

“债券通”双向助益中港债市

香港离岸金融中心地位进一步巩固

自 6 月 21 日央行公布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）后，中央国债登记结算有限责任公司 6 月 26 日发布“债券通”北向通登记托管结算业务规则。这意味着“债券通”北向通的开通在即，并有望于 7 月迎来第一笔债券通交易。“债券通”的开通标志着香港与内地市场的双向开放将从股票市场进一步向债券市场延伸，对于促进国内资本市场开放及巩固香港金融中心地位具有重要意义。

“债券通”开通，中港两地债市双向受益

继“沪港通”、“深港通”启动后，2017 年 5 月 16 日，央行发布公告称同意内地基础设施机构和香港基础设施机构开展“债券通”。从公告内容及央行答记者问可以看出，“债券通”未来将分步骤实施，初期将先开通“北向通”，未来将适时扩展至“南向通”。“北向通”遵循现行内地银行间债券市场对外开放政策框架，同时，“北向通”没有额度限制。

“债券通”为境外机构参与境内债券市场的投资增加了一条新的交易渠道，有助于降低境外机构的交易成本，激发其投资热情。根据央行披露的信息，目前已有近 200 家在港金融机构进入内地银行间债券市场投资，“债券通”开通后，这些机构能够更便捷地开展内地债券市场投资业务。另一方面，“债券通”将促进香港与内地市场的互联互通。作为国际金融交易中心，香港市场拥有更加丰富与多元化的投资者，这有助于为内地债券市场吸引更多优质的境外投资者，进一步促进国内债券市场的开放。反过来看，香港市场的债券规模则相对较小，与内地债市互联互通后，将有助于弥补其债市规模不足的短板，巩固和提升其作为国际金融中心的地位。总体而言，“债券通”对于促进内地与香港债券市场发展均具有重要意义。而作为资本市场的重要组成部分，“债券通”更是资本市场开放的又一重要通道。

“债券通”有助于加速国内债券市场的国际化进程

中国债券市场对外开放始于 2005 年，并在 2010 年以来逐步加快步伐，债市双向开放不断加深。

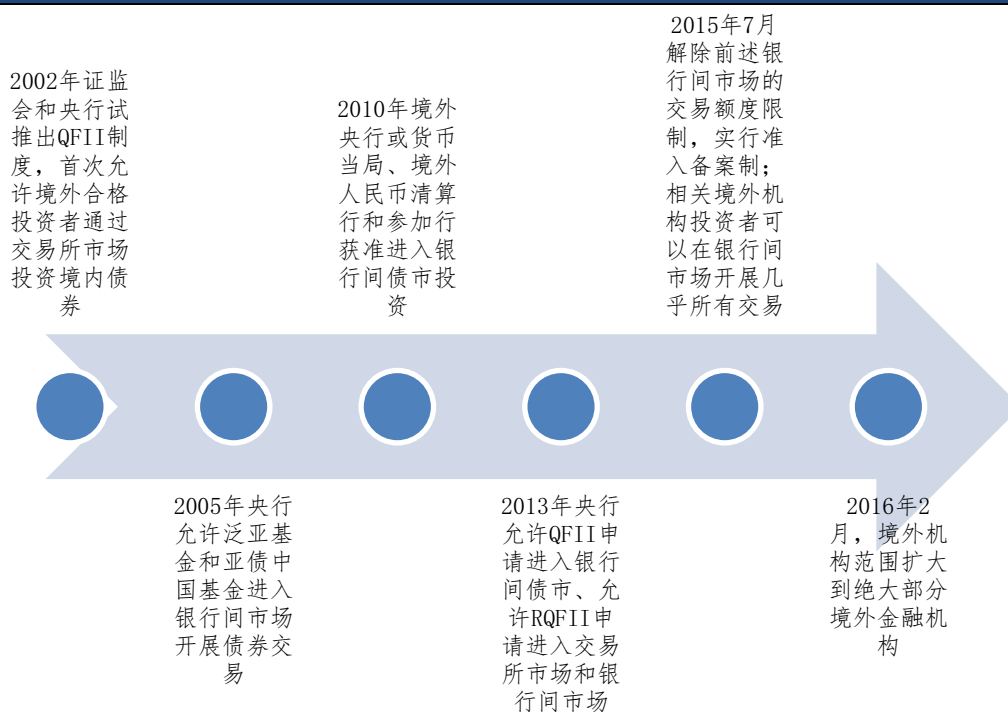
从投资端来看，截至 2016 年底，中国债券市场境外机构投资者共有 473 个，其中约 60%为境外央行及超主权机构，40%来自 QFII 与 RQFII。2016 年境外机构持有的境内债券托管余额 8526 亿元人民币，比年初增长近一成半。RQFII 规模和使用区域进一步扩大，

2016 年底 RQFII 申请额度达 5284 亿元人民币，较上年增加 19%。境外机构参与债券交易日益活跃，交易策略日趋多样，价差交易、融资性交易不断增加，机构投资范围不断扩大，从国债已扩大到银行间市场的所有债券品种，投资期限也从短期向中长期延伸。

从发行端来看，自 2005 年开始，境外机构开始允许在银行间债券市场发行人民币计价的债券，即熊猫债。在助力人民币国际化，推动资本市场对外开放的背景下，熊猫债作为中国债券市场接轨国际金融市场的“试点”产品得到更多支持，政策限制也逐步放宽。2016 年熊猫债的发展步入“快车道”，全年共计发行 1290.4 亿元，较 2015 年增长 893%。

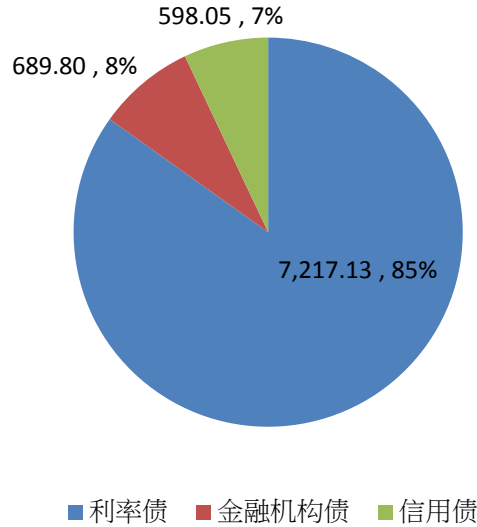
截至目前，中国债券市场已对绝大部分境外金融机构投资者放开，额度上的限制也不断放宽，但是海外投资者的数量和规模占比仍然很低。根据央行披露的数据，截止目前境外投资者持有国内债券的存量规模占比不足 2%，远低于外资投资新兴市场国家债券的平均水准。而境外机构的投资品种也相对单一，利率占其总持有规模的比例约 85%，而信用债规模仅 7%。在国内债券市场违约风险不断暴露的情况下，境外机构投资境内债券更为谨慎，更偏向于投资低风险债券。

图 1：债券市场开放历程



数据来源：中诚信国际整理

图 2：境外投资者券种结构（单位：亿元）



数据来源：中诚信国际整理

“债券通”是连接中国债券市场与全球债券市场的又一重要通道，也将成为中国债券市场与国际化对接的重要一步。“债券通”不仅将为中国债券市场引入更多海外资本，也将带来多元化的投资者结构和交易策略，进一步深化国内债券市场发展，完善债券市场基础设施改革和建设。同时，随着“债券通”南向通的逐步开通，也将推动更多地中资企业通过国际市场发债，进一步多元化其投资者、币种和市场选择，有助于降低中资企业的海外融资成本，从而间接推动内地融资利率下降，舒缓内地融资难和融资贵的问题。

在“沪港通”“深港通”的基础上，“债券通”在技术层面上没有障碍。更多的挑战在于如何降低海外投资者从投资业务的角度进入内地市场的障碍。从现状来看，国内债市刚性兑付打破背景下违约率的逐步上升、信用债评级中外差异、缺乏风险对冲机制及投资者保护机制等均制约着海外投资者进入中国债市的步伐。目前，国际投资者对中国债券市场的了解还太少，信息获取的渠道有限，对获得信息的理解程度不同，“看不懂”是很多海外投资者的第一感觉。特别是在信用债投资方面，作为重要的参考要素信用等级，受制于国内外评级理念、技术体系及信用参照系统的不同，呈现出较大差异，使得海外投资者对境内信用债市场充满“困惑”，阻碍了其投资步伐。

“债券通”将进一步推动香港从融资中心发展成为人民币资产配置中心

香港回归以来，两地金融市场实行互惠互利政策，协同协作效益不断提升。2003 年以来，中国内地与香港推出多项互惠互利政策，中央政府批准香港开展人民币个人业务、发行人民币债券、跨境贸易和投资人民币结算等相关业务，使香港成为全球第一个离岸人民币业务中心，人民币业务在香港逐步落地并不断扩容。另外，通过安排 QDII、QFII、两

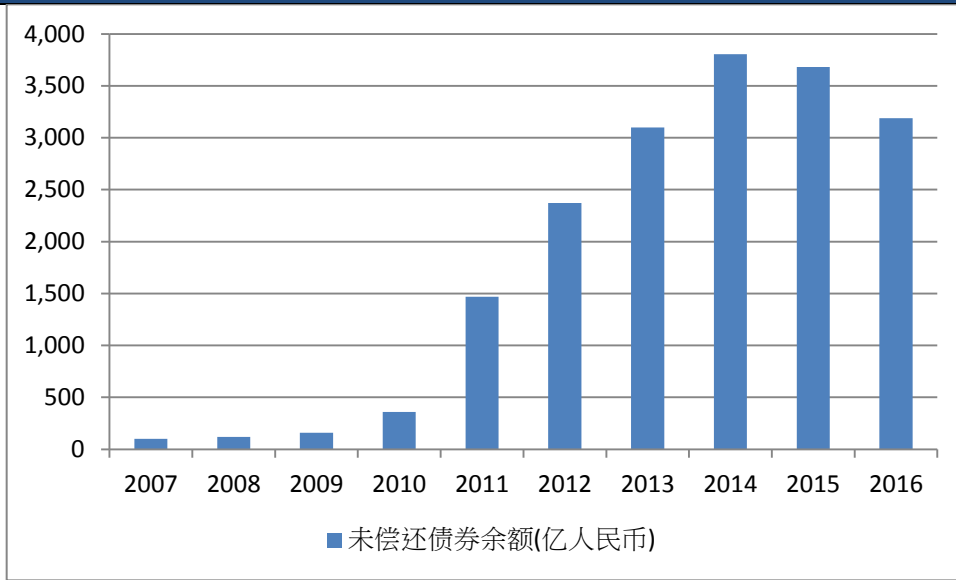
地及跨境 ETF、沪港通和深港通等措施，香港和内地的资本市场逐步实现联通，香港因此扮演了联通中国内地与世界各地的桥梁角色。

表 1：内地与香港金融市场联通里程碑

1993 年	内地企业赴港上市	1993 年 6 月，香港联交所宣布修订《上市规则》，允许国有企业在香港上市，打开内地企业赴港上市的大门。
2003 年	人民币清算	2003 年 11 月，中国人民银行同意为香港的人民币业务提供清算安排，包括存款、兑换及汇款。
	清算行	2003 年 12 月，香港金融管理局宣布中国银行（香港）有限公司获委任为香港人民币业务的清算行。
	QFII 额度	2003 年起，内地向境外机构发出 QFII（合资格境外机构投资者）额度，香港机构投资者开始参与内地资本市场。
2007 年	人民币债券	2007 年 7 月，国家开发银行于香港首次发行人民币债券。
2009 年	人民币国债	2009 年 9 月，国家财政部于香港首次发行人民币国债。
	跨境贸易	2009 年香港开始为跨境贸易进行人民币直接交收。
2010 年	人民币账户	2010 年，中国人民银行允许香港公司为包括贸易结算在内的任何用途开立及使用人民币账户，进一步带动香港人民币业务的发展。
2011 年	RQFII 计划	2011 年 12 月，RQFII 计划（人民币合资格境外机构投资者）推出，RQFII 放开内地股市投资，加速人民币的国际化。
2014 年	沪港通	2014 年 11 月 17 日，沪港通正式开通，两地股票市场实现互联互通。
	人民币自由兑换	2014 年 11 月 12 日，香港政府宣布取消本港居民每日最多兑换两万元人民币的限制，以便港人参与各种人民币业务。
2015 年	基金互认	2015 年 5 月 22 日，内地与香港基金互认安排推出。
2016 年	深港通	2016 年 12 月 5 日，深港通正式开通，两地资本市场进一步深化合作。

香港凭借成熟稳定的金融市场和“一国两制”的独有优势，逐步发展成为最重要的离岸人民币中心。香港拥有全世界最大规模的离岸人民币资金池，截至 2017 年 3 月末的人民币客户存款及存款证余额为 5831 亿人民币，占市场份额的 70%左右；2016 年经香港银行处理的人民币贸易结算额为 45421 亿人民币，占全部跨境贸易人民币结算业务的 80%以上。离岸人民币债券市场自 2007 年启动以来，吸引中国内地、香港及海外发行人在香港发行人民币点心债券，截至 2017 年 3 月末的债券余额为 2843 亿人民币。

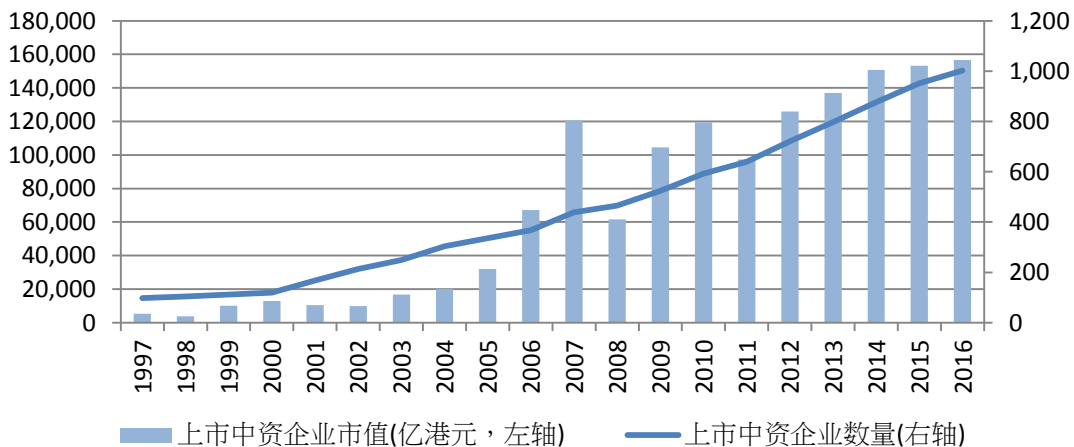
图 3：离岸人民币点心债券余额



数据来源：中诚信亚太整理

同时，香港也是中资企业最主要的海外融资渠道。股票市场来看，由于上市流程便利且所用时间较短，中资企业通常选择香港作为其境外上市地点。香港已经连续两年成为全球最大的 IPO 上市地点，2016 年 IPO 融资 251 亿美元；自首个中资企业 IPO 以来，中资企业通过发行股票在香港市场融资累计超过 5000 亿美元。香港回归 20 年间，在香港上市的中资企业（包括 H 股公司、红筹公司和内地私有企业）已由 1997 年的 101 家大幅提升至 2016 年的 1002 家，占港股市值的比重也由 20% 提升至 63%。从债券市场来看，得益于对外发债流程的简化、内地发行人意愿的增强以及国际投资人认可度的提升，中资企业境外发债规模在 2016 年已突破 1200 亿美元。

图 4：在港上市的中资企业数量及市值



数据来源：中诚信亚太整理

伴随“债券通”联通及“一带一路”战略布局，香港的金融枢纽作用将进一步增强，将从融资中心逐步发展为人民币资产配置中心。香港市场的债券规模相对较小，存在“股强债弱”的短板，由于中国内地债券市场规模已达 69 万亿人民币，可与世界第二大债券市场日本比肩，香港与内地债市的互联互通，将有助于弥补香港债市规模不足的短板，巩固和提升其作为国际金融中心的地位。未来人民币的国际化及“一带一路”战略的加速布局将带动中资企业海外投资及外资对人民币资产配置需求的快速增长，伴随“债券通”对两地资本市场的进一步联通，将吸引更多主体参与到香港金融市场活动，为香港引入大量资金，帮助稳定香港人民币资金池规模，为丰富人民币金融产品提供支持，助力香港从目前的融资中心发展成为中资企业海外投融资及外资配置人民币资产的重要枢纽。

联系人

中国诚信（亚太）信用评级有限公司

胡辰雯

信用评级部

+852-2860 7123

elle_hu@ccxap.com

中诚信国际信用评级有限责任公司

张婷婷

国际业务部

+86-10-6642 8877

ttzhang@ccxi.com.cn

余璐

研究院

+86-10-6642 8877

lyu@ccxi.com.cn

©2017 中国诚信（亚太）信用评级有限公司。版权所有。

重要信息

本网站所载的全部内容资料均属中国诚信（亚太）信用评级有限公司（简称“中诚信亚太”），如有变更，恕不另行通知。本网站上提供的信息全部都是中诚信亚太从其相信是准确和可靠的来源获得的。但所有信息及相关材料是在“按原样”及“按可以获得”的状况下提供的，中诚信亚太不就本网站及所包含的任何相关信息和材料作出关于准确性、妥善性、完整性和及时性的保证。

所有信息均受版权法保护，未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得以任何形式、方法对其全部或部分进行复制或翻印、修改、传送、传播、散布、翻译，或改编以便其后用于此类用途。中诚信亚太对任何人或者任何实体由于使用本网站所在信息所致的任何直接、间接、特殊、偶然性、相因而生的损失或损害不予负责；或对任何性能故障、错误、遗漏、中断、缺陷、操作或传输延误、计算器病毒或线路系统故障等带来的损失或损害不予负责，即使被告知此类损害的可能性。本网站中所载任何信息均非推荐买入、卖出或持有任何证券或其他财务债务，也不应被当做投资建议使用。