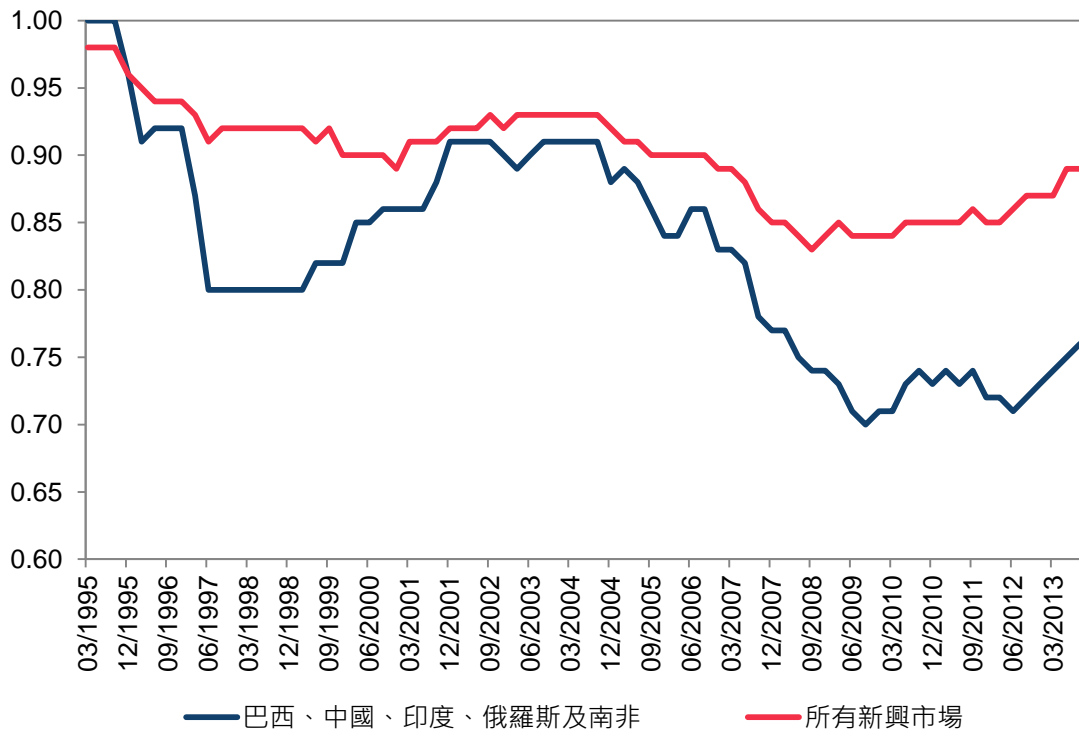
過去 10 年這個趨勢幾乎完全扭轉。新興市場在金融深化及造強金融機構方面的進展，令其本國市場的流動性更好，本土投資者基礎更廣，因此許多新興市場逐漸由以強勢貨幣發債轉為以本幣發行債券，從而避免過度對外舉債（見圖 4）。相對於傳統的強勢貨幣政府債券市場，本國主權債市的發展更為迅速（見圖 5）。2000 年，以本幣發行的債券大約佔新興市場可買賣債券餘額的 55%。至 2013 年，這佔比升至 83%²。至 2015 年，新興市場以本幣發行的債券總額升至 15 萬億美元，佔其債務總額的 87.2%³。

¹ 強勢貨幣債券是指以美元、歐元、英鎊或日圓計值的債券。

² 資料來源：《Emerging markets local currency debt and foreign investors》，世界銀行，2014 年 11 月 20 日。

³ 資料來源：《Development of local currency bond markets》，國際貨幣基金組織，2016 年 12 月 14 日。

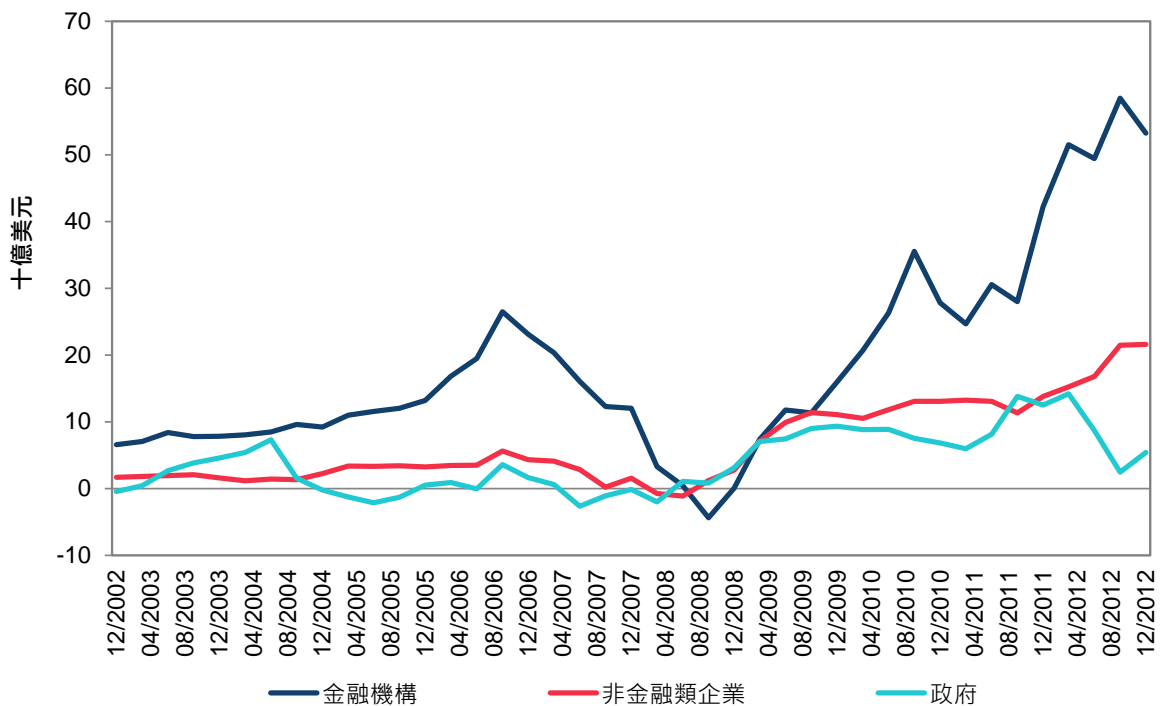
圖 4：新興市場於國際市場上發行的債券對強勢貨幣的依存度（1995年3月—2013年9月）



註：上圖所示依存度數值來自國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。該數值介乎 0 至 1 之間。數值越大表示該市場債券對強勢貨幣的依存度越高。上圖所示為所涉及國家的簡單平均數。

資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。

圖 5：不同類別的發行人在國際市場上發行的新興市場債券淨額*（2002年—2012年）



* 該等債券為過去及現在的新興市場所發行的債券按發行人國籍進行劃分，包括了總部設於新興市場經濟體的海外附屬公司所發行的債券（樣本按資料來源中的定義）。

資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。

1.3 新興市場發債高度集中於幾個國家

新興市場本幣債券的發行只集中於幾個國家。根據世界銀行的統計⁴，以 2013 年 12 月的債券餘額計，新興市場前十大發行國家所發行的政府債券佔新興市場本幣政府債券的 81%。其中，中國、巴西及印度排名前三，其總和佔一半以上。（見表 1）

國家排名 (2013 年 12 月)	餘額 (十億美元)		佔本地生產總值的 百分比		佔新興市場 本幣債券總額的 百分比
	2000 年 12 月	2013 年 12 月	2000 年 12 月	2013 年 12 月	2013 年 12 月
中國	133.89	1,361.82	11.17%	14.74%	26.29%
巴西	134.26	912.21	20.82%	40.62%	17.61%
印度	11.92	618.04	2.50%	32.93%	11.93%
墨西哥	59.64	306.68	8.72%	24.32%	5.92%
土耳其	15.77	243.74	5.92%	29.72%	4.70%
波蘭	36.97	212.55	21.59%	41.07%	4.10%
馬來西亞	44.24	160.93	47.17%	51.51%	3.11%
俄羅斯	8.95	144.27	3.44%	6.88%	2.78%
南非	71.35	126.68	53.69%	36.13%	2.45%
泰國	16.17	113.69	13.17%	29.36%	2.19%
總計					81.08%

資料來源：《Emerging markets local currency debt and foreign investors》，世界銀行，2014 年 11 月 20 日。

然而，儘管新興市場債券在全球市場中的比重規模不斷擴大，但它們在全球債券指數的比重卻不成比例。尤其是中國，相對於它在新興市場以至全球市場中的經濟規模和債券發行量，中國以本幣（即人民幣）發行的債券在多個全球指數中的比重嚴重偏低。截至 2017 年底，中國境內債券市場的市值達到人民幣 64.57 萬億元⁵。即使中國債券市場已在相當大的程度上開放不同渠道，便利外資參與⁶，中國債券依然並未被納入全球主要的指數，又或佔比不足。比如近期中國債券（主權債及政策性銀行債）獲納入彭博巴克萊全球綜合+中國指數，人民幣資產的市場權重僅佔指數的 5.31%，遠不及中國在全球債券市場發行量的實際佔比。

以下各章節將討論全球債券指數的建構，再探討影響中國債券獲納入全球指數進程的因素，深入瞭解中國債券在全球指數比重偏低的原因。

2. 全球主要的新興市場債券指數

全球投資者對多樣化的流動資產及工具的需求日益增長，因此獲納入各全球指數的國家愈來愈多。投資者可參考全球指數，評估他們的投資組合表現，也可以透過追蹤指數進行被動式的資產組合管理，或以買賣追蹤指數的交易所買賣基金（ETF）等金融產品，實現投資於某些市場的投資策略。通常，指數供應商會將指數標的集中於流動性最好的國家及貨幣，讓全球投資者易於跟蹤指數。按照新興市場債券的貨幣組成，指數標的又分為強勢貨幣債券及本幣債券。

⁴ 資料來源：《Emerging markets local currency debt and foreign investors》，世界銀行，2014 年 11 月 20 日。

⁵ 資料來源：《2017 年債券市場統計分析報告》，2018 年 1 月 16 日，中國中央國債登記結算有限責任公司。

⁶ 見香港交易所研究報告《進軍中國境內債券市場——國際視角》，2017 年 5 月 16 日，登載於香港交易所網站。

2.1 摩根大通的全球債券指數

2.1.1 按貨幣及市場比重分類

摩根大通提供了許多不同的新興市場指數，廣泛用於資產管理及新興市場債務投資。摩根大通指數根據貨幣的不同性質，分為兩大指數組別。隨著近年投資者對新興市場本幣債券興趣日濃，摩根大通創設了以本幣計價的新興市場國債指數 (GBI-EM) 系列。以強勢貨幣計價的債券，則有 1999 年 7 月推出、編制回溯至 1993 年 12 月的新興市場債券指數 (EMBI)。除主權債券外，該指數亦包含政府類債券，以反映範圍更廣的新興市場主權債務。

每個指數組別又有多樣的分項指數，根據投資範圍、流動性及國家多樣化因素，實施不同的納入標準。

舉例而言，GBI-EM 指數系列有三個分項指數：GBI-EM、GBI-EM Global 及 GBI-EM Broad。GBI-EM Broad 是最全面的指數，不考慮投資者進入市場的難易程度，所涵蓋債券範圍最大；另一端是 GBI-EM，只涵蓋投資者可直接進入當地債券市場的國家，最方便投資者複製，而且易於用作 ETF 的基準；GBI-EM Global (GBI-EM 全球指數) 在市場准入方面的選擇標準則採取了中間策略，只摒除了設有明顯資金管制的國家。

此外，每個分項指數各有一個「多元化」版本，指數中的國家權重與原指數不同。在「多元化」版本中，個別國家如市值權重特別高會被調低權重，不得超過摩根大通的調整方法所設的比重上限，而較小型市場的權重則會被調高；儘管調整後的權重將有別於該等國家的市值比重，這樣的調整會使多元化版本的國家比例較為平衡。在實踐中，定息及資產管理行業最廣泛使用的是「全球多元化(Global Diversified)」指數。

表 2：摩根大通債券指數分類

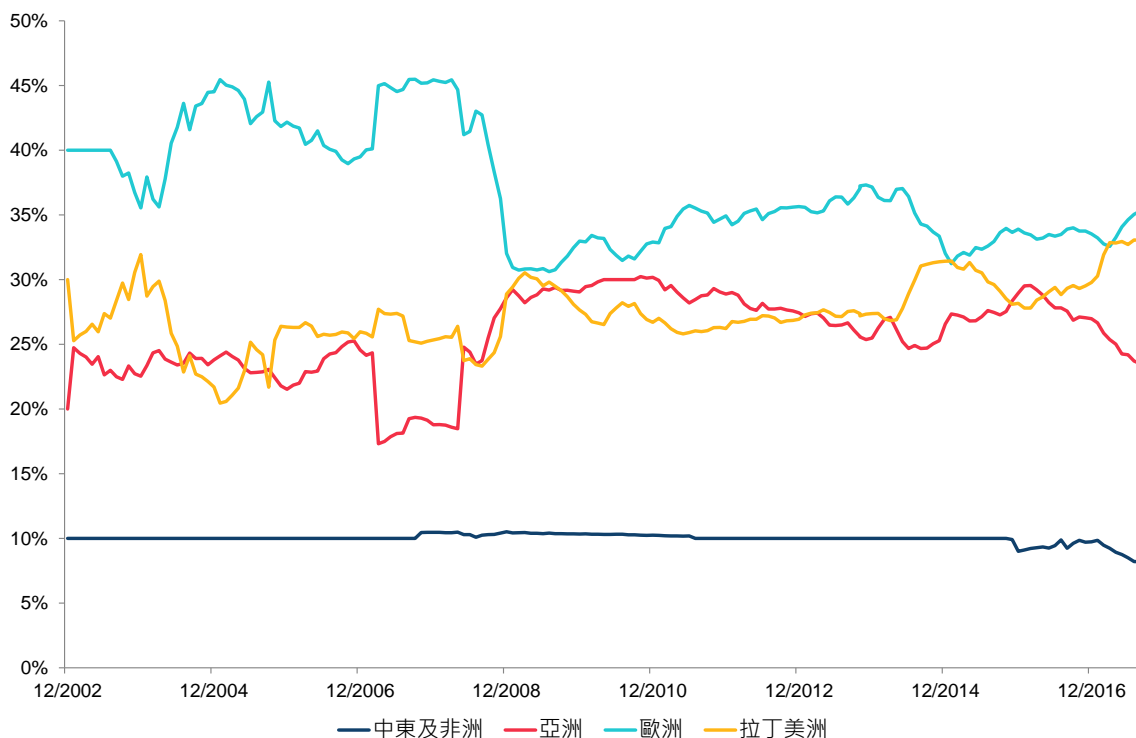
	GBI-EM 全球多元化指數	EMBI 全球多元化指數
資產類別	<ul style="list-style-type: none"> 本幣、主權 	<ul style="list-style-type: none"> 強勢貨幣、主權及類主權
國家入選準則	<ul style="list-style-type: none"> 人均國民總收入*須連續三年低於指數收入上限 大部分外國投資者均可進入 不包括有資金管制的市場 	<ul style="list-style-type: none"> 人均國民總收入*須連續三年低於指數收入上限
流動性準則	<ul style="list-style-type: none"> 必須提供雙向每日定價，及從當地交易台取得指引 	<ul style="list-style-type: none"> 必須有第三方估值供應商提供每日定價
工具入選準則	<ul style="list-style-type: none"> 固定利率及零息 最低發行額：10 億美元 (本地在岸債券) 或 5 億美元 (全球債券) 	<ul style="list-style-type: none"> 所有固定、浮息、攤銷型及資本型 最低發行額：5 億美元
<p>* 摩根大通將「指數收入上限」定義為每年按世界銀行提供的以圖表集法 (現價美元) 計算的全球人均國民總收入增長率作調整的人均國民總收入水平。</p> <p>資料來源：摩根大通。</p>		

2.1.2 主要特點：地域分佈、評級及市值

GBI-EM 全球多元化指數以 18 個國家為限⁷。於 2017 年 8 月，歐洲佔指數的多元化比重最高 (35%)，其次是拉丁美洲(33%)及亞洲(24%) (見圖 6)。根據調整方法，部分國家 (如巴西、墨西哥) 在 GBI-EM 全球多元化指數中的比重以 10% 為限，遠低於其在原有指數 (GBI-EM Global) 中不設上限而按正常市值計算的比重。

⁷ 資料來源：摩根大通 (2017 年 8 月 31 日資料)。

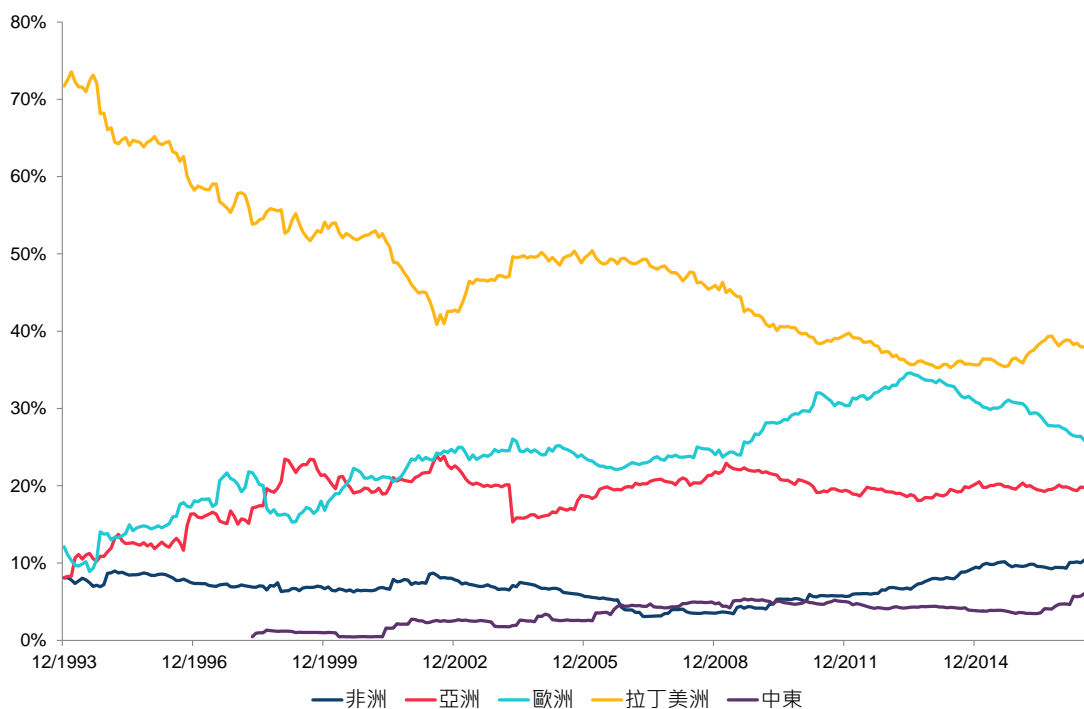
圖 6：摩根大通 GBI-EM Global 多元化指數的地域比重 (2002 年 12 月 — 2017 年 8 月)



資料來源：摩根大通。

至於強勢貨幣債券的 EMBI 指數，2017 年 8 月該指數中不同地區的權重分別如下：拉丁美洲 38%、歐洲 26%、亞洲 19%、非洲 11%及中東 6%。同時，該指數涵蓋 66 個國家，遠較本幣指數範圍更廣 (見圖 7)，亦平衡了部分規模較高和較低國家的比重，使指數更加多元化。

圖 7：摩根大通 EMBI 全球多元化指數的地域比重 (1993 年 12 月 — 2017 年 8 月)



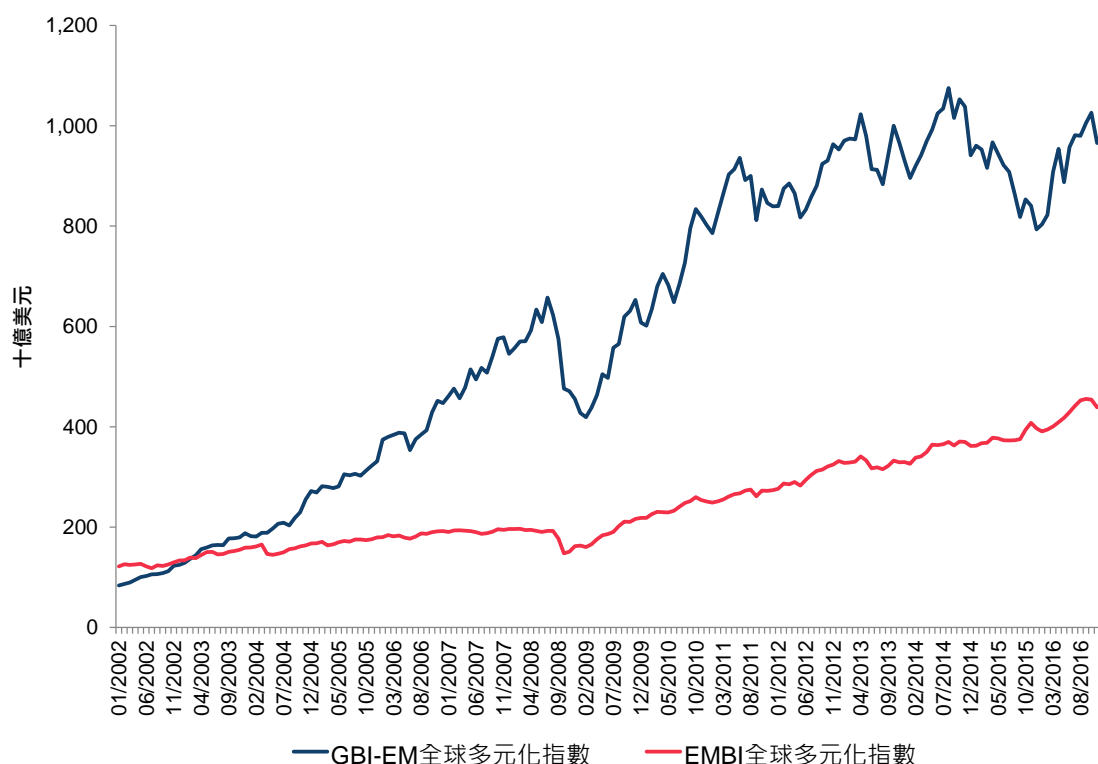
資料來源：摩根大通。

由於新興市場不斷進行結構性改善，GBI-EM 及 EMBI 的評級分佈亦因而日益向上偏移，其主權債券的可靠性亦持續提升。2017年8月，GBI-EM 全球多元化指數（本幣）中逾六成權重的債券均達投資級別。即使是 EMBI 全球多元化指數（強勢貨幣），投資級債券的權重亦佔近半（48%）。（見表3）

表 3：摩根大通債券指數的主要特點（2017年8月底*）		
	GBI-EM 全球多元化指數 (本幣)	EMBI 全球多元化指數 (強勢貨幣)
國家數目	18	66
工具數目	215	620
市值（十億美元） (2016年底)	965	445
表現 (2008年12月31日至 2016年12月30日， 年化數字)	3.33%	9.61%
信貸質素（平均值） (穆迪 / 標普 / 惠譽)	Baa2 / BBB / BBB	Ba1 / BB+ / BB+
評級分佈：		
A 或以上	23.62%	12.62%
BBB	42.35%	35.71%
BB	32.94%	23.32%
B	1.09%	24.48%
CCC 或以下	—	3.87%
* 另有說明除外。 資料來源：摩根大通。		

由於摩根大通各指數系列已成為定息產品方面的市場標準，近年來摩根大通上述兩個債券指數（包括強勢貨幣及本幣）的市值穩步上揚，於2016年底兩者合計已達14,100億美元。尤其是本幣指數，其增長較強勢貨幣指數更快（見圖8），可見本地債市對新興市場意義重大。摩根大通於2016年3月起將中國列入「指數觀察」名單，將其視為有潛力納入GBI-EM指數系列的國家。

圖 8：摩根大通指數的市值



資料來源：摩根大通。

2.2 富時羅素的全球債券指數⁸

2.2.1 納入標準

富時羅素 (FTSE Russell) 為投資於全球主權債券市場的投資者提供全球指數作基準參考，當中主要的本幣計價債券指數是**全球公債指數(WGBI)**，用於衡量定息、投資級主權債券的表現，現包含逾 20 個市場的主權債，以多種貨幣計價。要獲納入 WGBI，入選國家須符合特定的市場規模及評級標準，且沒有市場准入方面的門檻。

表 2：WGBI 的納入標準

市場規模	市場合資格的債券存量不得少於 500 億美元 / 400 億歐元 / 5 萬億日圓
信貸質素	所有新市場：A- (標普) 及 A3 (穆迪)
准入門檻	潛在合資格市場應鼓勵外資持有其債券、允許在貨幣市場進行投資相關的活動、為投資者的潛在貨幣對沖需要提供支援，及利便投資者資金匯回本國。稅項、監管穩定性及操作難易等亦是會考慮的因素。

資料來源：富時羅素，WGBI 指數規則，2018 年 4 月。

⁸ 原為花旗的全球債券指數。富時羅素是為全球投資者提供各類基準、分析及數據方案的環球領先供應商。倫敦證券交易所向花旗收購 The Yield Book 及花旗固定收益指數(Citi Fixed Income Indices)業務後，花旗定息指數於 2017 年 8 月 31 日成為富時羅素指數系列的一員。

2.2.2 將中國納入定息指數的最新進展

自中國銀行間債券市場 (CIBM) 於 2016 年 2 月進一步開放予外國金融機構後，中國獲納入定息指數的資格得到了密切關注。隨著中國人民銀行 (人行) 推出措施，向合資格外國機構投資者進一步開放境內債市及外匯衍生產品市場，中國已符合若干全球指數的門檻標準，符合納入 WGBI 的資格。

2017 年 3 月，花旗 (WGBI 的前營運商) 宣佈中國合資格獲納入旗下的另外三個國債指數 — 新興市場國債指數 (EMGBI)、亞洲國債指數 (AGBI) 及亞太國債指數 (APGBI)。由於中國在宣佈日之後連續三個月符合入選資格的要求，2018 年 2 月已獲正式納入 EMGBI、AGBI 及 APGBI。根據富時羅素的資料，按 2018 年 4 月 1 日的數據計算，中國在 EMGBI、EMGBI-Capped⁹、AGBI 及 AGBI-Capped¹⁰ 所佔的市場權重分別為 52.55%、10.00%、58.85% 及 20.00% (見表 3 及 4)。

	債券數目	市值 (十億美元)	市場權重 (%)	
			EMGBI	EMGBI-Capped
中國	136	1,320	52.55	10.00
墨西哥	15	147	5.87	10.00
印度尼西亞	33	127	5.04	9.69
巴西	5	124	4.94	9.51
波蘭	18	122	4.85	9.32
南非	14	119	4.75	9.14
泰國	24	102	4.08	7.84
馬來西亞	33	86	3.41	6.57
俄羅斯	19	78	3.12	6.00
土耳其	22	71	2.82	5.43
哥倫比亞	9	66	2.63	5.06
匈牙利	16	47	1.88	3.62
菲律賓	29	44	1.76	3.38
秘魯	10	30	1.18	2.27
智利	14	28	1.13	2.17

資料來源：富時羅素。

⁹ EMGBI-Capped — 新興市場國債權重上限指數 (Emerging Markets Government Capped Bond Index) — 個別國家的權重以 10% 為限，限制個別市場的風險敞口。

¹⁰ AGBI-Capped — 亞洲國債權重上限指數 (Asian Government Capped Bond Index) — 個別國家權重以 20% 為限，限制個別市場的風險敞口。

表 4：AGBI 及 AGBI-Capped 中各國家的市場權重（2018年4月1日）

	債券數目	市值 (十億美元)	市場權重(%)	
			AGBI	AGBI-Capped
中國	136	1,320	58.85	20.00
韓國	41	485	21.61	20.00
印尼	33	127	5.64	17.32
泰國	24	102	4.56	14.01
馬來西亞	33	86	3.82	11.74
新加坡	20	70	3.11	9.56
菲律賓	29	44	1.97	6.04
香港	30	10	0.43	1.33

資料來源：富時羅素。

然而，中國仍未能列入 WGBI 指數，尚列於觀察名單中。中國已在 2017 年 7 月列入「全球公債指數 - 擴展市場」指數(WGBI-Extended)。截至 2018 年 3 月底，中國在 WGBI-Extended 指數中佔 5.54%¹¹。若中國在岸債券市場能進一步讓外國投資者便於投資，其獲納入 WGBI 指數指日可期。

2.3 彭博巴克萊包含中國債券的指數¹²

隨著中國債市愈益開放及中國經濟對全球舉足輕重，2017 年 3 月彭博推出兩個涵蓋中國債券的混合債券指數：「全球綜合+中國指數(Global Aggregate + China Index)」及「新興市場本幣國債+中國指數(EM Local Currency Government + China Index)」。全球綜合+中國指數結合了彭博全球綜合指數(Bloomberg Global Aggregate Index)與 151 隻中國國債及 251 隻中國政策性銀行發行的債券。納入人民幣計價的中國債券後，指數中人民幣的比重為 4.6%，在美元、歐元及日圓之後。同樣，新興市場本幣國債+中國指數結合了新興市場本幣國債指數及 151 隻合資格中國國債。按市值計算，指數中的中國債券比重為 38.2%。

2018 年 3 月 23 日，彭博宣佈將會把人民幣計價的中國國債和政策性證券加入**彭博巴克萊全球綜合指數**這一國際定息投資者廣泛使用的指數。納入程序由 2019 年 4 月開始，為期 20 個月。在完成納入以後，該指數將包括 386 隻中國證券，佔該指數的 5.49% 權重（按 2018 年 1 月的數據計）。

事實上，中國獲納入彭博指數可追溯至 2004 年，當時彭博首推中國綜合指數(Bloomberg China Aggregate Index)。繼續開放國內債市，無疑是促進中國加快列入全球指數的催化劑。彭博上述舉措，可說再向前邁進一步，讓全球投資者緊貼中國市場的投資機會。

表 7：全球綜合指數的主要准入準則

年期	距離最終到期日至少一年。
債券餘額	中國債券發行規模下限為人民幣 50 億元
信貨質素	證券須被評為投資級 (Baa3/BBB-/BBB-或以上) (取穆迪、標普及惠譽的中間評級；若只有兩家評級機構的評級，取較低評級；若只有一家評級機構為債券評級，則使用該評級。)
資格	人民幣計價的證券中，只有國債及政府相關的證券符合資格加入指數。

資料來源：彭博有關指數的資料便覽（2017 年 2 月 28 日及 20 日）。

¹¹ 資料來源：富時羅素。

¹² 彭博在 2016 年 8 月 24 日收購了巴克萊的定息指數資產，有關指數其後均以「彭博巴克萊」為指數冠名。

3. 影響中國納入全球債券指數的瓶頸

要支持人民幣持續國際化，以及引入更多固定收益類證券投資者的資金來支持人民幣匯價，吸引更多外資參與中國境內債市是重要一步¹³。有鑑於各個全球債券指數在環球債市的代表性，中國入指無疑將有助推動更多外資投資中國債券資產。從全球指數供應商的角度來看，由於中國債市是世界第三大，將中國債券納入旗下指數亦有其戰略意義。那麼，中國加入全球債券指數現時還存在哪些主要的障礙？

若論市場規模及信用評級，中國債市應已遠高於大部分全球債券指數的准入準則。截至 2017 年底，中國債市總存量為人民幣 64.57 萬億元¹⁴，是世界第三大債市，僅次於美國和日本¹⁵；主權信用評級方面，標準普爾給予中國的評級為 A+，穆迪 A1，惠譽 A+。

但若論市場入場門檻及可直接參與的程度，外國投資者進入中國境內債市可能要面對漫長的註冊流程、投資額度、鎖定期和資金匯回限制等，所涉及的參與成本是外資和指數供應商困擾的地方。

3.1 為降低入市門檻已採取的政策改變

中國已採取多種措施向外資開放境內債市。中國早於 2010 年已容許海外貨幣當局和合資格機構以離岸人民幣投資於其 CIBM，隨後為進一步開放境內債市，又於 2011 年正式公佈人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 計劃，及於 2013 年進一步放寬合格境外機構投資者 (QFII) 計劃的投資限制。

自 2015 年，中國再接再連推出多項重要的開放措施，進一步方便外資進入 CIBM，當中包括：2015 年 6 月實行容許離岸人民幣清算行及參與銀行以在岸債券進行回購融資的政策；2015 年 7 月中公佈政策措施，將合格債券交易範圍進一步擴大至包括債券現券、債券回購、債券借貸、債券期貨、利率互換及人行許可的其他交易類型；2016 年 2 月，人行發布新規例，放寬了可進入 CIBM 的若干類別境外機構投資者所適用的投資額度、鎖定期及資金撤回限制等規定；2016 年 5 月，人行再進一步公佈境外機構投資者投資流程的詳細說明；2017 年，外資更獲准參與境內衍生品市場以對沖貨幣風險。

更為重要的是，債券通¹⁶於 2017 年 7 月正式開通，債券通下的北向通容許外資透過在香港的交易平台買賣中國境內債券。債券通不設每日投資額度及總投資額度，也沒有資金匯款限制及鎖定期要求，大大提高了外商進入中國境內債市的方便程度和交易效率。圖 9 所示為中國境內債市的開放進程。

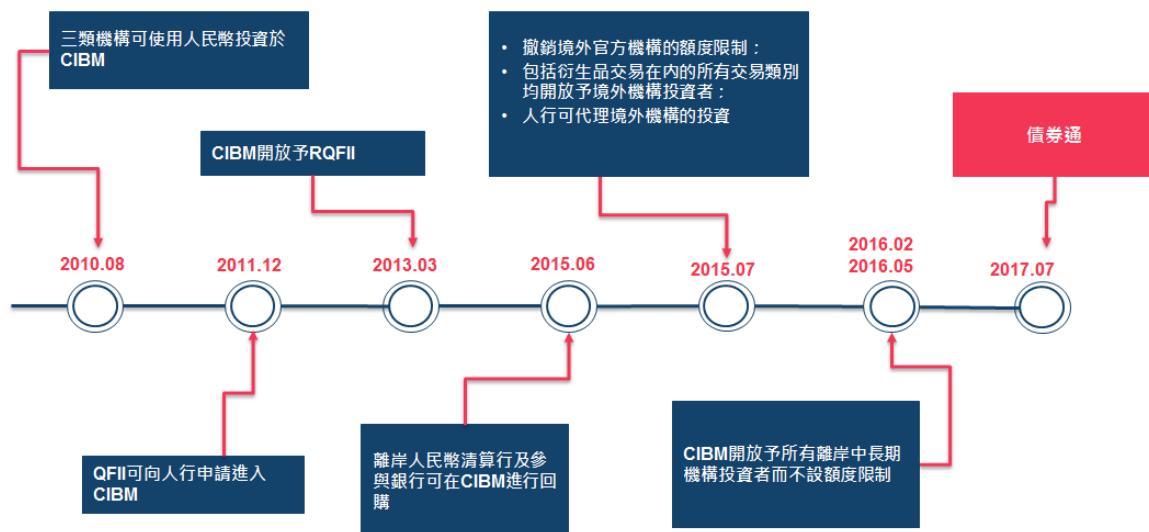
¹³ 見香港交易所 2017 年 5 月 16 日的研究報告《進軍中國境內債券市場－國際視角》（載於香港交易所網站）。

¹⁴ 資料來源：《2017 年債券市場統計分析報告》，2018 年 1 月 16 日，中國中央國債登記結算有限責任公司。

¹⁵ 資料來源：人行網站。

¹⁶ 境內外投資者通過香港與內地機構的金融基礎設施連接，分別買賣香港與內地兩個債券市場債券的機制安排。實施初期只開通「北向通」。

圖 9. 中國境內債市的開放進程



註：圖中所示年月為政策正式公佈的時間。

資料來源：正式公告及公開資訊。

海外投資者透過債券通進行交易，不需要開立內地結算及託管賬戶，也毋須向內地機關申請市場准入和交易資格，只要使用其在香港的既有賬戶，在債券通平台辦理市場登記手續即可。此外，債券通採用「多級託管安排」及名義持有人模式為海外投資者進行登記、存託、清算及交收。因此，海外投資者完全不需要花費額外資源去研究內地債券市場所涉及的結算及託管制度細節以及相關法律法規，沿用其一直行之有效的交易及結算常規即可。

對擬進入中國債市的海外投資者而言，債券通是實現降低入場成本、增加參與利便性的一項創新及探究性舉措。儘管該計劃推出時日尚淺，市場參與者或需要時間適應，但它消除了進入中國債市的壁壘、放寬了外資參與的限制，令中國進一步貼近全球債券指數的嚴格入選標準。

3.2 有待完善的操作環節

雖然中國開放境內債市取得相當進展（尤其是債券通的開通），但運作上仍有若干問題是外資參與者極為關注的。

第一，貨銀兩訖¹⁷的安排尚未在所有現有渠道中全面實施以符合國際標準。這對於在新興市場投資方面須遵守相關合規要求的國際機構帶來一定麻煩。目前，只有若干透過債券通交易的債券可享有這項結算安排，有必要將其擴展至所有在 CIBM 進行的債券交易。

第二，外資投資中國主權債券和公司債券的稅收政策尚待明確。中國已公佈預扣稅並不適用於境外機構投資者在中國收取的利息及股息，但是否徵收資本利得稅則尚未明確。如果外資投資在境內債市的稅制清晰，將有助全球債券指數供應商評估稅制對其指數表現的影響。

第三，境外參與者出售境內債券後將資金匯回存有難點。這情況在市況受壓時尤其令人關注。債券通由於不設投資額度、鎖定期及資金撤離限額，因此其開通後已很大程度紓解了問題。然而，其他現有渠道（QFII 及 RQFII）亦需要類似的制度放寬，以令中國更貼近全球市場基準指數的嚴格准入標準。

第四，中國債市要納入全球指數，外資必須能夠在高流動性的外匯市場對沖貨幣風險。以本幣計價的主權債券納入全球指數後，主權層面的匯率錯配會有所降低。然而，追蹤這些指數的基

¹⁷ 貨銀兩訖是證券交易中常見的交收安排。這是指交收過程涉及在同一時間交付交易中的指定證券及款項。

金，通常以強勢貨幣作為其表現的計算基礎，多數為美元。因此，涉足人民幣債券的全球投資者，其投資及回報會有貨幣匯價風險。如果投資者需要解決這種風險，必須從一開始就進行貨幣對沖或使用以美元對沖的基準指數。因此，外國投資者如能夠使用境內外的對沖工具，將進一步支持中國獲納入全球債券指數。

4. 相關討論

4.1 中國獲納入全球債券指數的潛在影響

現時中國已被納入某些重要指數（如彭博巴克萊全球綜合指數），方便投資者涉足中國在岸債券。2016年3月開始，摩根大通亦將中國列入其 GBI-EM 系列的「指數觀察」名單。一旦中國獲成功納入，中國在不設權重上限的指數中的權重佔比將達到 33% 以上¹⁸，但在廣泛使用的 GBI-EM 全球多元化指數中，中國的權重卻很可能只限於 10%（與巴西及墨西哥等較小國家的權重相同）。

在可見未來，中國獲納入更廣泛使用的全球指數已是不可逆轉的趨勢，這將會大大改變全球債券投資的態勢。根據上文估計，中國在摩根大通 GBI-EM 指數（不設上限）的市場權重很可能會是 33%，較其在富時羅素的 WGBI-擴展市場指數的 5.54% 權重、又或在彭博巴克萊全球綜合指數的 5.49% 權重都還要高。目前後兩個指數較廣泛被全球基金追蹤，其資產總值約在 2 萬億美元至 4 萬億美元之間，以此推算，如中國債券獲納入更廣泛使用的指數中，預計將有 1,000 億美元至 4,000 億美元的資金流入中國債券，那麼中國債券的外資持有量將增至現時的 3 倍。即使在納入初期，主動型基金中配置中國債券的權重可能較低，流入中國債券的資金可能較少，但中國權重有望逐漸增加到其應有的比例，並取代新興市場中較小型國家的權重。

4.2 離岸對沖工具對中國入指後的重要性

近年來，投資於指數 ETF 已成為全球投資者投資新興主權本土市場的主要途徑。透過追蹤全球新興市場指數，投資者無需對較小型國家另作研究，就可即時輕易擁有多元化的新興市場投資組合。由於 ETF 的組合結構透明度高，ETF 業的增長速度驚人。全球 ETF 的管理資產由 2010 年的 1.3 萬億美元增至 2016 年的 3.4 萬億美元¹⁹。

中國一旦獲納入全球指數、或在當中佔較高權重，就會有更多追蹤這些債券指數的 ETF 相應增加其中國主權債券持倉，這將會增加這些 ETF 中人民幣資產的相關風險。國債期貨通常是對沖債券 ETF 風險的最佳工具，尤其是那些追蹤以本幣計價的主權債券全球指數的 ETF。2013 年中國境內市場已推出國債期貨產品，以便利投資者進行風險管理，然而該等產品尚未對外資開放，而由於缺乏主要市場用家如國內保險公司及銀行等的參與，產品的流通量也有限。香港交易所亦曾推出類似的國債期貨產品，價格以一籃子境內主權債券的平均收益率為基礎²⁰。如果市場持續提供此類產品，將有助投資者對沖以人民幣計價的中國主權債券持倉風險，以及減低中國境內債市對全球市場波動的敏感度。

4.3 中國入指後投資者行為的轉變對投資資金流動的影響

中國獲納入全球債市指數將鼓勵更多環球基金流入以強勢貨幣或人民幣計價的中國債券資產。外資流入日增，無疑會令境內市場受全球風險偏好轉變的影響。全球性的銀行、退休基金、保險公司、央行儲備及主權財富基金等大型全球機構投資者，多以通用的指數為基準，又或在偏離基準一定風險範圍內增加頭寸以博取更優厚的回報。因此，這些投資者的投資行為及其資金流動模式，將是中國獲納入全球債市指數後，評估外資資金流動穩定性的關鍵因素。

¹⁸ 根據國際貨幣基金組織 2016 年 4 月《全球金融穩定報告》中的估算。

¹⁹ 資料來源：Statista 資料庫。

²⁰ 該試驗計劃已於 2017 年底終止，以便相關機構為離岸人民幣衍生工具將來的交易業務訂定一套更有效的運作框架。

與以零售為主的互惠基金相比，具有全球視野的大型機構投資者（包括大型退休及保險基金、國際儲備基金和主權財富基金）向新興國家的境內債券市場投入的資金相對穩定，但在市場的主權評級下調時，這些投資者會出現較強烈的反應²¹。在市場受壓時，這些大型機構投資者的新興市場債券持倉較互惠基金有更高的穩定性，但在 2008 年雷曼兄弟倒閉後，新興市場的主權評級被下調，以致這些投資者流入新興市場的債券資金大幅減少²²。從這個角度來看，要債券吸引全球大型機構投資者及維持不被全球指數剔除，維持堅穩的主權評級至為重要。此外，深化境內金融改革，包括擴大境內投資者基礎、深化銀行業和資本市場，以及改善制度建設等，亦將有助強化境內金融市場，減輕全球金融動盪對國內資產價格的不利影響。

²¹ 資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》。

²² 資料來源：國際貨幣基金組織 2014 年《全球金融穩定報告》的分析結果。

英文縮略詞

AGBI	富時集團亞洲國債指數
APGBI	富時集團亞太國債指數
CIBM	中國銀行間債券市場
EMBI	摩根大通旗下新興市場債券指數系列
EMGBI	富時集團旗下新興市場國債指數
ETF	交易所買賣基金
GBI-EM	摩根大通旗下國債—新興市場指數
QFII	合格境外機構投資者
RQFII	人民幣合格境外機構投資者
WEO	世界經濟展望
WGBI	富時集團旗下全球公債指數

鳴謝

本文第 2 部分若干數據和資料由摩根大通、富時羅素和彭博新聞社提供，特此致謝。

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。

